

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

新政出台 将大幅提升公司明年业绩

——中国国旅（601888）分析报告

证券研究报告-分析报告

增持（维持）

发布日期: 2012 年 10 月 25 日

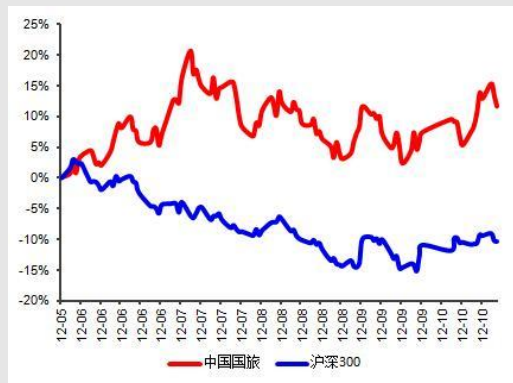
市场数据（2012 年 10 月 24 日）

收盘价（元）	29.43
一年内最高/最低（元）	32.08/22.91
沪深300 指数	2307.78
市净率（倍）	5.02
流通市值（亿元）	259

基础数据（2012 年 06 月 30 日）

每股净资产（元）	5.86
每股经营现金流（元）	0.45
毛利率（%）	23.98
净资产收益率（%）	11.45
资产负债率（%）	32.79
总股本/流通股（万股）	88000/22000
B 股/H 股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8137

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- 24 日, 财政部网站发布了《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》, 海南离岛免税政策进一步放宽, 离岛免税额度提至 8000 元/人/次, 免税商品品种扩大至 21 种, 于 2012 年 11 月 1 日起执行。
- 新政策在免税购物的额度、品种、数量、适用人群均有不同程度放宽, 而超值商品全额征税改为对超额部分征税是亮点。
- 政策对于限额、品种及数量的调整将大幅增加顾客购物的选择空间, 释放游客的购物需求。新政策允许有条件的调剂使用购物余额, 使游客有机会足额使用免税额度, 同时减少了离岛旅客购买高单价商品的行邮税税赋。预计新政策将显著提升高单价商品的销量, 三亚店的渗透率、客单价及毛利率均将有所提升。
- 新离岛免税政策 11 月起执行, 对 2012 年公司业绩影响预计在 10% 左右, 2013 年, 预计三亚店内人均消费有望达到 3500-4000 元左右, 叠加客流量增长、渗透率提升及毛利率进一步提高的效应, 估算三亚店 2013 年业绩有望增长 100% 左右, 大幅提升公司整体业绩。上调公司盈利预测至 2012-2013 年 EPS 分别为 1.25 元、2.11 元, 按 10 月 24 日收盘价 29.43 元计算, 市盈率分别为 24 倍、14 倍, 维持“增持”的投资评级。
- 风险提示: 海南免税业竞争加剧。

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(亿元)	96.08	126.95	166.54	216.34
增长比率(%)	58.42	32.13	31.19	29.90
净利润(亿元)	4.10	6.85	11.00	18.57
增长比率(%)	30.94	67.25	60.59	68.85
每股收益(元)	0.47	0.78	1.25	2.11

24 日，财政部网站发布了《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》，海南离岛免税政策进一步放宽，离岛免税额度提至 8000 元/人/次，免税商品品种扩大至 21 种，于 2012 年 11 月 1 日起执行。

1. 额度、品种、数量、适用人群均有不同程度放宽

本次政策调整最重要的是涉及到对免税购物限额的调整，由原有的 5000 元/人/次，上升到 8000 元/人/次，与此前市场预期基本一致。

其次，此前政策规定超过限额商品全额征收进境物品进口税，即俗称的行邮税（税率 10%-30% 不等），此次政策规定，免税限额中如有剩余（或未使用），旅客可在购买 1 件单价 8000 元以上商品时调剂使用，相应扣减应缴进境物品进口税的税基，即旅客在以“商品零售价格 - 剩余免税限额”计价缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买 1 件单价 8000 元以上的商品。

在品种方面，增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具（含童车）等 3 类免税商品品种。调整后，免税商品品种由 18 种扩大至 21 种，其中国家规定不符合民航安全要求、禁止进口以及 20 种不予减免税的商品除外。

在数量方面，新政策规定，将离岛旅客每人每次购买单价 8000 元以内免税商品数量范围适当放宽。其中，大部分商品实现数量限额翻番，如香水、首饰、体育用品由 2 件提高到 5 件，手表、箱包、工艺品、眼镜、丝巾、领带等由 2 件提高到 4 件。此外，化妆品、糖果也由过去 5 件提高到现在的 8 件。与此前的政策规定相比，新政策总体购物限量平均提高了 70%。

此外，新的离岛免税政策将适用对象的年龄条件由年满 18 周岁调整为年满 16 周岁。

2. 超值商品全额征税改为对超额部分征税是亮点

新政策明确了离岛旅客调剂使用剩余免税购物额度购买单价 8000 元以上商品时，海关以扣减免税余额之后的价格计征税款。同时，应征税额在人民币 50 元以下（不含 50 元）的将予以免征。

也就是说，新政策允许旅客有条件的调剂使用购物余额，即单价在 8000 元以上的商品仅限购 1 件。若某游客在店内购买力 2000 元的免税商品，此时，剩余 6000 元免税购物额度尚未使用，假设再购买一块价格 10000 元的手表，按照之前的政策规定，需按 10000 元价格全额缴纳行邮税（对应税率为 30%），即需缴税 3000 元；而按照新政策，由于游客尚有 6000 元额度未使用，因此仅需按照 4000 元缴纳行邮税，即需缴税 1200 元，缴税额度大幅减少。

表 1: 举例说明行邮税差异

	税基（元）	适用行邮税税率	征税额（元）	总价（元）
调整前	10000	30%	3000	13000

调整后	10000-6000	30%	1200	11200
差额				1800

数据来源：中原证券

3. 政策放宽的多重影响

首先，政策对于限额、品种及数量的调整将大幅增加顾客购物的选择空间。初步统计，离岛免税政策启动至 2012 年三季度末，累计实现免税销售额 26 亿元，日均销售 490 余万元，购物人数 126 万余人次，人均购物 2070 元，目前，三亚免税店日均接待 1.1 万人，2012 年前三季度，实现销售额 13.47 亿元。在公司采取补贴行邮税等促销措施后，高单价商品的销量提升，对客单价有一定拉动作用，但仍有大量限额没有使用。若购买 4-5 件香化产品后，剩余额度不足 3000 元，多数游客希望再购买一个箱包，但由于箱包类产品单价相对较高，则会超过额度限制，缴纳一定的行邮税。额度放宽之后，则可满足部分游客同时购买香化产品及箱包的愿望，大幅增加了商品的选择空间。

其次，新政策将释放游客的购物需求。根据测算，8000 元限额已基本覆盖大多数旅客需求集中的高价商品。统计显示，目前，离岛旅客购买的单价在 5000 元以上的商品中，有超过 60% 的商品集中在 5000-8000 元区间，因此，目前额度放宽至 8000 元基本可满足大多数购买高单价商品游客的需求，有助于这部分游客充分使用免税购物额度。

再次，新政策允许有条件的调剂使用购物余额，使游客有机会足额使用免税额度，同时减少了离岛旅客购买高单价商品的行邮税税赋。过去如有额度未全额使用，只能浪费，现在超过限额的商品由全额征收改为超额征收，不仅减少了免税购物额度的浪费，而且也减轻了税赋，对消费者来说是实实在在的优惠。

此外，预计新政策将显著提升高单价商品的销量。在现行政策下，虽然 5000 元以上的高单价商品占陈列数量的 40% 左右，但由于超过免税额度需全额缴纳行邮税，因此价格竞争力不高，致其销量仅占 1% 左右，抑制了高单价商品的销量。免税额度放宽及足额使用免税额度的可能性将更能满足有支付能力的游客的购物需求，提升高单价商品销量。

最后，三亚店的渗透率、客单价及毛利率均将有所提升。三亚免税店开业第一年，日均进店客流量超过 1 万人次，日均交易逾 4000 笔，渗透率约 26%。政策松绑后，三亚店将会适时调整店内商品结构及陈列以吸引顾客，同时，三亚店扩建的店面预计也将于 2013 年初投入使用，三亚店渗透率及客单价将会逐渐提升，同时，随着高毛利率的高单价产品销量增加，三亚店毛利率水平也将会有所提升。

4. 盈利预测及投资建议

新离岛免税政策 11 月起执行，对 2012 年公司业绩影响预计在 10% 左右，2013 年，预计三亚店内人均消费有望达到 3500-4000 元左右，叠加客流量

增长、渗透率提升及毛利率进一步提高的效应，估算三亚店 2013 年业绩有望增长 100%左右，大幅提升公司整体业绩。上调公司盈利预测至 2012-2013 年 EPS 分别为 1.25 元、2.11 元，按 10 月 24 日收盘价 29.43 元计算，市盈率分别为 24 倍、14 倍，维持“增持”的投资评级。

5. 风险提示

海南免税业竞争加剧。

附件：

财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告

(中华人民共和国财政部公告 2012 年第 73 号)

为进一步发挥海南离岛旅客免税购物政策(以下简称离岛免税政策)效果，支持海南加快国际旅游岛建设，国务院决定调整完善离岛免税政策部分内容。财政部经商商务部、海关总署、国家税务总局、质检总局、食品药品监管局，现就离岛免税政策调整的有关事项公告如下：

一、对离岛免税政策部分内容作如下调整：

(一)将政策适用对象的年龄条件调整为年满 16 周岁。

(二)增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具(含童车)等 3 类免税商品品种。调整后，免税商品品种扩大至 21 种，具体商品品种详见附件，其中国家规定不符合民航安全要求、禁止进口以及 20 种不予减免税的商品除外。

(三)将离岛旅客每人每次免税购物限额调整为人民币 8000 元，即单价 8000 元以内(含 8000 元)的免税商品，每人每次累计购买金额不得超过 8000 元，同时适当提高购买免税商品数量范围(详见附件)。

此外，免税限额中如有剩余(或未使用)，旅客可在购买 1 件单价 8000 元以上商品时调剂使用，相应扣减应缴进境物品进口税的税基，即旅客在以“商品零售价格-剩余免税限额”计价缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买 1 件单价 8000 元以上的商品。

二、除以上调整外，离岛免税政策其他内容继续执行《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》(财政部公告 2011 年第 14 号)的有关规定。同时，离岛免税商品须符合检验检疫、中文标签、产品认证、卫生许可、质量安全等相关规定。

本公告自 2012 年 11 月 1 日起执行。

特此公告。

财 政 部

2012 年 10 月 22 日

附表：盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	5653.62	7344.10	9787.47	13084.59	营业收入	12694.69	16653.88	21634.02	27146.90
现金	3197.46	4364.67	5912.31	8167.30	营业成本	10062.12	12765.46	15821.77	19358.27
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	105.68	138.23	179.56	225.32
应收票据	6.50	0.00	0.00	0.00	销售费用	908.94	1190.75	1579.28	1981.72
应收款项	1052.60	1231.06	1590.86	1996.25	管理费用	663.10	849.35	1103.34	1384.49
存货	896.52	1011.02	1253.08	1533.18	财务费用	-31.34	0.49	-4.26	-10.92
其他	500.54	737.35	1031.22	1387.87	资产减值损失	2.27	62.29	88.41	110.34
非流动资产	2042.75	2120.50	2121.04	2022.64	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	196.20	197.79	197.79	197.79	投资收益	97.40	90.00	90.00	90.00
固定资产	547.49	495.16	562.01	625.02	营业利润	1081.32	1737.32	2955.93	4187.68
无形资产	1018.82	967.88	919.48	873.51	营业外收入	7.60	19.00	7.50	7.50
其他	280.24	459.68	441.76	326.33	营业外支出	2.42	3.00	3.00	3.00
资产总计	7696.37	9464.60	11908.51	15107.24	利润总额	1086.50	1753.32	2960.43	4192.18
流动负债	2543.11	3242.40	3978.71	4759.35	所得税	251.28	412.03	695.70	985.16
短期借款	245.00	245.00	245.00	245.00	净利润	835.22	1341.29	2264.73	3207.01
应付帐款	927.70	1276.55	1582.18	1935.83	少数股东权益	150.32	241.43	407.65	577.26
预收帐款	721.55	780.94	855.64	938.34	归属母公司净利润	684.90	1099.86	1857.08	2629.75
其他	648.86	939.91	1295.89	1640.18	EPS (元)	0.78	1.25	2.11	2.99
长期负债	3.07	2.70	2.70	2.70	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	3.07	2.70	2.70	2.70	每股指标				
负债合计	2546.19	3245.10	3981.41	4762.05	每股收益	0.78	1.25	2.11	2.99
股本	880.00	880.00	880.00	880.00	每股经营现金	-0.69	1.30	1.76	2.56
资本公积金	2401.63	2401.63	2401.63	2401.63	每股净资产	5.38	6.26	7.74	9.83
未分配利润	1393.55	2053.46	3167.71	4745.56	增长率				
少数股东权益	470.23	711.66	1119.31	1696.57	营业收入增长率	32.13%	31.19%	29.90%	25.48%
母公司所有者权益	4737.94	5507.84	6807.79	8648.62	营业利润增长率	52.35%	60.67%	70.14%	41.67%
负债及权益合计	7696.37	9464.60	11908.51	15107.24	净利润增长率	67.25%	60.59%	68.85%	41.61%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	20.74%	23.35%	26.87%	28.69%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	5.40%	6.60%	8.58%	9.69%
经营活动现金流	551.95	1493.26	2110.09	2944.98	ROE	14.46%	19.97%	27.28%	30.41%
净利润	835.22	1341.29	2264.73	3207.01	ROIC	16.09%	26.15%	36.43%	43.10%
资产减值准备	2.27	62.29	88.41	110.34	偿债能力				
折旧摊销	107.82	104.98	104.26	105.60	资产负债率	26.90%	27.25%	26.35%	24.90%
财务费用	-31.34	0.49	-4.26	-10.92	流动比率	2.22	2.27	2.46	2.75
投资收益	97.40	90.00	90.00	90.00	速动比率	1.87	1.95	2.15	2.43
营运资金变动	0.00	74.22	-253.04	-377.05	营运能力				
投资活动现金流	-1069.84	-17.94	-8.01	89.59	资产周转率	1.79	1.94	2.02	2.01
资本支出	0.00	-107.00	-100.00	0.00					

其他投资	-1069.84	89.06	91.99	89.59	存货周转率	13.47	13.30	13.84	13.76
筹资活动现金流	-89.85	-330.44	-552.86	-778.01	应收帐款周转率	17.14	19.21	19.04	18.80
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	-89.85	-330.44	-552.86	-778.01	PE	37.73	23.55	13.95	9.85
现金净增加额	-607.74	1144.88	1549.22	2256.56	PB	5.47	4.70	3.80	2.99

资料来源：公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
 同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
 弱于大势：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。

免责条款

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。