

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

旅游景气回暖叠加政策放宽预期 推升公司业绩

——中国国旅（601888）调研报告

证券研究报告-调研报告

增持（维持）

发布日期: 2012 年 10 月 16 日

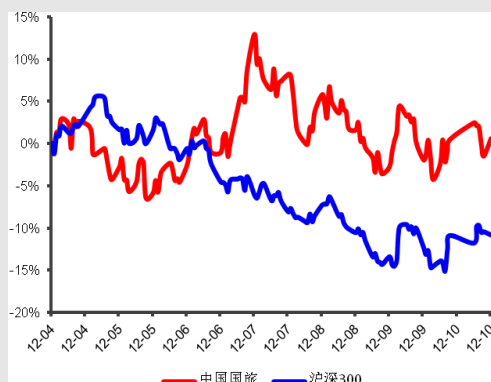
市场数据（2012 年 10 月 15 日）

收盘价（元）	28.34
一年内最高/最低（元）	32.08/22.91
沪深300 指数	2294.86
市净率（倍）	4.84
流通市值（亿元）	249

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:

- 上半年，三亚旅游客流量增速不佳，旅游接待人数的增幅逐月下降，目前，海南已进入旅游旺季，旅游景气度将会有所恢复，三亚旅游市场将进一步回暖，客流量增速有望继续稳步回升。预计 2012 年在三亚店经营时间增加近 4 个月的基础上免税业务收入仍将实现高增长，但全年增速较上半年将有所放缓。
- 2012 年上半年客单价与开业第一年相比有显著提升，主要得益于三亚店对商品采购结构的调整以及行邮税补贴等促销措施。预计 2012 年的进店人次以及超值商品的销售业绩均将会较 2011 年有显著提升，而毛利较高的高单价商品销量的提升也将进一步促进三亚店毛利率的提升。
- 海南离岛免税业务仍有望继续保持快速增长，同时，政策放宽预期强烈，公司将在政策范围内扩大三亚店营业面积及调整店内商品品类，中长期成长性确定。暂不考虑离岛免税政策放宽前提下，预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 1.12 元、1.43 元，按 10 月 15 日收盘价 28.34 元计算，市盈率分别为 25 倍和 20 倍，维持公司“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
增长率(%)	58.42	32.13	26.63	21.35
净利润(亿元)	4.10	6.85	9.85	12.57
增长率(%)	30.94	67.25	43.84	27.64
每股收益(元)	0.47	0.78	1.12	1.43

联系人: 张扬

电话: 021-50588666-8137

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

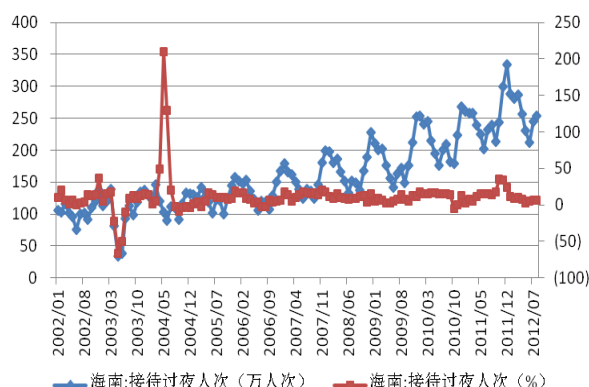
邮编: 200122

近期我们参加了公司股东大会，并就公司免税业务的经营情况与公司进行了交流。

1. 上半年三亚客流量增速不佳，预计四季度将有所恢复

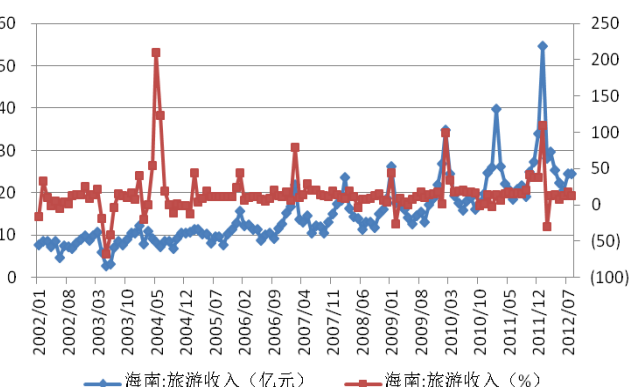
在三亚旅游的季节性因素与经济周期性因素的共同影响下，上半年，三亚旅游客流量增速不佳，旅游接待人数的增幅逐月下降，铁路及民航旅客运输量甚至出现了负增长。2012 年上半年，三亚全市接待过夜游客人数 534.51 万人次，同比增长 4.4%，增幅较上年同期下降了 3.1 个百分点。凤凰国际机场旅客吞吐量达到 597.8 万人次，同比增长 10.4%。

图1：海南接待过夜旅游人次（月）



数据来源：Wind资讯 中原证券

图2：海南旅游收入（月）



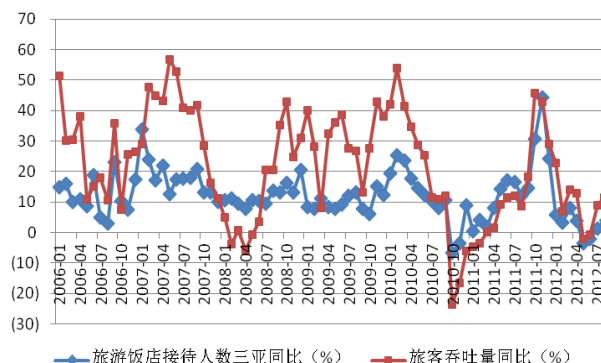
数据来源：Wind资讯 中原证券

7月、8月，三亚市旅游饭店接待人数同比分别增长1.19%和4.12%，旅客吞吐量同比分别增长8.90%和11.50%，均扭转了5月、6月的负增长局面。据统计，中秋、国庆8天长假期间，三亚全市接待游客34.95万人次，同比增长26.53%。其中，过夜游客29.17万人次，同比增长25.53%。旅游总收入12.58亿元，同比增长37.73%。过夜游客人均消费1102.43元/人天，同比增加79.15元。

目前，已进入四季度，海南已进入旅游旺季，旅游景气度将会有所恢复。2011年第四季度，受益于海南离岛免税政策实施，海南接待过夜旅游人次达到875.78万人次，同比增长30.33%，增速较2010年第四季度提升了25.35个百分点，10月、11月、12月分别同比增长35.44%、33.47%和24.28%。

随着旅游旺季的到来，三亚旅游市场将进一步回暖，客流量增速有望继续稳步回升，旅客吞吐量亦将逐步攀升，至2013年2月有望突破140万人次，达到旺季单月最大吞吐量。

图3: 三亚客流量增速(月)



数据来源: Wind资讯 中原证券

但2011年4月起海南离岛免税政策实施,游客积极性超预期,使得2011年三亚店基数较高,预计2012年在三亚店经营时间增加近4个月的基础上免税业务收入仍将实现高增长,但全年增速或将较上半年有所放缓。

2. 三亚免税店消费结构改善,促客单价提升

三亚免税店开业第一年,日均进店客流量超过1万人次,日均交易逾4000笔,渗透率约26%,人均消费2169元,距离5000元的额度有较大距离,这主要是由于最受消费者欢迎的香化产品以单价400-600元为主,受数量限制,香化产品合计约2000多元。

根据海口海关的统计数据显示,2012年上半年,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。与三亚免税店开业第一年的情况相比,客单价有显著提升,主要得益于三亚店对商品采购结构的调整以及行邮税补贴等促销措施的拉动,使得高单价商品的销售数量和占比有所提升,对客单价拉动作用明显。

在公司补贴行邮税的促销措施推动下,预期2012年的进店人次以及超值商品的销售业绩均将会较2011年有显著提升,而毛利较高的高单价商品销量的提升也将进一步促进三亚店毛利率的提升。

3. 产业链延伸将慎重选择

当前,公司产业链延伸的主要方向集中在海南,海棠湾国际购物中心项目预计将于2014年建成,主要包括国际购物中心(含免税品经营)、餐饮文化娱乐设施等。海棠湾项目的推出将会打造一个以免税品经营为主的旅游休闲综合体,进一步巩固公司在免税品经营方面的领先地位。在产业链延伸方面,公司仍将以传统业务为主体,在规模的基础之上,整合内部资源提升传统业务的盈利能力,慎重投资度假设施、旅游商业综合体等多元化项目。

4. 股权激励方案需待国资委定夺

此前，公司股权激励方案已报国资委，但截至目前未有具体批复。未来，股权激励机制的推进和完善将进一步提高公司各级管理层的积极性，提升公司的经营效率。

5. 若离岛免税政策放宽将推升公司业绩

现行海南离岛免税政策由于在额度、次数、品种、数量方面均有限制，制约了进店游客的人均消费水平，进一步放宽和完善政策将有利于支持海南国际旅游岛建设以及促使国人奢侈品购买力回流。目前，海南省政府正在积极推进离岛免税政策放宽事宜，而任何放宽均将推升中免公司的业绩增长前景。如未来“四限”放宽，公司会根据新额度的不同相应调整商品采购策略，提高超值商品的比例，推动店内商品品类配置调整，将有利于增加单价较高商品的销量，提高三亚店客单价，降低顾客税赋。目前，公司已适当调整三亚店内商品结构，增加了巧克力、糖果等，未来若政策允许，将纳入奶粉类商品，将是较受欢迎的品种。此外，有税商品方面加强了烟酒类的销售，目前价位基本与市内店持平。

6. 盈利预测及投资建议

海南离岛免税业务仍有望继续保持快速增长，同时，政策放宽预期强烈，公司将在政策范围内扩大三亚店营业面积及调整店内商品品类，中长期成长性确定。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 10 月 15 日收盘价 28.34 元计算，市盈率分别为 25 倍、20 倍，维持“增持”的投资评级。

7. 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					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	5653.62	7158.12	8873.31	11303.12	营业收入	12694.69	16075.46	19507.35	24169.56
现金	3197.46	4254.94	5255.50	6758.96	营业成本	10062.12	12447.32	14939.00	18122.39
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	105.68	133.43	161.91	200.61
应收票据	6.50	0.00	0.00	0.00	销售费用	908.94	1149.40	1424.04	1764.38
应收款项	1052.60	1188.30	1434.47	1777.31	管理费用	663.10	819.85	994.87	1232.65
存货	896.52	985.83	1183.17	1435.29	财务费用	-31.34	0.68	-2.92	-7.31
其他	500.54	729.05	1000.17	1331.56	资产减值损失	2.27	60.26	80.33	99.03
非流动资产	2042.75	2120.50	2121.04	2022.64	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	196.20	197.79	197.79	197.79	投资收益	97.40	90.00	90.00	90.00
固定资产	547.49	495.16	562.01	625.02	营业利润	1081.32	1554.53	2000.12	2847.81
无形资产	1018.82	967.88	919.48	873.51	营业外收入	7.60	19.00	7.50	7.50
其他	280.24	459.68	441.76	326.33	营业外支出	2.42	3.00	3.00	3.00
资产总计	7696.37	9278.62	10994.35	13325.77	利润总额	1086.50	1570.53	2004.62	2852.31
流动负债	2543.11	3161.85	3721.30	4407.48	所得税	251.28	369.07	471.09	670.29
短期借款	245.00	245.00	245.00	245.00	净利润	835.22	1201.46	1533.53	2182.01
应付帐款	927.70	1244.73	1493.90	1812.24	少数股东权益	150.32	216.26	276.04	392.76
预收帐款	721.55	772.27	823.74	893.68	归属母公司净利润	684.90	985.19	1257.50	1789.25
其他	648.86	899.85	1158.66	1456.57	EPS (元)	0.78	1.12	1.43	2.03
长期负债	3.07	2.70	2.70	2.70	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	3.07	2.70	2.70	2.70	每股指标				
负债合计	2546.19	3164.55	3724.00	4410.18	每股收益	0.78	1.12	1.43	2.03
股本	880.00	880.00	880.00	880.00	每股经营现金	-0.69	1.18	1.14	1.71
资本公积金	2401.63	2401.63	2401.63	2401.63	每股净资产	5.38	6.17	7.17	8.59
未分配利润	1393.55	1984.66	2739.16	3812.71	增长率				
少数股东权益	470.23	686.49	962.52	1355.29	营业收入增长率	32.13%	26.63%	21.35%	23.90%
母公司所有者权益	4737.94	5427.58	6307.82	7560.30	营业利润增长率	52.35%	43.76%	28.66%	42.38%
负债及权益合计	7696.37	9278.62	10994.35	13325.77	净利润增长率	67.25%	43.84%	27.64%	42.29%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	20.74%	22.57%	23.42%	25.02%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	5.40%	6.13%	6.45%	7.40%
经营活动现金流	551.95	1349.33	1384.47	1944.92	ROE	14.46%	18.15%	19.94%	23.67%
净利润	835.22	1201.46	1533.53	2182.01	ROIC	16.09%	23.91%	26.40%	31.87%
资产减值准备	2.27	60.26	80.33	99.03	偿债能力				
折旧摊销	107.82	104.98	104.26	105.60	资产负债率	27.44%	28.78%	27.95%	27.16%
财务费用	-31.34	0.68	-2.92	-7.31	流动比率	2.22	2.26	2.38	2.56
投资收益	97.40	90.00	90.00	90.00	速动比率	1.87	1.95	2.07	2.24
营运资金变动	0.00	71.96	-240.73	-344.42	营运能力				
投资活动现金流	-1069.84	-17.94	-8.01	89.59	资产周转率	1.79	1.89	1.92	1.99
资本支出	0.00	-107.00	-100.00	0.00					

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	36.10	25.15	19.71	13.85
现金净增加额	-607.74	1035.15	1002.13	1505.04	PB	5.23	4.57	3.93	3.28

资料来源：公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：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。