

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

政策误读引发股价超跌，基本面提供有力支撑

事件

今日，中国国旅(601888.SH)在沪深两地市场整体企稳的情况下大跌 5.86%，报收于 26.53 元，为近半年以来最大单日跌幅。这一方面与昨日媒体报道海口美兰机场离岛免税店将于 12 月 21 日正式营业，目前中免独家经营海南离岛免税市场的格局为之打破，我们认为，更为关键的原因是，有关媒体报道谭力副省长在访谈中强调，未来只有海免公司有资格在海南岛开设新的免税店，进而引发市场对于中免未来在海南离岛免税购物市场发展空间不断被挤压的严重担忧，导致今日的跌幅明显放大。对此，我们认为：

评论

海免公司所获免税品经营牌照是为区域性(海南省内)离岛免税经营特许权，无碍中免以其全国性免税品经营牌照申请开设新店：根据 11 月 7 日财政部发布的文件，财政部会同商务部、海关总署、国家税务总局审查通过了由海南省属国有独资企业出资成立海南省免税品有限公司的组建方案和公司章程，允许海南省免税品有限公司在海南省范围内开展经营国家批准的离岛免税品、建设免税店等相关业务。从此文件表述可以看出，海免公司所获牌照为海南省内离岛免税品经营特许权。而与此同时，中免集团拥有目前国内唯一一张全国性免税品经营牌照，在国家有关部门没有授予其他公司排他性区域免税品经营牌照的情况下，中免可以在包括海南在内任何一个区域按照国家有关规定申请设立免税店、经营免税业务。

《海南离岛免税购物点管理暂行办法》即将出台，将就离岛免税市场参与主体资质提出要求而非限定海免一家：根据此次新闻通报会的内容，国家财政部关于《海南离岛免税购物店管理暂行办法》已印发，按照此前的有关报道，《暂行办法》将专门就离岛免税店的特许经营费、选点布局、组织形式、主体资格确认、违法违规惩处等进行明确规定，离岛免税运营商需要符合免税品经营牌照、国有绝对控股、经营面积符合要求等硬性条件。如果未来海免公司一家能够开设新店，只需要在《暂行办法》中明确限定即可，而据我们了解，有关文件中并无这样的表述。而且，据我们了解，由于海口店开业筹备时间较为紧张，中免亦是海口离岛免税店的重要供应商之一，在此情况下，假如果真如新闻所述将中免排除在海南离岛免税新增市场格局以外，这意味着双方失去合作的良好氛围。

试点期间只有三亚、海口两家离岛免税店，新设免税店需待试点期限结束：据《海南在线》早先的一篇报道(<http://finance.hainan.net/financehot/tjnews/2011/11/10/287836.shtml>)，海南省财政厅程瑗处长在接受采访时表示，目前离岛免税政策处于试点期间，国家已明确离岛免税店在海口、三亚各建一家，但试点期限尚未明确，这与我们此前的分析判断完全一致。这将意味着，新设离岛免税店还有待试点期限结束后方能推进，试点期限需要在依据试点阶段的经营情况以及消费者普遍反映的问题对政策调整到位后才予以结束，而根据以往经验，此类政策调整往往需要 2~3 年的时间。因此，海口、三亚各一家离岛免税店的市场格局可能需要维持较长的时间。

公司估值已具安全边际，自身基本面提供有力支撑：在经过今日的大跌后，国旅 2012 年动态市盈率已跌至 24 倍，而与此相对应的是明年 45% 以上的业绩增长。而且，中免明年在免税店海外扩张、入境免税店获批、市内免税店等多个领域均有望获得重大突破，这将进一步打开公司长期发展空间，为强化国内免税品市场中的优势地位奠定坚实基础。种种迹象表明，未来只有海免公司有资格在海南岛开设新的免税店，实为记者的误读，由此引发的股价下跌将在有关信息明朗化后迅速得到修复。

投资建议

据此，我们维持 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 20 日最新股价 26.53 元计算，动态市盈率分别为 35.35 倍、34.34 倍和 19.27 倍。考虑到未来 12 个月的时间存在政策调整、资本运作或经营扩张(如竞标境外机场免税店资格)等事件催化剂，我们继续维持对公司的“买入”评级。对于此次因媒体报道未来仅有海免公司具有在海南新开离岛免税店的资格，进而引发市场对于中免在海南未来竞争态势之担忧而导致的股价下跌，我们认为，将成为以较低成本配置中国国旅的有利时机。

图表1：中国国旅盈利预测详表

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：中国国旅三张报表摘要
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