

## 社会服务行业

报告原因：调研

## 中国国旅 (601888)

免税业务增长无忧

买入

维持评级

2011 年 5 月 24 日

公司研究/调研简报

市场数据：2011 年 5 月 23 日

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本/流通股本(亿股) | 8.8/2.2    |
| 收盘价(元)       | 24.46      |
| 流通市值(亿元)     | 53.81      |
| 1 年内最高最低价(元) | 37.50/17.2 |
| PE/PB        | 32、5.1     |

基础数据：2011 年 3 月 31 日

|            |        |
|------------|--------|
| 资产负债率      | 30.92% |
| 毛利率        | 21.69% |
| 净资产收益率(摊薄) | 2.77%  |

## 相关研究

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760511010018

TEL: 010-82190386

Email: jialiguo@sxzq.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

2011 年 5 月 20 日，我们参加了中国国旅的机构说明会。调研信息主要有：

## ● 三亚市内免税店开业一个月来经营情况

- 在目前 5000 千元以下货物供应不足的情况下，最近一个月每天销售额为 400 万到 500 万之间，如果在 5000 千元之下的货物供应充足情况下，每天销售额估计最高可达 5000 万元一天，如果 5000 千元以下货物供应保持目前状况情况下，三亚免税店的销售额 2011 年贡献销售收入估计在 112500 万元，按照净利率 13% 计算，贡献利润应该在 14625 万元左右，按照总股本 8.8 亿计算，可贡献每股收益为 0.17 元/股。2012 年贡献销售收入估计在 240000 万元，可贡献每股收益为 0.35 元/股。
- 公司 2011 年对免税业务的收入估计相对比较保守的原因是因为考虑到淡季旺季之分，在经过一个淡季和一个旺季之后才能看出三亚免税店的平稳运行情况。
- 目前三亚免税店 5000 元以下供货不足，运营一个月以来，5000 元以上的销售数量占到总销售数量的 0.6%，商品结构需要调整，对此，公司管理层将会根据需求对品牌商进行调整，也期待有关政策面对 5000 元以上商品税收方面的放开。但是，目前在香化产品缺货的前提下，近一个月，人均购买力没有下降，人均消费额保持在 1900 元到 2100 元左右的水平，目前，半天就缺货的形势改变也取决于品牌商的生产能否跟上。
- 归于三亚免税和未来海口免税竞争的问题，公司也表示目前中免公司的全球采购量是比较大的，各大品牌商对亚太地区也比较重视，对和海口免税店德国批发商的竞争，公司认为价格方面的竞争力还是具备的。
- 三亚市内免税店的费用高于口岸免税店，但保持 40% 以上的毛利率还是比较乐观的。主要是费用增长较高。目前价格方面，由机构统计，三亚免税店有 15 款商品价格里有 12 款低于香港同类的 20%。根据需求情况，公司将对店内的布局适当进行调整。

请务必阅读正文之后的特别声明部分



- 三亚海棠湾国际免税城建设情况

- 2010年年底，中国国旅集团有限公司与海南三亚海棠湾管委会正式签署“海棠湾国际免税城”项目战略合作框架协议，但实际投资主体为股份公司。股份公司2011 年度投资计划投资业务板块计划投资133,000 万元，公告称主要用于旅游产业链相关业务的发展，实际133,000 万元投资主要是用于三亚海棠湾国际免税城的投资，2011年计划招拍挂用地项目为785亩地，海棠湾“国际免税城”项目将是一个综合性旅游地产项目，包括购物、餐饮、娱乐、休闲等各项功能区域。其中，购物方面将包含免税和完税两种业态，而免税部分将全部由中国国旅全资子公司中国免税品(集团)总公司负责经营。此前曾有消息称，项目投资额将达到100亿元，但该数字未获国旅集团证实。
- 国际免税称股权比例问题目前还没定，但肯定经营方面会有合作者，公司目前只是引导者，在商业运作方面，中免公司可能会主导成立一个公司来运作。
- 公司成立的投资公司成立以来主要是进行内部组织建章的工作，目前主要是集中在三亚海棠国际免税城的建设方面，和管委会进行沟通，对土地进行规划设计，2010年12月奠基已完成，建筑设计正在招标，估计今年7月份进行竞标，争取2011年年底开工。在产业链的延伸方面，和景区景点也有接触，如重庆地区等，计划1年基本完成1个景区，若干年之后，景区要具有若干个。

- 入境免税店业务情况

- 入境免税店目前的政策为国务院一个店一个店的批准。目前，公司珠海、厦门和深圳存在入境免税店。其它还没有获批。入境免税店的获批进度和逐步获批对公司免税业务继续保持增长将注入活力。但目前还没有批准。

- 关于收购中出服公司方面的情况

- 公司称目前没有考虑，我们认为如果公司能成功收购中出服，将极大可能扩大公司免税业务的进一步发展。

- 景区景点投资让人想入翩翩。截止目前，公司拥有了三家全资子公司。



分别经营旅行社业务、商品批发和零售业务（主要是免税业务）和国旅投资业务。其中成立国旅投资发展有限公司是公司旅游产业链的延伸。国旅投资有限公司的主要业务未来就是投资景区和旅游景点，延伸公司旅游产业链，充分利用公司客源优势向旅游产业上下游延伸，适时控制关键旅游要素资源。目前该公司人员正在配备中，有关如何投资景区也正在研究和探索中，短期看，对公司暂时没有业绩影响，但长远看，有利公司长远发展。我们认为，在中青旅的乌镇景区盈利大幅度增长和大手笔投资北京密云“类乌镇景区”的驱动下，在首旅股份南山景区的盈利增长和高利润率的带动下，投资高毛利景区景点延伸自己的旅游产业链已变成趋势，我们估计这也是公司成立投资有限公司欲涉足景区投资的初衷。根据我们了解，2007年12月24日，中国国旅集团与庐山管理局就举行了合作签约仪式，根据协议，国旅集团将向庐山旅游发展有限公司注资，实现增资扩股；庐山旅游区将充分利用国旅集团在国际国内的网络优势，大幅提升入境游市场份额。资料称，中国国旅集团投资庐山旅游发展有限公司，打造上市融资平台，达成增资扩投协议，双方的合作已进入到实质性操作阶段，中国国旅集团向庐山旅游发展有限公司投资 1.35 亿元。我们可以看到，国旅集团已进行庐山景区投资，股份公司目前宣称也要进行景区投资，不免让资本市场对其未来集团把其对庐山的投资转入到股份公司想入翩翩。

## ● 风险因素

➢ 国际经济复苏的不确定性对公司免税业务和入境业务影响较大。

## ● 投资建议

➢ 我们认为，公司经营模式独特，公司各项业务目前增长趋势都非常明显。首先，公司免税业务净利润占比达到 90%左右，毛利率较高，垄断性强，而且未来免税业务在海南免税离岛政策刺激下盈利空间巨大，入境免税业务也有看点。其次，公司在入境游和出境游市场方面优势极大，而中国公民出境游目前主要以观光游为主，并且处于出境游需求爆发期，出境游毛利率要高于国内游，这方面公司优势明显，未来出境游相关业务增长趋势也比较明显。在国家鼓励国内旅游的政策刺激下，公司的“三游并重”发展政策定位准确。另外，我们也看好公司的政府背景，继续关注

公司未来旅游投资公司投资景区的有关进展。我们暂维持公司 2011 年、2012 年每股收益分别为 0.70 元、0.80 元的盈利预测，公司目前股价为 25.22 元，对应 PE 分别为 36、31。公司未来成长趋势明显，仍保持公司“买入”评级。



### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。