

证券研究报告—调研简报

旅游休闲

旅游

中国国旅（601888）

推荐

2010 年年度股东大会及业绩发布会纪要

（维持评级）

2011 年 5 月 23 日

三亚免税店将在不断优化调整中成长，公司后续发展空间巨大

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003

事项：

2010 年 5 月 20 日上午，中国国旅 2010 年年度股东大会及业绩发布会在北京召开，公司高管悉数列席会议，并就市场关心的热点问题进行了较为充分的交流。以下是我们整理的会议纪要。

评论：

■ 公司 2011 年 33 亿元商品销售收入预算未考虑三亚免税店，国旅投资公司 13 亿元投资重点指向海棠湾项目

上市公司 2011 年营业收入预算方案指出，2011 年度预计实现合并营业收入 112.66 亿元，包括旅行社营业收入 80.02 亿元，免税及有税商品营业收入 32.64 亿元。而 2010 年公司商品销售收入已达 28.33 亿元，即暗含 2011 年商品销售收入仅增长 15% 左右，公司指出这是年初做的预算。当时三亚市内免税店还没开业。目前来看，实际营业额肯定将超过预算，但是超过多少还很难讲，三亚免税店要运营半年以上才能看出效果。

公司拟定的 2011 年投资计划总额为 20.08 亿元，其中旅行社业务板块计划投资 2.67 亿元，主要用于境内外旅行社网络及旅游电子商务的建设；免税业务板块计划投资 4.11 亿元，主要用于免税、有税零售网络及信息化系统的建设；投资业务板块计划投资 13.30 亿元，主要用于旅游产业链相关业务的发展。公司指出投资公司 13 个亿的投入，重点是海棠湾国际免税城项目。该项目占地 780 亩，已与海棠湾签署了战略合作协议，将采取“免税+旅游”模式。还没招拍挂，因此还没拿到地。预计 7 月份项目竞标，年底开工。土地招拍挂起步价估计 300 万/亩，但目前三亚地价一直在涨，最终成本多少暂时难讲。海棠湾项目以国旅集团的名义在谈，未来投资主体将转移给股份公司。公司对盈利有信心，未来会有财务预算向股东大会报告。

■ 公司对三亚免税店的供货前景有信心，将不断调整优化各相应环节

公司表示，有关部门 4 月 19 号晚上才确定行邮税按什么税基怎么征收。而三亚免税店 3 个亿的货源并没有考虑行邮税因素。所谓的断货或缺货体现在 5000 元以下商品。5000 元以上商品销售数量占比 0.6%。中免及生产商都在调整。目前品牌商对公司的支持力度是很大的。5 月份部分品牌商也没有货，紧急把供给其它渠道的商品优先调剂给中免。公司也说服品牌商将供货周期将 30 天以上周期缩短到 14 天以内。有一批货，4 月 20 日下单，4 月 26 日到店。至于三亚免税店什么时候能敞开供应的问题。目前公司正在观察顾客的购买力能否持续，观察顾客购买力的需求变化。比如此前香化缺货，但公司观察到顾客人均购买力没有下降。买不到香化，顾客就买精品。人均购买额稳定在 2000 元左右。行邮税有没有调整空间，3 个月后将总结情况上报给国务院。如果行邮税有变化，则会较好。

三亚免税店柜台布置也有调整空间。一楼右侧的香化区域面积偏小。卡地亚、肖邦等手表柜台装修成本较高，没法撤走。二楼还有两块空余面积，考虑放一些香化。后续将引进 SK-II。1 楼左侧也还有四块空余面积，PRADA 主动联系中免希望进驻。公司将根据销售情况不断调整布局 and 位置，将来主要供应畅销的香化、手表和皮具。

虽然德国汉纳曼实行全球采购，但中免跟国际品牌供应商采购也有一定的优势。目前正在新加坡召开的 TFWA 亚太

区免税品和旅游零售博览会，中免作为亚洲唯一一家免税品运营商在大会上作报告。公司一位与会的副总裁也正就采购问题与品牌商进行沟通。公司对此有信心。

■ 目前三亚免税店毛利率有 40%以上，不过费用相对较高

公司表示，口岸免税店毛利率比较稳定，费用小。三亚市内免税店费用相对较高（包括租金、市场推广、物流、售后服务等），不过免税商品毛利率不低，虽然有价格优惠，但都有 40% 以上的毛利率。三亚免税店在开业前确实做了一些价格上的调整，地方政府也有要求，主要想把免税牌子做响，因此调低了价格。我们认为由于三亚免税店收入规模远远超过其它口岸免税店，因此运营成熟情况下的净利润率很有可能达到并超过现有业务整体水平，预计 18%-20%。

■ 目前海口免税店牌照未有官方正式文件证实，但公司认为终端零售价应该差异不大

公司认为，目前海口机场免税店的牌照问题还没有官方正式文件证实，因此不便评论。但如果真如媒体报道的那样，公司认为，德国汉纳曼是免税品批发商，作为中间商肯定会有批发利润。因此中免拿到的批发价肯定会比海航低，但是零售价谁比谁低还很难说。一般免税品终端零售价由供应商和服务商共同制定，因此价格应该差别不大，但不排除个别商品进行打折促销。

■ 海棠湾国际免税城未来将由中免公司主导成立商业运营公司

目前仍是集团公司在进行前期的工作，暂时属于集团公司主导的项目。未来在适当的时候会考虑引进战略合作者，比如引进国际酒店管理公司等。将来海棠湾国际免税城将由中免主导成立运营公司。

■ 税务总局确实废止了免税零售 4% 增值税豁免的文件，公司将积极沟通

根据《国家税务总局关于出境口岸免税店有关增值税政策问题的通知》（国税函[2008]81 号），2008 年 1 月起，国家税务总局对出境口岸免税店销售的免税商品不再征收增值税。2011 年，国家税务总局废止了一系列文件，其中包括 81 号文件。这意味着免税零售业务将按照正常的 4% 征收营业税。在鼓励高端消费品消费的背景下恢复征收增值税，公司也将积极与有关部门沟通，了解情况。

■ 入境免税店经营资质正在报批中，中免未有考虑收购中出服市内免税店

机场口岸入境免税店正在报批中，入境免税店能占到总收入的 30%。公司没有考虑收购中出服市内免税店。我们认为由于中出服已被整体并入国药集团，因此短期内相关收购问题变得更为复杂，因此公司采取了较为谨慎的表态。

■ 有税业务是中免重要的战略发展方向，目前发展势头良好

赁乐廊势头非常好，广州、杭州、厦门、深圳等机场设立了专卖店。有税业务借助免税业务共同发展。昆明、重庆、武汉机场今年也在拓展。

■ 国旅会展业务运营情况良好

国旅会展公司 09 年成立，10 年规模翻番，11 年增速较好。10 年完成上海和广东的布点，11 年在重庆两江和天津滨海布点。总社将入境会展和社内资源集中到会展公司。2011 年 1 季度会展公司收入 2.26 个亿。1-4 月份同比增长，净利润增长放缓，主要是因为租金等费用增加（上海会展公司处于黄金地段）。分拆上市曾经讨论，主要是激励团队，没有方案。

■ 国旅投资公司计划 1 年搞成 1 个景区

投资公司成立 1 年多，考察很多的景区景点，如重庆大足等。计划 1 年搞成 1 个景区，完成在景区资源方面的布局。集团公司参股了庐山景区等旅游资源。至于集团和上市公司旅游资源整合的可能性，未来可能会考虑，看项目本身

情况。

■ **本地震对公司出境游影响较明显，对免税业务影响较小**

日本地震对出境游业务有较大影响，对入境游业务也有影响。对出境游的影响不仅只是日本线路，而且周边的韩国、台湾、夏威夷中转线路都有影响。公司将加大新的旅游目的地开发，加大欧美及东南亚开发。公司成功竞标大型银行 1 万人员工休假订单，还有一家竞标。

日本地震对免税业务有影响。日本地震后，日本人的购买能力在下降，预计下半年将逐渐好转。目前中国人在中免公司免税店的消费比例在急剧上升。4 月 20 日三亚免税店开业后，中国人消费比重将进一步增强。

■ **经过前期下跌，目前公司股价已经具备较好的安全边际，维持“推荐”投资评级**

即使前期香化缺货，三亚免税店人均消费额仍稳定在 2000 元左右，日营业额预计稳定在 400-500 万元水平。目前后续供应已陆续到位。在仅考虑现有经营业务基础上，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.81、1.17、1.53 元，三亚免税店分别增厚 0.20、0.37、0.46 元。我们认为，公司将是我国经济结构调整大变革背景下最为受益的投资标的之一，其内生性增长与外延扩张均极具看点。我们坚定看好公司的业绩增长和投资价值。公司未来三年复合增长率约为 49%。公司目前股价对应 2011 年动态 PE 32.6 倍，已具有较好的安全边际。考虑到公司良好的成长性以及诸多潜在利好，给予公司 1 年期目标价 40 元，维持“推荐”投资评级。公司未来一段时间股价催化因素来自于全国出入境游数据的超预期表现、三亚免税店经营持续向好以及相关隐性利好提前兑现。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。