

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

免税业务高增长 未来将是政策放宽最大受益者

——中国国旅（601888）中报分析

证券研究报告-中报分析

增持（维持）

发布日期: 2012 年 08 月 30 日

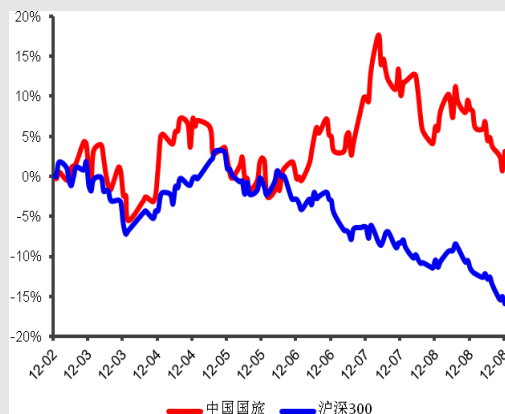
市场数据（2012 年 8 月 29 日）

收盘价（元）	27.88
一年内最高/最低（元）	32.08/22.91
沪深300 指数	2214.81
市净率（倍）	4.76
流通市值（亿元）	61.34

基础数据（2012 年 06 月 30 日）

每股净资产（元）	5.86
每股经营现金流（元）	0.45
毛利率（%）	23.98
净资产收益率（%）	11.45
资产负债率（%）	32.79
总股本/流通股（万股）	88000/22000
B 股/H 股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



投资要点:

- 公司 2012 年上半年实现营业收入 69.07 亿元,比上年同期增长 36.73%;实现营业利润 8.23 亿元,比上年同期增长 63.54%;归属于公司普通股股东的净利润 5.68 亿元,比上年同期增长 71.93%,基本每股收益 0.65 元。
- 第二季度,受到旅游季节性因素以及经济周期性因素共同作用,海南旅游市场增速放缓。此外,2011 年第二季度,为海南离岛免税政策实施初期,游客热情超预期,三亚店上年第二季度基数较高,致公司 2012 年第二季度营收增速放缓。
- 上半年,公司营业收入增长主要来源于免税品销售业务及出境游业务收入增长。免税品业务高增长主要由于三亚店上年同期营业时间较短,基数较低。同时,三亚店产品结构调整提升了免税品销售业务毛利率,对公司综合毛利率提升带来正面作用。旅游服务业务高增长则主要是出境游业务的贡献。
- 上半年三亚客流量增速放缓的局势预计在三季度仍将持续,未来公司免税业务增长将主要来自于客单价的提升,若免税政策如预期放宽,将提高高单价商品的购买量,对免税业务的拉动作用将更为显著。此外,公司的三亚海棠湾国际购物中心项目已开工建设,预计 2014 年可建成开业。
- 暂不考虑海南离岛免税政策放宽,预计公司 2012-2013 年 EPS 分别为 1.12 元、1.43 元,按 8 月 29 日收盘价 27.88 元计算,市盈率分别为 24.90 倍、19.50 倍,维持“增持”的投资评级。
- 风险提示:海南离岛免税政策放宽进程低于预期;海南免税业竞争加剧。

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(亿元)	96.08	126.95	160.75	195.07
增长比率(%)	58.42	32.13	26.63	21.35
净利润(亿元)	4.10	6.85	9.85	12.57
增长比率(%)	30.94	67.25	43.84	27.64
每股收益(元)	0.47	0.78	1.12	1.43

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

中国国旅（601888）发布 2012 年半年报。公司 2012 年上半年实现营业收入 69.07 亿元，比上年同期增长 36.73%；实现营业利润 8.23 亿元，比上年同期增长 63.54%；归属于公司普通股股东的净利润 5.68 亿元，比上年同期增长 71.93%，基本每股收益 0.65 元。

1. 第二季度营收增速放缓

公司上半年营业收入 69.07 亿元，比上年同期增长 36.73%，第二季度实现营业收入 35.85 亿元，同比增长 5.19%，略高于三亚同期过夜游客增速。

受到旅游季节性因素以及经济周期性因素共同作用，海南旅游市场增速放缓。2012 年上半年，三亚接待过夜游客 534.51 万人次，同比增长 4.4%，增速同比下滑 3.1 个百分点，其中，国内游客 511.49 万人次，同比增长 5.1%，入境游客 23.02 万人次，同比下滑 8.98%。实现旅游总收入 100.30 亿元，同比增长 6.75%，增速同比下滑 0.2 个百分点，其中，国内旅游收入 92.25 亿元，同比增长 10.18%，旅游外汇收入 1.23 亿美元，同比大幅减少 21.27%。

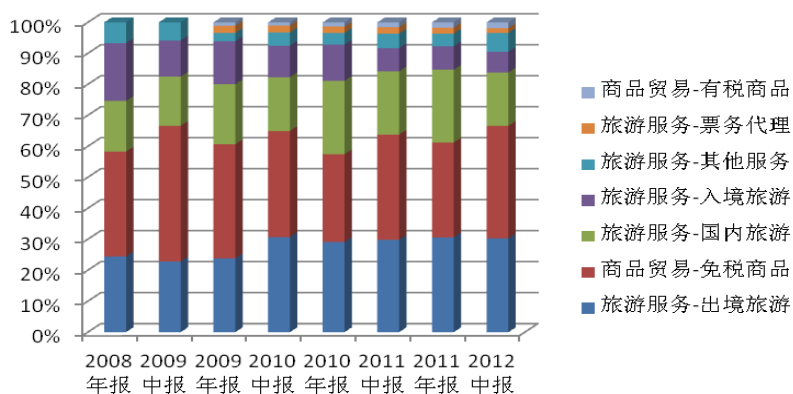
此外，2011 年第二季度，为海南离岛免税政策实施初期，游客热情超预期，三亚店上年第二季度基数较高，致公司 2012 年第二季度营收增速放缓。

2. 免税业务基数低，实现高增长

上半年，公司营业收入增长主要来源于免税品销售业务及出境游业务收入增长。

报告期内，公司商品销售业务实现收入 26.16 亿元，同比增长 47.07%，其中，免税品销售业务实现收入 24.89 亿元，同比增长 46.37%，主要是由于 2011 年 4 月起海南离岛免税政策开始实施，因此，2012 年上半年，三亚店较去年同期多运营近 4 个月，销售收入大幅增长，免税品销售收入占商品销售业务的 95.17%，占比减少 0.46 个百分点。

图1：公司营业收入构成



数据来源：公司公告 中原证券

表1: 公司各业务概况 (2012年上半年)

	营业收入 (亿元)	YOY	毛利率	同比变动
旅游服务业务	42.39	31.08%	10.79%	-0.79
其中: 入境游	4.57	21.61%	11.35%	-2.01
出境游	20.75	38.79%	7.20%	+0.28
国内游	11.83	15.68%	6.61%	+0.33
票务代理	1.06	0.09%	100%	/
其他	4.17	78.39%	17.15%	-4.4
商品销售业务	26.16	47.07%	44.17%	+4.53
其中: 免税商品销售	24.89	46.37%	44.79%	+4.82
有税商品销售	1.26	62.52%	32.00%	-0.5

数据来源: 公司公告 中原证券

2012 年上半年, 公司持续优化免税店商品结构, 免税商品销售业务毛利率同比提高 4.82 个百分点至 44.79%, 从而推动公司综合毛利率提升 2.05 个百分点至 23.98%。

海口海关统计数据显示, 上半年, 三亚市免税店销售免税品 144.2 万件, 价值 9.96 亿元, 从三亚凤凰机场提货人数 40.9 万人次, 客单价约 2435 元, 单件商品价值约 690 元。与开业第一年相比, 客单价有所提高, 但距离 5000 元的限额仍有较大距离。进入三亚旅游淡季后, 公司开展了补贴行邮税等促销活动, 促销活动使得毛利率相对较高的高单价产品销量提升, 对提升客单价和提高免税业务毛利率水平均有带动作用。

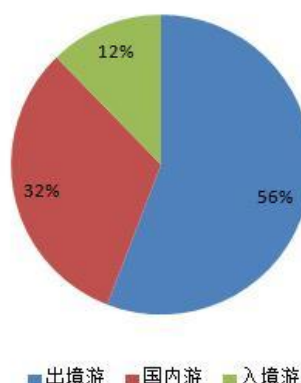
3. 出境游高增长

报告期内, 旅游服务业务实现收入 42.39 亿元, 同比增长 31.08%。其中, 在旅游服务业务中占比最大的出境游业务贡献最大。报告期内, 公司加大高端产品比重, 出境游收入维持较高增速, 上半年实现营业收入 20.75 亿元, 同比增长 38.79%, 毛利率小幅提升 0.28 个百分点至 7.20%。

入境游方面, 公司大力投入拉美、印度等新兴市场, 推广在华会议、奖励及高端旅游产品, 报告期内, 入境旅游业务实现营收 4.57 亿元, 同比大增 21.61%, 毛利率 11.35%, 同比下滑 2.01 个百分点。

国内游业务上半年实现营业收入 11.83 亿元, 同比增长 15.68%, 毛利率 6.61%, 同比增长 0.33 个百分点。

图2: 公司三游业务占比



数据来源: 公司公告 中原证券

4. 期间费用率下滑

报告期内, 公司期间费用率 11.22%, 同比下降 0.93 个百分点。

其中, 公司销售费用 5 亿元, 同比增加 34.71%, 销售费用率 7.24%, 较上年同期减少 0.11 个百分点, 销售费用增加主要是职工薪酬增加 40.48% 以及广告宣传费用增加 67.04% 所致。管理费用 2.95 亿元, 同比增加 16.50%, 管理费用率 4.27%, 较上年同期减少 0.76 个百分点, 管理费用增加主要源于职工薪酬增加 27.64%; 财务费用实现收入 2022 万元, 财务费用率 -0.29%, 较上年同期减少 0.06 个百分点。

5. 政策放松预期仍在

公司旗下中免公司是国内为数不多的拥有免税品经营牌照的企业, 且享有全国性免税业务牌照, 考虑到免税业务的特殊性, 牌照放开的可能性较低, 公司将长期享受政策性垄断优势。

现行海南离岛免税政策由于在额度、次数、品种、数量方面稍显保守, 制约了进店游客的人均消费水平, 海南离岛免税政策进一步放宽的预期仍在。如未来“四限”放宽, 以三亚店在海南离岛免税市场的优势地位, 将是政策放宽到最大受益者。

此外, 公司的三亚海棠湾国际购物中心项目已开工建设, 预计 2014 年可建成开业。

上半年三亚客流量增速放缓的局势预计在三季度仍将持续, 未来公司免税业务增长将主要来自于客单价的提升, 若免税政策如预期放宽, 将提高高单价商品的购买量, 对免税业务的拉动作用将更为显著。

5. 盈利预测及投资建议

暂不考虑海南离岛免税政策放宽, 预计公司 2012-2013 年 EPS 分别为

1.12 元、1.43 元，按 8 月 29 日收盘价 27.88 元计算，市盈率分别为 24.90 倍、19.50 倍，维持“增持”的投资评级。

6. 风险提示

海南离岛免税政策放宽进程低于预期；海南免税业竞争加剧。

附表：盈利预测

资产负债表	(百万)			
	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	5653.62	7158.12	8873.31	11303.12
现金	3197.46	4254.94	5255.50	6758.96
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	6.50	0.00	0.00	0.00
应收款项	1052.60	1188.30	1434.47	1777.31
存货	896.52	985.83	1183.17	1435.29
其他	500.54	729.05	1000.17	1331.56
非流动资产	2042.75	2120.50	2121.04	2022.64
长期股权投资	196.20	197.79	197.79	197.79
固定资产	547.49	495.16	562.01	625.02
无形资产	1018.82	967.88	919.48	873.51
其他	280.24	459.68	441.76	326.33
资产总计	7696.37	9278.62	10994.35	13325.77
流动负债	2543.11	3161.85	3721.30	4407.48
短期借款	245.00	245.00	245.00	245.00
应付帐款	927.70	1244.73	1493.90	1812.24
预收帐款	721.55	772.27	823.74	893.68
其他	648.86	899.85	1158.66	1456.57
长期负债	3.07	2.70	2.70	2.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.07	2.70	2.70	2.70
负债合计	2546.19	3164.55	3724.00	4410.18
股本	880.00	880.00	880.00	880.00
资本公积金	2401.63	2401.63	2401.63	2401.63
未分配利润	1393.55	1984.66	2739.16	3812.71
少数股东权益	470.23	686.49	962.52	1355.29
母公司所有者权益	4737.94	5427.58	6307.82	7560.30
负债及权益合计	7696.37	9278.62	10994.35	13325.77

现金流量表	(百万)			
	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	551.95	1349.33	1384.47	1944.92
净利润	835.22	1201.46	1533.53	2182.01
资产减值准备	2.27	60.26	80.33	99.03
折旧摊销	107.82	104.98	104.26	105.60
财务费用	-31.34	0.68	-2.92	-7.31
投资收益	97.40	90.00	90.00	90.00
营运资金变动	0.00	71.96	-240.73	-344.42
投资活动现金流	-1069.84	-17.94	-8.01	89.59
资本支出	0.00	-107.00	-100.00	0.00

利润表	(百万)			
	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	12694.69	16075.46	19507.35	24169.56
营业成本	10062.12	12447.32	14939.00	18122.39
营业税费	105.68	133.43	161.91	200.61
销售费用	908.94	1149.40	1424.04	1764.38
管理费用	663.10	819.85	994.87	1232.65
财务费用	-31.34	0.68	-2.92	-7.31
资产减值损失	2.27	60.26	80.33	99.03
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	97.40	90.00	90.00	90.00
营业利润	1081.32	1554.53	2000.12	2847.81
营业外收入	7.60	19.00	7.50	7.50
营业外支出	2.42	3.00	3.00	3.00
利润总额	1086.50	1570.53	2004.62	2852.31
所得税	251.28	369.07	471.09	670.29
净利润	835.22	1201.46	1533.53	2182.01
少数股东权益	150.32	216.26	276.04	392.76
归属母公司净利润	684.90	985.19	1257.50	1789.25
EPS (元)	0.78	1.12	1.43	2.03

主要财务比率

	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益	0.78	1.12	1.43	2.03
每股经营现金	-0.69	1.18	1.14	1.71
每股净资产	5.38	6.17	7.17	8.59
增长率				
营业收入增长率	32.13%	26.63%	21.35%	23.90%
营业利润增长率	52.35%	43.76%	28.66%	42.38%
净利润增长率	67.25%	43.84%	27.64%	42.29%
获利能力				
毛利率	20.74%	22.57%	23.42%	25.02%
净利率	5.40%	6.13%	6.45%	7.40%
ROE	14.46%	18.15%	19.94%	23.67%
ROIC	16.09%	23.91%	26.40%	31.87%
偿债能力				
资产负债率	27.44%	28.78%	27.95%	27.16%
流动比率	2.22	2.26	2.38	2.56
速动比率	1.87	1.95	2.07	2.24
营运能力				
资产周转率	1.79	1.89	1.92	1.99

其他投资	-1069.84	89.06	91.99	89.59	存货周转率	13.47	13.15	13.64	13.70
筹资活动现金流	-89.85	-296.24	-374.33	-529.47	应收帐款周转率	17.14	18.92	18.47	18.69
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	-89.85	-296.24	-374.33	-529.47	PE	35.74	24.90	19.51	13.71
现金净增加额	-607.74	1035.15	1002.13	1505.04	PB	5.18	4.52	3.89	3.25

资料来源：公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
 同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
 弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
 增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
 观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
 卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
 负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。