

邂逅免税天堂

——海南免税岛投资主题分析

东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 海南免税岛具体免税政策有望在年底前出台，最早 2011 年免税政策将进入实施阶段。四大突破可能会带来免税政策的超预期：扩范围，免税范围由目前的四家市内免税店扩大到全岛范围；扩群体，购物免税对象由目前的境外游客扩大到外国国内游客都可以享受；扩品种，由目前的进口产品和奢侈品扩大到包括优质国产品；扩额度，有望将购买免税商品的额度提升到 5000 元以上。
- 从免税形式上看，海南最终可能采取“特定免税”这一力度最大的免税方案。即机场内免税店（免除进口关税、消费税）、市内免税店（免消费税，“Tax Free”）和特定免税店（免进口关税，“Duty Free”）三种免税店中，特定免税同时以国内消费为目的，适用于所有离岛旅客（本国本土、本岛以及外国离岛、离境旅客），对旅游消费刺激程度最大，冲绳机采用了该模式。
- 免税额度超 5000 有望使海南购物吸引力超香港。离境购物销售免税优惠的瓶颈在于国内海关而非购物地免税额；冲绳免税额超 15000 人民币，香港无限额，但我国海关仍将对规定旅客携带在境外获取的总值超过人民币 5000 元（含 5000 元）的自用物品需要征收进口税。因而，只要海南的免税额度超过 5000 元，则大陆居民离岛时不存在进口关税问题而使海南较其他免税地更有吸引力。
- 免税市场有望超过 45 亿元。按照游客的 15%（远低于冲绳 75% 和济州岛 30% 的水平）进免税店消费，人均消费 1500 元（低于中国公民香港过夜人均购物 4000 元水平）保守估算，则海南的免税市场将达 45 亿元人民币，如果以海外经验乐观估算，则其潜在市场有望突破 200 亿，达到香港的 1/2。

投资建议

- 首先直接看好免税政策的直接载体：建议重点关注中国国旅和海南航空。前者旗下中免集团是国内唯一具备在全国范围内开展免税业务资格的企业，在三亚市内已相继推出一、二期香化和首饰免税产品零售业务，两年内有望盈利；近日与三亚市海棠湾管委会签署“海南国际免税城”项目，免税部分将全部由中免集团负责经营；受益于机票成为免税购物的重要凭证以及降低购物费用后旅行方式的升级，海南航空市场份额首位的海南航空将大幅受益。
- 长期看好为客流提供服务和消费的酒店、交通运输、餐饮乃至游艇制造等配套企业，同时高速公路、房地产等行业也将受益。相关标的如海南高速、海峡股份、罗牛山、太阳鸟等。

风险因素：具体免税政策低于预期。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。

报告日期

2010 年 11 月 26 日

东方证券研究所策略团队

王明旭

股票策略资深分析师
8621-63325888×6253
wangmingxu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209100201

刘俊

组合策略资深分析师
8621-63325888×6109
liujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860208110153

王晓李

股票策略分析师
8621-63325888×6108
wangxiaoli@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860108081123

杨娜

股票策略分析师
8621-63325888×6057
yangna@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860108111177

郑文琦

股票策略分析师
8621-63325888×6081
zwq@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210030005

王鹏

助理策略分析师
8621-63325888×6111
wangpeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110060012

樊磊

助理策略分析师
8621-63325888×6116
fanlei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109121345

近期“海南旅游岛”重要政策动向

11 月 25 日，海南省四届人大常委会十八次会议闭幕，副省长陈成在本次会议上表示：海南正加快推进国务院赋予海南国际旅游岛建设优惠政策的实施和落地工作，陵水海洋主题公园和文昌航天主题公园力争年底开工；明年初，海南有望开始执行境外游客退税政策和实施离岛免税政策。同时，也在加快研究制定即开型、竞猜型体育彩票方案，编制海南高尔夫产业规划，有计划、有规范地建设一批高水平的高尔夫球场。

目 录

前言	3
一、海南板块年初表现突出	3
二、超预期免税政策或将出台	4
1.相关政策逐步明晰	4
2.免税、退税及其类别	5
3.免税政策享受人群	6
4.免税额度及超过部分的税收政策	7
5.免税商品的品种	7
6.免税商品的提货办法	8
三、投资建议	8
1.投资逻辑	8
2.看好免税政策的直接承载者:	9
3.关注中长期受益于客流增长的相关公司和行业	11

图表目录

图 1: 海南板块一年来超额收益明显	3
图 2: 旅游市场份额	10
表 1: 海南旅游岛主要政策进展	3
表 2: 海南旅游岛三阶段目标	4
表 3: 日本国内三种免税形式比较	5
表 4: 各旅游胜地签证政策比较	6
表 5: 海南免税商品销售收入估算	8
表 6: 中国国旅业绩预测	9
表 7: 海南航空业绩预测	10

前言

近日，海南省副省长陈成在该省四届人大常委会十八次会议上表示，海南正加快推进国务院赋予海南国际旅游岛建设优惠政策的实施和落地工作，陵水海洋主题公园和文昌航天主题公园力争年底开工；明年初，海南有望开始执行境外游客退税政策和实施离岛免税政策。同时，加快研究制定即开型、竞猜型体育彩票方案，编制海南高尔夫产业规划，有计划、有规范地建设一批高水平的高尔夫球场。

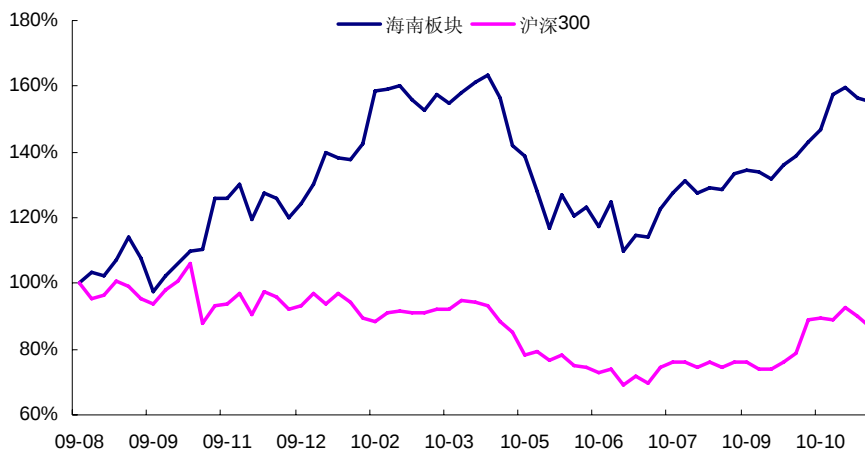
表 1：海南旅游岛主要政策进展

出入境管理措施	公安部批准海南在已有 21 国免签证的基础上，先期增加芬兰、丹麦、挪威、乌克兰、哈萨克斯坦 5 国为入境免签证国家，使入境海南免签证国家增加到 26 个。同时，对俄罗斯、韩国、德国 3 国旅游团组团人数放宽至 2 人以上（含 2 人），入境停留时间延长至 21 天。目前，海南正在抓紧制定免签证新政策的实施细则。
财税政策	8 月初，海南省政府印发《加快实施旅客购物退税政策工作方案的通知》，成立实施旅客购物退税政策领导小组。9 月和 10 月，财政部分别召开有关部委和海南省参加的征求意见协调会，征求对《海南离岛旅客免税购物政策实施方案》的意见。该方案已进入部委会签程序，有望明年年初实施。
游艇政策	首个国际游艇出入境专用码头在三亚市正式设立并通过口岸验收。11 月 23 日，《海南省游艇管理试行办法》正式颁布实施。该《办法》在游艇登记、驾驶、入境查验、活动水域等 15 项游艇管理政策上实现突破，有效解决了游艇进不来、不能动、出入不方便问题。这是落实国家赋予海南先行先试政策的最新成果。
免税商场	11 月 19 日，中国国旅集团与三亚市海棠湾管委会在海南三亚签署“海南国际免税城”项目合作框架协议。“海南国际免税城”项目设在三亚海棠湾，总占地约 770 亩，总投资约 50 亿元，

数据来源：wind，东方证券研究所

一、海南板块年初表现突出

图 1：海南板块一年来超额收益明显



数据来源：wind，东方证券研究所

2010年1月4日,《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》正式发布。在此前后,海南板块倍受资本市场青睐,获得了超过40%的超额收益;而在海南土地和房价快速呈现泡沫式上涨的过程中,相关地产类企业如罗牛山、海南高速表现亮丽,个股涨幅更是超过150%!为防止出现新的房地产泡沫,自1月15日至《海南国际旅游岛总体规划》获国家发改委批准之前,海南各地暂停土地出让,暂停审批新的土地开发项目。伴随而来的,是资本市场“热岛”效应的逐步降温。

二、超预期免税政策或将出台

1.相关政策逐步明晰

然而,随着海南旅游岛相关政策的逐步明晰,尤其为建设国际购物中心配套的“境外旅客购物离境退税”和“离岛旅客免税购物”政策可能在近期敲定,海南区域的投资机会应当被重新审视并予以高度的关注。根据《意见》,海南将积极发展大型购物商场、专业商品市场、品牌折扣店和特色商业街区,建设和经营好免税店,完善旅游城镇和休闲度假区的商业配套设施,逐步将海南建设成国际购物中心。11月19日,中国国旅集团与三亚市海棠湾管委会在海南三亚签署“海南国际免税城”项目合作框架协议。根据协议,中国国旅将投资50亿元建设该项目。“海南国际免税城”项目设在三亚海棠湾,总占地约770亩,总投资约50亿元,以免税为主题,融娱乐、休闲、购物于一体;购物方面将包含免税和完税两种业态,免税部分将全部由中国国旅全资子公司中国免税品(集团)总公司负责经营。项目借鉴国际先进商业运营模式,依托免税品(集团)有限责任公司的资源优势,将三亚发展成为继香港、澳门、新加坡、迪拜之后,又一个新的免税购物天堂。项目在海棠湾开发建设的“一号工程”总面积98.78平方公里,目标是打造成世界一流的旅游度假区,目前已有40多家中外企业入驻。

表 2: 海南旅游岛三阶段目标

	整体目标	国际化程度
2009-2013 年	建成国际旅游岛雏形。	旅游要素国际化改造基本完成。2013 年入境游客占全省旅游接待人数 10% 以上, 旅游外汇收入占旅游总收入 20% 以上
2014-2018 年	基本建成国际旅游岛。	旅游管理体制、运行机制与国际基本接轨, 旅游服务基本达到国际水准。2018 年, 入境游客占全省旅游接待人数的 20% 以上, 旅游外汇收入占旅游总收入的 30% 以上
2019-2028 年	建成世界一流的国际旅游岛。	旅游产品达到国际水准, 城市建设、公共服务设施、现代服务业等适应世界发展潮流。2028 年, 入境游客占全省旅游接待人数的 30% 以上, 旅游外汇收入占旅游总收入的 40% 以上

数据来源: 东方证券研究所

旅客流量和人均消费提升是投资海南板块的核心驱动力。沿着对相关行业拉动的先后顺序, 我们关注: 其一, 购物免税政策的载体将是最先受益且收益程度最大的标的; 其二, 为客流提供服务和消费的配套企业, 如酒店、交通运输、餐饮等; 其三, 长期来看会对高速等基础设施、房地产产生拉动作用。

在刺激客流和人均消费方面的超预期因素将是股价表现最直接的催化剂。因而, 我们着重评估可能的免税政策对区域消费带来的影响程度:

- A: 享受免税政策的消费者人群; B: 免税额度及超过部分的税收政策
- C: 免税商品的品种; D: 免税商品的提货办法

2. 免税、退税及其类别

免税和离岛退税是有本质区别的，此税并非彼税。退税(tax free shopping)指的是将外国旅游者在旅游目的地国购买的商品体中所含在该国生产和流通过程中已经缴纳的间接税（在我国主要是增值税和消费税）退还给旅游者的政府行为，因而退的是增值税和消费税，税率集中在 5%至 20%；而免税免的是进口关税(duty, tariff)，税率集中在 20%至 100%。

我们以日本为例介绍免税和退税购物的不同类别。日本有 3 种免税店，出国际机场的出境手续柜台后，所看到的免税店是“机场内免税店”。此类“机场内免税店”，入境日本时不能利用，从日本出境时可利用。

免税店不仅机场内有，在秋叶原等繁华街区也有销售礼品、名牌商品、电器等的免税店。此类店铺称为“市内免税店”，免除日本国内的消费税。所销售的电器等，其电压与播放方式与日本国内的规格不同。在“市内免税店”购买商品，不能当场拿到商品，而是临时领取购买证明书，出境时，将此证明书递交位于机场出境手续柜台内的受理点，享受免税优待的制度。购买商品需出示护照、出境机票。

此外，日本还有一种仅适用于冲绳的“特定免税店”。此类“特定免税店”与上述的“机场内免税店”或“市内免税店”不同，它是国内消费为目的，可享免税购物的日本国内唯一的免税店。从冲绳到县域外的旅客，携带未经使用的酒类、香水等 8 种商品时，可免进口关税。

表 3：日本国内三种免税形式比较

	免除税金	免税对象	免税条件（手续）
机场内免税店	消费税、进口关税、酒税、香烟税	从日本出境的旅客	办完出境手续后可利用；购买时需出示机票与护照
市内免税店	消费税	从日本出境的旅客	免税商品：除消耗品外的生活用品（购物金额合计 1 万日元以上） 免税手续： 来日旅行的外国人（非居住者） 购买商品时提交《誓约书》。在护照上粘贴《出口免税物品购买记录单》，并盖骑缝印。出境检查时提交《出口免税物品购买记录单》。 日本人（居住者） 购买商品时，向市内免税店提交与用途相符的《誓约书》。出境时向海关申请获得《出口证明书》，然后递交市内免税店。
特定免税店	进口关税	从冲绳出县域的旅客	最高金额：20 万日元 免税商品：特定商店中销售的所有商品 手续：购买时出示机票 出发时，在那霸机场内的专用商品受理点领取商品

数据来源：wind，东方证券研究所

正如前面所述，“机场内免税店”与冲绳的“特定免税店”免除的是进口关税，所以属于“Duty Free”。而“市内免税店”免除的是国内消费税，应标记为“Tax Free”。而从海南建设国际旅游中心的

规划来看，其最终可能采取的政策可能是特定免税店，即针对所有从海南离岛的旅客的免进口关税甚至消费税的特定免税店形式。

3. 免税政策享受人群

2008年3月国务院办公厅回复海南省政府的《关于支持海南省发展旅游业有关问题的函》中，批准海南在海口、三亚、琼海、万宁四地各开办一家市内免税店；2009年9月1日，由中免公司在三亚投资兴建的市内免税店一期正式对外营业。然而，三亚市内免税店销售对象只限于境外游客，购物时必须出示护照和机票；而符合条件的境外游客恩仅占全部游客的4%。

而如果比照亚洲地区主要免税岛，则海南免税政策提升的消费者范围远为宽泛。冲绳和济州岛均规定：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。我们推测，海南未来可能的政策是本国游客、外国游客和本岛居民均可购买免税日用消费品，但免税范围有所差异。本国游客购买的免税商品无次数限制，但有金额和数量限制；外国游客离境购买的免税商品无次数、无金额、无数量限制；本岛居民在岛内购买免税日用消费品无限量、限额、限次规定，但离岛时按国内游客实行限额购买，不允许邮寄免税商品离岛。而这种措施将导致岛内免税店潜在消费者将提升20倍；而从济州岛的经验来看，实际免税店购物的游客约占游客总数的30%，这意味着在海南每年接待的2000万游客中，有可能进行免税购物的人数达到500万以上。

表 4：各旅游胜地签证政策比较

国际旅游岛	签证政策
香港	大陆游客需办理港澳通行证
日本冲绳	对部分国家和地区实施免签证政策，对一些过境旅客实施72小时免签证入境的优惠；中国公民依然需要取得日本签证才能入境
韩国济州岛	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。
中服出国人员服务中心免税商场	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商品一定量的《旅客进出境行李物品分类表》中第一类物品。
印尼巴厘岛	巴厘岛对泰国、马来西亚、新加坡等国家和地区游客实施免签政策，对中国、澳大利亚、南非、阿根廷等国实行落地签
泰国普吉岛	对主要客源地如中国等推出免签证费等游客便利措施
马尔代夫	对国际游客实施免签证和落地签证策略；对中国游客实行的是落地签，在马累机场取得入境许可，而30天内的入境可许免费

数据来源：wind，东方证券研究所

随着我国进入发展型的新阶段，城乡居民的收入水平不断提高，旅游消费已开始成为居民消费的重要选择。韩国为例，在2006年对中国游客实施免签政策后中国游客赴济州岛增幅就迅速加大，2008年中国到访济州的游客数约为17.5万人次，2009年增长至近26万人次，增长率为47.8%。在海南全岛实行日用消费品免税政策，不需要办理任何过境签证手续就会较出国购物方便很多，实际上是把国内游客的消费能力留在国内实现。

4. 免税额度及超过部分的税收政策

根据韩国济州岛的免税额度规定，20 岁以上游客购买免税商品限量（每次不超 40 万韩元）限次（每年最多享受 6 次免税待遇），即每次购物额度在 2350 元人名币左右；而根据日本冲绳规定，则旅客购买免税商品每次限购 20 万日元（约合 15900 人民币），但 unlimited 次数；而国际上的平均水平则在 300-400 美元左右。相比之下，购物天堂的香港则是既不限次数也不限数量。

然而，真正对国内游客赴免税岛购物数量产生限制的并非购物地的免税额度而是我国海关对入境物品征收关税的额度限制。根据海关 10 年 54 号公告的规定，进境居民旅客携带超出 5000 元人民币的个人自用进境物品，经海关审核确属自用的，海关仅对超出部分的个人自用进境物品征税；对不可分割的单件物品，则全额征税。即使赴免税天堂香港购物，旅客可免税携带在境外获取的总值也不超过人民币 5000 元(含 5000 元)的自用物品，对超出但仍属自用的部分，海关将依据相关条例征税，其中化妆品的进口税税率为 50%，高档手表税率为 30%；而对烟酒限额更为苛刻：可以免税携带 1500 毫升的酒精饮料(酒精含量 12 度以上)，400 支香烟、或 100 支雪茄、或 500 克烟丝；如果超出限量但仍属自用的部分，海关予以征税放行，烟、酒的税率为 50%。

这就意味着，国内旅客即使在冲绳等地购买了免日本进口关税的产品，但当携带回国时，却不能避免进入中国关境的关税，这实际上就与进口商品的差异无几了。然而一旦海南岛打造成为中国的“冲绳”“免税岛”，则大陆游客赴海南购物就不存在进入中国关境再度纳税的问题，因而其实际享受的免税额度就与海南岛免税额度相当。

目前，海关的免税限额为 5000 元人民币，那么只要海南岛免税额度超过 5000 元人民币，则赴海南岛购物就比赴日本冲绳免税购物享受的实际关税优惠多，且免除签证手续之苦。如果免税额度超过 20 万日元（16000 人民币左右），那么就会具有远超冲绳的吸引力，从而吸引更多的亚洲甚至欧美游客观光购物。

5. 免税商品的品种

事实上，免税商品可供选择的品种与免税额对共同对消费者的购买行为产生约束。根据当前的海关规定，自用物品不可分（大件）物品超过入境免税限额（5000 元）的，将按全额征税；而多件的物品则超过 5000 元的部分按规定征税。假设一个游客购买了 12 件单价 500 元的化妆品，则其中 10 件免税，而另外 2 件则按照规定征收关税；而如果购买了一个 6000 元的 LV 皮包，因其不可分，则将按全额 6000 元征收关税。

这样，若可选购的商品中以单价大额的奢侈品为主，则游客实际获得的免税优惠并不明显，而小件低单价的日用消费品则能充分享受免税优惠；纳入免税的商品种类越多，则对消费者实际免税优惠就可能越大。

比较来看，日本冲绳岛的免税产品中不包括烟，也不包括日本国内产品，但济州岛经营品种包括烟酒、化妆品等 16 个品种，同时可以销售国内产品，其中国产的红参、国产烟已经免除增值税，其他国产产品与国内产品价格相同。

此次海南岛的免税范围则有望包括国产日用消费品和国外进口商品。对进入免税区销售的国产商品视同出口，享受出口退税政策，实行退（免）增值税、消费税；对进入免税区销售的进口商品免征进口关税和进口环节税。将目前仅有的进口产品和奢侈品扩大到包括优质国产品，无疑对国内游客会产生更前的吸引力并带来更可观的营业收入。

6. 免税商品的提货办法：

免税商品的提货方法有两种，其一是在市内免税店进行购物，商店将购物信息与机场和海关联网，旅客离境时向海关出示机票、护照，在免税商品领取处领取已购买的商品，即“店内购物，机场取货”；目前冲绳、济州岛均采用这种形式；另一种则是在免税店凭离境机票和护照购买，直接取货，但经过机场离境时须通过海关检查。第二种程序对旅客而言更为方便和宽松，但第一种方式也完全能够保证旅客及时的领取免税商品。

据相关专家和媒体表示，海南岛可能会采取第二种直接提货模式，相较日本和韩国的第一种方式来说，对游客有更高的便捷度和宽松的购物环境，也会进一步刺激游客的消费欲望。

三、投资建议

1. 投资逻辑

综合来看，海南岛的免税政策可能从四个“扩张”大幅推动免税购物的增长并以此吸引庞大客流：即**扩范围**，免税范围由目前的四家市内免税店扩大到全岛范围。

扩群体，购物免税对象由目前的境外游客扩大到外国国内游客都可以享受。

扩品种，由目前的进口产品和奢侈品扩大到包括优质国产品。

扩额度，有望将购买免税商品的额度提升到 5000 元以上。

我们根据济州岛和日本的情况大致估算海南免税岛可能的销售收入。

其一，在免税店消费的游客占比。在日本冲绳，约有 75% 的游客进入免税商店购物；即使在在济州岛，购物游客的比例也高达 30%。海南统计局统计，2009 年全年共有 2250.33 万人次国内外游客前来海南旅游观光，同比 2008 年增长 9.2%。以此测算，即使仅有 10% 的游客进入免税店购物，顾客人次亦约 200 万人；而以济州岛的比例测算，则进入免税店的游客高达 680 万人！，

其二，人均消费金额。每年在日本冲绳、韩国济州岛进店购物的人次约 190-200 万人，而两地免税商店的销售额均在 2 亿美元左右，人均购物金额约 100 美元；而 2008 年到香港的过夜中国游客人均购物额达 4000 港币左右。如果考虑到国人购买高档商品的偏好和充分利用优惠条件的心理，游客在海南的免税店消费有望更高。

表 5：海南免税商品销售收入估算

		购物者人数（万人次）				
		120	200	300	400	600
人均购物 金额	2000	16	40	60	80	120
	3000	24	60	90	120	180
	5000	40	100	150	200	300
	8000	64	160	240	320	480
	10000	80	200	300	400	600
		15000	120	300	450	900

数据来源：wind，东方证券研究所

假定以每年进店游客 300 万、人均消费 1500 元人民币计算，则保守测算的销售额在 45 亿元人民币左右；而如果按 30% 进入免税店消费、人均消费 3000 元的乐观情形测算，则免税商品收入有望突破 200 亿元以上——这约占香港 60-70 亿美元游客消费收入的一半！

如果海南建成免税区，考虑到在全岛实行购物免税政策，**其对客流量的吸引**将带动游客人数增长 20-25%，同时会引发**餐饮、酒店、购物、交通运输等一系列需求的爆发**。

2. 看好免税政策的直接承载者：

中国国旅：

- 旗下全资子公司中免集团是国内唯一具备在全国范围内开展免税业务资格的企业。目前，大陆的市内免税店经营尚未放开，需国务院批准方可设立；已获批的有北京、上海、大连、青岛、厦门、海口、三亚、琼海、万宁 9 个城市。而获准经营免税商品批发兼零售业务的免税运营商主要有 4 家，分别是中免公司、深圳国有免税商品(集团)有限公司、珠海免税企业集团有限公司和日上免税行(上海)有限公司。但其中，只有中免公司可以在全国范围内开展业务。(2000 年国务院批准转发的《关于印发〈关于进一步加强免税业务集中统一管理的请示〉的通知》中明确规定，全国免税店由中国免税品(集团)总公司统一管理和经营，地方和各部门不得与外商合资、合作经营免税店或变相允许外商参与免税店的经营活动。)
- 公司已经在海南积极开展免税店布局，未来 2-3 年可能盈利。2008 年 3 月国务院办公厅回复海南省政府的《关于支持海南省发展旅游业有关问题的函》中，批准海南在海口、三亚、琼海、万宁四地各开办一家市内免税店。2009 年 9 月，国旅集团旗下中国免税品(集团)有限责任公司已经投资运营了海南省首家市内免税店“三亚市内免税店”。至今，三亚市内已相继推出一、二期香化和首饰免税产品零售业务。日前，三亚市免税店有 9 家品牌专卖店已对外营业，另 6 家也将于 11 年初营业，将引进一些大型的国际品牌专卖店。届时三亚店总体营业面积将达到 7000 平方米。我们预计 10 年可能亏损 2000 万左右，2-3 年可实现盈利。
- 11 月 19 日，中国国旅集团与三亚市海棠湾管委会在海南三亚签署“海南国际免税城”项目合作框架协议。根据协议，中国国旅将投资 50 亿元建设该项目。“海南国际免税城”项目设在三亚海棠湾，总占地约 770 亩，总投资约 50 亿元，以免税为主题，融娱乐、休闲、购物于一体；购物方面将包含免税和完税两种业态，免税部分将全部由中国国旅全资子公司中国免税品(集团)总公司负责经营。项目借鉴国际先进商业运营模式，依托免税品(集团)有限责任公司的资源优势，将三亚发展成为继香港、澳门、新加坡、迪拜之后，又一个新的免税购物天堂。项目在海棠湾开发建设的“一号工程”总面积 98.78 平方公里，目标是打造成世界一流的旅游度假区，目前已有 40 多家中外企业入驻。

表 6：中国国旅业绩预测

盈利预测综合值一览	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	6,064.51	8,641.25	10,479.03	12,674.83
增长率(%)	4.23	42.49	21.27	20.95
归属母公司股东的净利润(百万元)	312.75	443.12	567.37	714.84
增长率(%)	41.37	41.68	28.04	25.99
每股收益-摊薄(元)	0.3554	0.5035	0.6447	0.8123

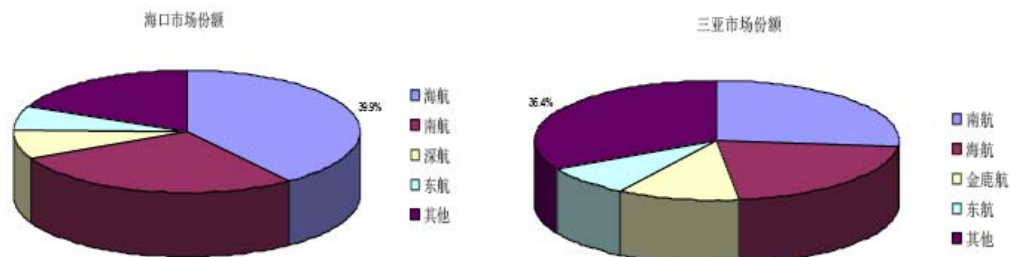
市盈率	89.81	63.4	49.51	39.3
PEG1	2.15	2.26	1.9	--

数据来源：wind，东方证券研究所

海南航空：

- 航空是旅游过程中最大的花费之一。由于海南特殊的地理位置，游客往往选择航空方式抵离岛，乘飞机的比例接近 40%。而伴随消费升级与海外游客的增加，航空作为最主要的来岛方式，其占比可能呈现持续提升趋势；而由于购物和航空在旅游预算中的占比最大，免税商品的低价格可能引发替代效应，促使游客选择航空方式。
- 离岛机票成为免税店购物的重要凭证。在各国通行的免税店购物和提货流程中，机票都成为免税购物的必要条件。目前来看，海南岛实行凭离岛机票和身份证件进行免税购物、在机场海关验货的可能性较大；因而更多的游客可能选择航空方式离岛，以获得便利的免税购物和提货程序。

图 2：旅游市场份额



数据来源：wind，东方证券研究所

- 海航占据海南省航空市场的半壁江山，目前公司和集团在海口的市场占有率超过 50%，在三亚的市场占有率约 30%，作为市场的龙头无疑优先受益于国际旅游岛客流增加。海航在三亚和海口的运力投放占海航总运力的 17%，是所有航空公司中最大的，有效保证了客流增长的需求。
- 7 月 5 日，海南省旅游发展委员会与海航集团正式签署了战略合作框架协议，发挥各自优势，共建国际旅游岛。海航集团旗下的餐饮旅游、配套酒店和旅行社业务等也将充分受益于旅游岛的开发。

表 7：海南航空业绩预测

盈利预测综合值一览	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	15,548.36	21,117.97	25,167.79	27,995.36
增长率(%)	14.73	35.82	19.18	11.23
归属母公司股东的净利润(百万元)	334.67	2,166.09	2,485.65	2,356.98

增长率(%)	123.5	547.23	14.75	-5.18
每股收益-摊薄(元)	0.0948	0.5251	0.6025	0.5713
市盈率	94.94	17.14	14.94	15.75
PEG1	0.17	1.16	-2.89	--

数据来源: wind, 东方证券研究所

3.关注中长期受益于客流增长的相关公司和行业

海南高速:

- 海南高速属交通基础设施行业,涉及的主要业务为:高速公路的建设和养护管理;房地产的开发及销售;旅游服务业的综合开发等。公司近年正在积极进行业务结构调整,BOT项目综合收益变化逐年下降导致交通运输主业逐渐萎缩,酒店等旅游业占比不高且基本亏损,房地产项目受益于房地产业持续快速发展持续产生盈利,对公司业绩贡献明显。
- 公司在高速公路的建设和养护管理业务领域的运营方式为代交通厅负责路产具体养护维修,其路产收益模式类似银行的项目贷款,无需支付养护、维修资金,同时能享受固化的项目投资收益,现金流充裕,资金运用效率较高。另外,公司充裕的现金流为新业务的拓展提供了基础和条件,主业的资金盈余支撑了房地产、旅游服务等辅业的业务扩张。
- 公司公路业务萎缩,房地产业务逐渐壮大,公司未来将战略转型为房地产公司。琼海、三亚及儋州三地的4个房地产项目从2010年起开始贡献业绩,导致房地产结算收入逐年增加,公司业绩未来最大看点将体现在房地产业务领域。其风险因素体现为房地产市场的调控政策。
- 公司未来将受益海南旅游岛建设,琼海及儋州两地项目储备或受益海南机场建设规划产生高投资收益。受政策刺激,未来海南旅游客流量将呈现较快增长,海口、三亚、琼海等地的酒店业务近期或扭亏为盈,预计将较快增厚公司业绩。
- 公司是省国资委唯一的上市公司,十二五规划下国资深入整合的趋势使海南高速有集团内部整合、行业整合可能,未来资产注入可期。

海峡股份:

- 公司主要从事的是以海南省为核心的南海客滚运输业务,当前旗下航线包括:海安航线,海北航线和海广航线,其中海广航线为垄断经营,海北航线为双寡头经营,是公司业务收入的两大主要支撑点。同时公司奉行“一体两翼”的发展方针,力争将公司打造成以客滚运输为主体,辅以综合运输和客滚邮轮两翼的综合性客滚运输企业。
- 三季度报业绩符合预期:前三季,公司实现了4.76亿元的营业收入,实现利润总额2.02亿元,同比增长36.9%,实现净利润1.58亿元,每股收益达0.77元,符合市场预期。
- 近期,有关部门批准了公司关于运输价格适当上调2%-5%的提案,同时公司新船的赢利能力大幅超过旧船,在客运量价齐升的情况下,明年公司业绩将有大幅上扬空间。

- 在海南国际旅游岛的建设规划利好冲击下，公司的净利润会进一步增加，同时明年初 2 艘豪华 30 车位 600 客位的快速客滚船将在海安线投入使用，这也将提高公司的盈利收入。
- 明年新开的旅游项目西沙群岛将给旅游业带来新的发展契机，而公司作为海南省内唯一一家具有客滚运输经营性质的航运公司，具有很强的唯一性，预期公司将会迎来新的业务增长点。

ST 筑信：

- ST 筑信主营业务以商品零售，旅游酒店和房地产业为主，公司的主要经营实体为海南第一百货商场和海南望海国际大酒店，但公司于 09 年 5 月份由海航置业注资重组，海航置业是海航集团旗下专业从事房地产投资经营的板块，有相关信息显示，海航置业控制 ST 筑信后，将大力发展 ST 筑信的房地产业。
- 收入依然保持增长，前三季度公司的主营业务保持正常运转，营业外收入也小幅拉升利润总额。
- 当前海航置业在海南 18 个县市均有大片商业用地储备，合计约 7000 亩上下，若海航置业将这部分地产注入 ST 筑信，在海南国际旅游岛愈演愈烈的政策前提下，公司的前景非常可观。
- 其背后母公司海航集团后台资源强硬，业务涉及航空，机场，旅游，商业，金融，酒店等各个行业，集团规划现今以进军房地产市场为主，ST 筑信作为壳资源的可能性非常大，一旦注入任何优质资产，公司将迎来改变。

ST 东海 A：

- T 东海 A 隶属旅馆业，主营业务为主要经营业务是酒店业及旅游娱乐业，有客房和餐饮两大分产品，其中客房收入远超过餐饮业务收入，但近年来餐饮业务收入呈现不断增长态势，餐饮业务分类中，团餐规模增速快于散餐规模增速。公司业务主要集中在三亚地区，受益于海南境内外游客逐渐增加，公司酒店境内外客源市场情况将持续向好。
- 公司主营业务中餐饮业务比例的上升进一步挤压公司毛利率空间，餐饮业务中团餐业务的进一步发展使公司折扣力度加大，毛利率呈下降趋势。酒店营销转型，使酒店的业务推广费、修理费及低值易耗品推销等费用增加。整体而言，公司盈利难度加大，未来公司的盈利取决于境内外客流的大小及公司管理水平的高低。
- 公司目前业绩处于亏损状态，主要资产三亚的南中国大酒店将受益国际旅游岛的建设，未来随着客流量的高速增长，公司仍存在业务提升机会。

海南椰岛：

- 公司以保健酒销售为主要业务，除了积极整合营销体系，加大优势市场的开发力度之外，公司近期一直致力于打造多元经营模式，先后确定了以热带作物加工业，木薯燃料乙醇项目，和房地产开发等多项业务为辅助的多元化经营方式，同时还涉足日用百货，五金工具，建筑材料的贸易销售领域。

- 行业的高速增长给公司的主营业务带来了高成长的契机。我国的保健酒市场目前的年增长率高达30%，而公司目前市场占有率为第二，仅次于劲酒，有望分享行业高增长所带来的发展契机。并且随着产品结构的逐步完善，产能瓶颈的不断提高，营销渠道的改良整合，公司未来的主营业务收入前景良好。
- 公司规划的新兴业务增长点燃料乙醇项目已通过初审，一旦通过获得批准将给公司的未来发展带来很强的助力。同时公司也加强了项目的前期投入工作，位于老挝的木薯种植基地已逐步开荒，预计三年内开垦完毕。
- 公司土地资源储备丰富，房地产开发可获利空间较大。公司在海南约有2000亩未开发商业用地，借助国家关于海南国际旅游岛的建设规划，公司近期计划进行房地产项目的开发，以此来盘活旗下的土地资源。

三特索道：

- 公司主要立足于湖北，贵州，海南三个省份，旗下拥有20多个景区项目的开发权，以开发和经营旅游资源为主营业务。当前公司有15个经营中的索道和景区项目，其中包括庐山，华山等热门景点；8个筹建期项目，包括湖北境内的一些二三线景点和两个等待审核的索道项目；4个旅游地产项目，其中位于海南省内的塔岭养老公寓已开始贡献盈利。
- 与鄂西圈投公司开展战略合作，由于圈投公司是地方政府旅游投资融资平台，公司可以凭借此次合作获得资金和政策层面的支持，同时公司的储备项目也获得了一个可进可退更为灵活的发展空间。
- 公司近期开发的贵州梵净山旅游景区在经历了今年上半年大旱，下半年交通以及世博会分流的影响后，在明年有望迎来参观人数的反弹，且在梵净山预计明年五一前提价的基础上，公司的业务收入提升空间较大，可对冲华山景区分成下滑所带来的影响。
- 公司储备项目非常多，这增强了公司的业绩释放空间和利润增长的潜力。

罗牛山：

- 公司主要以养殖业，建筑业，教育业三大板块为主，其中养殖业所占比重最大，在收入和利润层面都占公司的2/3左右。其规模约为年出栏40万头，占海南省总规模的8%上下。同时罗牛山以全资子公司锦江地产为平台运作房地产项目，有望成为公司新的增长点。在教育产业方面，公司旗下的教育机构包括海南景山学校，海南职业技术学院等，其收入具备规模不大，毛利率突出的特点。
- 由于我国生猪供给处于供大于求的情况下，短期内生猪市场仍然会处于下滑趋势，且今年以来受到低温，干旱，洪涝等灾害的影响，生猪存活率不高，也影响了公司的主营业务，预期未来生猪价格的低迷将严重拖累公司业绩。
- 房地产项目蓄势待发，未来盈利空间巨大。公司在海口拥有商业用地将近700亩左右，具有开发房地产项目的优势，并且在海南地价将不断上涨的预期下，这些土地的开发将产生巨大的收益。

- 教育业务将保持稳定，快速增长的可能性不大。由于受制于学校面积，今后几年扩大招生人数的概率估计不大，公司的未来规划也以稳固发展为基调，主要是以加强内部管理以实现内延式发展，因此这块业务未来将以稳定为主，发展空间不大。

海德股份：

- 海德股份隶属房地产开发与经营业，主营业务为房地产销售与酒店经营，其他业务包括信息技术、进出口贸易与旅游服务等。公司业绩主要依赖于房地产销售收入，2010 年公司收益主要由海口耀江花园和耀江商厦在售项目贡献，受海南获批国际旅游岛政策的影响，可以确认的收益较上年同期大幅度增加。
- 海南省房地产市场的快速升温加剧市场竞争，公司同时面临机遇和风险。在售项目收益受政策推动出现较快增长，但受限于自身规模和政策调控影响，储备项目匮乏、新项目难以上马导致公司面临房源不足的挑战，业绩的可持续性短期内将受到严重考验。
- 公司资产负债率较低，安全边际较高，能较好抵御房地产市场调控带来的资金链断裂风险。
- 公司控股股东浙江耀江集团资产重组的意愿强烈，2006 年整体上市策划未获批，母公司后续或注入资产解决上市公司项目不足的瓶颈。未来重启定向增发将对新项目开发提供资金支持。
- 控股股东在房地产领域存在品牌和资源优势，上市公司与控股股东良好的沟通机制保障公司的品牌效应、人力资源、治理结构和区域性优势得到进一步发挥。

ST 罗顿：

- 公司隶属装修装饰业，主营业务为酒店经营及管理、装饰工程、网络通讯，主营产品为电子产品、医疗器械、办公设备。公司连续三年亏损，三项分业务均出现亏损。按照今年中国证监会规定借壳重组要参照 IPO 的标准，重组门槛提高或导致公司直接退市。
- 公司主要资产海南三亚的南中国大酒店预计将受益国际旅游岛的建设。已完成的罗顿大酒店二期工程及罗顿大酒店配套工程已实现收益，未来受国际旅游客源攀升的刺激，公司营业收入或出现提升。
- 公司募集资金投放导向缺乏稳定性，项目资金投资出现较大变更。公司森林旅游开发项目已变更为低端网络产品、网络安全产品项目和补充公司流动资金，移动通信网络优化项目资金及首发剩余资金已变更用于北京沙河高教园区住宅及配套设施一期 B 区工程项目。
- 公司存在的主要风险为核心资产流失风险。原属公司核心资产的北京沙河高教新城和厦门证券 20% 股权已经被转出上市公司，控股股东海南黄金海岸集团有限公司将原上市公司罗顿发展资产转入北京罗顿投资有限公司，使公司资产进一步流失，未来公司经营仍面临巨大的不确定性。

附录：各国际旅游岛政策一览

国际旅游岛	政策法规	签证政策	免税额度	免税商品	提货方法	政策效果
日本冲绳	《冲绳发展特别措施基础》（1998），《冲绳型特定免税店制度》（1998），《冲绳促进法》（2002），市内免税购物店制度（2002）	对部分国家和地区实施免签证政策，对一些过境旅客实施 72 小时免签证入境的优惠；中国公民依然需要取得日本签证才能入境	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，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。	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。	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，年销售在 2 亿美元左右。
韩国济州岛	《建立济州特别自治道及开发国际自由城市的特别法》（2006）	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。	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。旅客购买免税商品限量（每次不超 40 万韩元）限次（每年最多享受 6 次免税待遇），销售对象必须在 20 岁以上	经营品种包括烟酒、化妆品等 16 个品种，同时可以销售国产品，其中国产的红参、国产烟已经免除增值税，其他国产品与国内产品价格相同。	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。	2006 年，从济州机场出境及离岛旅客约 620 万人，其中约 30% 即 190 万人进店购物，年销售在 2 亿美元左右；2006—2009 年，国际游客由 54 万人次大幅增长至 63 万人次。其中，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 年增长至近 26 万人次，增长率为 47.8%。
中服出国人员服务中心免税商场		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商品一定量的《旅客进出境行李物品分类表》中第一类物品。	《旅客进出境行李物品分类表》中第一类物品（衣料、衣着、鞋、帽、工艺美术品和价值人民币 1000 元以下的其它生活用品（不计指标））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，价值人民币 1000 元以上，5000 元以下的生活用品）及超大件商品（如：电视、背投、摄像机、洗衣机、冰箱等）	衣料、衣着、鞋、帽、工艺美术品、超大件商品、汽车等	柜台交货	

东方证券研究所策略团队 2010 年已发布报告一览

定期策略/市场策略报告	
1 月 05 日	2010 年 1 月份 A 股投资策略——沿着政策指引的方向前行
2 月 02 日	2010 年 2 月份 A 股投资策略：全面认识区域振兴的战略意义
3 月 01 日	2010 年 3 月份 A 股投资策略：追寻“两会”政策风向标指引
4 月 19 日	2010 年 2 季度 A 股投资策略——拥抱世博
1 月 11 日	东方策略周报——风格转化的“最后一根稻草”
1 月 18 日	东方策略周报——盈利、流动性以及 A 股市场
1 月 25 日	东方策略周报——区域振兴打造经济增长重要新引擎
3 月 29 日	东方策略周报——人民币短期不会升值
5 月 07 日	宏观策略报告——复苏、通胀以及政策退出选择
5 月 12 日	政策调整渐露端倪 结构转型任重道远——A 股市场投资前景展望
6 月 21 日	2010 下半年度策略报告——将防御进行到底：从滞胀走向通缩
6 月 21 日	2010 下半年度策略报告——防御的学问：滞胀和通缩下的防御策略
6 月 25 日	策略反馈报告——防御策略的再探讨：对两篇防御策略报告客户反馈的释疑
7 月 30 日	不谋万世者，不足谋一时——2010 年秋季 A 股投资前景展望报告
8 月 30 日	策略反馈报告——用长期的眼光才能理解短期的波动：近期全国路演反馈 QA
10 月 15 日	宏观策略研究——新路径、新图景，改革再出发：“十二五”规划前瞻
10 月 22 日	策略反馈报告——近期策略观点交流活动反馈 Q&A：让时间证明一切
10 月 26 日	协调发展，成果共享——十二五宏观要义：包容性增长
10 月 27 日	策略临时报告——流动性真的会像潮水般涌向 A 股市场吗？
11 月 23 日	精译求精周报：Bull is in my heart
11 月 22 日	策略数据周报之流动性观测：回归货币紧缩周期
11 月 22 日	策略数据周报之趋势&择时篇：资金的态度：谨慎依旧
11 月 22 日	市场策略周报：不断恶化的流动性预期
专题策略报告	
1 月 08 日	策略专题报告——美元如何影响世界专题策略系列报告之一：国际货币体系的前世今生
1 月 11 日	策略专题报告——从媒体报道宝钢新疆扩产计划再验证我们前期对于新疆新增投资的测算
1 月 22 日	策略专题报告——不宜过于悲观：对宏观调控、地产新政的解读
1 月 28 日	策略专题报告——“冰海”渔机：渤海湾遭遇 30 年最严重冰灾所蕴含的交易性机会
2 月 04 日	策略专题报告——长风几万里，吹度玉门关：从国家战略高度理解新疆区域振兴
2 月 10 日	策略专题报告——谋局者得天下：“谋”策略在 2010 年的应用
2 月 22 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之一：推动中国经济增长的下一个支柱产业
2 月 23 日	策略专题报告——股指期货对风格影响并不显著
2 月 24 日	策略专题报告——渤海湾冰冻专题：瀚海百丈冰渐融
2 月 25 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之二——“天生我材”必有用
3 月 02 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之三——科技点亮未来

3月10日	策略专题报告——欧元会解体吗？
3月15日	策略专题报告——寻找“投资蓝海”系列之一：国际产业链重构背景下的中国出口升级
3月18日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之四——移动互联网时代，掘金超级终端
4月07日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之一：推动产业革命 引领科技未来
4月07日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之二：科技让世博更精彩——上海世博科技创新技术应用及展示
4月08日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之三：广厦千万间，寒暑俱欢颜——从世博看节能建筑的未来
4月08日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之四：冷暖革命——上海世博，新型空调技术应用的普及大使
4月09日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之五：飞跃20年，通往未来之路——把握世博赋予的新能源汽车发展契机
4月09日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之六：争奇斗艳展芳菲——世博新媒体展示技术应用及发展
4月09日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之七：一切皆有智能——上海世博智能信息技术应用研究
4月14日	策略专题报告——市值有望为市场所重估：主板公司分拆子公司创业板上市的投资机会
4月19日	一边是火山，一边是海水——冰岛火山喷发所造成的市场影响
4月22日	策略专题报告——玉树震后重建或存短期投资机会
4月23日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之八：炫丽的科技展示盛会——世博会试运行初体验及游览攻略
5月05日	策略专题报告——结束还是开始：全球主权债务危机深度研究
5月06日	“2010国资整合年”专题系列策略报告之一：站在更高的起点，上海国资整合倒计时
5月07日	策略专题报告——除了足球、钻石，还有……——寻找南非世界杯所蕴含的投资机会
5月17日	猪肉可能再惹祸！——猪价底部回升对未来通胀可能会循环加强
5月18日	低风险主题投资策略系列之一——“天时、地利、人和”：股权激励专题策略报告
6月08日	“三板市场改革”专题策略报告——最后一块拼图：迎接A股多层次资本市场建设新时代
7月13日	低风险主题投资策略系列之二——一诺千金，关注尚未履行的资产重组股改承诺
7月19日	策略专题报告——唯有民富，经济方能转型成功：日本“国民收入倍增计划”启示录
7月23日	策略专题报告——警钟已响，水利投资加码在即：迎接严重旱涝灾害之后水利建设投资新高潮
7月26日	“2010国资整合年”专题系列策略报告之二——东风已至，号角吹响：上海国资整合渐入佳境
7月26日	“2010国资整合年”专题系列策略报告之三——大视野，大机遇：把脉央企整合投资机会
7月30日	潮来汹涌潮去静——定向增发解禁对股价的影响分析
8月9日	举牌公告带来的机遇——对举牌历史案例的统计分析总结
8月12日	危机中的最后一根稻草——通胀背景下的农业股投资选择
9月07日	主题制胜，成就价值——东方证券主题投资策略方法论及应用回顾
10月15日	策略专题研究——“定向”掘金：定向增发公告的短期股价效应研究
10月23日	“2010国资整合年”专题系列策略报告之四——迎接岭南国资整合新浪潮：广东省国资重组专题研究
10月25日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之六——那片即将落雨的云：云计算产业主题投资机会分析
10月29日	中小板首轮解禁对创业板走势的借鉴：制胜解“禁”潮

11月2日	迪斯尼开工在即，施工企业将率先受益——迪斯尼投资主题动态跟踪
11月5日	迪斯尼投资主题动态再跟踪：完美开端，迪斯尼破土动工
11月5日	云计算产业主题投资机会再探讨：迎接“云计算”黄金年代
11月8日	精译求精周报：SAFE
11月17日	“环首都经济圈”主题投资机会分析：释放首都优势，促进区域协调
临时策略/点评报告	
1月04日	策略点评报告——限售股新政改善投资者预期：对个人转让限售股所得征收所得税点评
1月07日	策略点评报告——雪中觅机：A股各行业在雪灾中的超额收益分析
1月07日	策略点评报告——把握投放节奏，优化信贷结构：央行2010年工作会议点评
1月13日	策略简评——近期央行紧缩流动性政策简评：紧缩流动性政策已响三枪
1月20日	策略简评——1月19日国务院全体会议温总理讲话简评：转变发展方式 防范潜在风险
1月26日	策略点评——世界金融监管体系正在变革：奥巴马银行监管新政点评
2月22日	策略点评——中美“刺激政策退出”已经在路上：央行上调存准率与美联储提高贴现率简评
2月25日	国务院六措施推动落实产业调整振兴规划简评——战略性新兴产业迎来突破性发展机遇
3月03日	临时策略报告——防御归来
3月08日	《2010年政府工作报告》点评——2010年政府经济工作重心：转方式、调结构
3月10日	策略点评报告——物联网的春天并不遥远：简评物联网国家标准体系建设工作启动
3月15日	2010年宏观调控挑战：实现三目标融合——十一届人大三次会议记者会温总理回答提问解读
3月25日	尽快启动民间投资有助巩固经济复苏态势——国务院四措施鼓励和引导民间投资健康发展简评
3月26日	静待中央宏观调控政策落实——国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的解读
4月19日	房地产调控，这次请不要怀疑中央的决心——关于近期中央连续出台房地产调控政策的点评
4月21日	策略点评——中央“新疆发展扶持规划”已渐行渐近：中央出台“19省市对口支援新疆计划”点评
4月25日	从国家战略高度审视振兴新疆的重要意义——中央政治局召开会议研究推进新疆跨越式发展的点评
5月04日	已经听到加息的脚步声：央行年内第三次上调存款准备金率的点评
5月07日	铁腕整治能否达成减排目标？——5月5日全国节能减排工作会议点评
5月11日	为欧元欢呼？——简评欧盟及IMF7500亿欧元援助计划
5月14日	好政策还需真正落实执行——国务院出台促进民间投资“新36条”点评
5月17日	铁腕减排决心已转为实质行动——《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》点评
5月21日	举全国之力建设美好新疆——国务院新疆工作座谈会议点评
5月21日	资源税改 新疆先行——关于在新疆率先实施资源税费改革的点评
5月28日	重拳淘汰落后产能彰显政府转型决心——全国工业系统淘汰落后产能工作会议点评
6月01日	经济体制改革挺进“深水区”——国务院通过《关于2010年深化经济体制改革重点工作的意见》点评
6月09日	科技，经济发展方式转变的根本推动力——胡锦涛总书记在“两院院士大会”上重要讲话的点评
7月22日	百年大计，水利建设——关于中央要求尽快启动水利薄弱环节工程建设的点评
10月19日	战略性新兴产业纲领性文件正式发布——点评《国务院关于加快培育发展战略性新兴产业的决定》
10月20日	A股前景进一步黯淡——10月20日央行加息点评
10月28日	经济转型新起点：《“十二五”规划建议》点评

11月4日	央企上缴更多红利，固定资产投资或受影响
11月4日	策略点评报告——评联储QE2货币刺激计划
11月9日	周小川行长提出的“池子”是指国内股票市场吗？
11月11日	货币政策转向紧缩态势确立，年内再度加息仍有较高概率
11月15日	11月12日A股市场点评：流动性预期已经逆转
11月22日	货币政策转向毋庸置疑，A股中期压力日益沉重

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2010-11-25)



资金流向

(截止2010-11-25)



资金流向

(截止2010-11-25)



资金流向

(截止2010-11-25)



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn