

免税政策渐行渐近，高增长无疑

增持首次评级

目标价格：36.4元

投资要点：

- 海南岛免税销售业务有望再打造出一个“中免公司”
- 旅游主业高速增长，全年业绩靓丽无疑
- 政策实施细则及进程具有不确定性

报告摘要：

- 海南国人离岛免税政策有望年内发布，市场预期明年1月1日起即可实施。近日相关媒体报道，海南离岛免税政策实施细则已经完成初稿，现正处于向各部委征求意见阶段。该免税政策有望在明年1月1日正式开始实行。市场曾预期免税政策的购物额度将限定在5000元/人，提货方式则朝“区内付款提货，海关离境验放”方向发展，即顾客只需要出示离岛的机票就可以购买。
- 中国国旅独享免税盛宴，保守预计2011-2013至海南岛免税店将增厚公司业绩0.11元、0.29元、0.55元。目前，只有国旅在海南具有牌照经营权，公司已经计划在三亚、海口、万宁和琼海四地建设免税店，三亚店建筑面积7000平方米，分三期开业。假设2010-2013年海南省人均免税消费130、160、200美元；公司在海南岛免税销售市场占有率50%，2011-2013年海南省免税店将为公司贡献新增净利润1.1亿元、2.5亿元、4.8亿元；增厚EPS0.12元、0.29元、0.55元。
- 2010年旅行社业务高速增长，全年业绩靓丽无疑。根据公司三季报数据，预计公司旅游服务业务2010年营收增长80%，不考虑国人离岛免税政策2010-2013年每股收益0.58元、0.64元、0.72元和0.83元，对应目标价格29.7元。若国人离岛免税购物政策明年1月1日起实施，预测2010-2013年每股收益0.58元、0.75元、1.02元和1.38元，对应目标价36.4元。
- 建议投资者战略性持有。2011年是海南免税业务的成长元年，盈利贡献有限，但自2012年起，伴随着购物渗透率的提高和海南省游客的高速增长，增厚EPS同比将高速增长163%；2013年同比增长89%。

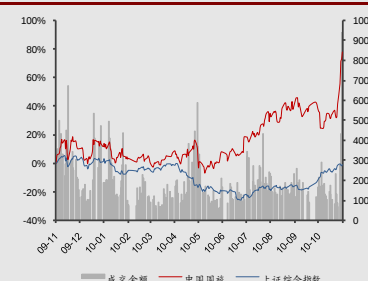
分析师

孙妍

电话：010-88085962

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化
20100930	9791
20100630	8172
20100331	5158

数据来源：港澳资讯

公司数据

总股本(亿股)	8.8
总市值(亿元)	282.66
流通比例	25%
12个月最高/最低(元)	34.01/16.72

数据来源：港澳资讯

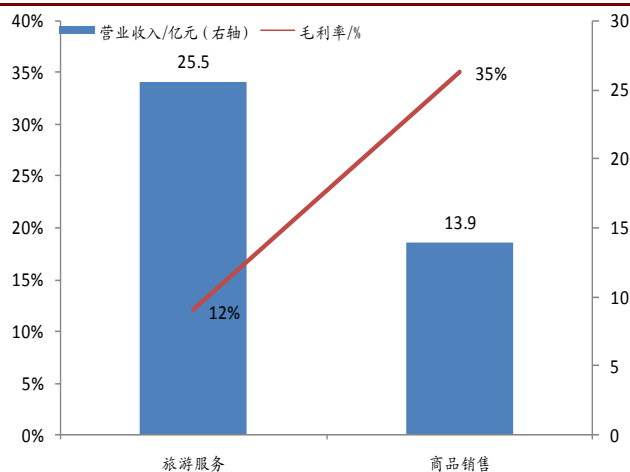
主要经营指标	2010E	2011E	2012E	2011	目标
净利润合计/万元(不包括海南免税销售)	50750	65713	89370	PE	价格
EPS/元(旅行社)	0.06	0.07	0.07	20	1.35
EPS/元(中免公司)	0.52	0.57	0.65	50	28.35
EPS/元(海南免税销售)		0.11	0.29	60	6.74
EPS合计/元	0.58	0.64	0.72	0.83	29.70
EPS合计/元	0.58	0.75	1.02	1.38	36.44

一、国人离岛免税购物，箭在弦上

近日，相关媒体报道，由财政部牵头制定的海南离岛免税政策实施细则已经完成初稿，现正处于向各部委征求意见阶段。该免税政策有望在明年1月1日正式开始实行。此免税政策适用地点暂限于三亚、海口两地。市场曾预期，此免税政策的购物额度将限定在5000元/人，提货方式则朝“区内付款提货，海关离境验放”方向发展，即顾客只需要出示离岛的机票就可以购买。

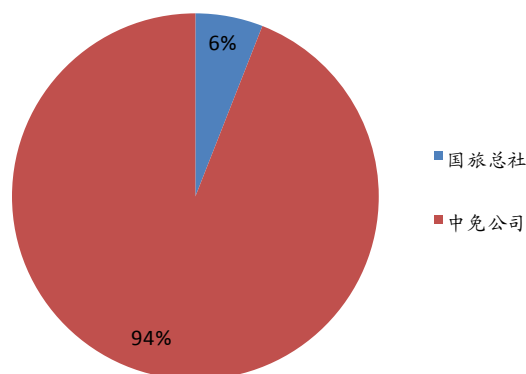
同时，若2010年1月1日实施，随即将迎来春节黄金周，即海南旅游旺季。因为海南岛已经拥有的庞大的游客底量，三亚市内或将不需要培育期，政策一经实施就将迎来国人免税购物的火爆场面。

图1：旅游服务/2010年中报



资料来源：公司公告，宏源证券

图2：中免公司成主要净利润来源/2009年年报



资料来源：公司公告，宏源证券

2009年海南省接待国内外游客2250万人次，按照海南省旅游局的抽样调查，游客在海南的人均停留天数为4.46天，粗略推算09年海南省接待游客505万人次。同时，截止2010年6月的数据显示，海南省接待游客数同比增长25%，按此增速预计2010年还嫩省游客630万人，同时预测2010-2013年海南省游客数保持25%的增长。

公司计划在三亚、海口、万宁和琼海四地建设免税店，开业后各地免税店的营业收入都是依托于海南省的游客底量，因此我们以公司在海南岛布局的四家免税店面为样本，同时密集的布局将有效提高免税购物的渗透率，推进海南旅游岛的免税销售市场更快的步入成熟区。预计2011-2013年的免税渗透率为25%、30%、40%，2013年步入成熟阶段。

表1：2011-2013年海南岛内免税店业绩逐年翻番

	2011E	2012E	2013E
海南旅客人数（万人次）	787.50	984.38	1230.47
渗透率	23%	33%	40%
人均消费（美元）	130	160	200
公司市场占有率	50%	50%	50%
净利润率	12%	14%	14%
公司新增收入（万元）	82411.88	181912.50	344531.25
公司新增净利润（万元）	9889.43	25467.75	48234.38
总股本（万股）	88000	88000	88000
增厚EPS（元）	0.11	0.29	0.55

资料来源：宏源证券

关键假设:

- 1、2010-2013 年海南省游客保持 25%的年均增长
- 2、2011-2013 年免税购物渗透率分别为 23%、33%、40%
- 3、2011-2013 年人均免税消费 130、160、200 美元，汇率依照 1: 7 (USD/RMB)
- 4、公司在海南岛免税销售市场占有率 50%
- 5、2011-2013 年净利润率分别为 12%、14%、14%

综合以上假设，我们预计 2011-2013 年三亚市内免税店将为公司贡献收入 9 亿元、18 亿元、34 亿元；新增净利润 1.1 亿元、2.5 亿元、4.8 亿元；为公司增厚 EPS0.12 元、0.29 元、0.55 元。

二、盈利预测及投资建议

表 1: 2008-2009 年公司盈利构成

	2008			2009			2010E		
	营业收入 /万元	净利润 /万元	净利润占比	营业收入 /万元	净利润 /万元	净利润占比	营业收入 /万元	净利润 /万元	净利润占比
国旅总社	366561	3790	10.72%	374076	2653	5.95%	673337	5387	11%
yoy	-	-	-	2.05%	29.97%	-156%	80%	103%	78%
中免公司	213460	31549	89.28%	229106	41912.5	94.05%	252017	45363	89%
yoy				7.33%	32.85%	5%	10%	8%	-5%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 3: 2011-2013 年中国国旅盈利预测

	2011E		2012E		2013E	
	营业收入/万元	净利润/万元	营业收入/万元	净利润/万元	营业收入/万元	净利润/万元
国旅总社	740670	5925	814738	6518	896211	7170
yoy	10%	10%	10%	10%	10%	10%
中免公司	277218	49899	318801	57384	366621	65992
yoy	10%	10%	15%	15%	15%	15%
海南岛免税销售	82412	9889	181913	25468	344531	48234
			121%	158%	89%	89%

资料来源：宏源证券

关键假设:

- 1、2011-2013 年旅行社业务年均增长 10%，净利润率保持 0.8%
- 2、2011-2013 年不包括海南免税销售的中免公司销售收入年均增长 15%，净利润率保持在 18%
- 3、海南免税销售预测假设参见表 1

表 4: 2011 年中国国旅分业务估值 ‘

	2010E	2011E	2012E	2013E	2011PE	目标价格
旅行社/万元	5387	5925	6518	7170		
EPS/元	0.06	0.07	0.07	0.08	20	1.35
中免公司/万元	45363	49899	57384	65992		
EPS/元	0.52	0.57	0.65	0.75	50	28.35
海南岛免税销售/万元		9889	25468	48234		
EPS/元		0.11	0.29	0.55	60	6.74
股本/万股	88000	88000	88000	88000		
EPS 合计/元 (不考虑海南国人离岛免税购物)	0.58	0.64	0.72	0.83		29.70
EPS 合计/元	0.58	0.75	1.02	1.38		36.44

资料来源: 宏源证券

综上预测, 不考虑国人离岛免税政策公司 2010-2013 年每股收益 0.58 元、0.64 元、0.72 元和 0.83 元, 考虑到中免公司内有税业务、机场免税店及市内免税店的成长性和盈利能力略逊于国人离岛免税政策实施后的海南省免税业务, 我们给予分类估值, 对应目标价格 29.7 元。若国人离岛免税购物政策明年 1 月 1 日起实施, 我们预测 2010-2013 年每股收益 0.58 元、0.75 元、1.02 元和 1.38 元, 对应目标价 36.4 元。

同时, 我们也看到了 2011 年是海南免税业务的成长元年, 盈利贡献有限, 但自 2012 年起, 伴随着购物渗透率的提高和海南省游客的高速增长, 增厚 EPS0.29 元, 同比将高速增长 163%; 2013 年增厚 EPS0.55 元, 同比增长 89%。建议投资者战略性持有, 分享国内免税业盛宴。

分析师简介:

孙妍: 宏源证券研究所旅游酒店行业研究员, 伦敦大学金融计算学硕士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 黄山旅游、桂林旅游、锦江股份、首旅股份、中青旅、峨眉山 A。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。