

动态报告/公司快评

旅游休闲

中国国旅 (601888)

推荐

旅游综合

离岛免税政策研究报告获批快评

(维持评级)

2010年7月30日

国人离岛免税政策渐行渐近，提高目标价至 30 元

分析师： 廖绪发 邮件：liaoxf@guosen.com.cn

电话：021-60875168

SAC 执业证书编号：S0980209080424

联系人： 刘智景 邮件：liuzjing@guosen.com.cn

电话：021-60933148

事项：

据中新海南网 7 月 28 日报道，28 日，海南省发改委主任林回福在一次会议上通报，“国务院已批复财政部等四部委联合上报的海南购物离境退税实施方案和离岛免税政策研究报告，海南建设‘国际购物中心’迈出了实质性的步伐。”

评论：

■ 国人离岛免税政策年底前出台可能性增加，中免公司即将梦圆“巨型免税店”

根据中新海南网日前报道，28 日，海南省发改委主任林回福在海南省第四届人民代表大会常务委员会第十六次会议上通报说，“国务院已批复财政部等四部委联合上报的海南购物离境退税实施方案和离岛免税政策研究报告”。而国务院此前在去年 12 月 31 日公布的《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》中指出，“由财政部牵头抓紧研究在海南试行境外旅客购物离境退税的具体办法和离岛旅客免税购物政策的可行性，另行上报国务院”。接着在 6 月 21 日国家发改委批复的《海南国际旅游岛建设发展规划纲要(2010-2020)》中，明确提出：“加快出台境外旅客购物离境退税管理办法，稳步推进离岛旅客免税购物政策的实施，统筹安排好离岛免税店、离境免税店的建设和经营”。最近的报道意味着国人离岛免税政策的制定已完成部委研究的阶段，而进入最后的细则制定阶段，这使得该政策年底前出台的可能性大大增加。我们已在 7 月 7 日发布的《免税品行业深度专题：高成长与高盈利并存》一文中指出，韩国济州岛上唯一享受国人免税政策的 JDC 免税店，于 2002 年底开业后一年内即实现销售额 8300 万美元，购物顾客 124 万人次，占当年济州岛国内航班及轮船离境人次的 21%，静态地看，若保守地以 09 年三亚凤凰机场吞吐量 794 万人次、渗透率 10%、人均消费 100 美元测算，在国人免税政策出台伊始，三亚市内免税店年销售规模在 8000 万美元左右，而随着三亚游客量的快速上升，免税店的渗透率、人均消费也能有较大的提升，三亚免税店在成熟之后有望达到 2-5 亿美元（表 1）。从 2009 年全球免税单体店排名的情况来看，中国最大的免税店是日上免税行的首都机场和浦东机场店，年销售额都在 1 亿美元以上，而中免则缺乏巨型免税店，其最大的免税店——广州白云机场免税店仅排名 145 位，09 年销售额在 6000 万元左右。若海南国人离岛免税政策得以出台，随着海南国际旅游岛建设推进既而成熟，三亚免税店将有望跻身中国乃至世界一线免税店之列，中免公司即将梦圆“巨型免税店”，并将可能再造若干个中免集团。

■ 央企重组大潮将至，关注免税业重组机会

另外，7 月 23 日国资委召开中央企业负责人会议召开，新一轮的央企重组被提上议事日程。国资委主任李荣融表示，以组建国新资产管理公司为契机，今年要把央企由 125 家调整到 100 家以内。此次考核中排名较后的 25 家央企中，包括拥有出国人员免税店业务的中国出国人员服务总公司（下称“中出服”），将很有可能成为重组的对象。而在 2006

年央企重组时即有报道称“中旅集团或将与中国出国人员服务公司合并”。国资委对此次重组的定位是，如果一部分需进行重组的企业能找到“婆家”，可不纳入国新资产。中出服最重要的业务之一即经营出国人员市内免税店，在上海、北京、重庆、大连等城市有近 20 家门店，长期以来，该公司需要由外部供应商供货，加上市场化运作能力较弱，因而效益一直居央企后位。在各大央企中，中国国旅与中出服业务最为相近。中出服拥有针对出境游客、外交人员、留学人员等人群的入境免税店经营资格，而中免公司在免税业的垄断地位（但仅拥有少量入境店牌照）、强大的采购及供货系统，及其多年的市场化运作经验，都能与中出服形成良好的协同效应。因此，我们关注此中蕴含的重组机会，若整合恰当，重组能产生较大的价值。

■ 存量与增量双轮驱动高速增长，重申“推荐”评级，提高目标价至 30 元

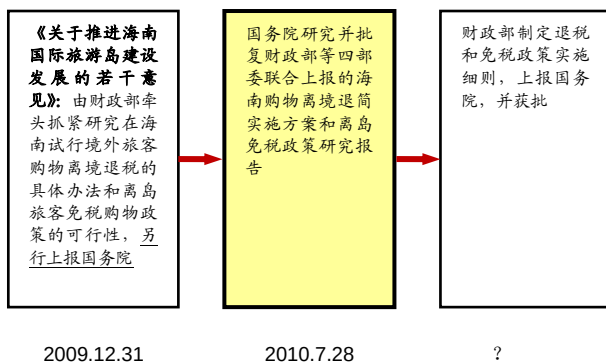
短期内公司面临较多增长点：一是现有门店自然增长，特别是面积扩建方面存在巨大潜力，每年约增加业绩 15-20%，二是收购具有资产关系或目前没有资产关系的公司股权，每年约增加业绩 5-10%，三是在国人离岛免税政策上取得突破。我们继续维持 2010、2011 年 EPS0.51、0.63 元的预测（未考虑国人离岛免税政策），若三亚免税店能从明年年初开始享受国人离岛免税政策，2011 年业绩将有望增厚 0.2 元至 0.83 元（具体测算参见下表），免税政策出台之后，三亚免税店销售将为中国国旅带来强劲的增长动能。我们重申中国国旅的“推荐”评级，鉴于国人离岛免税政策确定性加大，将目标价格从之前的 25 元提高至 30 元，对应 2011 年动态市盈率 36 倍（考虑国人离岛免税政策推出下的保守业绩估算）。

表 1：假设政策出台，中免公司三亚市内免税店规模测算（亿美元）

三亚凤凰机场客流量（2009，万人次）		人均消费（美元）									
		初期假设基准									
		50	100	150	200	250	300	350	400	450	500
渗透率	5%	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0
	10%	0.4	0.8	1.2	1.6	2.0	2.4	2.8	3.2	3.6	4.0
	15%	0.6	1.2	1.8	2.4	3.0	3.6	4.2	4.8	5.4	6.0
	20%	0.8	1.6	2.4	3.2	4.0	4.8	5.6	6.4	7.1	7.9
	25%	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	6.9	7.9	8.9	9.9
	30%	1.2	2.4	可能的成熟区范围			7.1	8.3	9.5	10.7	11.9
	35%	1.4	2.8	4.2	5.6	6.9	8.3	9.7	11.1	12.5	13.9
	40%	1.6	3.2	4.8	6.4	7.9	9.5	11.1	12.7	14.3	15.9
	45%	1.8	3.6	5.4	7.1	8.9	10.7	12.5	14.3	16.1	17.9
	50%	2.0	4.0	6.0	7.9	9.9	11.9	13.9	15.9	17.9	19.9
	55%	2.2	4.4	6.6	8.7	10.9	13.1	15.3	17.5	19.7	21.8
	60%	2.4	4.8	7.1	9.5	11.9	14.3	16.7	19.1	21.4	23.8
	65%	2.6	5.2	7.7	10.3	12.9	15.5	18.1	20.6	23.2	25.8
	70%	2.8	5.6	8.3	11.1	13.9	16.7	19.5	22.2	25.0	27.8

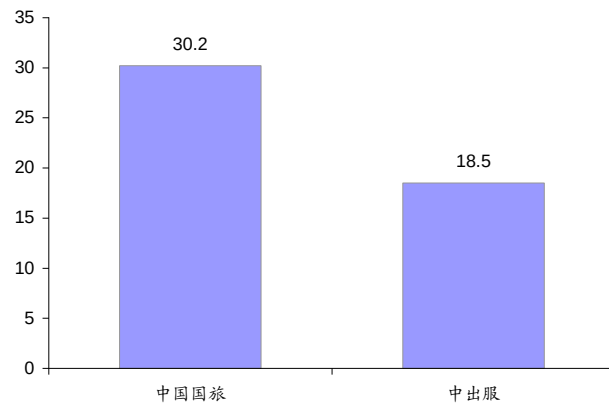
资料来源：国信证券经济研究所

图 1：免税政策的制定已有重大突破



资料来源：国信证券经济研究所

图 2：中国国旅与中出服资产规模对比（2008）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。