

海南省免税品有限公司批准成立负面影响有限

事件

财政部网站消息，为进一步推进海南国际旅游岛建设，经国务院批准，近日，财政部会同商务部、海关总署、国家税务总局审查通过了由海南省属国有独资企业出资成立海南省免税品有限公司的组建方案和公司章程，允许海南省免税品有限公司在海南省范围内开展经营国家批准的离岛免税品、建设免税店等相关业务。

我们的观点

- **海南省免税品有限公司的成立，有利于进一步扩大海南国人离岛免税政策的影响，有利于进一步争取政策，做大市场。**目前三亚免税店的接待人次占到离岛人次的近47%，仍有53%的离岛人次没有入店，此次海南省免税店有限公司成立，海口机场店的开业，有利于进一步开拓这部分市场，加深国人离岛免税的影响力。未来，对争取5000元免税额的上移也将起到积极作用。如果政策获批提高至1万元的免税额度，将使市场空间扩大一倍以上。
- **短期对国旅三亚店有一定负面影响，但有限。**1. 根据媒体报道 <http://zixun.wlstock.com/zixun/002001/2011/05110844232471.html>，海口店位于海口美兰机场内，分A、B两区域，总面积2150平方米，不到中免三亚店的三分之一。2. 开业初期，公司将选择中间供货商（德国免税业龙头企业汉纳曼集团），之后将逐步发展直采供货商。因此短期内在产品品类上与三亚店有一定差异，预计食品类将占到相当比重。3. 三亚店在海口机场提货人次仅占15%，比重相对较小。综上，我们预计国旅三亚店受到的负面影响（分流）在10-15%。
- **海南省免税品有限公司开店到三亚的可能性目前仍较小。**虽然此次批复的经营范围是“海南省范围内”，但从政策操作及我们的调研来看，海口美兰机场店已提上议事日程，预计短期内有望开业，从国务院“鼓励适度竞争”角度出发，我们认为在未来相当时间，海口的市内店有一定的可能性，而到三亚开店的可能性则相对较小。
- **维持公司“买入”评级。**从我们跟踪来看，十一开始海南旅游人次逐步上升，十月的日均销售预计超过420万，十一月开始日均超过500万，十一月下旬将进入海南旅游的旺季，预计人次和日销售再创新高。由于三亚店经营面积有限，已经开始逐步限流，预计旺季限流将成常态，从这一点来讲，海口店旺季的分流有限。维持对公司11-13年每股收益分别为0.80元、1.23元和1.60元的预测，给予12年30倍PE，对应目标价36.9元。
- **催化剂：入境店政策获批。**



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨春燕

8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

投资评级

买入 增持 中性 减持 **(维持)**

股价（2011年11月7日）

27.80元

目标价格

36.90元

总股本/A股（百万股）

880

A股市值（亿元）

245

国家/地区

中国

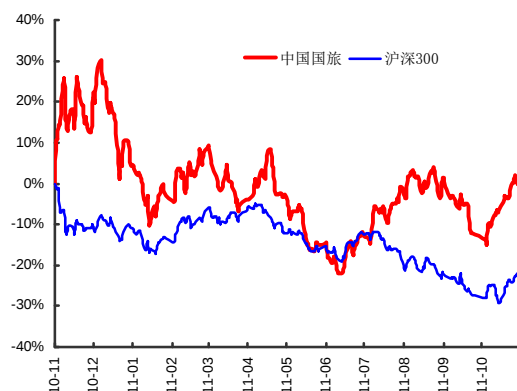
行业

旅游

报告发布日期

2011年11月8日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9608	13466	17025	21007
同比(%)	58%	40%	26%	23%
归属母公司净利润	555	935	1444	1884
同比(%)	31%	72%	53%	30%
毛利率(%)	18.9%	20.1%	21.3%	21.7%
ROE(%)	10.0%	14.8%	18.7%	20.1%
每股收益(元)	0.47	0.80	1.23	1.60
P/E(倍)	59.74	34.63	22.69	17.39
P/B(倍)	5.96	5.14	4.24	3.49
EV/EBITDA	28	16	11	8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附：

财政部就国家赋予海南省免税品特许经营权答问

财政部网站

财政部企业司有关负责人就“国家赋予海南省免税品特许经营权”答记者问

问：该项政策出台的背景和意义是什么？

答：根据 2009 年 12 月出台的《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，由财政部牵头对离岛旅客免税购物政策(下称离岛免税政策)的可行性进行了深入研究，并会同商务部、海关总署、国家税务总局对国内外免税品管理和经销进行了认真调研。在此基础上，向国务院报送了《关于在海南开展离岛旅客免税购物政策试点工作的研究报告》，提出了“对离岛免税店采取特许经营的方式，由财政部、商务部、海关总署、国家税务总局统筹安排离岛免税店的建设、经营，避免重复投资和经营免税店”的建议。

目前，三亚市离岛免税店已经明确由中国国旅(27.80,-0.14,-0.50%)集团有限公司下属中国免税品(集团)有限责任公司经营，并在 2011 年 4 月 20 日正式启动政策试点。2011 年，海南省政府向国务院提出了由海南省成立省属国有独资企业的海南省免税品有限公司并赋予免税品特许经营权的申请。根据国务院要求，财政部商有关部门审核同意了由海南省属国有独资企业出资成立海南省免税品有限公司，审查通过了公司章程中的相关内容，赋予海南省免税品特许经营权，在海南省范围内开展经营国家批准的离岛免税品、建设免税店等相关业务。近日，公司即将成立。

赋予海南省免税品特许经营权，是实施海南离岛免税政策最为重要的配套政策措施之一，将有利于充分调动海南省的积极性，更好地发挥离岛免税政策作用；有利于鼓励适度竞争，避免垄断经营，促进海南省免税品市场的健康发展。

问：免税品为何要实行特许经营？目前，准许在我国开展免税品经营业务的企业主要有哪些？

答：免税品经营业务免掉的是关税、进口环节增值税和消费税等进口环节中央税收，因此，免税品经营者具有很强的竞争优势，其获得的利润也主要是依靠特殊的国家政策来实现的。为维护国家利益，有效规范免税品市场秩序，我国对免税品采取特许经营的方式，财政部按照国家要求通过征收特许经营费的方式调节免税品经销企业的利润。目前国际上很多国家的免税业务也均体现特许经营的性质。

目前，我国境内经国家批准的免税品经营企业主要有五家。其中，珠海免税企业(集团)有限公司和深圳市国有免税商品(集团)有限公司，成立于上世纪八十年代初，主要在本市范围内从事免税品经营业务；中国免税品(集团)有限责任公司，成立于上世纪八十年代中期，主要经营北京、上海机场(12.98,-0.06,-0.46%)以外的机场和口岸出境免税品业务；日上免税行(外资)，主要经营北京、上海国际机场的进出境免税品业务；第五家是近日批准成立的海南省免税品有限公司，在海南省范围内开展经营离岛免税品、建设免税店等相关业务。其他还有一些在飞机、轮船、列车上经营免税品的企业，但规模都很小。

问：下一步，国家会批准在其他地方成立新的免税品经营公司，经营免税业务吗？

答：国家批准成立海南省免税品有限公司并赋予免税品特许经营权，是为落实《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，在海南实施离岛免税政策所给予的专项配套政策措施。由于离岛

免税政策是国家赋予海南省的一项独有性政策，不具普遍性。同时，免税品经营属国家特许行业，国家对此会有严格控制。因此，目前不会考虑在其他地区批准设立新的免税品经营公司。

问：国家将如何加强离岛免税店管理？

答：在海南离岛免税政策实施前，我国对免税店的管理主要依据经国务院批准，财政部、海关总署、税务总局、国家旅游局联合发布的《关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定》，同时，海关总署的《免税商店及免税品监管办法》主要从海关监管的角度对免税店管理做出了规定。

海南离岛免税店虽然与传统的市内店有相似之处，如店内购物、机场提货，但销售对象从境外旅客转变为离岛旅客，带来顾客数量和商品销售额的激增，由此大大增加了管理的复杂性、难度和风险。海南离岛免税店是在免税管理体制探索中出现的新生事物，在管理政策的制定上既要解放思想、勇于创新，又必须积极稳妥、科学缜密。为此，在大量调查研究基础上，财政部会同商务部、海关总署、国家税务总局即将出台《海南离岛免税购物店管理暂行办法》，专门对离岛免税店的特许经营费、选点布局、组织形式、主体资格确认、违法违规惩处等进行明确规定。今后国家有关主管部门将据此对离岛免税店实施严格管理，确保离岛免税购物政策顺利推进。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5482	7053	8981	11246	营业收入	9608	13466	17025	21007
现金	3784	5335	6089	7980	营业成本	7796	10765	13405	16454
应收账款	738	685	1162	1367	营业税金及附加	70	105	132	160
其它应收款	121	103	185	211	营业费用	685	835	1004	1197
预付账款	241	206	341	414	管理费用	467	606	664	798
存货	590	724	1205	1276	财务费用	-31	-17	-26	-34
其他	8	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	999	1023	1160	1280	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	168	169	170	169	投资净收益	89	72	77	79
固定资产	544	605	688	774	营业利润	710	1245	1923	2510
无形资产	48	31	30	28	营业外收入	7	4	4	4
其他	239	218	274	309	营业外支出	2	3	2	2
资产总计	6482	8076	10141	12527	利润总额	715	1246	1925	2512
流动负债	1966	2679	3370	4033	所得税	160	312	481	628
短期借款	187	127	170	162	净利润	555	935	1444	1884
应付账款	816	1615	2011	2468	少数股东损益	145	228	366	477
其他	963	937	1189	1404	归属于母公司净利	410	706	1078	1407
非流动负债	4	2	3	3	EBITDA	765	1276	1957	2545
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.80	1.23	1.60
其他	4	2	3	3	主要财务比率				
负债合计	1970	2681	3373	4036	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	409	637	1003	1480	成长能力				
股本	880	880	880	880	营业收入	58.4%	40.2%	26.4%	23.4%
资本公积	2401	2401	2401	2401	营业利润	29.5%	75.4%	54.5%	30.5%
留存收益	859	1478	2485	3730	净利润	30.9%	72.5%	52.6%	30.5%
归属母公司股东权益合计	4103	4758	5766	7011	获利能力				
负债和股东权益	6482	8076	10141	12527	毛利率	18.9%	20.1%	21.3%	21.7%
现金流量表					净利率	4.3%	5.2%	6.3%	6.7%
单位:百万元					ROE	10.0%	14.8%	18.7%	20.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.9%	18.8%	24.0%	25.9%
经营活动现金流	454	1694	822	2104	偿债能力				
净利润	555	935	1444	1884	资产负债率	30.4%	33.2%	33.3%	32.2%
折旧摊销	87	48	60	69	净负债比率				
财务费用	-31	-17	-26	-34	流动比率	2.79	2.63	2.67	2.79
投资损失	-89	-72	-77	-79	速动比率	2.49	2.36	2.30	2.47
营运资金变动	-71	698	-563	248	营运能力				
其它	4	102	-16	17	总资产周转率	1.60	1.85	1.87	1.85
投资活动现金流	454	-10	-67	-77	应收账款周转率	16	19	18	16
资本支出	170	88	117	127	应付账款周转率	10.54	8.86	7.39	7.35
长期投资	-23	-16	5	3	每股指标 (元)				
其他	601	62	55	53	每股收益	0.47	0.80	1.23	1.60
筹资活动现金流	-78	-133	-1	-136	每股经营现金流	0.52	1.93	0.93	2.39
短期借款	-8	-60	42	-8	每股净资产	4.66	5.41	6.55	7.97
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	59.74	34.63	22.69	17.39
资本公积增加	1	0	0	0	P/B	5.96	5.14	4.24	3.49
其他	-72	-74	-43	-127	EV/EBITDA	28	16	11	8
现金净增加额	287	1551	753	1891					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn