

动态报告/公司快评

旅游休闲

中国国旅 (601888)

推荐

旅游综合

调研快评

(维持评级)

2010年6月24日

存量与增量双轮驱动，带动免税业务高速增长

分析师： 廖绪发 邮件：liaoxf@guosen.com.cn

电话：021-60875168

SAC 执业证书编号：S0980209080424

联系人： 刘智景 邮件：liuzjing@guosen.com.cn

电话：021-60933148

事项：

近期，我们对中国国旅进行了调研，主要讨论了旅游零售业务的经营策略以及行业前景等问题。

评论：

■ 调研要点：

- 1、存量店面面积有望获得较大增长。从公司的历史经验看，口岸和机场免税店的改扩建，可以对单店引入更丰富的免税品类，往往能够带动销售额翻番增长。由于口岸和机场越来越重视商业的规划，预计未来几年中免各门店的经营面积将有较大增长。
- 2、增量增长主要依靠产业链整合和新开店。通过对零售终端股权的收购，中免公司已在 06-09 年实现了从批发到批发、零售并举的转变。预计公司会尽最大努力收购尚未整合的零售店面，而由于近年来中免公司已在沈阳、广州等地有了非常成功的经验，整合将变得更为容易。对于具有开店潜力的机场或口岸，中免也会尽量争取。目前也有部分机场扩建前后主动找到中免希望引入中免参股或控股免税业务。
- 3、公司低成本优势将得以延续。总体上看，中免公司交给口岸和机场等的租金、特许经营费仅占营业收入的 4-5%，远远低于国际领先免税集团，而由于中免旗下的大多数免税店系与机场、口岸合资，这种低成本优势将得以延续，成为中免公司未来高盈利的坚实保证。
- 4、三亚市内店已为国人离岛免税政策做好准备。三亚市内免税店二期已开业，三期也将于 9 月份开业。店内商品品类的陈列基于公司对国人喜好的调查，未来亦有望进一步与国旅总社合作，开发包含市内店的国内游线路。

■ 存量店面面积有望获得较大增长

总体上，公司对于存量店面的面积增长持乐观态度。以黑河口岸店为例，其在 96 年销售额仅为 500 万左右，两年前中免公司直接介入店面改扩建，面积由 100 平方米扩大到上千平方米，引进更多的香化、精品、手表等品类，现有营收达到 5000-6000 万，成为中免公司最大的口岸店之一。由于许多机场和陆路口岸在改扩建时越来越重视对商业面积的规划，许多设计也比较超前，预计未来三年，中免公司存量店面的面积有望获得较大增长。

■ 增量增长主要依靠产业链整合和新开店

中免公司从 96 年时即提出从批发转变到零售。近年来，公司更花大力气建立自己的零售终端，如有新的口岸或机场，中免会争取以合资形式来开新店，对于已有的、尚未建立股权关系的 40 多家店面，中免公司会尽量收购整合，能控

股则控股，能参股则参股。总之，提高零售比例仍然是中免公司目前的战略。中免公司在整合零售终端方面已有诸多成功的案例，以沈阳机场为例，在中免公司接收沈阳店以前，其由机场自主经营，一年销售额 400 余万，而在接收之后，年销售额可达 4000 多万，机场收取的租金即相当于原来一年的营业额，因此，中免的收购行为显然形成双赢局面。广州机场亦是如此，机场把香化免税业务交给中免经营，去年做到 6000 万，较接收前有较大的飞跃。由于有这些示范效应，有一些扩建的机场甚至主动找中免合作。对于成都、南京、昆明等马上要扩建的机场，中免今年会重点谈判，希望扩建之后，新店能立即上马。而已完成改扩建的郑州机场，将以商业集成的形式与中免公司合作。

■ 中免公司低成本优势将得以延续

由于公司与机场、口岸之间存在良好合作关系，在租金、特许费等方面有巨大的优势。除交给国家占营业收入 1% 的特许经营费外，中免交给机场、口岸的特许费、租金占收入的比例约为 4-5%，明显低于 Dufry 等国际巨头 20% 左右的水平。一般来说，与机场合资的店面，采取固定租金，而中免全资经营的店面，租金则需要与机场谈判，可能采取“固定租金+浮动比例”的模式。总体上，中免旗下相当大一部分的店面均为合资店，全资店与机场的合作关系也较良好，低成本优势在未来将得以保留。

■ 三亚市内店已为国人离岛免税政策做好准备

中免在三亚市内店开张之前即已针对国人离岛免税政策做过市场调研，搜集了一些国人免税品购买偏好、收入的数据。在缜密调研的基础上，中免对三亚市内店整体设计、产品品类等方面进行了适合国人购物的安排，以产品品类为例，三亚店一、二期已涵盖了几乎所有在中国较知名的香化、太阳镜、手表等品牌，9 月开业的三期则以十多个店中店的形式，向顾客展示 Coach、Gucci 等一线品牌。从目前的情况来看，甚至有部分旅行社将三亚免税店作为旅游线路的一个站点，中免已要求店内销售人员积极对国内游客提供咨询。我们认为，由于中国国旅有强大的客源支持，未来国旅总社若能积极推广包含三亚店的国内游线路，将为中免在海南市场的发展打下坚实基础。

■ 存量与增量双轮驱动高速增长，维持“推荐”评级

从调研的情况看，短期内公司面临多个增长点：一是现有门店自然增长，特别是面积扩建方面存在巨大潜力，每年约增加业绩 15-20%，二是收购具有资产关系或目前没有资产关系的公司股权，每年约增加业绩 5-10%，三是在国人离岛免税政策上取得突破，根据最新媒体报道，海南省委书记卫留成近期表态，“将争取把境内外游客购物免税、退税政策尽快明确下来，拿出可操作性的具体办法，……，今年年底前开始运营”。目前只有中免的三亚市内店具备年底开始运营的能力，因此我们判断政策获批，中免将是试点的第一家。若能实现，中国国旅业绩将可能大幅增长（具体幅度将视细则而定）。我们继续维持 2010、2011 年 EPS0.51、0.63 元的预测（未考虑国人离岛免税政策），目前股价（19.65 元）相当于 2011 年 31 倍，如果海南免税店政策能够突破，业绩可能大幅增长，维持“推荐”评级，目标价 25 元（包含对政策的期待）。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。