

中国国旅 601888.SH

春节期间海外奢侈品销售创新高

事件：

环球网 2 月 2 日消息，世界奢侈品协会 2 月 1 日发布最新数据显示，春节期间，中国人在境外奢侈品消费累计达 72 亿美元，同比增长 28.57%，远高于年前预期的 57 亿美元，创下历史新高。

http://news.ifeng.com/opinion/economics/detail_2012_02/03/12268531_0_s.html

研究结论：

- **境外消费超预期，“离岛免税”政策放松预期进一步增强。**1 月份国人海外奢侈品消费 72 亿美元，同比增长 28.57%；与此相比，同期中国内地奢侈品消费总额仅 17.5 亿美元，远少于境外奢侈品消费额。我们吃惊于国人强大购买力的同时，也为大部分消费的海外流失感到惋惜。我们认为，免税业作为“十二五”期间引回国人境外消费的有效手段之一，出台相关支持政策的预期进一步增强，包括：入境店获批、国人免税 5000 元额度提高、销售限件数放开、单件 5000 元以上商品采用合理自用原则免税等。其中，我们认为放开购物额度限制的可能性相对较大；假设额度从 5000 元提高至 10000 元，人均消费有望大幅上升，预计市场空间将扩大 1 倍以上，此前 5000 元以上商品销售占比不足 5% 的尴尬情况将得到有效改善。
- **春节期间三亚免税店日销售额创新高，海口店分流有限。**黄金周期间，三亚免税店进店游客近 13 万人，成交 5 万多笔，销售金额近 7000 万元；1 月 25 日三亚免税店游客达到 21000 人次，实现销售额 1290 万元，创下了免税店运营以来日销售金额的最高记录。同一时期，海口免税店进店游客超过 11 万人，成交 1.4 万多笔，销售金额近 1200 多万元。海口免税店的销售额仅占到三亚店的五分之一，分流作用有限，符合我们之前的预期。
- **维持公司“买入”评级。**我们分析认为，虽然春节期间三亚免税店销售额再创新高，但与期间国人的海外奢侈品消费相比，还是显得微不足道，预计约为海外消费的 0.5%，只要一小部分境外消费回流到国内，就可以使中国免税业规模翻番，发展潜力巨大。维持对公司 11-13 年每股收益分别为 0.80 元、1.23 元和 1.60 元的预测，目标价 36.9 元。
- **风险因素：**三亚免税店经营情况低于预期



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨春燕

8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

联系人

吴繁

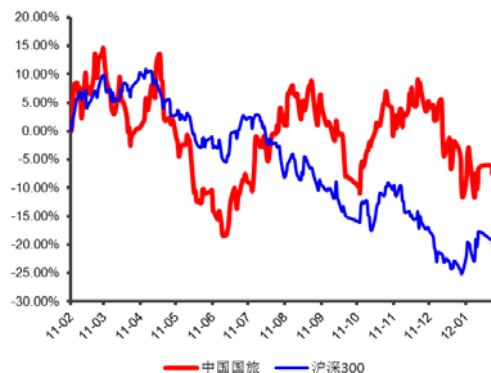
8621-63325888 × 5010

wufan@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 2 月 3 日)	24.89 元
目标价格	36.90 元
总股本/A 股 (亿股)	8.80
A 股市值 (亿元)	220.88
国家/地区	中国
行业	旅游
报告发布日期	2012 年 2 月 6 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	9608	13466	17025	21007	
同比(%)	58%	40%	26%	23%	
归属母公司净利润	555	935	1444	1884	
同比(%)	31%	72%	53%	30%	
毛利率(%)	18.9%	20.1%	21.3%	21.7%	
ROE(%)	10.0%	14.8%	18.7%	20.1%	
每股收益(元)	0.47	0.80	1.23	1.60	
P/E (倍)	53.94	31.27	20.49	15.70	
P/B (倍)	5.38	4.64	3.83	3.15	

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。

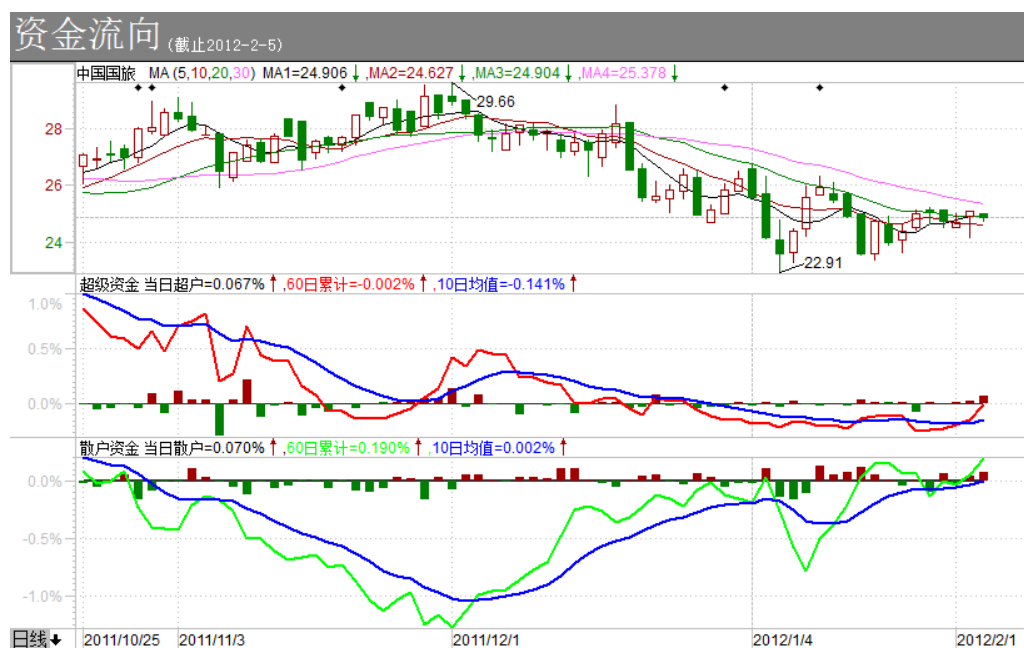
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5482	7053	8981	11246	营业收入	9608	13466	17025	21007
现金	3784	5335	6089	7980	营业成本	7796	10765	13405	16454
应收账款	738	685	1162	1367	营业税金及附加	70	105	132	160
其它应收款	121	103	185	211	营业费用	685	835	1004	1197
预付账款	241	206	341	414	管理费用	467	606	664	798
存货	590	724	1205	1276	财务费用	-31	-17	-26	-34
其他	8	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	999	1023	1160	1280	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	168	169	170	169	投资净收益	89	72	77	79
固定资产	544	605	688	774	营业利润	710	1245	1923	2510
无形资产	48	31	30	28	营业外收入	7	4	4	4
其他	239	218	274	309	营业外支出	2	3	2	2
资产总计	6482	8076	10141	12527	利润总额	715	1246	1925	2512
流动负债	1966	2679	3370	4033	所得税	160	312	481	628
短期借款	187	127	170	162	净利润	555	935	1444	1884
应付账款	816	1615	2011	2468	少数股东损益	145	228	366	477
其他	963	937	1189	1404	归属于母公司净	410	706	1078	1407
非流动负债	4	2	3	3	EBITDA	765	1276	1957	2545
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.80	1.23	1.60
其他	4	2	3	3					
负债合计	1970	2681	3373	4036	主要财务比率				
少数股东权益	409	637	1003	1480	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	880	880	880	880	成长能力				
资本公积	2401	2401	2401	2401	营业收入	58.4%	40.2%	26.4%	23.4%
留存收益	859	1478	2485	3730	营业利润	29.5%	75.4%	54.5%	30.5%
归属母公司股东权益	4103	4758	5766	7011	净利润	30.9%	72.5%	52.6%	30.5%
负债和股东权益	6482	8076	10141	12527	获利能力				
					毛利率	18.9%	20.1%	21.3%	21.7%
					净利率	4.3%	5.2%	6.3%	6.7%
					ROE	10.0%	14.8%	18.7%	20.1%
					ROIC	11.9%	18.8%	24.0%	25.9%
					偿债能力				
					资产负债率	30.4%	33.2%	33.3%	32.2%
					净负债比率				
					流动比率	2.79	2.63	2.67	2.79
					速动比率	2.49	2.36	2.30	2.47
					营运能力				
					总资产周转率	1.60	1.85	1.87	1.85
					应收账款周转率	16	19	18	16
					应付账款周转率	10.54	8.86	7.39	7.35
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.47	0.80	1.23	1.60
					每股经营现金流	0.52	1.93	0.93	2.39
					每股净资产	4.66	5.41	6.55	7.97
					估值比率				
					P/E	53.94	31.27	20.49	15.70
					P/B	5.38	4.64	3.83	3.15
					EV/EBITDA	24	15	10	7

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