

旅游餐饮行业 2011 年年度报告

评级：增持 维持评级

行业点评

离岛免税政策落地，完税价格影响实际税率

事件

今日财政部发布《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》。公告对离岛免税政策的使用对象及条件、免税店、商品品种、税种、免税购物离岛次数、金额、数量以及政策实施流程均做出明确的规定，并称将在 4 月 20 日起于三亚开展试点。主要受益公司为中国国旅，其中可能影响中国国旅经营情况的有以下几条细则：

在三亚和海口各开设一家离岛免税店进行试点，三亚已由中免设立市内免税店，海口店则尚待批准和建设；

免税商品品类限定为进口的首饰、香化、手表、服饰等 18 种商品；

免税购物离岛次数、金额、数量有所限制。非岛内居民每人每年最多享受 2 次离岛免税，岛内居民为 1 次。每人每次免税购物金额暂定为人民币 5000 元以内。此外，旅客在按完税价格全额缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买 1 件单价 5000 元以上的商品。

评论

中免三亚店扩建空间依然巨大：目前国旅中免在三亚免税店总营业面积为 7000 平米，包括一期香化，二期名表精品及三期精品专卖。考虑到去年三亚凤凰机场吞吐量实现 929 万人次(见图表 1)，首次超过海口美兰机场，我们认为相对而言，三亚免税品市场更具吸引力和成长性，未来公司三亚店扩建的需求及空间较大。去年 11 月，国旅集团与三亚市海棠湾管委会签署“海南国际免税城”项目战略合作框架协议。“海南国际免税城”项目占地面积约 770 亩，是以免税为主题，融商业、酒店、娱乐、休闲、购物于一体的综合性旅游项目，国旅集团将对此投资 50 亿元。届时，国旅必定将参与其中免税业务的经营。目前已有许多企业在积极争取海口店经营权，我们认为当地政府考虑到自身利益，将海口店经营权再给中免的概率较小。

商品品类有所调整，中免毛利率有望提升：从所限定的免税品商品品类来看，香化和奢侈品牌将成为主要的商品类别。中免现有的销售收入中，烟酒占比较大，我们认为三亚免税店的运营将改变中免销售商品的品类格局，毛利率较高的香化占比提高将提升整体毛利率。

引入行邮税模式，完税价格的确定影响实际税率：根据政策规定，在按完税价格全额缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买 1 件单价 5000 元以上的商品。由于我国对超过海关总署规定数额但仍在合理数量以内的个人自用进境物品，采用简化征收进口税的方式，即征收行邮税。对此我们判断该单价 5000 元以上商品的进口税将按照行邮税的标准征收。考虑到相关商品品种的完税价格以及相关税率(列示于图表 3)，我们认为这部分商品与国内零售价格相比依然具有价格优势，首先，部分商品所确定的完税价格定价低于其实际销售价格(如每瓶香水完税价格为 100 元)；其次，如果所列商品的完税价格与其实际价格相差悬殊达到 3 倍(或 1/3)及以上程度的，可另行确定价格原则或者按照实际价格计税；最后，部分商品的完税价格是需要另行确定的。一般而言，完税价格都较实际销售价格低。据测算，实施“离岛免税”政策后，购买 5000 元以下的商品，由于免去了关税、增值税和消费税，与含税进口商品相比，其税率优惠大约在 30%至 50%之间。图表 3 显示，如若购买一件单价 5000 元以上的商品，需要缴纳的进境物品进口税，大部分税率在 10%-30%之间，同时考虑到完税价格与实际销售价格间落差，其税率优惠大约在 15%至 30%。如化妆品类虽然税率高达 50%，但是大部分二级品类的完税价格是低于其实际价格的，总体来看依然享受可观的税率优惠。

当然，与香港这一自由贸易港所销售的商品相比，单价 5000 元以上的商品其税收优惠的优势并不明显(二者均不包含关税、增值税和消费税)。对此，我们认为这项政策的制定是兼顾香港自由贸易港及海南国际旅游岛二者发展的折中决定。

政策利好国旅经营情况，提升 EPS 约 0.2 元：日本地震及核泄漏事件，对国人前往日韩购物旅游的需求产生较大的负面影响，此时推出的离岛免税政策有望帮助海南吸引到部分分流的游客。在预测三亚免税店对公司盈利贡献时，我们做出以下假设：游客数=三亚凤凰机场吞吐量*进店比例；离岛免税购物额度为 1 万元；并假设相应的实际消费占额度比例及中免市场份额。我们预计三亚店在 2011 年将为公司贡献收入约 12 亿元(详见图表 2)，提升每股收益 0.204 元。中国国旅盈利预测详表见图表 4。

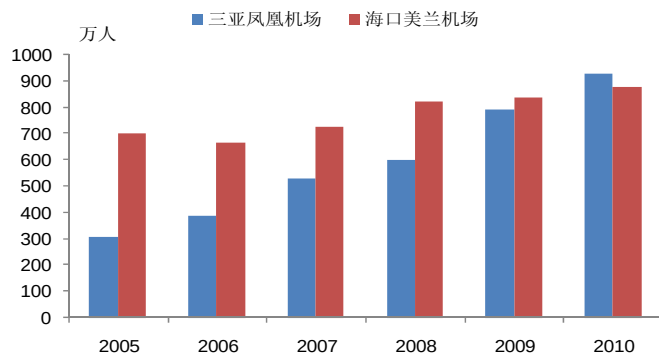
海南离岛免税政策落地，开启旅游政策之市场预期：我们认为海南离岛免税政策的尘埃落定开启了市场对旅游行业政策以及区域政策，尤其是其它国家级旅游综合改革区（如云南省及桂林市）区域政策的预期。

投资建议

我们认为，目前中国旅游业正在面临需求多样化，消费升级的重要阶段，房地产“去投资品化”所带来的居民潜在消费能力的释放对旅游行业边际影响最大，而产业从中观到微观层面的积极变化亦较好匹配了行业的发展趋势，我们看好产业长期向好的态势。在此背景下，旅游企业、特别是具有依托资源的旅游公司其盈利及估值提升空间将逐渐打开。

我们维持行业“增持”评级，投资组合为：峨眉山、丽江旅游、黄山旅游、桂林旅游、首旅股份、中青旅、三特索道、锦江股份、宋城股份和中国国旅。

图表1：三亚及海口机场吞吐量



来源：中国民航局，国金证券研究所

图表2：中免三亚店收入预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
机场旅客吞吐量 (百万人次)	6.01	7.94	9.29	10.65	11.88	13.06
增速		32.2%	17.0%	14.6%	11.5%	10.0%
进店购物游客比例				10%	16%	24%
进店游客数 (百万人次)				1.07	1.90	3.14
离岛免税购物额度 (元)				10000	10000	10000
实际消费占比				15%	20%	27%
实际人均购物消费 (元)				1500	2000	2700
免税市场增加值 (百万元)				1,597.64	3,800.25	8,465.06
中免市场份额				75.00%	57.00%	46.00%
中免新增收入 (百万元)				1,198.23	2,166.14	3,893.93

图表3：离岛免税商品行邮税完税价格及税率表(摘自2007年6月修订版)

品名及规格	单位	完税价格(元)	税率	品名及规格	单位	完税价格(元)	税率
金、银、珠宝及其制品	件	另行确定	10%	化妆品			
表、钟及其配件、附件				—香水	瓶	100	50%
—表				—清洁类			
—高档手表	块	另行确定	30%	—面膜	张	20	50%
(完税价格在人民币10000元及以上)				—其他	件	另行确定	50%
—电子表	块	200	20%	—护理类			
—机械表	块	500	20%	—眼霜	支、瓶	100	50%
—其他	块	200	20%	—日、晚霜及乳液	支、瓶	100	50%
—钟				—精华液/素	支、瓶	150	50%
—闹钟、座钟、挂钟、台钟	个、台	200	20%	—润唇膏	支	20	50%
—落地钟	台	600	20%	—其他	件	另行确定	50%
—其他	台	另行确定	20%	—美容/修饰类			
—配件、附件	件	另行确定	20%	—粉底	盒、支	100	50%
纺织原材料及其制成品				—睫毛液(膏)	支、瓶	50	50%
—纺织原材料				—指甲油	瓶	20	50%
—棉、麻、毛、人造丝质地的原材料	千克	50	20%	—唇膏	支	50	50%
—丝质原材料	千克	100	20%	—其他	件	另行确定	50%
—其他	千克	另行确定	20%	文具用品			
—布				—钢笔	支	50	10%
—棉、麻、毛、人造丝质地的布	米	50	20%	—其他	件	另行确定	10%
—丝质布	米	80	20%	食品、饮料			
—其他	千克	另行确定	20%	—其他	千克	另行确定	10%
—衣着				体育用品			
—外衣裤				—高尔夫球及球具			
—衣	件	300	20%	—球杆	根	800	30%
—裤	条	200	20%	—球	个	30	30%
—内衣裤	件、条	100	20%	—其他	件	另行确定	30%
—衬衫/T恤衫	件	200	20%	—运动器具			
—其他	件	另行确定	20%	—网球拍	个	1000	10%
—床上用品				—羽毛球拍	个	300	10%
—毛毯、被子、床罩	条、件	400	20%	—其他	件	另行确定	10%
—其他	件	另行确定	20%	—多功能健身器具			
—其他				—跑步机	件	2000	10%
—棉制品	条、件	80	20%	—健身车	件	1000	10%
—麻、毛、真丝制品	条、件	150	20%	—综合训练器	件	3000	10%
—其他	条、件	另行确定	20%	—其他	件	另行确定	10%
皮革、皮毛及其制成品				—其他	件	另行确定	10%
—皮革	千克	300	20%	鞋靴			
—衣着				—皮鞋	双	300	10%
—裘皮衣	件	另行确定	20%	—皮靴	双	400	10%
—其他	件	1500	20%	—运动鞋	双	200	10%
—其他	件、条	另行确定	20%	—其他	双	另行确定	10%

来源：海关总署，国金证券研究所

备注：一、边疆地区民族特需商品的完税价格可按照总署另行审定后的完税价格执行；

二、本表所列完税价格与应税物品实际价格相差悬殊达到3倍(或1/3)及以上程度的，经现场科级领导同意，可采取另行确定价格原则或按物品实际价格计征税款。

图表4：中国国旅盈利预测详表

百万	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
营业总收入	4,854.8	5,966.7	5,818.6	6,064.5	9,619.3	12,241.5	14,850.8
旅行社业务	3,530.4	4,245.7	3,665.6	3,747.2	6,764.3	7,611.2	8,570.2
商品销售	1,215.8	1,704.0	2,131.7	2,284.5	2,815.0	4,582.2	6,222.9
其他业务	0.0	0.0	21.4	32.8	40.1	48.1	57.7
营业总成本							
营业成本	3,943.4	4,848.3	4,566.8	4,693.6	7,900.7	9,870.1	11,827.2
旅行社业务			3,127.0	3,248.9	6,058.3	6,807.2	7,675.9
商品销售			1,431.7	1,435.9	1,827.6	3,044.1	4,128.7
其他业务	0.0	0.0	8.1	8.8	14.8	18.8	22.5
毛利	911.4	1,118.5	1,251.9	1,370.9	1,718.6	2,371.4	3,023.6
旅行社业务			538.6	498.3	706.0	804.0	894.3
免税业务			700.0	848.6	987.4	1,538.0	2,094.1
其他业务	0.0	0.0	13.2	24.0	25.2	29.3	35.2
毛利率	18.77%	18.74%	21.52%	22.60%	17.87%	19.37%	20.36%
旅行社业务			14.69%	13.30%	10.44%	10.56%	10.43%
免税业务			32.84%	37.15%	35.08%	33.57%	33.65%
其他业务			61.96%	73.11%	63.00%	61.00%	61.00%
营业税金及附加	38.6	45.8	48.3	49.6	77.0	93.0	112.9
主营业务税金及附加比率	0.79%	0.77%	0.83%	0.82%	0.80%	0.76%	0.76%
主营业务利润	872.8	1,072.7	1,203.6	1,321.3	1,641.6	2,278.3	2,910.7
销售费用	335.9	385.1	470.5	474.8	616.5	766.3	910.4
销售费用率	6.92%	6.45%	8.09%	7.83%	6.41%	6.26%	6.13%
管理费用	281.6	317.8	358.5	354.8	424.2	522.7	625.2
管理费用率	5.80%	5.33%	6.16%	5.85%	4.41%	4.27%	4.21%
财务费用	23.1	8.8	7.5	4.4	-24.00	-13.00	-2.00
资产减值准备	2.8	13.3	7.0	10.3	7.0	8.0	8.0
投资收益	21.2	28.9	56.1	71.0	92.7	98.0	103.0
营业利润	250.7	376.6	416.2	548.1	710.6	1,092.3	1,472.2
营业外收入净额	5.1	25.4	13.3	1.7	0.8	1.0	(1.0)
利润总额	255.7	402.1	429.4	549.8	711.4	1,093.3	1,471.2
所得税	82.5	135.1	96.6	113.529	151.4	229.6	308.9
实际所得税率	32.26%	33.60%	22.49%	20.65%	21.28%	21.00%	21.00%
净利润	173.3	267.0	332.8	436.3	560.0	863.7	1,162.2
减：少数股东损益	31.5	49.5	111.6	123.5	156.8	168.4	217.9
归属于母公司所有者的净利润	141.8	217.4	221.2	312.8	403.2	695.3	944.3
增长		53.35%	1.74%	41.37%	28.93%	72.43%	35.81%
净利润率	2.92%	3.64%	3.80%	5.16%	4.19%	5.68%	6.36%
每股收益				0.355	0.458	0.790	1.073

来源：国金证券研究所

附：

财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告

—— 中华人民共和国财政部公告 2011 年第 14 号

为加快推进海南国际旅游岛的建设发展，国务院决定在海南省开展离岛旅客免税购物政策（以下简称离岛免税政策）试点。离岛免税政策是指对乘飞机离岛（不包括离境）旅客实行限次、限值、限量和限品种免进口税购物，在实施离岛免税政策的免税商店（以下简称离岛免税店）内付款，在机场隔离区提货离岛的税收优惠政策。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、离岛免税政策的适用对象及条件

(一) 政策适用对象。离岛免税政策适用对象是年满 18 周岁、乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民（以下简称岛内居民）。

(二) 享受政策的条件。离岛旅客免税购物必须同时符合以下条件：

1. 已经购买离岛机票和持有效的身份证件，国内旅客持居民身份证（港澳台旅客持有效旅行证件），国外旅客持护照；
2. 在指定的离岛免税店内付款购买免税商品，商品品种和免税购物次数、金额、数量在国家规定的范围内，并按规定取得购物凭证；
3. 在机场隔离区凭身份证件及购物凭证，在指定的提货点提取所购免税商品，并由旅客本人乘机随身携运离岛。

二、离岛免税店、免税商品品种、免税税种

1. 离岛免税店。离岛免税店是具有实施离岛免税政策资格并实行特许经营的免税商店。海口、三亚两地各开设一家离岛免税店进行试点。其中，三亚免税店在原批准设立的离境市内免税店基础上，增加其实施离岛免税政策功能，自本公告执行之日起启动试点。海口免税店待离岛免税店经营主体、选址及相关配套设施确定并经有关部门批准启动试点。
2. 免税商品品种。免税商品限定为进口品，试点期间，具体商品品种限定为：首饰、工艺品、手表、香水、化妆品、笔、眼镜（含太阳镜）、丝巾、领带、毛织品、棉织品、服装服饰、鞋帽、皮带、箱包、小皮件、糖果、体育用品共 18 种，国家规定禁止进口、以及 20 种不予减免税的商品除外。
3. 免税税种。离岛免税政策免税税种为关税、进口环节增值税和消费税。

三、免税购物离岛次数、金额、数量

1. 免税购物离岛次数。非岛内居民旅客每人每年最多可以享受 2 次离岛免税购物政策，岛内居民旅客每人每年最多可以享受 1 次。旅客购物后乘机离岛记为 1 次免税购物。岛内居民旅客身份以居民身份证签发机关为主要依据进行认定。
2. 免税购物金额、数量。离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每次免税购物金额暂定为人民币 5000 元以内（含 5000 元），即单价 5000 元以内（含 5000 元）的免税商品，每人每次累计购买金额不得超过 5000 元，购买免税商品数量范围详见附件。此外，旅客在按完税价格全额缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买 1 件单价 5000 元以上的商品。

四、离岛免税政策实施流程

离岛免税政策主要实施流程包括：离岛免税店进口免税商品，离岛旅客在店内选购付款，免税店根据旅客离岛时间运送货物，旅客在机场隔离区提货并乘机携运离岛等环节。

离岛免税政策试点监管办法由海关总署另行公布。

本公告自 2011 年 4 月 20 日起执行。

特此公告。

财 政 部

二〇一一年三月十六日

离岛旅客每人每次购买免税商品数量范围

商品品种名称	免税购买数量（件）
首饰	2
工艺品	2
手表	2
香水	2
化妆品	5
笔	5
眼镜（含太阳镜）	2
丝巾	2
领带	2
毛织品	2
棉织品	2
服装服饰	5
鞋帽	2
皮带	2
箱包	2
小皮件	4
糖果	5
体育用品	2

来源：财政部公告，国金证券研究所

注：1件商品是指具有单一、完整包装及独立标价的商品，但套装商品按包装内所含商品的实际件数计算。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室