

2011-03-25

证券研究报告
行业研究 / 行业观点

社会服务业

增持/维持评级

分析师

李珊珊

SAC 执业证书编号:S1000510120040

(0755)8236 4411

liss@mail.htlhc.com.cn

《战略布局正当时》-2010/03/15

《兔年开运 反转仍需等待》-2011/02/10

《桂林旅游：坐拥资源 静待业绩再发异彩》
-2010/12/21

《峨眉山：趋势明朗 放眼未来》-2010/10/26

《首旅股份：酒店重拾景气 战略布局正当时》
-2010/10/21

免税政策搭台、旅游行业唱戏

——海南国际旅游岛免税政策点评

国家财政部网站 3 月 24 日公布，财政部下发开展海南离岛游客免税购物政策试点公报，主要内容包括：

- 1、游客每次免税金额为 5000 元，每年两次
- 2、免税商品限定为：进口品
- 3、免税种类主要是关税、进口环节增值税和消费税。
- 4、海口和三亚各开设一家离岛免税店进行试点
- 5、面向持有离岛机票和有效的身份证明的游客（国内、港澳台及海外游客均开放）

对此，我们点评如下：

● 免税政策符合预期

市场期盼已久的离岛免税政策终于颁布，此次政策基本上符合市场预期，将对相关产业和上市公司形成实质性利好。额外需要注意的就是其并没有提及新的免税经营牌照的发放问题，我们预计短期内仍将维持目前中免垄断的格局。

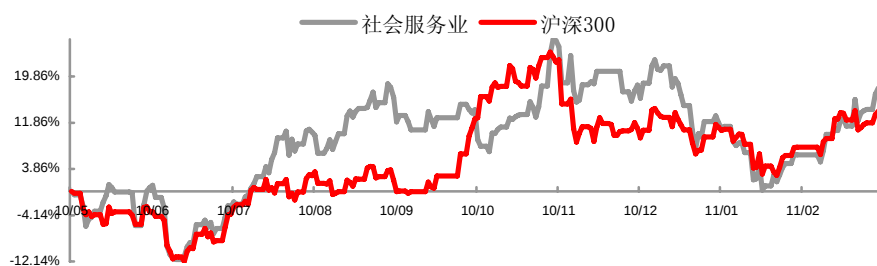
● 中免寡头垄断局面短期内难以打破，中国国旅受益最大

此次离岛免税政策，中国国旅将是最大受益者。此次的公告，并没有提及新的免税经营牌照的发放问题，因此，中国国旅旗下子公司中免公司的先发优势将得以确保，短期的垄断格局仍将维系。假如免税政策在 5 月开始实施，同时三亚市场仍只由中免公司经营，预计免税店 2011 年销售额可达 18~20 亿元左右，相当于 2009 年销售额，按照 10% 的净利率测算，增厚公司 2011 年 EPS 约 0.23 元/股左右，预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.81/1.20/1.69 元，考虑到公司未来高成长性和短期内难以突破的垄断优势，公司应享受较高的估值溢价，我们维持公司“买入”投资评级，公司合理价值区间为 36~38 元。

● 游客人数将增，首旅股份间接受益。

免税政策实施有望带动首旅股份南山景区游客的增长，预计政策实施后，南山景区年接待游客人数增速有望达到 20% 以上，景区门票和景区酒店收入将快速增长。不考虑资产注入和南山景区门票分成，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.04/1.28/1.52 元，当前股价对应 PE 为 21.77、17.73 和 14.89 倍。估值便宜，维持“买入”投资评级。

最近 52 周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

离岛免税政策的适用对象和条件	4
免税店、免税商品品种、免税税种、免税购买金额和次数	4
离岛免税店。	4
免税商品限定为进口品	4
免税税种	4
免税金额和购买次数	4
免税政策符合预期	6
中国国旅寡头垄断局面短期内难以打破	6
游客人数将增，首旅股份间接受益	8
风险提示	8

图表目录

图 1: 离岛免税商品数量范围	5
图 2: 亚洲免税商品销售额增速每年高达 25%以上	7
图 3: 中国 09 年免税市场增速高达 55.3%	7
表格 1: 香化烟酒等产品消费税率、进口税率和增值税表	5
表格 2: 各国离岛免税政策对比	7

国家财政部网站 3 月 24 日公布，财政部下发开展海南离岛游客免税购物政策试点公报，主要内容如下：

离岛免税政策的适用对象和条件

政策运用对象：年满 18 周岁，乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外游客，包括海南省居民。

享受政策条件：1)持有离岛机票和有效的身份证明（国内游客持有身份证，港澳台游客持有有效旅行证件，国外游客持有护照）。2)在指定的离岛免税店内付款购买商品，商品品种和免税购物次数、金额、数量在国家规定范围内，并取得购物证。3)在机场隔离区凭身份证件和购物证，在指定提货地点提取免税商品，并由游客本人乘机携运离岛。

免税店、免税商品品种、免税税种、免税购买金额和次数

离岛免税店。

海口和三亚各开设一家离岛免税店进行试点，其中三亚在公告执行之日起启动试点，海口免税店待离岛免税经营主体、选址及相关配套设施确定后并经有关部门批准后启动试点。

免税商品限定为进口品

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。

免税税种

免税种类主要是关税、进口环节增值税和消费税。

免税金额和购买次数

游客每次免税购物金额 5000 元为限，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。非岛内居民每年最多可享受 2 次离岛免税购物政策，岛内居民最多可享受 1 次。游客购物乘机离岛后记为 1 次免税购物，岛内居民以居民身份证签发机关为主要依据进行认定。

以上公告自 4 月 20 日开始实施。

图 1： 离岛免税商品数量范围
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

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。

资料来源：财政部公告

表格 1：香化烟酒等产品消费税率、进口税率和增值税表

商品科目		消费税率	进口税税率	增值税率
烟	甲类卷烟	45%加 0.003 元/支	50%	17%
	乙类卷烟	30%加 0.003 元/支	50%	17%
	雪茄烟	25%	50%	17%
	烟丝	30%	50%	17%
酒和酒精	白酒	20%加 0.5 元/500 克	50%	17%
	黄酒	240 元/吨	50%	17%
	甲类啤酒	250 元/吨	50%	17%
	乙类啤酒	22 元/吨	50%	17%
	其他酒	10%	50%	17%
	酒精	5%	50%	17%
化妆品		30%	50%	17%
贵重首饰及珠宝	金银首饰、铂金	5%	10%	17%
	首饰和钻石及钻石饰品			
	其他贵重首饰和	10%	10%	17%
	珠宝玉石			
高档手表		20%	30%	17%

资料来源：华泰联合证券研究所、财政部

免税政策符合预期

市场期盼已久的离岛免税政策终于颁布，应该说此次政策的内容基本上都符合市场预期，也将对相关产业和上市公司形成实质性利好。

在这份公告中，额外需要注意的就是其没有提及新的免税经营牌照的发放问题，我们预计其可能短期内仍将维持目前中免垄断的格局。

中国国旅寡头垄断局面短期内难以打破

此次离岛免税政策，并没有提及新牌照的发放问题，因此，中国国旅旗下子公司中免公司的先发优势将得以确保，短期的垄断格局仍将维系。中免公司寡头垄断局面短期内难以打破。

免税行业：09 年中国免税销售额已经达到 13 亿美元，世界排名第 5 位。而 09 年在全球免税市场受金融危机影响，销售额出现下滑的同时，中国免税市场 09 年同比增速 08 年同比增长 55.3%，其中中免公司和日上免税销售额较 08 年增长 33% 左右，两家公司免税销售额占全国销售额的 30% 左右。

2010 年三亚接待过夜游客人数为 880 万人次（其中 90% 为国内游客），同比增长 15%。预计 2011 年三亚游客人数将突破 1000 万人次，若假设其中 10% 的游客购买免税商品（韩国济州岛 JDC 免税店，于 2002 年底开业后一年内即实现销售额 8300 万美元，购物顾客 124 万人次，占当年济州岛国内航班及轮船离境人次的 21%），全年人均消费额为 2000 元/人，由此测算，仅三亚市场 2011 年免税市场规模将达到 20 亿元，相当于中国国旅 2009 年全年免税销售额。

此外，如果参照日本冲绳和韩国济州岛市内免税店的平销水平（8 万人民币/平米以上），考虑到三亚免税政策从 4 月底才开始实施，加上新开门店需要培育期，按照 30000 人民币/平米平销保守估算，三亚市内免税店也可以达到 18~20 亿元左右。

中免公司的免税销售净利率约 25% 左右，但考虑到新店的培育期开销较大，按照 10% 的净利率水平计算，政策实施后将增厚公司 2011 年 EPS 约 0.23 元/股左右，增厚后公司 2011-2013 年 EPS 为 0.81/1.20/1.69 元，考虑到公司未来高成长性和短期内难以突破的垄断优势，公司应享受较高的估值溢价，我们维持公司“买入”投资评级，公司合理价值区间为 36~38 元。

图 2: 亚洲免税商品销售额增速每年高达 25%以上



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 3: 中国 09 年免税市场增速高达 55.3%

> US\$ 2,000,000,000		09 vs 08
1. Korea South		-2.3%
2. United Kingdom		-10.6%
3. USA		-19.8%
> US\$ 1,000,000,000		09 vs 08
4. United Arab Emirates		+1.6%
5. China		+55.3%
6. Germany		+7.4%
7. Hong Kong		+4.3%
8. France		-10.5%
9. Singapore		0.0%

资料来源: 华泰联合证券研究所

表格 2: 各国离岛免税政策对比

	每人限购次数	每人限购金额	免税人群	免税种类	免税商品	免税店销售额 (年)	游客进免税店占比	离岛免税市场规模
济州岛	6 次/年 (年满 20 岁)	40 万韩元/次(折合人民币 2400 元/次)	离岛不离境游客	免关税, 营业附加税、特别消费税、酒税、教育税、烟税、地方教育税 消费金额 10% 的附加税返还 (只适用于购当地特产、纪念品及租车等 3 类消费)	包括香水、化妆品、烟草、酒水、食品、精品等各类奢侈品等	济州岛于 2002 年底开始实施离岛免税政策, 当年岛上唯一的 JDC 免税店昨开业一年内实现销售额 8300 万美元, 购物游客 124 万人次, 占当年济州岛国内航班和轮船离境人次的 21%	30%	6-9 亿美元
冲绳岛	不限次数	20 万日元/次(折合人民币 16000 元/次)	离岛不离境游客	免关税、	包括香水、化妆品、酒水、食品、精品等; 但不含香烟和本国商品	DFS 独家经营免税业务, 其中 DCF Galeria 经营面积为 1.3 万平米, 年销售额在 2 亿美元左右	75%	15-20 亿美元
海南岛	1-2 次/年	5000 元/次, 游客在按完税价格全额缴纳进口关税的条件下, 每人每次可以购买 1 件单价 5000 元以上商品 (即减免消费税和增值税)	离岛、离境游客	免进口关税、增值税、消费税	首饰、服装服饰、鞋帽、皮带、箱包、糖果、体育用品等 18 种, 不销售香烟和本国商品	目前由中免公司独家经营, 在三亚市内免税店总经营面积为 7000 平米, 大部分区域在 2010 年底已经对外营业。 参考冲绳免税市场平销, 我们预计三阳市内免税店 2011 年销	预计 20%-30%	三亚 2010 年接待过夜游客人数为 882.7 万人次, 假设三亚游客人数未来 5 年以 10% 的复合增长率增长, 预计 2015 年三亚游客人数将达到 1421 万人次, 假设 20% 的

售额可达 18-20 亿元

游客将在市内购买
免税商品，人均消
费 5000 元/人，

**2015 年三亚免税市
场规模将达到 100
亿元以上。**

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 3：免税政策对公司 2011 年 EPS 敏感性分析

		人均消费						
EPS		1000	1500	2000	2500	3000	4500	5000
购	10%	0.12	0.17	0.23	0.29	0.35	0.52	0.58
买	20%	0.23	0.35	0.46	0.58	0.69	1.04	1.15
免	30%	0.35	0.52	0.69	0.87	1.04	1.56	1.73
税	40%	0.46	0.69	0.92	1.15	1.38	2.08	2.31
商	50%	0.58	0.87	1.15	1.44	1.73	2.60	2.88
品	60%	0.69	1.04	1.38	1.73	2.08	3.11	3.46
游	70%	0.81	1.21	1.61	2.02	2.42	3.63	4.04
客	80%	0.92	1.38	1.85	2.31	2.77	4.15	4.61
占	90%	1.04	1.56	2.08	2.60	3.11	4.67	5.19
比								

资料来源：华泰联合证券研究所

注：假设 2011 年三亚游客人数为 1015 万人次，较 2010 年同比增长 15%。按照 10% 净利润率测算

游客人数将增，首旅股份间接受益

免税政策的实施有望带动首旅股份南山景区游客的增长，我们预计政策实施后，南山景区年接待游客人数增速有望达到 20% 以上，进而带动南山景区门票和景区酒店收入快速增长。不考虑资产注入和南山景区门票分成，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.04/1.28/1.52 元，当前股价对应 PE 为 21.77、17.73 和 14.89 倍。估值便宜，维持“买入”投资评级。

风险提示

- 1、政府放开牌照的进度超过我们的预期。
- 2、自然灾害等造成的游客人数低于预期。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn