

免税业务空间巨大

研究结论

有别于市场的观点:

- **入境店模式和澳大利亚提货模式预计在未来逐步放开。**从国家刺激消费的趋势看,我们认为入境店模式和澳大利亚提货模式将逐步放开,而这将大幅提高公司的免税收入。按照发达国家的一般规律,入境免税业务占到出境免税业务的 1/3 左右,按 2009 年 22 亿的免税收入,近 30%来自机场免税店估计,入境店模式将增加公司免税销售额近 3 亿元,带动免税收入增长超过 10%。而澳大利亚提货模式解决了旅客店内购买、海关提货的不便,将充分发挥市内免税店店大、品种齐全的优势。带动公司市内免税店的销售。
- **海南国人离岛免税政策在今年上半年推出依然乐观。**考虑到国人离岛免税政策是打造海南国际旅游岛的关键一环,我们认为 2011 年中期实施可能性很大。根据我们测算,假设三亚凤凰机场 2011 年旅客吞吐量为 1125 万人次,以 20%的游客进免税店购物,人均消费 2000 元计,同时考虑到三亚店在经营之初为了扩大影响不排除会进行一系列的打折和促销活动,同时新设店通常还面临较大的固定资产折旧压力,保守估计公司三亚店的净利润率在 15%左右,则海南免税业务 2011 年有望为公司贡献 2.25 亿的净利润,折合每股收益 0.26 元。
- **中免公司在未来收购中出服市内免税店业务的可能性较大。**虽然中出服被国药集团收购,但国药集团看重的是其原料药贸易的相关业务,并非市内免税店业务,而中出服的市内免税店由于采购规模小、品种单一,经营情况较差。因此从整合效应看,中免公司丰富的品类和强大的采购能力恰好能够弥补中出服的不足,另外中免公司也非常看重中出服所拥有的出境人员归国后半年内可购买最高不超过 5000 元的牌照,因此我们预计公司将积极争取对中出服市内免税店的收购。
- **商务会奖旅游将成为公司旅游业务的潜在增长点。**公司旅游业务方面,凭借其品牌和网络等优势,适时调整的“三游并重”发展战略,将使公司有能力在国内游业务的发展上取得超出行业的超额利润。预计 2010 年公司旅行社业务将创历史新高,总销售收入有望超过 65 亿,同比增长超过 80%,未来三年收入的增长率将不低于 20%,商务会奖及签证业务等发展将使总体毛利率保持稳中有升。

投资建议:

- 不考虑海南国人离岛免税政策,我们预计 2010-2012 年三年公司每股收益为 0.52、0.63 和 0.81 元,考虑海南国人离岛免税政策 2011 年开始实施,我们预计 2010-2012 年三年公司每股收益将分别为 0.52、0.89 和 1.35 元。考虑到国人离岛免税政策的实行只是时间问题,同时在 2011 年实施的可能性较大,基于包含政策的 2012 年每股收益 1.35 元,给予公司 30 倍的市盈率,目标价 40.5 元,首次给予公司买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860200010015

联系人

糜韩杰

8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2011年1月10日) 28.80 元

目标价格 40.5 元

总股本/A股(万股) 88000 / 22000

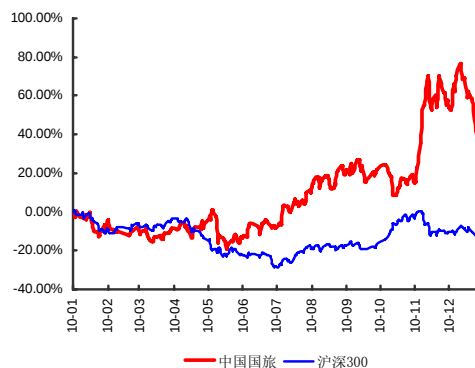
A股市值(亿元) 70.73

国家/地区 中国

行业 旅游

报告发布日期 2011年1月11日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	近一年
绝对表现 (%)	-4.00	22.41	49.32
相对表现 (%)	-3.75	15.85	60.83

资料来源: WIND

财务预测

单位: 百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6065	9609	12189	14654
同比 (%)	4%	58%	27%	20%
净利润	436	614	800	1002
同比 (%)	41%	45%	22%	28%
毛利率 (%)	22.6%	19.2%	19.2%	19.3%
ROE (%)	8.4%	10.9%	11.8%	13.3%
每股收益 (元)	0.36	0.52	0.63	0.81
P/E (倍)	55.80	38.40	31.39	24.59
P/B (倍)	4.71	4.17	3.71	3.28
EV/EBITDA	23	17	13	10

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

目 录

1 公司简介	4
2 公司所在行业分析	4
2.1 旅行社行业 2010 年收入超预期，未来将步入稳定增长期	4
2.2 免税行业未来十年有望保持年均 20% 的增长率	5
3 公司现有主要业务分析	10
3.1 公司旅行社业务 2010 年实现大幅增长	11
3.2 公司免税业务继续保持稳定增长态势	11
4 公司未来业绩增长点	12
4.1 旅行社业务：“三游并重”+商务会奖旅游	12
4.2 免税业务：外延增长、内生增长、政策开放三骑齐驱动	13
4.3 有税业务：旅游零售有税业务稳步推进	18
4.4 旅游投资：向旅游产业链中关键要素资源渗透	19
5 盈利预测及估值	19
5.1 不考虑海南国人离岛免税政策的盈利预测	19
5.2 考虑海南国人离岛免税政策的盈利预测	21
5.3 估值	23
6 风险因素	23

图表目录

图 1 我国旅游行业收入稳步增长	4
图 2 亚太和中东的免税品和旅游零售销售收入占比预计将大幅提升	6
图 3 各免税渠道未来十年年均增长率	7
图 4 全球免税品和旅游零售额分产品 2009 年和 2020 年比较	7
图 5 我国入境游人数及增长率	9
图 6 我国出境游人数及增长率	9
图 7 2009 年公司营业收入按类别分	10
图 8 2009 年公司毛利按类别分	10
图 9 中免公司境内免税店数量分类型统计	12
图 10 免税业务毛利率稳步增长	15
图 11 公司有税业务	19
表 1 2008 年全球免税品销售额排名前 12 位国家列表	5
表 2 中免公司的经营模式	12
表 3 中免公司旗下低于 50% 持股比例的子公司	13
表 4 46 家未建立股权关系免税店分渠道数量	14
表 5 黑河店成为销售额最大的免税店之一	14
表 6 日本冲绳岛和韩国济州岛免税业务对比	16
表 7 公司收入成本预测	20
表 8 亚洲各国旅游者免税店平均消费额	21
表 9 2011 年不同人均消费额和进店率对公司每股收益影响的敏感性分析	22
表 10 2012 年不同人均消费额和进店率对公司每股收益影响的敏感性分析	23

1 公司简介

公司主营业务为旅行社和免税业务，经营主体分别是国旅总社和中免公司。国旅总社在境内拥有 31 家子公司和近 200 家门市部，遍布于全国主要中心城市和旅游热点城市，并且在美国、日本、澳大利亚、德国、法国、丹麦、香港和澳门等国家和地区设立了多家海外子公司，形成了稳定的销售网络 and 完善的接待网络。中免公司作为我国免税行业的龙头企业，其免税品销售的国内市场份额始终排名第一。根据中免公司的统计，2008 年中免系统免税店免税品销售额约占国内免税品零售总额的 40%，远高于境内其它免税运营商。

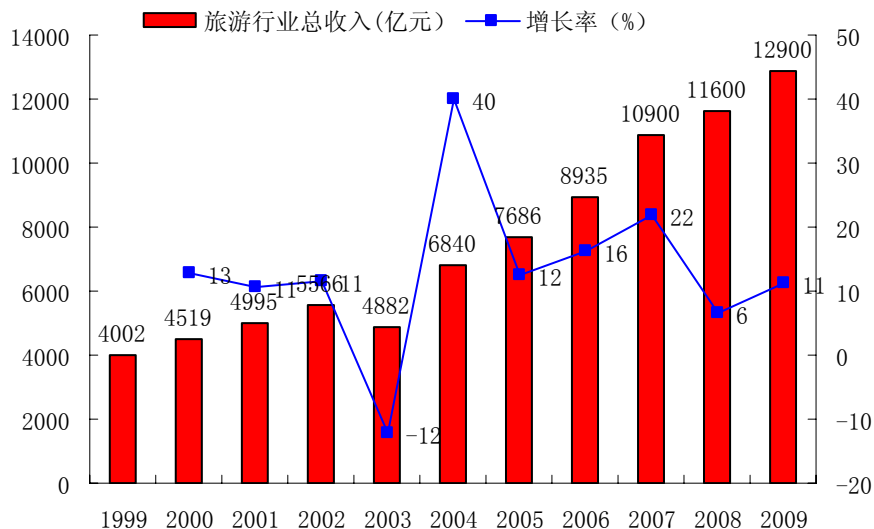
2 公司所在行业分析

2.1 旅行社行业 2010 年收入超预期，未来将步入稳定增长期

现状

旅游业务包括入境游、国内游和出境游三大业务板块，其中国内游和出境游通常合称为“中国公民游”。2009 年我国旅游业总体保持了平稳较快增长。全年国内旅游人数达 19.02 亿人次，增长 11.1%；国内旅游收入 1.02 万亿元，增长 16.4%；入境旅游人数 1.26 亿人次，下降 2.7%；入境过夜旅游人数 5088 万人次，下降 4.1%；旅游外汇收入 397 亿美元，下降 2.9%；出境旅游人数 4766 万人次，增长 4.0%；旅游总收入 1.29 万亿元，增长 11.3%。

图 1 我国旅游行业收入稳步增长



资料来源：国家旅游局，东方证券研究所

2010 年上半年根据国家旅游局的统计，受国内游增长、入境游复苏和出境游井喷影响，旅行社业务快速恢复，旅行社接待国内游客增长 20%；接待入境游客增长 5%；组织出境旅游增长 15%。

未来趋势

根据国家旅游局的预测，2010 年我国国内旅游将保持平稳较快增长，入境旅游有望全面恢复，出境旅游将继续平稳发展。全年旅游业发展的预期目标是：国内旅游人数 21.5 亿人次，增长 13%，国内旅游收入 1.15 万亿元，增长 13%；入境旅游人数 1.32 亿人次，增长 5%，其中过夜旅游人数 5450 万人次，增长 7%，旅游外汇收入 430 亿美元，增长 8%；出境旅游人数 5100 万人次，增长 7%；旅游业总收入 1.44 万亿元，增长 12%。

根据有统计的 2010 年上半年全国三游的情况，同时考虑到多家拥有旅行社业务的上市公司三季度旅行社业务收入同比实现大幅增长，我们预计 2010 年全年中国旅游的发展情况将超过国家旅游局的预期，而旅行社将直接受益旅游业务的快速复苏，2010 年收入有望实现大幅增长。

从中远期看，在国家推出诸如《国务院关于加快发展旅游业的意见》等一系列政策支持旅游发展的背景下，特别是《旅行社条例》的发布，对之前紊乱的行业起到了规范，使行业逐步回归良性竞争，我们预计未来国内旅行社收入将步入快速增长期。

2.2 免税行业未来十年有望保持年均 20%的增长率

现状

我国免税业始于 1979 年，先后经历了探索期、快速增长期、市场化阶段，目前已进入发展快车道。根据 Generation Research 统计，2009 年我国免税业收入已经达到 10 亿美元。

我国免税品的销售渠道以边境口岸店和机场/机上免税店为主，占据了 2/3 以上的市场份额，但大型的机场免税店和市内免税店相对较少。受免税品的销售渠道及消费群体等因素的影响，我国烟酒类免税商品的销售额占总销售额的比重较高，香化、精品等其它免税商品则次之。

免税业的发展与我国旅游业的发展具有很强的相关性，我国免税业 2000 年以来进入快速发展时期，2000 年-2008 年，我国入境游客数量增长了 1.56 倍，出境游客数量增长了 4.38 倍。2004 年我国免税业销售额为 3.3 亿美元，全球排名第 22 位；2005 年全行业实现销售收入 3.8 亿美元，同比增长 15%；2006 年中国免税行业实现产值 4.6 亿美元，同比增长 21%；2007 年全行业实现销售收入 49.8 亿元人民币，同比增长 11%；2008 年，在我国接待入境旅游人数下降 1.4%，入境旅游外汇收入下降 2.6%的大环境下，中国免税行业全年营业收入却同比增长近 20%，远高于亚洲免税业 10%的增长率，更高于世界免税业 7%的增长率。

表 1 2008 年全球免税品销售额排名前 12 位国家列表

		2008/2007 变动		
排名	国家	以美元计	以当地货币计价	市场份额
销售大于 30 亿美元				
1	英国	-1.10%	6.70%	8.60%
2	韩国	1.60%	18.00%	8.40%
销售大于 20 亿美元				
3	美国	12.90%	12.90%	7.40%
销售大于 10 亿美元				
4	阿拉伯联合酋长国	24.60%	24.60%	3.90%
5	法国	7.70%	-0.10%	3.40%

6	德国	9.60%	1.70%	3.20%
7	香港	24.70%	24.50%	3.00%
8	新加坡	10.00%	2.80%	2.90%
9	维尔京群岛	2.90%	2.90%	2.70%
销售大于 8 亿美元				
10	西班牙	2.00%	-5.30%	2.30%
11	中国	17.70%	7.30%	2.30%
销售大于 7 亿美元				
12	日本	6.80%	-6.60%	2.10%

资料来源：Generation Databank 东方证券研究所

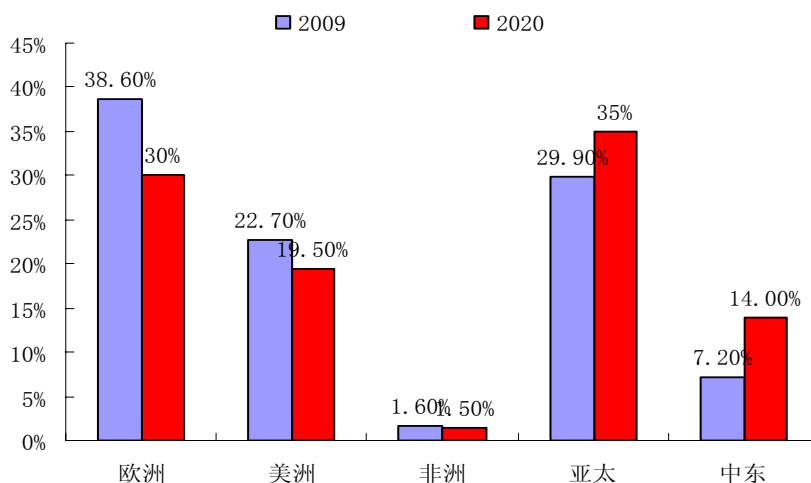
目前，境内获准经营免税商品批发兼零售业务的免税运营商主要有 4 家，分别为：中免公司、深圳市国有免税商品（集团）有限公司、珠海免税企业集团有限公司和日上免税行（上海）有限公司。其中只有中免公司可以在全国范围内的主要机场、港口和边境口岸经营免税业务，不存在地域限制，而其他公司则作为区域性的免税运营商，只能在特定的机场或其他特定区域经营免税业务。

未来趋势

根据 Generation Research 的预计，到 2020 年全球免税品和旅游零售销售额有望达到 850 亿美元，较预计的 2010 年销售额 370 亿美元增加超过一倍，复合年均增速达到 8.5%。大幅增长的动力将主要来自新兴国家的地区，比如中东和亚洲，获益于这些地区的经济快速发展和航空业的蓬勃。

分地区看，Generation Research 预计在未来十年，欧洲的免税和旅游零售销售额的复合年均增速为 6.1%，美洲为 7.1%，非洲为 7.9%，亚太地区为 10.1%，中东为 15.3%。占比方面，受益高速增长，亚太地区的占比预计将从 2009 年的 29.9% 增长至 2020 年的 35%，中东地区将从 7.2% 增长至 14%，而欧洲占比预计将有所下降，从 38.6% 回落至 30%。

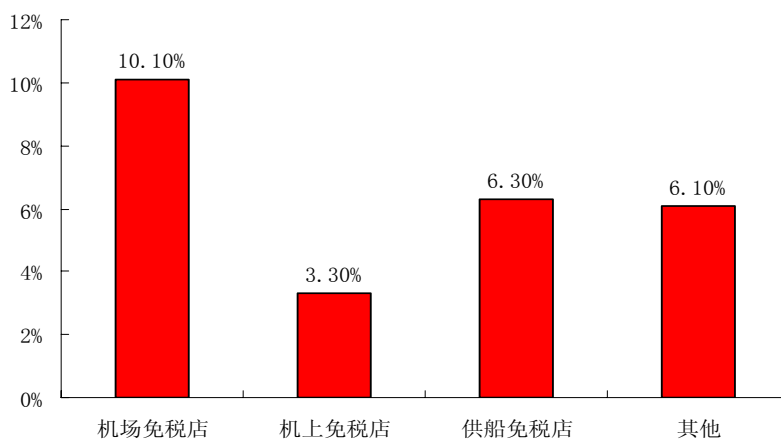
图 2 亚太和中东的免税品和旅游零售销售收入占比预计将大幅提升



资料来源：Generation Research，东方证券研究所

分渠道看，在机场，免税品和旅游销售额有望得到巩固，未来十年，机场免税店的销售额有望保持年均 10.1% 的增速，供船免税店预计增速为 6.3%，机上免税店为 3.3%，其他为 6.1%。机场免税店的所占份额也将从 2009 年的 59.9% 增长至 2020 年的 70%。

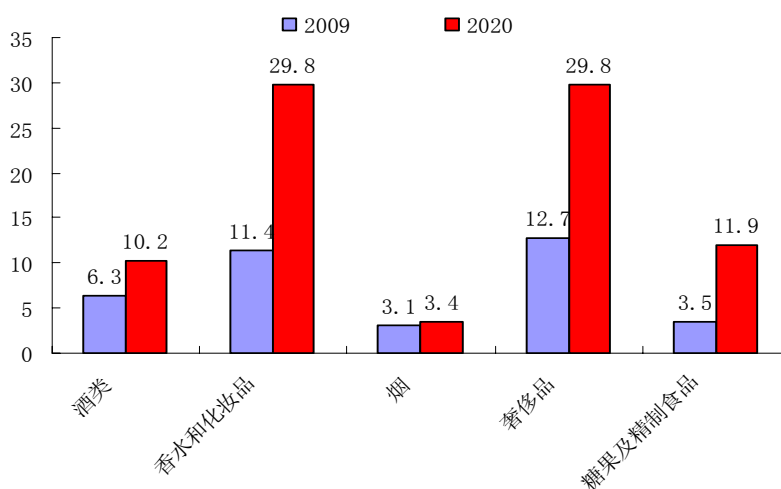
图 3 各免税渠道未来十年年均增长率



资料来源：Generation Research，东方证券研究所

分产品看，糖果及精制食品的增速预计将是最快的，从 2009 年至 2020 年年均增速有望达到 12.6%，香化产品的年均增速预计为 9.8%，奢侈品为 8.6%，酒类为 5.1%，烟为 2.1%。所占份额方面，2009 年占比 9.3% 的糖果及精制食品预计到 2020 年将增至 14%，香化产品将从 30.8% 增至 35%，而酒类和烟的份额则会出现较大幅度的下降，酒类从 17.1% 降至 12%，而烟则预计从 7.8% 降至 4%。

图 4 全球免税品和旅游零售额分产品 2009 年和 2020 年比较



资料来源：Generation Research，东方证券研究所

我国近年免税品销售额增速强劲，据 Generation Research 统计，中国 2009 年免税品销售额达到 10 亿美元，增速为 33%，2010 年有望继续保持 30%以上的增速。在全球免税品及旅游零售销售额预计未来十年快速增长，特别是亚洲地区预计有望达到 10.1%的年均增速的背景下，我们认为，基于以下四点原因，我国的免税品销售虽然未来可能因为基数变大增速会有一定的回落，但依然有望保持 20%左右的年均增长率。

1) 国内免税业销售额和人均购物额与全球平均相比偏低，未来存在增长的潜力

目前我国免税业销售额占全球免税业销售额比重在 2%左右，与中国经济地位和旅游市场地位还不相匹配。据统计，目前我国单个免税店的年均销售额仅 300 万-400 万美元，远远低于 1000 万美元的世界平均水平。2007 年国外机场免税店人均购物额约为 15.37 美元，中国机场免税店人均购物额只有 10 美元左右。

2) 免税业模式多元化带来的广阔空间

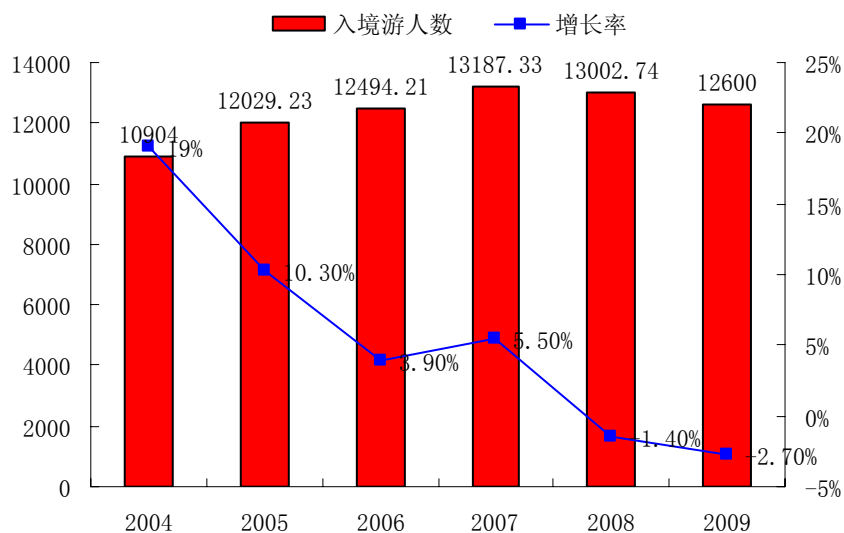
在国外免税业务发达国家，免税业态涵盖了进境店、离岛免税店以及国人购物市内免税店等各种经营业态，而在我国只允许开设出境免税店和传统市内店，免税业态相对单一，随着未来不断与国际接轨，将给我国免税业带来广阔空间。

3) 中国奢侈品消费高速膨胀

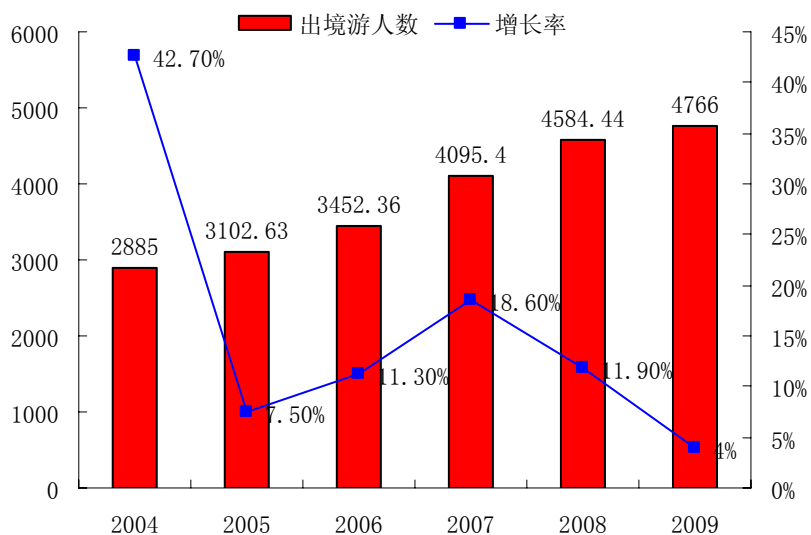
中国奢侈品消费起步于上世纪 90 年代，至今仅有短短的 20 年，但根据 2010 年中国社科院发布的《商业蓝皮书：中国商业发展报告（2009-2010）》统计，截止去年，中国奢侈品消费总额已增至 94 亿美元，全球占有率为 27.5%，首次超越美国，成为世界第二大奢侈品消费国，仅次于列首位的日本。预计未来 5 年，中国奢侈品市场将占据全球奢侈品消费额首位。考虑到免税店是最主要的奢侈品销售渠道，特别是在中国免税模式有望多元化的背景下，中国奢侈品的蓬勃发展将直接带动中国免税品的销售。

4) 中国旅游业快速发展奠定免税业成长基础

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，届时中国入境过夜游客将达到 1 亿人次。而 2008 年我国接待入境过夜游客 5305 万人次，据此测算，我国 2008-2015 年入境过夜旅游者年均增速将达到 12.64%，将远高于全球平均 3-5%的增速。另据世界旅游组织的预测，中国 2015 年将成为世界第四大客源国，出境人数达到 1 亿人次，据此测算我国出境旅游 2008-2015 年均增长将达到 16.88%。免税业主要以入境和出境游客为主，2015 年前我国入境和出境旅游者据上预测将保持两位数的年均增长，因此中国免税业未来发展潜力巨大。

图 5 我国入境游人数及增长率


资料来源：国家旅游局，东方证券研究所

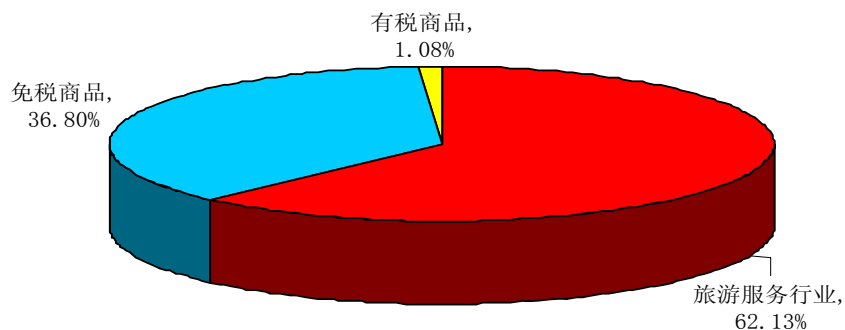
图 6 我国出境游人数及增长率


资料来源：国家旅游局，东方证券研究所

3 公司现有主要业务分析

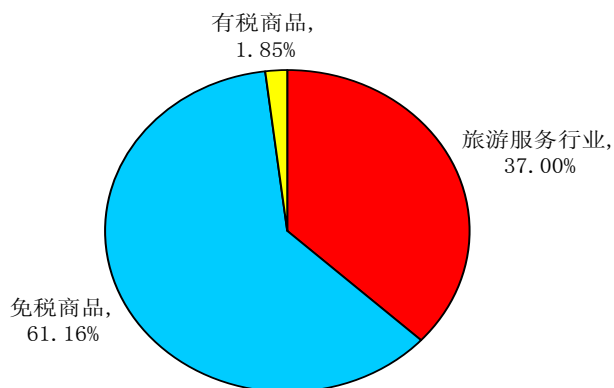
公司由国旅总社和中免公司合并而成，根据公司 2009 年年报，2009 年国旅总社实现合并主营业务收入 374,075.55 万元，同比增加 7,516.72 万元，增长 2.05%；实现净利润 2,653.01 万元，同比减少 1,135.21 万元，下降 29.97%。中免公司实现合并主营业务收入 229,106.16 万元，同比增加 15,651.59 万元，增长 7.33%；实现净利润 41,912.50 万元，同比增加 10,362.77 万元，增长 32.85%。可见中免公司是目前公司最主要的利润来源。

图 7 2009 年公司营业收入按类别分



资料来源：公司年报，东方证券研究所

图 8 2009 年公司毛利按类别分



资料来源：公司年报，东方证券研究所

3.1 公司旅行社业务 2010 年实现大幅增长

公司旅行社业务经营主体为国旅总社，旅行社业务主要包括入境游、出境游、国内游等传统业务以及旅游电子商务、商务会奖旅游等新兴业务和专项旅游业务。公司目前仍以传统业务为主，2006年至2009年国旅总社旅行社业务总收入占比均在95%以上，其中入境、出境和国内游，三游业务收入占比均在99%以上。

2009年，由于金融危机对入境旅游市场的影响仍在延续，导致公司入境旅游业务同比下降22.78%。公司出境旅游业务虽然亦受到影响，增速大幅放缓，但依然实现同比1.26%的增长，实现收入14.39亿元，这主要得益于公司的，以中高端客户为目标市场，全面打造的国旅“环球行”产品品牌，的国旅品牌优势。公司的国内旅游业务在2009年增长较快，实现收入11.68亿元，同比增长22.81%。

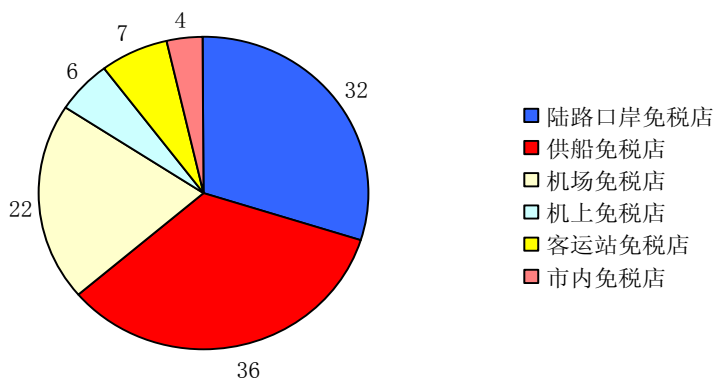
2010年上半年，受益于国际金融危机影响的减弱、甲型H1N1流感疫情的消退，公民旅游消费需求逐步释放，凭借公司积极通过网络建设，提高采购和分销能力，大力支持商务会奖业务的发展和推进境外签证中心的建设，公司的旅游服务业务实现大幅增长，其中入境游业务同比增长32.46%；出境游业务同比增长103.71%，国内游业务同比增长65.78%，旅游业务实现收入25.51亿元，同比大幅增长79.98%。

前三季度公司旅行社销售收入近49亿元，同比大幅增长，创造了历史最好业绩，其中，出境游呈现爆发式增长，业绩较去年同期增长120%多，国内游大幅增长，入境游快速复苏。

3.2 公司免税业务继续保持稳定增长态势

公司免税业务经营主体为中免公司，主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售、品牌代理等业务。公司近年来也在旅游零售有税业务领域进行了积极的探索，从特许经营、自有品牌开发到品牌代理业务。但目前免税商品的批发和零售业务依然是中免公司的核心，在中免公司营业收入和净利润中的比重均在90%以上。

截至2009年8月3日，全国与中免公司有资产关系的免税商店共107家，涵盖了机场免税店、机上免税店、客运站免税店、供船免税店、陆路口岸免税店和市内免税店等六大类，已发展成为世界上免税店类型最全、零售网点最多的免税运营商之一。

图 9 中免公司境内免税店数量分类型统计


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

2009 年，公司免税商品销售全年共实现营业收入约 22.2 亿元，同比增长 12.58%。2010 年上半年公司免税商品销售营业收入为 13.50 亿元，较去年同期增长 18.74%，继续保持了稳定增长的态势，毛利率为 34.82%，比上年同期降低 1.63 个百分点。毛利率的下降主要是由于香港关于限制免税香烟的政策对深圳口岸免税店的烟草销售产生了一定影响，此外，部分进口商品供应商提出了涨价要求，提升了公司的采购成本。

表 2 中免公司的经营模式

经营模式	中免公司	备注
采购模式	原产地采购为主	原产地批量采购、直接与厂商接洽
配送模式	主要通过自有 4 家配送中心完成	上海、青岛、大连和深圳 4 家
销售模式	通过口岸、机场免税店等渠道完成	

资料来源：招股说明书 东方证券研究所

4 公司未来业绩增长点

4.1 旅行社业务：“三游并重”+商务会奖旅游

“三游并重”发展战略。从中长期看，随着中国居民收入水平持续提升，我们认为中国公民游的加速增长在未来几年将得到持续，而另一方面发达国家经济复苏缓慢，近期甚至传出有二次探底的风险，因此我们预计入境游未来的增长存在一定的曲折，而国旅总社也适时的调整了发展战略，确立

了“三游并重”，我们认为，国旅总社凭借其品牌、网络等优势，有能力在国内游业务的发展上取得超出行业的超额利润。

商务会奖旅游颇具潜力。中国的商务会奖旅游市场规模很大，2009 年中青旅会奖旅游业务收入达到 5.3 亿元，净利润超过 2044 万元，而国旅总社 2009 年收入仅为 1.6 亿（公司旅游服务收入中的其他收入为 1.6 亿，会奖旅游展其中的大部分），相比中青旅存在较大的差距。从目前的情况看公司十分关注这块高端业务，并与 2009 年独立设置会展有限公司，独立运作会奖旅游，因此我们预计商务会奖旅游业务将成为国旅总社未来的潜在增长点。

我们预计公司旅行社业务 2010 年、2011 年和 2012 年的收入分别为 63.24 亿、82.22 亿和 98.67 亿，分别较同期增长 83.59%、30%和 20%。

4.2 免税业务：外延增长、内生增长、政策开放三骑齐驱动

4.2.1 外延式增长

公司外延式增长的方式，主要有 1) 增持子公司股权；2) 参控股无资产关系的免税店；3) 扩大免税店经营面积。其中，通过增持子公司股权增强了公司对渠道的控制能力，参控股无资产关系的免税店，则可改变公司的批发模式到零售模式，提高公司的毛利率，而扩大免税店经营面积增加了产品品类则将直接带动免税店销售收入的增长。

增持子公司股权。根据中报披露，公司 2010 年上半年增持了旗下 11 家免税店子公司的股权，主要是从低于 50%的相对控股增持至 51%的绝对控股，通过股权的增持公司的净利润水平得到一定的提高，从公司现有子公司的股权情况看，低于 50%的子公司还有 12 家，考虑到大部分子公司皆处于盈利状态，我们认为公司未来存在继续收购这部分子公司股权达以到绝对控股权地位的可能，而随着股权的收购，将直接增加公司未来的净利润。

表 3 中免公司旗下低于 50%持股比例的子公司

子公司名称	期末实际投资金额（万元）	持股比例
绥芬河口岸免税品有限公司	357.49	41%
山西中免免税品有限责任公司	77.16	40%
湖南中免免税品有限责任公司	212.53	40%
厦门东免免税品有限公司	388.34	40%
上海市内免税店有限公司	400	40%
满洲里中免免税品有限责任公司	701.8	40%
河北中免免税品有限公司	54.01	36%
密山中免免税品有限责任公司	98.28	34%
大连市内免税店有限公司	640	32%
南通对外供应有限公司	117.47	48%
乌鲁木齐市中免免税品有限责任公司	600	40%
营口中免对外供应港口服务有限责任公司	120	40%

资料来源：招股说明书 东方证券研究所

参控股无资产关系的免税店。截止目前与公司尚未建立股权关系的免税店还有 46 家。按照公司管理层的计划，按一年新开的，加收购的，接触的免税店不少于 10 家的速度，在新开店的同时，逐步消化未建立股权关系的老店，最终达到与中免公司有供货关系的免税店全部与公司有资产关系。公司通过对终端控制的增强，一方面可以增加公司的相关免税收入及利润，另一方面，通过对终端采取统一的管理，标准化和连锁化，有效提高公司的经营效率。另外，从目前看，已有免税店在公司参控股后经营效益快速提升所带来的良好示范效应，将为公司后期的相关资本运作带来便利。比如，以前沈阳机场免税店是机场自身经营，一年销售额 400 多万，在公司接收之后，年销售额就达到了 4000 多万，机场收的租金相当于原来一年的营业额。广州机场同样如此，机场在把香化免税业务交给中免来经营后，去年销售额达到 6000 多万，远远高于之前机场自己经营时的 1000 多万。时点上我们认为对于无资产关系免税店的收购将在公司增持免税店子公司之后进行，同时由于股权关系牵涉各方利益，所以预计进度不会很快。

表 4 46 家未建立股权关系免税店分渠道数量

渠道	免税店数量	其中	
机场、机上渠道	18	机场	15
		机上	3
		客运站	8
外供渠道	26	火车站	1
		供船	17
边境渠道	1		
外交渠道	1		
合计	46		

资料来源：招股说明书 东方证券研究所

扩大免税店的经营面积。随着中国经济的稳步增长，我国口岸建设升级将持续，未来几年边境口岸，特别是机场面临较大规模的改建和扩建，随着这些免税渠道的改扩建（中免渠道中，口岸和机场渠道占比超过 50%），相关商业面积随之增加，对于已有的免税店将带来较好的扩大规模的机会，以往受制于经营面积较小，免税商品有限的束缚将逐步解脱。从目前公司已有的经验来看，只要是口岸免税店的面积在扩张，在客流没有变化的情况下，往往能直接带动销售成倍的增长。以公司黑河店为例，1996 年黑河店销售额只有 500-600 万，而现在达到 5000-6000 万，成为公司销售额最大的免税店之一，这主要得益于口岸的持续改造，通过把商业面积由 100 扩大到上千平方米，引入香化、精品、手表、食品等品类，极大的拉动了营收。公司的满洲里店在去年由 150 平方米扩大到上千平方米，引入手表等专柜，销售额同样呈现出快速的增长趋势。

表 5 黑河店成为销售额最大的免税店之一

企业名称	2009 年 6 月 30 日/2009 年 1-6 月			2008 年 12 月 31 日/2008 年度		
	总资产	净资产	净利润	总资产	净资产	净利润
黑河市中免免税店有限责任公司	2,345.04	1,899.93	1,003.9	3,748.14	2,846.04	2,371.7
东港市中免免税品有限责任公司	1,441.46	1,305.83	75.85	1,464.81	1,279.98	152.49
二连浩特中免免税品有限责任公司	1,751.30	1,591.26	299.33	1,910.68	1,291.93	927.03
上海航空中免免税品有限公司	751.44	626.4	117.32	641.58	509.08	211.12

天津中免免税品有限责任公司	857.16	703.22	158.24	900.67	544.99	355.6
烟台中免免税品有限责任公司	1,255.18	1,120.70	109.48	1,245.20	1,011.22	416.16
绥芬河口岸免税品有限公司	1,278.15	889.17	270.87	1,533.94	1,276.04	657.74
瑞丽中免免税品有限责任公司	6,091.94	4,903.30	555.54	4,826.49	3,347.75	684.88
厦门东免免税品有限公司	2,061.33	1,162.87	205.13	2,600.34	1,257.75	595.47

注：根据下属三级子公司的注册资本、2008 年末净资产和 2008 年度主营业务收入等指标选择确定 15 家境内子公司。

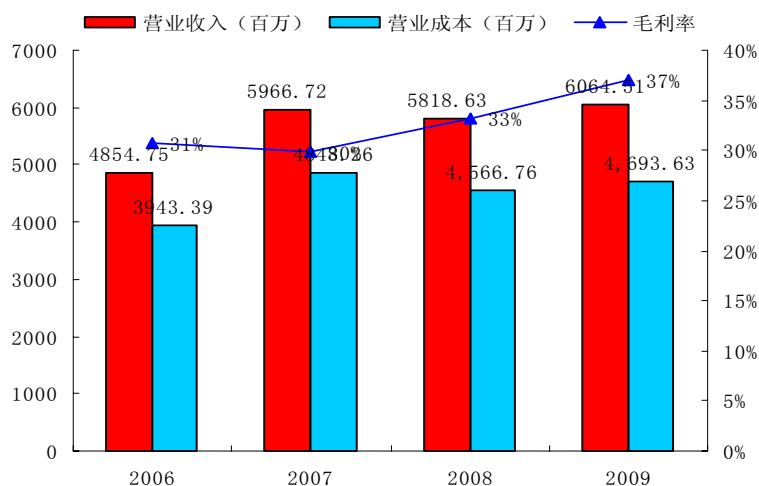
资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

4.2.2 内生式增长

内生增长主要包括毛利率的提升和低租金优势。其中，毛利率增长主要来自批发到零售业务的转变、产品品类的调整与与供应商的战略合作。而低租金优势则依靠与机场的密切合作，包括合资开店和帮助机场进行商业集成。

毛利率存在一定的提升空间。虽然公司免税业务的毛利率近些年已从 30% 提升至 36% 左右，但我们认为未来依然存在一定的提升空间。这主要来自三个方面，首先，增加对无资产关系的免税店的控股，实现从批发到零售的转变，提升毛利率；其次，通过产品品类的调整，增加香化和奢侈品等高毛利率产品，减少烟酒的比例，最后，加强与供应商的战略合作，进一步降低采购成本。其中，收购无资产关系免税店的股权上文已谈及，产品品类调整我们预计主要在机场和口岸渠道施行的可能性较大，而船供（占中免渠道的 1/3）由于其特殊性中短期仍将以烟酒为主，而加强与供应商合作主要是依仗公司在国内庞大的销售终端，公司有一定的议价能力，但我们认为这仅限于香化和奢侈品，对于仅有几家垄断供应商的烟酒产品，公司议价是很难的。

图 10 免税业务毛利率稳步增长



资料来源：公司年报，东方证券研究所

特许费、租金保持在低位。公司除交给国家占营业收入 1% 的特许经营费外，交给机场、口岸的特许费、租金占收入的比例约为 4-5% (主要是老店，新店则是参考市场价)，远低于 Dufry 等国际巨头 20% 左右的水平。通常，公司与机场合资的店面，采取固定租金；全资经营的店面，则需要与

机场谈判租金。由于公司旗下相当大一部分的店面均为合资店，同时即使是全资店，也与机场保持良好的合作关系，因此低费用优势在未来将得以保留。

2010 年中免公司先后于 2 月中标杭州机场国内厅商业标段，9 月中标南京机场国内区所有品牌及国际区餐饮标段，通过涉足对于机场的商业集成，公司有望获得机场相关区域的优质店铺，同时通过和机场的密切合作，在租金上公司也能够获取一定优惠。

4.2.3 政策开放

决定公司免税业务未来增长的三个重要的政策分别是，1) 国人离岛免税政策；2) 入境免税政策；3) 澳大利亚提货模式。其中，国人离岛免税政策 2011 年施行的概率很大，公司的三亚市内免税店将直接受益，而随着国内居民收入水平的提高，出境游的快速攀升，同时鉴于“消费”在十二五期间被置于拉动经济的三驾马车之首，我们认为入境免税和市内免税店澳大利亚提货模式这两个有助于促进境内居民把消费留在国内的政策在 2-3 年内也将逐步放开。

三亚市内免税店得益国人离岛免税政策。2009 年 12 月 31 日《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》指出，由财政部牵头抓紧研究在海南试行境外旅客购物离境退税的具体办法和离岛旅客免税购物政策的可行性，另行上报国务院。2010 年 11 月 9 日，上证报报道，“中免公司的高层已经拿到财政部主导制定的免税政策实施细则初稿，免税额度、提货方式等等都有详细规定，地点暂限于三亚、海口两地。另外据三亚当地传来的消息显示，免税政策有望在 2011 年 1 月 1 日正式开始施行”。之后 12 月 24 日上海证券报又报道，外国人离境购物退税将从 2011 年 1 月 1 日起全面铺开，国人离岛购物免税业务则会延后执行。财政部于随后的 12 月 27 日，正式发布了《关于在海南开展境外旅客购物离境退税政策试点的公告》一项，但并未谈及国人离岛免税政策，证实了这一猜测，虽然国人离岛免税政策低于市场预期被延后，但我们认为其在 2011 年实施依然是大概率事件，因为这是决定打造海南国际旅游岛的关键一环，我们认为在二季度实施的可能性很大。

离岛免税模式来自国外，在此之前，日本冲绳岛、韩国济州岛都采用了类似的模式。按照上述两岛的政策，旅客在离开本岛时可以凭机票及有关身份证明，在特定区域内享有“免税待遇”，而此时的“旅客”，既包括境外游客，也包括本国游客。这种模式与传统的免税店模式最大的不同在于将免税购物销售对象扩大到本国本土、本岛。考虑到中国的人口基数和近些年消费和旅游的快速增长，该政策一旦实行将极大的拉动海南的旅游业和免税业。

表 6 日本冲绳岛和韩国济州岛免税业务对比

	日本冲绳岛	韩国济州岛
施行时间	1997 年日本中央政府宣布在冲绳设立允许国人购物的免税店商店，1998 年《冲绳发展特别措施基础》出台。	2002 年 4 月韩国国会通过了《济州国际自由城市特别法》，其中运用“租税特别措施”，实行离岛游客免税购物政策。
金额限制	每人每次限购 20 万日元（约 1820 美元）。	单次旅行购买不超过 40 万韩元（约 425 美元）（销售对象必须在 20 岁以上）。
次数限制	没有次数限制。	每年最多享受 6 次离岛免税购物待遇。
经营企业	1999 年 12 月开业的那霸机场免税店和 2005 年 3 月正式开业的	2002 年 12 月同时开业的机场免税店和 2 家口岸免税店，2009 年对外营业的市

经营免税品种类	那霸市内免税店。 免税店经营除烟草制品（烟草制品由国有公司统一经销）以外的各类免税商品。	内免税店。 销售本国和国际品牌商品，经营品种涵盖了香化、精品和烟酒。
免税店销售情况	近几年每年到冲绳的旅客保持在 270 万人左右，其中约 75% 的旅客即 200 万人进店购物，年销售在 2 亿美元左右。	据 2006 年的数据，从济州机场出境及离岛旅客约 620 万人，其中约 30% 即 190 万人进店购物，年销售在 2 亿美元左右。另外 2009 年新开的市内免税店销售额 3000 万美元，人均购物额 150 美元。

资料来源：公司资料，东方证券研究所

虽然海南省省委书记卫留成曾表示，希望引进大型免税集团或大型商业公司建设、经营免税店，但是考虑到一般市内店从决定、选址到装修、品牌引进，需要两到三年的时间，而目前在海南的市内免税店只有中免一个，同时国人离岛免税政策出台，比较大的可能是先在三亚试点，其他地方的免税店更可能先做传统的免税店。因此先发优势将决定在三亚，公司的市内店将独享国人离岛免税购物带来的销售爆发式增长，

同时公司对于国人离岛免税政策也是充分准备，于 9 月决定将原拟在大连、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。因此我们预计国人离岛免税政策的实施将使公司业绩获得大幅提升。

入境店模式的逐步推广。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，向准备入境但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。截至 2008 年底，共有 57 个国家和地区开办了入境免税店，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。入境免税政策可以大大吸引本国旅客离境前在本国免税店购物，回国后提货，因为其解决了特别是本国出境旅客出境购物后把物品随身携带的不便，从而把本国居民的购物消费留在本国。

目前公司在厦门和深圳已开始入境店业务，广州等地也在积极争取。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。从公司厦门店的情况看，入境业务销售占到 30%，和国外基本一致，而北京机场日上免税店的入境店，经营期较长，始于奥运会之后，现在销售额更是占到了出境店的一半。因此我们有理由相信随着入境店模式的推广，公司免税店的经营业绩将进一步提升。以 2009 年公司免税业务销售额 22 亿元为基数，30% 来自机场免税店估计，入境店模式将增加公司免税销售额 2 亿元以上，带动免税收入增长超过 10%。按公司 36% 的免税业务毛利率计算，对应增加公司毛利 7000 万元左右，考虑到入境店模式运营成本较低，因此绝大部分毛利将转为公司的净利润。

市内店有望采用澳大利亚提货模式。所谓的澳大利亚提货模式主要是指店内提货，口岸验放，区别于目前的店内购买，海关提货。由于目前国内市内免税店执行的是“店内购买、海关提货”的模式，繁琐的手续给消费者带来了极大的不便，因此公司几个市内店的经营一直欠佳。

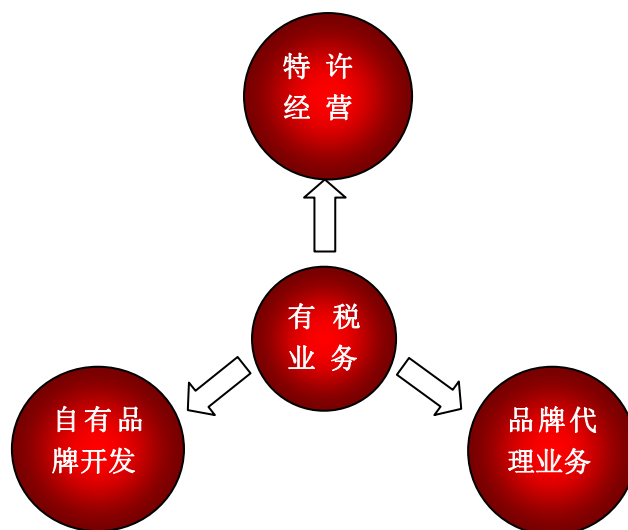
据悉目前公司正在与海关总署就提货模式进行积极沟通，在免税政策与国际接轨的大趋势下，国内市内免税店的提货模式未来有望实行澳大利亚提货模式。如果该模式得以实行，将极大的改善中免公司市内免税店的经营环境，提高市内免税店的经营活力，充分发挥市内免税店的优势，比如由于市内免税店不受出境口岸营业面积的限制，通常数倍甚至数十倍于机场、口岸等免税店，可以形成大规模的以高档精品为主、品种齐全、装修豪华、设备完善、购物环境优良的免税购物商城，此外，游客的购物时间也相对比较充裕。从公司情况看，除三亚外，目前中免公司共有上海和北京两处市内免税店。我们预计，在新的提货模式下，公司除三亚以外的 2 个市内免税店有望大幅增加。

4.2.4 其他

中免公司在未来收购中出服市内免税店业务的可能性较大。虽然 2010 年 10 月 18 日，国资委网站发布公告，中国出国人员服务总公司（中出服）整体并入国药集团，成为其全资子公司。但我们认为国药集团看重的是其原料药贸易的相关业务，而并非其市内免税店业务，特别是中出服的市内免税店由于采购规模小、品种单一，经营情况较差。因此从整合效应看，中免公司丰富的品类和强大的采购能力恰好能够弥补中出服的不足，另外根据我们的调研，中免公司也非常看重中出服所拥有的出境人员归国后半年内可购买最高不超过 5000 元的牌照。根据中出服免税店网站的信息，目前中出服在国内共运营 6 家市内免税店，分别是北京店、上海店、大连店、河南店、山东店和浙江店。我们预计公司将积极争取对中出服市内免税店的收购，如果收购成功将极大的提升公司的收入。

4.3 有税业务：旅游零售有税业务稳步推进

旅游零售有税业务按步推进。虽然目前公司有税业务对营收的贡献不大，2009 年有税业务收入甚至较上年大幅减少，但从国际上看，向有税业务发展，实现免税业务的转型是国际免税业的发展趋势，因此这一块的潜力是很大的。而且从公司高层了解下来的情况，现在公司的有税业务这块按计划推进得很顺，很快，空间是很大的，未来有望贡献公司收入超过两亿。同时从目前的发展态势看，考虑到有税业务处于起步阶段，去年上市又得到充足的资金支持，因此我们预计未来三年其年均复合增长将超过 30%。

图 11 公司有税业务


资料来源：东方证券研究所

4.4 旅游投资：向旅游产业链中关键要素资源渗透

公司于 2010 年 5 月全额出资设立了子公司国旅（北京）投资发展有限公司，公司类型为有限责任公司（法人独资），注册资本 15000 万元，经营范围为项目投资、投资管理、投资咨询、物业管理。根据我们的调研，公司意在把国旅（北京）投资发展有限公司打造成未来向旅游产业链中其他关键要素资源渗透和发展的平台，比如收购景区资源或者进行旅游地产的开发，这将为公司在传统旅行社等业务的基础上开辟出新的利润增长点，最终使公司成为掌控多项关键要素资源的综合性旅游服务运营商和具有影响力的跨国旅游服务集成商。

5 盈利预测及估值

5.1 不考虑海南国人离岛免税政策的盈利预测

我们主要的盈利预测假设：

- 1) 公司旅游业务经历 2010 年的快速恢复性上涨之后，2011 年和 2012 年有望保持稳定增长。公司的免税业务基于其行业的龙头地位，同时积极拓展零售渠道，有望获得略高于行业的增速。
- 2) 公司旅游业务的毛利率在政策利好和行业整体规范的背景下，有望小幅上升。公司免税业务的毛利率我们预计在免税店产品品类调整（香化和精品增加、烟酒减少），公司加强与供应商的合作，同时增加对无资产关系的免税店的控股的背景下，将实现小幅提升。

3) 公司管理费用和销售费用 2010 年控制情况良好，虽然整体同比上升，但费用率较 2009 年小幅下降，考虑到公司经营的稳定性和营业收入的稳步增长，我们预计 2011 年和 2012 年公司的费用率有望继续小幅降低。

表 7 公司收入成本预测

	2009 年	2010E	2011E	2012E
营业收入				
入境游	837.41	1172.37	1524.09	1828.90
出境游	1439.05	3165.91	4115.68	4938.82
国内游	1168.47	1986.40	2582.32	3098.78
票务代理	141.05	193.24	222.22	255.56
免税业务	2219.62	2710.79	3269.27	3949.56
有税商品销售	64.85	88.82	125.79	180.97
其他	194.06	291.09	349.31	401.70
合计	6064.51	9608.62	12188.68	14654.30
营业收入增长率				
入境游	-22.78%	40.00%	30.00%	20.00%
出境游	1.26%	120.00%	30.00%	20.00%
国内游	22.81%	70.00%	30.00%	20.00%
票务代理	-18.73%	37.00%	15.00%	15.00%
免税业务	12.58%	22.13%	20.60%	20.81%
有税商品销售	-59.49%	36.96%	41.63%	43.87%
其他	244.38%	50.00%	20.00%	15.00%
合计	4.23%	58.44%	26.85%	20.23%
毛利率				
入境游	17.48%	17.00%	18.00%	18.00%
出境游	8.95%	8.50%	9.00%	9.00%
国内游	5.71%	5.80%	6.00%	6.00%
票务代理	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
免税业务	37.11%	36.13%	36.90%	37.23%
有税商品销售	38.36%	37.36%	37.98%	38.48%
其他	20.28%	18.50%	20.00%	20.00%
合计	22.33%	19.18%	19.25%	19.35%

营业成本

入境游	691.01	973.07	1249.75	1499.70
出境游	1310.20	2896.81	3745.27	4494.33
国内游	1101.81	1871.19	2427.38	2912.86
票务代理		0.00	0.00	0.00
免税业务	1395.93	1731.48	2062.81	2479.21
有税商品销售	39.97	55.64	78.01	111.33
其他	154.71	237.24	279.45	321.36
合计	4693.63	7765.43	9842.67	11818.78

资料来源：公司年报，东方证券研究所整理预测

在不考虑海南国人离岛免税政策的情况下，我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年三年每股收益分别为 0.52，0.63 和 0.81 元。

5.2 考虑海南国人离岛免税政策的盈利预测

对于海南国人离岛免税政策对公司 2011 年和 2012 年的业绩影响，我们作如下假设

1、时间：假设将在 2011 年 5 月 1 日实行。

2、三亚顾客基数：考虑到国人离岛免税政策出台后，离岛机票很可能将作为购买免税物品的凭证，因此这里我们以三亚凤凰机场客流量的一半作为计算顾客基础的标准（机场客流量包括进、离境人数之和）。2010 年三亚凤凰机场旅客吞吐量超过 900 万人次，2004 年至 2009 年三亚凤凰国际机场旅客吞吐量年均增幅超过 25%，以此增速估算 2011 年和 2012 年三亚凤凰机场旅客吞吐量分别为 1125 万人次和 1406 万人次，对应顾客基数为 563 万人次和 703 万人次。

3、进店率：根据日本冲绳岛和韩国济州岛免税店的相关数据，近几年日本冲绳岛的旅客约有 75% 进店购物，韩国济州岛据 2006 年的统计，从济州机场出境及离岛旅客约 30% 进店购物，同时考虑到中国居民随着人均收入的逐步提高，购物意愿，特别是对于奢侈品的购买意愿逐年增强，我们认为海南三亚将有至少 20% 的游客进店购物。

4、人均消费额：根据上证报报道，国人离岛购物的政策额度最终确定为 5000 元。同时根据 VISA 对亚洲各国旅游者在免税店的消费统计数据，中国消费者平均消费额为 333 美元（折合 2231 元人民币），我们保守估计在国人离岛免税政策下人均消费额为 2000 元。

表 8 亚洲各国旅游者免税店平均消费额

国别	平均消费额（美元）
韩国	358
中国	333
香港	224
马来西亚	195
印度	180

泰国	178
日本	164
澳大利亚	153
新加坡	153
新西兰	134
台湾	125
地区平均	212

资料来源：Visa 旅游调查，东方证券研究所

5、净利润率：参考公司免税业务 20%的净利润率水平，同时考虑到开店初期成本较高，我们预计 2011 年和 2012 年三亚市内免税店的净利润率分别为 15%和 17%。

基于以上假设，我们测得海南国人离岛免税政策一旦实施，将分别增加公司 2011 年和 2012 年免税品销售收入 15.01 亿元（施行 8 个月）和 28.12 亿元，新增净利润 2.25 亿元和 4.78 亿元，折合每股收益 0.26 元和 0.54 元，相对之前的业绩预测提升幅度为 41.27%和 66.67%。

同时，我们按不同人均消费额和进店率分别对公司 2011 年和 2012 年的每股收益的影响做了敏感性分析，从中可以发现，国人离岛免税政策对公司业绩的影响弹性是很大的，一旦超出预期，将会极大的提高公司的业绩。

表 9 2011 年不同人均消费额和进店率对公司每股收益影响的敏感性分析

		人 均 消 费 额							
		1000	1500	1800	2000	2500	3000	3500	5000
进 店 率	10%	0.06	0.10	0.12	0.13	0.16	0.19	0.22	0.32
	20%	0.13	0.19	0.23	0.26	0.32	0.38	0.45	0.64
	30%	0.19	0.29	0.35	0.38	0.48	0.58	0.67	0.96
	40%	0.26	0.38	0.46	0.51	0.64	0.77	0.90	1.28
	50%	0.32	0.48	0.58	0.64	0.80	0.96	1.12	1.60
	60%	0.38	0.58	0.69	0.77	0.96	1.15	1.34	1.92
	70%	0.45	0.67	0.81	0.90	1.12	1.34	1.57	2.24
	80%	0.51	0.77	0.92	1.02	1.28	1.54	1.79	2.56

资料来源：东方证券研究所预测

表 10 2012 年不同人均消费额和进店率对公司每股收益影响的敏感性分析

		人 均 消 费 额							
		1000	1500	1800	2000	2500	3000	3500	5000
进店率	10%	0.14	0.20	0.24	0.27	0.34	0.41	0.48	0.68
	20%	0.27	0.41	0.49	0.54	0.68	0.81	0.95	1.36
	30%	0.41	0.61	0.73	0.81	1.02	1.22	1.43	2.04
	40%	0.54	0.81	0.98	1.09	1.36	1.63	1.90	2.72
	50%	0.68	1.02	1.22	1.36	1.70	2.04	2.38	3.40
	60%	0.81	1.22	1.47	1.63	2.04	2.44	2.85	4.07
	70%	0.95	1.43	1.71	1.90	2.38	2.85	3.33	4.75
	80%	1.09	1.63	1.96	2.17	2.72	3.26	3.80	5.43

资料来源：东方证券研究所预测

5.3 估值

不考虑海南国人离岛免税政策，我们预计 2010-2012 年三年公司每股收益为 0.52、0.63 和 0.81 元，考虑海南国人离岛免税政策 2011 年开始实施，我们预计 2010-2012 年三年公司每股收益将分别为 0.52、0.89 和 1.35 元。考虑到国人离岛免税政策的实行只是时间问题，同时在 2011 年实施的可能性较大，基于包含政策的 2012 年每股收益 1.35 元，给予公司 30 倍的市盈率，目标价 40.5 元，首次给予公司买入评级。

6 风险因素

- 1、海南国人离岛免税政策实施时间低于预期。
- 2、海南引入外国免税业巨头，如 DFS，公司免税业务垄断性受到挑战。
- 3、国内遭受重大自然灾害或流行疫情导致旅游人数大幅下降。
- 4、人民币贬值，公司采购成本大幅上升。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4705	6342	7406	8667	营业收入	6065	9609	12189	14654
现金	3463	4446	4947	5695	营业成本	4694	7765	9843	11819
应收账款	459	851	1022	1213	营业税金及附加	50	77	100	119
其它应收款	63	129	151	177	营业费用	475	625	744	865
预付账款	124	154	202	263	管理费用	355	413	500	586
存货	592	761	1085	1318	财务费用	4	-3	-4	-11
其他	5	0	0	0	资产减值损失	10	10	9	10
非流动资产	794	833	862	888	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	165	168	168	168	投资净收益	71	52	60	61
固定资产	456	482	502	520	营业利润	548	773	1058	1328
无形资产	41	47	54	62	营业外收入	3	16	12	11
其他	133	136	138	138	营业外支出	1	3	3	2
资产总计	5499	7175	8269	9555	利润总额	550	787	1067	1336
流动负债	1477	2511	2854	3224	所得税	114	173	267	334
短期借款	195	369	336	300	净利润	436	614	800	1002
应付账款	664	1165	1476	1773	少数股东损益	124	159	244	292
其他	619	977	1042	1151	归属于母公司净利润	313	454	556	710
非流动负债	3	3	-1	-3	EBITDA	608	827	1118	1386
长期借款	0	-3	-6	-8	EPS (元)	0.36	0.52	0.63	0.81
其他	3	6	5	4	主要财务比率				
负债合计	1481	2514	2853	3221	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	314	473	717	1010	成长能力				
股本	880	880	880	880	营业收入	4.2%	58.4%	26.9%	20.2%
资本公积	2399	2399	2399	2399	营业利润	31.7%	41.1%	36.7%	25.6%
留存收益	454	908	1419	2045	净利润	41.4%	45.3%	22.3%	27.7%
归属母公司股东权益合计	3705	4188	4698	5324	获利能力				
负债和股东权益	5499	7175	8269	9555	毛利率	22.6%	19.2%	19.2%	19.3%
现金流量表					净利率	5.2%	4.7%	4.6%	4.8%
单位:百万元					ROE	8.4%	10.9%	11.8%	13.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	104.5%	197.9%	183.0%	183.5%
经营活动现金流	162	803	640	892	偿债能力				
净利润	436	614	800	1002	资产负债率	26.9%	35.0%	34.5%	33.7%
折旧摊销	56	57	65	70	净负债比率				
财务费用	4	-3	-4	-11	流动比率	3.18	2.53	2.59	2.69
投资损失	-71	-52	-60	-61	速动比率	2.78	2.22	2.21	2.27
营运资金变动	-287	145	-183	-127	营运能力				
其它	23	43	22	19	总资产周转率	1.42	1.52	1.58	1.64
投资活动现金流	162	-35	-36	-36	应收账款周转率	12	14	13	13
资本支出	87	66	66	69					

长期投资	-18	0	2	-0	应付账款周转率	7.08	8.49	7.45	7.27
其他	231	31	31	33	每股指标（元）				
筹资活动现金流	2207	215	-103	-107	每股收益	0.36	0.52	0.63	0.81
短期借款	-250	174	-33	-36	每股经营现金流	0.18	0.91	0.73	1.01
长期借款	-0	-3	-3	-2	每股净资产	4.21	4.76	5.34	6.05
普通股增加	220	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	2277	0	0	0	P/E	55.80	38.40	31.39	24.59
其他	-39	44	-67	-69	P/B	4.71	4.17	3.71	3.28
现金净增加额	2331	983	501	748	EV/EBITDA	23	17	13	10

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn