

中国国旅(601888.sh)

免税政策利好在即，业绩有望快速提升

王鼎 研究员
电话: 020-87555888-627
eMail: wd@gf.com.cn

张皓 研究助理
010-68083328-1820
eMail: zh17@gf.com.cn

公司前三季度业绩分析

前三季度，公司合计实现营业收入42.78亿元，同比减少2%；实现净利润34119万元，同比增长15.4%。就同比数据看，国旅公司接待游客人数同比下降11%，收入同比下降7.3%，实现归属母公司所有者的净利润同比下降55.8%。公司的有税业务收入同比下降49%，免税批发业务收入同比增长1.5%，免税零售业务收入同比增长14.7%。

2010年公司业务展望

我们认为2010年的公司“三游”业务将保持两位数的增长幅度，其增长动力主要来自公民游业务以及公司大力发展的会奖旅游业务。在不考虑国家出台新的免税政策的前提下，我们预计公司免税业务增长幅度在15%左右，而有税业务将受益世博会相关特许产品的销售而保持较大幅度的增长，增长幅度超过50%。

预期出台的免税政策及其对公司的影响展望

国家关于海南国际旅游岛的系列优惠政策年内出台成为大概率事件，离岛免税购物政策将是其中重要看点之一。另外，关于设立入境免税店以及在市内免税店实现“店内提货，口岸验放”等相关政策的调研以及试点工作也标志着中国免税业政策可能出现的松动。按三亚市年接待游客数600万人次为基数，以10%进店人数以及人均消费200美元假设，三亚店2010年销售收入有望达到1.2亿美元。由于投资规模大、租金高、卖货商品占用资金高等特点，我们保守估计三亚店将在2011年体现，EPS贡献约0.1元。以08年我国60亿元左右的免税业务销售额为基数，放开入境免税业务有望使我国免税市场销售额增加到100亿的规模。

盈利预测以及投资评级

预计09年营业收入59.96亿元，实现净利润3.2亿元。2009-2011年对应的EPS为0.37元、0.43元和0.50元。如果2010年前后相关政策顺利出台，则我们判断海南免税购物有望给公司2011年业绩带来EPS0.1元贡献，而入境免税政策的全面放开将使免税业务在现有基础上有望提升50%。如此推算，公司2009-2011年EPS将达到0.37、0.54和0.74元。作为A股市场唯一具有旅游业务与免税业务双重业务的公司，我们看好公司未来的增长，给予“买入”的投资评级，目标价格21.6元。

风险提示受自然灾害、流行性疾病、经济危机和国家间外交关系等突发因素影响出现重大波动。免税业务受政策影响大，政策出台的时间以及内容可能低于预期。短期上涨较多，关注二级市场风险。

公司评级

买入

当前价格(元)	19.04
目标价格(元)	21.60
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	11.48%	11.48%	11.48%
上证综指	6.98%	4.62%	60.47%

股票数据

总股本(万股)	88,000.00
流通A股(万股)	17,600.00
主要股东:	

中国国旅集团有限公司

主要股东持股比例	61.35%
流通A股比例	20.00%

财务比率

ROE	24.76%
ROA	7.32%
资产负债率	62.55%
每股净资产(元)	1.35

2008 年报数据。

前三季度公司业绩分析以及2010年展望

前三季度，公司合计实现营业收入42.78亿元，同比减少2%；实现归属于母公司所有者的净利润2.46亿元，同比增长12.33%。

国旅总社业务收入同比下降幅度较大

前三季度，受到金融危机的影响，国际企业纷纷压缩商务费用、个人旅游者则降低旅游支出，导致入境市场出现较大幅度下降。甲流疫情主要对国内的长线旅游市场以及出境游市场造成较大的负面影响。就同比数据看，国旅总社接待游客人数同比下降11%，收入同比下降7.3%。

中免公司业务收入同比增长有所放缓

受金融危机影响，前三季度中免公司营业收入增长幅度出现放缓的迹象，而导致中免公司同期净利润较大幅度提升的主要原因来自于公司在厦门、沈阳、广州机场以及边境客运站的新开免税店，另外高毛利烟酒产品销售份额的增加以及成本费用的控制也是导致增长的重要原因。

就有税业务与免税业务经营情况分析，公司的有税业务收入同比下降49%（08年有背景奥运特许商品经营，09年3月停止），免税批发业务收入同比增长1.5%，免税零售业务收入同比增长14.7%。

2010年公司业务展望

根据在手订单判断，我们认为2010年公司的入境游业务将出现缓慢的复苏，由于2009年基数较低的原因，预计增长幅度在5-8%之间。在不出现诸如甲流等突发因素影响的前提下，2010年公民游业务将保持平稳快速的的增长，增长速度在12-15%之间。整体而言，我们认为2010年的公司三游业务将保持两位数的增长幅度，其增长动力主要来自公民游业务以及公司大力发展的会奖旅游业务。

中免公司的免税商品批零销售业务将继续受益于垄断地位以及市场中多年累积的管理经验而保持稳定的增长。由于免税业务与旅游业务（尤其是入境游业务）有较强的正相关关系，在国家未出台新的免税政策的前提下，我们预计公司免税业务增长幅度在15%左右，而有税业务将受益世博会相关特许产品的销售而保持较大幅度的增长。

预期出台的免税政策及其对公司的影响展望

各种迹象表明，国家关于建设海南国际旅游岛的系列优惠政策年内出台成为大概率事件，而离岛免税购物政策将是其中最重要的看点之一。另外，关于设立入境免税店以及在市内免税店实现“店内提货，口岸验放”等相关政策的调研以及试点工作也标志着中国免税业政策可能出现的松动。若上述政策得到国务院批准，多年来制约免税公司发展市内免税店的根本问题有望得到解决。

离岛免税购物政策将拉动海南岛内免税品年销售额4亿美元

旅客离岛免税购物与传统的机场免税购物最大的区别在于销售对象扩大到本国本土、本岛以及外国离岛、离境旅客，从而通过在旅游购物环节的免税政策促进当地旅游业发展。

以日本冲绳岛和韩国济州岛为例，两地均有旅客离岛免税购物政策，即旅客（包括外国人、本国居民含本岛居民）在离开本岛时可以凭机票及有关身份证明，在指定区域内购买一定数量的免税进口商品。其中冲绳岛每年旅客保持270万人次，其中约75%的旅客即200万人进店购物。2006年济州机场出境及离岛旅客620万人，其中约30%即190万人进店购物。

我们按照海南岛目前年接待游客数2000万人次进行保守估计，假设10%的旅游者进店购物，人均购物额在200美元左右，则离岛免税政策的出台将刺激海南岛免税商品年销售额达到4亿美元之多。而我们的估计还不包括海南国际旅游岛政策对于海南岛整体旅游人数的提升作用。

入境免税政策的出台将提升免税业务市场50%的增量

入境免税业务是指将免税店设立在机场、边境、港口、车站等入境隔离区，向准备进境未办理完入境手续的旅客以及隔离区内中转旅客销售免税商品。截止2008年底，共有57个国家和地区开办了进境免税店，韩国、加拿大、法国等10多个国家也在考虑批准入境免税店政策。

举例而言，出境免税店购物、入境免税店提货的模式在许多免税发达的国家实施，该模式大大吸引本国旅客离境前在本国免税店购物，回国后提货，从而把本国居民的购物消费留在本国。例如韩国出台政策允许本国入出国回来以后在规定的期限和时间内购买免税商品，成为很好的刺激内需的手段。

按照发达国家免税市场的一般规律，入境免税业务占到出境免税业务的1/3左右，考虑到包括中国人在内的亚洲游客旅游购物消费占旅游消费比重普遍较高的实际，估计我国的入境免税业务在政策放开后有望达到1/2左右的水平。以08年我国60亿元左右的免税业务销售额为基数，则放开入境免税业务有望使我国免税市场销售额增加到100亿的规模。

海南岛离岛免税购物政策对公司的业绩影响

国务院办公厅于2008年3月5日以《关于支持海南省发展旅游业有关问题的函》函复海南省政府，批准在海口、三亚、琼海、万宁四市各开办一家市内免税店等更加开放的旅游政策出台。

我国对免税行业实行“四统一”政策，除经国务院批准有权经营免税商品销售的企业外，其他企业和个人严禁经营免税商品销售业务。基于选用自己本国的专业公司加强免税业集中、统一管理的思路，我们判断中免公司在海南岛经营免税店业务具有排他性的特点。

09年9月1日，海南省首家市内免税店——由中免公司投资兴建的三亚市内免税店一期正式对外营业。据了解，三亚市内免税店一期面积约1500平米，主要以香化产品为主，2010年2月手表首饰为主的二期区域有望营业，而2010年中旬精品专卖区域也将最后完工，整体营业面积在7000平米左右。按三亚市年接待游客数600万人次为基数，以10%进店人数以及人均消费200美元假设，则在政策放开后三亚店2010年销售收入有望达到1.2亿美元。由于投资规模大、租金高、卖货商品占用资金高等特点，我们

保守估计三亚店将在2011年体现，保守估计EPS贡献约0.1元。

除筹建中的三亚门店外，公司表示随着国家相关政策的正式出台计划在三亚市再开三家店，包括市中心的一家面积在2万平方米左右的旗舰店以及海棠湾分店、亚龙湾分店，从而最大限度的享受免税政策优惠，推动海南国际旅游岛成为购物天堂。

盈利预测以及投资评级

我们预计公司2009年营业收入将达到59.96亿元，实现归属母公司所有者的净利润3.2亿元。2010-2011年公司净利分别为3.8亿元和4.4亿元，2009-2011年对应的EPS为0.37元、0.43元和0.50元。

如果2010年前后海南国际旅游岛相关免税政策以及入境免税购物政策能够顺利出台，则我们保守判断海南免税购物有望给公司2011年业绩带来EPS0.1元贡献，而2012年以后随着公司在海南而入境免税政策的全面放开将使免税业务在现有基础上有望提升50%，则2010-2011年EPS贡献约0.11、0.13。如此推算，公司2009-2011年EPS将达到0.37、0.54和0.74元，按公司2010年业绩计算，公司动态市盈率在35倍左右，属于相对合理的股价区间。

作为A股市场唯一具有旅游业务与免税业务双重业务的公司，我们看好公司未来的增长，给予“买入”的投资评级，目标价格21.6元。

表1: 资产负债表					
至 12 月 31 日	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	1941.28	2164.86	4667.38	5308.57	6129.89
货币资金	806.82	1015.10	3472.07	3979.61	4540.60
应收账款	832.88	660.69	830.94	893.25	1033.87
其它应收款	118.86	80.72	133.59	128.22	148.48
预付账款	85.70	69.80	71.85	85.20	97.25
存货	300.70	488.25	363.55	434.88	554.60
其他流动资产	0.88	0.83	0.83	0.83	0.83
非流动资产	570.52	716.08	636.75	554.54	481.66
长期股权投资	148.77	144.22	144.22	144.22	144.22
固定资产	303.34	443.24	388.81	320.28	251.48
无形资产	25.54	27.80	23.71	19.62	15.53
其他长期资产	55.77	58.63	58.63	58.63	58.63
资产总计	2511.80	2880.95	5304.13	5863.11	6611.55
流动负债	1808.30	1744.05	1305.74	1422.89	1627.35
短期借款	468.22	445.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	675.30	661.22	680.77	757.76	901.91
其他流动负债	0.00	4.76	4.76	4.76	4.76
非流动负债	13.72	5.79	5.79	5.79	5.79
长期借款	7.38	5.12	5.12	5.12	5.12
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	1822.03	1749.84	1311.53	1428.68	1633.14
少数股东权益	184.52	237.71	399.26	590.33	820.30
股本	0.00	660.00	880.00	880.00	880.00
资本公积	0.00	122.73	2399.93	2399.93	2399.93
留存收益	505.25	110.67	373.41	684.17	1058.18
归属母公司股东权益	505.25	893.40	3653.34	3964.09	4338.11

负债和股东权益	2511.80	2880.95	5364.13	5983.11	6791.55
---------	---------	---------	---------	---------	---------

数据来源：广发证券发展研究中心

表2：利润表					
至 12 月 31 日	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	5966.72	5818.64	5996.99	6860.37	8123.03
营业成本	4848.26	4566.76	4598.62	5260.81	6193.49
营业税金及附加	45.77	48.27	49.75	56.91	67.39
营业费用	385.12	470.54	429.00	490.76	581.08
管理费用	317.79	358.47	345.57	395.32	468.08
财务费用	8.79	7.52	19.27	-18.47	-16.99
资产减值损失	13.26	6.95	7.98	10.86	11.12
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	28.91	56.05	60.00	60.00	60.00
营业利润	376.64	416.18	606.80	724.18	878.84
营业外支净额	25.44	13.26	15.56	15.56	15.56
利润总额	402.09	429.44	622.36	739.73	894.40
所得税	135.10	96.60	140.59	169.93	208.60
净利润	266.98	332.84	481.77	569.80	685.80
少数股东损益	49.54	111.61	161.55	191.07	229.97
归属母公司净利润	217.44	221.23	320.22	378.73	455.83
EBITDA	455.37	499.69	683.16	783.46	916.52
EPS (元)	0.25	0.25	0.36	0.43	0.52

数据来源：广发证券发展研究中心

表3：现金流量表					
至 12 月 31 日	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	621.73	182.34	440.02	454.90	591.49
净利润	266.98	332.84	481.77	569.80	685.80
折旧摊销	30.10	55.76	71.35	71.35	61.76
少数股东损益	49.54	111.61	161.55	191.07	229.97
营运资金变动	289.54	(5.53)	42.42	41.59	47.04
其它	144.84	22.40	148.73	105.93	150.38
投资活动现金流	(100.36)	(26.24)	11.67	11.67	11.67
资本支出	122.36	94.38	80.00	80.00	80.00
投资收益	21.99	68.14	60.00	60.00	60.00
资产变卖	13.26	6.95	7.98	10.86	11.12
其他	(13.25)	(6.95)	0.35	10.00	10.00
筹资活动现金流	(45.93)	(144.47)	2005.28	(40.35)	(42.17)
短期借款	468.22	445.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	7.38	5.12	5.12	5.12	5.12
普通股增加	0.00	660.00	220.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	122.73	2277.20	0.00	0.00
其他	(505.00)	(110.13)	(477.00)	(45.47)	(37.05)
现金净增加额	465.75	8.53	2456.97	507.55	560.99

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

中国国旅(601888)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。