

中国国旅(601888)深度调研报告

推荐

旅游服务业务稳定增长，旅游零售业务打开业绩增长空间

首次评级

餐饮旅游

发布时间：2012年3月19日

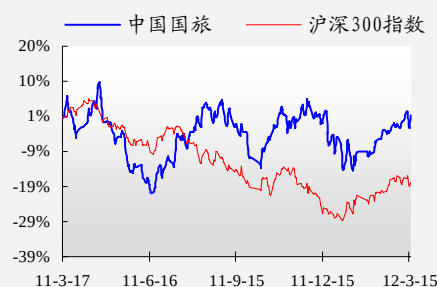
投资要点：

- 中国国旅股份有限公司是我国旅行社业务种类最为齐全的大型综合旅行社运营商。公司主营业务为旅游服务业和旅游零售业。其中旅游服务业包括入境游、出境游、国内游、票务代理和其他业务；旅游零售业包括有税商品销售和免税商品销售。从各主营业务收入占比情况看，目前旅游服务业是公司营业收入的主体。旅游零售业是公司营业利润的主体。
- 结合目前我国旅游服务业存在的市场机会，行业自身存在的问题，以及发达国家行业发展经验，我们推断我国旅游服务业将向集团化、专业化、品牌化、信息化发展。行业龙头企业中国国旅先行先试，成功实现转型。旅游零售业尤其是免税品销售在我国有着快速发展，眼下呈现出巨大的增长空间，随着有税商品销售在行业龙头企业的启动，免税业向旅游零售业的转型迹象已现。
- 投资逻辑分析：旅游服务业稳定增长：“三大游”市场稳步增长为行业发展提供契机。公司采取“三游并重，两网并举”的发展战略。公司旅游零售业发展空间巨大：1) 免税运营商中的领先竞争优势：垄断性的资质优势带来的网络布局优势；网络布局优势产生的供应商渠道优势；先行先试带来的行业经验优势；旅游服务业与旅游零售业务的协同效用。2) 三亚免税店经营业绩突出。3) 三亚海棠湾“国际免税城”项目为离岛免税业务再添亮点。4) 入境免税业务和机场改扩建将是中长期看点。
- 盈利预测：公司是国内免税运营商的龙头，未来免税业务发展潜力巨大，具备成长空间，公司业绩高增长确定。我们预计公司2011-2013的EPS分别为0.76元、1.13元和1.46元，对应PE为37倍、25倍和19倍，给予“推荐”评级。
- 风险提示：经济的下滑、免税政策的变动等。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	9607.62	58.42	409.51	30.94	0.47	--	66.54	--
2011E	12700.13	32.19	672.60	64.25	0.76	--	37.03	--
2012E	15620.51	22.99	992.25	47.52	1.13	--	24.90	--
2013E	18426.44	17.96	1287.44	29.75	1.46	--	19.27	--

走势图



市场数据 2012-3-16

收盘价：	27.90 元
52 周最高价：	31.25 元
52 周最低价：	21.31 元
平均持仓成本：	26.88 元

基本数据 2011Q3

总股本（万股）：	88,000
流通 A 股（万股）：	88,000
每股收益（元）：	0.63
每股净资产（元）：	5.20
每股经营现金流（元）：	0.33
市净率：	5.37

分析师：周思立；研究助理：梁莉
执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)2036 1135

FAX: (8621)2036 1159

Email: liangli@nescn

地址：上海市源深路 305 号

邮编：200135

内容目录

一、	中国国旅：大型综合旅游运营商	4
二、	主营业务情况介绍：旅游服务与旅游零售并驾齐驱	5
2.1	旅游服务业：“三大游”业务稳步增长	6
2.2	旅游零售业：商品销售急速增长	7
三、	行业分析	8
3.1	旅游服务业：转型迫在眉睫，龙头企业先行先试	8
3.2	旅游零售业：免税增长空间不减，有税成长初现	10
3.2.1	免税行业发展状况分析	10
3.2.2	免税业务面临发展重大机遇	11
3.2.3	免税行业向旅游零售方向发展	12
四、	投资逻辑分析	13
4.1	旅游服务业：“三游并重，两网并举”	13
4.1.1	“三大游”市场稳步增长给旅游服务业务带来发展机会	13
4.1.2	旅游服务的“三游并重，两网并举”发展战略	13
4.2	旅游零售业：发展空间巨大	14
4.2.1	中免集团在免税运营商中的领先竞争优势	14
4.2.2	三亚免税店：离岛免税业务经营业绩突出	15
4.2.3	海口免税店：对三亚免税店的分流影响小	16
4.2.4	三亚海棠湾“国际免税城”项目：离岛免税业务再添亮点	16
4.2.5	入境免税、机场改扩建以及口岸深度开放：中长期看点	17
五、	公司盈利预测及投资策略	17

图表目录

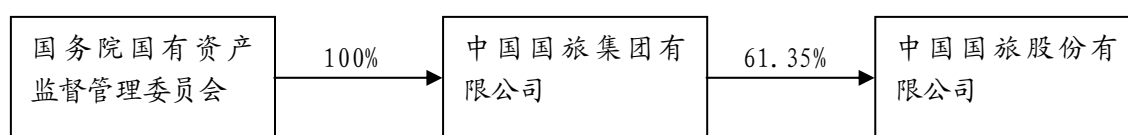
图表 1 中国国旅股权结构	4
图表 2 截止 2011 年二季度公司前十大股东持股情况	4
图表 3 公司主营业务收入情况（百万元）	5
图表 4 公司主营业务毛利率情况	5
图表 5 公司主营业务收入占比	5
图表 6 “三大游”收入及增速	7
图表 7 “三大游”毛利率情况	7
图表 8 商品销售业务收入及增速	8
图表 9 商品销售业务毛利率情况	8
图表 10 中国国旅 2011 年上半年各业务营业收入、营业成本、营业利润率一览	8
图表 11 “三大游”业务盈利预测	14
图表 12 三亚免税店招牌	16
图表 13 三亚免税店内	16
图表 14 免税业务盈利预测	17
图表 15 公司利润预测表	18

一、中国国旅：大型综合旅游运营商

中国国旅股份有限公司是我国旅行社业务种类最为齐全的大型综合旅行社运营商，集旅游服务及旅游商品相关项目的投资与管理、旅游服务配套设施的开发、改造与经营、旅游产业研究与咨询服务为一体的大型股份制企业，北京市旅游局正式对外公布的北京市首批 8 家 5A 级旅行社之一，第一批指定经营大陆居民赴台旅游业务的旅行社。下属中国国际旅行社总社有限公司和中国免税品（集团）有限责任公司两大子公司，分别负责公司的旅行社业务和免税业务。“中国国旅、CITS”是中国驰名商标和海内外知名品牌，2008 年世界品牌实验室 (WBL) 公布的中国 500 个最具价值品牌中，“国旅”品牌名列第 54 名，旅游服务类第 1 名，品牌价值达 115.27 亿元。

中国国旅股份有限公司是经国务院批准，根据国务院国资委《关于中国国旅集团有限公司整体重组改制并境内上市的批复》，由中国国旅集团有限公司以旅行社和免税业务相关资产整体重组改制，并联合华侨城集团，共同发起设立的股份有限公司。本公司于 2008 年 3 月 28 日在国家工商行政管理总局领取了《企业法人营业执照》，注册资本为 66,000 万元。本公司的主营业务为旅行社和免税业务。

图表 1 中国国旅股权结构



资料来源：公司公告，东北证券

图表 2 截止 2011 年二季度公司前十大股东持股情况

股东名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)	股本性质
中国国旅集团有限公司	539,846,100	61.35	限售流通 A 股
华侨城集团公司	98,153,900	11.15	限售流通 A 股
全国社会保障基金理事会转持三户	22,000,000	2.5	限售流通 A 股
中国建设银行-银华核心价值优选股票型证券投资基金	13,512,906	1.54	A 股流通股
新华人寿保险股份有限公司-分红-团体分红-018L-FH001 沪	10,589,104	1.2	A 股流通股
中国建设银行-银华富裕主题股票型证券投资基金	7,150,711	0.81	A 股流通股
中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 沪	5,993,406	0.68	A 股流通股
中国光大银行股份有限公司-泰信先行策略开放式证券投资基金	3,807,820	0.43	A 股流通股
中国银行-泰信优质生活股票型证券投资基金	3,679,936	0.42	A 股流通股
国信证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	3,597,701	0.41	A 股流通股

资料来源：公司公告，东北证券

二、主营业务情况介绍：旅游服务与旅游零售并驾齐驱

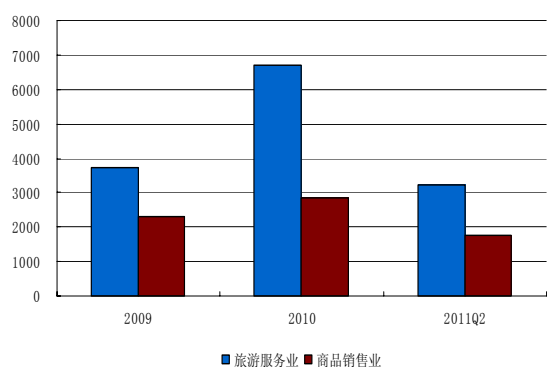
公司主营业务为旅游服务业和商品销售业。集团旗下子公司中国国际旅行社总社提供旅游服务业务；集团旗下子公司中国免税品（集团）有限公司经营管理商品销售业务。其中旅游服务业包括入境游、出境游、国内游、票务代理和其他业务；商品销售业包括有税商品销售和免税商品销售。

从各主营业务收入占比情况看，目前旅游服务业是公司营业收入的主体。2010 年旅游服务业占公司总营收的 69.90%；商品销售业占公司总营收的 29.48%；2011 年上半年旅游服务业占公司总营收的 64.00%；商品销售业占公司总营收的 35.20%。

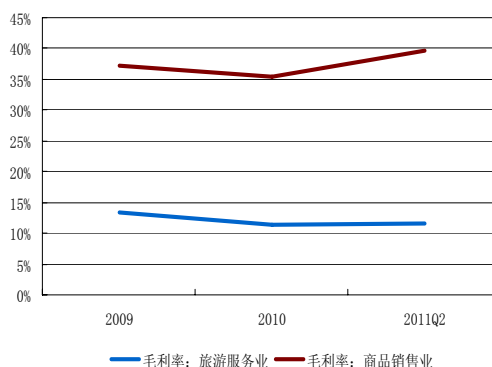
从各主营业务营利占比来看，商品销售是公司营业利润的主体。2010 年旅游服务业营利占比为 43.36%，而商品销售业务营利占比为 56.64%；2011 年上半年旅游服务业务营利占比为 34.68%，而商品销售业务营利占比为 65.32%。

从毛利率情况看，旅游服务业的毛利率较低，基本维持在 11%-13%的水平；商品销售业的毛利率较高，基本维持在 36%-40%的水平。

图表 3 公司主营业务收入情况（百万元）

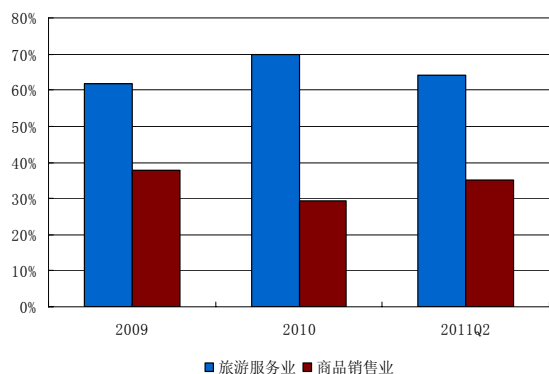


图表 4 公司主营业务毛利率情况



资料来源：Wind，东北证券

图表 5 公司主营业务收入占比



资料来源：Wind，东北证券

2.1 旅游服务业：“三大游”业务稳步增长

中国国际旅行社总社有限公司（简称“国旅总社”）是目前国内规模最大、实力最强的旅行社企业集团，荣列国家统计局公布的“中国企业 500 强”，是 500 强中唯一的旅游企业，现为中国国旅股份有限公司旗下两大企业之一。国旅总社在海外 10 多个国家和地区设有 14 家分社，在全国 122 个城市拥有 20 多家控股子公司和 122 家国旅集团理事成员社，与全球 1400 多家旅行商建立了长期稳定的合作关系，拥有稳定的销售网络和完整的接待体系。

国旅总社主营旅游服务业，包括入境游、出境游、国内游、票务代理和其他业务。国旅总社 2006 年至 2010 年旅游服务业的营业收入分别是 36.39 亿元，43.46 亿元，38.47 亿元，37.47 亿元，67.16 亿元。由此可见，在走出 2008 年金融危机带来的行业低谷后，2010 年公司旅游服务业营收再创新高。2011 年中报显示，上半年公司旅游服务业务实现营业收入 32.34 亿元，同比增长 26.7%。公司“三大游”业务实现了稳定的恢复性增长。

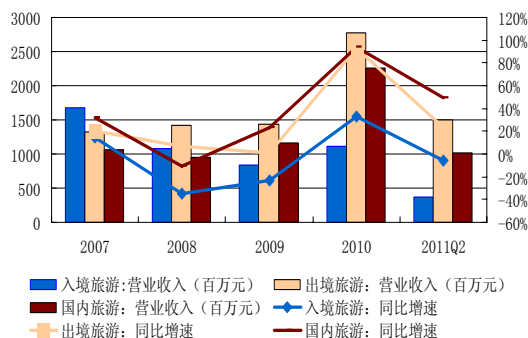
受欧美经济影响，公司入境旅游收入从 2007 年的 16.72 亿元下降到 2009 年的 8.37 亿元。但是，随着欧美经济的缓慢复苏，入境旅游收入恢复到 2010 年 11.13 亿元。2011 年上半年公司入境游业务不断推出旅游新线路和新产品，增加市场吸引力，通过加强特殊团体的销售，开发低价、淡季促销产品等措施扩大市场销售。但因受日本地震及核泄漏、埃及动乱等外部环境因素，公司入境游收入受到较大影响，实现营业收入 3.75 亿元，同比减少 6.15%，我们预计全年入境旅游的营收同比减少 6%，营收额约为 10.45 亿元。

国旅总社是第一批获得国家特许经营出境旅游的旅行社。公司出境旅游收入从 2007 年的 13.29 亿元上升到 2010 年的 27.82 亿元，增长态势明显。2011 年上半年出境旅游业务将产品重点转移到欧美及东南亚海岛度假游市场，美洲市场销售增长翻倍，东南亚海岛游产品销售持续增长。实现营业收入 14.95 亿元，同比增长 23.59%。我们预计全年出境旅游的营收增长为 20%，营收额约为 33.37 亿元。

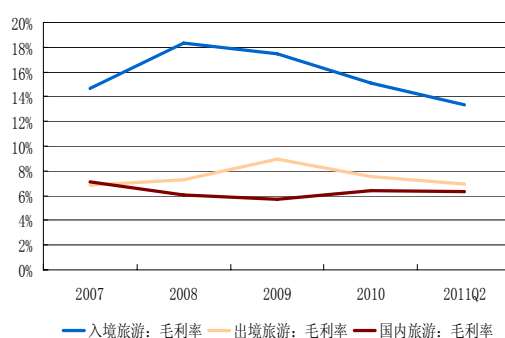
国内旅游收入从 2007 年的 10.62 亿元上升到 2010 年的 22.64 亿元。2011 年上半年国内旅游业务通过建立统一采购联盟，推出了海南离岛免税、西安世园会、三峡总统系列游船三个全国联动项目，以及“红色经典，畅游天下”等高品质产品，均取得了良好的经济和社会效益。实现营业收入 10.23 亿元，同比增长 49.34%。我们预计全年国内游将有 45% 大幅度的增长，实现营收约为 32.82 亿元。

从“三大游”的毛利率情况看，入境游的毛利率水平最高，维持在 13-18% 的水平；出境游的毛利率水平其次，维持在 7%-9% 的水平；国内游的毛利率最低，维持在 6%-7% 的水平。

图表 6 “三大游”收入及增速



图表 7 “三大游”毛利率情况



资料来源: Wind, 东北证券

2.2 旅游零售业: 商品销售急速增长

自 1979 年中国政府批准开办免税业务以来, 受益于我国经济增长以及由此产生的庞大的奢侈品消费群体, 我国免税业务有了蓬勃发展。目前在国内, 获准经营免税商品批发兼零售业务的运营商主要有五家, 分别是中国免税品(集团)有限公司(简称中免集团)、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、日上免税行有限公司和中国出国人员服务中心。但是只有中免集团获许在全国范围内向出入境旅客、国际海员、以及外交人员提供免税商品销售服务。

自 1984 年成立以来, 中免集团经过二十多年的发展, 中免集团已在中国大陆 29 个省市自治区的 90 多个口岸城市(包括香港、台湾地区)设立了 170 多家免税店, 其中中免集团控股免税店近 100 家, 涵盖了机场免税店、航空公司机上免税店、边境免税店、客运站免税店、供船免税店、火车站免税店、外交人员免税店和市内免税店八大类型, 已发展成为世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税品运营商。

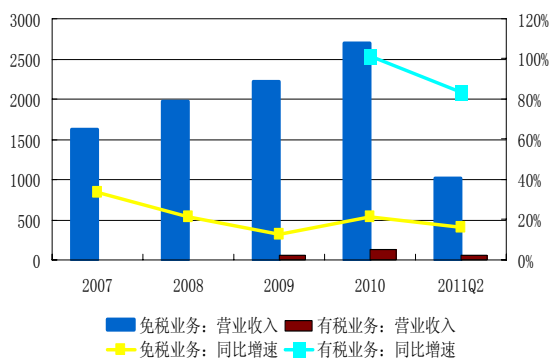
凭借垄断性的资质, 密集的销售网络, 丰富的免税商品种类, 以及原产地直接采购的竞争优势, 中免集团的免税商品销售有了快速的增长。免税商品销售收入从 2007 年的 16.22 亿元上升到 2010 年的 27.02 亿元; 2011 年上半年更是达到 17.78 亿元, 同比增长 27.88%。鉴于三亚市内免税店于 2011 年 4 月试运营以来, 上半年日均销售额达到 321 万元, 预计全年可带来约 10 亿元的销售收入, 因此我们预计免税业务全年将有 45% 的增长幅度, 全年营收达到 39.18 亿元。

从免税商品销售毛利率来看, 2007 年以来一直维持在 30% 以上的毛利率, 2011 年上半年在海南离岛旅客免税购物政策出台等利好因素的推动下, 公司免税业务呈现新的发展态势。免税商品销售毛利率为 39.97%, 同比增加 5.16 个百分点, 免税商品销售毛利率大幅上升的主要原因是新增三亚免税店业务毛利率高于原有免税业务。

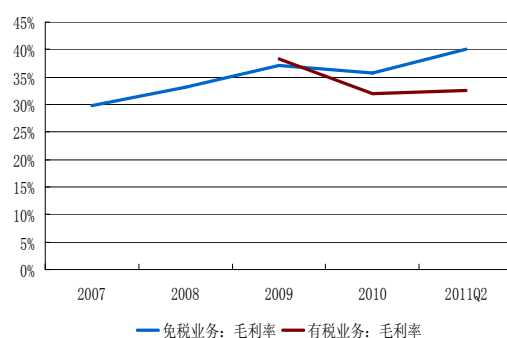
除了免税商品销售, 中免集团凭借在中国旅游零售市场的网络资源成为北京第 29 届奥运会组委会首批奥运特许产品零售商, 并且是唯一一家在机场航站楼及免税店销售奥运特许产品的零售商, 同时公司积极开发国产精品, 向中国旅游零售市场提供具有浓郁中国民族特色的名优国产精品, 形成了有旅游特色的有税商品销售业务。

虽然目前有税商品销售业务只占中免集团商品销售业务的一小部分，有税商品销售收入从 2009 年的 0.65 亿元上升到 2010 年的 1.31 亿元，但是有税商品销售有着快速的增长势头。从毛利率情况看，有税商品的毛利率基本维持在 32-38% 的水平。可以断定，随着三大游的稳定性增长以及国人民族主义的回归，国产精品的销售将有持续的稳定增长。

图表 8 商品销售业务收入及增速



图表 9 商品销售业务毛利率情况



资料来源: Wind, 东北证券

图表 10 中国国旅 2011 年上半年各业务营业收入、营业成本、营业利润率一览

	营业收入 (万元)	营业收入 比上年同期增减	营业成本 (万元)	营业成本 比上年同期增减	营业利润率	营业利润率 比上年同期增减
入境旅游	37,538.46	-6.15%	32,523.37	-4.47%	13.36%	下降1.52个百分点
出境旅游	149,520.35	23.59%	139,176.47	24.80%	6.92%	下降0.9个百分点
国内旅游	102,283.05	49.34%	95,850.27	48.42%	6.29%	下降0.58个百分点
票务代理	10,606.54	19.51%	0.00	0.00%	100.00%	0.00%
其他服务	23,402.79	38.76%	18,359.07	35.47%	21.55%	提高1.91个百分点
旅游服务行业小计	323,351.19	26.70%	285,909.18	27.81%	11.58%	下降0.77个百分点
免税商品	170,077.53	25.98%	102,092.61	16.02%	39.97%	提高5.16个百分点
有税商品	7,767.39	90.73%	5,242.68	83.52%	32.50%	提高2.65个百分点
商品销售行业小计	177,844.92	27.88%	107,335.29	18.14%	39.65%	提高4.97个百分点
总计	501,196.11	27.12%	393,244.47	25.02%	21.54%	提高1.32个百分点

资料来源: 公司公告, 东北证券

三、行业分析

3.1 旅游服务业: 转型迫在眉睫, 龙头企业先行先试

我国旅行社行业从上世纪 70 年代形成至今, 经历了增长阶段、充分发展阶段, 目前既面临着发展的机遇更是面临着巨大的挑战。旅行社行业发展所面临的机遇来自于国内外对旅游需求的日益增长, 以及旅行社在组织旅游六要素, 满足游客需求的经验优势上。

但是目前我国旅行社行业面临着一系列的挑战: 行业粗放式增长, 形成恶性竞争; 行业集中度低, 盈利能力低下; 我国旅游行业从观光旅游向度假休闲游结构升级, 从跟团游向自助游转变, 大大降低了对旅行社行业服务的需求; 国家对旅行社行业的开放, 国际行业巨头凭借丰富的行业运作经验, 强大的资源, 以及成功的横向、纵向扩展经验

必将给国内同行带来巨大的转型压力。因此，我国旅行社行业必须进行转型、调整结构，否则就无法面对上述挑战。

结合目前我国旅行社市场存在的市场机会，行业自身存在的问题，以及发达国家行业发展的经验，我们推断我国旅行社行业将向集团化、专业化、品牌化、信息化转型与发展。

从国外旅行社集团化的历史经验来看，我国旅行社集团化发展也主要有三种方式：横向一体化、纵向一体化和国际一体化。

作为中国旅行社行业的龙头企业，中国国旅先行先试，积极探寻企业转型，结构调整之路，在集团化、品牌建设、信息化等方面取得显著的成绩，积累了宝贵的经验。

在集团化方面：旅行社集团化既有利于旅行社发挥其在采购、预订、营销、资金、人才等方面的优势，实现规模经营和获得规模经济效益，也可以引导和稳定市场，克服旅行社市场因过度分散和紊乱造成的问题。中国国旅近年在国内并购了不少企业，实现了横向的扩张，形成在国内拥有全资、控股子公司和特许经营企业 150 多家的规模。但是所并购的企业大部分还是独自经营，集团只是年终合并财务报表，针对这一情况，公司以上海世博会为契机进行了有益的尝试。公司与上海世博会结成中国国旅世博联盟，围绕上海世博会这一项目通过统一集中采购、统一产品设计、统一产品推广和统一接待服务，依托国旅内部网络和资源来强化整合国旅所并购企业，实现协同效用，避免资源重置。这一尝试是中国国旅开拓集团化、网络化运营，开展与下属企业间业务合作新模式的一次积极探索。

在集团化方面：中国国旅立足国内，积极开拓国际市场。中国国旅先后在美国、日本、澳大利亚、法国、德国、丹麦、香港、澳门等国家和地区设立了 13 家境外公司，与遍布世界各地的 1000 余家旅行商建立了稳定而有效的业务关系，形成了稳定的国际化销售网络和完整、高质量的接待网络，从而通过横向一体化的方式实现了集团化的战略转型。

在品牌化方面：中国国旅坚持以服务为导向，创新产品，扩展服务网络和服务领域，经营业绩领先，并且重视品牌的建设、管理与维护。“国旅”、“CITS”已经成为国内外知名的品牌，1999 年被国家商标局评为中国驰名商标，目前已在世界 60 多个国家和地区注册。2005 年，国旅集团入选“中国服务企业 500 强”，并在 2009 年国际权威品牌评估机构“世界品牌实验室”公布的“2009 年中国 500 最具价值品牌”评选结果中，“中国国旅 CITS”再度以 136.92 亿元的品牌价值跻身中国 500 最具价值品牌，排名列第 51 名，在旅游服务类企业中位居第一名。在“亚洲品牌 500 强排行榜”上，“中国国旅 CITS”品牌荣获第 131 名；被 TTG 旅业报评为“中国最佳旅行社”奖。

在信息化方面：自中国国旅 2009 年 IPO 募集资金后，大力发展信息化建设，意在将国旅总社打造成信息化旅行社，其中主要项目包括发展旅游电子商务以及全国会员制营销等项目、以及建设信息化管理系统等项目。2011 年更新了国旅在线，将更多的服务品种通过网络平台展示给消费者，如出境游、国内游、自由行、豪华游轮、自驾游、签证、机票、酒店、租车、保险等多个环节。也将更多的业务操作搬上网络平台，如预订、支

付、售后服务等。旅行社的信息化建设不仅在提高运行效率、服务质量等有着显著的效果，在降低运行成本、提高行业盈利能力方面也起到积极作用。

3.2 旅游零售业：免税增长空间不减，有税成长初现

3.2.1 免税行业发展状况分析

现代免税业始于1947年爱尔兰香侬国际机场免税店的开业。免税业务的发展与国际旅游的发展有着密切的联系。随着国际旅游在五六十年代的蓬勃发展，免税购物也在世界各地普及，到2004年，国际免税业遍布世界各个口岸，年销售收入达到250亿美元，年均增长率7%。免税商品购物成为国际旅客在旅途中必不可少的娱乐项目，从另一方面推动了国际旅游业的向前发展。

上世纪五、六十年代免税购物开始进入亚太地区。受经济环境和政策影响，世界免税市场处于波动状态。自90年代中期开始，亚太地区免税业以高出全球免税业近3个百分点的速度快速增长，逐年摆脱欧、美免税业影响，更多地呈现出鲜明的地区特征。亚太免税市场目前是全球增长最快的市场，并已从2000年起取代美洲，成为全球第二大免税市场。从全球角度看，世界免税业的重心正向亚太地区转移。

从免税业务在中国的增长上看，中国免税业增长速度明显高于世界水平。中国居于亚太地区中心，自改革开放以来，我国国民经济总量逐年提高，居民的消费能力也同步提高，国内日益涌现出大量的高端消费人群，他们是国际旅游的重要参与者，也是免税商品的重要购买者。自1979年成立第一家免税店以来，免税业市场规模逐步扩大。与全球免税市场相比，中国免税市场自1995年以来稳步增长，平均增长率超过8%，高于全球平均增长水平。作为新兴市场，我国已经成为全球公认的最具潜力的免税市场之一，中国免税业增长速度明显高于世界免税业，也高于旅游产业的增长速度，已经成为国内旅游相关产业中最具活力的朝阳板块，发展前景广阔。

从免税商品销售渠道上来看，中国形成了以机场免税为主的多种形式并存的免税业务。世界免税市场主要销售渠道为经营成熟的机场免税店，机场免税店销售额约占世界免税市场的45%左右。中国的机场免税店也是免税商品的主要销售渠道，但年销售额在总销售额中比例低于世界水平，显示出很大的发展潜力。尤其是根据国家发展规划，“十二五”期间，我国有大量的机场改扩建，有大量的口岸对外开放：我国仅改扩建、迁建、新建机场163座，“十二五”期间，仅云南省就拟新开的10个口岸，以及二类转新开的7个口岸对外开放。这为中国免税业务的发展带来了巨大的机会。

除机场免税店外，我国边境线长、交界国多，尤其是深圳特区，由港澳入关旅客众多，因此，边境免税店成为中国大陆重要的免税市场。近年来，边境免税店发展迅速，年销售额在中国免税市场总销售额中所占比例逐年提高。设立市内免税店是旅游发达国家普遍做法。目前，中国已在北京、上海、大连、设立三家市内免税店，但仍处于起步阶段，发展空间无限。

另外，随着三亚免税店在2011年4月20日的试运营，我国三亚成为继日本冲绳岛、韩国济州岛和台湾金门、妈祖后，第四个实施离岛免税政策的岛屿地区，也宣告了中国

式离岛免税模式的诞生。除此之外，我国免税业务还存在机上免税店、客运站免税店、供船免税店、火车站免税店、驻华外交官免税店等多种形式。

从商品结构上来看，中国免税市场上各免税店经营的商品已经从最初的纯进口商品发展到以进口商品为主、国产品为辅，涉及 20 多个大类、上千个品种，并与全球 100 多家知名品牌的免税品生产商、供应商建立了良好的业务关系。一些国产精品也相继进入免税店，国产品销售额已占到免税品销售总额的 15% 左右。与世界免税市场相比，中国免税商品销售中，烟酒比例较高，香水化妆品与精品比例相对较低。按世界免税行业发展规律，香水化妆品、精品类商品以及国产品的发展空间极为广阔，预计未来这几类商品的市场占有率将达到 50% 以上。

从免税业务市场竞争状况来看，目前中国免税业几乎处于中免集团的垄断状态。目前在国内，获准经营免税商品批发兼零售业务的运营商主要有五家，分别是中国免税品（集团）有限公司（简称中免集团）、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、日上免税行有限公司和中国出国人员服务中心。但是只有中免集团获许在全国范围内向出入境旅客、国际海员、以及外交人员提供免税商品销售服务。日上免税在首都国际机场（T2 和 T3 航站楼）和上海国际机场（浦东国际机场 T1、T2 航站楼和虹桥机场国际区域）开设有出境和进境免税店。深圳国有免税商品（集团）有限公司创办于 1980 年，主要从事深圳口岸免税商品的零售业务，设有罗湖、皇岗、文锦渡、沙头角、机场、福田和深圳湾等七家免税店。珠海免税企业集团有限公司也是以口岸免税业务为龙头的商品零售企业。中国出国人员服务中心的免税业务主要是针对国内出国留学人员这一特定群体。中免集团自 1979 年中国第一家免税店成立以来，目前在中国 28 个省市自治区的近百个口岸城市和边境地区已设立 150 多家免税店，包括国际机场免税店、国际航空公司机上免税店、港口客运站免税店、供船免税店、火车站免税店、外交人员免税店、边境免税店和市内免税店等。中免公司是目前世界上拥有免税品零售网点最多的免税品公司之一。中免公司的年销售额已超过 2 亿美元，居世界免税品销售前 20 位。

3.2.2 免税业务面临发展重大机遇

中国国民经济的增长成就了巨大的奢侈品消费市场。据世界奢侈品协会指出，“中国已成为全球占有率最大的奢侈品消费国家，春节期间，中国人在境外消费累计达 72 亿美元，大大超出预期，创历史最高点。”根据该协会 2011 全年奢侈品消费报告显示，截至 2011 年 12 月底，中国奢侈品市场年消费总额已经达到 126 亿美元，尚不包括私人飞机、游艇与豪华车，占全球同等份额的 28%，超过 1/4。同样，多个奢侈品调查机构对中国的奢侈品市场的调查表明，中国将成为全球最大的奢侈品消费市场。日前，普华永道发布《2012 年亚洲零售及消费品行业前景展望》报告称，今年中国奢侈品市场销售额预计增至 155 亿美元，预测大中华区的奢侈品销售额很可能首次超过日本，成为全球第一。战略咨询公司贝恩公司也发布《2011 年中国奢侈品市场研究报告》称，2011 年中国内地奢侈品消费增幅达 25%~30%，市场规模首度突破 1000 亿元人民币。“有望在 2012 年，中国奢侈品贸易和消费超过日本成为全球第一。”免税商品作为奢侈品的重要组成部分，中国奢侈品市场的巨大潜力也必将为中国的免税业务提供巨大的发展机遇。

国家“扩内需、促消费”的宏观经济战略，以及为吸引国人消费回流的微观免税政策为免税业带来巨大发展机遇。我国经济增长培育了大量的消费高端群体，他们是国际

旅游的重要参与者，也是免税商品的重要购买者。据统计，中国人 2010 年在全球各国免税店的消费额为 13 亿欧元，奢侈品消费约 120 亿美元。如果按 2009 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一倍，成长空间巨大。随着近期国家《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》等一系列免税政策的出台，国人消费出现回流现象显著。预计中国免税业在“十二五”期间将继续保持年均 20% 以上的增长率。

我国三大游市场的稳步增长带动免税业务增长。从世界免税业发展趋势分析，免税业发展与国际旅游业有着紧密的联系，国际免税业始终伴随着国际旅游业的成长不断发展，免税商品购物成为国际旅客在旅途中必不可少的娱乐项目，从另一方面推动了国际旅游业的向前发展。因此我国旅游业的高速发展必将带动中国免税业务的发展。近年来，我国旅游业进入高速发展时期，国家旅游局预计 2011 年国内旅游人数达 26.4 亿人次，比上年增长 13.2%；入境旅游人数 1.35 亿人次，增长 1%；出境旅游人数 6900 万人次，增长 20%；全国旅游业总收入 2.25 万亿元，增长 20.8%。

3.2.3 免税行业向旅游零售方向发展

旅游零售业务是指为国际旅客在旅行途中满足所有商品需求的服务业务。旅游零售市场主要有与国际游客相关联、与旅游线路及入出境口岸和交通工具相关联、与旅游店铺相关联等特点。免税业务与旅游零售业务密切相关，而且是旅游零售业务的重要内容，免税业务要朝旅游零售业务延伸，可以拓展业务发展的空间，增强免税行业的实力和竞争能力。

在世界范围内，免税业朝旅游零售业转型，已经成为一股潮流和趋势。据国际研究机构统计，欧洲取消免税业后，仅仅用 4 年的时间就完成了免税业向旅游零售业的转型。旅游零售业对免税业的影响正在超越欧洲范围，全球不少免税集团都纷纷将“免税”一词变为“旅游零售”。因此在很大程度上，旅游零售业是中国未来免税业的发展方向。

国内免税行业的龙头企业，中免集团已经先行先试，在有税商品销售方面迈出了第一步。2011 年中免集团加大向旅游零售领域的发展步伐，先后与大连、西安、成都等机场达成国内出发厅奢侈品零售全面合作，在国内 9 个主要机场运营超过 60 家有税旅游零售门店。2004 年，中免公司凭借在中国旅游零售市场的实力成为北京第 29 届奥运会组委会首批奥运特许产品零售商，并且是唯一一家在机场航站楼及免税店销售奥运特许产品的零售商。经营的奥运特许产品有：服装服饰、文具、箱包、工艺品、玻璃制品、音像制品、珠宝首饰、运动器材、玩具等 13 个大类数百个品种。另外，中免集团积极开发国产精品，向中国旅游零售市场提供具有浓郁中国民族特色的名优国产精品，目前拥有国产产品专卖店“千步廊”和“Panda Family”两个自有品牌。“千步廊”汲取北京一条古老的商业街名，其深远的浓厚的文化韵味，是展现中国文化与特色商品的综合性国产品专营店，店内又设特色专柜，如：经营食品的八珍坊、经营丝绸的绣坊、经营茶叶的茶坊、经营工艺品、饰品的万宝坊等。“panda family”所有经营的商品都标有可爱的熊猫图案，目前能买到玩具、服装、食品、纪念品、鞋、包等系列产品。为丰富顾客的购物选择及寻求与供应商之间更灵活的合作方式，中免公司开始尝试品牌代理服务。以成熟的免税渠道为基础，实现品牌的引进、开发、分销和代理服务，整合渠道资源，并向有税市场拓展，为供应商提供有税及免税品牌代理服务。目前代理的品牌有：ESSE、CELINE 眼镜、

GIVENCHY 眼镜、ZIPPO 打火机、KENZO 丝巾等。可以预见，随着中免集团有税商品业务的快速增长，其将实现向旅游零售业的成功转型。

四、投资逻辑分析

4.1 旅游服务业：“三游并重，两网并举”

4.1.1 “三大游”市场稳步增长给旅游服务业务带来发展机会

近年来，我国旅游业进入高速发展时期。旅游业总收入近 15 年来呈现稳步增长趋势，行业总收入从 1996 年的 0.25 万亿元上升到 2010 年的 1.57 万亿元，平均年增速高达 14.9%，高于 GDP 平均年增速。国家旅游局预计 2011 年国内旅游人数达 26.4 亿人次，比上年增长 13.2%；国内旅游收入 1.93 万亿元，增长 23.6%；入境旅游人数 1.35 亿人次，增长 1%；入境过夜旅游人数 5730 万人次，增长 2.9%；旅游外汇收入 470 亿美元，增长 2.5%；出境旅游人数 6900 万人次，增长 20%；全国旅游业总收入 2.25 万亿元，增长 20.8%。预示我国旅游经济将高位平稳运行，行业步入黄金发展期

我国“三大游”市场的平稳增长为旅行社行业创造了大量的市场需求，是促进旅行社行业增长的有力保障，也为旅行社行业的发展提供了良好的宏观环境。

国旅总社也受益于我国“三大游”市场的稳步增长。国旅总社 2006 年至 2010 年旅游服务业的营业收入分别是 36.39 亿元，43.46 亿元，38.47 亿元，37.47 亿元，67.16 亿元。由此可见，在走出 2008 年金融危机带来的行业低谷后，2010 年公司旅游服务业营收再创新高。2011 年中报显示，上半年公司旅游服务业务实现营业收入 32.34 亿元，同比增长 26.7%。根据公司 2010 年上半年和下半年营收结构分析，我们预测中国国旅旅游服务业务 2011 年同比将实现 25% 以上的增长，营收达到 84.03 亿元。

4.1.2 旅游服务的“三游并重，两网并举”发展战略

旅游服务业务板块继续贯彻落实“三游并重，两网并举”的发展战略，高度重视发展旅游电子商务，大力拓展商务会奖旅游，利用国内外的市场和资源发展壮大，继续强化集中采购和统一分销能力，进一步加大产品研发及推广力度；在实体网络拓展方面，国内要重点关注核心城市，通过分支机构延伸完善网络布局，探索完善集团化、集约化经营管理模式；继续推进境外签证中心的项目实施工作，并争取在重点国家设立更多的签证中心。在电子商务方面，公司推出了 2012 版国旅在线，完善了网上版面设计，在网上推出了更多的服务产品，完善了操作平台，更方便游客提取信息，预订相关的旅游服务。由此，提高了公司的运行效率，提高了服务质量，降低了服务成本。

图表 11 “三大游”业务盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
入境旅游							
营业收入	1672.43	1084.47	837.41	1112.65	1045.89	993.60	943.92
同比增速	14.88%	-35.16%	-22.78%	32.87%	-6.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	14.65%	18.31%	17.48%	15.12%	14.00%	14.00%	14.00%
出境旅游							
营业收入	1329.19	1421.15	1439.05	2781.53	3337.84	3838.51	4222.36
同比增速	20.63%	6.92%	1.26%	93.29%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	6.86%	7.32%	8.95%	7.52%	7.00%	7.00%	7.00%
国内旅游							
营业收入	1061.66	951.41	1168.47	2263.75	3282.44	4267.17	5333.96
同比增速	31.92%	-10.38%	22.81%	93.74%	45.00%	30.00%	25.00%
毛利率	7.07%	6.07%	5.71%	6.40%	6.00%	6.00%	6.00%

资料来源：公司公告，东北证券

4.2 旅游零售业：发展空间巨大

4.2.1 中免集团在免税运营商中的领先竞争优势

如上免税业务在中国的发展状况分析，中国目前存在五家主要的免税业务运营商，而中免集团作为行业的龙头企业具备如下竞争优势：

1) 垄断性的资质优势带来的网络布局优势。中免集团是唯一经国务院授权，在全国范围内开展免税业务的国有专营公司，对全国免税行业实施统一管理。受益于其所拥有的垄断性资质优势，中免集团迅速在国内 28 个省市自治区的近百个口岸城市和边境地区已设立 150 多家免税店，包括国际机场免税店、国际航空公司机上免税店、港口客运站免税店、供船免税店、火车站免税店、外交人员免税店、边境免税店和市内免税店等。中免公司是目前世界上拥有免税品零售网点最多的免税品公司之一。中免公司的年销售额已超过 2 亿美元，居世界免税品销售前 20 位。

2) 网络布局优势产生的供应商渠道优势。中免集团凭借垄断性免税资质、全国性的网络布局、创造的骄人销售业绩，建立了与全球知名品牌的供应渠道关系，也形成了无与伦比的议价能力，这对行业内的区域性公司或者行业后来者，无疑制造了竞争壁垒。

3) 先行先试带来的行业经验优势。在免税业务方面：凭借多年免税商品运行经验，中免集团在采购、渠道开拓、渠道管理、品牌管理、免税店运营、国际化管理、免税政策研究等方面积累了丰富的行业经验。在有税商品销售方面：如前分析，免税业朝旅游零售业转型，已在世界范围内形成一股潮流和趋势，旅游零售业也将是中国未来免税业的发展方向。而中免集团已经先行先试，在国内多个城市的机场布局有税商品零售店，

积极创新国产精品，尝试代理品牌服务，整合有税和免税的商品销售渠道和销售资源。从有税商品销售的历史数据来看，2009 年销售额为 6485 万元，2010 年销售额为 1.3 亿，同比增长 101.54%。2011 年上半年销售 7767 万元，同比增长 90.73%。而有税商品销售的毛利率远远高于其旅游服务业务，均在 30%以上。

4) 旅游服务业与旅游零售业务的协同效用。中国国旅的两大业务板块即旅游服务业与旅游零售业务之间存在着相辅相成的关系。旅游服务业带动旅游零售业务的发展，旅游零售业务是旅游服务业务的重要内容和组成部分。中国国旅作为旅游服务以及旅游零售行业的龙头企业，其健康、快速的发展必将受益于其良好的业务结构。

4.2.2 三亚免税店：离岛免税业务经营业绩突出

三亚免税店是由中国免税品（集团）有限责任公司倾力打造世界一流、亚洲领先的市内免税店。三亚市内免税店于 2009 年 9 月 1 日投入营业，营业面积 7000 平方米。三亚免税店主要经营国际一流品牌的香水、化妆品、首饰、名表、皮具、箱包、太阳镜、旅行用品、中国及海南特产等十个大类，近百个国际知名品牌的上万种商品。三亚免税店所售免税品是全部由中免集团直接从品牌原产地采购，没有中间环节，且免税商品免除进口环节的关税、增值税和特别消费税，所以同样商品的免税零售价格低于国内有税价格约 10~35%。不仅有税保持价差优势，三亚免税店的免税价格还力求与周边国家和地区免税价格持平或更低。

2011 年 3 月 16 日，财政部颁布了《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》。2011 年 5 月 1 日起，海南岛正式实施了“离岛免税”政策。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内付款，在机场隔离区提货离岛的税收优惠政策。这一政策的实施为中国免税业市场打开新的增长空间，将有效刺激消费者的旅游意愿，拉动旅游消费，也给中国国旅的免税业务带来新的发展契机。

作为首家实施离岛旅客免税购物政策的免税店，三亚市内免税店自 4 月 20 日试运营以来，市场反应热烈，旅客购物热情不断高涨，客流量和销售额远超预期。经统计，2011 年上半年三亚市内免税店累计实现销售额 2.28 亿元，实现净利润 4894.06 万元。2011 年上半年三亚免税店日均销售额达到 321 万元，我们预计 2011 年全年三亚免税店将实现销售收入接近 10 亿元，按照 22%的净利率计算，将实现净利润超过 2 亿元。相比 2011 年，2012 年因多了一个旺季的销售，所以我们预计 2012 年三亚免税店的销售收入将达到 17 亿左右。

随着公司逐步改善免税商品结构，丰富免税商品种类，开展市场营销，三亚免税店的成功运营将成为中国免税业的运营示范，从而将推动公司免税业务的快速发展。

图表 12 三亚免税店招牌



图表 13 三亚免税店内



资料来源：互联网，东北证券

4.2.3 海口免税店：对三亚免税店的分流影响小

海口免税店位于海口美兰国际机场候机楼隔离区内 17 号—20 号登机口周围，分 A 区（箱包和食品）和 B 区（香水和化妆品），总营业面积 2150 平方米。经营国家批准的十八类免税商品，涵盖 120 余项国际一线高端品牌，以香水、化妆品、糖果（巧克力）、配饰、太阳镜、装饰包和手表等产品为主。店面首次上架 1070 个单品，共有 1.6 万余件。海口免税店于 2011 年 12 月 21 日盛大开业。海口免税店是海南获批成立免税品经营公司并赋予特许经营权后，由海南省组建并自主经营管理的首家离岛免税店，是目前全国唯一一家由地方经营的离岛免税店。在购物限额、退税比例、购物次数等方面与中免集团的三亚免税店基本一致。

海口免税店的营业标志着国家离岛免税政策在海南岛的全面实施。但是，由于海口免税店设在机场，营业面积不如三亚设在市内的免税店，三亚免税店的采购渠道主要通过原产地直接采购，大大降低了采购成本。所以，海口免税店的营业不会对三亚免税店造成大的分流影响。

4.2.4 三亚海棠湾“国际免税城”项目：离岛免税业务再添亮点

据中国国旅公告，其全资孙公司国旅（三亚）投资发展有限公司于 10 月 31 日成功竞得三亚市海棠湾 40 号开发单元 A8-04 地块商服（旅游）用地国有土地使用权，占地面积 19.26 万平方米（288.9 亩），成交价为 9.18 亿元，使用年限为 40 年。该地块为海棠湾国际免税城的一期项目，后续拿地工作还将陆续进行。一期主要为大规模的购物中心，包含免税和有税两种业务。其中，免税业务规模将超过有税，更数倍于正在营业的面积 7000 平方米的三亚市内免税店，进驻品牌和数量也会明显超过后者。目前招商推介工作已经启动。不过，由于项目新建周期较长，预计要等到 2014 年前后才能实现营业。

“海南国际免税城项目”占地面积约 770 亩，总投资规模约 50 亿元人民币，该项目以免税为主题，融娱乐、休闲、购物于一体，此外还包括酒店、商业等多种产品的综合性旅游项目。合作双方将结合海棠湾国家海岸自然地貌和整体规划，引入国际先进理念

和技术，进行高标准、高起点的规划，将海南国际免税城建设成一个多元、高雅、时尚、低碳的旅游城，使其成为国内外游客青睐的国际旅游热点。对此，业内人士表示，三亚正逐步朝着世界级旅游度假城市迈进，在三亚发展免税业前景可观，海南国际免税城项目目前是国内最大的以免税为主题的综合性旅游项目之一，项目落成后，三亚将成为全球顶级免税购物天堂。

三亚海棠湾“国际免税城”的营业将为公司免税业务再添亮点，将进一步打开公司离岛免税业务和有税业务的成长空间。

4.2.5 入境免税、机场改扩建以及口岸深度开放：中长期看点

入境免税店指在口岸进关处开设免税店，其主要的目标群体是回国的出国人员。入境免税店在国际上普遍存在，我国的首都机场和浦东机场也获批开设入境免税店。入境免税店在国内的机场口岸逐渐推行是大趋势。充分挖掘内需潜力，入境免税政策有望全面推广。在“十二五”期间国家将加大促进内需，通过入境免税政策，可以有效的把国人在国外巨额的奢侈品消费转到国内，公司将直接受益。据发达国家经验，入境免税业务占到出境免税业务的 1/3 左右。入境店模式运营成本较低，预计绝大部分毛利将转为公司的净利润。公司已经向国家主管部门提出开展入境免税业务的申请，该申请一旦获批，将有力推动公司免税业务的进一步发展。

另外，根据国家发展规划，“十二五”期间，我国有大量的机场改扩建，有大量的口岸对外开放：我国仅改扩建、迁建、新建机场 163 座，“十二五”期间，仅云南省就拟新开的 10 个口岸，以及二类转新开的 7 个口岸对外开放。作为国内唯一一家能够在全国范围内开展免税业务的公司，中免将直接受益于我国机场改扩建以及口岸的进一步开放。

图表 14 免税业务盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
免税业务							
营业收入	1622.13	1971.6	2219.62	2702.12	3918.07	5093.50	5857.52
同比增速	33.42%	21.54%	12.58%	21.74%	45.00%	30.00%	15.00%
毛利率	29.82%	33.24%	37.11%	35.69%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：公司公告，东北证券

五、公司盈利预测及投资策略

公司是国内免税运营商的龙头，未来免税业务发展潜力巨大，具备成长空间，公司业绩高增长确定。我们预计公司 2011-2013 的 EPS 分别为 0.76 元、1.13 元和 1.46 元，公司目前股价 27.90 元，对应 PE37 倍、25 倍和 19 倍，给予“推荐”评级。

风险提示：经济的下滑、免税政策的变动等。

图表 15 公司利润预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入(百万元)	6,064.51	9,607.62	12700.13	15620.51	18426.44
二、营业总成本(百万元)	5,587.46	8,986.88	11722.22	14152.18	16510.09
营业成本(百万元)	4,693.63	7,796.29	10058.50	12340.20	14372.62
营业税金及附加(百万元)	49.56	70.11	101.60	124.96	147.41
销售费用(百万元)	474.82	685.28	914.41	937.23	1105.59
管理费用(百万元)	354.78	467.48	685.81	781.03	921.32
财务费用(百万元)	4.40	-31.48	-38.10	-31.24	-36.85
资产减值损失(百万元)	10.26	-0.80	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益(百万元)	71.04	89.04	97.03	120.00	145.00
四、营业利润(百万元)	548.09	709.78	1074.94	1588.33	2061.35
加：营业外收入(百万元)	2.90	7.29	10.13	12.63	15.08
减：营业外支出(百万元)	1.21	2.09	5.20	7.89	9.43
五、利润总额(百万元)	549.78	714.98	1079.87	1593.07	2067.00
减：所得税(百万元)	113.53	160.32	248.37	366.41	475.41
六、净利润(百万元)	436.25	554.66	831.50	1226.66	1591.59
减：少数股东损益(百万元)	123.50	145.15	158.90	234.42	304.15
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	312.75	409.51	672.60	992.25	1287.44
七、每股收益：	0.44	0.47	0.76	1.13	1.46

资料来源：公司公告，东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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征价。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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。