

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

政策放宽预期强烈 免税业务增长持续

——中国国旅（601888）调研简报

证券研究报告——调研简报

增持（维持）

发布日期: 2012年5月25日

报告关键要素:

海南离岛免税业务仍有望继续保持快速增长,同时,政策放宽预期强烈,公司中长期成长性确定,不考虑离岛免税政策放宽前提下,预计公司2012-2013年每股收益分别为1.12元、1.43元,按5月24日收盘价27.54元计算,市盈率分别为25倍和19倍,维持公司“增持”的投资评级。

事件:

- 近期我们参加了公司股东大会,就公司三亚免税店经营情况及海南离岛免税政策未来可能的变化与公司进行了交流。

点评:

- **三亚免税店目前客单价不高。**三亚免税店开业一年,日均进店游客超过1万人次,日均交易逾4000笔,人均消费2169元,距离5000元的额度有较大距离,这主要是由于游客主要消费的香化产品单价在400-600元为主,受数量限制,香化产品合计约2000多元。
- **促销活动助力,三亚店淡季毛利率不受影响。**三亚旅游呈现明显的季节性特征,每年10月至次年4月为旅游旺季,5月起,三亚进入旅游淡季,为提升销售,三亚免税店举办了系列促销活动,如部分商品由免税店承担部分行邮税(每人每次可以购买1件单价5000元以上的商品,但需按完税价格全额缴纳进境物品进口税)等,以提升进店人次、提高客单价。补贴行邮税由公司和供应商双方承担,部分产品由供应商全额承担行邮税补贴,促销活动使得毛利率相对较高的高单价产品销量提升,因此,本次促销活动对2012年第二季度三亚店综合毛利率影响不大。
- **海南离岛免税政策放宽的可能性较大。**现行海南离岛免税政策由于在额度、次数、品种、数量方面均有限制,制约了进店游客的人均消费水平。与日本冲绳、韩国济州等地的免税政策相比,海南离岛免税政策稍显保守,进一步放宽和完善政策将有利于支持海南国际旅游岛建设以及促使国人奢侈品购买力回流。目前,海南省政府正在与相关部委积极沟通,离岛免税政策逐步放宽应是大概率事件。如未来“四限”放宽,将有利于提高三亚店客单价,降低顾客行邮税税赋,同时也可推动店内商品品类调整,增加单价较高商品的销量。
- **若奢侈品关税调整,对零售价格影响不大。**对于前期呼声较高的降低奢侈品进口环节税收的问题,公司表示,即使奢侈品关税下调,对于免税店商品零售价格的影响也不大,这是由奢侈品定价机制决定的,由于奢侈品价格主要为体现品牌的市场地位和影响力,并非根据成本定价,因此即使奢侈品进口关税下调,奢侈品零售价也未必下调。
- **维持公司“增持”的投资评级。**海南离岛免税业务仍有望继续保持快速增长,同时,政策放宽预期强烈,公司中长期成长性确定,不考虑离岛免税政策放宽前提下,预计公司2012-2013年每股收益分别为1.12元、1.43元,按5月24日收盘价27.54元计算,市盈率分别为25倍和19倍,维持公司“增

持”的投资评级。

- **风险提示：**海南离岛免税政策放宽进程低于预期；海南免税业竞争加剧。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(亿元)	96.08	126.95	155.82	185.43
增长比率(%)	58.42	32.13	22.74	19.01
净利润(亿元)	4.10	6.85	9.84	12.60
增长比率(%)	30.94	67.25	43.64	28.04
每股收益(元)	0.47	0.78	1.12	1.43

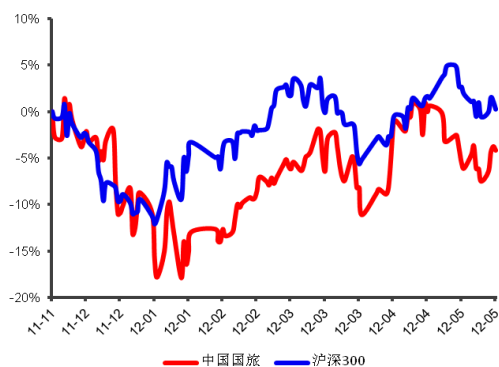
市场数据（2012年05月24日）

收盘价(元)	27.54
一年内最高/最低(元)	29.66/21.31
沪深300指数	2595.26
市净率(倍)	4.83
流通市值(亿元)	60.59

基础数据（2012年03月31日）

每股净资产(元)	5.70
每股经营现金流(元)	0.35
毛利率(%)	26.05
净资产收益率(%)	6.91
资产负债率(%)	31.02
总股本/流通股(万股)	88000/22000
B股/H股(万股)	/

个股走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。