

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: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

苏超

联系人
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

海口离岛免税店开业符合预期，短期冲击有限

事件

根据今日晚间《中国新闻网》的报道，海南副省长谭力在 12 月 19 日举行的海南离岛免税政策试点全面实施新闻通报会上透露，海口免税店已筹备完毕，19 日通过国家有关部门的运营验收，将于 12 月 21 日正式开业。

海口离岛免税店设在海口美兰机场，根据海南省免税品有限公司(以下简称“海免公司”)董事长杜伟介绍，海口免税店现配备有 13 大类 1.6 万件货物，价值 5000 万元人民币，以香水和化妆品类为主。海口免税店的商品价格不高于香港同类货品的价格，与三亚免税店价格基本一致。公司正在谋划扩大在机场的经营面积，并论证在海口市内重新择址的可行性。同时，谭力副省长在访问中提及(<http://www.chinanews.com/cj/2011/12-19/3543343.shtml>)，离岛免税政策试点运行一段时间后，海南将梳理、总结政策实施情况，结合国际旅游岛建设进程和需求，向国家适时提出政策调整建议，使政策更加有吸引力、竞争力，发挥更大效应，并强调未来只有海免公司有资格在海南岛开设新的免税店。对此，我们认为：

评论

海口离岛免税点 12 月开业及主打香化品类均符合预期：我们在 11 月 21 日的中国国旅调研简报(详见报告《政策调整有空间，三亚店增长有望超预期》)中明确指出，根据美兰机场离岛免税点的准备情况，预计海口店于 12 月正式开业将是大概率事件，并鉴于机场店的营业面积、柜台设置以及目前国内机场允许提前进入隔离区的时间，海口离岛免税点将主打以香化为主的标准化商品。此次新闻稿中提及之有关开业时间和以香水、化妆品为主的品类的内容均完全符合我们此前的预期。

海口店短期对中免三亚市内免税店冲击有限：目前开业的美兰机场离岛免税店营业面积仅为 2150 平米，商品品类也以香化等标准化商品为主，且游客购物时间有限，在进入海南旅游旺季，海口店的销售不仅受到品类单价(相对较低)的影响，还会受到结算排队时间的限制，同时鉴于三亚市内免税店近期经营发展情况来看，单价较高的品牌类商品呈现出明显的上升趋势。因此，我们认为，海口店开业短期内对中免三亚市内免税店的影响有限，而且，不排除中免成为海口免税店供应商的可能。

海口机场店未来扩张可挤压 DFS 有税商业面积，市内重新选址尚需时日：新闻中，海免公司董事长杜伟表示，公司正谋划扩大机场的经营面积。根据我们此前的调研情况看，较具可行性的方案是与目前国内出发厅隔离区内经营有税业务的 DFS 进行协商，调整有税-离岛免税业务的经营面积，但这还需视目前租约的到期时间以及 DFS 的态度。而有关市内重新选址的说法与此前媒体报道之海航日月广场建设免税店的说法不谋而合，但我们认为，鉴于海口机场店刚刚开业运营，有关调整还尚需时日。

离岛免税政策有望调整符合预期，然海免独占新开店资格值得商榷：正如我们此前所分析的，目前消费者对于试点阶段离岛免税政策之“限金额、限件数、限次数、限品类、行邮税过高”等问题存在较多争议，卫生部、质检部门的配套措施也没有同步调整。因此，未来离岛免税政策在运行一段时间后，海南根据政策实施情况向国务院申请调整符合我们的预期。但所提及的“未来只有海免公司有资格在全岛开设新店”，对此，我们认为十分值得商榷，按照现有的资质定性应不会出现这样的情形，还需对有关内容进一步了解和他分析，其中不排除记者误读的可能。

旺季推高三亚市内免税店销售额，小幅上调国旅盈利预测：有关新闻报道，截止 11 月 30 日，中免三亚市内免税店累计实现销售额 8 亿元，据此测算，10、11 月份两月的销售在 3 亿元左右。由于 11 月中旬已进入海南旅游旺季，较往年略有提前，正如我们此前调研报告中分析的，高单价商品销售的整体走强推高三亚市内免税店的整体销售。据此，我们小幅上调 2011~2013 年盈利预测。

投资建议

综上所述，我们上调 2011~2013 年每股盈利预测分别至 0.751 元、1.09 元和 1.376 元，按照 12 月 19 日最新股价 28.18 元计算动态市盈率分别为 37.55 倍、25.85 倍、20.47 倍。考虑到未来 12 个月的周期存在政策调整、资本运作或经营扩张(如竞标境外机场免税店资格)等事件发生的可能性，我们维持“买入”评级。鉴于此次新闻中提及未来仅有海免公司具有在海南新开离岛免税店的资格，可能会引发市场对于中免在海南未来竞争态势的担忧，进而短期冲击股价，但我们仍建议重点关注市场调整过程中合理成本配置的投资机会。

图表1：盈利预测详表

百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011H	2011F	2012F	2013F
营业总收入	4,854.8	5,966.7	5,818.6	6,064.5	9,607.6	5,051.8	12,038.6	14,494.7	16,759.3
旅游服务	3,530.4	4,245.7	3,665.6	3,747.2	6,716.3	3,233.5	7,718.5	8,990.2	10,356.4
商品销售	1,215.8	1,704.0	2,131.7	2,284.5	2,832.8	1,778.5	4,215.0	5,367.8	6,231.9
其他业务	0.0	0.0	21.4	32.8	58.4	39.8	105.2	136.8	171.0
营业总成本									
营业成本	3,943.4	4,848.3	4,566.8	4,693.6	7,796.3	3,943.8	9,489.4	11,268.9	12,999.5
旅游服务			3,127.0	3,248.9	5,945.9	2,859.1	6,873.8	7,979.0	9,197.8
商品销售			1,431.7	1,435.9	1,826.6	1,073.4	2,574.6	3,235.2	3,729.9
其他业务	0.0	0.0	8.1	8.8	23.7	11.4	41.0	54.7	71.8
毛利	911.4	1,118.5	1,251.9	1,370.9	1,811.3	1,108.0	2,549.2	3,225.8	3,759.8
旅游服务			538.6	498.3	770.4	374.4	844.7	1,011.1	1,158.6
商品销售			700.0	848.6	1,006.2	705.1	1,640.4	2,132.6	2,502.0
其他业务	0.0	0.0	13.2	24.0	34.7	28.5	64.2	82.1	99.2
毛利率	18.77%	18.74%	21.52%	22.60%	18.85%	21.93%	21.18%	22.26%	22.43%
旅游服务			14.69%	13.30%	11.47%	11.58%	10.94%	11.25%	11.19%
商品销售			32.84%	37.15%	35.52%	39.65%	38.92%	39.73%	40.15%
其他业务			61.96%	73.11%	59.41%	71.48%	61.00%	60.00%	58.00%
营业税金及附加	38.6	45.8	48.3	49.6	70.1	41.3	101.1	121.8	140.8
主营业务税金及附加比率	0.79%	0.77%	0.83%	0.82%	0.73%	0.82%	0.84%	0.84%	0.84%
主营业务利润	872.8	1,072.7	1,203.6	1,321.3	1,741.2	1,066.7	2,448.1	3,104.1	3,619.0
销售费用	335.9	385.1	470.5	474.8	685.3	371.1	866.8	1,000.1	1,087.7
销售费用率	6.92%	6.45%	8.09%	7.83%	7.13%	7.35%	7.20%	6.90%	6.49%
管理费用	281.6	317.8	358.5	354.8	467.5	254.1	650.1	754.2	821.2
管理费用率	5.80%	5.33%	6.16%	5.85%	4.87%	5.03%	5.40%	5.20%	4.90%
财务费用	23.1	8.8	7.5	4.4	-31.5	-11.8	-35.00	-31.00	-30.00
资产减值准备	2.8	13.3	7.0	10.3	-0.8	-0.5	1.0	1.0	1.0
投资收益	21.2	28.9	56.1	71.0	89.0	49.7	96.0	118.0	146.0
营业利润	250.7	376.6	416.2	548.1	709.78	503.52	1,061.2	1,497.8	1,885.1
营业外收入净额	5.1	25.4	13.3	1.7	5.2	1.6	3.0	3.0	3.0
利润总额	255.7	402.1	429.4	549.8	715.0	505.1	1,064.2	1,500.8	1,888.1
所得税	82.5	135.1	96.6	113.529	160.3	99.8	244.8	345.2	434.3
实际所得税率	32.26%	33.60%	22.49%	20.65%	22.42%	19.76%	23.00%	23.00%	23.00%
净利润	173.3	267.0	332.8	436.3	554.7	405.3	819.5	1,155.6	1,453.9
减：少数股东损益	31.5	49.5	111.6	123.5	145.2	74.7	159.0	196.3	242.6
少数股东损益比例	18.16%	18.55%	33.53%	28.31%	26.17%	18.42%	19.40%	16.99%	16.69%
归属于母公司所有者的净利润	141.8	217.4	221.2	312.8	409.5	330.7	660.5	959.3	1,211.3
增长		53.35%	1.74%	41.37%	30.94%	44.87%	61.28%	45.24%	26.27%
净利润率	2.92%	3.64%	3.80%	5.16%	4.26%	6.55%	5.49%	6.62%	7.23%
每股收益				0.355	0.465	0.376	0.751	1.090	1.376

来源：国金证券研究所

图表2：三张报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	5,819	6,065	9,608	12,039	14,495	16,759
增长率		4.2%	58.4%	25.3%	20.4%	15.6%
主营业务成本	-4,567	-4,694	-7,796	-9,489	-11,269	-13,000
% 销售收入	78.5%	77.4%	81.1%	78.8%	77.7%	77.6%
毛利	1,252	1,371	1,811	2,549	3,226	3,760
% 销售收入	21.5%	22.6%	18.9%	21.2%	22.3%	22.4%
营业税金及附加	-48	-50	-70	-101	-122	-141
% 销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-471	-475	-685	-867	-1,000	-1,088
% 销售收入	8.1%	7.8%	7.1%	7.2%	6.9%	6.5%
管理费用	-358	-355	-467	-650	-754	-821
% 销售收入	6.2%	5.9%	4.9%	5.4%	5.2%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	375	492	588	931	1,350	1,710
% 销售收入	6.4%	8.1%	6.1%	7.7%	9.3%	10.2%
财务费用	-8	-4	31	35	31	30
% 销售收入	0.1%	0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-7	-10	1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	56	71	89	96	118	146
% 税前利润	13.1%	12.9%	12.5%	9.0%	7.9%	7.7%
营业利润	416	548	710	1,061	1,498	1,885
营业利润率	7.2%	9.0%	7.4%	8.8%	10.3%	11.2%
营业外收支	13	2	5	3	3	3
税前利润	429	550	715	1,064	1,501	1,888
利润率	7.4%	9.1%	7.4%	8.8%	10.4%	11.3%
所得税	-97	-114	-160	-245	-345	-434
所得税率	22.5%	20.6%	22.4%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	333	436	555	819	1,156	1,454
少数股东损益	112	123	145	159	196	243
归属于母公司的净利润	221	313	410	660	959	1,211
净利率	3.8%	5.2%	4.3%	5.5%	6.6%	7.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	333	436	555	819	1,156	1,454
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	63	66	86	84	119	154
非经营收益	-38	-54	-119	-77	-113	-146
营运资金变动	-168	-287	-71	-528	-67	-181
经营活动现金净流	189	162	451	300	1,094	1,281
资本开支	-49	-75	-168	-439	-546	-482
投资	-7	-18	-23	-126	-250	-230
其他	29	53	106	96	118	146
投资活动现金净流	-26	-39	-85	-469	-678	-566
股权募资	360	2,558	50	-25	0	0
债权募资	-24	-249	-9	150	-255	-76
其他	-484	-101	-122	0	-101	-266
筹资活动现金净流	-148	2,208	-82	125	-356	-342
现金净流量	16	2,331	285	-44	60	373

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,120	3,463	3,784	3,740	3,800	4,173
应收款项	591	522	860	1,550	1,628	1,708
存货	488	592	590	832	957	1,068
其他流动资产	71	129	248	666	689	756
流动资产	2,270	4,705	5,482	6,788	7,075	7,705
% 总资产	75.2%	85.6%	84.6%	82.2%	76.7%	74.0%
长期投资	155	176	201	327	577	807
固定资产	454	456	550	971	1,387	1,717
% 总资产	15.0%	8.3%	8.5%	11.8%	15.0%	16.5%
无形资产	48	91	171	109	113	115
非流动资产	750	794	999	1,469	2,153	2,713
% 总资产	24.8%	14.4%	15.4%	17.8%	23.3%	26.0%
资产总计	3,020	5,499	6,482	8,257	9,227	10,418
短期借款	450	195	187	335	78	0
应付款项	1,294	1,178	1,611	2,426	2,570	2,640
其他流动负债	139	104	168	258	449	368
流动负债	1,883	1,477	1,966	3,019	3,097	3,008
长期贷款	0	0	0	0	2	4
其他长期负债	6	3	4	3	3	3
负债	1,889	1,481	1,970	3,023	3,102	3,015
普通股股东权益	893	3,705	4,103	4,667	5,361	6,397
少数股东权益	238	314	409	568	764	1,006
负债股东权益合计	3,020	5,499	6,482	8,257	9,227	10,418

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.335	0.355	0.465	0.751	1.090	1.376
每股净资产	1.354	4.211	4.663	5.304	6.092	7.270
每股经营现金净流	0.287	0.184	0.516	0.340	1.243	1.455
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.100	0.300	0.200
回报率						
净资产收益率	24.76%	8.44%	9.98%	14.15%	17.89%	18.93%
总资产收益率	7.32%	5.69%	6.32%	8.00%	10.40%	11.63%
投入资本收益率	18.36%	9.26%	9.71%	12.87%	16.75%	17.78%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.48%	4.23%	58.42%	25.30%	20.40%	15.62%
EBIT增长率	1.30%	31.26%	19.68%	58.25%	44.94%	26.70%
净利润增长率	1.74%	41.37%	30.94%	61.28%	45.24%	26.27%
总资产增长率	29.29%	82.08%	17.86%	27.39%	11.75%	12.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.6	29.2	22.7	38.0	33.0	30.0
存货周转天数	31.5	42.0	27.7	32.0	31.0	30.0
应付账款周转天数	53.4	51.5	34.6	44.0	39.0	35.0
固定资产周转天数	27.8	27.4	20.7	23.5	27.0	27.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-59.24%	-81.32%	-79.72%	-65.05%	-60.73%	-56.31%
EBIT利息保障倍数	49.8	111.7	-18.7	-26.6	-43.5	-57.0
资产负债率	62.55%	26.92%	30.39%	36.60%	33.62%	28.94%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-11-10	买入	31.05	40.00 ~ 45.00
2	2010-11-16	买入	32.75	40.00 ~ 45.00
3	2010-12-24	买入	32.67	N/A
4	2011-08-28	买入	27.79	39.00 ~ 41.00
5	2011-11-01	买入	28.06	N/A
6	2011-11-01	买入	28.06	N/A
7	2011-11-16	买入	26.92	N/A
8	2011-11-22	买入	28.47	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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B