



出境游复苏 离岛免税持续高速增长 增持 维持

投资要点:

- 旅游业务增长态势良好，出境游复苏明显，商品销售拉升毛利率
- 三亚免税店营收增长 102.66%，免税业务仍具高速增长潜力

报告摘要:

- 业绩持续高增长，净利润大幅提升 46.83%。报告期内，公司实现营业收入 161.34 亿元，同比增长 27.09%；实现归母净利润 10.06 亿元，同比增长 46.83%；实现每股收益 1.143 元，同比增长 46.92%。
- 得益于商品销售业务，毛利率净利率再次双升。2012 年公司毛利率 21.14%，上升 0.84 个百分点，净利率上升 0.84 个百分点至 6.28%，主要受收入占比 32.6%的商品销售业务毛利率提升 2.65 个百分点的拉动。
- 旅游服务业务收入首次突破 100 亿元，三亚免税店营收同比增长 102.66%。报告期内，公司旅游服务业务实现营收 106.02 亿元，同比增长 24.31%。其中出境游营收增长 33.97%，复苏明显；商品销售业务实现营收 54 亿元，同比增长 32.64%。其中，三亚免税店受益于政策变化再创新高，实现营收 20.37 亿元，同比增长 102.66%。2012 年 12 月，海棠湾国际购物中心主体结构完成封顶，预计明年 4 季度开业运营。有税商品销售方面，公司成功中标上海虹桥高铁零售项目，并与上海远洋达成合作意向开展有税供船业务。
- 免税业务潜力巨大，将持续拉升业绩。公司传统“三游”业务及旅游批发、商务会奖、电子商务和签证中心四项业务均保持了良好的增长态势。三亚免税店受益于政策利好业绩持续亮丽，2013 年 1-2 月，海南离岛免税店购物人数达 24 万人次，实现销售收入 8.4 亿元。我们认为，国人对奢侈品的需求及购买能力仍十分强劲，免税业务增长潜力巨大，高速增长仍将持续。预计 2013-2015EPS1.42 元、1.62 元、1.83 元，对应 PE21.0、18.4、16.3 倍，维持增持评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	12694.69	16133.92	19528.27	22364.26	26099.04
增长率 (%)	32.13	27.09	21.0	14.5	16.7
归母净利润(百万)	684.90	1005.64	1251.65	1426.54	1611.80
增长率 (%)	67.25	46.83	24.5	14	13
每股收益	0.78	1.14	1.42	1.62	1.83
市盈率	38.31	26.09	21.0	18.4	16.3

服务业研究组

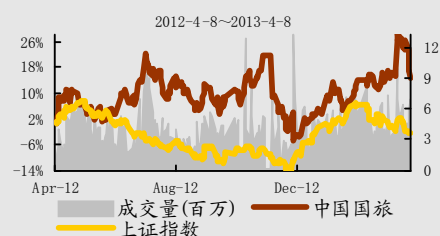
分析师:

孙妍(S1180512090001)

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



相关研究

《三特索道：坐拥多个景区，资源整合优势突出》

2013-3-29

《云南旅游：发行股份购买轿子山 97.5%股权》

2013-3-28

《旺季将近 行业行情可期》

2013-3-25

《首旅股份：薪酬激励有望促进业绩增长》

2013-3-21

《峨眉山 A：门票提价将增厚利润》

2013-3-21

《休闲旅游崛起 短假游或成潮》

2013-3-19

《丽江旅游：外延扩张取得进展 新项目可期》

2013-3-7

《静待年报披露 建议全年布局》

2013-3-5

中国国旅财务报表及财务指标预测					2013年4月8日	股价: 29.82			
利润表	2012	2013E	2014E	2015E	财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,613,392	1,952,827	2,236,426	2,609,904	成长性				
减: 营业成本	1,263,901	1,520,276	1,744,412	2,048,775	营业收入增长率	27.1%	21.0%	14.5%	16.7%
营业税费	18,989	23,043	26,390	30,797	营业利润增长率	33.9%	32.8%	9.6%	10.3%
销售费用	116,936	140,604	161,023	187,913	净利润增长率	46.8%	24.5%	14.0%	13.0%
管理费用	79,017	93,736	111,821	130,495	EBITDA增长率	34.1%	28.2%	9.4%	10.2%
财务费用	-2,694	-2,740	-3,218	-3,662	EBIT增长率	35.3%	33.4%	9.5%	10.2%
资产减值损失	3,553	-1,604	-11	112	NOPLAT增长率	43.5%	28.8%	9.5%	10.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	2.7%	0.4%	-0.9%	6.2%
投资和汇兑收益	11,067	12,727	14,636	16,831	净资产增长率	20.3%	25.2%	12.1%	11.7%
营业利润	144,757	192,239	210,644	232,305	利润率				
加: 营业外净收支	11,494	776	918	1,105	毛利率	21.7%	22.2%	22.0%	21.5%
利润总额	156,251	193,016	211,562	233,410	营业利润率	9.0%	9.8%	9.4%	8.9%
减: 所得税	38,213	42,463	46,544	51,350	净利润率	6.2%	6.4%	6.4%	6.2%
净利润	100,563.9	125,165.7	142,654.4	161,180.4	EBITDA/营业收入	9.2%	9.7%	9.3%	8.8%
资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	EBIT/营业收入	8.8%	9.7%	9.3%	8.8%
货币资金	395,933	548,028	643,556	732,409	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	12	14	16	16
应收帐款	110,477	175,754	196,806	224,452	流动营业资本周转天数	2	8	12	8
应收票据	-	-	-	-	流动资产周转天数	138	147	158	154
预付帐款	62,976	78,113	89,457	104,396	应收帐款周转天数	18	22	27	26
存货	98,453	115,998	110,703	116,271	存货周转天数	21	20	18	16
其他流动资产	3,271	3,610	3,894	4,267	总资产周转天数	185	181	183	177
可供出售金融资产	71	71	71	71	投资资本周转天数	45	38	33	29
持有至到期投资	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	15,459	16,692	16,692	16,692	ROE	19.1%	19.4%	19.0%	18.8%
投资性房地产	4,585	4,585	4,585	4,585	ROA	13.2%	14.1%	13.7%	13.3%
固定资产	56,291	91,238	105,375	123,993	ROIC	57.7%	72.3%	78.9%	87.8%
在建工程	22,950	3,906	4,473	5,220	费用率				
无形资产	98,677	7,811	6,709	7,830	销售费用率	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
其他非流动资产	23,885	23,885	23,885	23,885	管理费用率	4.9%	4.8%	5.0%	5.0%
资产总额	893,027	1,069,691	1,206,206	1,364,071	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
短期债务	3,500	-	-	-	三费/营业收入	12.0%	11.9%	12.1%	12.1%
应付帐款	152,564	195,283	223,643	260,990	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	30.6%	27.5%	27.9%	28.8%
其他流动负债	116,834	125,182	139,362	158,036	负债权益比	44.2%	37.9%	38.7%	40.5%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	2.45	3.14	3.10	3.01
其他非流动负债	290	203	203	203	速动比率	2.09	2.74	2.77	2.71
负债总额	273,655	293,933	336,757	393,152	利息保障倍数	-52.73	-69.16	-64.46	-62.44
少数股东权益	59,326	84,713	107,077	127,957	分红指标				
股本	88,000	88,000	88,000	88,000	DPS(元)	-	-	0.81	0.92
留存收益	477,879	603,045	674,372	754,962	分红比率	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%
股东权益	619,372	775,758	869,449	970,919	股息收益率	0.0%	0.0%	2.7%	3.1%
现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E	业绩和估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	118,039	150,552	165,019	182,060	EPS(元)	1.14	1.42	1.62	1.83
加: 折旧和摊销	13,298	521	447	522	BVPS(元)	7.04	8.82	9.88	11.03
资产减值准备	3,553	-1,604	-11	112	PE(X)	26.1	21.0	18.4	16.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	4.2	3.4	3.0	2.7
财务费用	-442	-2,455	-2,740	-3,218	P/FCF	35.4	21.7	18.2	17.7
投资收益	-11,067	-12,727	-14,636	-16,831	P/S	1.6	1.3	1.2	1.0
少数股东损益	17,475	25,387	22,364	20,879	EV/EBITDA	15.3	11.3	9.9	8.7
营运资金的变动	4,010	-45,646	15,493	7,812	CAGR(%)	39.3%	39.5%	25.5%	15.5%
经营活动产生现金	127,257	113,743	185,459	190,892	PEG	0.7	0.5	0.7	1.0
投资活动产生现金	-20,769	67,682	1,558	-2,963	ROIC/WACC				
融资活动产生现金	-30,890	-760	-68,109	-76,928	REP				

作者简介:

孙妍: 宏源证券研究所旅游酒店行业研究员, 2009年毕业于伦敦大学学院金融计算专业, 2010年加盟宏源证券研究所, 从事旅游酒店行业研究至今。提出“附加值提振带来成长空间、共同利益锁定安全边际”的选股逻辑, 善于挖掘上市公司发展源动力、预判行业发展及公司盈利趋势。

覆盖公司: 中青旅、丽江旅游、中国国旅、峨眉山、宋城股份、锦江股份、黄山旅游、湘鄂情。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhao Yue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。