

中国国旅 (601888.SH) 综合旅游行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

苏超

联系人
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

政策调整有空间, 三亚店增长有望超预期

事件

近期, 我们对中免三亚市内免税店进行深入调研, 与三亚免税店高管就海南离岛免税政策调整预期、海南省直属免税店(以下简称“海南免税”)设立后的市场可能变化趋势、进入海南旅游旺季后三亚市内店的经营情况进行交流。根据此次调研情况, 我们进一步形成了关于海南离岛免税市场格局及中免三亚市内免税店以下几方面的投资逻辑:

评论

海南免税位于海口美兰机场的免税店预计最快于 12 月份开业, 标准化商品将是主打品类: 此次调研我们实地考察了位于美兰机场、已初步装修完成的海南免税离岛免税店。免税店分为 A、B 两个区域, A 区 750 平米, B 区 1400 平米(见图表 2, 3), 从柜台设置、装修风格来看, 应主打香化、太阳眼镜、小皮件、箱包、进口食品等免税品销售。因机场较为有限的购物时间(中国一般只允许提前两小时办理领取登机牌手续)对于高端品牌服装、名表、珠宝等免税品的销售并不有利, 加之高端品牌店铺装修成本较高, 很可能陷于低效运营的状态, 因此, 美兰机场离岛免税店很可能主打标准化商品, 个性化鲜明的高端品牌服装、名表、珠宝等商品品类的进入会较为有限, 这或将影响整体销售规模。此次调研我们了解到, 美兰机场离岛免税店暂无明确开业时间, 但目前门店各项准备工作是按照 12 月开业的进度进行的。根据此前海南直属免税公司获批新闻及之后答记者问的有关内容, 我们认为, 美兰机场离岛免税店正式开业需要在《海南离岛免税购物店管理暂行办法》出台后, 根据《管理暂行办法》中的有关规定申请设立。对此, 我们延续此前的判断, 预计海南免税店美兰机场离岛免税店最快于今年 12 月或明年 1 月份对外营业。

海南离岛免税试点政策调整需要一定时间, 预计卫生、质检配套政策最先调整: 由于海南实行的离岛免税政策为国内首例, 目前处在试点阶段。从国内政策试点的实施经验来看, 一般会有 3~4 年的政策调整期, 以适应实际市场情况。目前消费者对于试点阶段离岛免税政策之“限金额、限件数、限次数、限品类、行邮税过高”等限制存在较多争议, 卫生部、质检部门的配套措施也没有同步调整。因此, 未来海南离岛免税政策试点存在进一步调整的空间, 而明年 4、5 月份试点实施一年后将是政策调整的重要时间窗口。相比较而言, 香化、食品等品类的卫生、质检配套政策可能是最先调整的内容, 相关政策如能有效跟进, 将极大改善有关商品(尤其是新品)的上架速度和品种规模, 对于进一步扩大免税品的销售规模无疑将具有十分显著的效果。

三亚市内免税店员工激励措施到位, 进入旺季后销售额增长有望超预期: 此次调研我们了解到, 鉴于员工工作强度与日俱增, 中免三亚市内免税店从今年下半年开始推行绩效工资改革, 每月绩效工资根据月度销售指标完成程度发放, 如销售超额完成, 绩效工资将倍增, 并细化到岗位, 此项改革大大提高了员工积极性。而且, 我们在对店内各品牌商铺草根调研后发现, 11 月中旬进入海南旅游旺季(冬季往往是消费能力更强的游客来三亚度假)后, 超过 5000 元限额的高档商品(如品牌服装、名表、珠宝等)销售额明显上升。因此, 在日进店游客人数大致相当的情况下, 日销售额能够屡创新高, 甚至超过国庆长假最高单日销售额。据此, 我们认为, 每年 11 月至次年 3 月份作为海南旅游的传统旺季, 三亚市内免税店的销售很有可能超预期。在正常披露的情况下, 这将推动明年 1 季报增速超预期。

不单靠政策调整, 三亚市内免税店经营仍有改善空间: 一方面, 三亚市内免税店的经营较大受到海南离岛免税政策的影响, 如有关政策能够在海南省政府和中免的积极推动下, 在试点满一年后逐步调整、完善, 将极大推动销售规模的进一步扩大; 另一方面, 即使政策短期内没有大的调整, 三亚市内店通过与品牌经销商(主要指奢侈品牌、名表、珠宝)合作, 加大营销推广力度, 推动限额以上品类商品的销售。

投资建议

对于公司业绩, 我们仍维持 2011~2013 年每股盈利预测分别为 0.723 元、1.029 元和 1.293 元, 对 2011 年业绩可能低于市场一致预测的风险我们在早先的报告中已充分反映并反复提示, 并不构成公司投资逻辑中的主要风险。从中长线的角度来看, 公司经营上的风险在此前资本市场上已充分反映, 而未来几年业绩持续快速增长较为确定, 并且, 在未来 12 个月的周期内不排除政策调整、资本运作或经营扩张(如竞标境外机场免税店资格)等事件催化, 业绩亦存在上调空间。据此, 我们维持“买入”评级, 建议重点关注市场调整过程中合理成本配置的投资机会。

图表1: 海南离岛免税店位于美兰机场 17 号登机口旁

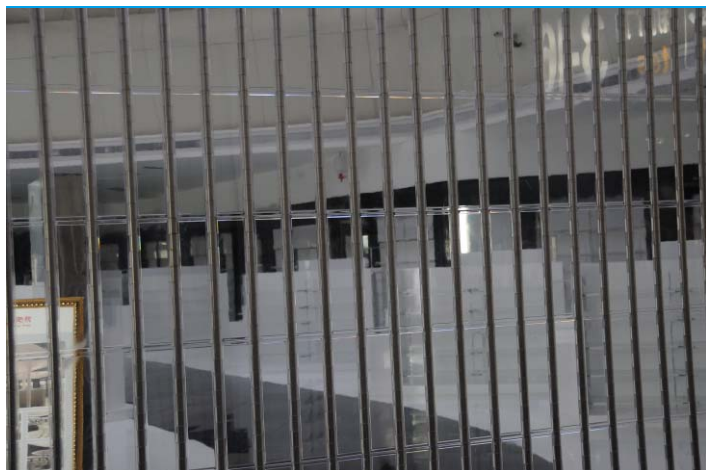


来源: 国金证券研究所

图表2: 海南免税美兰机场店基本装修完毕



图表3: 机场离岛免税店柜台设置应多为标准商品-香化



来源: 国金证券研究所

图表4: 机场离岛免税店柜台设置应多为标准商品-太阳镜



图表5：中国国旅盈利预测详表

百万	2006	2007	2008	2009	2010	2011H	2011F	2012F	2013F
营业总收入	4,854.8	5,966.7	5,818.6	6,064.5	9,607.6	5,051.8	12,045.1	14,274.6	16,585.3
旅游服务	3,530.4	4,245.7	3,665.6	3,747.2	6,716.3	3,233.5	7,718.5	8,990.2	10,356.4
商品销售	1,215.8	1,704.0	2,131.7	2,284.5	2,832.8	1,778.5	4,221.4	5,147.6	6,057.9
其他业务	0.0	0.0	21.4	32.8	58.4	39.8	105.2	136.8	171.0
营业总成本									
营业成本	3,943.4	4,848.3	4,566.8	4,693.6	7,796.3	3,943.8	9,493.1	11,143.0	12,900.7
旅游服务			3,127.0	3,248.9	5,945.9	2,859.1	6,873.8	7,979.0	9,197.8
商品销售			1,431.7	1,435.9	1,826.6	1,073.4	2,578.3	3,109.2	3,631.1
其他业务	0.0	0.0	8.1	8.8	23.7	11.4	41.0	54.7	71.8
毛利	911.4	1,118.5	1,251.9	1,370.9	1,811.3	1,108.0	2,551.9	3,131.6	3,684.6
旅游服务			538.6	498.3	770.4	374.4	844.7	1,011.1	1,158.6
商品销售			700.0	848.6	1,006.2	705.1	1,643.1	2,038.4	2,426.8
其他业务	0.0	0.0	13.2	24.0	34.7	28.5	64.2	82.1	99.2
毛利率	18.77%	18.74%	21.52%	22.60%	18.85%	21.93%	21.19%	21.94%	22.22%
旅游服务			14.69%	13.30%	11.47%	11.58%	10.94%	11.25%	11.19%
商品销售			32.84%	37.15%	35.52%	39.65%	38.92%	39.60%	40.06%
其他业务			61.96%	73.11%	59.41%	71.48%	61.00%	60.00%	58.00%
营业税金及附加	38.6	45.8	48.3	49.6	70.1	41.3	102.4	121.3	141.0
主营业务税金及附加比率	0.79%	0.77%	0.83%	0.82%	0.73%	0.82%	0.85%	0.85%	0.85%
主营业务利润	872.8	1,072.7	1,203.6	1,321.3	1,741.2	1,066.7	2,449.6	3,010.2	3,543.7
销售费用	335.9	385.1	470.5	474.8	685.3	371.1	898.6	984.9	1,068.1
销售费用率	6.92%	6.45%	8.09%	7.83%	7.13%	7.35%	7.46%	6.90%	6.44%
管理费用	281.6	317.8	358.5	354.8	467.5	254.1	658.9	742.3	829.3
管理费用率	5.80%	5.33%	6.16%	5.85%	4.87%	5.03%	5.47%	5.20%	5.00%
财务费用	23.1	8.8	7.5	4.4	-31.5	-11.8	-35.00	-31.00	-30.00
资产减值准备	2.8	13.3	7.0	10.3	-0.8	-0.5	1.0	1.0	1.0
投资收益	21.2	28.9	56.1	71.0	89.0	49.7	96.0	118.0	146.0
营业利润	250.7	376.6	416.2	548.1	709.78	503.52	1,022.1	1,431.0	1,821.3
营业外收入净额	5.1	25.4	13.3	1.7	5.2	1.6	3.0	3.0	3.0
利润总额	255.7	402.1	429.4	549.8	715.0	505.1	1,025.1	1,434.0	1,824.3
所得税	82.5	135.1	96.6	113.529	160.3	99.8	235.8	329.8	419.6
实际所得税率	32.26%	33.60%	22.49%	20.65%	22.42%	19.76%	23.00%	23.00%	23.00%
净利润	173.3	267.0	332.8	436.3	554.7	405.3	789.3	1,104.2	1,404.7
减：少数股东损益	31.5	49.5	111.6	123.5	145.2	74.7	153.1	198.8	243.0
少数股东损益比例	18.16%	18.55%	33.53%	28.31%	26.17%	18.42%	19.40%	18.00%	17.30%
归属于母公司所有者的净利润	141.8	217.4	221.2	312.8	409.5	330.7	636.2	905.4	1,161.7
增长		53.35%	1.74%	41.37%	30.94%	44.87%	55.36%	42.32%	28.30%
净利润率	2.92%	3.64%	3.80%	5.16%	4.26%	6.55%	5.28%	6.34%	7.00%
每股收益				0.355	0.465	0.376	0.723	1.029	1.320

来源：国金证券研究所

图表6：中国国旅三张报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	5,819	6,065	9,608	12,045	14,275	16,585
增长率		4.2%	58.4%	25.4%	18.5%	16.2%
主营业务成本	-4,567	-4,694	-7,796	-9,493	-11,143	-12,901
% 销售收入	78.5%	77.4%	81.1%	78.8%	78.1%	77.8%
毛利	1,252	1,371	1,811	2,552	3,132	3,685
% 销售收入	21.5%	22.6%	18.9%	21.2%	21.9%	22.2%
营业税金及附加	-48	-50	-70	-102	-121	-141
% 销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-471	-475	-685	-899	-985	-1,068
% 销售收入	8.1%	7.8%	7.1%	7.5%	6.9%	6.4%
管理费用	-358	-355	-467	-659	-742	-829
% 销售收入	6.2%	5.9%	4.9%	5.5%	5.2%	5.0%
息税前利润（EBIT）	375	492	588	892	1,283	1,646
% 销售收入	6.4%	8.1%	6.1%	7.4%	9.0%	9.9%
财务费用	-8	-4	31	35	31	30
% 销售收入	0.1%	0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-7	-10	1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	56	71	89	96	118	146
% 税前利润	13.1%	12.9%	12.5%	9.4%	8.2%	8.0%
营业利润	416	548	710	1,022	1,431	1,821
营业利润率	7.2%	9.0%	7.4%	8.5%	10.0%	11.0%
营业外收支	13	2	5	3	3	3
税前利润	429	550	715	1,025	1,434	1,824
利润率	7.4%	9.1%	7.4%	8.5%	10.0%	11.0%
所得税	-97	-114	-160	-236	-330	-420
所得税率	22.5%	20.6%	22.4%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	333	436	555	789	1,104	1,405
少数股东损益	112	123	145	153	199	243
归属于母公司的净利润	221	313	410	636	905	1,162
净利率	3.8%	5.2%	4.3%	5.3%	6.3%	7.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	333	436	555	789	1,104	1,405
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	63	66	86	84	119	154
非经营收益	-38	-54	-119	-76	-110	-144
营运资金变动	-168	-287	-71	-527	-61	-182
经营活动现金净流	189	162	451	271	1,052	1,233
资本开支	-49	-75	-168	-439	-546	-482
投资	-7	-18	-23	-126	-250	-230
其他	29	53	106	96	118	146
投资活动现金净流	-26	-39	-85	-469	-678	-566
股权募资	360	2,558	50	-25	0	0
债权募资	-24	-249	-9	139	-170	-150
其他	-484	-101	-122	0	-104	-268
筹资活动现金净流	-148	2,208	-82	114	-274	-418
现金净流量	16	2,331	285	-84	100	249

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,120	3,463	3,784	3,700	3,800	4,049
应收款项	591	522	860	1,551	1,603	1,690
存货	488	592	590	832	946	1,060
其他流动资产	71	129	248	667	682	750
流动资产	2,270	4,705	5,482	6,750	7,032	7,550
% 总资产	75.2%	85.6%	84.6%	82.1%	76.6%	73.6%
长期投资	155	176	201	327	577	807
固定资产	454	456	550	971	1,387	1,717
% 总资产	15.0%	8.3%	8.5%	11.8%	15.1%	16.7%
无形资产	48	91	171	109	113	115
非流动资产	750	794	999	1,469	2,153	2,713
% 总资产	24.8%	14.4%	15.4%	17.9%	23.4%	26.4%
资产总计	3,020	5,499	6,482	8,219	9,184	10,263
短期借款	450	195	187	324	152	0
应付款项	1,294	1,178	1,611	2,428	2,537	2,617
其他流动负债	139	104	168	258	446	366
流动负债	1,883	1,477	1,966	3,011	3,136	2,983
长期贷款	0	0	0	0	2	4
其他长期负债	6	3	4	3	3	3
负债	1,889	1,481	1,970	3,014	3,141	2,990
普通股股东权益	893	3,705	4,103	4,643	5,283	6,270
少数股东权益	238	314	409	562	760	1,003
负债股东权益合计	3,020	5,499	6,482	8,219	9,184	10,263

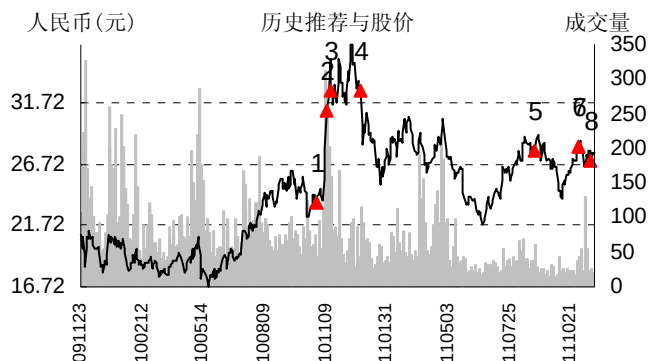
比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.335	0.355	0.465	0.723	1.029	1.320
每股净资产	1.354	4.211	4.663	5.276	6.003	7.125
每股经营现金净流	0.287	0.184	0.516	0.308	1.195	1.401
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.100	0.300	0.200
回报率						
净资产收益率	24.76%	8.44%	9.98%	13.70%	17.14%	18.53%
总资产收益率	7.32%	5.69%	6.32%	7.74%	9.86%	11.32%
投入资本收益率	18.36%	9.26%	9.71%	12.42%	15.94%	17.42%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.48%	4.23%	58.42%	25.37%	18.51%	16.19%
EBIT增长率	1.30%	31.26%	19.68%	51.60%	43.82%	28.32%
净利润增长率	1.74%	41.37%	30.94%	55.36%	42.32%	28.30%
总资产增长率	29.29%	82.08%	17.86%	26.80%	11.75%	11.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.6	29.2	22.7	38.0	33.0	30.0
存货周转天数	31.5	42.0	27.7	32.0	31.0	30.0
应付账款周转天数	53.4	51.5	34.6	44.0	39.0	35.0
固定资产周转天数	27.8	27.4	20.7	23.5	27.4	27.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-59.24%	-81.32%	-79.72%	-64.86%	-60.33%	-55.62%
EBIT利息保障倍数	49.8	111.7	-18.7	-25.5	-41.4	-54.9
资产负债率	62.55%	26.92%	30.39%	36.67%	34.20%	29.13%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-10-27	买入	23.58	N/A
2	2010-11-10	买入	31.05	40.00 ~ 45.00
3	2010-11-16	买入	32.75	40.00 ~ 45.00
4	2010-12-24	买入	32.67	N/A
5	2011-08-28	买入	27.79	39.00 ~ 41.00
6	2011-11-01	买入	28.06	N/A
7	2011-11-01	买入	28.06	N/A
8	2011-11-16	买入	26.92	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B