

社会服务业(0111)

免税:短期低于预期,长期空间巨大

周户 分析师

电话: 010-15330229533

eMail: zh5@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210070004

政策低于市场预期

此次政策略低于市场预期。主要体现在如下方面:首先,试点地区减少,目前仅为海口和三亚;其次,国人离岛免税政策并未在新闻发布会上提及,出台时间有可能推后;再次,经营场所多元化,并非中免免税店独一家。

海南机场国际直飞航线较少,限制境外游客客源

海口机场仅有7条国际航线,三亚机场仅有3条国际地区固定航线。两机场国际直飞航线较少,限制了境外游客的国别范围,进而降低了政策的效果。

离岛免税市场规模远大于离境退税,最大免税市场可及200亿元

依据我们的测算,仅海口和三亚两座城市,离境退税免税店市场规模约0.84-3.16亿元,而离岛免税的市场规模将达到29.36-110.09亿元。离岛免税市场规模远大于离境退税。此外,在现有酒店接待能力以及机场容纳能力扩充的情况下,海南免税店市场空间巨大,可及200亿元。

盈利预测与投资建议

预计离岛免税政策有可能在2011年5月以后执行。依此测算,2011-2012年,三亚市场可为中国国旅贡献EPS约0.08和0.19元。若同时考虑海口和三亚,成熟期和最大市场规模的情况下,预计免税业务可为国旅贡献EPS分别为0.95和1.34元。因此,免税业务对国旅的短期业绩贡献有可能低于市场预期,但长期业绩贡献丰厚。因此,维持中国国旅长期买入的投资评级。

风险提示: 离岛免税政策出台时点、限购次数等都将影响政策效果

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
桂林旅游	12.82	0.2	0.33	0.42	64.10	38.85	30.52	0.60	18	买入
丽江旅游	31.00	0.49	0.77	0.9	63.27	40.26	34.44	0.70	40	买入
ST张股	7.95	0.01	0.17	0.22	795.00	46.76	36.14	0.03	11	买入
首旅股份	21.98	0.88	1.12	1.53	24.98	19.63	14.37	0.72	30	买入
中国国旅	30.02	0.48	0.68	0.91	62.54	44.15	32.99	1.06	40	买入
华侨城	12.80	0.8	1.15	1.26	16.00	11.13	10.16	0.25	17	买入
锦江股份	22.96	0.6	0.71	0.84	38.27	32.34	27.33	1.76	30	买入
峨眉山A	17.10	0.52	0.64	0.76	32.88	26.72	22.50	1.16	22	买入
三特索道	17.78	0.26	0.41	0.6	68.38	43.37	29.63	0.75	23	买入

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

行业评级

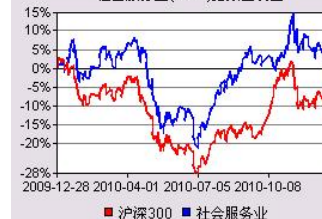
买入

前次评级

持有

行业走势

社会服务业(0111)指数曲线图



市场表现	1个月	3个月	12个月
行业指数	-7.69%	-3.45%	1.42%
沪深300	-2.98%	6.70%	-9.49%

政策低于市场预期

2010年12月27日，财政部公布了《关于在海南开展境外旅客购物离境退税政策试点的公告》。从海南省政府提出申请到政策出台，共约22个月。此次政策略低于市场预期。我们认为，主要体现在如下方面：首先，试点地区减少，仅限为空港口岸，如海口和三亚，而琼海和万宁则没有提及；其次，国人离岛免税政策并未在新闻发布会上提及，出台时间有可能推后；再次，经营场所多元化，并非中免免税店独一家。2010年12月27日，市场已对此有所反应。

表 1: 境外旅客购物离境退税海南试点管理办法

适用对象	适用地区	起退点	退税税种	退税率	退税币种	退税流程
境外旅客	海口、三亚	800	增值税	11%	人民币、美元、欧元和日元	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

数据来源：广发证券发展研究中心

表 2: 海南旅游购物财税政策

时间	离境退税	离岛免税
2008-3-5	国务院同意在海口、三亚、琼海、万宁等四市开办市内免税店，主要针对境外游客。	---
2009-03	海南省向国家有关部门正式提出政策申请	---
2009-05	海南省政府正式下发文件，确定由中免集团在三亚先行开设市内免税店	---
2009-9-1	三亚市内免税店开业	---
2010-1-4	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	由财政部牵头抓紧研究离岛旅客免税购物政策的可行性
2010-06	《海南境外旅客购物离境退税实施方案》获得国务院批准	---
2010-12-21	国家税务总局发布境外旅客购物离境退税海南试点管理办法	---
2010-12-24	财政部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	---

数据来源：广发证券发展研究中心

海南机场国际直飞航线较少，限制境外游客客源

首先，离境退税政策的出台，免税经营场所的多元化等将进一步刺激国际游客快速增长，提升海南国际游客所占比重。截止2010年前11月，海南国际旅游人数同比增长20.4%，高于国内旅游人数；国际游客所占比重约2.57%，较同期提升0.05个百分点。其次，离境退税政策的出台以及免税店的建设和运营将为离岛免税政策出台奠定基础。然而，海口机场仅有7条国际航线；三亚机场仅有3条国际地区固定航线（如俄罗斯、香港、韩国），临时旅游包机航线20余条；因此，两机场国际直飞航线的较少，限制了境外游客的国别范围，进而降低了政策的效果。目前，三亚市内免税店的主要客源为俄罗斯、韩国和日本等地游客。

图 1：海南国内及国际游客接待人数同比增长率（单月） %

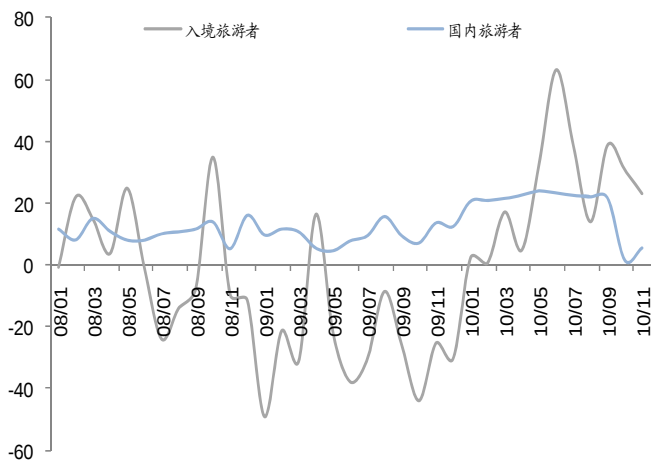
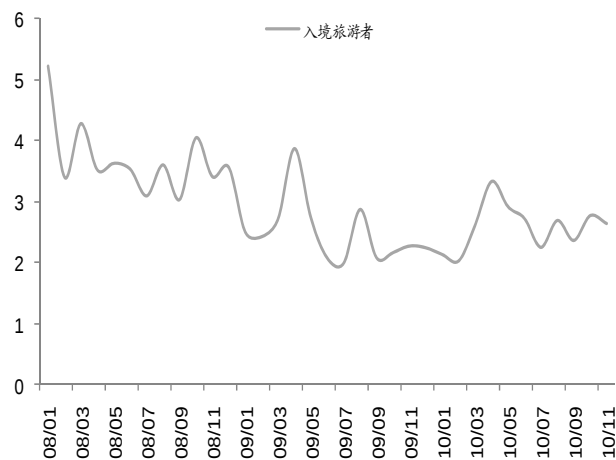


图 2：海南省国际游客所占比重（单月） %



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

海南离境退税免税店市场规模约0.84 - 3.16亿元

假设国际游客全部做飞机到海口或三亚旅游，依据2009年两地的国际游客人数，10%的渗透率及人均消费800元计算，海口和三亚的针对境外游客的免税店年销售规模分别为800和2500万元；而若渗透率达到30%，人均消费为1000元时，海口和三亚分别为3100和9500万元。若其他城市不开免税店，成熟期，二城市针对境外游客的免税店年销售规模将为0.84至3.16亿元。

表 3：三亚和海口的针对境外游客的免税店年销售规模 元/人，亿元

	渗透率										
	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	
人均消费	800	0.34	0.51	0.67	0.84	1.01	1.18	1.35	1.52	1.68	1.85
	1000	0.42	0.63	0.84	1.05	1.26	1.47	1.68	1.89	2.11	2.32
	2000	0.84	1.26	1.68	2.11	2.53	2.95	3.37	3.79	4.21	4.63
	2500	1.05	1.58	2.11	2.63	3.16	3.68	4.21	4.74	5.26	5.79
	3000	1.26	1.89	2.53	3.16	3.79	4.42	5.05	5.68	6.32	6.95
	4000	1.68	2.53	3.37	4.21	5.05	5.89	6.74	7.58	8.42	9.26
	5000	2.11	3.16	4.21	5.26	6.32	7.37	8.42	9.47	10.53	11.58
	6000	2.53	3.79	5.05	6.32	7.58	8.84	10.10	11.37	12.63	13.89

数据来源：广发证券发展研究中心

离岛免税市场规模远大于离境退税

若离岛免税政策出台，预计2010年海口和三亚机场旅客吞吐量将分别为886.6和948.27万人，同时依据10%的渗透率及人均消费800元计算，海口和三亚的免税店年销售规模分别为7.09和7.59亿元；若渗透率为20% - 30%，人均消费800 - 2000元，三亚和海口免税店的年销售规模分别为15.17-56.9亿元和14.19-53.2亿元。二者合计，成熟期，

免税店的市场规模将达到29.36 - 110.09亿元。离岛免税市场规模远大于离境退税。

表 4: 海口免税店市场规模敏感性分析

元/人, 亿元

		渗透率									
		10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%
人均消费	800	7.09	10.64	14.19	17.73	21.28	24.82	28.37	31.92	35.46	39.01
	1000	8.87	13.30	17.73	22.17	26.60	31.03	35.46	39.90	44.33	48.76
	2000	17.73	26.60	35.46	44.33	53.20	62.06	70.93	79.79	88.66	97.53
	2500	22.17	33.25	44.33	55.41	66.50	77.58	88.66	99.74	110.83	121.91
	3000	26.60	39.90	53.20	66.50	79.79	93.09	106.39	119.69	132.99	146.29
	4000	35.46	53.20	70.93	88.66	106.39	124.12	141.86	159.59	177.32	195.05
	5000	44.33	66.50	88.66	110.83	132.99	155.16	177.32	199.49	221.65	243.82
	6000	53.20	79.79	106.39	132.99	159.59	186.19	212.78	239.38	265.98	292.58

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 5: 三亚免税店市场规模敏感性分析

元/人, 亿元

		渗透率									
		10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%
人均消费	800	7.59	11.38	15.17	18.97	22.76	26.55	30.34	34.14	37.93	41.72
	1000	9.48	14.22	18.97	23.71	28.45	33.19	37.93	42.67	47.41	52.15
	2000	18.97	28.45	37.93	47.41	56.90	66.38	75.86	85.34	94.83	104.31
	2500	23.71	35.56	47.41	59.27	71.12	82.97	94.83	106.68	118.53	130.39
	3000	28.45	42.67	56.90	71.12	85.34	99.57	113.79	128.02	142.24	156.46
	4000	37.93	56.90	75.86	94.83	113.79	132.76	151.72	170.69	189.65	208.62
	5000	47.41	71.12	94.83	118.53	142.24	165.95	189.65	213.36	237.07	260.77
	6000	56.90	85.34	113.79	142.24	170.69	199.14	227.58	256.03	284.48	312.93

数据来源: 广发证券发展研究中心

海南免税店市场空间可及200亿元

截止2010年11月海南接待过夜旅游人数为2318.99万人, 同比增长18.35%, 预计2010年将达到2600万人。若海南旅游饭店客房开房率全年维持100%, 那么海南最大接待过夜游客人数为4521.45万人。进而, 假设三亚和海口的接待人数在海南省中的比重维持不变, 那么三亚和海口的接待过夜游客人数分别为1533.34和1291.44万人。假设三亚和海口机场接待能力可以承受, 按照最大接待过夜人数推算, 三亚和海口机场的旅客吞吐量分别为1658.79和1572.84万人。依此计算, 三亚和海口免税店的最大市场规模分别为26.54 - 99.53亿元和25.17 - 94.37亿元。在维持现有酒店接待能力以及机场容纳能力扩充的情况下, 海南免税店市场空间巨大, 可及200亿元。

表 6: 海口免税店最大市场规模敏感性分析

元/人, 亿元

		渗透率									
		10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%
	800	12.58	18.87	25.17	31.46	37.75	44.04	50.33	56.62	62.91	69.21

1000	15.73	23.59	31.46	39.32	47.19	55.05	62.91	70.78	78.64	86.51
2000	31.46	47.19	62.91	78.64	94.37	110.10	125.83	141.56	157.28	173.01
3000	47.19	70.78	94.37	117.96	141.56	165.15	188.74	212.33	235.93	259.52
4000	62.91	94.37	125.83	157.28	188.74	220.20	251.66	283.11	314.57	346.03
5000	78.64	117.96	157.28	196.61	235.93	275.25	314.57	353.89	393.21	432.53
6000	94.37	141.56	188.74	235.93	283.11	330.30	377.48	424.67	471.85	519.04

数据来源：广发证券发展研究中心

表 7：三亚免税店最大市场规模敏感性分析

元/人，亿元

	渗透率									
	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%
800	13.27	19.91	26.54	33.18	39.81	46.45	53.08	59.72	66.35	72.99
1000	16.59	24.88	33.18	41.47	49.76	58.06	66.35	74.65	82.94	91.23
2000	33.18	49.76	66.35	82.94	99.53	116.12	132.70	149.29	165.88	182.47
人均消费 3000	49.76	74.65	99.53	124.41	149.29	174.17	199.05	223.94	248.82	273.70
4000	66.35	99.53	132.70	165.88	199.05	232.23	265.41	298.58	331.76	364.93
5000	82.94	124.41	165.88	207.35	248.82	290.29	331.76	373.23	414.70	456.17
6000	99.53	149.29	199.05	248.82	298.58	348.35	398.11	447.87	497.64	547.40

数据来源：广发证券发展研究中心

免税对中国国旅：短期业绩贡献低于预期，长期则丰厚

离境退税政策从批准到政策细则出台约6个月。依此假设离岛免税政策2011年年初批准，同时考虑到离境退税政策的铺垫，预计离岛免税政策有可能在2011年5月以后执行。随着三亚免税市场的不断成熟，我们假设渗透率从2011年的10%提高到2013年的20%，2011-2013年，三亚市场预计可为中国国旅贡献EPS约0.08、0.19和0.26元。若同时考虑海口和三亚，假设市场成熟期渗透率和人均消费分别为30%和2500元/人，再考虑到免税市场的竞争，预计免税业务可为中国国旅贡献EPS约0.95元。而按照最大免税市场规模测算，预计免税业务可为中国国旅贡献EPS约1.34元。因此，免税业务对中国国旅的短期业绩贡献有可能低于市场预期，但长期业绩贡献丰厚。因此，维持中国国旅长期买入的投资评级。

风险提示

离岛免税政策出台时点、限购次数以及限购额度外的征税水平等都将影响政策效果。

广发酒店旅游传媒行业研究小组

周户，分析师，南开大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2010 年加入广发证券发展研究中心。

王欢，研究助理，英国拉夫堡大学经济学硕士，2009 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：wh12@gf.com.cn，020-87555888-657。

相关研究报告

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。