

餐饮旅游

署名人: 曾光

S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

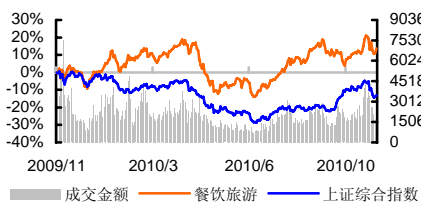
评级调整: -

行业基本资料

上市公司家数	27
总市值(亿元)	1345
占A股比例(%)	0.28%
平均市盈率(倍)	118.75

行业表现

(%)	1M	3M	6M
餐饮旅游	5.88	5.52	27.01
上证综合指数	-3.04	7.47	10.43



相关报告

《餐饮旅游-2010年前三季度旅游板块净利润同比增长33%》2010-11-2

《餐饮旅游-板块整体估值回落 季报表现良好 布局机会凸显》2010-11-1

《餐饮旅游-短期或有调整带来布局 2011年板块机会》2010-10-12

餐饮旅游行业 系列专题研究之二

看好

国人离岛免税的国际比较及海南地区政策展望

投资要点:

- 国人离岛免税政策已成为打造国际旅游岛的必备要素。从较早的韩国济州岛、日本冲绳岛、到最近的台湾地区澎湖岛，国人离岛免税都成为振兴当地旅游经济、扩大内需、发展国际自由城市的重要配套政策。而从实证角度来看，国人离岛免税通常都取得了不俗的效果。
- 韩国济州：国人离岛免税限次数限金额，但平效可达10万美元。济州岛国人离岛免税政策主要有年满19岁，1年限购4次，1次限购40万韩元。经营面积1619平米的济州机场店一家免税店2007年的营业额已近2亿美元。目前两家公司分别在济州岛运营机场港口店和市内免税店，属于差异化竞争的寡头垄断格局。
- 日本冲绳：国人离岛免税不限次数限金额，平效达1.5万美元。冲绳岛国人离岛免税政策主要有不限次数，1次限购20万日元，不销售香烟和本国商品。目前冲绳仅有DFS从事国人离岛免税经营，经营面积为1.3万平米的DFS Galleria年销售额近2亿美元。
- 台湾澎湖：刚开放离岛免税政策，不限次数限金额。澎湖国人离岛免税政策主要有不限次数（但频繁进出者有相应规定）、1次限购3万新台币（烟酒另算）。目前澎湖岛仅1家公司负责经营机场店和市内店。
- 海南国人离岛免税政策展望：每人每次限额5000元人民币，次数限制有可能体现在时间间隔上且可能与金额限制取得平衡；超5000元的单件商品限买1件且按海关总署相关规章补征行邮税；短期遵循“店内购物、离境口岸提货”模式，日后过渡到“店内付款提货，海关离境验放”模式。短期内不涉及新的牌照发放问题。实际政策可能超预期。
- 保守估计三亚离岛免税市场规模20-30亿。我们采用两种方法来测算三亚国人离岛免税业务静态的市场空间。一种是以离岛（境）国内外游客人数为基准，一种是以平效为基准。通过初步估算，仅三亚一地就可“再造”一个中免。
- 维持中国国旅“强烈推荐”投资评级。预期公司10-12年EPS分别为0.51、0.67、0.88元。假定海南国人离岛免税政策从明年1月1日开始实行，则11年-12公司业绩保守预测将达到0.72、1.07元；中性预测将达到0.83、1.24元、乐观预测将达到1.00元、1.47元。海南国际免税城项目也将在中长期打开公司成长的想像空间。我们坚定看好公司的业绩增长和投资价值，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：海南国人离岛免税政策推出时间低于预期；政策最后定稿内容低于预期；市场竞争格局的改变。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
601888	中国国旅	0.36	0.51	0.72	1.00	89.28	62.75	44.04	31.73	强烈推荐
000888	峨眉山A	0.36	0.49	0.67	0.83	51.66	37.35	27.59	22.10	推荐
600054	黄山旅游	0.34	0.49	0.62	0.74	54.67	37.83	29.93	25.04	推荐
600138	中青旅	0.61	0.60	0.79	1.01	25.12	25.49	19.23	15.07	推荐
000978	桂林旅游	0.09	0.20	0.41	0.48	131.55	60.92	30.05	25.71	推荐
002033	丽江旅游	0.33	0.16	0.84	1.03	85.81	172.83	33.64	27.43	推荐
002159	三特索道	0.19	0.28	0.47	0.68	98.29	64.24	39.00	26.63	推荐
600754	锦江股份	0.47	0.70	0.59	0.75	58.12	38.70	46.00	36.29	推荐
600258	首旅股份	0.69	0.88	1.07	1.31	33.23	26.14	21.40	17.57	推荐
002306	湘鄂情	0.38	0.46	0.61	0.79	61.57	51.35	39.04	29.90	中性

目 录

1、案例一：韩国济州岛国人离岛免税店.....	3
2、案例二：日本冲绳岛国人离岛免税店.....	4
3、案例三：台湾澎湖离岛免税店.....	5
4、案例四：中出服市内免税店.....	6
5、海南国际旅游岛国人离岛免税政策展望.....	8
6、保守估计三亚离岛免税市场规模 20-30 亿.....	10
7、维持中国国旅“强烈推荐”投资评级.....	12

图表目录

图 1：海南省游客人数呈加速增长态势.....	9
图 2：海南省旅游总收入呈加速增长态势.....	9
图 3：国内游客占海南游客总数比重为 95%以上.....	9
图 4：国内旅游收入占海南旅游总收入比重约 90%.....	9
图 5：2009 年三亚市旅游过夜人数达 669 万人次.....	10
图 6：2009 年三亚市旅游总收入达 104 亿元.....	10
图 7：三亚过夜游客人数占全省约 30%.....	11
图 8：三亚旅游收入占全省比重接近 50%.....	11
图 9：2009 年三亚机场吞吐量已达 794 万人.....	11
图 10：2009 年海南省机场吞吐量已达 1633 万人.....	11
表 1：韩国济州离岛免税店相关政策规定.....	4
表 2：日本冲绳离岛免税店相关政策规定.....	5
表 3：台湾澎湖离岛免税店相关政策规定.....	6
表 4：中出服市内免税店相关政策规定（以北京店调研总结而成）.....	7
表 5：旅客进出境行李物品分类表（海关总署 1996 年 8 月 15 日）.....	7
表 6：2002 年入境旅客行李物品和个人邮递物品征收进口税税率表.....	7
表 7：周边国家和地区国人离岛免税政策对比分析.....	9
表 8：海南国际旅游岛国人离岛免税店相关政策展望.....	10
表 9：三亚国人离岛免税业务静态市场空间约 26 亿元.....	12
表 10：以平效测算的中免三亚市内免税店的收入规模.....	12
表 11：预计三亚市内免税店 2011 年将为公司带来 0.05-0.33 元的业绩增厚.....	13
表 12：预计三亚市内免税店 2012 年将为公司带来 0.19-0.59 元的业绩增厚.....	13
表 13：现有政策背景下中国国旅各主营业务增长预测.....	13
表 14：海南国人离岛免税政策放行后公司业绩弹性分析.....	14

1、案例一：韩国济州岛国人离岛免税店

济州岛是韩国最大的岛屿，总面积 1848 平方公里，大体是香港的 1.7 倍，新加坡的 3 倍，岛上常住人口仅 56 万，经济发展低于韩国整体水平。

济州岛实行离岛免税政策，是其构建国际自由城市（Jeju Free International City）战略的一部分。1997 年的亚洲金融危机后，经济遭受重创的韩国政府开始探索更加开放、更加国际化和更具竞争力的经济模式。济州经济特区的构想就是在这时开始形成，并逐步付诸实现。2002 年，韩国国会通过了《济州国际自由城市特别法》，首次以法律形式确定了济州岛的特区地位，并推出了《济州国际自由城市建设综合方案》。2006 年初，韩国政府颁布《建立济州特别自治道及开发国际自由城市的特别法》，推出济州开发战略，希望将济州建设成东北亚中心国际城市。同年，济州正式升级为济州特别自治道，拥有高度自治权。除了优惠招商外，济州岛还面向多国推出免签证入境政策。自 2008 年 3 月起，济州开始对持中国护照的游客实行免签证政策，出境时只需出示有效护照以及有效的往返机票即可，可以在济州岛停留 30 天。而在购物方面，济州也给予国际游客离境购物免税的特惠。

目前济州岛共有四家免税运营商：JDC 免税店、乐天免税店、新罗免税店、JTO 免税店。但乐天免税店和新罗免税店仅对离境的韩国人及外国人开放，因此真正的国人离岛免税店为 JDC 免税店和 JTO 免税店。

2002 年 5 月，韩国建设交通部根据“特别法”的规定，政府独资成立了公共事业特殊法人“济州国际自由城市开发中心”，其英文名称为 Jeju Free International City Development Center，简称 JDC，担负首期开发和市场推广的重任，由现在的国土海洋部直属。其投资的 JDC 免税店为岛上唯一的国人免税店，于 2002 年 12 月开业。

JDC 免税店在济州国际机场国内出发厅和济州港的两个码头分别有 3 个门店，面积近 2000 平方米。其中包括济州机场国内出发航站楼出发区候机厅的机场免税店（1619 平方米），济州港第 2 码头出发区等候室（175 平方米）和济州港第 6 码头出发区等候室（198 平方米）的海港免税店。经营对象限于 19 岁以上的、乘坐飞机或轮船离开济州岛的韩国人（包括济州岛居民）和外国人，每人一次购物限 40 万韩元（按目前汇率不到 3000 元人民币）以内，酒类限 1 瓶，香烟限 10 包（1 条）以内，购买次数每年（1.1-12.31）4 次以内，销售包括酒类、烟草、化妆品、香水、手表、手提包、钱包、皮带、太阳镜、领带、围巾、配饰、饼干、人参、文具、玩具等 190 种知名品牌，10000 多种商品。商品来源包括外国和韩国本土，但不销售济州岛的纪念品或土产品（可在土特产品店购买）。购买时，除可以使用日元、美金、韩币等现金结算之外，还可以用信用卡和旅行支票购买。

据统计，2003 年，到设在济州机场和济州港等的 3 处外国人免税店购物的游客达 123 万多人，占从机场和港口前往济州岛的 572 万人的 1/5，销售总额达 1000 多亿韩元。2006 年济州机场出境及离岛旅客 620 万人，其中约 30% 即 190 万人进店购物。济州机场店一家免税店 2007 年的营业额已近 2 亿美元。

事实上，在 2002 年之前，济州岛就有了免税店。新罗免税店（Shilla）属于市内免税店，最早于 1989 年 8 月开业，是济州岛上最早的免税店。新罗免税店的顾客 90% 以上是日本、中国等亚洲国家的观光客，但也有很多韩国人因出差，观光和留学而经常光顾。新罗免税店是三层楼的店面，是济州岛上最大的，其中地上两层是卖场，地下一层是停车场。卖场面积 4950 平米，其中进

口商品 3960 平米，土产品 990 平米。新罗免税店销售的商品包括：路易·威登、爱马仕、蒂芙尼在济州岛唯一的免税卖场，三百余种世界知名品牌商品以及紫水晶、民艺品、泡菜等韩国特产。目前规定出境的本国公民可在免税卖场内购买总限额为 3000 美元的免税品。据《济州日报》报道，根据济州新罗免税店提供资料，目前该店顾客中中国游客所占比重已由 09 年上半年的 50% 上升至 55%，而 2008 年前中国游客比重从未超过 20%，此外，中国游客人均消费 200 美元，也超过了日本游客 130 美元的水平。

乐天免税店 (Lotte) 分市内免税店和机场免税店两个据点。市内免税店位于济州岛中文旅游区，2000 年 3 月开业，营业面积 2214 平方米。济州机场店开业于 2004 年 2 月，营业面积 122 平方米。与上述新罗免税店一样，目前规定出境的本国公民可在免税卖场内购买总限额为 3000 美元的免税品，对外国人则基本无限制。

总的来说，由于新罗免税店和乐天免税店只能向出境游客销售，不能向不出境只离岛的韩国人销售，因此其销售额相对较低。

为了进一步推进国人免税品消费，2009 年 3 月，济州观光公社 (Jeju Tourism Organization) 还在济州岛中文观光园区济州国际会议中心 (ICC) 一楼开设了一家 2000 平方米左右的市内免税店，面向所有国内和国外游客，这同时也是韩国第一家市内国人离岛免税店。

离岛免税和免签政策给济州岛旅游业带来巨大的推动作用。2008 年，济州岛共接待游客约 582.2 万人次，其中外国游客维持在 54 万人次的水平。到了 2009 年，国际游客数量又大幅增长至 63 万人次，增幅 16.9%。其中，济州岛在对中国游客实施免签政策后中国游客增幅加大，2008 年中国到访济州的游客数约为 17.5 万人次，2009 年就一跃增长至近 26 万人次，增长率为 47.8%。”

表 1: 韩国济州离岛免税店相关政策规定

关键词	政策内容
竞争格局	岛上四家免税运营商：JDC 免税店，乐天免税店、新罗免税店、JTO 免税店，其中属于国人离岛免税店的为 JDC 免税店和 JTO 免税店两家
经营业态	JDC 免税店为机场和码头离岛免税店，JTO 免税店为市内免税店。
销售对象	限于 19 岁以上的、乘坐飞机或轮船离开济州岛的韩国人（包括济州岛居民）和外国人。
销售金额（数量）	每人一次购物限 40 万韩元以内，酒类限 1 瓶，香烟限 10 包（1 条）。
购买次数限制	购买次数每年（1.1-12.31）4 次以内。
结算货币	除可以使用日元、美金、韩币等现金结算之外，还可以用信用卡和旅行购买。
提货方式	市内免税店按“店内购物、离境口岸提货”模式。

资料来源：中投证券研究所搜集整理

2、案例二：日本冲绳岛国人离岛免税店

冲绳岛是日本唯一的国人可享受购物免税的地区。冲绳于 1998 年出台了《冲绳发展特别措施基础》，同年颁布《冲绳型特定免税店制度》。由于《冲绳发展特别措施基础》并不能达到原本希望的目标，因在当地政府的极力游说下，2002 年 4 月出台了《冲绳促进法》。2002 年 3 月市内免税购物店制度出台。日本冲绳规定，本国本土、本岛以及外国离岛、离境旅客可以购买免税进

口商品。旅客购买免税商品每次限购 20 万日元(按目前汇率约 1.6 万人民币),但不限次数。经营品种包括除烟草外各类免税商品,免税店不能销售本国产品。

免税店管理和海关监督管理流程是,旅客凭离岛离境机票及身份证明市内购物,机场安检区提货。所有商品销售记录与海关联网,飞机起飞或每天晚上将数据传送到当地海关。游客所购免税品合计超过 20 万日元的,需要缴税,但冲绳海关对购物的次数及数量限制采取了较为灵活、宽松的处理手段,对于一些较小的超量超额购物基本上不予追究。

目前冲绳共有由 DFS 开设的两家离岛免税店,分别是那霸机场免税店(位于国内线旅客候机楼本馆 2 层)和 DFS GALLERIA 冲绳市内免税店(位于那霸市 OMOROMACHI 的“DFSGALLERIA 冲绳”大厦)。其对象为酒、香水以及名牌商品等除烟草外各类免税商品,适用对象为从冲绳县到冲绳县以外的县或其它国家的旅行者。近几年每年到冲绳的旅客保持在 270 万人左右,其中约 75%的旅客即 200 万人进店购物。

DFS 于 2002 年 5 月首次设立那霸机场店,规模很小;2004 年 12 月设立岛上唯一的同时也是世界最大的市内免税店,租期 20 年。整个 DFS 购物商城占地 1.7 万平米,总建筑面积 4 万平米,其中 1.3 万平米为 DFS Galleria,年销售额近 2 亿美元。

表 2: 日本冲绳离岛免税店相关政策规定

关键词	政策内容
竞争格局	由一家公司进行经营,为国际著名免税品运营商 DFS。
经营业态	冲绳离岛免税店由那霸机场免税店和 DFS GALLERIA 市内店组成。
销售对象	本国本土、本岛以及外国的离岛、离境旅客。
销售金额(数量)	每次限购 20 万日元,不销售香烟和本国商品,酒和香水有一定数量限制。
购买次数限制	无次数限制。
提货方式	市内免税店按“店内购物、离境口岸提货”模式。

资料来源:中投证券研究所搜集整理

3、案例三:台湾澎湖离岛免税店

为了带动地方观光发展、增加就业机会,依据“离岛建设条例”设置的澎湖县“澎坊免税商店”2010 年 4 月 8 日正式开业营运,这也是台湾首家离岛免税店。不管台湾旅客还是境外游客,只要是搭机(船)离开澎湖的旅客,都可以在免税店内选购免税商品。

澎坊免税商店分为马公市光华地区澎湖观光产业推广中心 2 楼的菊岛新天地(即离岛市内免税店)和马公机场航站楼 2 楼(即离岛机场免税店)两个经营据点,与日本冲绳类似。店内销售的免税商品包括烟酒、香水化妆品、保养品、皮包皮件、服饰、表笔、珠宝、食品等。国内外旅客及澎湖本地居民只能在离境时购买。菊岛新天地和马公机场相同商品价格相同。

依据《离岛免税购物商店设置管理办法》,购买免税商品的客人购物时需出示个人的身份证、旅行证件、登机(船)证。对于搭乘飞机者,一般离境当天完成预购;对于搭坐轮船者,一般离境前一天完成预购。

澎湖离岛免税店所购买的免税商品有数量限制，包括酒类限一公升（不限瓶数）、卷烟二百支（一条）、雪茄二十五支或烟丝一磅以下，其它商品销售金额也限制在三万元新台币以下（相当于人民币 6000-7000 元）。**游客当次自两个离岛免税网点购买的免税商品，其数量及金额应当合并计算，并以不超过上述所定数量及金额为限。**至于购买烟酒的人，必须是年满廿岁的成年人。不过，**旅客购买免税商品如数量或金额超过限额者，应补缴关税、货物税、烟酒税、烟品健康福利捐及营业税等相关税捐后，始得携出澎湖地区。**

对于菊岛新天地免税店来讲，消费者可先行在店内选购并付款，店家会将商品送至机场或出境码头，供旅客于出境时提货。也即通常所说的“店内购物、离境口岸提货”。

到澎湖离岛免税店选购免税品，还有次数和数量上的限制。旅客在三十天内入出离岛两次以上，或半年内入出离岛六次以上，选购烟酒和其它免税商品的规定数量和金额，均需减半。

表 3：台湾澎湖离岛免税店相关政策规定

关键词	政策内容
竞争格局	由一家公司经营，为澎坊公司
经营业态	澎坊免税商店由市内免税店和机场免税店两部分组成
销售对象	即将离岛的台湾游客（包括澎湖居民）及境外游客。购买烟酒的人，必须是年满廿岁的成年人。
销售金额（数量）	酒类限一公升（不限瓶数）、卷烟二百支（一条）、雪茄二十五支或烟丝一磅以下，其它商品销售金额也限制在三万元新台币以下。游客当次自两个离岛免税网点购买的免税商品，其数量及金额应当合并计算。
购买次数限制	无次数限制。但旅客在三十天内入出离岛两次以上，或半年内入出离岛六次以上，选购烟酒和其它免税商品的规定数量和金额，均需减半。
提货方式	市内免税店按“店内购物、离境口岸提货”模式。

资料来源：中投证券研究所搜集整理

澎湖县财政局表示，该离岛免税店特许经营期限共计 9 年，经营许可费每年不得少于 500 万元新台币，特许经营期，每年（月）需依总营业额的 8.5% 缴交经营许可费给县府。目前澎坊公司估算未来每年营业收入为 2 亿元新台币，特许 9 年营业收入总额为 19 亿元新台币。

4、案例四：中出服市内免税店

据中国出国人员服务总公司（简称中出服）官网介绍，1983 年，经中国政府批准，中国出国人员服务总公司注册，成为中国首家免税外汇商品专营企业。向出国人员供应免税外汇商品，是中国政府在改革开放初期，针对我国各类出国人员所制定的特殊优惠政策。根据这项政策，凡持有中国护照的外交人员、经援人员、援外医疗队、承包劳务人员、留学归国人员、访问学者、远洋船员、航空空勤人员、临时商务出国人员、旅游人员及其他各类出国人员，在归国之时可以按照海关的有关规定在国内各免税商店购买免税外汇商品。

免税店享受的是“境内关外”的待遇，免税店里的商品将免除关税、增值税、消费税等进口环节需缴纳的赋税。免税店里面的商品价格一般比百货商场里的同类商品便宜 20%~40%，如遇促销，甚至更多。

1992年，中国出国人员服务总公司在大连设立了第一家市内免税店——大连免税商场，经营面积1000余平米。开业初期免税商品以家电等为主，随着经济形势的发展，目前经营的免税商品以世界名表、高档化妆品、名牌皮具箱包等精品为主。

目前中出服在国内开设市内免税店的城市除了大连外，还有北京、上海、郑州、青岛、杭州、南京、重庆等。

表 4：中出服市内免税店相关政策规定（以北京店调研总结而成）

关键词	政策内容
销售对象	中华人民共和国护照入境，年满16周岁以上的中国公民。主要包括：我国常驻境外的外交机构人员、留学人员、访问学者、赴外劳务人员（含以研修生身份外派的劳务人员）、援外人员、远洋船员及因公、因私各类长、短期出国（境）人员（含出境旅游者）。
销售金额（数量）	持中华人民共和国护照入境的中国旅客（年满16周岁以上），自入境之日起180天内，均可凭护照在免税商场内免税购买累计不超过2000元的商品；如单件商品超出2000元，只可购买1件商品。
购买次数限制	出国（不含赴港澳台）一次均可获得一次购买资格，但出国间隔时间必须15天以上。
结算货币	一般使用人民币，也可使用美元、欧元、英镑、日元、港币等外汇。
提货方式	不受“必须在口岸隔离区内提货”的限制，可实现店内提货。

资料来源：中投证券研究所搜集整理

表4为我们根据中出服北京市内免税店调研情况总结而成，对照中出服官网上的介绍（应为较早的政策），我们发现市内免税店相关政策有一个渐进宽松的过程。

根据网站说明，持中华人民共和国护照入境的中国旅客（年满16周岁以上），自入境之日起180天内，均可凭护照在免税商场内免税购买一定量的《旅客进出境行李物品分类表》中第一类物品。或按《入境旅客行李物品和个人邮递物品完税价格表》中税率征税购买第三类物品（计件商品）及超大件商品。烟酒产品不在销售范围内。不过对于购买第三类物品的对象有资格规定，仅限于符合条件的外交机构人员、劳务人员、远洋船员、留学人员、访问学者。在过去来讲，第三类物品主要是电视、背投、摄像机、洗衣机、冰箱等。

表 5：旅客进出境行李物品分类表（海关总署1996年8月15日）

商品类别	具体物品
第一类物品	衣料、衣着、鞋、帽、工艺美术品和价值人民币1000元以下（含1000元）的其它生活用品（不计指标）。
第二类物品	烟草制品酒精饮品。
第三类物品	价值人民币1000元以上、5000元以下（含5000元）的生活用品。

资料来源：中出服网站、中投证券研究所

表 6：2002年入境旅客行李物品和个人邮递物品征收进口税税率表

税号	物品名称	税率
1	书报、刊物、教育专用的电影片、幻灯片、原版录音带、录像带、金、银及其制品，食品、饮料、本表2、3税号及备注所不包括的其他商品。	10%

2	纺织品及其制成品化妆品照相机、自行车、手表、钟表（含配件、附件）摄像机、摄录一体机、数码像机、其他电器用具。	20%
3	烟、酒。	50%

资料来源：中出服网站、中投证券研究所

5、海南国际旅游岛国人离岛免税政策展望

2009 年底，《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》指出：由财政部牵头抓紧研究在海南试行境外旅客购物离境退税的具体办法和离岛旅客免税购物政策的可行性，另行上报国务院。

2010 年 6 月，《海南国际旅游岛建设发展规划纲要(2010-2020)》指出：加快出台境外旅客购物离境退税管理办法，稳步推进离岛旅客免税购物政策的实施，统筹安排好离岛免税店、离境免税店的建设和经营，积极探索在现行监管模式下引入竞争机制。

2010 年 6 月，海南国际旅游岛建设领导小组（扩大）会议指出：海南省委书记卫留成表示，抓紧与国家有关部门沟通，争取把境内外游客购物免税、退税政策尽快明确下来，拿出可操作性的具体办法，引进大型免税集团或大型商业公司建设、经营免税店，今年年底前开始运营。

据相关媒体报道，2010 年 8 月，上海世博会海南活动周新闻发布会上，海南省政府副秘书长倪健表示，境外游客已开始实行离境退税，国内游客购物免税政策仍在研究中，预计近期就会有新进展。据介绍，国务院已批复财政部等四部委联合上报的海南购物离境退税实施方案和离岛免税政策研究报告。在报告中，对于购物免税具体的量、次限制，以及品种规模，都做出了详细规定。目前国务院正在推进细则制定，而该报告将成为未来正式政策的制定基础。

近日，据相关媒体报道，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，实施细则预期将在今年年底前出台。而另外来自海南当地的消息则称，免税政策有望在 2011 年 1 月 1 日正式开始实行。

此前市场曾预期，离岛免税的购物额度将限定在 5000 元/人，提货方式则朝“店内付款提货，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。据了解，目前初稿中设计的条件比较不错，但需要指出的，初稿和定稿可能会存在一定的差异性。

目前中免公司已在三亚大东海独自开设了一家市内免税店，总营业面积 7000 平米。2009 年 9 月 1 日，三亚市内免税店一期香水化妆品区正式对外试营业。2010 年 3 月 31 日三亚店二期国际名表、时尚精品、海南特产及珍珠滋补品等（特产、珍珠、滋补品、促销区面向所有游客）对外营业，2010 年 9 月三亚店三期国际精品专卖店大部分区域对外营业，目前仍有部分国际品牌展销区域仍处于装修阶段。

根据我国海关总署的有关规定，目前三亚市内免税店的销售经营对象只能是港澳台同胞及国外游客，且出售对象必须为即将出境人员。出境游客在市内免税店购物时，需要出示护照、机票等出境相关信息。由于海南目前只能实行外国客人离境退税，因此客流量目前较为稀少。就三亚店的整体运营思路而言，国人离岛免税才是其终极目标。

图 1: 海南省游客人数呈加速增长态势

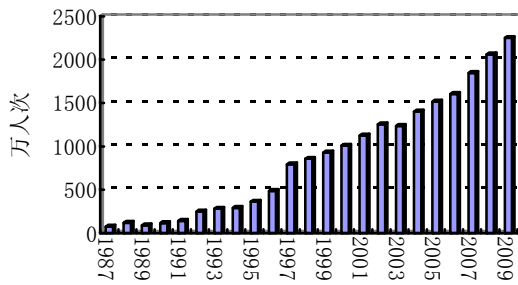
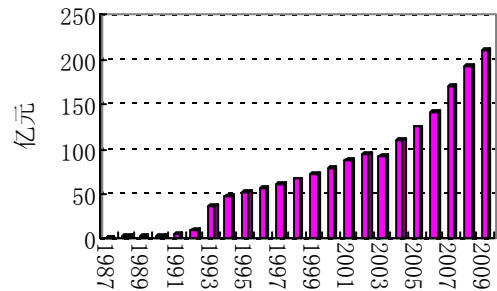


图 2: 海南省旅游总收入呈加速增长态势



资料来源: 海南旅游信息网、中投证券研究所

图 3: 国内游客占海南游客总数比重为 95%以上

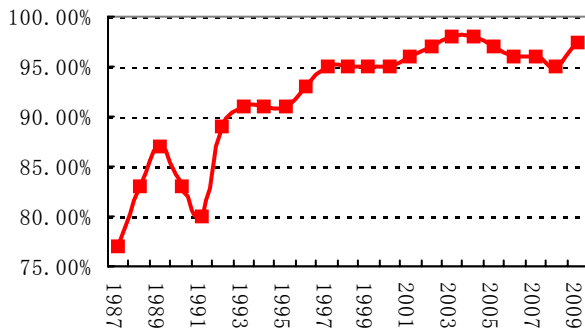
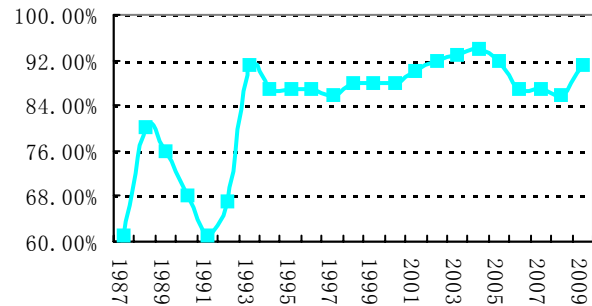


图 4: 国内旅游收入占海南旅游总收入比重约 90%



资料来源: 海南旅游信息网、中投证券研究所

在展望海南地区国人离岛免税政策之前, 我们再将韩国济州、日本冲绳、台湾澎湖等地区的国人离岛免税政策进行对比分析。

表 7: 周边国家和地区国人离岛免税政策对比分析

关键词	韩国济州	日本冲绳	台湾澎湖
竞争格局	2家国人离岛免税运营商, 另外2家面向离境本/外国游客的免税运营商。	仅有1家免税运营商。	仅有1家免税运营商。
经营业态	1家运营商负责机场和码头免税店, 1家运营商负责市内免税店。	分机场免税店和市内免税店。	分机场免税店和市内免税店。
销售对象	限于19岁以上的、乘坐飞机或轮, 开济州岛的韩国人(包括济州岛居民)和外国人。	本国本土、本岛以及外国的离岛、离境旅客。	即将离岛的台湾游客(包括澎湖居民)及境外游客。购买烟酒的人, 必须是年满廿岁的成年人。
销售限制	每人一次购物限40万韩元以内, 酒类限1瓶, 香烟限10包(1条)。	每次限购20万日元, 不销售香烟和本国商品, 酒和香水有一定数量限制。	酒类限一公升(不限瓶数)、卷烟二百支(一条)、雪茄二十五支或烟丝一磅以下, 其它商品销售金额也限制在3万元新台币以下。
购买次数限制	1年4次。	无限制。	旅客在三十天内入出离岛两次以上, 或半年内入出离岛六次以上, 选购烟酒和其它免税商品的规定数量和金额, 均需减半。
提货方式	市内免税店按“店内购物、离境口	市内免税店按“店内购物、离境口	市内免税店按“店内购物、离境口

岸提货”模式。

岸提货”模式。

岸提货”模式。

资料来源：中投证券研究所搜集整理

从上面图表可以看出，目前日本冲绳和台湾澎湖都采取独家垄断经营的模式，而韩国采取了差异化竞争模式，并没有鼓励同一业态上的直面竞争。结合境外离岛免税政策和我国各相关媒体的跟踪报道，我们也初步对海南离岛免税政策的条款进行了勾勒，以供参考。

表 8：海南国际旅游岛离岛免税店相关政策展望

关键词	政策内容
竞争格局	目前仅有中免公司具有牌照经营权，我们认为未来市场放开并不算是大概率事件，但中免获得三亚地区的独占经营权基本上是大概率事件。
经营业态	目前来看应以市内免税店为主，短期内不会出现机场离岛免税店。
销售对象	国内、海南岛以及外籍的离岛、离境旅客，持身份证、护照、离境机票购买，有可能出现年龄限制条款。
销售金额（数量）	中性估计每次限额 5000 元，如单件商品超出 5000 元，则对超额部分或全额征税，无烟酒商品。
购买次数限制	估计会有时间间隔限制，次数限制与金额限制可能取得某种平衡。
结算货币	人民币、美元、欧元、日元、港币或者信用卡进行消费。
提货方式	估计短期内仍按普遍采取的“店内购物、离境口岸提货”模式，但中长期将朝“店内付款提货，海关离境验放”方向发展。

注释：超额部分征税办法预计将参考中华人民共和国海关总署 2007 年 6 月修订的《入境旅客行李物品和个人邮递物品完税价格表》

资料来源：中投证券研究所

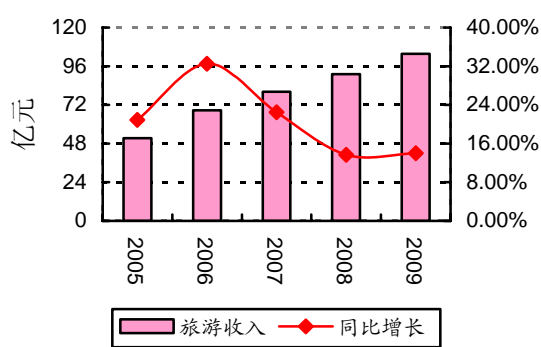
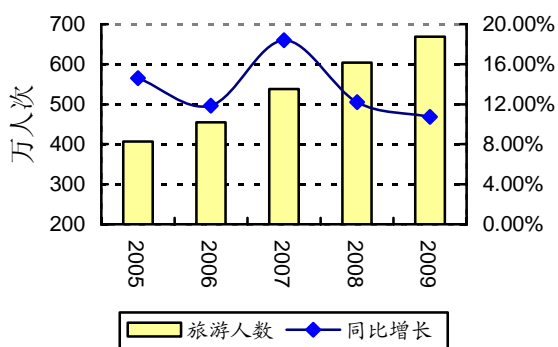
6、保守估计三亚离岛免税市场规模 20-30 亿

三亚位于海南岛最南端，是海南省风景名胜最多而又最密集的地方，在约两百公里的海岸线上，密布亚龙湾、大东海、鹿回头公园、天涯海角、海山奇观、南山文化旅游区等闻名中外的旅游景点。海南精华的旅游资源集中在三亚周边，这使得三亚成为海南旅游的代名词。

2009 年全市接待旅游过夜人数 669.05 万人次，比 2008 年增长 10.7%，其中，接待国内旅游者 637.27 万人次，比 2008 年增长 15.2%；接待海外旅游者 31.78 万人次，比 2008 年下降 37.9%。全年旅游收入 103.77 亿元，比 2008 年增长 14.0%，其中，境外旅游收入 19497 万美元，比 2008 年下降 25.7%。

图 5：2009 年三亚市旅游过夜人数达 669 万人次

图 6：2009 年三亚市旅游总收入达 104 亿元



资料来源：三亚旅游局、中投证券研究所

图 7：三亚过夜游客人数占全省约 30%

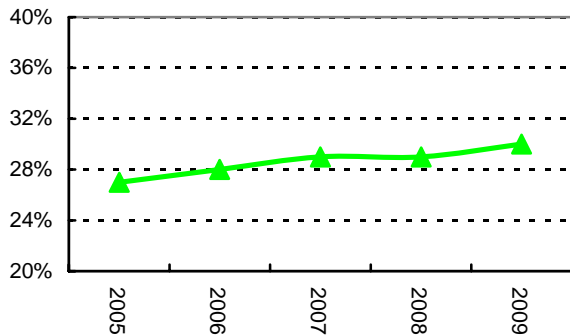


图 8：三亚旅游收入占全省比重接近 50%



资料来源：三亚旅游局、海南旅游局、中投证券研究所

图 9：2009 年三亚机场吞吐量已达 794 万人

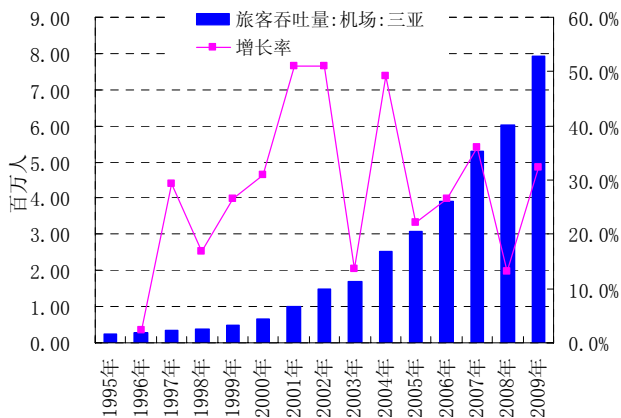
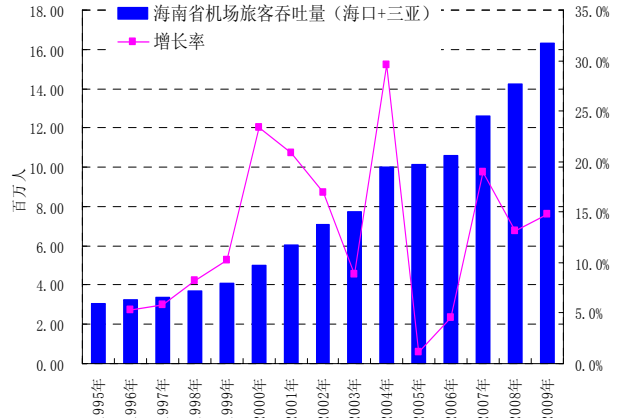


图 10：2009 年海南省机场吞吐量已达 1633 万人



资料来源：Wind、中投证券研究所

根据中国国旅 2010 年第一次股东大会会议资料提供的数据显示，2009 年三亚市离岛（境）国内外游客规模达到 392.7 万人，其中离岛的国内游客占到 96.56%。**2009 年三亚市离岛（境）国内外游客规模基本上相当于当年三亚机场吞吐量的 1/2。**

以前我们以三亚过夜游客人数为基础计算三亚国人离岛免税业务静态市场空间，但根据国际经验和目前三亚市内免税店的操作规则来看，建立在离境机票之上的离岛（境）国内外游客规模才是计算三亚国人离岛免税业务市场的基础。

2010 年 1-9 月，三亚机场旅客吞吐量约 714 万人次，同比增长 34%。2010 年 10 月以来，海南地区遭遇洪涝灾害影响，保守假设今年三亚离岛（境）国内外游客规模同比 30% 达 510 万人次。

韩国济州国人离岛免税店进店购物率约 30%，日本冲绳国人离岛免税店进店购物率约 75%，显示国人离岛免税店进店购物率具有较大弹性，而这我们分析与国际旅游岛所处国家经济水平、消费习惯、地理位置、旅游资源、交通成本等因素具有一定的关系。

而根据前面资料显示，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。

我们采用两种方法来测算三亚国人离岛免税业务静态的市场空间。一种是以离岛（境）国内外游客人数为基准，一种是以平效为基准。以 2010 年离岛（境）国内外游客预期规模测算的三亚国人离岛免税业务静态空间约为 26 亿元左右。

表 9：三亚国人离岛免税业务静态市场空间约 26 亿元（以 2010 年三亚离岛（境）国内外游客预期规模 510 万人次为基准）

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	10%	5	8	10	13	15	18	20
	15%	8	11	15	19	23	27	31
	20%	10	15	20	26	31	36	41
	25%	13	19	26	32	38	45	51
	30%	15	23	31	38	46	54	61
	40%	20	31	41	51	61	71	82
	50%	26	38	51	64	77	89	102
	60%	31	46	61	77	92	107	122
	70%	36	54	71	89	107	125	143

资料来源：中投证券研究所

根据前面的资料，济州机场国人离岛免税店的平效超过 10 万美元（开业第一年约 5 万美元），而冲绳国人离岛市内免税店的平效无约为 1.5 万美。由此可见，国人离岛免税店的平效也具有较大的弹性。目前以三亚市内免税店 7000 平米的店面来讲，我们预计未来短期内三亚市内免税店的营业规模约在 14-20 亿元左右。

表 10：以平效测算的中免三亚市内免税店的收入规模

免税业务收入（亿元）	平效（万元/平米）						
	5	10	15	20	30	40	50
三亚市内免税店	3.5	7.0	10.5	14.0	21.0	28.0	35.0

资料来源：中投证券研究所

7、维持中国国旅“强烈推荐”投资评级

免税业务净利润率较高。2008 年，中国国旅旗下中免公司营业收入达 21.34 亿元，净利润 3.15 亿元，净利润率达 14.78%。2009 年，中免公司营业收入达 22.91 亿元，净利润 4.19 亿元，净利润达 18.29%。2010 年上半年中免公司净利润率约 20.06%，免税业务净利润率呈稳中有升趋势。

表 11: 预计三亚市内免税店 2011 年将为公司带来 0.05-0.33 元的业绩增厚

△EPS (元)		三亚市内免税店营业收入 (亿元)						
		6	8	10	12	14	16	18
净 利 润 率	8%	0.05	0.07	0.09	0.11	0.13	0.15	0.16
	9%	0.06	0.08	0.10	0.12	0.14	0.16	0.18
	10%	0.07	0.09	0.11	0.14	0.16	0.18	0.20
	11%	0.08	0.10	0.13	0.15	0.18	0.20	0.23
	12%	0.08	0.11	0.14	0.16	0.19	0.22	0.25
	13%	0.09	0.12	0.15	0.18	0.21	0.24	0.27
	14%	0.10	0.13	0.16	0.19	0.22	0.25	0.29
	15%	0.10	0.14	0.17	0.20	0.24	0.27	0.31
	16%	0.11	0.15	0.18	0.22	0.25	0.29	0.33

资料来源: 中投证券研究所

表 12: 预计三亚市内免税店 2012 年将为公司带来 0.19-0.59 元的业绩增厚

△EPS (元)		三亚市内免税店营业收入 (亿元)						
		14	16	18	20	22	24	26
净 利 润 率	12%	0.19	0.22	0.25	0.27	0.30	0.33	0.35
	13%	0.21	0.24	0.27	0.30	0.33	0.35	0.38
	14%	0.22	0.25	0.29	0.32	0.35	0.38	0.41
	15%	0.24	0.27	0.31	0.34	0.38	0.41	0.44
	16%	0.25	0.29	0.33	0.36	0.40	0.44	0.47
	17%	0.27	0.31	0.35	0.39	0.43	0.46	0.50
	18%	0.29	0.33	0.37	0.41	0.45	0.49	0.53
	19%	0.30	0.35	0.39	0.43	0.48	0.52	0.56
	20%	0.32	0.36	0.41	0.45	0.50	0.55	0.59

资料来源: 中投证券研究所

在现有政策背景下,我们预期公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.51、0.67、0.88 元。假定海南国人离岛免税政策从 2011 年 1 月 1 日起开始实行,则 2011 年-2012 年公司业绩保守预测将达到 0.72、1.07 元;中性预测将达到 0.83、1.24 元、乐观预测将达到 1.00 元、1.47 元。

表 13: 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	1130.50	1413.12	1695.75
国内游	1168.47	1752.71	2190.88	2738.60
出境游	1439.05	2590.29	3056.55	3606.73
免税业务	2219.62	2707.94	3384.93	4231.16
其它	367.11	734.21	844.34	970.99
合计:	6064.51	8915.65	10889.82	13243.23

营业成本（百万元）				
入境游	691.01	963.18	1203.98	1444.78
国内游	1101.81	1652.63	2065.78	2582.23
出境游	1310.20	2387.73	2817.53	3324.68
免税业务	1395.93	1760.16	2183.28	2707.94
其它	185.85	403.82	464.39	534.05
合计:	4693.63	7167.52	8734.95	10593.67

资料来源：中投证券研究所

表 14：海南国人离岛免税政策放行后公司业绩弹性分析

	保守预测	中性预测	乐观预测
2011E	0.72	0.83	1.00
2012E	1.07	1.24	1.47

资料来源：中投证券研究所

据相关媒体报道，2010年11月19日上午，海南国际免税城项目战略合作框架协议签约仪式在三亚举行，三亚及国旅集团相关领导出席。据了解，“海南国际免税城项目”由中国国旅集团和海棠湾管委会合作开发，占地面积约770亩，总投资规模约50亿元人民币，该项目以免税为主题，融娱乐、休闲、购物于一体，此外还包括酒店、商业等多种产品的综合性旅游项目。而据今年1月初相关报道，中国国旅集团有限公司计划在三亚投资建设集免税购物、休闲养生、时尚娱乐为一体的国际旅游不夜城，其中免税购物天堂规划面积40万平方米，其中免税区25万平方米，有税商业区15万平方米。免税购物天堂的定位是全球最大免税购物中心，也是全球首家园林式免税购物街，品牌独立成店。虽然目前并不清楚海南国际免税城项目是否为当初国际旅游不夜城项目的改良版，也不清楚该项目的具体细节，但我们认为一个规模庞大的免税城计划将为公司未来提供巨大的发展空间。我们暂不考虑该项目对公司的影响。

我们认为，中国国旅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，6-12个月目标价40-44元，维持“强烈推荐”投资评级，建议投资者逢低积极接入。

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 ±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

研究团队简介

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。

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、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

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