



政策尘埃落定，期待业绩证明

增持维持

投资要点:

- 游客仍可购买 5000 元以上商品 1 年，低于有税价格 15%-30%
- 2011-2013 年海南免税业务增厚公司 0.16 元、0.46 元、0.68 元

报告摘要:

- 免税后商品价格将降低于有税价格 15%-50%。细则规定离岛旅客(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，低于国内有税价格 30%-50%。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，每人还可购买 1 件单价 5000 元以上的商品，低于国内有税价格 15%-30%。
- 调高购买渗透率至 30%、人均消费至 300 美元。考虑到海南游客以度假游为主，若以三口之家为一个消费单位，则最高可渗透率为 33.3%，同时海南也不乏商务团队客人，将增加有效消费单位，因此保守选取第一年渗透率 30%。同时，单个游客消费金额并无上限，仍有权利购买一件高价奢侈品，预计 2011 年人均消费为 300 美元。
- 预计 2011-2013 年海南游客增速 12%、免税店净利率 12%。我们依据《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》，调低 2012-2013 前海南省游客增速 12%。同时，考虑到考虑到国旅在海南省的免税店面仍处于扩张期，新店面开业将摊销较大的期间费用，预计 2011-2013 年净利率将维持在 12%。
- 维持增持评级。我们预计 2011-2013 年三亚市内免税店将为公司贡献收入 11.5 亿元、34.1 亿元、49.7 亿元；新增净利润 1.4 亿元、4.1 亿元、6.0 亿元；增厚 EPS0.16 元、0.46 元、0.68 元。同时，我们给予传统旅行社 15 倍的 PE、中免公司 35 倍 PE、海南免税业务 45 倍 PE，对应 2011 年目标价 27.92 元、2012 年目标价 44.8 元。我们维持增持评级，期待公司中报及三季报的业绩证明，届时估值体系将切换至 2012 年，对应目标价 44.83 元。

服务业研究组

分析师:

胡建军 S1180210010226

联系人:

孙妍

电话: 010-88085720

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)	254.23
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

相关研究

- 1 《宏源证券*动态报告*中国国旅: 免税政策渐行渐近, 高增长无疑*601888*旅游酒店行业*孙妍》, 2010.11

主要经营指标	2010E	2011E	2012E	2013E
净利润合计/万元(不包)	40900.00	55824.65	63902.08	73161.50
EPS/元(旅行社)	0.06	0.0673	0.07	0.08
EPS/元(中免公司)	0.41	0.57	0.65	0.75
EPS/元(海南免税销)	0.41	0.57	0.65	0.75
EPS 合计/元	0.46	0.79	1.19	1.51

一、离岛免税细则发布，2011 年增厚公司业绩 0.16 元

离岛免税细则今日发布：规定离岛旅客(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为首饰、工艺品、手表、香水、眼镜(含太阳镜)、丝巾、领带、毛织品、棉织品、鞋帽、皮带、箱包、体育用品等商品均为 2 件，化妆品、笔、服装服饰、糖果等商品均为 5 件，小皮件为 4 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。

基于我们与海南旅游局市场部的沟通，将免税政策对于中国国旅业绩影响的关键假设调整如下：

- 1、2011-2013 年海南省游客保持 12%的年均增长
- 2、2011-2013 年免税购物渗透率分别为 30%、33%、36%
- 3、2011-2013 年人均免税消费 300、360、430 美元，汇率依照 1: 6.5 (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%、12%、12%

调整原因如下，

- 1、调低海南省游客增速至 12%，依据《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》，2012 年前海南省接待游客数年均增长 12%，因此 12%将是对海南省游客增速较为保守的估计
- 2、调高首年购买渗透率 7 个百分点至 30%，考虑到海南游客以度假游为主，若以三口之家为一个消费单位，则最高可渗透率为 33.3%，同时海南也不乏商务团队客人，将增加有效消费单位，因此保守选取第一年渗透率 30%
- 3、调高人均消费至 300、360、430 美元，免税政策规定游客可选择总额及单价均不高于 5000 元的商品若干件（具体件数取决于商品种类），此类商品免税额度高达 30%-50%，同时可购买 5000 元以上的商品一件，免税额度可达 15%-30%，因此单个游客消费金额无固定限制，仍有购买一件高价奢侈品的权利，结合以海南为目的地的游客的消费能力，我们认为实施元年 300 美元，约 1950 元人民币的人均消费为合理估计
- 4、调低 2011-2012 年的销售净利率 2 个百分点，考虑到国旅在海南省的免税店面仍处于扩张期，新店面开业将摊销较大的期间费用，因此净利润短期内难以提振，预计近三年净利润率维持 12%不变

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）	393.75	882.00	987.84
渗透率	30%	33%	36%
人均消费（美元）	300.00	360.00	430.00
公司市场占有率	50%	50%	50%
净利润率	12%	12%	12%
公司新增收入（万元）	115171.88	340540.20	496982.30
公司新增净利润（万元）	13820.63	40864.82	59637.88
总股本（万股）	88000	88000	88000
增厚 EPS（元）	0.16	0.46	0.68

资料来源：宏源证券

二、期待业绩证明，维持增持评级

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 11.5 亿元、34.1 亿元、49.7 亿元；新增净利润 1.4 亿元、4.1 亿元、6.0 亿元；为公司增厚 EPS0.16 元、0.46 元、0.68 元。

同时，我们调整了中国国旅旗下业务的分类估值，传统旅行社给予 15 倍的 PE；对比商业零售企业的估值，调低中免公司 PE 至 35 倍；考虑到海南免税业务将在未来三年维持 50 左右的增长，给予 45 倍 PE，对应 2011 年目标价 27.92 元、2012 年目标价 44.8 元。我们维持增持评级，期待公司中报及三季报的业绩证明，届时估值体系将切换至 2012 年，对应目标价 44.83 元。

表 3：2011 年中国国旅分业务估值

	2010E	2011E	2012E	2013E	2011PE	2011 目标价格	2012 目标价格
旅行社/万元	5387	5925	6518	7170			
EPS/元	0.06	0.0673	0.07	0.08	15	1.01	1.11
中免公司/万元	45363	49899	57384	65992			
EPS/元	0.52	0.57	0.65	0.75	35	19.85	22.82
海南岛免税销售/万元		13821	40865	59638			
EPS/元		0.16	0.46	0.68	45	7.07	20.90
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	0.79	1.19	1.51		27.92	44.83
EPS 合计/元	5387	5925	6518	7170			

资料来源：公司公告、宏源证券

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。