

2010-12-28

酒店、餐馆与休闲

光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

离境退税落定，离岛免税延迟无碍个股投资价值

分析师：李婕 (F0050108120160)

联系人：林玉红

021-22169115

linyh@ebscn.com

◇ 事件：1、12月24日，上证报报道《海南“离岛免税”政策获批 离岛购物免税额度确定为5000元》，报告称记者从海南有关方面获悉，海南省“离岛免税”购物政策已获批准，将于近日正式公布，其中，外国人离境购物退税将从2011年1月1日起全面铺开，国人离岛购物免税业务则会延后执行；国人“离岛购物”的政策额度最终确定为5000元。

2、12月27日，财政部网站发布《关于在海南开展境外旅客购物离境退税政策试点的公告》（以下简称《试点公告》）；27日上午海南省委宣传部、省财政厅、省商务厅、海口海关和省国税局在海口举行联合新闻发布会向媒体通报和介绍海南省开展境外旅客购物离境退税政策试点的有关情况，会上相关领导表示财政部正会同有关部门研究“离岛免税”政策，并称中国免税品行业由“中免”公司独家特许经营，海南已向有关部门提出申请希望能适当放开。

◆境外旅客购物离境退税政策尘埃落定，符合预期

《试点公告》就境外游客离境购物退税的基本流程、退税条件、起退点（800元人民币）、可退税商品种类（除食品、饮料、水果、烟、酒、汽车、摩托车等外的个人生活物品）、退税税率（统一为11%）和实施时间（2011年1月1日施行）等主要方面做了指导性规定，试点管理办法将由国家税务总局会同财政部、商务部、海关总署商海南省人民政府另行公布。海南省商务厅王克强副厅长介绍，海南多个商场提出成为“离境退税”定点购物点，有关部门将对申请商场的经营规模、经营效益、业内诚信度等进行综合评估，并要求商场对中英文标识、种类摆放等进行整改，最终确定定点购物场所。退税政策的出台符合我们及市场的预期。

◆境外旅客购物离境退税政策再次彰显中央的大力支持

我们认为，此次发布《试点公告》是继8月份落实“扩大免签国范围和延长入境停留时间”的出入境管理政策后中央为支持海南国际旅游岛建设出台的又一实质性政策利好，再次彰显了中央对海南国际旅游岛建设的大力支持，也再次增添了我们对未来“离岛免税”政策顺利推出的信心。

◆提升海南商业整体吸引力，长期利好“海南国际免税城”等大型购物中心

我们认为，相对于传统的市内和口岸免税店，此次离境退税政策将大幅扩大境外游客可享受税收优惠的商品种类，从而提升境外游客购物消费水平并提升原本条件较差的海南商业的整体吸引力，而且由于商品种类和税收优惠幅度方面的大幅差异，此次离境退税政策的出台对传统的免税店不构成任何威胁。由于目前海南商场、超市和百货行业较不发达且缺乏有影响力的商业品牌，而且境外游客占比较低（个位数以内），因此，此次退税政策的出台尚无具体的受益标的，但是未来随着海南岛建设的推进和免签范围的扩大后海外游客的持续增加，该政策将对如2010年11月中国国旅集团与海棠湾管委会签订框架性协议拟投资开发的“海南国际免税城”等大型购物中心形成持续的利好。

◆离岛免税政策推出大局已定，具体时点无需过度关注，预期细则将好于市场预期

免税政策推出方向明确，不必对政策推出的具体时间点过于关注。此次离岛游客免税购物政策未能与“境外旅游离境退税”政策同期推出低于我们及市场的预期，虽然12月24日上证报对此已有预期，但在市场大幅调整、“超过5000元限额”的单价商品将全额征税的传闻和海南省有关政府官员透露已向有关部门申请免税经营适当放开等因素共同作用下，12月27日以中国国旅为首的相关股票继续大幅调整。根据目前海南省政府、相关媒体和中国国旅等各方反馈的消息，离岛免税政策推出方向基本已经确定，5000元限额也基本得到各方认

可并已大幅超出年初市场的预期，因此，我们认为，对于政策具体的推出时间推迟几个月并没有实质性的影响，投资者不必对推出时点给予过分的关注度，我们预计免税政策有可能在春节前后推出。

预计超过限额商品的税收处理将优于目前市场预期。至于限额商品的税收处理，根据中央促进消费以拉动内需的政策基调、对海南岛建设的支持力度、国旅子公司中免集团在免税品行业的特殊地位、对三亚市内免税店大手笔投资和二、三期品牌招商策略、国旅集团与海棠湾管委会拟大手笔投资的“免税城”项目和中免公司多年来稳健的发展战略等诸多因素，我们认为，“超过 5000 元限额”商品如果全额补税将与政府的政策意图和公司的三亚发展策略背道而驰，因此，我们判断对于超过 5000 元限额的高单价商品极有可能采取“自用前提下的限量购买 1 件”或仿照中出服“就低征收行邮税”的处理方式，细则条款极有可能超越市场预期。

海南免税牌照适当放开存在可能性，但中免对三亚市场的主导地位中短期内不会动摇。我们年初就曾提出，面对海南离岛免税这块大蛋糕，目前国内有免税运营牌照的其他三家试点或区域性运营商、外资免税运营商和海南省各级政府均有动力申请试点运营，因此，此次海南省相关官员关于“已向有关部门申请免税经营适当放开”的表态符合我们的预期，预计海南省政府将有可能在国务院已批准设立市内免税店但中免还未布局的海口、琼海和万宁三地引入国内竞争者。我们仍维持年初对离岛免税政策放开后中免公司市场份额的预测，即我们认为，以中免的行业地位和三亚市的强先布局，未来垄断三亚免税市场是大概率事件，从三亚出入海南的游客占比在 60-70%，因此，掌握了三亚的市场就等于占据了海南免税市场份额的 60%-70%，而且中免在海口机场等口岸也有传统免税店，因此，引入竞争者无碍中免海南发展大局。

◆关注确定性受益股中国国旅和首旅股份近期大幅调整带来的投资机会

预计离岛免税政策 2011 年春节前后出台，将增厚中国国旅 2011-2012 年 EPS 分别为 0.1 元和 0.41 元。由于目前离岛免税政策的方向是凭“机票”购买，因此，我们按照机场客流吞吐量计算三亚免税市场规模。2009 年三亚凤凰机场旅客吞吐量为 794 万人次，截至 2010 年 11 月底游客吞吐量已达 837 万人次，预计 2010 年全年将接近 950 万人次，同比增长 20%，预计 2011 年-2012 年客流吞吐量增速至少将保持这一水平，即分别达到 1140 万和 1368 万人次，即通过机场入岛游客规模分别为 570 万人次和 684 万人次。参考已成功运营 5 年以上的济州岛 25%左右的进店购物比例和日本冲绳岛 75%的购物游客比例，我们预计 2011 年-2012 年三亚进店游客比例分别为 10%（按照政策春节前后出台预期）和 20%；人均购物消费随着商品种类的逐步丰富而增加，预计 2011 年-2012 年人均购物消费分别为 1500 元和 2000 元；据此计算，离岛免税政策 2011 年春节前后出台，那么 2011 年和 2012 年将分别为中免公司带来 8.55 亿元和 27.36 亿元收入；考虑铺货成本和前期营销费用并借鉴中免最近 3 年 15%-18%的净利润率水平，我们预计 2011-2012 年三亚免税业务的净利润分别为 10%和 13%，即 2011-2012 年三亚市场将分别为公司贡献 8550 万和 3.6 亿元净利润，折 EPS 分别为 0.10 元和 0.40 元。不考虑离岛免税政策，我们预计 2010-2012 年的 EPS 分为 0.50 元、0.61 元和 0.73 元，由于政策出台几乎是确定性事件，因此预计 2011-2012 年公司 EPS 将达到 0.71 元和 1.13 元，我们给予公司 2012 年 35 倍 PE，未来 6 个月对应目标价 40 元。

预计海南离岛免税市场 2015 年后走向成熟，预计三亚免税业务为国旅每年贡献 EPS0.91 元。按照我们对离岛免税政策的判断，目前 7000 平米的三亚市内免税店无法满足游客大幅增长后市场需求的增长，因此，国旅集团拟投资 50 亿元、占地面积近 770 亩的海棠湾“海南国际免税城项目”将成为公司三亚免税业务的主要经营载体，目前国旅集团尚未公布项目的详细开发规划，但以免税为主题的方向比较明确，我们预计项目建设期 2-3 年，同时借鉴济州岛和冲绳岛离岛免税市场 2-3 年的培育期并结合海南国际旅游岛建设的进程，我们乐观预计 2015 年中免三亚免税业务将步入成熟期，预计成熟后市场三亚机场入岛游客规模为 960 万左右、进店游客比例 30%、人均购物支出 2000 元，免税收入 53 亿元，利润贡献 8 亿元，EPS 贡献 0.91 元，预计中国国旅除三亚免税业务外的其他业务 2015 年左右的 EPS 贡献为 1.00 元左右。考虑公司良好的盈利能力和成长性，我们给予公司 50 元的长期目标价，此次短期调整为投资者介入提供良好的机会，建议积极关注。

图表 1: 海南离岛免税政策对中国国旅业绩影响估算表

项目	2009	2010E	2011E	2012E	2015E
----	------	-------	-------	-------	-------

凤凰机场游客吞吐量(万人次)	794	950	1140	1368	1778.4
yoy		19.65%	20.00%	20.00%	30.00%
凤凰机场入岛游客规模(万人)			570	684	957.6
进店游客比例(%)			10.00%	20.00%	30.00%
人均购物支出(元)			1500	2000	2000
三亚免税收入(亿元)			8.55	27.36	53.352
净利润率(%)			10.00%	13.00%	15.00%
净利润贡献(亿元)			0.86	3.56	8.00
三亚市场 EPS 贡献(元)			0.10	0.40	0.91
不考虑离岛免税政策下 EPS		0.50	0.61	0.73	1.00
合计 EPS(元)		0.50	0.71	1.13	1.91

资料来源：CEIC、光大证券研究所

首旅股份——具备成长性和估值优势的政策受益股。南山景区贡献公司 60%的净利润，未来将确定性受益海南国际旅游岛建设，目前南山景区年接待游客量占三亚地区游客量的 40%左右，预计未来景区常规游客数量将超过 500 万，较 2009 年的 276 万的游客接待水平还有翻倍的空间。对制约公司股价表现的南山景区门票分成（出）市场已有充分预期，目前公司管理层正在积极推进问题的解决，坚持“不追溯历史”的原则。我们认为，在海南国际旅游岛积极推进的大背景下，作为海南两个 5A 级景区之一的南山景区深度开发空间较大，门票分成悬而不决将制约景区的长远发展，而且影响公司扩张也伤害对方利益，因此我们预计不排除未来双方达成合作共赢的门票分成协议或者新的合作方式，因此，景区分成（出）比例或者方式也可能优于市场一贯的悲观预期。另外，公司确定将成为首旅集团 20 多家酒店资产整合平台，成长性较好。我们预计 2010-2012 年南山景区客流增长 25%、30%和 25%，不考虑门票分成和酒店资产注入，预计 10-12 年的 EPS 分别为 0.98 元、1.23 元和 1.55 元，对应当前股价的动态 PE 为 24X、19X 和 15X；假设从 2011 年开始按 5: 5 分成，则 11-12 年 EPS 将分别下降至 0.83 元和 1.03 元，对应当前股价的 11-12 年动态 PE 分别为 30X 和 24X，仍显著低于旅游行业同期 35X 和 30X 的估值水平。鉴于公司确定性受益海南国际旅游岛建设、业绩增长稳定、估值优势明显，我们给予公司 37 元的目标价，建议投资者长期关注。

附件 1: 关于在海南开展境外旅客购物离境退税政策试点的公告**(中华人民共和国财政部公告 2010 年第 88 号)**

为推进海南国际旅游岛建设,国务院决定在海南省开展境外旅客购物离境退税政策(以下简称离境退税政策)试点。离境退税政策是指对境外旅客在退税定点商店购买的随身携运出境的退税物品,按规定退税的政策。财政部经商商务部、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、离境退税政策的基本流程和适用条件

(一)离境退税政策的基本流程。离境退税政策的基本流程包括购物申请退税、海关验核确认、代理机构退税和集中退税结算四个环节。

(二)离境退税政策的适用条件。境外旅客要取得退税,应当同时符合以下条件:

- 1.在退税定点商店购买退税物品,购物金额达到起退点,并且按规定取得境外旅客购物离境退税申请单等退税凭证;
- 2.在离境口岸办理离境手续,离境前退税物品尚未启用或消费;
- 3.离境日距退税物品购买日不超过 90 天;
- 4.所购退税物品由境外旅客本人随身携运出境;
- 5.所购退税物品经海关验核并在境外旅客购物离境退税申请单上签章;
- 6.在指定的退税代理机构办理退税。

二、境外旅客、离境口岸、退税定点商店和退税物品

(一)境外旅客。境外旅客是指在我国境内连续居住不超过 183 天的外国人和港澳台同胞。

(二)离境口岸。离境口岸暂为试点地区正式对外开放的空港口岸。

(三)退税定点商店。退税定点商店是指经相关部门认定的,按规定向境外旅客销售退税物品的商店。

(四)退税物品。退税物品是指国家允许携带出境并享受退税政策的个人生活物品,但食品、饮料、水果、烟、酒、汽车、摩托车等不包括在内。退税物品目录详见附件。

三、退税税种、退税率、应退税额计算和起退点

(一)退税税种、退税率和应退税额计算。离境退税税种为增值税,退税率统一为 11%。应退税额计算公式:

应退税额=普通销售发票金额(含增值税)×退税率

(二)起退点。起退点是指同一境外旅客同一日在同一退税定点商店购买退税物品可以享受退税的最低购物金额。起退点暂定为 800 元人民币。

四、退税代理机构、退税方式和币种选择

(一)退税代理机构。退税代理机构是指经相关部门认定的，按规定为境外旅客办理退税的机构。

(二)退税方式和币种选择。境外旅客在办理退税时可按本公告规定自行选择退税方式和币种。退税方式包括现金退税和银行转账退税两种方式。退税币种包括人民币或自由流通的主要外币。

离境退税政策试点管理办法由国家税务总局会同财政部、商务部、海关总署商海南省人民政府另行公布。

本公告自 2011 年 1 月 1 日起执行。

特此公告。

财政部

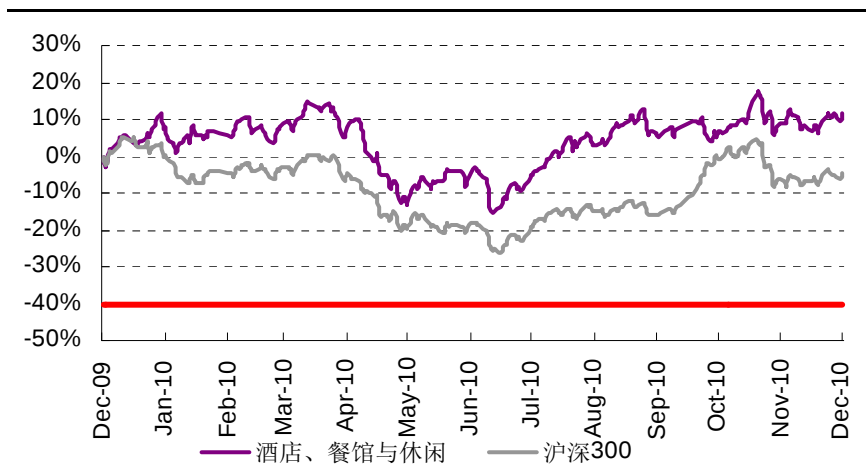
二〇一〇年十二月二十一日

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

酒店、餐馆与休闲



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2008-10-16	增持
2008-11-26	无评级
2009-01-07	增持
2009-01-14	增持
2009-01-16	无评级
2009-03-20	增持
2009-05-19	买入
2010-01-10	买入
2010-06-21	买入
2010-10-09	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。