

中国国旅 601888.SH

把中高端消费留在国内，中国免税业面临重大机遇

事件

近期我们实地调研了中国国旅三亚免税店，就免税政策试行以来的经营情况以及公司未来的发展计划等问题与公司管理层进行了深入交流。

我们的观点

- **我国免税业正处于高速发展的黄金时期。**我国免税业始于1979年，2000年以来进入快速发展时期。其中，2004—2009年，我国免税业销售额从3.3亿美元上升到10亿美元，年复合增长率为25%，远高于同期全球10%的增长速度。近年来，随着生活水平的提高和消费结构的变化，因为价格差距而大量流失的国民境外消费令国内商家痛心不已，如何将这部分消费引回国内已经引起有关部门的重视。由于免税商品免去的恰好是造成价差的主要税种，因此我们认为免税业有望作为“把中高端消费留在国内”的一种有效方式，在“十二五”期间取得重大发展，预计中国免税业在未来几年将继续保持年均20%以上的增长率(按09年国人境外奢侈品消费872亿元计算，每8%转化为国内免税商品消费，我国免税业的市场规模就可以增加1倍，成长空间巨大)。
- **三亚免税店有望呈现量价齐升的大好局面。**从三亚免税店目前的运营情况看，每天客流量保持在1万人左右，进店率约45%，游客的关注度相当高，日平均销售额大于300万元。我们认为，未来三亚免税店“量”的提升主要来自海南旅游旺季带来的游客人数及进店人数的增加和免税店运营不断成熟带来的进店购物率的逐步提高；而“价”的提升则主要来自免税商品结构优化带来的国人消费能力的释放和购物限额的调整对人均消费的进一步促进。假设11年三亚免税店进店购物率为16%，人均消费2100元，预计可实现营业收入10.5亿元，贡献每股收益0.21元；12年的进店购物率为18%，人均消费2200元，预计可实现营业收入19.5亿元，贡献每股收益0.46元。
- **催化剂1：入境店模式的放开。**入境免税业务通常占到出境免税业务的1/3，政策放开后有望带动公司免税业务收入增长10%左右。
- **催化剂2：对中出服的收购。**从整合效应看，中免公司能够弥补中出服免税店采购规模小、品种单一的不足，收购成功将提升公司收入。
- **投资评级：**我们略微下调了公司的盈利预测，预计公司11—13年每股收益分别为0.80、1.23和1.60元(原0.80、1.35和1.97)，维持公司“买入”评级，给予12年30倍的市盈率，对应目标价36.9元。
- **风险因素：**海南及其他地区新增免税牌照，从而打破中免垄断地位，对公司免税业务造成冲击。

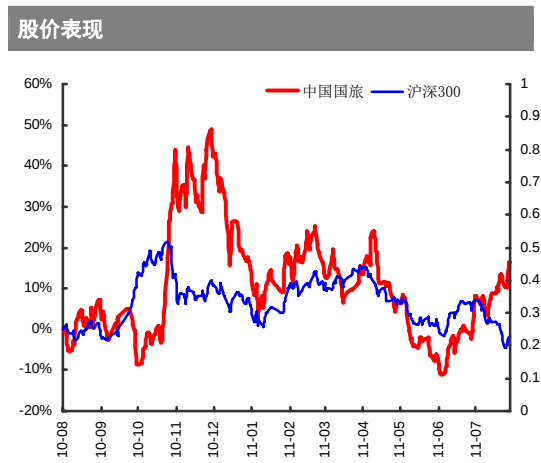
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



杨春燕 旅游行业首席分析师
8621-63325888×6080
yangy@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010015

联系人 吴繁
8621-63325888×5010
wufan@orientsec.com.cn

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价(2011年8月12日)	28.49元				
目标价格	36.90元				
总股本/A股(百万股)	880				
A股市值(亿元)	250.71				
国家/地区	中国				
行业	旅游				
报告发布日期	2011年8月15日				



财务预测	单位：百万元			
	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9608	13466	17025	21007
同比(%)	58%	40%	26%	23%
归属母公司净利润	555	935	1444	1884
同比(%)	31%	72%	53%	30%
毛利率(%)	18.9%	20.1%	21.3%	21.7%
ROE(%)	10.0%	14.8%	18.7%	20.1%
每股收益(元)	0.47	0.80	1.23	1.60
P/E(倍)	61.22	35.49	23.25	17.82
P/B(倍)	6.11	5.27	4.35	3.58
EV/EBITDA(倍)	28	17	11	9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

一、免税商品需求旺盛，我国免税业处于高速发展的黄金时期	4
1、近十年我国免税业随着旅游业一同高速发展	4
2、“把中高端消费留在国内”长期利好我国免税业	5
3、香化产品和中高端奢侈品将成主流趋势	7
二、三亚免税店前景看好，未来有望实现量价齐升	8
1、海南旅游旺季的到来将推升进店人数	8
2、进店购物率将随免税店的成熟而逐步提高	9
3、免税商品结构的优化有助于国人消费能力的释放	10
4、购物限额的调整将进一步提升人均消费	10
5、三亚免税店利润贡献分析	11
三、入境店获批将是公司业绩的新增长点	12
四、未来存在收购中出服免税业务的可能	13
五、盈利预测及估值	14
六、风险因素	16

图表目录

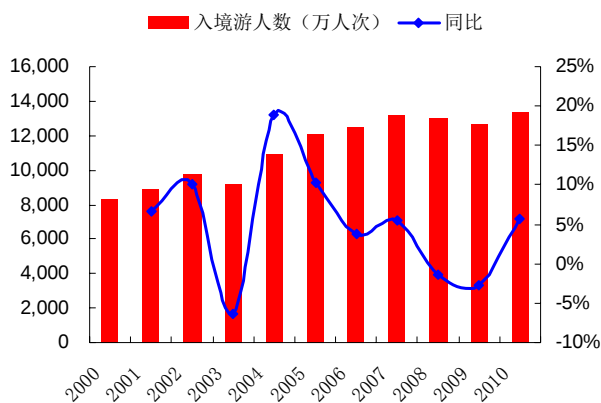
图 1：我国入境游客人数	4
图 2：我国出境游客人数	4
图 3：我国免税业市场规模	5
图 4：在境内、境外购买奢侈品的比例及理由	6
图 5：免税商品分类消费情况	7
图 6：免税商品分类消费预测	7
图 7：三亚机场旅客吞吐量	8
图 8：海口机场旅客吞吐量	8
图 9：三亚机场月度平均吞吐量	9
图 10：海口机场月度平均吞吐量	9
图 11：三亚免税店门外等待购物的游客	10
表 1：亚洲国家免税店消费能力排行榜	6
表 2：三地离岛免税政策比较	9
表 3：三亚店营收、成本预测	11
表 4：2011 年不同人均消费额和进店率对公司每股收益影响的敏感性分析	11
表 5：2012 年不同人均消费额和进店率对公司每股收益影响的敏感性分析	12
表 6：中出服旗下部分包含免税业务的子公司	13
表 7：公司业绩预测 1	14
表 8：公司业绩预测 2	15

一、免税商品需求旺盛，我国免税业处于高速发展的黄金时期

1、近十年我国免税业随着旅游业一同高速发展

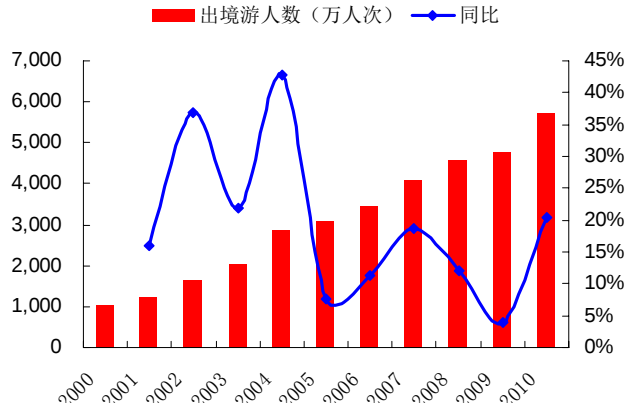
我国免税业始于 1979 年，2000 年以来进入快速发展时期。由于行业本身属性，免税业的发展与我国旅游业的发展具有很强的相关性，2000 年-2010 年，我国入境游客数量增长了 60%，出境游客数量增长了 448%。2004 年我国免税业销售额为 3.3 亿美元，全球排名第 22 位；2005 年全行业实现销售收入 3.8 亿美元，同比增长 15%；2006 年中国免税行业实现产值 4.6 亿美元，同比增长 21%；2007 年全行业实现销售收入 49.8 亿元人民币，同比增长 11%；2008 年，在我国接待入境旅游人数下降 1.4%，入境旅游外汇收入下降 2.6% 的大环境下，中国免税行业全年营业收入却同比增长近 20%，远高于亚洲免税业 10% 的增长率，更高于世界免税业 7% 的增长率。根据 Generation Research 统计，2009 年我国免税业收入已经达到 10 亿美元。我们预计中国免税业在未来几年将继续保持年均 20% 以上的增长率。

图 1：我国入境游客人数

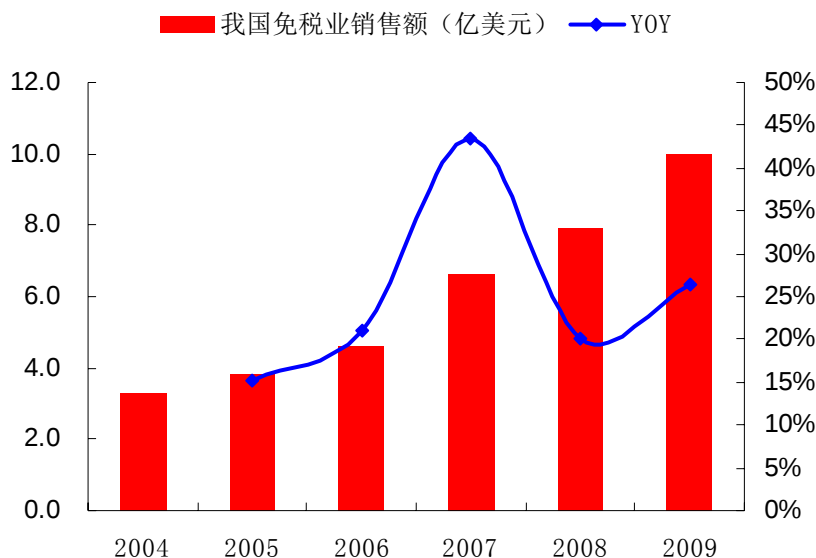


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 2：我国出境游客人数



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

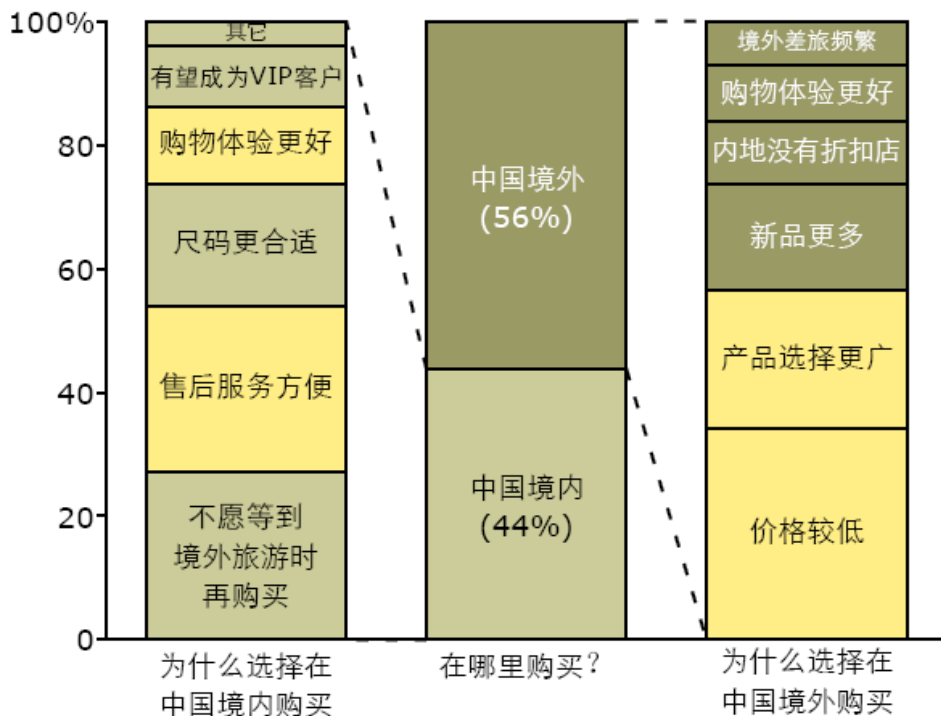
图 3：我国免税业市场规模


资料来源：招股说明书，Generation Research，东方证券研究所

2、“把中高端消费留在国内”长期利好我国免税业

金融危机时期，国家亟需壮大国内消费，一位分管外经贸的副部长在此间的一次出访中，亲眼目睹了国人在海外对奢侈品的疯狂抢购，他颇为感慨的对身边的工作人员说：“如果这些消费能在国内产生，对国内经济将起到怎样的带动作用！”确实，根据贝恩咨询《2010 年中国奢侈品市场调研报告》，2009 年我国奢侈品消费总额达 1560 亿元，境外消费占比超过一半，为 872 亿元，大量流失的国民境外消费令国内商家痛心不已，如何将这部分消费引回国内已经引起有关部门的重视。

贝恩公司对消费者选择在境外购物的理由做了统计，其中，价格较低和产品更多分别排在第一和第二位。商务部的调查数据也支持这一说法，手表、箱包、服装、酒、电子产品五类的 20 种品牌高档消费品，内地比香港贵 45%，比美国贵 51%，比法国贵 72%。

图 4：在境内、境外购买奢侈品的比例及理由


资料来源：贝恩咨询，高盛报告，东方证券研究所

对进口商品征税较高的关税、增值税和消费税是造成国内外中高端品牌产品价格差距的主要原因。对此，商务部部长陈德铭多次表示要解决部分奢侈品国内售价高于海外的问题；6月15日，商务部新闻发言人姚坚公开表示，我国将进一步降低进口关税，包括部分中高档商品的关税。我们认为，十二五期间，调低进口关税，尤其是中高档商口的关税是大势所趋。

从公开渠道可知，目前各部委希望把海外巨额的奢侈品消费变成内需的意见是一致的，分歧在于应该采用何种方式。财政部财政科学研究所所长就曾表示，可以通过海南离岛免税模式来解决国外奢侈品牌商品价格高的问题。据日本时事通信社最新报道，中国人2010年在全球各国免税店的消费额达到13亿欧元，比2009年增长了95%，超过俄罗斯、日本和美国首次跃居世界第一。VISA对亚洲各国旅游者在免税店的消费统计数据也显示了中国消费者强大的购买力，人均消费额为333美元，在亚洲国家中排名第二。

表 1：亚洲国家免税店消费能力排行榜

排名	国家	平均消费额（美元）
1	韩国	358
2	中国	333
3	香港	224
4	马来西亚	195
5	印度	180
6	泰国	178

7	日本	164
8	澳大利亚	153
9	新加坡	153
10	新西兰	134
11	台湾	125

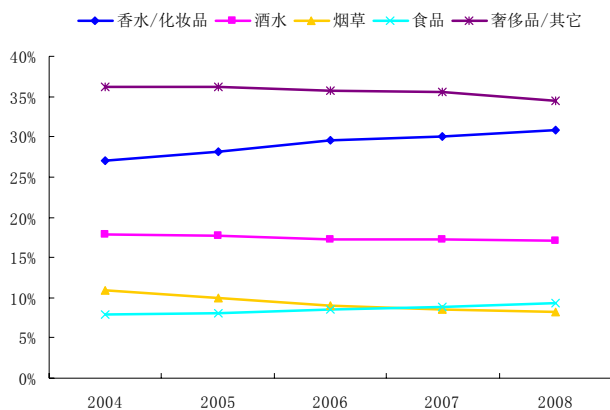
来源：visa 旅游调查，东方证券研究所

我们认为，目前进口关税是否下调仍在纠结中，就算下调也应该是一个循序渐进的过程，一步到位的可能性很小。而且，进口关税在商品价格中所占的比重较小，相比之下，同时免去增值税和消费税的免税店模式对消费者更具有吸引力，也更具可行性。我们相信，免税业作为启动内需、把消费留在国内的一种有效方式，在“十二五”期间将面临绝佳的发展机遇：按 09 年国人境外奢侈品消费 872 亿元计算，每 8% 转化为国内免税商品消费，我国免税业的市场规模就可以增加 1 倍，成长空间巨大。

3、香化产品和中高端奢侈品将成主流趋势

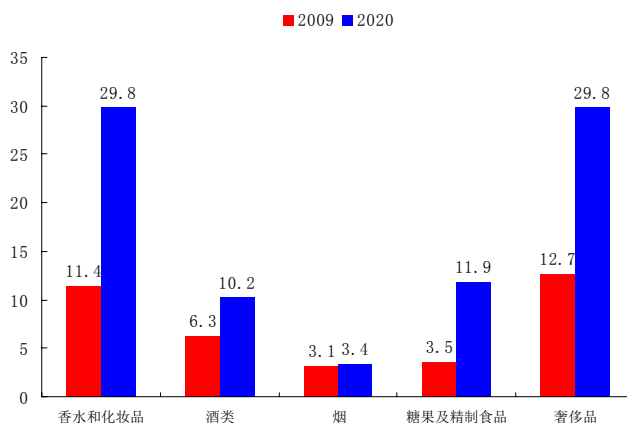
从全球免税品的分类消费来看，Generation Research 的报告预计：糖果及精制食品的增速将是最快的，从 2009 年至 2020 年年均增速有望达到 12.6%，香化产品的年均增速预计为 9.8%，接下来是奢侈品为 8.6%，酒类为 5.1%，烟为 2.1%。所占份额方面，2009 年占比 9.3% 的糖果及精制食品预计到 2020 年将增至 14%，香化产品将从 30.8% 增至 35%，而酒类和烟的份额则会出现较大幅度的下降，酒类从 17.1% 降至 12%，而烟则预计从 7.8% 降至 4%。

图 5：免税商品分类消费情况



资料来源：generation research，东方证券研究所

图 6：免税商品分类消费预测



资料来源：generation research，东方证券研究所

从中国免税品的分类消费来看，我国免税品的销售渠道以边境口岸店和机场/机上免税店为主，占据了 2/3 以上的市场份额，但大型的机场免税店和市内免税店相对较少。受免税品的销售渠道及消费群体等因素的影响，我国烟酒类免税商品的销售额占总销售额的比重较高，香化、精品等其它免税商品则次之。

贝恩咨询公司公布的《中国 2010 年奢侈品市场调查》显示，09 年中国人在海外消费的 684 亿元奢侈品中，销售额最大的是化妆品、香水和个人保养品，这三项的花费为 169 亿元；排名第二的是手表，共花费 155 亿元。国人的境外消费结构比较接近国际趋势，我们预计，随着国内消费观念的改变，未来中国香化产品和中高端精品的销售占比将会向国际水平看齐，有望成为免税商品中增长速度最快的品种。

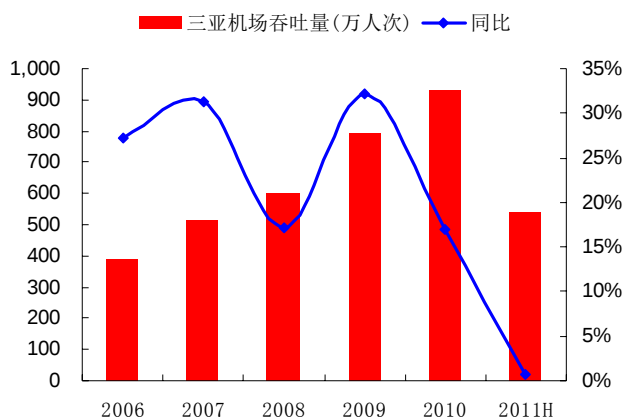
二、三亚免税店前景看好，未来有望实现量价齐升

我国免税业务发展空间巨大。随着海南“国人离岛购物免税”市场的开放，中免公司作为目前国内唯一一家全国性免税运营商，将迎来新的发展机遇。从4月20日至今，三亚免税店经历了开业时期的大客流到后来的供货不足销售额大幅下降，通过近三个月的经营，从供货到内部管理效率的全面提升，日销售额逐月提高，目前三亚免税店每天客流量近1万人，日销售额在300万以上，这是在海南旅游淡季的情况下实现的。我们认为，在接下来的时间里，三亚免税店有望出现量价齐升的大好局面。

1、海南旅游旺季的到来将推升进店人数

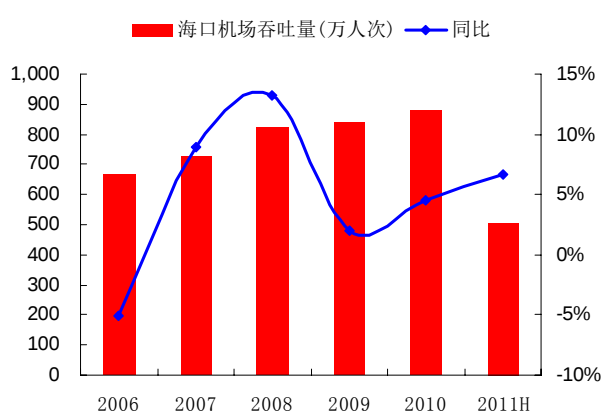
5、6、7月是海南岛旅游的淡季，三亚和海口机场处于一年当中客流量最小的几个月，合计占比仅为全年客流量的19-20%。按照目前三亚免税店每天1万人的进店人数估算，进店率在45%左右，即便这个数据包括了部分当地居民及乘坐其他交通工具的游客，考虑到海南拥有众多的旅游景点资源，人们对三亚免税店的关注度和热情还是相当高的。我们认为，随着进入9、10月份，海南旅游旺季到来，机场客流量将显著上升，预计有望达到75-80万人次/月，较5-7月平均提高25%以上。对三亚免税店而言，进店人数势必会随着游客人数的增加而增加，而“十一”黄金周更是有可能超过“五一”小长假创出日接待人数和日销售额的新高。

图 7：三亚机场旅客吞吐量

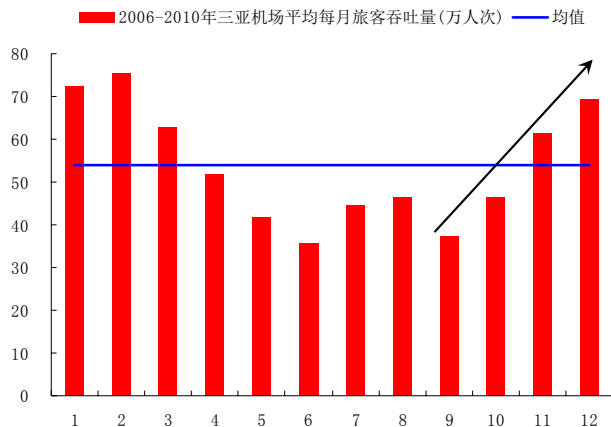


资料来源：WIND，中国民用航空局，东方证券研究所

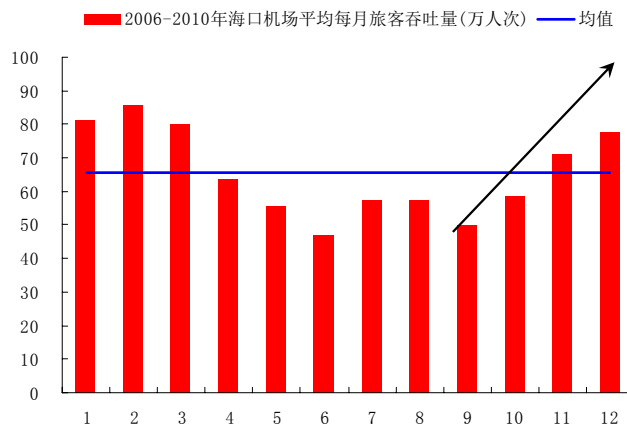
图 8：海口机场旅客吞吐量



资料来源：WIND，中国民用航空局，东方证券研究所

图 9：三亚机场月度平均吞吐量


资料来源：WIND，中国民用航空局，东方证券研究所

图 10：海口机场月度平均吞吐量


资料来源：WIND，中国民用航空局，东方证券研究所

2、进店购物率将随免税店的成熟而逐步提高

据我们此次调研了解，目前海南岛三亚免税店的进店购物率在 15%左右。从日本冲绳岛和韩国济州岛的经验来看，随着免税店运行的不断成熟，进店购物率将逐渐提升并稳定在一个较高水平。如济州岛于 2002 年 12 月开始实施离岛免税政策，2003 年接待购物游客 124 万人次，约占当年济州岛游客（572 万）的 21%；2006 年从济州机场出境及离岛旅客约 620 万人，其中约 190 万人进店购物，进店购物率上升到 30%。参考冲绳岛 75%和济州岛 30%的进店购物率，并且考虑到中免公司在增加免税品牌、加快上货速度以及提升管理效率等方面做出的努力，我们预计未来海南岛的进店购物率将逐渐提高至 20%或以上。

表 2：三地离岛免税政策比较

	海南岛	冲绳岛	济州岛
政策实施时间	2011 年 5 月	2002 年 5 月	2002 年 12 月
政策适用对象	年满 18 周岁，乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民	离岛但不离境的所有境内外旅客（含本岛居民）	年满 19 岁，离岛但不离境的所有境内外旅客（含本岛居民）
免税商品品种	限定为进口品，包括 18 种指定商品	不销售香烟和本国商品	销售本国和国际品牌商品，经营范围涵盖了香化、精品和烟酒
限购次数	非岛内居民旅客每年 2 次，岛内居民旅客每年 1 次	不限次数	1 年限购 6 次
限购金额	人民币 5000 元。此外，在按完税价格缴纳行邮税的条件下，每人限购 1 件单价 5000 元以上的商品。	20 万日元(约合人民币 16000 元)	40 万韩元(约合人民币 2400 元)
免税税种	关税、增值税、消费税	关税	关税、增值税、消费税

销售情况	目前三亚免税店每天客流量近 1 万人，日销售额在 300 万元以上。	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。	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。2009 年新开的市内免税店销售额 3000 万美元，人均购物额 150 美元。

来源：东方证券研究所

3、免税商品结构的优化有助于国人消费能力的释放

自免税政策试行以来，虽然销售情况持续火爆，但由于商品结构的缘故，畅销商品断货缺货成为常态，一些香水化妆品在当天营业不到半小时就被抢购一空，许多游客抱怨无法买到所需物品，国人购买力没能得到有效释放。针对断货缺货的问题，公司果断调整了免税商品的结构，先是通过加强与品牌供应商联系，缩短供货周期，加快补货速度等方法尽量满足消费者的需求，未来还将增加畅销商品的摆放柜台，加大力度引进香化、香包、手表、眼镜等受国人欢迎产品的知名品牌，如 KOSE、PRADA、CASIO 等。此外，公司还制定了员工激励政策来提高管理和销售效率。预计随着免税商品结构的合理化，供求状况的改善，国人的消费能力将逐步释放出来。

图 11：三亚免税店门外等待购物的游客



来源：互联网，东方证券研究所

4、购物限额的调整将进一步提升人均消费

目前三亚免税店进店购物游客的人均消费水平在 2000 元左右，5000 元的购物限额明显制约了游客的消费欲望，让大多数名贵高端商品成为摆设。据悉，目前三亚免税店 5000 元以上精品占到一半左右，但只

有不到 5% 的游客购买，销售收入占比不到 10%。根据国务院离岛免税政策，试运行 3 个月之后将进行总结，并报送国务院，因此，我们认为针对购物限额方面的调整是可以期待的。另外，5000 元以上的商品在按完税价格全额缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次限购一件，由于免税商品的毛利率较高，未来不排除公司为了增加销售收入，采用主动向消费者促销、让利等手段。综上，我们认为目前人均消费 2000 元是偏低的，未来有望提高到 2500-3000 元。

5、三亚免税店利润贡献分析

根据我们测算，海南 5-12 月的机场客流量平均占到全年客流量的 62-63%；假设 11-12 年，海口机场吞吐量的增速分别为 8% 和 5%，三亚机场吞吐量的增速分别为 8% 和 10%；2011 年按照海口机场 20% 的游客进店（三亚店），三亚机场 80% 的游客进店，进店购物率 16%，人均消费 2100 元计算，三亚免税店可以实现营业收入 10.5 亿元，净利润 1.89 亿元（18% 净利率），折合每股收益 0.21 元；2012 年由于受到海口免税店开业的影响，假设海口机场 10% 的游客进店，三亚机场仍保持 80% 的游客进店，进店购物率提高到 18%，人均消费提升至 2200 元，三亚免税店的营业收入将达到 19.46 亿元，净利润达 4.09 亿元（21% 净利率），折合每股收益 0.46 元。

表 3：三亚店营收、成本预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	105047	194593	252971
增长率		85.2%	30.0%
营业成本（万元）	61978	114810	149253
毛利率	41.0%	41.0%	41.0%
三项费用率	17.0%	13.0%	11.7%
有效税率	25.0%	25.0%	25.0%
净利润（万元）	18909	40865	55654
贡献每股收益	0.21	0.46	0.63

来源：东方证券研究所

表 4：2011 年不同人均消费额和进店率对公司每股收益影响的敏感性分析

		人 均 消 费 额								
		1600	1800	2000	2100	2200	2300	2500	2700	3000
进店购物率	11.0%	0.11	0.13	0.14	0.15	0.15	0.16	0.18	0.19	0.21
	13.0%	0.13	0.15	0.17	0.17	0.18	0.19	0.21	0.22	0.25
	15.0%	0.15	0.17	0.19	0.20	0.21	0.22	0.24	0.26	0.29
	16.0%	0.16	0.18	0.20	0.21	0.23	0.24	0.26	0.28	0.31
	18.0%	0.18	0.21	0.23	0.24	0.25	0.26	0.29	0.31	0.35

	20.0%	0.20	0.23	0.26	0.27	0.28	0.29	0.32	0.35	0.38
	22.0%	0.23	0.25	0.28	0.30	0.31	0.32	0.35	0.38	0.42
	25.0%	0.26	0.29	0.32	0.34	0.35	0.37	0.40	0.43	0.48
	30.0%	0.31	0.35	0.38	0.40	0.42	0.44	0.48	0.52	0.58

资料来源：东方证券研究所

表 5：2012 年不同人均消费额和进店率对公司每股收益影响的敏感性分析

		人 均 消 费 额								
		1600	1800	2000	2100	2200	2300	2500	2700	3000
进店购物率	11.0%	0.21	0.23	0.26	0.27	0.28	0.30	0.32	0.35	0.39
	13.0%	0.24	0.27	0.30	0.32	0.34	0.35	0.38	0.41	0.46
	15.0%	0.28	0.32	0.35	0.37	0.39	0.40	0.44	0.47	0.53
	16.0%	0.30	0.34	0.38	0.39	0.41	0.43	0.47	0.51	0.56
	18.0%	0.34	0.38	0.42	0.44	0.46	0.49	0.53	0.57	0.63
	20.0%	0.38	0.42	0.47	0.49	0.52	0.54	0.59	0.63	0.70
	22.0%	0.41	0.46	0.52	0.54	0.57	0.59	0.64	0.70	0.77
	25.0%	0.47	0.53	0.59	0.62	0.64	0.67	0.73	0.79	0.88
	30.0%	0.56	0.63	0.70	0.74	0.77	0.81	0.88	0.95	1.06

资料来源：东方证券研究所

三、入境店获批将是公司业绩的新增长点

入境免税业务是指将免税店设立在机场、边境、港口、车站等入境隔离区，向准备入境但未办理完入境手续的旅客，以及隔离区内中转旅客销售免税商品。截至 2008 年底，共有 57 个国家和地区开办了入境免税店，韩国、加拿大、法国等 10 多个国家也在考虑批准入境免税店政策。近来大量流失的国民境外消费已经引起国内有关部门的重视，入境免税政策可以大大吸引本国旅客离境前在本国免税店购物，回国后提货，因为其解决了本国出境旅客出境购物后物品随身携带的不便，从而把本国居民的购物消费留在本国。我们认为，当前的环境有利于入境免税店的获批。

目前公司在厦门及部分口岸已开始入境店业务，深圳、珠海、广州等地也在积极争取。按照发达国家免税市场的一般规律，入境免税业务占到出境免税业务的 1/3 左右。从公司厦门店的情况看，入境业务销售占到 30%，和国外基本一致，而北京机场日上免税店的入境店，经营期较长，始于奥运会之后，现在销售额更是占到了出境店的一半。因此我们有理由相信随着入境店模式的推广，公司免税店的经营业绩将进一步提升。以 2010 年公司免税业务销售额 27 亿元为基数，假设在 30% 收入的对地区获批入境免税店，入境店模式将增加公司免税销售额 2.7 亿元，带动免税收入增长 10%。按公司 36% 的免税业务毛利

率计算，对应增加公司毛利 9700 万元，考虑到入境店模式运营成本较低，因此绝大部分毛利将转为公司的净利润。

四、未来存在收购中出服免税业务的可能

中国出国人员服务总公司成立于 1983 年，是我国首家免税外汇商品专营企业，公司成立 20 多年来，累计接待归国的各类出国人员约 550 多万人次，销售额达 30 亿美元。长期以来，公司始终坚持直接从国外著名厂家批量进货，在积极研究市场需求和产业发展趋势的同时，与 100 多家国内外知名厂商建立了良好的贸易关系。截至 2008 年底，公司资产总额 18.5 亿元，共有全资或控股子企业 17 家，分布于北京、上海、广东、大连、无锡、武汉、海南、香港、日本、埃及、迪拜等地，拥有员工 2000 多人。

中免公司在未来收购中出服市内免税店业务的可能性较大。虽然 2010 年 10 月 18 日，国资委网站发布公告，中国出国人员服务总公司整体并入国药集团，成为其全资子公司。但我们认为国药集团看重的是其原料药贸易的相关业务，而并非其市内免税店业务，特别是中出服的市内免税店由于采购规模小、品种单一，经营情况较差。因此从整合效应看，中免公司丰富的品类和强大的采购能力恰好能够弥补中出服的不足，另外根据我们的调研，中免公司也非常看重中出服所拥有的出境人员归国后半年内可购买最高不超过 5000 元的牌照。因此，我们预计公司将积极争取对中出服市内免税店的收购，如果收购成功将使公司的业务范围大幅扩大到国内一二线城市。

表 6：中出服旗下部分包含免税业务的子公司

名称	简介
北京嘉宝润成免税品商贸有限公司	北京免税店是中国出国人员服务总公司在北京地区设立的面向归国中国公民销售免税外汇商品的专门店。目前，免税店定位于经营中、高档进口商品，经营范围涵盖了化妆品、钟表眼镜、珠宝首饰、礼品、服装、数码家电、体育用品、家具等十大类、数十个品牌、数千种商品。
上海中服出国人员服务中心	上海中服出国人员服务中心于 1985 年经原国家对外贸易经济合作部（现商务部）批准成立，是上海成立最早的为出国人员服务的专业企业，隶属于中国出国人员服务总公司。上海中心的主要业务有：从事国家特许经营的免税进口及国产商品的销售；承担我国政府援外一般物资和我国驻外使（领）馆及其他驻外机构办公、生活物资的供应；进出口及转口贸易的经营和代理；仓储运输等。
广州中服对外经济贸易有限公司	广州中服对外经济贸易有限公司属国有商贸类企业，成立于 1993 年，是中国出国人员服务总公司（CNSC）在华南的全资子公司，专业从事对外经济贸易服务业务，主要包括商务与流通服务（主要指供应链管理）和品牌营销与推广服务两类业务。
日本嘉日株式会社	嘉日株式会社是 1991 年经国家原对外贸易经济合作部批准，由中国出国人员服务总公司在日本设立的全资子公司，主要从事进出口贸易、对日研修生合作、免税商品的零售、批发等业务。在日本东京设立的嘉日免税店，为中国赴日访问、留学、旅游、探亲的顾客提供了一个质量可靠、价格优惠的购物服务场所。免税店主要经营各种日本产家用电器、手表、摄像机、照相机及各种小电器、黄白金手饰、日用百货、保健用品、工艺品、小礼品、资生堂化妆品等。

大连中服对外经济贸易有限公司

大连中服对外经济贸易有限公司成立于 2001 年，由中国出国人员服务总公司投资控股。公司主要从事向境外派遣各类劳务人员（不含海员）、国内人才服务、国家特许经营的免税外汇商品进口及国产商品的经营销售，进出口贸易的经营和代理，出国留学人员购买国产免税轿车的代办服务等业务。公司拥有 1000 余平米的免税商场，进口的免税商品以世界名表、高档化妆品、名牌皮具箱包等精品为主。

迪拜富胜贸易有限公司

迪拜富胜贸易有限公司是中国出国人员服务总公司全资海外子公司。经中国政府有关部门批准，中国出国人员服务总公司已开展国产免税香烟的对外供应业务，并授权迪拜富胜贸易有限公司代表总公司向我国驻外外交和商务机构、援外项目及援外专家组、国际工程承包项目及工程劳务人员等供应免税国产香烟。

来源：公司网站，东方证券研究所

五、盈利预测及估值

我们主要的盈利预测假设：

(1) 公司旅游业务经历 2010 年的快速恢复性上涨之后，2011 年和 2012 年继续保持稳定增长；公司的免税业务基于其行业的龙头地位，同时积极拓展零售渠道，增速略高于行业平均水平。

(2) 公司旅游业务的毛利率在政策利好和行业整体规范的背景下，实现小幅上升。公司免税业务的毛利率我们预计在三亚免税店高毛利率（41%）和免税店产品品类调整（香化和精品增加、烟酒减少）的双重影响下，将逐渐提升。

(3) 公司管理费用和销售费用 2010 年控制情况良好，虽然整体同比上升，但费用率较 2009 年小幅下降，考虑到公司经营的稳定性和营业收入的稳步增长，我们预计 2011 年和 2012 年公司的费用率将继续小幅降低。

表 7：公司业绩预测 1

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
入境游	1112.65	1390.82	1668.98	2002.77
增速	32.87%	25.00%	20.00%	20.00%
成本	944.47	1182.19	1418.63	1702.36
毛利率	15.12%	15.00%	15.00%	15.00%
出境游	2781.53	4033.22	4839.86	5807.84
增速	93.29%	45.00%	20.00%	20.00%
成本	2572.46	3730.73	4476.87	5372.25
毛利率	7.52%	7.50%	7.50%	7.50%
国内游	2263.75	2716.51	3259.81	3911.77
增速	93.74%	20.00%	20.00%	20.00%

成本	2118.90	2539.93	3047.92	3657.50
毛利率	6.40%	6.50%	6.50%	6.50%
票务代理	194.80	253.24	291.23	334.91
增速	38.11%	30.00%	15.00%	15.00%
成本	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
免税业务	2702.12	4293.02	5836.99	7198.98
增速	21.74%	58.88%	35.96%	23.33%
成本	1737.70	2727.44	3638.38	4480.86
毛利率	35.69%	36.47%	37.67%	37.76%
有税商品销售	130.70	261.40	522.80	1045.61
增速	101.54%	100.00%	100.00%	100.00%
成本	88.94	169.91	339.82	679.65
毛利率	31.95%	35.00%	35.00%	35.00%
其他	363.61	436.33	501.78	577.05
增速	87.37%	20.00%	15.00%	15.00%
成本	310.10	349.07	401.43	461.64
毛利率	14.72%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	9549.18	13384.54	16921.45	20878.93
增速	57.46%	40.16%	26.43%	23.39%
成本	7772.57	10699.27	13323.05	16354.26
毛利率	18.60%	20.06%	21.27%	21.67%

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理预测

表 8：公司业绩预测 2

利润表	单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9608	13466	17025	21007
营业成本	7796	10765	13405	16454
营业税金及附加	70	105	132	160
营业费用	685	835	1004	1197
管理费用	467	606	664	798
财务费用	-31	-17	-26	-34
资产减值损失	-1	0	0	0

公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	89	72	77	79
营业利润	710	1245	1923	2510
营业外收入	7	4	4	4
营业外支出	2	3	2	2
利润总额	715	1246	1925	2512
所得税	160	312	481	628
净利润	555	935	1444	1884
少数股东损益	145	228	366	477
归属于母公司净利润	410	706	1078	1407
EBITDA	765	1276	1957	2545
EPS (元)	0.47	0.80	1.23	1.60

资料来源：东方证券研究所

我们略微下调了公司的盈利预测，预计公司 11-13 年每股收益分别为 0.80，1.23 和 1.60 元（原 0.80、1.35 和 1.97 元），维持公司“买入”评级，给予 12 年 33 倍的市盈率，对应目标价 36.9 元。

六、风险因素

公司未来挑战将主要来自海南及其他地区新增免税牌照，从而打破中免垄断地位，对其免税业务造成冲击。但我们认为，中国的免税业正处于高速发展的黄金时期，政策的逐步放开恰恰表明有关部门做大做强免税市场的意图，目前中国人一半以上的奢侈品消费发生在海外，如果能将这部分购买力引回国内市场，免税业的发展空间将成倍提升。而海口免税店对三亚免税店的分流影响也将十分有限，目前进入三亚免税店购物的游客中，只有 20%来自海口机场，何况现在三亚免税店已经处于严重供不应求的状态，做好现有市场就足以抵消海口免税店的影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5482	7053	8981	11246	营业收入	9608	13466	17025	21007
现金	3784	5335	6089	7980	营业成本	7796	10765	13405	16454
应收账款	738	685	1162	1367	营业税金及附加	70	105	132	160
其它应收款	121	103	185	211	营业费用	685	835	1004	1197
预付账款	241	206	341	414	管理费用	467	606	664	798
存货	590	724	1205	1276	财务费用	-31	-17	-26	-34
其他	8	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	999	1023	1160	1280	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	168	169	170	169	投资净收益	89	72	77	79
固定资产	544	605	688	774	营业利润	710	1245	1923	2510
无形资产	48	31	30	28	营业外收入	7	4	4	4
其他	239	218	274	309	营业外支出	2	3	2	2
资产总计	6482	8076	10141	12527	利润总额	715	1246	1925	2512
流动负债	1966	2679	3370	4033	所得税	160	312	481	628
短期借款	187	127	170	162	净利润	555	935	1444	1884
应付账款	816	1615	2011	2468	少数股东损益	145	228	366	477
其他	963	937	1189	1404	归属于母公司净利	410	706	1078	1407
非流动负债	4	2	3	3	EBITDA	765	1276	1957	2545
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.80	1.23	1.60
其他	4	2	3	3	主要财务比率				
负债合计	1970	2681	3373	4036	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	409	637	1003	1480	成长能力				
股本	880	880	880	880	营业收入	58.4%	40.2%	26.4%	23.4%
资本公积	2401	2401	2401	2401	营业利润	29.5%	75.4%	54.5%	30.5%
留存收益	859	1478	2485	3730	净利润	30.9%	72.5%	52.6%	30.5%
归属母公司股东权益合计	4103	4758	5766	7011	获利能力				
负债和股东权益	6482	8076	10141	12527	毛利率	18.9%	20.1%	21.3%	21.7%
现金流量表					净利率	4.3%	5.2%	6.3%	6.7%
单位:百万元					ROE	10.0%	14.8%	18.7%	20.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.9%	18.8%	24.0%	25.9%
经营活动现金流	454	1694	822	2104	偿债能力				
净利润	555	935	1444	1884	资产负债率	30.4%	33.2%	33.3%	32.2%
折旧摊销	87	48	60	69	净负债比率				
财务费用	-31	-17	-26	-34	流动比率	2.79	2.63	2.67	2.79
投资损失	-89	-72	-77	-79	速动比率	2.49	2.36	2.30	2.47
营运资金变动	-71	698	-563	248	营运能力				
其它	4	102	-16	17	总资产周转率	1.60	1.85	1.87	1.85
投资活动现金流	454	-10	-67	-77	应收账款周转率	16	19	18	16
资本支出	170	88	117	127	应付账款周转率	10.54	8.86	7.39	7.35
长期投资	-23	-16	5	3	每股指标 (元)				
其他	601	62	55	53	每股收益	0.47	0.80	1.23	1.60
筹资活动现金流	-78	-133	-1	-136	每股经营现金流	0.52	1.93	0.93	2.39
短期借款	-8	-60	42	-8	每股净资产	4.66	5.41	6.55	7.97
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	61.22	35.49	23.25	17.82
资本公积增加	1	0	0	0	P/B	6.11	5.27	4.35	3.58
其他	-72	-74	-43	-127	EV/EBITDA	28	17	11	9
现金净增加额	287	1551	753	1891					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



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