

刘璐丹 S0190210060005
021-3856 5944

推荐 (维持)

梦想即将照进现实

2010 年 11 月 10 日

投资要点

事件:

近日,上证报及多家媒体报道,海南国际旅游岛国人离岛免税购物政策取得了阶段性突破。据有关人士透露,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。

点评:

- 媒体报道中,有关政策的细则大大超过了市场之前的预期。

根据上证报报道,“免税政策有望在 2011 年 1 月 1 日正式开始实行”,预计人均购物限额 5000 元人民币。这是自今年 1 月份,国务院发布《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》之后,首次明确提及免税政策的具体实施日期;5000 元的人均购物限额也是高于了之前的市场预期。

我们原依据济州岛和冲绳岛的人均购物额,按人均购物额 200-500 美金(折合人民币 1300~3400 元),测算海南岛国人免税购物市场规模。若人均购物限额最终定为 5000 元,那么根据我们原测算逻辑,海南岛的免税购物市场规模可达 110 亿元,三亚市的免税购物市场规模可达 48 亿元。随预期人均购物额的大幅提升,免税购物市场规模较原市场预期也扩大了 80%以上。

表 1、不同人均购物限额下的市场空间测算

海南岛游客人次 (万人)	其中:国内游客	其中:国际游客	国内游客购物率	国际游客购物率	对应免税市场空间 (亿元人民币)
人均购物限额: 2000 元	2195	55	10.00%	5.00%	44.01
人均购物限额: 5000 元	2195	55	10.00%	3.00%	109.83
三亚市游客人次 (万人)	其中:国内游客	其中:国际游客	国内游客购物率	国际游客购物率	对应免税市场空间 (亿元人民币)
人均购物限额: 2000 元	637	32	15.00%	5.00%	19.18
人均购物限额: 5000 元	637	32	15.00%	3.00%	47.83

资料来源:兴业证券研发中心

注:游客人数以 09 年基数测算;国际游客人均购物额以 09 年中国入境游客人均购物消费额为基数计算。

报道中，除人均购物额超预期外，提货方式也是非常有利于市内店销售的“店内付款提货，海关离境验放”的澳大利亚模式，更是有利于目前岛内唯一的市内免税店---三亚市内免税店。

表 2、原预期与报告细则对比

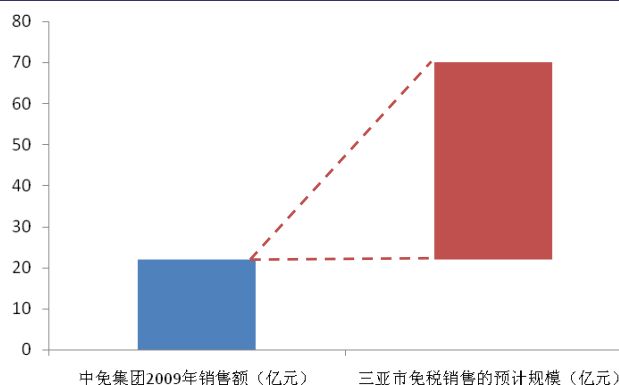
	原预期	报道细则
国内游客人均免税购物额度	2000~5000 元	5000 元
提货模式	市内店未知 目前其他地区的市内店是“店内购物、海关提货”的模式，离境游客市内店购物较繁琐	“店内付款提货，海关离境验放”的澳大利亚模式
实施日期	具体日期未知	2011 年 1 月

资料来源：兴业证券研发中心

- **5000 元/人的人均购物限额，将大幅扩宽三亚市内免税店的盈利空间，中国国旅直接受益。**

中免集团 09 年免税品业务的销售规模为 22 个亿，目前零售业务的主要盈利来自机场店，根据国家政策，主要面向离境游客销售，整个游客基数小、免税品对于这部分游客的吸引力也较小。国人免税购物政策的放开，将直接为中免增加一块新的业务，三亚国人免税市场的增量就为现中免集团免税销售额的 200%；政策的放开带来的增长空间极大。

图 1、中免集团的免税销售业务收入、利润基数小；未来增长空间极大



数据来源：wind，兴业证券研发中心

- **三亚市内免税店现状：**2010 年 9 月，三期合计 7000 平米如期全部开业；明年年初完成三期所有品牌的进驻。

三亚市内免税店三期项目，合计 7000 平米的门店如期陆续开业。我们认为若明年 1 月份政策落实，三亚店可即刻与国内客源接待接轨；2011 年即刻体现三亚店的利润。

表 3、三亚市内店概况

	开业时间	面积	品类
一期	2009.09	1500 平米	香化类
二期	2010.04	2500 平米	首饰、钟表类
三期	2010.09	3000 平米	知名品牌专卖店（共计将引入 15 个国际知名品牌，截止 10 月底，已有 9 家完成装修、对外营业）

资料来源：兴业证券研发中心

- **重申对中国国旅的“强烈推荐”评级。**我们将根据政策公布后的细则，具体上调公司 2011 年以后的盈利预测；目前暂维持三季报后的 2010~2012 年的盈利预测分别为 0.49 元、0.65 元、0.79 元。若政策于 2011 年 1 月确定，则公司可从明年起享受政策带来的利润增厚；预计三亚免税店的开业将大幅增厚 2011~2012 年净利润分别为 8000 万、1.54 亿；分别增厚每股收益 0.09 元/0.18 元。重申对中国国旅的“强烈推荐”评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。