

中国国旅 (601888)

旅游综合/餐饮旅游

发布时间: 2012-10-19

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级: 推荐

免税政策放宽预期即将兑现, 股价回调积极介入

报告摘要:

- 2012 年上半年, 公司旅游服务业务经营情况出现明显好转, 实现营业收入 42.39 亿元, 同比增长 31.08%。其中入境游业务实现营业收入 4.57 亿元, 同比增长 21.61%; 出境游业务实现营业收入 20.75 亿元, 同比增长 38.79%; 国内游业务实现营业收入 11.83 亿元, 同比增长 15.68%。公司将从资源整合能力等方面入手, 进一步打造核心竞争能力, 推动传统旅行社业务模式的转型升级。
- 免税业务保持快速的增长: 公司免税商品销售收入从 2007 年的 16.22 亿元上升到 2011 年的 38.56 亿元。2012 年上半年, 公司免税商品销售实现营业收入 24.89 亿元, 同比增长 46.37%; 盈利能力亦大幅增加, 免税商品销售毛利率为 44.79%, 同比增加 4.82 个百分点。
- 三亚免税店经营业绩突出: 2012 年上半年, 三亚市内免税店销售免税品 144.2 万件, 价值 9.96 亿元人民币。截止 2012 年 8 月三亚免税店销售额已达 11.5 亿。我们预计 2012 年三亚免税店的销售收入将达到 20 亿左右。目前三亚免税店游客进店率约为 40%, 进店购买率不到 20%, 我们认为, 随着公司不断改善商品结构, 推行补贴行邮税等一系列促销活动, 三亚免税店的进店购买率未来仍有较大的提升空间。据上证报报道, 多个渠道信息显示, 在海南省政府和公司的强力推动下, 海南离岛免税购物额度上升至 8000 元/人/次已经敲定, 该额度的上升幅度符合此前的市场预期。按照目前计划, 该政策有望在近期正式发布, 年内开始实行可期。离岛免税政策放宽预期的即将兑现将进一步提升三亚免税店的销售额, 带动三亚免税店的业绩增长。
- 公司盈利预测与投资策略: 公司是国内免税运营商的龙头, 未来免税业务将继续保持快速的增长, 同时, 海南离岛免税政策放宽预期即将兑现, 公司长期增长潜力巨大。在不考虑海南离岛免税政策放宽的前提下, 我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 1.18 元、1.44 元和 1.77 元, 公司目前股价 29.14 元, 对应 PE25 倍、20 倍和 16 倍, 维持“推荐”评级。
- 风险提示: 离岛免税政策放宽低于预期、三亚海棠湾项目建设进程低于预期等。

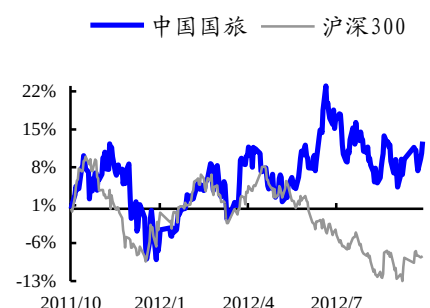
财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	9,608	12,695	15,765	18,760	22,050
(+/-)%	58%	32%	24%	19%	18%
归属母公司净利润	555	685	1,040	1,270	1,554
(+/-)%	31%	67%	52%	22%	22%
每股收益 (元)	0.47	0.78	1.18	1.44	1.77
市盈率	60.2	36.01	24.69	20.24	16.45
市净率	6.01	5.27	4.40	3.68	3.06
净资产收益率 (%)	10.0%	14.6%	18.6%	19.0%	19.2%
股息收益率 (%)	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
总股本 (百万股)	880	880	880	880	880

股票数据

2012/10/17

收盘价 (元)	29.14
12 个月股价区间 (元)	22.91 ~ 32.08
总市值 (百万元)	25,643
总股本 (百万股)	880
A 股 (百万股)	880
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	5

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	5%	-5%	13%
相对收益	4%	0%	27%

相关报告

《中国国旅 2012 年半年报点评: 免税业务快速增长, 政策放宽预期强烈》

2012-8-30

《中国国旅 2011 年年报及 2012 年一季报点评: 免税运营商龙头, 免税业务未来增长空间巨大》

2012-4-26

《中国国旅深度调研报告: 旅游服务业务稳定增长, 旅游零售业务打开业绩增长空间》

2012-3-19

证券分析师: 周思立

执业证书编号: S0550511010003
(021)20361108 zhouisl@nesc.cn

研究助理: 梁莉

(021)20361135 liangli@nesc.cn

内 容 目 录

1. 旅游服务业务收入增长良好	3
1.1. 旅游需求持续增长，行业发展依旧高景气.....	3
1.2. 受益于行业发展高景气，公司旅游服务业务出现明显好转.....	4
1.3. 整合资源，加强网络建设，逐步实现规模效益.....	5
2. 免税业务发展前景良好，将保持快速增长	6
2.1. 免税业面临重大的发展机遇.....	6
2.2. 中免集团：中国免税业的代表和旗舰企业。.....	6
2.3. 免税业务发展迅速，盈利能力大幅增加.....	7
2.4. 三亚免税店：经营业绩突出.....	7
2.4.1. 受益于三亚旅游市场持续高增长	7
2.4.2. 销售额屡创新高	8
2.4.3. 调整商品结构，补贴行邮税，提升进店人次和客单价	9
2.4.4. 离岛免税政策放宽预期即将兑现	10
2.5. 中长期看点：三亚海棠湾“国际免税城”项目.....	10
3. 公司投资策略	11

图 目 录

图 1：入境游接待人次与当月同比.....	4
图 2：入境游外汇收入与当月同比.....	4
图 3：国内游总人数与增速.....	4
图 4：国内游总收入与增速.....	4
图 5：国内居民出境游总人数与增速.....	4
图 6：公司旅游服务业务营业收入及同比增速.....	5
图 7：公司旅游服务业务毛利率情况.....	5
图 8：公司商品销售业务营业收入及同比增速.....	7
图 9：公司商品销售业务毛利率情况.....	7
图 10：三亚入境游接待人数与同比增速.....	8
图 11：三亚旅游饭店接待人数与同比增速.....	8
图 12：三亚凤凰机场旅客吞吐量与同比增速.....	8
图 13：三亚免税店（图 1）	9
图 14：三亚免税店（图 2）	9

表 目 录

表格 1：公司 2012 年上半年旅游服务业务营业收入、营业成本与毛利率情况.....	5
表格 2：公司 2012 年上半年商品销售业务营业收入、营业成本与毛利率情况.....	7
表格 3：旅游综合类重点公司盈利预测与估值.....	11

1. 旅游服务业务收入增长良好

1.1. 旅游需求持续增长，行业发展依旧高景气

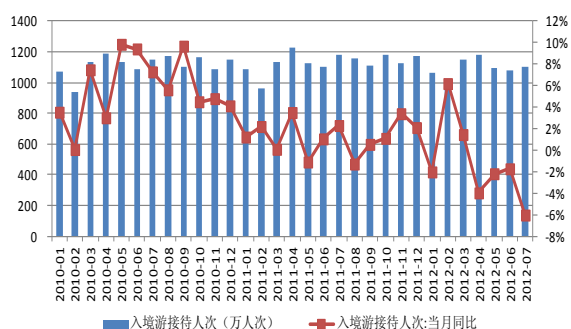
2011 年我国旅游行业总收入有较高增长，虽然 2012 年我国旅游业收入增长预期低于 2011 年，但是，行业发展的基本面依旧良好，行业仍处于黄金发展期。2012 年 7 月，中国旅游研究院在京发布 2012 年上半年旅游经济运行分析和下半年趋势预测报告。报告预计，2012 年全年，我国旅游接待总人数将超过 30 亿人次，旅游总收入约为 2.54 万亿元。国内旅游人数将突破 29 亿人次，同比增长 11%；国内旅游收入 2.23 万亿元，同比增长 16%。入境旅游 1.37 亿人次，同比增长 1%；入境过夜人数约 5825 万人次，同比增长 1%；旅游外汇收入 490 亿美元，同比增长 1%；出境旅游人数 7840 万人次，同比增长 12%；出境旅游消费 820 亿美元，同比增长 18%，旅游服务贸易逆差 330 亿美元。2012 年上半年，中国旅游经济运行总体上呈现出维持“两高一平”的较快增长格局，国内和出境旅游发展较为乐观，入境旅游发展则延续了平缓增长势头。

今年受与中秋节假期合并及高速公路免收小型客车通行费试行等政策的影响，国庆黄金周旅游需求强劲释放，假日旅游市场出现空前火爆态势。全国假日旅游部际协调会议办公室发布《2012 年中秋节国庆节节假日旅游统计报告》显示，在今年中秋节国庆节 8 天假日期间，全国共接待游客 4.25 亿人次，比 2011 年“十一”黄金周增长 40.9%（按可比口径，同比增长 23.3%）；实现旅游收入 2105 亿元，比 2011 年“十一”黄金周增长 44.4%（按可比口径，同比增长 26.3%）；游客人均花费支出 495 元。

随着居民收入的稳定增加，中等收入人群规模的扩大，旅游需求较快增长，旅游发展大众化的基本趋势不会改变。国家把旅游消费纳入了扩大内需的重要领域，将加大对旅游业发展的政策支持，从中央到地方，支持旅游业发展的政策环境将持续向好，将拉动旅游消费快速增长。

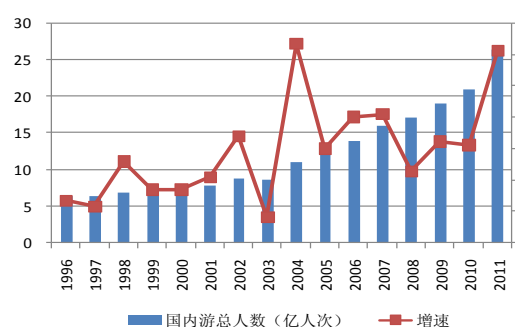
在政策支持方面，《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》、《国务院关于加快发展旅游业的意见》等多项政策分别针对发展旅游产业提出了相关倾斜政策和目标；中国人民银行、国家发改委、国家旅游局等七部门联合发布的《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》对于金融机构加强和改进对旅游业的信贷管理和服务提出要求；国家旅游局正在就《国民旅游休闲纲要》广泛征求意见，带薪休假有望向全民推广；“十二五”文化产业倍增计划将直接利好文化旅游产业发展。随着国民收入的增长及产业政策力度的加强，我国旅游市场即将加速结构型转型、升级，旅游企业迎来新的发展机遇。

图 1: 入境游接待人次与当月同比



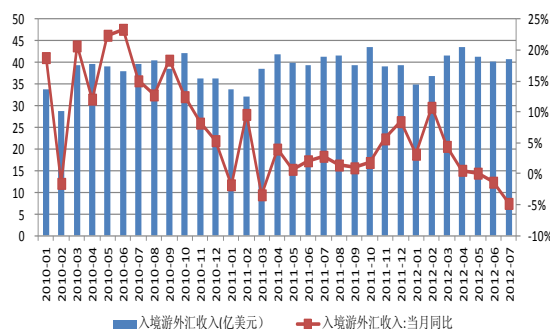
数据来源：东北证券，Wind

图 3: 国内游总人数与增速



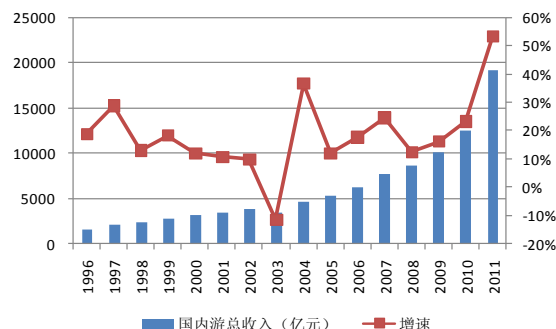
数据来源：东北证券，Wind

图 2: 入境游外汇收入与当月同比



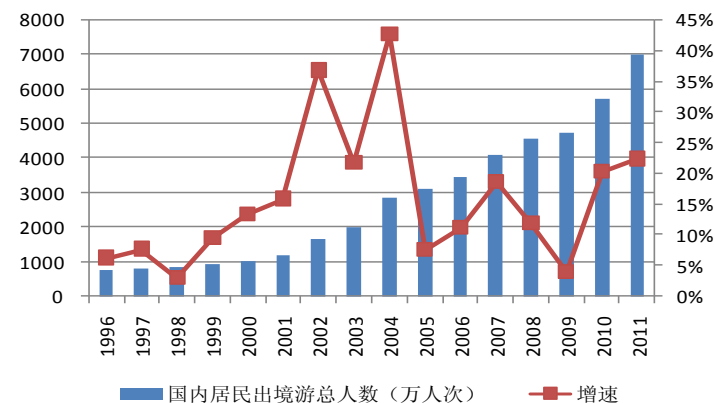
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 国内游总收入与增速



数据来源：东北证券，Wind

图 5: 国内居民出境游总人数与增速



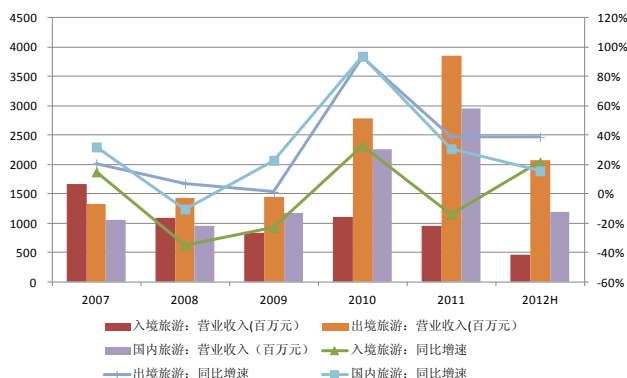
数据来源：东北证券，Wind

1.2. 受益于行业发展高景气，公司旅游服务业务出现明显好转

受益于旅游行业发展的高景气，2012 年上半年，公司旅游服务业务经营情况出现明显好转，实现营业收入 42.39 亿元，同比增长 31.08%；毛利率为 10.79%，较上年同期下降 0.79 个百分点。其中入境游业务实现营业收入 4.57 亿元，同比增长 21.61%，毛利率为 11.35%，比去年同期降低 2.01 个百分点；出境游业务实现营业收入 20.75 亿元，同比增长 38.79%，毛利率为 7.20%，比去年同期增加 0.28 个百分点；国内游业务实现营业收入 11.83 亿元，同比增长 15.68%，毛利率为 6.61%，比去年同期增

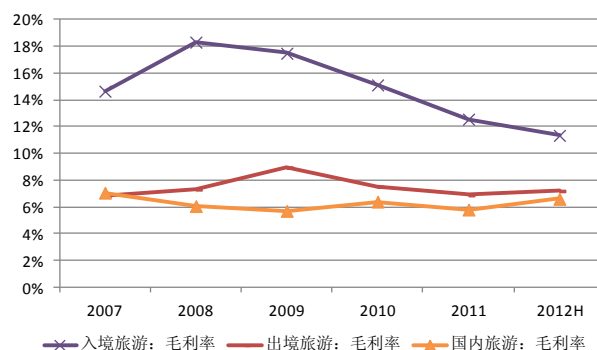
加 0.33 个百分点。由于 2012 年上半年公司入境游的毛利率下滑仍在持续，尽管出境游、国内游的毛利率略有恢复，公司旅游服务业务的综合毛利率仍有小幅下降。

图 6: 公司旅游服务业务营业收入及同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

图 7: 公司旅游服务业务毛利率情况



数据来源：东北证券，公司公告

表格 1: 公司 2012 年上半年旅游服务业务营业收入、营业成本与毛利率情况

	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	毛利率	营业收入 比上年同期增减	营业成本 比上年同期增减	毛利率 比上年同期增减
入境旅游	456.51	404.70	11.35%	21.61%	24.44%	降低2.01个百分点
出境旅游	2,075.23	1,925.81	7.20%	38.79%	38.37%	增加0.28个百分点
国内旅游	1,183.23	1,104.96	6.61%	15.68%	15.28%	增加0.33个百分点
票务代理	106.16	0.00	100.00%	0.09%	-	-
其他服务	417.47	345.88	17.15%	78.39%	88.40%	降低4.4个百分点
旅游服务业务小计	4,238.60	3,781.35	10.79%	31.08%	32.26%	降低0.79个百分点

数据来源：东北证券，公司公告

1.3. 整合资源，加强网络建设，逐步实现规模效益

目前我国旅行社行业依然面临着一系列的挑战：行业粗放式增长，形成恶性竞争；行业集中度低，盈利能力低下；我国旅游行业从观光旅游向度假休闲游结构升级，从跟团游向自助游转变，大大降低了对旅行社行业服务的需求；国家对旅行社行业的开放，国际行业巨头凭借丰富的行业运作经验，强大的资源，以及成功的横向、纵向扩展经验必将给国内同行带来巨大的转型压力。因此，我国旅行社行业必须进行转型、调整结构，否则就无法面对上述挑战。

作为中国旅行社行业的龙头企业，中国国旅先行先试，积极探寻企业转型，结构调整之路，在集团化、品牌建设、信息化等方面取得显著的成绩，积累了宝贵的经验。公司旅游服务业务将从提升统一管控能力、集中采购能力、渠道分销能力和产品研发能力，以及资源整合能力等方面入手，进一步打造核心竞争能力，推动传统业务模式的转型升级，全面提高发展质量。国旅总社将以北方、华东和南方三大区域总部为核心，进一步推进境内实体网络建设，逐步实现国旅集团内的充分联动与规模效益；拓展虚拟网络，通过电子商务平台的管理和运营，加强大规模交易能力和市场掌控能力，提升内部管理能力，重点打造集中采购、研发和分销等核心竞争力，培育会展和电子商务等新的业务增长点，实现国旅总社发展的远景目标。

2. 免税业务发展前景良好，将保持快速增长

2.1. 免税业面临重大的发展机遇

中国国民经济的快速增长成就了巨大的奢侈品消费市场。据世界奢侈品协会指出，“中国已成为全球占有率最大的奢侈品消费国家，春节期间，中国人在境外消费累计达 72 亿美元，大大超出预期，创历史最高点。”根据该协会 2011 全年奢侈品消费报告显示，截至 2011 年 12 月底，中国奢侈品市场年消费总额已经达到 126 亿美元，尚不包括私人飞机、游艇与豪华车，占全球同等份额的 28%，超过 1/4。同样，多个奢侈品调查机构对中国的奢侈品市场的调查表明，中国将成为全球最大的奢侈品消费市场。日前，普华永道发布《2012 年亚洲零售及消费品行业前景展望》报告称，今年中国奢侈品市场销售额预计增至 155 亿美元，预测大中华区的奢侈品销售额很可能首次超过日本，成为全球第一。战略咨询公司贝恩公司也发布《2011 年中国奢侈品市场研究报告》称，2011 年中国内地奢侈品消费增幅达 25%~30%，市场规模首度突破 1000 亿元人民币。“有望在 2012 年，中国奢侈品贸易和消费超过日本成为全球第一。”免税商品作为奢侈品的重要组成部分，中国奢侈品市场的巨大潜力也必将为中国的免税业务提供巨大的发展机遇。

国家“扩内需、促消费”的宏观经济战略，以及为吸引国人消费回流的微观免税政策为免税业带来巨大发展机遇。我国经济增长培育了大量的消费高端群体，他们是国际旅游的重要参与者，也是免税商品的重要购买者。据统计，中国人 2010 年在全球各国免税店的消费额为 13 亿欧元，奢侈品消费约 120 亿美元。如果按 2009 年国人境外奢侈品消费 872 亿元计算，每 8% 转化为国内免税商品消费，我国免税业的市场规模就可以增加一倍，成长空间巨大。随着国家《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》等一系列免税政策的出台，国人消费出现回流现象显著。预计中国免税业在“十二五”期间将继续保持年均 20% 以上的增长率。

2.2. 中免集团：中国免税业的代表和旗舰企业。

中国免税品（集团）有限责任公司成立于 1984 年，是经国务院批准设立的国有免税品专营公司，并按照国家赋予的“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的“四统一”管理政策对全国免税行业实施统一管理，是中国免税业的代表和旗舰企业。

中免公司成立以来，经过 20 多年的快速发展，已与全球逾 300 家世界顶级奢侈品牌建立了长期合作关系，以奢华的环境、丰富的商品、高端的品牌、超值的价格向出入境旅客、国际海员、外交人员提供涵盖进口烟草、酒水、香水化妆品、服装、皮具、首饰、手表和中国特色产品等二十多个大类上千个品种的免税品购物服务，在全国 29 个省、市、自治区（包括香港和台湾地区），设立了涵盖了机场、机上、边境、外轮供应、客运站、火车站、外交人员和市内八大类型 160 多家免税店，已发展成为世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。

如之前在《中国国旅深度调研报告：旅游服务业务稳定增长，旅游零售业务打开业绩增长空间》中分析到，中国目前存在五家主要的免税业务运营商，而中免集团作为行业的龙头企业具备如下竞争优势：垄断性的资质优势带来的网络布局优势；网络布局优势产生的供应商渠道优势；先行先试带来的行业经验优势；旅游服务业与旅游零售业务的协同效用。中免公司凭借领先的竞争优势，将全面整合资源，继续

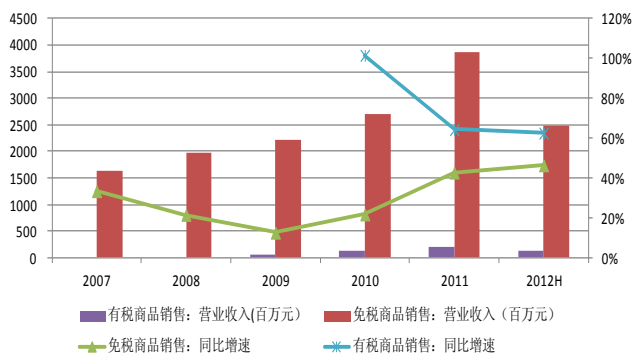
深化体制改革，创新经营机制，在引领中国免税业不断做大做强的同时，积极向主业相关领域延伸，将公司打造成一流的大型商贸集团。

2.3. 免税业务发展迅速，盈利能力大幅增加

凭借垄断性的资质，密集的销售网络，丰富的免税商品种类，以及原产地直接采购的竞争优势，中免集团的免税商品销售有了快速的增长。公司免税商品销售收入从2007年的16.22亿元上升到2011年的38.56亿元。2012年上半年，公司免税商品销售实现营业收入24.89亿元，同比增长46.37%。

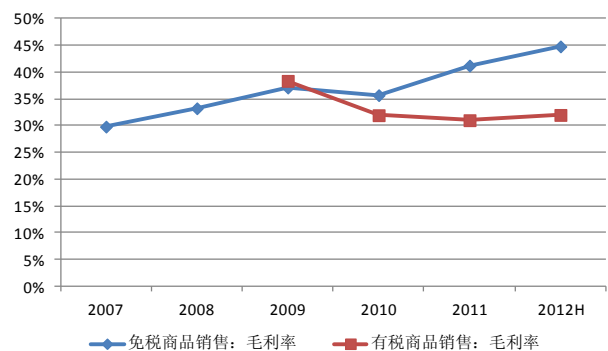
从免税商品销售业务的毛利率来看，2007年以来一直维持在30%以上的毛利率，2011年在海南离岛旅客免税购物政策出台等利好因素的推动下，公司免税业务呈现新的发展态势。免税商品销售毛利率为41.21%，同比增加5.52个百分点，免税商品销售毛利率大幅上升的主要原因是新增三亚免税店业务毛利率高于原有免税业务。2012年上半年，受益于三亚免税政策，公司免税业务盈利能力大幅增加，免税商品销售毛利率为44.79%，同比增加4.82个百分点。

图 8: 公司商品销售业务营业收入及同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

图 9: 公司商品销售业务毛利率情况



数据来源：东北证券，公司公告

表格 2: 公司 2012 年上半年商品销售业务营业收入、营业成本与毛利率情况

	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	毛利率	营业收入 比上年同期增减	营业成本 比上年同期增减	毛利率 比上年同期增减
免税商品销售	2,489.35	1,374.37	44.79%	46.37%	34.62%	增加4.82个百分点
有税商品销售	126.23	85.83	32.00%	62.52%	63.72%	降低0.5个百分点
商品销售业务小计	2,615.58	1,460.20	44.17%	47.07%	36.04%	增加4.53个百分点

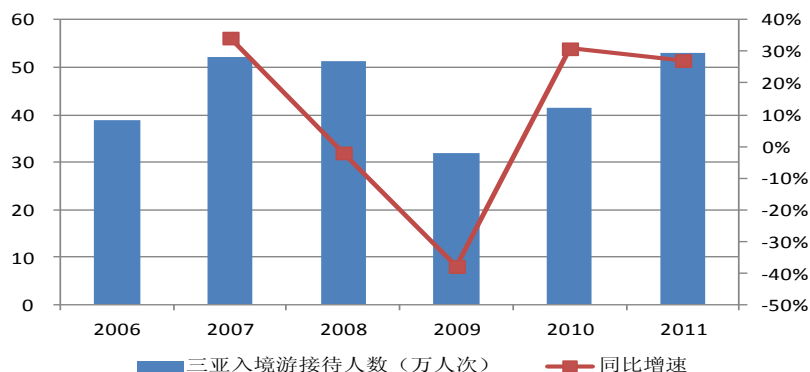
数据来源：东北证券，公司公告

2.4. 三亚免税店：经营业绩突出

2.4.1. 受益于三亚旅游市场持续高增长

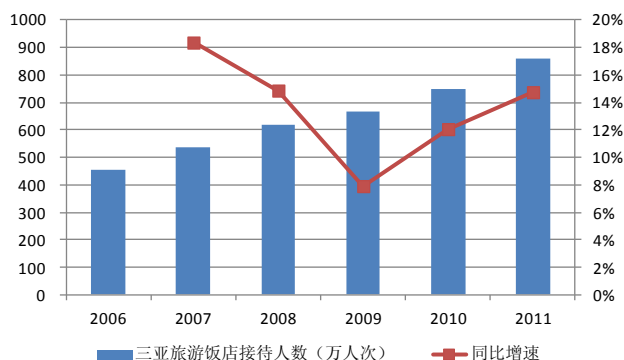
随着国家在海南岛实施离岛免税政策后，三亚旅游市场持续火热。2011年，三亚市入境游接待人数达52.89万人次，同比增长27.17%。三亚凤凰机场实现旅客吞吐量1036.25万人次，同比增长11.5%。三亚旅游饭店接待人数858.47万次，同比增长14.5%。进入四季度，海南步入旅游旺季，三亚旅游市场客流量增速有望继续稳步上升。

图 10: 三亚入境游接待人数与同比增速



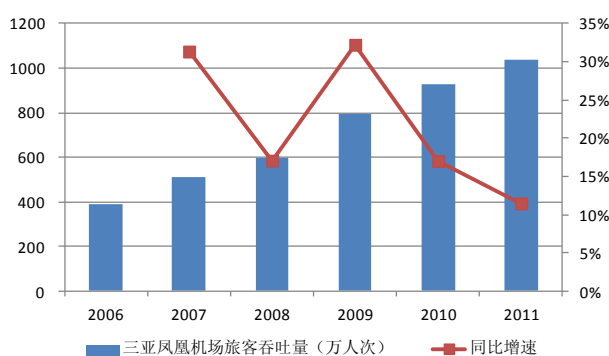
数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 三亚旅游饭店接待人数与同比增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 三亚凤凰机场旅客吞吐量与同比增速



数据来源: 东北证券, Wind

2.4.2. 销售额屡创新高

三亚免税店是由中国免税品（集团）有限责任公司倾力打造世界一流、亚洲领先的市内免税店。三亚市内免税店于 2009 年 9 月 1 日投入营业，营业面积 7000 平方米。三亚免税店主要经营国际一流品牌的香水、化妆品、首饰、名表、皮具、箱包、太阳镜、旅行用品、中国及海南特产等十个大类，近百个国际知名品牌的上万种商品。三亚免税店所售免税品是全部由中免集团直接从品牌原产地采购，没有中间环节，且免税商品免除进口环节的关税、增值税和特别消费税，所以同样商品的免税零售价格低于国内有税价格约 10~35%。不仅与有税保持价差优势，三亚免税店的免税价格还力求与周边国家和地区免税价格持平或更低。

2011 年 3 月 16 日，财政部颁布了《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》。离岛免税政策是指对乘飞机离岛（不包括离境）旅客实行限次、限值、限量和限品种免进口税购物，在实施离岛免税政策的免税商店内付款，在机场隔离区提货离岛的税收优惠政策。这一政策的实施为中国免税业市场打开新的增长空间，将有效刺激消费者的旅游意愿，拉动旅游消费，也给中国国旅的免税业务带来新的发展契机。

作为首家实施离岛旅客免税购物政策的免税店，三亚市内免税店自 4 月 20 日试运营以来，市场反应热烈，旅客购物热情不断高涨，客流量和销售额远超预期。2011 年 4 月 20 日，海南国人离岛免税政策正式实施，首日接待客流 1.5 万人次，销售额达到 850 万元，在此后的“十一”和春节黄金周期间，单日销售额纪录不断被刷新，取得了良好的经济效益，并成为拉动公司主营业务快速发展的新的重要增长点。2011 年，三亚市内免税店累计接待进店顾客 280 多万人次，实现销售收入 10.05 亿元。海口海关统计数据显示，2012 年上半年，三亚市内免税店销售免税品 144.2 万件，价值 9.96 亿元人民币。同时，海关监管从三亚凤凰机场提货人数 40.9 万人次，占购物总人数 69.8%。截止 2012 年 8 月，三亚免税店销售额已达 11.5 亿。目前，免税购物已成为三亚旅游接待的一大特色“招牌”。三亚市旅游委称，今年中秋国庆长假三亚旅游总收入的增幅大大高于旅游接待人次的增幅，“离岛免税”政策发挥了重要作用。据统计，三亚免税店长假 8 天共接待游客 99048 人次，销售额达到 7523 万元。相比 2011 年，2012 年因多了一个旺季的销售，我们预计 2012 年三亚免税店的销售收入将达到 20 亿左右。

图 13: 三亚免税店（图 1）



数据来源：东北证券

图 14: 三亚免税店（图 2）



数据来源：东北证券

2.4.3. 调整商品结构，补贴行邮税，提升进店人次和客单价

受限于离岛免税政策（限次、限额、限量等），三亚免税店游客客单价稳定在 2000 元左右的水平。目前三亚免税店香化产品价格一般 400-600 元/件，化妆品限购买 5 件，香水限购 2 件。通过实地调研，我们发现，香化商品仍然是目前游客主要购买的商品种类。从最新公布的数据看，与三亚免税店开业第一年的情况相比，三亚免税店客单价有显著提升，主要得益于三亚店对商品采购结构的调整以及行邮税补贴等促销措施的拉动，使得高单价商品的销售数量和占比有所提升。

关于商品结构问题，公司未来的调整方向是逐步加重香化产品的收入和收入占比。为提升销售额，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（对单价超过 5000 元以上的商品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显著提升。目前三亚免税店游客进店率约为 40%，进店购买率不到 20%，我们认为，随着公司不断改善商品结构，推行补贴行邮税等一系列促销活动，三亚免税店的进店购买率未来仍有较大提升空间。

2.4.4. 离岛免税政策放宽预期即将兑现

目前实施的离岛免税购物政策是：限次：海南省居民每个公历年可享受 1 次免税购物，非海南居民最多可享受 2 次。限值：单价人民币 5000 元以下商品，累积购物金额最多不超过人民币 5000 元（含 5000 元）。另外，单价人民币 5000 元以上商品，每人每次限购 1 件，并须缴纳进境物品进口税（行邮税）。限量：5 件之内：化妆品、服装服饰、笔、糖果；4 件之内：小皮件；2 件之内：首饰、工艺品、手表、香水、丝巾、眼镜（含太阳镜）、领带、毛织品、棉织品、鞋帽、皮带、箱包、体育用品。

与日本冲绳、韩国济州等地的免税政策相比，海南离岛免税政策略显保守，从扩大内需、促使中国游客境外旅游消费的回流、支持海南岛旅游业的发展等不同角度考虑，目前海南离岛免税政策调整存在很大的必要性。海南省有关部门已向国家主管部门提出了有关目前免税政策进一步放开的问题，如提高额度，放开次数和购买件数等。今日，据上证报报道，多个渠道信息显示，在海南省政府和公司的强力推动下，海南离岛免税购物额度上升至 8000 元/人/次已经敲定。该额度的上升幅度符合此前的市场预期。按照目前计划，该政策有望在近期正式发布，年内开始实行可期。

除额度放宽外，新政策还很可能出现一项值得市场重视的内容，即仅对超出额度部分的货款征收行邮税，而非全额征收。这对超过 8000 元的高单价商品的销售有关键影响。目前离岛免税的单次限额为 5000 元，按照目前执行的规定，单价在 5000 元以上的商品，需要按照零售价格全额缴纳行邮税。这让免税店中 5000 元以上的名牌服饰、箱包、手表、珠宝等产品失去了价格竞争力，虽然陈列数量占比约 40%，但销售量占比仅 1% 左右，抑制作用明显。对超出额度部分的货款征收行邮税，而非全额征收这项新政将对提升免税店高单价商品的销售起到明显的推动作用。我们认为，离岛免税政策放宽预期的即将兑现将进一步提升三亚免税店的销售额，带动三亚免税店的业绩增长。

2.5. 中长期看点：三亚海棠湾“国际免税城”项目

“海南国际免税城项目”占地面积约 770 亩，总投资规模约 50 亿元人民币，该项目以免税为主题，融娱乐、休闲、购物于一体，此外还包括酒店、商业等多种产品的综合性旅游项目。项目合作方将结合海棠湾国家海岸自然地貌和整体规划，引入国际先进理念和技术，进行高标准、高起点的规划，将海南国际免税城建设成一个多元、高雅、时尚、低碳的旅游城，使其成为国内外游客青睐的国际旅游热点。对此，业内人士表示，三亚正逐步朝着世界级旅游度假城市迈进，在三亚发展免税业前景可观，海南国际免税城项目目前是国内最大的以免税为主题的综合性旅游项目之一，项目落成后，三亚将成为全球顶级免税购物天堂。为积极推进海南国际旅游岛建设、加快公司第三业务板块发展步伐，2012 年 5 月 30 日，该项目正式开工。不过，由于项目新建周期较长，预计要等到 2014 年前后才能实现营业。三亚海棠湾“国际免税城”的营业将为公司免税业务再添亮点，将进一步打开公司离岛免税业务和有税业务的成长空间，促使公司免税业务向旅游零售业务的转型。

3. 公司投资策略

公司是国内免税运营商的龙头，未来免税业务将继续保持快速的增长，同时，海南离岛免税政策放宽预期即将兑现，公司长期增长潜力巨大。在不考虑海南离岛免税政策放宽的前提下，我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 1.18 元、1.44 元和 1.77 元，公司目前股价 29.14 元，对应 PE25 倍、20 倍和 16 倍，维持“推荐”评级。

表格 3: 旅游综合类重点公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	当前股价	每股收益				市盈率				投资评级
			2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E	
601888.SH	中国国旅	29.14	0.78	1.18	1.44	1.77	37.36	24.69	20.24	16.46	推荐
600138.SH	中青旅	16.16	0.64	0.84	0.94	1.05	25.25	19.24	17.19	15.39	推荐
600258.SH	首旅股份	11.80	0.42	0.52	0.63	0.74	28.10	22.69	18.73	15.95	谨慎推荐

数据来源：东北证券，公司公告

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	3,197	3,285	3,365	3,597	净利润	835	1,210	1,476	1,807
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	743	1,096	1,092	1,480	折旧及摊销	108	74	113	165
存货	897	1,138	1,289	1,564	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	21	16	16	16	财务费用	-31	-32	-28	-22
流动资产合计	5,654	6,359	6,887	7,832	投资损失	-97	-100	-120	-135
可金融资产	1	1	1	1	运营资本变动	-288	-7	-4	-42
长期投资净额	228	230	232	234	其他	0	6	-1	-13
固定资产	547	897	1,347	1,897	经营活动净现金流量	552	1,483	1,570	1,800
无形资产	1,019	1,008	988	957	投资活动净现金流量	-1,070	-1,287	-1,356	-1,430
商誉	1	1	1	1	融资活动净现金流量	-90	-107	-134	-137
非流动资产合计	2,043	3,361	4,730	6,137	企业自由现金流	-493	-222	-10	239
资产总计	7,696	9,720	11,617	13,969					
短期借款	245	95	145	195	财务与估值指标				
应付款项	928	1,216	1,342	1,665		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	722	896	1,066	1,253	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.78	1.18	1.44	1.77
流动负债合计	2,543	3,175	3,669	4,391	每股净资产 (元)	5.32	6.37	7.61	9.17
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.63	1.68	1.78	2.05
其他长期负债	0	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	3	3	3	3	营业收入增长率	32.1%	24.2%	19.0%	17.5%
负债合计	2,546	3,178	3,672	4,394	净利润增长率	67.2%	51.9%	22.0%	22.4%
归属于母公司股东权益合计	4,680	5,602	6,696	8,074	盈利能力指标				
少数股东权益	470	640	846	1,099	毛利率	20.7%	21.5%	21.3%	21.3%
负债和股东权益总计	7,696	9,420	11,214	13,567	净利率	5.4%	6.6%	6.8%	7.0%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	21	21	21	21
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	27	30	30	30
营业收入	12,695	15,765	18,760	22,050	偿债能力指标				
营业成本	10,062	12,376	14,764	17,354	资产负债率	33.1%	32.7%	31.6%	31.5%
营业税金及附加	106	126	150	176	流动比率	2.22	2.00	1.88	1.78
资产减值损失	2.27	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.87	1.64	1.53	1.43
销售费用	909	1,041	1,182	1,323	费用率指标				
管理费用	663	788	900	1,014	销售费用率	7.2%	6.6%	6.3%	6.0%
财务费用	-31	-32	-28	-22	管理费用率	5.2%	5.0%	4.8%	4.6%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
投资净收益	97	100	120	135	分红指标				
营业利润	1,081	1,566	1,912	2,340	分红比例				
营业外收支净额	5.18	4.74	5.65	6.89	股息收益率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
利润总额	1,087	1,571	1,917	2,347	估值指标				
所得税	251	361	441	540	P/E (倍)	36.01	24.69	20.24	16.46
净利润	835	1,210	1,476	1,807	P/B (倍)	5.27	4.40	3.68	3.06
归属于母公司净利润	685	1,040	1,270	1,554	P/S (倍)	1.94	1.56	1.31	1.12
少数股东损益	150	169	207	253	净资产收益率	14.6%	18.6%	19.0%	19.2%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760