

短期经营乏力，静待股价催化剂出现

年报业绩发布会纪要

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

30.00 元

期限: 6 个月 上次预测:

现价(2011 年 05 月 23 日): 24.46 元

报告日期:

2011-05-24

报告关键点:

- 三亚免税店收入超预期，但费用高企拖累盈利表现
- 不考虑三亚市内店，公司原有业务短期增速放缓
- 给予“增持-A”的投资评级，当前股价具有较高的安全边际

报告摘要:

- **三亚免税店收入超预期，但费用高企拖累盈利表现。**自4月20日国人离岛免税政策试运行以来，中免三亚免税店的经营就持续超出市场以及公司管理层的预期。一个月以来，三亚店人均消费2000元左右，预计实现销售收入亿元以上。另一方面，三亚免税店设在三亚市区核心地段，租金较高，加上前期宣传推广费用、售后服务费用以及机场提货模式下特定的物流和人工费用，三亚店的盈利将因为短期费用高企而难以达到原有业务18%的净利润率水平。
- **不考虑三亚市内店，则公司原有业务短期增速放缓。**旅游服务方面，在历经了2010年79.2%的高速增长之后，旅游服务业务的增长回归常态，一季度实现了约10%的增长。免税业务方面，由于中免70%以上的店面为口岸店，且烟酒的销售占了中免总销售比例的85%，因此免税业务的增长与入境游客人数的增长以及购买力变化关联性较大。作为过往中免最大的客源国，日本3月11日大地震使得日本游客的人数和购买力出现了一定程度的下降。预计免税业务二季度仍将延续一季度较低的增长率。
- **政策调整和新业务拓展将显著改善市场对于公司的预期。**根据海关总署4月19日颁布的22号文，超过5000元的商品将征收行邮税，该政策直接导致三亚免税店中5000元以上的商品严重滞销。根据国务院离岛免税政策，试运行三个月之后将进行总结，届时行邮税存在调整的可能性。另外，国旅集团主导的海南国际免税城项目如果进展顺利，有望在年底开工，这将显著改善市场对于公司的预期。
- **给予“增持-A”的投资评级，当前股价具有较高的安全边际。**公司当前股价对应2011、2012年动态市盈率分别为35、26倍，在现有业务、现有政策框架下，估值基本合理。但是，从中长期来看，公司在中国免税品市场的垄断地位为其构筑起宽厚的“护城河”。面对国人庞大的高端消费品购买需求，公司在未来的经营中将持续获得新的发展机遇，进而增厚公司长期价值。因此，对于长期价值投资者而言，中国国旅无疑是一个非常好的投资标的，给予“增持-A”的投资评级，当前股价具有较高的安全边际。

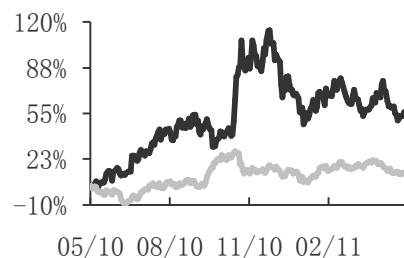
财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,064.5	9,607.6	11,908.6	14,431.4	16,581.9
Growth(%)	4.2%	58.4%	23.9%	21.2%	14.9%
净利润	312.8	409.5	660.0	909.4	1,245.2
Growth(%)	41.4%	30.9%	61.2%	37.8%	36.9%
毛利率(%)	22.6%	18.9%	21.6%	23.1%	24.2%
净利润率(%)	5.2%	4.3%	5.5%	6.3%	7.5%
每股收益(元)	0.36	0.47	0.75	1.03	1.41
每股净资产(元)	4.57	5.13	6.17	7.55	9.44
市盈率	74.3	56.8	35.2	25.6	18.7
市净率	5.8	5.2	4.3	3.5	2.8

敬请阅读本报告正文后各项声明

总市值(百万元)	23,249.60
流通市值(百万元)	5,812.40
总股本(百万股)	880.00
流通股本(百万股)	220.00
12个月最低/最高	17.02/37.50 元
十大流通股东(%)	22.34%
股东户数	37,350

12个月股价表现



— 中国国旅 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.62)	(6.34)	41.85
绝对收益	(12.02)	(8.01)	54.59

赵志成

 021-68765859
执业证书编号

首席行业分析师

 zhaozc@essence.com.cn
S1450511020029

报告联系人

董云翔

 021-68762890
dongyx2@essence.com.cn

前期研究成果

三亚免税店收入超预期，但费用高企拖累盈利表现。自 4 月 20 日国人离岛免税政策试运行以来，中免三亚免税店的经营就持续超出市场以及公司管理层的预期。一个月以来，三亚店人均消费 2000 元左右，预计实现销售收入亿元以上。另一方面，三亚免税店设在三亚市区核心地段，租金较高，加上前期宣传推广费用、售后服务费用以及机场提货模式下特定的物流和人工费用，三亚店的盈利将因为短期费用高企而难以达到原有业务 18% 的净利润率水平。

表 1. 中免三亚市内免税店盈利预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
三亚机场旅客吞吐量（万人次）	600.6	794.2	929.4	1022.3	1124.6	1293.3
YOY	17.1%	32.2%	17.0%	10%	10%	15%
离岛人次(万人次)	300.3	397.1	464.7	511.2	562.3	646.6
渗透率（购物人次/离岛人次）				20%	22%	25%
购物人次				59.6	123.7	161.7
人均消费				2000	2000	2000
实际消费/额度				40%	40%	40%
免税购物额度				5000	5000	5000
三亚市内店收入				1193	2474	3233
净利润				215	495	647
净利润率				18%	20%	20%
总股本（百万）				880	880	880
EPS（元）				0.24	0.56	0.73

数据来源：公司年报、安信证券研究中心

不考虑三亚市内店，公司原有业务短期增速放缓。旅游服务方面，在历经了 2010 年 79.2% 的高速增长之后，旅游服务业务的增长回归常态，一季度实现了约 10% 的增长。免税业务方面，由于中免 70% 以上的店面为口岸店，且烟酒的销售占了中免总销售比例的 85%，因此免税业务的增长与入境游客人数的增长以及购买力变化关联性较大。作为过往中免最大的客源国，日本 3 月 11 日大地震使得日本游客的人数和购买力出现了一定程度的下降。预计免税业务二季度仍将延续一季度较低的增长率。

图 1 中免各类别商品销售占比（2010）

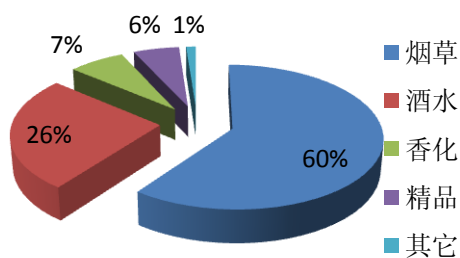
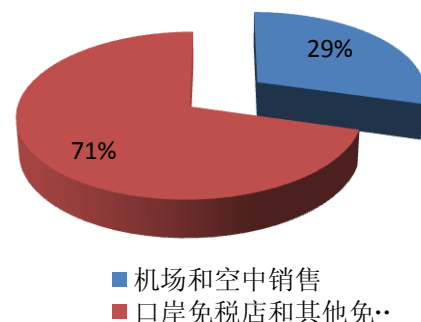


图 2 中免不同销售渠道占比（2010）



数据来源：generation research 安信证券研究中心

数据来源：generation research 安信证券研究中心

行邮税存在调整的可能性。根据海关总署 4 月 19 日颁布的 22 号文，超过 5000 元的商品将征收行邮税，该政策直接导致三亚免税店中 5000 元以上的商品严重滞销。根据国务院离岛免税政策，试运行三个月之后将进行总结，并报送国务院。因此，我们认为 7 月份之后，行邮税存在调整的可能性。

“海南国际免税城项目”如果进展顺利，将显著改善市场对于公司三亚业务的预期。

“海南国际免税城”项目设在三亚海棠湾，占地 780 亩，总投资 50 亿元，是以免税为主题，融娱乐、休闲、购物于一体综合性旅游项目。2010 年 11 月 19 日，中国国旅集团与三亚市海棠湾管委会签署了“海南国际免税城”项目合作框架协议。目前，海南国际免税城的总规和设计已经完成，我们认为国旅集团非常有希望在随后的土地招牌挂中成功胜出。如果进展顺利，则海棠湾国际免税城有望在今年年底开工，这将显著改善市场对于公司三亚免税业务的预期。

给予“增持-A”的投资评级，当前股价具有较高的安全边际。公司当前股价对应 2011、2012 年动态市盈率分别为 35、26 倍，在现有业务、现有政策框架下，估值基本合理。但是，从中长期来看，公司在中国免税品市场的垄断地位为其构筑起宽厚的“护城河”。面对国人庞大的高端消费品购买需求，公司在未来的经营中将持续获得新的发展机遇，进而增厚公司长期价值。因此，对于长期价值投资者而言，中国国旅无疑是一个非常好的投资标的，给予“增持-A”的投资评级，当前股价具有较高的安全边际。

表 1 盈利预测表

		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	旅游服务业务	3668	3747	6716	7388	8127	8939
	YOY		2.1%	79.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	商品销售业务	2132	2284	2833	4450	6220	7541
	YOY		7.2%	24.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	其他业务	19	33	58	70	84	101
	YOY		77%	78%	20%	20%	20%
营业成本	旅游服务业务	3128	3249	5946	6501	7152	7777
	YOY		3.9%	83.0%	9.3%	10.0%	8.8%
	商品销售业务	1432	1436	1827	2804	3919	4751
	YOY		0.3%	27.2%	53.5%	39.8%	21.2%
	其他业务	7	9	24	28	34	40
	YOY		28.2%	169.0%	18.2%	20.0%	20.0%
毛利率	旅游服务业务	14.7%	13.3%	11.5%	12.0%	12.0%	13.0%
	商品销售业务	32.8%	37.1%	35.5%	37.0%	37.0%	37.0%
	其他业务	63.0%	73.2%	59.4%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源：公司年报、安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总
单位
百万元
模型更新时间
2011-5-20

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,064.5	9,607.6	11,908.6	14,431.4	16,581.9	成长性					
减: 营业成本	4,693.6	7,796.3	9,333.3	11,104.1	12,568.9	营业收入增长率	4.2%	58.4%	23.9%	21.2%	14.9%
营业税费	49.6	70.1	95.3	115.5	132.7	营业利润增长率	31.7%	29.5%	63.8%	37.8%	36.9%
销售费用	474.8	685.3	857.4	1,039.1	1,160.7	净利润增长率	41.4%	30.9%	61.2%	37.8%	36.9%
管理费用	354.8	467.5	619.2	750.4	746.2	EBITDA 增长率	28.6%	22.7%	65.8%	37.7%	35.4%
财务费用	4.4	-31.5	-46.3	-51.4	-68.5	EBIT 增长率	30.4%	22.8%	64.5%	38.9%	37.0%
资产减值损失	10.3	-0.8	-6.1	-	-	NOPLAT 增长率	29.5%	18.7%	66.4%	38.9%	37.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	74.7%	11.5%	166.5%	23.5%	11.4%
投资和汇兑收益	71.0	89.0	106.5	127.8	150.8	净资产增长率	255.3%	12.3%	20.4%	22.4%	25.0%
营业利润	548.1	709.8	1,162.3	1,601.5	2,192.8	利润率					
加: 营业外净收支	1.7	5.2	-	-	-	毛利率	22.6%	18.9%	21.6%	23.1%	24.2%
利润总额	549.8	715.0	1,162.3	1,601.5	2,192.8	营业利润率	9.0%	7.4%	9.8%	11.1%	13.2%
减: 所得税	113.5	160.3	255.7	352.3	482.4	净利润率	5.2%	4.3%	5.5%	6.3%	7.5%
净利润	312.8	409.5	660.0	909.4	1,245.2	EBITDA/营业收入	9.7%	7.5%	10.1%	11.5%	13.5%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	9.1%	7.1%	9.4%	10.7%	12.8%
货币资金	3,463.2	3,784.4	3,570.6	4,306.9	5,665.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	27	19	30	40	40
应收账款	521.9	859.6	1,109.3	1,344.3	1,544.6	流动营业资本周转天数	-10	-2	2	6	8
应收票据	-	0.7	-	-	-	流动资产周转天数	207	191	177	172	184
预付帐款	124.1	240.6	333.9	444.9	570.6	应收帐款周转天数	29	22	26	27	28
存货	591.5	589.7	1,150.7	1,369.0	1,549.6	存货周转天数	33	22	26	31	32
其他流动资产	4.6	7.3	41.8	79.7	111.9	总资产周转天数	253	224	219	220	232
可供出售金融资产	1.7	1.2	1.7	1.7	1.7	投资资本周转天数	30	26	40	54	55
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	164.5	167.8	164.5	164.5	164.5	ROE	10.9%	12.3%	16.7%	18.8%	20.6%
投资性房地产	10.2	32.4	10.2	10.2	10.2	ROA	7.9%	8.6%	11.3%	12.9%	14.6%
固定资产	455.8	544.3	1,462.4	1,759.9	1,907.5	ROIC	118.3%	80.4%	120.1%	62.6%	69.4%
在建工程	-	5.9	3.0	1.5	0.7	费用率					
无形资产	40.9	48.0	46.8	45.7	44.5	销售费用率	7.8%	7.1%	7.2%	7.2%	7.0%
其他非流动资产	120.9	199.7	126.0	126.0	126.0	管理费用率	5.9%	4.9%	5.2%	5.2%	4.5%
资产总额	5,499.4	6,481.7	8,021.0	9,654.4	11,697.1	财务费用率	0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
短期债务	195.0	187.4	166.7	141.7	108.8	三费/营业收入	13.8%	11.7%	12.0%	12.0%	11.1%
应付帐款	856.8	1,108.6	1,841.1	2,190.4	2,479.3	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	26.9%	30.4%	32.3%	31.2%	29.0%
其他流动负债	421.0	664.0	767.8	931.7	1,123.4	负债权益比	36.8%	43.7%	47.7%	45.3%	40.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.18	2.79	2.38	2.47	2.73
其他非流动负债	3.1	3.7	-22.3	-47.5	-69.0	速动比率	2.78	2.49	1.94	2.02	2.28
负债总额	1,480.5	1,969.9	2,590.3	3,008.5	3,387.4	利息保障倍数	125.46	-21.55	-24.10	-30.17	-31.00
少数股东权益	313.6	408.6	630.5	936.3	1,355.0	分红指标					
股本	880.0	880.0	880.0	880.0	880.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	2,853.1	3,259.7	3,920.2	4,829.6	6,074.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	4,018.8	4,511.9	5,430.7	6,645.9	8,309.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。7 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

赵志成声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034