

署名人: 曾光

S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 36.50元

当前股价: 28.21元

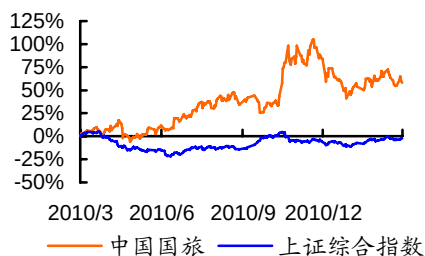
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2946.71
总股本(百万)	880
流通股本(百万)	220
流通市值(亿)	62
EPS (TTM)	0.49
每股净资产(元)	4.57
资产负债率	26.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国国旅	-2.49	-14.05	0.00
上证综合指数	2.37	3.93	0.00



相关报告

《中国国旅-三季度业绩增长超七成 内生增长提供投资安全边际》2010-10-27
《中国国旅-静待免税政策细则出台 公司未来看点不只免税业务》2010-9-20
《中国国旅-旅行社业务超预期增长抵消毛利率下降不利影响》2010-8-28

中国国旅

601888

强烈推荐

海南免税政策超预期 市场想像空间巨大

事件: 今日早晨,《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》正式发布,总体而言,我们认为超出市场预期。

投资要点:

- **海南免税细则超预期。**按今日公布免税细则,免税品种类、限购次数、个数和额度基本符合预期。而超越市场预期之处在于:按照规定,单价5000元以上产品(大部分手表和箱包等奢侈品均可能超过此限额)可以和单价5000元以下商品可同时购买,只要旅客对超限额商品按完税价格全额缴纳进境物品进口税,我们认为这相当于间接提高了免税额度,从而提高人均消费额。
- **进境物品进口税=行邮税≠进口关税。**此前市场对于旅客在按完税价格全额缴纳进境物品进口税的理解上有误区,认为进境物品进口税就等同于进口关税。实际上,行邮税是行李和邮递物品进口税的简称,综合关税则包括进口关税、进口环节增值税和增值税,行邮税偏低。
- **无论是相对国内有税商品还是相对香港商品,海南免税品均有竞争优势。**海南免税品价格比国内零售价格低毫无疑问。而市场担心的是相对香港的价格如何。我们通过测算(假设按到岸价格为行邮税税基),单价超过5000的商品,相较国内商品价格优惠最低在12%左右,1万元的手表优惠比例在30%左右,价格越高越优惠,这个比例与香港市场优惠比率相当。另外,我们认为:①三亚免税品主要针对前去旅游的游客(旅游为主,购物为辅),因此,即使三亚免税品比香港价格适当高一些,消费者也可接受(因为去香港还有相应的交通成本)。②免税品毛利率相对较高,中免公司作为运营商有一定的调节价格的能力,可以根据市场情况,调整价格,保持对香港市场一定的竞争优势。
- **三亚免税行业市场空间35亿元,11-12年约能增厚公司EPS 0.14和0.29元。**按照人均消费2500元,购物人数比例为25%。以2010年的三亚机场吞吐量的1/2为基数,我们测算三亚免税行业静态空间约为35亿元。据此我们测算出,该业务11-12年约能给公司增加营业收入13.5亿元和28.0亿元,增厚公司EPS 0.14元和0.29元。
- **给予公司“强烈推荐”投资评级。**加上国人离岛免税业务,预计公司2010-2012年EPS分别为:0.46、0.81和1.17元。长期来看,我们认为,公司将是我国经济结构调整大变革背景下最为受益的投资标的之一,其内生性增长与外延扩张均极具看点。我们坚定看好公司的业绩增长和投资价值,给予公司11年业绩45倍的估值,6-12个月目标价36.5元,维持“强烈推荐”投资评级,建议投资者战略性持有。
- **风险因素:**完税政策低于预期,受三亚旅游市场波动风险影响。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6065	9695	10890	13243
同比(%)	4%	60%	12%	22%
归属母公司净利润(百万元)	313	402	586	778
同比(%)	41%	29%	46%	33%
毛利率(%)	22.6%	18.9%	19.8%	20.0%
ROE(%)	8.4%	11.5%	16.8%	18.2%
每股收益(元)	0.36	0.46	0.67	0.88
P/E	82.70	64.35	44.10	33.26
P/B	6.98	7.37	7.40	6.05
EV/EBITDA	37	26	17	12

资料来源:中投证券研究所(注释:现有政策背景下的盈利预测)

目 录

1 海南免税政策整体高于预期	3
1.1 符合预期之处：免税品种类、限购次数、个数和额度	3
1.2 超出预期之处：超过免税限额商品可同时购买	3
1.3 市场争论焦点：单价超过限额商品如何征税	3
1.3.1 市场误区：进境物品关税=进口关税？	4
1.3.2 市场疑问：和香港免税店比究竟便宜多少？	4
1.4 不同于其他国家的规则：同类商品购买数量限制	6
1.5 存在不确定性的地方：海口免税店经营权花落谁家？	6
2 海南免税行业市场空间巨大	7
3 盈利预测与投资建议	9

图表目录

图 1：2010 年三亚市旅游过夜人数达 883 万人次	7
图 2：2010 年三亚市旅游总收入达 140 亿元	7
图 3：2010 年三亚机场起降架次已达 7 万次	7
图 4：2010 年三亚机场吞吐量已达 929 万人	7
表 1：三亚国人离岛免税业务静态市场空间约 35 亿元	8
表 2：免税业务净利润率对净利润影响敏感性分析	8

1 海南免税政策整体高于预期

1.1 符合预期之处：免税品种类、限购次数、个数和额度

据今日财政部公布海南免税政策细节，以下内容基本符合预期：。

(1) 免税品种为除烟酒外的其他 18 中典型免税品：免税商品限定为进口品，试点期间，具体商品品种限定为：首饰、工艺品、手表、香水、化妆品、笔、眼镜(含太阳镜)、丝巾、领带、毛织品、棉织品，服装服饰、鞋帽、皮带、箱包，小皮件、糖果，体育用品共 18 种，国家规定禁止进口，以及 20 种不予减免税的商品除外。值得一提的是此次规定特地加入了与海南旅游特色相符的体育品。这也和海南省发展休闲游的思想相统一。

(2) 限购次数岛外 2 次岛内 1 次：非岛内居民旅客每人每年最多可以享受 2 次离岛免税购物政策，岛内居民旅客每人每年最多可以享受 1 次。旅客购物后乘机离岛记为 1 次免税购物。岛内居民旅客身份以居民身份证签发机关为主要依据进行认定。这主要表明此次免税政策主要针对对象是去海南游玩的游客（即旅游为主，购物为辅），同时尽量防止倒卖现象给国内有税商品市场带来较大冲击。

(3) 免税限额 5000 元：离岛旅客(包括岛内居民旅客)每人每次免税购物金额暂定为人民币 5000 元以内(含 5000 元)，即单价 5000 元以内(含 5000 元)的免税商品，每人每次累计购买金额不得超过 5000 元

(4) 在海口和三亚两地开始试点。

1.2 超预期之处：超过免税限额商品可同时购买

据今日财政部公布海南免税政策细节，我们认为超出市场预期之处在于：

对于单价 5000 元以上产品（大部分手表和箱包等奢侈品均可能超过此限额），按照规定，旅客在按完税价格全额缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买 1 件单价超过 5000 元的商品，这意味着，游客可以同时购买单价小于 5000 的免税商品(总额 5000 元以内)，同时购买一件单价超过 5000 元的商品。我们认为这相当于间接提高了免税额度，从而提高人均消费额。

1.3 市场争论焦点：单价超过限额商品如何征税

疑问：

对于单价超额商品如何征税这此前也是市场关注的焦点。有两种猜测：

(1) 按照中出服的规则，总额 5000 元以内单价小于 5000 元的商品，或者单价 5000 元以上商品一件；

(2) 单价 5000 元以上商品一件，且对超出部分征收行邮税。

那么，现在按照细则：按完税价格金额缴纳进境物品进口税究竟是超预期还是低于预期？

在回答这个问题之前，我们先分析一下下面两点：进境物品关税究竟是什么？按此规则征税的商品销售价格究竟有没有优势？

1.3.1 市场误区：进境物品关税=进口关税？

进境物品进口税=行邮税≠进口关税。

行邮税是行李和邮递物品进口税的简称，是海关对入境旅客行李物品和个人邮递物品征收的进口税。综合关税包括进口关税、进口环节增值税和增值税，是正常商品进入国内销售需要缴纳的税。这说明两者从制定的目的上就有很大的区别，这决定了综合关税一定会高于或远高于行邮税，如表 1 所示。

按此次海南免税政策的规定：免税税种为综合关税，包括关税、进口环节增值税和增值税。若单价超过 5000 元按照进境物品进口税，也就是行邮税征收，这与市场很多投资者误解的进境物品进口税就是行邮税有很大区别。

1.3.2 市场疑问：和香港免税店比究竟便宜多少？

(1) 单价 5000 元以上商品

对于单价超过 5000 元以上商品价格是这一争论的焦点。

在此我们举例说明：由于单价超过 5000 元的商品主要是手表和箱包。

例如：对于瑞士的手表，进入中国按不同类型进口关税在 11%-23%之间，假设为 15%，同时，增值税为 17%，消费税高档（不含增值税销售价格在 1 万元以上者）为 20%，普通不征消费税。假设行邮税按到岸价格计算，则：

进口关税税额=完税价格×进口关税税率

组成计税价格 = (关税完税价格 + 关税) ÷ (1 - 消费税税率)

消费税应纳税额 = 组成计税价格 × 消费税税率

增值税税额=增值税额=(CIF 价+关税+消费税)×增值税率

➤ 假设表的到岸价格 CIF 为 10000 元，为高档表需征收消费税：

关税=10000×15%=1500 元

消费税=(10000+1500)×20%÷(1-20%)=2875 元

增值税=(10000+1500+2875)×17%=2443.8 元

加综合关税后价格=10000+1500+2875+2443.8=16818.8 元

按行邮税计算，加行邮税后价格=10000×(1+30%)=13000 元

据此，国内有税商品的价格比免税规则实行的价格高 29.4%。

➤ 假设表的到岸价格 CIF 为 5000 元，为普通表不需征收消费税：

关税=5000×15%=750 元

增值税=(5000+750)×17%=977.5 元

加综合关税后价格=5000+750+977.5=6727.5 元

按行邮税计算，加行邮税后价格=5000×(1+20%)=6000 元

据此，国内有税商品的价格比免税规则实行的价格高 12.1%。

5000 元为征收行邮税的临界点，同时又不征收消费税，因此，据此计手表至少便宜 12.1%左右。对于箱包（皮质），最惠国税率也在 10%-20%之间，因此，行邮税，只有皮质征收为 20%，与上面计算结果相仿。

表 1: 离岛旅客每人每次购买免税商品数量范围以及税率比较

商品品种名称	免税购买数量(件)	国内有税商品应交税			海南免税商品
		进口关税税率		增值税	进境物品税率 (超额应交税)
		最惠国	普通		
首饰	2	10%~35%	100%~300%	17%	1.金银首饰、铂金首饰和钻石及钻石饰品 5% 2.其他贵重首饰和珠宝玉石 10%
工艺品	2	12%左右	120%		-
手表	2	11%~23%	80%~100%		高档(不含增值税销售价格 1 万以上) 20%
香水	2	10%	150%		30%
化妆品	5	10%左右	150%		30%
笔	5	20%~25%	40%~100%		-
眼镜(含太阳镜)	2	6%~20%	70%~90%		-
丝巾	2	14%	130%		-
领带	2	14%	130%		-
毛织品	2	10%	130%左右		-
棉织品	2	10%	80%左右		-
服装服饰	5	14%~16%	90%~130%		-
鞋帽	2	10%~24%	80%~100%		-
皮带	2	10%~14%	100%		-
箱包	2	10%~20%	100%		-
小皮件	4	-	无相应项目		-
糖果	5	10%~20%左右	50%左右(不含可可)		-
体育用品	2	-	-		-

资料来源: 航运在线、国税局、中投证券研究所

因此, 我们可以得出以下结论:

①海南免税品价格会低于国内有税商品价格。5000 元以下消费品价格便宜幅度超过 30%。同时, 5000 元以上免税品, 价格越高优惠的幅度越大。

②海南免税店价格相对相应香港价格是有竞争力的。首先, 由于海南免税品主要是以向海南游客销售为目的(在旅游的同时购物), 从而通过免税购物的方式吸引更多的游客去海南旅游。因此, 与香港已避税天堂著称的购物方式不同, 即使海南免税品价格相对较高, 相对香港仍会有竞争优势(因为来去香港也有相应的交通成本, 除非是离香港特别近, 而去海南交通成本本就计算在旅游成本之内)。其次, 按照上面的计算, 对于超过 1 万元左右的商品, 基本比国内有税商品价格优惠接近或超过 30%, 价格越过优惠额度越多, 与香港优惠幅度相近。最后, 对携带某些免税品从香港入境仍需缴纳行邮税, 具体情况更边检的松紧程度有关。

需要指出的是: 针对我们上面对行邮税税基的计算假设采用, 到岸价格。对于行邮税税基采用什么标准, 目前仍没有具体政策细节。按现行的香港及国外入境行邮税完税价格准则(2007 年 6 月修订版)来看, 低于到岸价格(大部分商品), 因此, 如果按此准则将会对海南免税店的经营更有利。当然, 此

规则已出台三年多的时间，不排除政府可能重新修改此项规定，或另外为海南量身定制一套标准。但我们认为，无论最后采取何种方式，从政府部门制定政策的目的和立场，以及中免公司的角度来讲，都会使海南免税品价格相对香港市场价格有一定竞争力：

今日上午，据媒体报道，国家财政部关税司申书海副司长在北京接受记者采访表示：据测算，实施“离岛免税”政策后，购买 5000 元以下的商品，和含税进口商品相比，税率优惠大约在 30% 至 50% 之间。购买一件单价 5000 元以上的商品（缴纳进境物品进口税），税率优惠大约在 15% 至 30%。

(http://news.ifeng.com/gundong/detail_2011_03/24/5338569_0.shtml)

同时，据媒体报道，中免公司副总经理、三亚免税店董事长王轩亦强调，国际品牌商品尤其是奢侈品在亚太地区均是实行统一销售价格战略，并且该公司对海南政府承诺三亚免税店的进口商品零售价与香港同类商品持平或略低，因此，知名品牌商品不会高于香港品牌专柜价格。他还表示，同样进口商品的免税零售价格将低于国内有税价格约 15% 至 35%。

(<http://www.chinanews.com/cj/2011/03-24/2927042.shtml>)

结论：

因此综合上面分析：相对市场前期两种猜测，对于超过限额商品，从税率的角度讲，可能会低于预期，但通过上面分析和计算我们可得出结论，无论是与国内还是与香港免税品相比，海南免税商品都具有较强的价格优势和市场竞争能力。同时，我们认为，单价 5000 元以上商品可以与单价 5000 元以下商品同时购买的规定，对人均消费提升的影响远远大于税率略低于预期（假设市场此前采用了较为乐观的估计）对免税品销售的不利影响。因此，我们的结论是：本次海南免税政策超预期。

1.4 不同于其他国家的规则：同类商品购买数量限制

按照细则，海南免税品同类商品限购数量约为 2~5 件，这是此前没有预期到的，也是韩国济州岛、日本冲绳以及台湾澎湖岛免税店所没有的规则（详见我们此前出的专题报告《国人离岛免税的国际比较及海南地区政策展望》）。我们认为这主要是为了限购额度相对较高时，保证所购商品以自用为目的，且给出的数量限额（如表 1）基本都能满足消费者需求，该限制偏中性。

1.5 存在不确定性的地方：海口免税店经营权花落谁家？

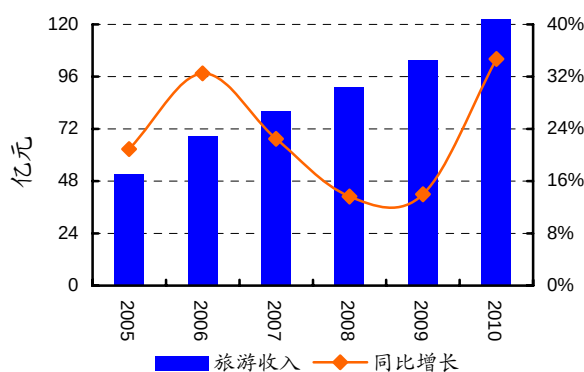
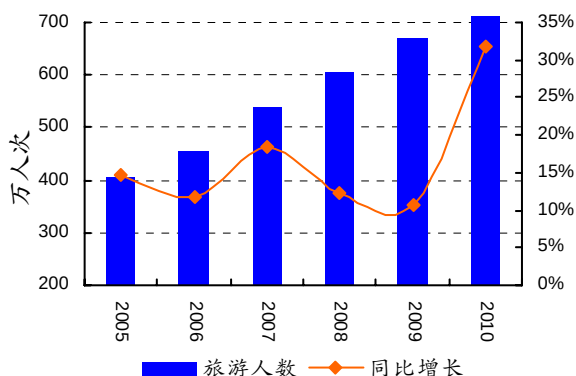
按照细则：离岛免税店是具有实施离岛免税政策资格并实行特许经营的免税商店。海口、三亚两地各开设一家离岛免税店进行试点。其中，三亚免税店在原批准设立的离境市内免税店基础上，增加其实施离岛免税政策功能，自本公告执行之日起启动试点。海口免税店待离岛免税店经营主体、选址及相关配套设施确定并经有关部门批准后启动试点。由于三亚免税店目前是由中免独资的，因此，海口免税店专营权是给中免还是由中免和其他企业合资经营，抑或是由别的企业经营，存在一定的不确定性。此前有媒体报道称，海南中免免税店专营权可能打破，对此我们认为：海口免税店由中免和其他（如能代表地方利益）的企业经营经营的可能性比较大，另外，三亚是海南省的游客主要聚集地，因此我们认为，中免能专营三亚免税店市场空间已非常大。

2 海南免税行业市场空间巨大

2010 年三亚全市全年接待过夜游客 882.65 万人次(按国家旅游局统计口径, 含国际邮轮游客), 同比增长 15.59%。其中: 国内游客 841.14 万人次, 同比增长 14.94%; 境外游客 41.51 万人次, 同比增长 30.62%。旅游总收入 139.64 亿元, 同比增长 34.7%; 旅游收入增幅比旅游接待人次增幅高出 19.11 个百分点, 入境游接待人次增幅比国内游接待人次增幅高出 15.68 个百分点。

图 1: 2010 年三亚市旅游过夜人数达 883 万人次

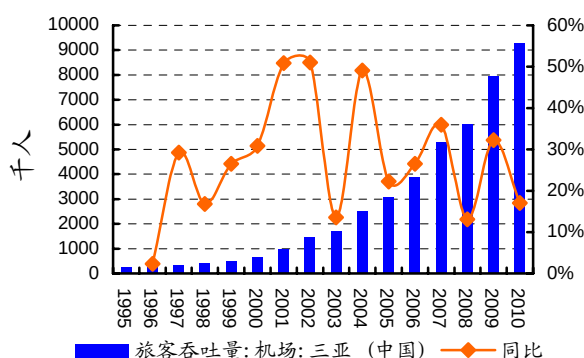
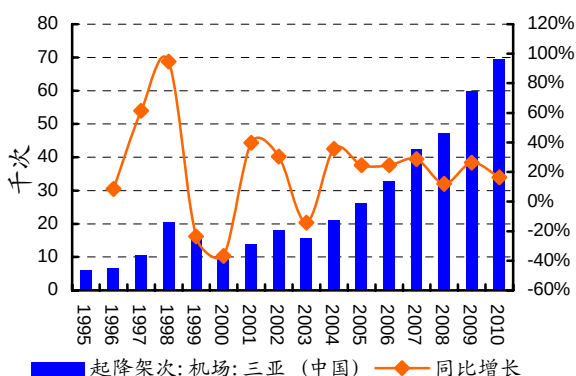
图 2: 2010 年三亚市旅游总收入达 140 亿元



资料来源: 三亚旅游局、中投证券研究所

图 3: 2010 年三亚机场起降架次已达 7 万次

图 4: 2010 年三亚机场吞吐量已达 929 万人



资料来源: wind、中投证券研究所

根据我们此前专题报告《国人离岛免税的国际比较及海南地区政策展望》中资料显示, 目前济州岛和冲绳岛人均消费约 100 美元。2009 年内地赴港过夜与不过夜旅客人均消费分别为 6620 元及 2352 元, 而中国游客目前仅在济州岛新罗免税店一家店面的人均消费就已达 200 美元。另据 AC 尼尔森咨询机构较早前的一项调查, 中国人欧洲游途中在商店里的平均花费为 1500 欧元, 中国游客的购买力明显超过其它国家游客。

按照前面分析, 人均消费可能高于我们此前预期, 我们假设为 2500 元, 同时购物人数比例为 25%。以 2010 年的三亚机场吞吐量的 1/2 为基数, 静态空间约为 35 亿元。由于今年为运营的第一年, 打七折后为 24.5 亿元, 又由于从 4 月 20 日才开始运行, 因此, 按 2010 年 5-12 月游客占比 55%, 测算约能给公司增加营业收入 13.5 亿元。

同样按照以 2010 年的三亚机场吞吐量的 1/2 为基数，明年运营相对成熟，假设打八折则明年营业收入 28.0 亿元。

表 1：三亚国人离岛免税业务静态市场空间约 35 亿元（以 2010 年三亚机场吞吐量 46.5 万人次的 1/2 为基准）

免税业务收入 (亿元)		人均购物支出 (元)						
		1000	1500	2000	2500	3000	3500	4000
购物 人 数 比 例 资 料	10%	7.0	9.3	11.6	13.9	16.3	18.6	20
	15%	10.5	13.9	17.4	20.9	24.4	27.9	31
	20%	13.9	18.6	23.2	27.9	32.5	37.2	41
	25%	17.4	23.2	29.0	34.9	40.7	46.5	51
	30%	20.9	27.9	34.9	41.8	48.8	55.8	61
	35%	24.4	32.5	40.7	48.8	56.9	65.1	82
	40%	27.9	37.2	46.5	55.8	65.1	74.4	102
	45%	31.4	41.8	52.3	62.7	73.2	83.6	122
	50%	34.9	46.5	58.1	69.7	81.3	92.9	143

料

来源：中投证券研究所

由于国旅的免税业务这几年毛利率均在 35%左右，考虑到公司可能会通过降低毛利率而平衡香港和三亚免税品的价格，因此，假设毛利率降低 10 个百分点，为 25%。整体期间费用率按 07 年-09 年公司均值 13%，所得税率按 25% 计算，公司净利润率约为 9%，则今年免税业务约能为公司增加净利润 1.22 亿元。同理，2012 年增加净利润 2.52 亿元。**2011-2012 年分别增加 EPS 0.14 和 0.29 元。**

表 2：免税业务净利润率对净利润影响敏感性分析

免税业务净利润 (亿元)		净利润率						
		5%	7%	9%	11%	13%	15%	17%
来源： 免税 业务 收入 资料	19.5	0.98	1.37	1.76	2.15	2.54	2.93	3.32
	18	0.90	1.26	1.62	1.98	2.34	2.70	3.06
	16.5	0.83	1.16	1.49	1.82	2.15	2.48	2.81
	15	0.75	1.05	1.35	1.65	1.95	2.25	2.55
	13.5	0.68	0.95	1.22	1.49	1.76	2.03	2.30
	12	0.60	0.84	1.08	1.32	1.56	1.80	2.04
	10.5	0.53	0.74	0.95	1.16	1.37	1.58	1.79
	9	0.45	0.63	0.81	0.99	1.17	1.35	1.53
	7.5	0.38	0.53	0.68	0.83	0.98	1.13	1.28

料

来源：中投证券研究所

3 盈利预测与投资建议

暂不考虑国人离岛免税政策的情况下，我们预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.46、0.67、0.88 元。加上国人离岛免税给公司 11-12 年增厚 EPS 约 0.14 和 0.29 元，公司 2010-2012 年 EPS 分别为：0.46、0.81 和 1.17 元。长期来看，我们认为，公司将是我国经济结构调整大变革背景下最为受益的投资标的之一，其内生性增长与外延扩张均极具看点。我们坚定看好公司的业绩增长和投资价值，考虑到未来公司存在入境免税店政策放开、收购中出服等预期，给予公司 11 年业绩 45 倍的估值，6-12 个月目标价 36 元，维持“强烈推荐”投资评级，建议投资者战略性持有。

表 3：现有政策背景下中国国旅各主营业务增长预测

主营业务类别	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)				
入境游	837.41	1182.30	1413.12	1695.75
国内游	1168.47	1921.00	2190.88	2738.60
出境游	1439.05	2862.15	3056.55	3606.73
免税业务	2219.62	2995.40	3384.93	4231.16
其它	367.11	734.21	844.34	970.99
合计:	6064.51	9695.06	10889.82	13243.23
营业成本(百万元)				
入境游	691.01	997.40	1203.98	1444.78
国内游	1101.81	1860.23	2065.78	2582.23
出境游	1310.20	2575.32	2817.53	3324.68
免税业务	1395.93	2004.67	2183.28	2707.94
其它	185.85	423.82	464.39	534.05
合计:	4693.63	7861.44	8734.95	10593.67

资料来源：中投证券研究所

附件一： 财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告

中华人民共和国财政部公告
2011 年第 14 号

为加快推进海南国际旅游岛的建设发展,国务院决定在海南省开展离岛旅客免税购物政策(以下简称离岛免税政策)试点。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(以下简称离岛免税店)内付款,在机场隔离区提货离岛的税收优惠政策。财政部经商务部、海关总署和国家税务总局,现就试点工作的有关事项公告如下:

一、离岛免税政策的适用对象及条件

(一)政策运用对象,离岛免税政策适用对象是年满 18 周岁,乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客,包括海南省居民(以下简称岛内居民)。

(二)享受政策的条件。离岛旅客免税购物必须同时符合以下条件:

- 1.已经购买离岛机票和持有效的身份证件,国内旅客持居民身份证(港澳台旅客持有效旅行证件),国外旅客持护照;
- 2.在指定的离岛免税店内付款购买免税商品,商品品种和免税购物次数、金额、数量在国家规定的范围内,并按规定取得购物凭证;
- 3.在机场隔离区凭身份证件及购物凭证,在指定的提货点提取所购免税商品,并由旅客本人乘机随身携带离岛。

二、离岛免税店、免税商品品种、免税税种

1.离岛免税店。离岛免税店是具有实施离岛免税政策资格并实行特许经营的免税商店。海口、三亚两地各开设一家离岛免税店进行试点。其中,三亚免税店在原批准设立的离境市内免税店基础上,增加其实施离岛免税政策功能,自本公告执行之日起启动试点。海口免税店待离岛免税店经营主体、选址及相关配套设施确定并经有关部门批准后启动试点。

2.免税商品品种。免税商品限定为进口品,试点期间,具体商品品种限定为:首饰、工艺品、手表、香水、化妆品、笔、眼镜(含太阳镜)、丝巾、领带、毛织品、棉织品,服装服饰、鞋帽、皮带、箱包,小皮件、糖果,体育用品共 18 种,国家规定禁止进口,以及 20 种不予减免税的商品除外。

3.免税税种。离岛免税政策免税税种为关税、进口环节增值税和消费税。

三、免税购物离岛次数、金额、数量

1.免税购物离岛次数。非岛内居民旅客每人每年最多可以享受 2 次离岛免税购物政策,岛内居民旅客每人每年最多可以享受 1 次。旅客购物后乘机离岛记为 1 次免税购物。岛内居民旅客身份以居民身份证签发机关为主要依据进行认定。

2.免税购物金额,数量。离岛旅客(包括岛内居民旅客)每人每次免税购物金额暂定为人民币 5000 元以内(含 5000 元),即单价 5000 元以内(含 5000 元)的免税商品,每人每次累计购买金额不得超过 5000 元,购买免税商品数量范围详见附件。此外,旅客在按完税价格金额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 5000 元以上的商品。

四、离岛免税政策实施流程

离岛免税政策主要实施流程包括:离岛免税店进口免税商品,离岛旅客在店内选购付款,免税店根据旅客离岛时间运送货物,旅客在机场隔离区提货并乘机携运离岛等环节。

离岛免税政策试点监管办法由海关总署另行公布。

本公告自 2011 年 4 月 20 日起执行。

特此公告。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百					单位:				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4705	4616	4358	5445	营业收入	6065	9695	10890	13243
现金	3463	2806	2224	2709	营业成本	4694	7861	8735	10594
应收账款	459	662	743	904	营业税金及附加	50	78	89	108
其他应收款	63	150	169	205	营业费用	475	611	653	795
预付账款	124	69	103	166	管理费用	355	562	577	596
存货	592	927	1116	1458	财务费用	4	-24	-25	-25
其他流动资产	5	2	2	3	资产减值损失	10	10	9	10
非流动资产	794	1603	2197	2565	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	165	153	159	156	投资净收益	71	60	70	80
固定资产	456	995	1453	1743	营业利润	548	656	921	1246
无形资产	41	38	33	28	营业外收入	3	16	12	11
其他非流动资产	133	417	553	638	营业外支出	1	3	3	2
资产总计	5499	6219	6555	8010	利润总额	550	670	931	1254
流动负债	1477	2262	2453	2904	所得税	114	134	186	251
短期借款	195	0	0	0	净利润	436	536	745	1003
应付账款	664	1112	1235	1498	少数股东损益	123	134	158	226
其他流动负债	619	1150	1217	1406	归属母公司净利润	313	402	586	778
非流动负债	3	2	2	2	EBITDA	608	859	1331	1886
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.46	0.67	0.88
其他非流动负债	3	2	2	2					
负债合计	1481	2264	2455	2907	主要财务比率				
少数股东权益	314	448	606	832	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	880	880	880	880	成长能力				
资本公积	2399	1799	1199	1199	营业收入	4.2%	59.9%	12.3%	21.6%
留存收益	454	856	1442	2220	营业利润	31.7%	19.8%	40.4%	35.3%
归属母公司股东权益	3705	3508	3494	4272	归属于母公司净利润	41.4%	28.5%	45.9%	32.6%
负债和股东权益	5499	6219	6555	8010	获利能力				
					毛利率(%)	22.6%	18.9%	19.8%	20.0%
					净利率(%)	5.2%	4.1%	5.4%	5.9%
					ROE(%)	8.4%	11.5%	16.8%	18.2%
					ROIC(%)	79.5%	51.7%	41.5%	43.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	26.9%	36.4%	37.5%	36.3%
					净负债比率(%)	13.18	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.18	2.04	1.78	1.87
					速动比率	2.78	1.62	1.31	1.36
					营运能力				
					总资产周转率	2.21	1.65	1.70	1.82
					应收账款周转率	26	17	15	16
					应付账款周转率	14.14	8.85	7.44	7.75
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.36	0.46	0.67	0.88
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	1.19	1.07	1.58
					每股净资产(最新摊薄)	4.21	3.99	3.97	4.85
					估值比率				
					P/E	82.70	64.35	44.10	33.26
					P/B	6.98	7.37	7.40	6.05
					EV/EBITDA	37	26	17	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师, 2010 年《新财富》社会服务业最佳分析师第二名。

主要研究覆盖公司: 中国国旅、中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、金陵饭店、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情、宋城股份等。

陈青青: 中投证券研究所旅游行业助理研究员, 理学、经济学双学士, 南开大学经济学硕士, 2010 年 7 月加盟中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434