

取得土地使用权，国际免税城项目正式启航

评级：

买入-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

35.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 30.00 元

现价（2011 年 10 月 31 日）： 28.00 元

报告日期：

2011-11-01

报告关键点：

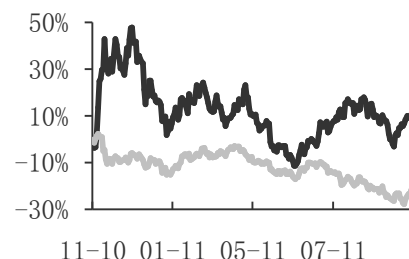
- 预计海南国际免税城项目年底开工建设
- 三亚旅游市场进入旺季，经营有望继续超预期
- 免税政策逐步放行的最大受益者

报告摘要：

- 事件：成功竞得海棠湾40号开发单元A8-04地块。10月31日，中国国旅公告称，其全资子公司国旅(三亚)投资发展有限公司以挂牌方式竞得“三亚市海棠湾40号开发单元A8-04地块”土地使用权，并与三亚市国土环境资源局签订《挂牌出让成交确认书》，成交价为人民币9.2亿元，土地面积290亩。
- 预计海南国际免税城项目年底开工建设。根据海棠湾管委会之前公布的规划，此次国旅竞得的290亩地为“海棠湾国际免税城一期项目”用地。该地块目前已经完成“七通一平”，预计土地交割后即可开工建设。
- 海南国际免税城项目具有良好的盈利前景。海棠湾海南国际免税城项目是在三亚积极推进国际旅游岛建设大背景下，国旅集团出资50亿打造的一个以免税为主题，融娱乐、休闲、购物为一体，包括酒店、商业等多种产品于一身的综合性旅游项目。我们认为上市公司将参与项目，后期有效弥补三亚首个免税店体量小、接待容量有限的缺陷。
- 三亚旅游市场进入旺季，免税店经营有望超出预期。目前，三亚免税店的商品供应和上架频次改善显著，但仍有较大的提升空间。我们认为经营层面的问题最终会得到解决，这有助于提升三亚免税店的人均消费和客流转化率。四季度和明年一季度为三亚旅游市场旺季，三亚免税店的经营有望再次超出预期。
- 给予“买入-A”的投资评级，调高6个月目标价35元。我们预计公司2011~2013年EPS分别为0.82元、1.17元、1.49元，当前股价对应动态市盈率为34、24、19倍。作为国内唯一可在全国范围经营免税业务的运营商，中国国旅依托政策壁垒实现垄断经营，具有长期可持续竞争优势。作为免税政策逐步放行最大的受益者，我们认为给予公司基于2012年业绩30倍PE，6个月目标价35元。
- 风险提示：海棠湾项目建设进度低于预期、免税政策风险

总市值(百万元)	24,640.00
流通市值(百万元)	6,160.00
总股本(百万股)	880.00
流通股本(百万股)	220.00
12个月最低/最高	21.31/37.50 元
十大流通股东(%)	29.46%
股东户数	22,477

12个月股价表现



11-10 01-11 05-11 07-11

— 中国国旅 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.38	14.80	36.05
绝对收益	13.79	5.32	13.66

赵志成

 021-68765859
执业证书编号

首席行业分析师

 zhaozc@essence.com.cn
S1450511020029

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,064.5	9,607.6	12,385.7	15,331.0	17,059.9
Growth(%)	4.2%	58.4%	28.9%	23.8%	11.3%
净利润	312.8	409.5	724.7	1,032.0	1,314.4
Growth(%)	41.4%	30.9%	77.0%	42.4%	27.4%
毛利率(%)	22.6%	18.9%	22.2%	23.9%	24.6%
净利润率(%)	5.2%	4.3%	5.9%	6.7%	7.7%
每股收益(元)	0.36	0.47	0.82	1.17	1.49
每股净资产(元)	4.57	5.13	6.27	7.84	9.83
市盈率	78.8	60.2	34.0	23.9	18.7
市净率	6.1	5.5	4.5	3.6	2.8
净资产收益率(%)	10.9%	12.3%	18.0%	20.6%	20.9%
ROIC(%)	118.3%	80.4%	132.3%	69.9%	71.3%
EV/EBITDA	36.5	29.3	16.5	11.3	8.5
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

报告联系人

董云翔

 021-68762890
dongyx2@essence.com.cn

前期研究成果

中国国旅：短期经营乏力，静待股价催化剂出现

2011-05-24

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011/11/1		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	4.2%	58.4%	28.9%	23.8%	11.3%
减: 营业成本	6,064.5	9,607.6	12,385.7	15,331.0	17,059.9	营业利润增长率	31.7%	29.5%	79.8%	42.4%	27.4%
营业税费	4693.6	7,796.3	9,633.8	11,670.9	12,870.0	净利润增长率	41.4%	30.9%	77.0%	42.4%	27.4%
销售费用	49.6	70.1	99.1	122.6	136.5	EBITDA 增长率	28.6%	22.7%	81.4%	42.1%	26.2%
管理费用	474.8	685.3	891.8	1,103.8	1,194.2	EBIT 增长率	30.4%	22.8%	81.3%	43.5%	27.1%
财务费用	354.8	467.5	644.1	797.2	767.7	NOPLAT 增长率	29.5%	18.7%	83.3%	43.5%	27.1%
资产减值损失	4.4	-31.5	-46.7	-53.1	-72.3	投资资本增长率	74.7%	11.5%	171.6%	24.6%	9.6%
加: 公允价值变动收益	10.3	-0.8	-6.1	-	-	净资产增长率	255.3%	12.3%	22.3%	25.0%	25.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	71.0	89.0	106.5	127.8	150.8						
加: 营业外净收支	548.1	709.8	1,276.2	1,817.4	2,314.7	利润率					
利润总额	1.7	5.2	-	-	-	毛利率	22.6%	18.9%	22.2%	23.9%	24.6%
减: 所得税	549.8	715.0	1,276.2	1,817.4	2,314.7	营业利润率	9.0%	7.4%	10.3%	11.9%	13.6%
净利润	113.5	160.3	280.8	399.8	509.2	净利润率	5.2%	4.3%	5.9%	6.7%	7.7%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	9.7%	7.5%	10.6%	12.2%	13.8%
货币资金	3,463.2	3,784.4	3,619.7	4,487.6	5,972.6	EBIT/营业收入	9.1%	7.1%	9.9%	11.5%	13.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	运营效率					
应收账款	521.9	859.6	1,153.7	1,428.1	1,589.1	固定资产周转天数	27	19	29	38	39
应收票据	-	0.7	-	-	-	流动营业资本周转天数	-10	-2	2	7	9
预付账款	124.1	240.6	336.9	453.6	582.3	流动资产周转天数	207	191	172	167	187
存货	591.5	589.7	1,187.7	1,438.9	1,586.7	应收账款周转天数	29	22	26	27	28
其他流动资产	4.6	7.3	49.0	93.2	119.1	存货周转天数	33	22	26	31	32
可供出售金融资产	1.7	1.2	1.7	1.7	1.7	总资产周转天数	253	224	213	213	233
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	30	26	39	52	54
长期股权投资	164.5	167.8	164.5	164.5	164.5	投资回报率					
投资性房地产	10.2	32.4	10.2	10.2	10.2	ROE	10.9%	12.3%	18.0%	20.6%	20.9%
固定资产	455.8	544.3	1,462.4	1,759.9	1,907.5	ROA	7.9%	8.6%	12.2%	14.2%	14.9%
在建工程	-	5.9	3.0	1.5	0.7	ROIC	118.3%	80.4%	132.3%	69.9%	71.3%
无形资产	40.9	48.0	46.8	45.7	44.5	费用率					
其他非流动资产	120.9	199.7	126.0	126.0	126.0	销售费用率	7.8%	7.1%	7.2%	7.2%	7.0%
资产总额	5,499.4	6,481.7	8,161.7	10,010.9	12,105.1	管理费用率	5.9%	4.9%	5.2%	5.2%	4.5%
短期债务	195.0	187.4	166.4	140.4	105.7	财务费用率	0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.4%
应付账款	856.8	1,108.6	1,900.4	2,302.2	2,538.7	三费/营业收入	13.8%	11.7%	12.0%	12.1%	11.1%
应付票据	-	-	-	-	-	偿债能力					
其他流动负债	421.0	664.0	772.6	945.5	1,141.9	资产负债率	26.9%	30.4%	32.4%	31.1%	28.5%
长期借款	-	-	-	-	-	负债权益比	36.8%	43.7%	47.9%	45.2%	39.9%
其他非流动负债	3.1	3.7	-27.1	-56.5	-73.8	流动比率	3.18	2.79	2.38	2.49	2.79
负债总额	1,480.5	1,969.9	2,644.5	3,114.7	3,452.6	速动比率	2.78	2.49	1.93	2.04	2.34
少数股东权益	313.6	408.6	652.2	999.3	1,441.2	利息保障倍数	125.46	-21.55	-26.34	-33.20	-31.01
股本	880.0	880.0	880.0	880.0	880.0	分红指标					
留存收益	2,853.1	3,259.7	3,984.9	5,016.9	6,331.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
股东权益	4,018.8	4,511.9	5,517.1	6,896.1	8,652.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	436.3	554.7	724.7	1,032.0	1,314.4	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	55.5	86.5	86.1	105.1	117.6	EPS(元)	0.36	0.47	0.82	1.17	1.49
资产减值准备	10.3	-0.8	-6.1	-	-	BVPS(元)	4.57	5.13	6.27	7.84	9.83
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	78.8	60.2	34.0	23.9	18.7
财务费用	31.3	14.7	-21.8	-46.7	-53.1	PB(X)	6.1	5.5	4.5	3.6	2.8
投资收益	-71.0	-89.0	-106.5	-127.8	-150.8	P/FCF	-111.9	75.3	-45.6	47.3	23.6
少数股东损益	123.5	145.2	270.8	385.6	491.1	P/S	4.1	2.6	2.0	1.6	1.4
营运资金的变动	-275.2	-73.5	-107.8	-170.6	-65.1	EV/EBITDA	36.5	29.3	16.5	11.3	8.5
经营活动产生现金流量	161.5	453.8	814.4	1,171.2	1,634.8	CAGR(%)	48.1%	48.2%	27.4%	-100.0%	-100.0%
投资活动产生现金流量	-39.3	-85.0	-890.7	-272.2	-112.5	PEG	1.6	1.2	1.2	-0.2	-0.2
融资活动产生现金流量	2,207.1	-78.0	26.1	27.1	37.7	ROIC/WACC	11.9	8.1	13.3	7.0	7.2
						REP	2.8	3.6	0.8	1.2	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。7 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

赵志成声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034