

# 中国国旅 (601888.SH) 综合旅游行业

评级：买入 维持评级

公司点评

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号：S1130208070237  
 (8621)61038317  
 maozhr@gjzq.com.cn

## 海南国人离岛免税政策或超预期

### 事件

1. 中国国旅于 11 月 9 日晚间发布股票交易异常波动公告，公告称，经公司书面征询公司控股股东中国国旅集团有限公司，截至目前及未来三个月内，中国国旅集团有限公司无应披露而未披露对公司股价产生较大影响的信息，包括但不限于公司股权转让、债务重组、业务重组、资产剥离或资产注入等其它重大资产重组事项；公司目前经营情况正常，内外部经营环境未发生重大变化；经核实，前期披露的信息不存在需要更正、补充之处；经查询，公司不存在应披露而未披露的影响公司股票价格波动的重大事项，不存在违反公平信息披露规定的清醒。

2. 11 月 9 日《上海证券报》产经新闻版刊登文章《海南国人离岛免税细则年内敲定几无悬念》，文章指出由财政部牵头制定的海南离岛免税政策实施细则已经完成初稿，现正处于向各部委征求意见阶段。权威人士向记者透露，实施细则在年底最后敲定“基本没有疑问”。来自海南当地的消息则称，免税政策有望在 2011 年 1 月 1 日正式开始实行；文章特别提及“此前市场曾预期，离岛免税的购物额度将限定在 5000 元/人，提货方式则朝“区内付款提货，海关离境验放”方向发展，即顾客只需要出示离岛的机票就可以购买。”

### 评论

股价异动公告澄而不清，凸显海南国人离岛免税政策或将出台在即：从 11 月 9 日上证报的这篇报道来看，海南国际旅游岛相关的国人离岛免税政策即将出台是推动公司股价从上周五开始连续大幅上涨的主要原因，而公司这则公告属于典型澄清公告，仅就国人离岛免税政策这一可能于近期出台且对公司经营产生重大积极影响的事件而言，的确不在公司可控范围之内，在国家有关主管部门正式发布相关政策前，公司均可以此公告内容作为回应。然而，这则公告并没有正面回应上证报关于免税政策细则初稿已下发至公司的报道，则也在一定程度上反映了海南国际旅游岛国人离岛免税政策或将真的出台在即。

国人离岛免税政策或将超出市场预期：我们在之前的报告明确指出，海南国人离岛免税政策最值得关注的一点即是离岛游客免税消费额度的最终确定。根据上证报的报道，海南国人离岛免税购物的额度有望达到 5000 元以上，而我们此前假设的额度仅为 2000 元/人，如据此测算，国人离岛免税政策对公司免税业务的影响将大大超出市场预期。我们在假设 2011 年进店消费游客占海南接待国内游客 10%、人均实际消费占限额(5000 元)40%、中免占据海南离岛免税市场 45%份额的条件下(相关假设见图表 1)，当年给中免带来的新增营业收入将达到 26 亿元，参考免税业务的净利润率水平，对公司的边际净利贡献近 5 亿元，每股收益贡献 0.50 元以上。

中免公司已充分准备，应对海南国人离岛免税政策实施：根据上证报的报道，中免公司已经积极备战免税政策。中国国旅早于 9 月份即决定将原拟在大连、厦门、青岛设立市内免税店的 2.7 亿元向中免三亚市内免税店进行增资，三亚店也在增加员工和 POS 机储备量，此外，中免公司还计划在三亚海棠湾新建一家免税商场。无论将来海南国人离岛免税市场是否会在旅游综合改革试验区的政策框架下对外资放开，中国国旅无疑都将是“头汤啖者”！

### 投资建议

由于海南国人离岛免税政策细则尚未正式出台，我们暂不调整正式财务模型里的盈利预测，但对于公司的投资判断，实施国人离岛免税政策后的业务发展空间和盈利高成长无疑将成为我们建议的主要依据。考虑实施海南国人离岛免税政策实施，公司 2011-2012 年每股收益将达到 1.001 元和 1.658 元(见图表 2)，据此，我们继续维持对公司“买入”的投资评级，上调 6-12 个月目标价至 40-45 元。

**图表1：海南国人离岛免税情景假设及测算**

|              | 2009   | 2010E  | 2011E    | 2012E     | 2013E     | 2014E     | 2015E     | 2016E     | 2017E     |
|--------------|--------|--------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 游客总数（百万人次）   | 22.55  | 25.71  | 29.46    | 33.74     | 38.29     | 42.88     | 47.60     | 52.39     | 57.65     |
| 游客增速         |        | 14.0%  | 14.6%    | 14.5%     | 13.5%     | 12.0%     | 11.0%     | 10.1%     | 10.1%     |
| 国内游客占比       | 97.55% | 97.70% | 98.30%   | 98.70%    | 98.80%    | 98.60%    | 98.40%    | 98.20%    | 98.00%    |
| 国内游客数（百万人次）  | 22.00  | 25.12  | 28.96    | 33.30     | 37.83     | 42.28     | 46.84     | 51.44     | 56.50     |
| 进店购物游客比例     |        |        | 10%      | 18%       | 24%       | 27%       | 29%       | 31%       | 33%       |
| 进店游客数（百万人次）  |        |        | 2.90     | 5.99      | 9.08      | 11.42     | 13.58     | 15.95     | 18.64     |
| 离岛免税购物额度（元）  |        |        | 5000     | 5000      | 5000      | 5000      | 5000      | 5000      | 5000      |
| 实际消费占比       |        |        | 40%      | 45%       | 50%       | 55%       | 58%       | 60%       | 62%       |
| 实际人均购物消费（元）  |        |        | 2000     | 2250      | 2500      | 2750      | 2900      | 3000      | 3100      |
| 免税市场增加值（百万元） |        |        | 5,792.53 | 13,485.36 | 22,698.36 | 31,396.24 | 39,392.93 | 47,842.26 | 57,797.50 |
| 中免市场份额       |        |        | 45.00%   | 43.00%    | 40.00%    | 39.00%    | 38.00%    | 37.00%    | 36.00%    |
| 中免新增收入（百万元）  |        |        | 2,606.64 | 5,798.70  | 9,079.34  | 12,244.53 | 14,969.31 | 17,701.64 | 20,807.10 |

来源：国金证券研究所

**图表2：考虑2011年1月1日开始实施国人离岛免税情境下中国国旅盈利预测**

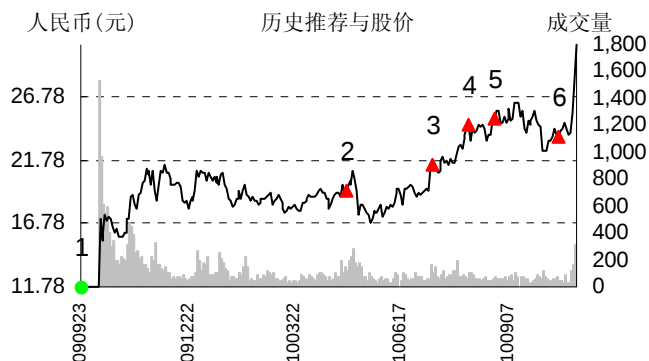
| 百万                   | 2006           | 2007           | 2008           | 2009           | 2010F          | 2011F           | 2012F           |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业总收入</b>         | <b>4,854.8</b> | <b>5,966.7</b> | <b>5,818.6</b> | <b>6,064.5</b> | <b>8,004.3</b> | <b>12,011.4</b> | <b>16,631.7</b> |
| 旅行社业务                | 3,530.4        | 4,245.7        | 3,665.6        | 3,747.2        | 5,168.6        | 5,950.9         | 6,692.4         |
| 商品销售                 | 1,215.8        | 1,704.0        | 2,131.7        | 2,284.5        | 2,795.6        | 6,012.4         | 9,881.6         |
| 其他业务                 | 0.0            | 0.0            | 21.4           | 32.8           | 40.1           | 48.1            | 57.7            |
| <b>营业总成本</b>         |                |                |                |                |                |                 |                 |
| <b>营业成本</b>          | <b>3,943.4</b> | <b>4,848.3</b> | <b>4,566.8</b> | <b>4,693.6</b> | <b>6,406.8</b> | <b>9,160.6</b>  | <b>12,285.6</b> |
| 旅行社业务                |                |                | 3,127.0        | 3,248.9        | 4,564.7        | 5,264.1         | 5,927.8         |
| 商品销售                 |                |                | 1,431.7        | 1,435.9        | 1,826.8        | 3,877.8         | 6,335.3         |
| 其他业务                 | 0.0            | 0.0            | 8.1            | 8.8            | 15.2           | 18.8            | 22.5            |
| <b>毛利</b>            | <b>911.4</b>   | <b>1,118.5</b> | <b>1,251.9</b> | <b>1,370.9</b> | <b>1,597.5</b> | <b>2,850.8</b>  | <b>4,346.2</b>  |
| 旅行社业务                |                |                | 538.6          | 498.3          | 603.9          | 686.8           | 764.7           |
| 免税业务                 |                |                | 700.0          | 848.6          | 968.8          | 2,134.6         | 3,546.3         |
| 其他业务                 | 0.0            | 0.0            | 13.2           | 24.0           | 24.8           | 29.3            | 35.2            |
| <b>毛利率</b>           | <b>18.77%</b>  | <b>18.74%</b>  | <b>21.52%</b>  | <b>22.60%</b>  | <b>19.96%</b>  | <b>23.73%</b>   | <b>26.13%</b>   |
| 旅行社业务                |                |                | 14.69%         | 13.30%         | 11.68%         | 11.54%          | 11.43%          |
| 免税业务                 |                |                | 32.84%         | 37.15%         | 34.65%         | 35.50%          | 35.89%          |
| 其他业务                 |                |                | 61.96%         | 73.11%         | 62.00%         | 61.00%          | 61.00%          |
| 营业税金及附加              | 38.6           | 45.8           | 48.3           | 49.6           | 60.0           | 91.3            | 126.4           |
| 主营业务税金及附加比率          | 0.79%          | 0.77%          | 0.83%          | 0.82%          | 0.75%          | 0.76%           | 0.76%           |
| <b>主营业务利润</b>        | <b>872.8</b>   | <b>1,072.7</b> | <b>1,203.6</b> | <b>1,321.3</b> | <b>1,537.5</b> | <b>2,759.5</b>  | <b>4,219.8</b>  |
| 销售费用                 | 335.9          | 385.1          | 470.5          | 474.8          | 528.3          | 876.8           | 1,209.1         |
| 销售费用率                | 6.92%          | 6.45%          | 8.09%          | 7.83%          | 6.60%          | 7.30%           | 7.27%           |
| 管理费用                 | 281.6          | 317.8          | 358.5          | 354.8          | 370.6          | 636.6           | 878.2           |
| 管理费用率                | 5.80%          | 5.33%          | 6.16%          | 5.85%          | 4.63%          | 5.30%           | 5.28%           |
| 财务费用                 | 23.1           | 8.8            | 7.5            | 4.4            | -24.00         | -15.00          | -2.00           |
| 资产减值准备               | 2.8            | 13.3           | 7.0            | 10.3           | 7.0            | 7.0             | 7.0             |
| 加：公允价值变动损益           |                |                |                |                |                |                 |                 |
| 投资收益                 | 21.2           | 28.9           | 56.1           | 71.0           | 92.7           | 88.0            | 78.0            |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益   | 21.6           | 29.0           | 54.2           |                |                |                 |                 |
| <b>营业利润</b>          | <b>250.7</b>   | <b>376.6</b>   | <b>416.2</b>   | <b>548.1</b>   | <b>748.3</b>   | <b>1,342.1</b>  | <b>2,205.5</b>  |
| 营业外收入净额              | 5.1            | 25.4           | 13.3           | 1.7            | 0.6            | 1.0             | (1.0)           |
| <b>利润总额</b>          | <b>255.7</b>   | <b>402.1</b>   | <b>429.4</b>   | <b>549.8</b>   | <b>748.9</b>   | <b>1,343.1</b>  | <b>2,204.5</b>  |
| 所得税                  | 82.5           | 135.1          | 96.6           | 113.529        | 159.5          | 282.0           | 462.9           |
| 实际所得税率               | 32.26%         | 33.60%         | 22.49%         | 20.65%         | 21.30%         | 21.00%          | 21.00%          |
| <b>净利润</b>           | <b>173.3</b>   | <b>267.0</b>   | <b>332.8</b>   | <b>436.3</b>   | <b>589.4</b>   | <b>1,061.0</b>  | <b>1,741.5</b>  |
| 减：少数股东损益             | 31.5           | 49.5           | 111.6          | 123.5          | 129.7          | 180.4           | 282.1           |
| 少数股东损益比例             | 18.16%         | 18.55%         | 33.53%         | 28.31%         | 22.00%         | 17.00%          | 16.20%          |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>141.8</b>   | <b>217.4</b>   | <b>221.2</b>   | <b>312.8</b>   | <b>459.7</b>   | <b>880.6</b>    | <b>1,459.4</b>  |
| 增长                   |                | 53.35%         | 1.74%          | 41.37%         | 46.99%         | 91.56%          | 65.72%          |
| 净利润率                 | 2.92%          | 3.64%          | 3.80%          | 5.16%          | 5.74%          | 7.33%           | 8.77%           |
| <b>每股收益</b>          |                |                |                | <b>0.355</b>   | <b>0.522</b>   | <b>1.001</b>    | <b>1.658</b>    |

来源：国金证券研究所

**历史推荐和目标定价(人民币)**

|   | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价           |
|---|------------|----|-------|---------------|
| 1 | 2009-09-21 | 减持 |       | 9.85 ~ 11.80  |
| 2 | 2010-04-30 | 买入 | 19.38 | 20.50 ~ 22.50 |
| 3 | 2010-07-12 | 买入 | 21.36 | 25.00 ~ 26.50 |
| 4 | 2010-08-09 | 买入 | 24.53 | 28.20 ~ 30.30 |
| 5 | 2010-08-28 | 买入 | 25.14 | 28.20 ~ 30.30 |
| 6 | 2010-10-27 | 买入 | 23.69 | N/A           |

来源：国金证券研究所


**投资评级的说明:**

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室