

中国国旅(601888)

公司研究/深度报告

推荐 维持评级

合理估值：24—28 元

俯身掘金矿，昂首望蓝海

民生精品---深度研究报告/旅游行业

2010 年 07 月 26 日

报告摘要:

● 免税品市占率四成以上，是现有免税政策的最大受益者

免税品业务贡献公司九成利润，是公司未来业绩增长的主要动力。公司占有 40% 以上的免税品市场份额，是国内唯一一家可以在全国扩张的免税品公司。上市募集大量资金后，公司在免税品行业的不对称优势将进一步扩大。

● 我国免税品行业可保持 20% 以上的增速，公司成长空间大

从国际经验来看，免税品行业增速要快于旅游业的增速，我国旅游业持续较快增长为免税业发展提供充足动力；与世界先进国家相比，我国免税品行业还有较大的差距，发展空间很大。

● 可望收获免税政策开放的五成红利

目前单一的出境免税业务已经不适应市场要求，国人离岛免税、入境免税、市内免税等全业务模式正在逐步变成现实，将给我国免税品市场带来倍增效应。公司免税店种类最全，门店最多，规模最大，将是未来市场发展和政策开放的最主要受益者，可收获近五成的政策红利。

● 合理估值在 24~28 元之间，给予“推荐”评级

预测公司未来三年的 EPS 分别为 0.49、0.62 和 0.78 元，按照略高于市场平均水平的市盈率 50 倍计算，公司合理目标价为 25 元左右；公司的绝对估值约为 24.5 元；国人离岛免税政策是大概率事件，2011 年公司业绩可望达到 0.78，目标价在 30 以上。综合来看，我们认为 2010 年公司合理估值为 24~28 元，维持公司“推荐”评级。

● 风险提示

海南免税政策低于预期；大规模疫情发生；人民币大幅升值等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6,065	7,229	8,368	96,14
增长率(%)	4.25%	19.19%	15.76%	11.48%
归属母公司股东净利润(百万元)	313	430	555	723
增长率(%)	41.63%	37.38%	29.07%	31.8%
每股收益(元)	0.36	0.49	0.63	0.78
毛利率(%)	22.60%	24.00%	24.90%	18.80%
净资产收益率 ROE(%)	17.8%	15.8%	9.7%	11.4%
每股净资产(元)	4.21	8.62	9.50	10.65
PE	58	43	33	27
PB	4.94	2.43	2.2	1.97
EV/EBITDA	19.21	20.00	15.37	11.41

资料来源：民生证券研究所

民生证券研究所

分析师：李振飞

执业证书编号：S0100210060002

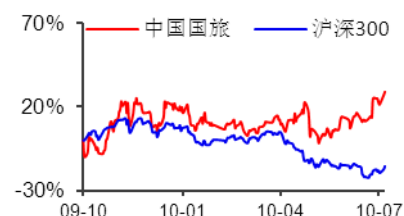
电话：(8610)8512 7650

Email: lizhenfei@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-07-26)

收盘价(元)	21.94
近 12 个月最高/最低	22.15/14.95
总股本(百万股)	880
流通股本(百万股)	220
流通股比例%	25
总市值(亿元)	193.1
流通市值(亿元)	48.26

相关研究

1. 《龙头入水，旅游为体免税为核心》

2009.09.25

投资要点:

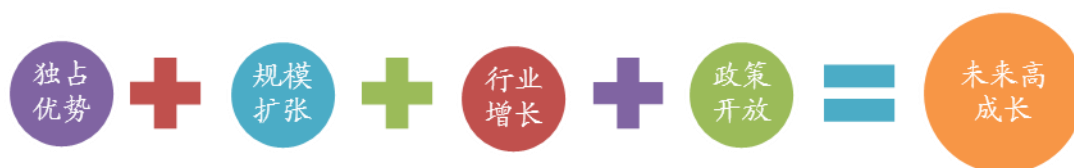
➤ 投资逻辑

公司是国内唯一一家可以在全国扩张的免税品公司。目前公司免税品市场占有率 4 成左右。上市募集大量资金后，每年新建免税店在 10 家以上，公司在免税品行业的不对称优势将进一步扩大，市场份额可能扩大到 45% 左右。毛利率也有望得到进一步提高。

我国免税品市场距世界先进水平还有很大差距，未来 5-10 年我国免税业有望保持 20% 以上的增速，对公司业绩增长提供动力。

我国目前仅仅开放出境免税业务，束缚了免税业的发展，目前我国国人离岛免税、入境免税、市内免税业务模式正在逐步走向现实，将给我国免税品市场带来倍增效应。公司免税店种类最齐全，门店最多，将是未来政策开放的最主要受益者，可望分享其中五成红利。

2010 年以来，我国旅游业进入全面增长的新阶段，上半年旅游业收入增长 19%， “十一五” 中仅次于 07 年的增幅。同时国际免税品销售一改 09 年颓势，上半年销售增长达到 16%，亚太区域增长超过 25%，国内免税业面临良好的外部条件。未来三年公司现有的业务将实现业绩翻番。



➤ 有别于大众的认识

市场认为公司的旅行社业务毛利率低，业绩贡献少，不值得公司投资大量资金建设网点。

我们认为公司的旅行社业务对免税品业务支持很大。公司是国内旅行社行业第一品牌，拥有强大的客户资源优势，可以为免税品业务组织大量的高端客源。目前国内免税领域仅仅开放了出境免税领域，因此公司主要是入境游业务直接为出境免税业务提供支持。在未来国内免税政策逐步放开的情况下，国内游和出境游业务也将直接对免税品业务输送优质客源，三管齐下将对公司免税品业务形成立体支撑。

目 录

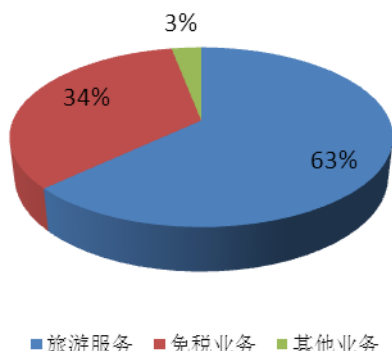
一、旅行社和免税品双龙头，免税品贡献九成利润.....	4
二、占有免税品 4 成份额，是现有政策最大受益者.....	4
(一) 行业地位独特，公司免税品市场份额 4 成以上	4
(二) 不对称优势保证公司的地位将更加巩固.....	5
(三) “旅行社+免税”的组合模式优势显著	6
(四) 毛利率水平将持续走高，可望年增 1 个百分点	6
三、我国免税品行业有望保持 20%以上的增速，公司成长空间大.....	7
(一) 我国旅游业持续快速增长将为免税业提供直接动力	7
(二) 我国免税品行业还有很大发展空间	8
四、有望享受未来免税政策开放的五成红利.....	11
(一) 免税品严重滞后于整个旅游业的发展，政策可望三面破冰	11
(二) 国人离岛免税政策将近落地，公司保守预增 20 亿.....	12
(三) 入境免税政策开放，公司免税收入可增三成	14
(四) 市内免税店模式改变，公司短期内可增收二成以上	15
五、未来三年公司现有业务业绩将翻番.....	16
(一) 核心假设.....	16
(二) 未来三年公司现有业务将保持较快增长.....	16
六、长期看好，维持“推荐”评级.....	17
(一) 相对估值：公司合理价位在 24.5-28 元之间.....	17
(二) 绝对估值：公司内在价值为 24.52 元	18
(三) 维持公司的“推荐”评级	19
七、股价变化的催化剂.....	19
八、风险提示.....	19
插图目录	21
表格目录	21

一、旅行社和免税品双龙头，免税品贡献九成利润

公司由中国国旅集团和华侨城集团共同设立，其中中国国旅持有 61.35% 的股份，是公司的控股股东。两大股东均为国资委直属的中央企业，有强大的背景和实力。

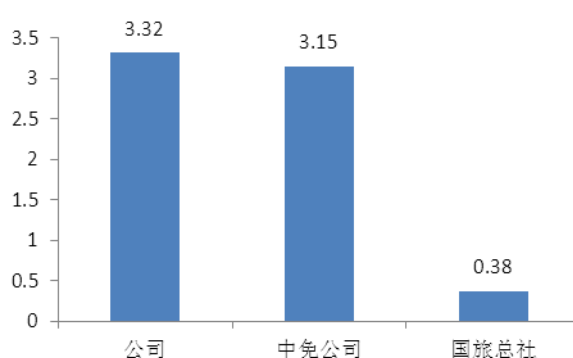
公司的主要业务为旅行社业务和免税品业务，两块业务均处于国内行业的龙头地位，分别由国旅总社和中免公司两家子公司经营。

图 1：旅行社业务是公司创收主体



资料来源：wind，民生证券研究所

图 2：免税品业务是公司利润支柱



资料来源：wind，民生证券研究所

旅行社业务是公司的创收大户。国旅总社是国内旅行社第一品牌，在中高端旅行社业务领域具有明显的竞争优势。市场份额在 2.2% 左右，是公司的创收大户，贡献了 60% 以上的营业收入。目前国旅总社已经与世界上 100 多个国家和地区的 1,400 多家旅行社建立了稳定而有效的业务合作关系，在世界范围内形成了一个广阔的旅游销售网络。国旅具有强大的客源优势，为公司发展相关产业提供了大力支持。

免税品业务是公司的利润支柱，是公司最主要看点。公司免税品业务方面由中免公司经营，中免公司是我国唯一的全国连锁的免税品销售公司，在国内占主导地位。免税品业务毛利率高，盈利能力强，其免税品业务贡献公司 90% 以上的利润，是公司的盈利主体。近年来公司通过连锁化经营带来了规模和利润的较快增长，06 年到 08 年中免公司合并营业收入年均复合增长率达到 23%，合并利润总额年均复合增长率达到 52%，实现了超高速的发展。09 年公司免税品销售收入达到了 22.1 亿元，已发展成为世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税品运营商，连续多年跻身世界免税运营商前 20 强。

二、占有免税品 4 成份额，是现有政策最大受益者

（一）行业地位独特，公司免税品市场份额 4 成以上

中免公司成立于 1984 年，是经国务院批准设立的国有免税品专营公司。并按照国家赋予的“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”管理政策对全国免税行业实施统一管理，地位独特，是我国免税业的代表和旗舰企业。

目前，中免公司已在中国大陆 29 个省市自治区的 90 多个口岸城市（包括香港、台湾地区），设立了 170 多家免税店，其中包括控参股免税店近 120 家，涵盖了机场免税店、航空公司机上免税店、边境免税店、客运站免税店、供船免税店、火车站免税店、外交人

员免税店和市内免税店等八大类型，已发展成为世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税品运营商，连续多年跻身世界免税运营商前 20 强。

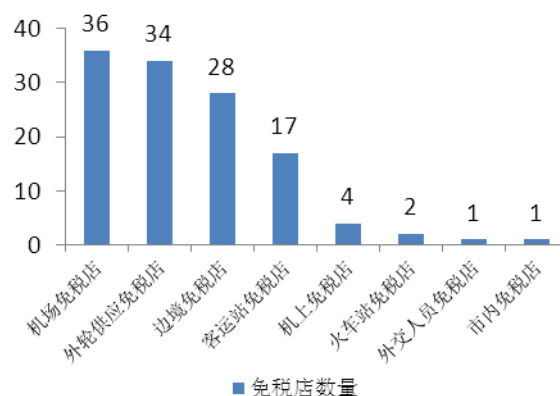
近年来，公司免税品销售的境内市场份额始终排名第一，销售额约占国内免税品零售总额的 40%，成为市场当仁不让的领头羊。

图 3：公司销售网络遍布全国



资料来源：公司公告，民生证券研究所

图 4：公司免税店种类齐全，数量大



资料来源：民生证券研究所

（二）不对称优势保证公司的地位将更加巩固

在免税品领域公司是国内唯一一家可以全国性扩张的公司。这种不对称优势将保证公司的龙头地位更加巩固。

目前，境内获准经营免税商品批发兼零售业务的免税运营商主要有 4 家，其中只有中免公司可以在全国范围内的主要机场、港口和边境口岸经营免税业务，不存在地域限制，而其他公司则作为区域性的免税运营商，只能在特定的机场或其他特定区域经营免税业务。

表 1：公司是国内唯一一家全国布局的免税品公司

免税运营商	主要经营区域
中免公司	全国主要机场、港口、边境口岸等
深圳市国有免税商品（集团）有限公司	深圳各口岸
珠海免税企业集团有限公司	珠海各口岸
日上免税行（上海）有限公司	上海浦东国际机场、上海虹桥机场、北京首都国际机场

资料来源：公司公告 民生证券研究所

未来几年市场份额可望增加 5 个百分点。公司上市后募集资金 24.97 亿，另外旅行社业务提供稳定的 10 亿左右的现金流，现在公司稳定现金类资产 34 亿左右，资金充裕对公司旅行社业务和免税品业务扩张提供了条件。

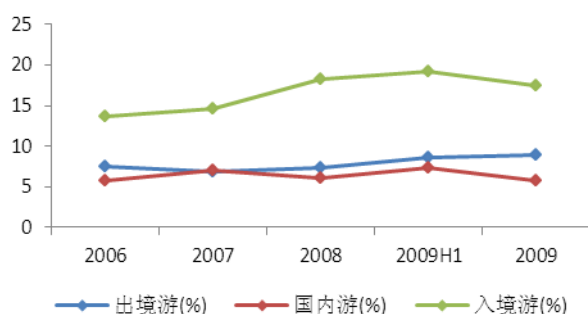
根据公司最近几年的规划，公司将机场、船上、边境、客运站等口岸城市和边境地区开设 26 家控股免税店和对已有 9 家参股免税店进行增资，以加强免税零售渠道的广度和深度。建成后公司的规模优势将增加 20% 左右，其他免税经营商受政策限制扩张较慢，假设增速为 10%，未来公司的市场份额可能增长到 45% 左右，龙头地位将更加巩固。

(三) “旅行社+免税”的组合模式优势显著

旅行社业务作为上游产业，可以为公司免税品业务组织大量客源，并可以为免税品业务扩张提供现金流支持。公司的旅行社业务是国内第一品牌，客源数量多且高端客户比例高，对公司免税品业务的支撑力度很大。

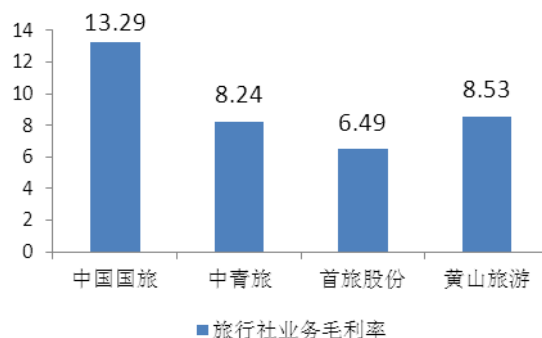
入境游和公司免税品业务相互支持，分别取得了远高于行业平均水平的较高毛利率。2009 年公司的入境游毛利率为 17.48%，远远高于 8.42% 的行业平均水平。在与中青旅本部的旅游业务的对比中，公司的国内游和出境游的毛利率均明显低于中青旅本部的水平，只有入境游业务高于其水平，表明入境游业务和免税品业务相互支持对旅行社业务毛利率提升起到了比较明显的作用，同时公司的免税品业务的毛利率也在合作中逐年提高。

图 5：旅行社业务毛利率总体呈上升趋势



资料来源：聚源数据，民生证券研究所

图 6：公司旅行社业务毛利率高于同行



资料来源：聚源数据，民生证券研究所

未来公司的出境游和国内游业务也将与免税品业务全面对接，将对公司免税品业务形成立体支撑。未来我国免税品政策仍有开放的空间，国人免税已经进入最后的讨论期，进境免税也在试运营时期。一旦放开，公司的国内游业务和出境旅游业务也将与免税品业务全面对接，公司的业务将进入全面增长期。

(四) 毛利率水平将持续走高，可望年增 1 个百分点

在我国，免税品业务由国家专营，未经批准不得私自经营。因此在目前和将来较长的一段时间，公司都将享受到政策的红利。目前公司的免税品业务毛利率在 30% 以上，远高于一般贸易业务 18% 左右的毛利率。公司的净资产收益率达到 18.7%，为行业最高，主要也来自于免税品业务的拉动。

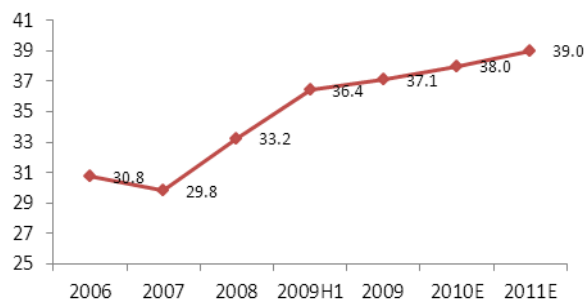
公司的规模优势和网络优势将降低公司的成本，未来公司的毛利率仍有提升的空间。由于公司的规模优势将得到强化，公司在采购方面的成本优势将更加明显，公司有能力在原产地开展采购，直接降低成本。在与国际奢侈品品牌合作中，公司能够拿到等同于国际同行的优惠；在新品的引进中，也能够得到优先的供应。

公司中免旗下相当大一部分的店面均为合资店，公司良好的经营状况使得全资店与机场的合作关系也较良好，低成本优势在未来将得以保留。除交给国家占营业收入 1% 的特

许经营费外,中免交给机场、口岸的特许费、租金占收入的比例约为 4-5%,明显低于 Dufry 等国际巨头 20%左右的水平。

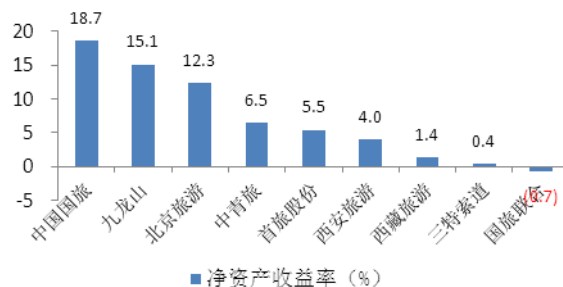
近年来,公司通过积极调整商品结构,改善了公司的盈利状况。公司商品结构向国际水平看齐,毛利率高的奢侈品、香化产品等比重逐步提高,贴合了市场需求也提高了公司的毛利率,我们预计公司的毛利率水平未来几年将逐年增长,每年可增加 1 个百分点左右。

图 7: 公司毛利率将逐年提升



资料来源:公司公告,民生证券研究所

图 8: 公司净资产收益率行业最高



资料来源:wind,民生证券研究所

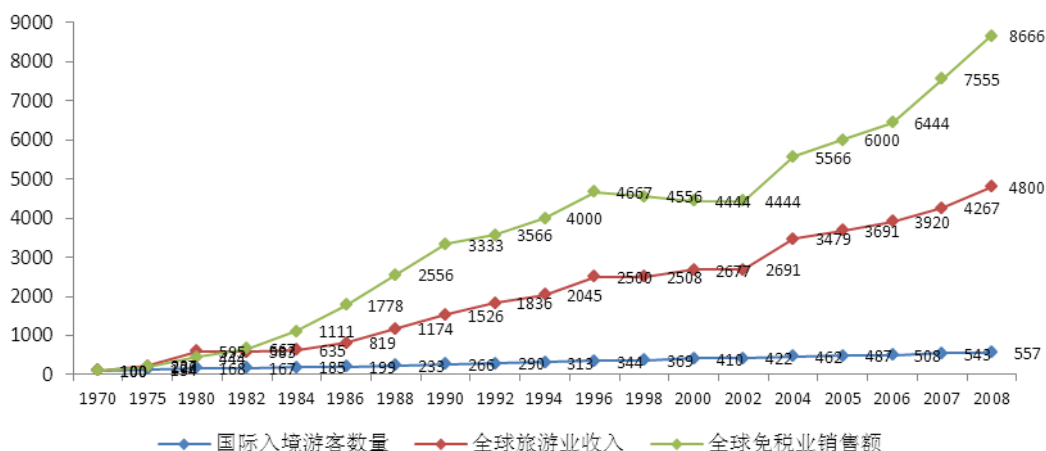
三、我国免税品行业有望保持 20%以上的增速,公司成长空间大

(一) 我国旅游业持续快速增长将为免税业提供直接动力

1、从国际来看,免税业的发展受旅游业的直接推动

从国际免税业的发展情况来看,免税业的总体发展状况是由旅游业的发展决定的。旅游业的发展为免税业带来大量客源,是免税业发展的主要动力。1970 年至 2008 年全球旅游业收入增长 48 倍,同期全球免税业销售额则增长超过了 86 倍,免税业相对于旅游业的弹性为 1.8 左右。

图 9: 全球免税品业务与旅游业发展高度相关



资料来源:公司公告,民生证券研究所

我国免税品行业同样是受旅游业特别是入境旅游带动的。2009 年我国免税行业规模

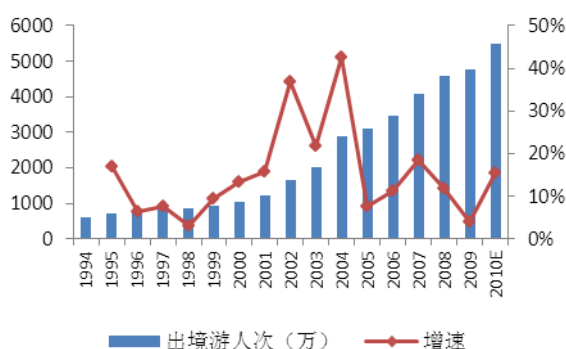
约为 8.9 亿美元，05 年到 09 年行业复合增长达到 22%，远远超过全球同期 6% 左右的水平。未来几年随着我国旅游业有望持续较快增长，免税业有望保持 20% 以上的增速。

2、我国旅游业黄金十年将给免税业提供充足发展动力

随着我国居民收入的增长和城镇化的持续推进，我国旅游业还有较长的增长期。目前我国旅游业占 GDP 的比重只有 4% 左右，距离发达国家 8%-10% 的比重相比还有很大的距离，同样距离国家战略支柱产业的要求也还有较大的距离，预计未来我国旅游业将长期高于 GDP 的增速，未来十年国内旅游业有望保持 15% 以上的增速。

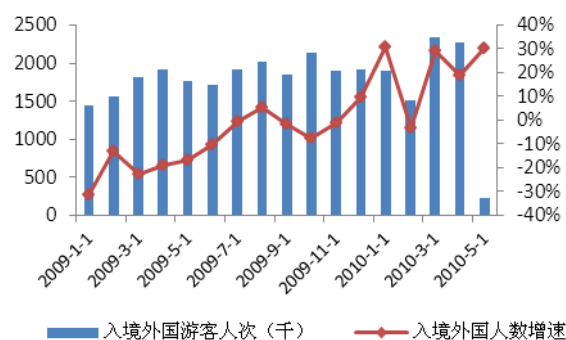
根据世界旅游组织预测，2015 年我国将成为世界最大旅游接待国和世界第四大客源国，我国旅游行业正处于黄金成长周期，公司的旅行社业务和免税行业面临难得的发展机遇。

图 10：我国出境游保持了较快增长势头



资料来源：CEIC，民生证券研究所

图 11：我国入境外国游客增速加快



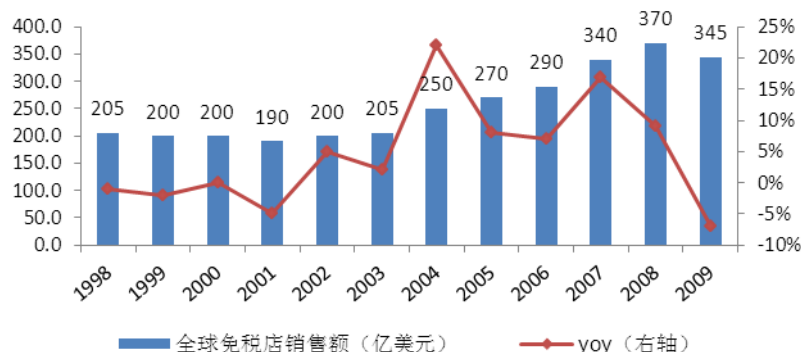
资料来源：CEIC，民生证券研究所

（二）我国免税品行业还有很大发展空间

1、全球免税业自产生以来发展迅速

全球免税业已经历了 60 多年的发展。据统计，全球免税业销售额从 1970 年的 4.5 亿美元上升到 2009 年的 345 亿美元，增长接近 80 倍。

图 12：全球免税品销售增长迅速

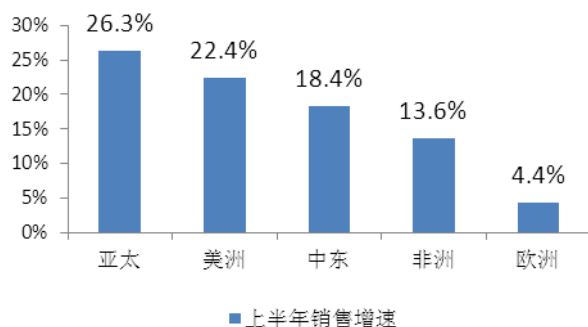


资料来源：Generation Research

2、2010 年全球免税品销售重拾升势，亚太增速最快

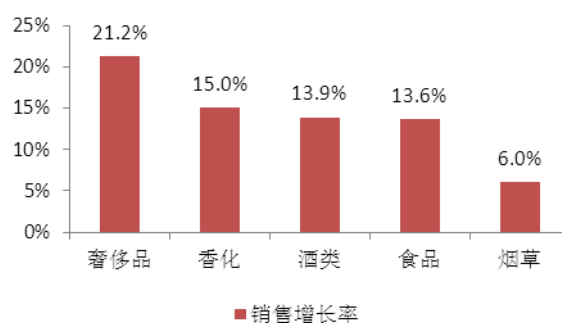
2010 年上半年全球免税及旅游零售 (DF&TR) 同比增长 16.1%。随着全球经济形势转好, 今年上半年全球免税及旅游零售额接近 189 亿美元, 同比增长 16.1%。亚太、美洲、中东、非洲、欧洲分别同比增长 26.3%、22.4%、18.4%、13.6%、4.4%。亚太地区依然是增速最快的地区。

图 13: 上半年亚太地区免税品增速最快



资料来源: Generation Research

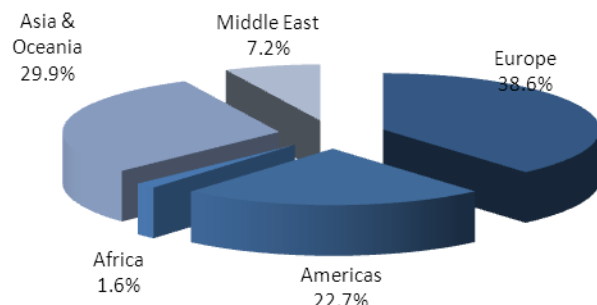
图 14: 上半年奢侈品需求旺盛



资料来源: Generation Research

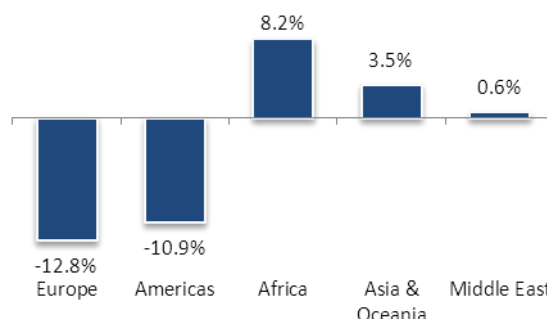
亚太地区发展势头非常强劲。根据 09 年的统计, 欧洲和美洲等发达地区免税业的比重在逐步下降, 亚洲、非洲、亚中东等免税品比重上升。总体来看, 我国免税品行业未来依然面临较好的国际环境。

图 15: 09 年亚洲和澳洲占世界免税品比重达三成



资料来源: Generation Research

图 16: 欧洲和美洲免税品份额下降较快



资料来源: Generation Research

3、我国免税业与世界先进水平还有较大差距, 发展空间较大

09 年中国 DF&TR 销售额同比增长 33.0%, 达 13 亿美元, 增速位于全球 25 强首位。04-09 年, 中国 DF&TR 销售额 CAGR 达 32%, 全球排名从第 22 位上升至第 5 位, 09 年全球份额达 3.8%。但 09 年排名第一的韩国其 DF&TR 销售额达 30 亿美元以上。09 年排名第一的 DFS 其销售额达 20 亿美元以上, 而排名第 22 位的中免公司仅有 2 亿多美元。

与中国的经济和旅游市场地位相比, 中国免税业仍有较大的发展空间。

表 2: 我国免税品销售规模与韩国等国还有不小差距

销售规模和排名	09 年销售增速
销售额超过 20 亿美元	
1. Korea South	-2.3%

2. United Kingdom	-10.6%
3. USA	-19.8%
销售额超过 10 亿美元	
4. United Arab Emirates	1.6%
5. China	55.3%
6. Germany	7.4%
7. Hong Kong	4.3%
8. France	-10.5%
9. Singapore	0.0%
销售额超过 5 亿美元	
10. US Virgin Islands	-4.8%
11. Japan	-9.2%
12. Spain	-17.9%
13. Estonia	-1.6%
14. Brazil	6.5%
15. Italy	-13.3%

资料来源：Generation Research

表 3: 中国国旅与世界水平相差较大

销售规模和排名	09 年同比增长
销售额超过 20 亿美元	
1. DFS Group, USA	3.40%
2. Gebr. Heinemann, Germany	-8.80%
3. Dufry, Switzerland	12.50%
4. Autogrill, Italy	-8.90%
销售额超过 15 亿美元	
5. The Nuance Group, Switzerland	-3.70%
销售额超过 10 亿美元	
6. Lotte Group, South Korea	1.50%
7. Dubai Duty Free, United Arab Emirates	3.60%
8. Aer Rianta Int'l, Ireland / Int'l	-10.00%
销售额超过 5 亿美元	
9. Hellenic Duty Free Shops, Greece	-2.80%
10. Aelia, France	-8.60%
11. Shilla Duty Free, South Korea	31.30%
12. Duty Free Americas, USA	-14.90%
13. Tallink Silja, Estonia	-0.60%
14. King Power International, Thailand	0.90%
销售额超过 4 亿美元	
15. Inflight Service Europe, Sweden	-5.70%
16. King Power (HK), Hong Kong	5.30%
销售额超过 3 亿美元	
17. JATCO, Japan	-8.60%
销售额超过 2 亿美元	
18. Aeroporti di Roma, Italy	-12.50%
19. Sunrise, China	32.50%
20. James Richardson, Israel	-21.20%
21. DFASS, USA	7.80%
22. China Duty Free Group, China	33.30%

资料来源：Generation Research

4、我国免税店的扩张仍有很多机会

免税店的数量将随着新建口岸、机场、港口的不断增加而扩张。“十一五”期间，我国规划口岸建设投资超过 2000 亿，新建、改建、扩建机场超过 100 座，机场投资超过 1400 亿；我国将开发更多的陆路、水运和航空口岸，“十一五”确定的新口岸 14 个，扩大开放口岸 37 个，整合口岸 7 个。不断开放的机场和口岸将为免税店扩张提供条件。

四、有望享受未来免税政策开放的五成红利

我国免税品发展较为落后的一大原因是政策开放的领域有限，目前仅仅开放了出境免税领域，跟国外发达国家相比还有入境免税和国人免税、市内免税店提货模式等领域可以开放。这些领域一旦开放，将带来我国免税业几倍的上涨空间。

中国国旅将可能享受政策放开的 5 成红利。国人离岛免税对我国免税业影响最大，目前中国国旅目前在三亚的市内免税店已经试营业。三亚是海南旅游的核心城市，接待游客数量占全省 3 成左右，收入占全省 5 成左右，国人免税潜力巨大；开放入境免税业务可望为我国免税产品销售增三成以上，公司免税店种类齐全、数量最多，按现有规模算，也将分得 40% 以上的份额；公司市内免税店将会有 5-6 家，占有全国一半以上，将成为市内免税店销售的最大受益者。

（一）免税品严重滞后于整个旅游业的发展，政策可望三面破冰

1、免税品行业发展严重滞后

免税品行业作为旅游行业发展的一部分，其发展背景和政策走向与旅游行业有一定的关联性和相似性，我们对之进行了对比分析。

表 4：旅游业发展阶段和免税业发展阶段对比

功能	发展阶段	目的	旅游业		目的	免税业	
			服务对象	特征		服务对象	特征
政治功能	第一阶段 (开放初期及以前)	树立国家形象	国际友人、华侨、海外华人	事业编制	树立国家形象	国际友人、华侨、海外华人	事业编制
经济功能	第二阶段 (80 年代中期至 1997 年)	赚取外汇	入境游客	市场化改革	赚取外汇	入境游客	企业化运作
民生功能	第三阶段 (1997 年—2007 年)	发展经济	出入境游客、国内游客	出境游限制较多	—	—	—
	第四阶段	注重社会效益	重点发展国内游	全面放开	—	—	—

资料来源：民生证券研究所

总体来看，旅游行业的发展是个政策逐渐开放的过程，实现了由政治功能、经济功能、逐渐向民生的转变，整体的发展已经到了一个比较高的阶段。相对来说，免税品行业的政策依然停留在经济功能的前半个阶段，已经严重滞后于整个旅游业发展的整体水平，行业政策的转变迫在眉睫。

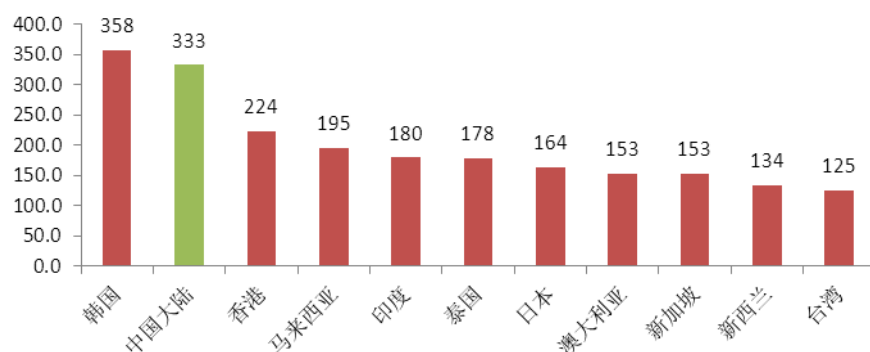
2、政策开放在即

目前旅游购物已经成为旅游活动的重要目的之一，对旅游活动的刺激作用明显。我国

居民对旅游购物有非常高的热情，赴港购物和出境购物成为重要的旅游动机之一，且在境外购买力惊人，成为国际市场争夺的焦点之一。

最近几年来，免税品行业政策松绑的呼声渐高。目前国人离岛免税政策开放在即，入境免税正在国内部分地区试运营，市内免税店提货模式改变也在研究之中。我们预计，随着国内把旅游业提升为国家战略支柱产业、大力开发海南国际旅游岛建设等重大历史条件下，国内免税业政策正面临着全面开放的大好机遇。

图 17: 我国出境游客免税品购买能力强



资料来源: Visa Smart Survey, 民生证券研究所

(二) 国人离岛免税政策将近落地，公司保守预增 20 亿

6 月 20 日海南国际旅游岛规划正式获批，海南的建设进入了一个新阶段。让市场比较期待的国人离岛免税政策未同时获得批复，仍然需要等待。

国人离岛免税政策可能四季度获批。离岛免税是国际旅游岛建设的一个核心因素，海南国际旅游岛建设也需借助免税的力量来实现跨越式发展。另外韩国济州岛、日本冲绳等地同类政策均已实施多年，已经相当成熟，总体上看，国人离岛免税政策获批的可能性极大。根据先前海南省委书记的表态，四季度政策获批应该还是比较确定的。

三亚旅游收入占全省一半，国人离岛免税政策一旦实行，公司将获得巨额收益。公司获准在三亚建立首家市内免税店。目前公司一期已经营业，二期计划自建旗舰店，营业面积超过 20000 平方米，并计划在亚龙湾、海棠湾设立分店。三亚市内免税店作为旗舰店，营业面积大、商品品种多，销售收入将大幅高于普通口岸店。目前三亚市接待游客数占海南全省的 3 成左右，旅游收入占全省的 50% 左右。占领三亚市场，等于占领了海南 5 成的市场，前景非常乐观。

带来的收益预测：保守预计增收 20 亿，短期分别增厚公司 2011 和 2012 年两成和三成业绩

1) 游客人数预测：年增速 20% 以上

作为海南旅游的核心城市，三亚的国内游客从 02 年的 260 万人次增长到 09 年的 637 万人次，年均增长率在 14% 左右。考虑到未来几年国际旅游岛建设的加快以及免税政策的刺激，增长率可能达到 20% 以上，保守预计预计 2010 年、2011 年和 2012 年三亚接待的国内游客分别为 764 万、917 万和 1100 万。

图 18: 三亚国内游客将持续较快增长



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

2) 销售利润率假设

从国际经验看, 市内免税店销售收入一般比较大, 利润水平比较高, 回报率可达 15-20%。预计三亚免税店 2011 年全面向国人开放, 2011 和 2012 年的净利率预计为 8% 和 12%。

3) 购买比例假设

作为一项重要的旅游吸引物, 按照国外经验, 一半以上的游客会光顾免税店购物。考虑到我国游客对购物的需求比较强烈, 我们认为多数游客有意购买免税商品。但考虑国内游客的购买能力有限, 我们假设开放初几年国内游客可能会有 40% 的人实际购买免税品。

4) 消费能力预测

目前来看总体来看国内游客人均花费较低, 到三亚的国内游客人均消费在 1200 元左右, 与出境游 1000 美元左右的水平相比, 总体上购买力有限。们假设游客的消费水平结构为消费额为 400、800、1200、1600 和 2000 元的游客分别占比 20%, 消费能力在 1200 元以及以上的游客有能力购买免税品。这些人群的消费平均消费水平为 1600 元左右。

另外假设这些人群有 70% 的人有机会到免税店购物, 总体上有购买能力有购买意愿的游客数大概为 40% 左右。

目前, 国内游客旅游购物消费一般占总消费 20% 左右。由于是免税商品, 我们认为购买率相对更高, 并且进店的高消费群体的边际消费倾向更高, 按照 35% 的比率, 人均购买金额在 560 元左右。

另外假设 2011 年国人购物免税政策正式实施, 公司所占市场份额为 80% 左右。

根据测算结果, 2011 年政策开放后, 2011 年和 2012 年分别为公司带来 16.4 亿和 19.7 亿的营业收入增长, 能够为公司带来约 1.31 亿和 2.36 亿的净利润, 分别增厚当年业绩两成和三成以上。

表 5: 国人离岛免税将使得公司免税收入倍增

	2008	2009	2010	2011	2012
国内游客 (万人次)	558	637	746	917	1100
增速	13.8	15.2	20	20	20
购买游客比例%				40	40
人均购买金额 (元)				560	560
公司所占市场比例%				80	80
公司免税收入 (亿)				16.4	19.7
净利润率%				8	12
公司净利润增加				1.31	2.36
公司股本				8.8	8.8
EPS 增加				0.148	0.268
原来预计 EPS				0.63	0.84
相加后 EPS				0.78	1.11
EPS 增幅%				23.50%	31.90%

资料来源: 民生证券研究所

表 6: 国人离岛政策公司收入敏感性分析

公司收入增加额 (万)		人均购买额 (元)				
		400	500	600	700	800
购买 免税 品人 员比 例	20%	58688	73360	88032	102704	117376
	25%	73360	91700	110040	128380	146720
	30%	88032	110040	132048	154056	176064
	35%	102704	128380	154056	179732	205408
	40%	117376	146720	176064	205408	234752
	45%	132048	165060	198072	231084	264096
	50%	146720	183400	220080	256760	293440
	55%	161392	201740	242088	282436	322784

资料来源: 民生证券研究所

(三) 入境免税政策开放, 公司免税收入可增三成

入境免税业务是指将免税店设立在机场、边境、港口、车站等进境隔离区, 向准备进境未办完理完进境手续 (边检验讫、海关检查) 旅客以及隔离区内中转旅客销售免税商品。

开设入境免税店符合国际惯例。入境免税可以免去入境游客携带免税品入关所带来的种种不便, 同时可以发展本国的免税业, 提升免税业的国际竞争力, 是国际的惯例做法。截至 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进境免税店政策。

符合国家刺激内需的大环境要求。目前免税品销售中奢侈品所占比例越来越大, 产品多为国际品牌, 国内产品所占比例较小, 利益多为国外企业所赚取。短期来看, 这种状况难以得到实质性改变。而销售环节的利润流向则是可以改变的。开辟入境免税领域, 则可以使得流通环节的部分收益留在国内。

国内试运营已满一年, 2012 年前可能正式放开。浦东机场入境免税店已运营 1 年多。08 年 9 月 1 日, 浦东机场入境免税店已投入运营, 经过 1 年多的运作, 在全国范围内开设市内免税店已具备基础。我们预计未来两年试运营即将满 3 年, 各方面条件即将成熟,

因此 2012 年之前政策应该能够正式放开。

入境免税保守预计可能给公司增加三成收入。

从国际经验看，入境免税店的市场容量一般为出境免税店的 1/3；近年来我国出国游 1000 万人次左右，人均购买免税商品 330 美元左右，购买免税品在 33 亿美元左右。如果开放入境免税业务，保守预计有十分之一左右的消费转向国内，就可能增加 3 亿美元的市场。按照国旅 40% 左右的市场份额，则可能为公司带来 8-10 亿的收入，占公司免税收入三成左右。未来随着出境游人数增多，消费能力提高和公司市场份额扩大，公司所获得的收益可能成倍增加。

表 7：入境免税业务放开公司业务至少增三成

	目前水平	N+1 年	N+2 年	N+3 年
人数（万）	1000	1200	1350	1500
人均消费（美元）	330	340	350	360
消费额（亿美元）	33	40.8	47.25	54
公司市场份额	40%	41%	42%	43%
消费转化率	10%	10%	15%	20%
公司收入增加	8.976	11.38	20.24	31.58
收入增加幅度	29.92%			

资料来源：民生证券研究所

（四）市内免税店模式改变，公司短期内可增收二成以上

市内免税店优势明显。市内免税店不受出境口岸营业面积的限制，往往规模大，装修豪华，品种齐全，购物环境优良，游客可停留时间长，具有良好的购物氛围。国际上市内免税店已经成为招徕旅游客源的一大亮点。

我国市内店的正在研究新的提货模式。目前国内市内免税店实行的是“店内买单、机场口岸隔离区提货”的模式，这种模式操作繁琐，束缚了市内店的发展，公司的上海和北京的市内免税店由于提货模式的限制，几近停运。08 年海关总署及上海、大连等地方海关对市内免税店“店内提货，口岸验放”的澳大利亚模式进行了深入调研。正是由于这种模式的实施，极大的提高了免税品的销售，1982 年至 2002 年澳大利亚免税业销售额由 3000 万增长至 12 亿美元，20 年间增长了 30 倍。目前公司正在与海关总署就提货模式进行积极沟通，未来政策开放应该是可以预期的。

公司市内免税店达到 5 家，占全国一半以上，未来赢面大。如果澳大利亚提货模式得以推行，将大大改善公司市内免税店的经营环境，公司在北京和上海的免税店就可以打破提货的瓶颈。而公司将在大连、青岛和厦门投资建设市内免税店，这些免税店所在城市均为我国重要旅游城市，且分布靠近日、韩和台湾游客，这些国家游客均有较高的购物倾向，公司免税店的销售收入前景乐观。

保守预计增加公司二成收入。国际上市内免税店平均销售额在 1-2 亿美元，远远高于我国口岸店品均 300 多万美元的水平。保守预计公司除三亚以外的 5 个市内免税店年均可望实现 1 亿的销售额，这将增加公司 20% 左右的收入。随着我国旅游业的深入发展，未来这些店面的销售额更是不可限量。

五、未来三年公司现有业务业绩将翻番

进入 2010 年以来，我国旅游业出现了加速增长的势头，今年上半年我国旅游总收入 7500 亿元，增长 19%，除 07 年外为“十一五”最高涨幅。上半年国内游、入境游、出境游三大市场均保持较快增长势头。国内旅游收入 6055 亿元，增长 20.6%；旅游外汇收入 215 亿美元，同比增长 14.5%；出境人数 2680 万人次，比上年同期增长 19.0%，我国旅游业重新进入全面快速的增长通道之中。

同时，全球免税业也摆脱了 09 年金融危机的影响，上半年实现了 16% 以上的增长，其中亚太区域实现了 25% 以上的增长，公司的各项业务面临良好的外部环境。

（一）核心假设

1) 我们假设公司旅行社业务分别增长 16.5%、12.3%、11.76%。其中入境游出现大幅恢复性增长，假设 2010 年公司入境游接待人数恢复到 08 年水平，增速为 30%，此后两年增长率为 15%、12%；国内游出现较快增长，假设增速为 18%，此后每年增长为 15%；出境游业务受到外资旅行社的竞争增速稍慢，假设增速为 7.5%，之后每年增长 8% 左右。

2) 我们预计公司的免税品业务增速将恢复到金融危机前几年的增速水平，我们假设免税品业务增长 25%、22%、20%。

3) 由于市场环境的改善，我们预计未来公司各项业务的毛利率将稳中有升。

4) 公司的期间费用率总体平稳，财务费用下降能够抵消销售费用增加的影响。

（二）未来三年公司现有业务将保持较快增长

表 8: 公司业绩预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入合计	5818.63	6064.55	7228.93	8368.40	9613.49
Yoy (%)		4.23	19.20	15.76	14.88
1. 旅游服务合计	3457.03	3444.93	4014.41	4508.28	5038.36
Yoy (%)		(0.35)	16.53	12.30	11.76
出境游(百万元)	1421.15	1439.05	1546.98	1670.74	1812.75
Yoy (%)		1.26	7.50	8.00	8.50
国内游(百万元)	951.41	1168.47	1378.79	1585.61	1823.46
Yoy (%)		(10.38)	22.81	15.00	15.00
入境游(百万元)	1084.47	837.41	1088.63	1251.93	1402.16
Yoy (%)		(35.16)	(22.78)	30.00	15.00
2. 免税业务(百万元)	1971.60	2219.62	2774.53	3384.92	4061.90
Yoy (%)		21.54	12.58	25.00	22.00
3. 其他业务(百万元)	390.00	400.00	440.00	475.20	513.22
Yoy (%)		13.87	(5.90)	10.00	8.00
营业成本合计	4566.72	4684.17	5494.63	6287.12	7138.55
Yoy (%)		21.52	22.76	23.99	24.87
1. 旅游服务成本合计	3096.68	3103.04	3576.42	4015.31	4481.17
毛利率%	10.42	9.92	10.91	10.93	11.06
出境游(百万元)	1317.12	1310.26	1400.02	1520.37	1649.60
毛利率%	7.32	8.95	9.50	9.00	9.00
国内游(百万元)	893.66	1101.75	1289.17	1474.62	1695.81

毛利率%	6.07	5.71	6.50	7.00	7.00
入境游(百万元)	885.90	691.03	887.24	1020.32	1135.75
毛利率%	18.31	17.48	18.50	18.50	19.00
2. 免税业务(百万元)	1316.22	1395.93	1720.21	2081.73	2477.76
毛利率%	33.24	37.11	38.00	38.50	39.00
3. 其他业务(百万元)	153.82	185.20	198.00	190.08	179.63
毛利率%	60.56	53.70	55.00	60.00	65.00
投资收益(百万)	56.00	71.00	90.00	110.00	130.00
营业税金比率%	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
销售费用率%	8.13	8	8	8	7.8
管理费用率%	6.1	6	6	5.8	5.8
财务费用率%	0.07	0.06	-0.1	-0.1	-0.1
三项费用比率	15.1	14.86	14.7	14.5	14.3
利润总额	429.30	550.19	761.65	977.86	1230.20
所得税率%	22.5	20.7	22	22	22
净利润	332.70	436.30	594.09	762.73	959.56
归属于母公司净利润	221.20	312.70	424.77	545.35	686.09
折合 EPS (元)	0.34	0.36	0.48	0.62	0.78

资料来源：民生证券研究所

不考虑政策放开的情况下，公司未来三年实现归属于母公司的净利润将分别为 4.25 亿，5.45 亿和 6.86 亿，折合每股收益分别是 0.48 元，0.62 元和 0.78 元，分别增长 33%，29%和 25.8%。未来三年公司的业绩将翻番。

六、长期看好，维持“推荐”评级

（一）相对估值：公司合理价位在 24.5-28 元之间

表 9：公司估值获得了一定的溢价

代码	简称	7月19日 收盘价	EPS			PE			PB (MRQ)
			TTM	10E	11E	TTM	10E	11E	
行业均值（整体法）			0.177	0.3341	0.4145	56.99	37.69	30.90	4.30
002033CH	丽江旅游	20.15	0.3162	0.2481	0.6142	63.72	81.21	32.80	5.73
601888 CH	中国国旅	21.74	0.0000	0.4789	0.5903	52.84	45.40	36.83	5.01
002159 CH	三特索道	15.95	0.1075	0.3758	0.4169	148.36	42.44	38.25	4.77
600754 CH	锦江股份	20.54	0.3943	0.5574	0.6142	52.08	36.85	33.44	3.34
000888 CH	峨眉山 A	16.09	0.4078	0.5046	0.5977	39.45	31.89	26.92	5.42
600138 CH	中青旅	16.08	0.6278	0.5067	0.7119	25.61	31.73	22.59	3.05
000978 CH	桂林旅游	9.00	0.0836	0.2870	0.3898	107.54	31.36	23.09	2.32
600054 CH	黄山旅游	17.81	0.3339	0.5754	0.6402	53.34	30.95	27.82	6.77
000428 CH	华天酒店	9.02	0.2149	0.2944	0.3310	41.96	30.64	27.25	3.89
601007 CH	金陵饭店	7.39	0.2945	0.2804	0.2991	25.09	26.36	24.71	2.19
600258 CH	首旅股份	18.61	0.7375	0.8431	0.9914	25.23	22.07	18.77	4.14
0045HK	大酒店	10.79	1.3706	--	--	7.95	--	--	0.79
0069 HK	香格里拉(亚洲)	12.72	0.6042	--	--	21.23	--	--	1.28
0071 HK	美丽华酒店	6.75	0.4325	--	--	15.78	--	--	0.63
0105 HK	凯联国际酒店	13.25	5.6671	--	--	2.36	--	--	0.73
2006 HK	锦江酒店	1.55	0.0260	--	--	59.57	--	--	0.92

资料来源：wind，民生证券研究所

A 股旅游行业 2010 年、2011 年、2012 年的预期市盈率分别为 46.3 倍、39.4 倍和 33.2 倍。公司的估值水平略高于行业平均水平。

考虑到公司作为免税品行业的龙头企业，拥有较大的垄断优势和很高的盈利能力；免税品政策开放的预期强烈，公司未来将会有爆发性增长的机会。因此公司应该获得较高的市场溢价。按照 50 倍的市盈率计算，公司 2010 年目标价为 24.5 元左右。2011 年海南岛国人离岛免税政策开放的可能性极大，一旦开放公司 2011 年业绩保守预计可达 0.78 元以上，按照平均预期市盈率 39.4 倍计算，合理目标价至少在 30.5 元以上。

综合考虑各种因素，我们认为公司 2010 年相对估值的合理目标价位在 24.5-28 元之间。

(二) 绝对估值：公司内在价值为 24.52 元

我们采用 FCFF 模型对公司进行估值，其中前 10 年进行显性分析；公司 β 值较低，为 0.74，旅游行业平均净资产收益率为 10.24%，低于沪深 300 的收益率水平两个多百分点，我们采用两者的折中大约 11.5%，因此风险溢价采用 8% 的水平。WACC 值 9.17%，计算得出公司每股内在价值 24.52 元。

DCF 估值主要假设：

- 永续增长率：2.00%
- 贝塔值 (β)：0.74
- 无风险利率(R_f)：3.41%
- 风险溢价($R_m - R_f$)：8.0%
- 债务成本 K_d ：7.00%
- 法定所得税率：25.00%

表 10：估值主要结果

EV	25,565.56
加：短期投资	1.66
加：长期股权投资	164.52
减：债务	446.32
减：少数股东权益	3,705.26
每股价值	24.52

资料来源：民生证券研究所

表 11：估值敏感性分析

WACC	永续增长率						
	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
11.67%	16.55	17.37	18.29	19.34	20.56	21.96	23.62
11.17%	17.36	18.22	19.18	20.29	21.55	23.03	24.76
10.67%	18.21	19.11	20.12	21.27	22.6	24.14	25.95
10.17%	19.1	20.04	21.1	22.31	23.69	25.3	27.2
9.67%	20.04	21.02	22.13	23.39	24.84	26.53	28.51
9.17%	21.02	22.04	23.2	24.52	26.04	27.81	29.88
8.67%	22.04	23.12	24.33	25.71	27.3	29.15	31.33
8.17%	23.12	24.24	25.51	26.96	28.63	30.56	32.84
7.67%	24.24	25.42	26.75	28.27	30.02	32.04	34.43
7.17%	25.43	26.66	28.06	29.65	31.47	33.6	36.1
6.67%	26.67	27.96	29.42	31.09	33	35.23	37.85

资料来源：民生证券研究所

（三）维持公司的“推荐”评级

综合考虑相对估值和绝对估值的结果,我们认为公司未来的合理目标价应为 24-28 元,相对目前股价还有 20%以上的增长空间,因此维持公司“推荐”评级。

公司作为国内免税品行业政策的最大受益者,未来的发展前景广阔。公司免税品业务的连锁化经营将为未来发展有税业务、品牌代理等业务开辟空间,公司的平台优势和渠道优势将转化为新的经济来源。公司的旅行社业务的客源效应也将为公司开展会展旅游、奖励旅游等新兴高利润业务提供保证,公司未来将更加有利可图。

公司作为我国为数不多的旅游类央企,有望在央企重组和旅游行业整合中有所斩获。目前公司成立新的投资公司,积极开发景区、酒店、旅游地产等业务,公司强大的政府背景和客源能力将使得公司的扩张更有成效。

七、股价变化的催化剂

- 1) 海南国际旅游岛国人离岛免税政策的开发时间和条件超过预期;
- 2) 新门店扩张数量超过预期;
- 3) 国内旅游恢复超过预期,入境游客快速恢复和增长;
- 4) 公司在央企整合中获得酒店、景区等资产。

八、风险提示

- 1) 海南国际旅游岛免税政策在时间和政策空间上低于预期;
- 2) 三亚引进其他大型免税品经营公司;
- 3) 疫情等因素对我国入境旅游带来重大冲击;
- 4) 人民币大幅升值对公司入境游业务和免税品业务带来冲击,公司出现汇兑损失。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	6,065	7,229	8,368	96,14
减：营业成本	4,694	5,495	6,287	7,139
营业税金及附加	50	59	68	82
销售费用	475	578	669	790
管理费用	355	434	485	590
财务费用	4	(8)	(14)	(16)
资产减值损失	10	8	9	19
加：投资收益	71	90	110	140
二、营业利润	548	753	973	1,237
加：营业外收支净额	2	3	2	3
三、利润总额	550	756	975	1,230
减：所得税费用	114	156	201	262
四、净利润	436	600	774	968
归属于母公司的利润	313	430	555	723
五、基本每股收益 (元)	0.36	0.49	0.63	0.78
主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	0	20.00	15.37	11.41
成长能力：				
营业收入同比	4.2%	19.2%	15.8%	19.5%
营业利润同比	31.7%	37.4%	29.3%	30.2%
净利润同比	31.1%	37.5%	29.0%	30.3%
营运能力：				
应收账款周转率	12.51	13.08	12.38	13.02
存货周转率	11.23	12.77	13.56	13.12
总资产周转率	1.42	1.25	1.29	1.32
盈利能力与收益质量：				
毛利率	22.6%	24.0%	24.9%	25.6%
净利率	5.2%	5.9%	6.6%	7.2%
总资产净利率 ROA	10.2%	10.4%	11.9%	13.3%
净资产收益率 ROE		15.8%	9.7%	11.4%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	3.18	3.51	3.56	3.67
资产负债率	26.9%	23.9%	22.9%	22.1%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.49	0.63	0.82
每股经营现金流量	0.18	0.88	0.56	0.95
每股净资产	4.21	8.62	9.50	10.65

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	3,463	3,843	4,112	4,798
应收票据	0	0	0	0
应收账款	459	646	705	831
预付账款	124	14	96	113
其他应收款	63	14	73	70
存货	592	540	694	830
其他流动资产	1	1	1	1
流动资产合计	4,705	5,059	5,681	6,643
长期股权投资	165	265	465	665
固定资产	456	566	631	672
在建工程	0	40	70	90
无形资产	41	40	39	37
其他非流动资产	40	60	80	90
非流动资产合计	794	970	1,284	1,554
资产总计	5,499	6,029	6,966	8,197
短期借款	195	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	664	779	897	1,056
预收账款	322	323	388	469
其他应付款	193	329	297	273
应交税费	49	10	12	12
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,477	1,440	1,594	1,809
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1,481	1,440	1,594	1,809
股本	880	880	880	880
资本公积	2,399	2,399	2,399	2,399
留存收益	1	431	986	1,709
少数股东权益	3,705	3,875	4,094	4,379
所有者权益合计	0	7,586	8,360	9,368
负债和股东权益合计	0	9,026	9,954	11,177
现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	162	777	495	840
投资活动现金流量	(39)	(210)	(240)	(170)
筹资活动现金流量	2,207	(187)	14	16
现金及等价物净增加	2,331	379	269	686

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 旅行社业务是公司创收主体.....	4
图 2: 免税品业务是公司利润支柱.....	4
图 3: 公司销售网络遍布全国.....	5
图 4: 公司免税店种类齐全, 数量大.....	5
图 5: 旅行社业务毛利率总体呈上升趋势.....	6
图 6: 公司旅行社业务毛利率高于同行.....	6
图 7: 公司毛利率将逐年提升.....	7
图 8: 公司净资产收益率行业最高.....	7
图 9: 全球免税品业务与旅游业发展高度相关.....	7
图 10: 我国出境游保持了较快增长势头.....	8
图 11: 我国入境外国游客增速加快.....	8
图 12: 全球免税品销售增长迅速.....	8
图 13: 上半年亚太地区免税品增速最快.....	9
图 15: 09 年亚洲和澳洲占世界免税品比重达三成.....	9
图 17: 我国出境游游客免税品购买能力强.....	12
图 18: 三亚国内游客将持续较快增长.....	13

表格目录

表 1: 公司是国内唯一一家全国布局的免税品公司.....	5
表 2: 我国免税品销售规模与韩国等国还有不小差距.....	9
表 3: 中国国旅与世界水平相差较大.....	10
表 4: 旅游业发展阶段和免税业发展阶段对比.....	11
表 5: 国人离岛免税将使得公司免税收入倍增.....	14
表 6: 国人离岛政策公司收入敏感性分析.....	14
表 7: 入境免税业务放开公司业务至少增三成.....	15
表 8: 公司业绩预测表.....	16
表 9: 公司估值获得了一定的溢价.....	17
表 10: 估值主要结果.....	18
表 11: 估值敏感性分析.....	18

分析师简介

李振飞，南开大学旅游管理硕士，具有证券投资咨询执业资格。08 年加盟民生证券研究所，从事旅游行业及上市公司研究 2 年以上，对旅游行业有较深入的见解和认识。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭 明	孟 辉	韦珂嘉
电 话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手 机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com