

深度报告

旅游休闲

免税品行业深度专题之二

推荐

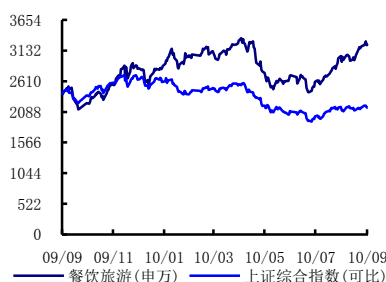
(维持评级)

2010年9月13日

本报告的独到之处

- 对韩国免税业进行了独到的分析

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《旅游酒店行业 9 月配置报告：史上最牛黄金周强化行业景气》，2010 年 9 月 6 日

《旅游酒店行业 8 月配置报告：未来三到六个月仍将跑赢市场》，2010 年 8 月 2 日

《国务院政策点评：支持旅游业发展的政策效应持续显现》，2010 年 7 月 27 日

分析师：廖绪发

电话：021-60875168

E-mail: liaoxf@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980209080424

联系人：刘智景

电话：021-60933148

E-mail: liuzjing@guosen.com.cn

独立性声明：

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，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业专题报告

拥抱中国免税业的黄金十年

——韩国免税业发展的启示

● 为什么我们要研究韩国免税品行业？

继 7 月 7 日发布《免税品行业深度专题之一：国际视野下的中国免税业——高成长与高盈利并存》之后，我们进一步推出本深度专题报告。中韩两国在经济发展、居民奢侈品消费文化以及非奢侈品生产国等方面具有诸多共同点，韩国作为全球规模最大的免税业市场，其免税业的辉煌成就是理解中国免税业及其未来潜力的一面镜子。

● 韩国免税业速写：强者迭出，寡头垄断

韩国免税业形成了寡头垄断格局；市内免税店是最大的销售渠道，从价值链上看，韩国运营商在采购上的优势小于中国同行，但该国消费者将免税店视为最主要的奢侈品购买渠道之一。韩国免税业之所以强者迭出，有出入境游客增长迅速、政策支持及运营主体成熟的运作观念等原因。

● 仁川机场案例：都市蕴育免税业机会

仁川机场是世界第 3 大免税销售机场，在渗透率和人均消费等方面都傲视群雄。除韩国人对免税业的需求之外，仁川机场的成功与机场公司的运作密不可分。而 2000 年和 2007 年两次招标对韩国免税业格局曾产生重大影响，这两次招标的赢家也迅速成为整个韩国免税市场的赢家。另外，机场的高特许经营费也带来一些问题，同时也使得整合箭在弦上。

● 济州岛案例：国人离岛免税政策效应大

JDC 是济州岛上唯一一家受益于国人离岛免税政策的免税店，2002 年开业后第一年，JDC 免税店即实现销售额 8300 万美元，渗透率 21%，98.6% 为韩国游客，而且 JDC 在 2009 年的成绩表明政策效应应具有持续性。

● 中国拥抱免税业黄金十年

中国免税业与韩国的差距意味着潜力，基于：（1）中国奢侈品行业已起步，（2）中国免税运营商趋于成熟，（3）现阶段，国家有可能出台鼓励免税品国内消费的政策。我们认为，中国已具备拥抱免税业黄金十年的诸多条件。

● 继续推荐中国国旅，目标价 30 元

免税行业的经济特征和公司的垄断地位决定了中国国旅具有长期投资价值。我们维持 2010、11 年 EPS0.51、0.63 元的预测，保守估计国人离岛免税政策可增厚明年 EPS0.2 元。目前仍是布局中国国旅的良好时机，维持“推荐”评级，目标价 30 元。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元)	EPS		PE 2010	投资评级
				2010	2011		
601888	中国国旅	221	25.14	0.51	0.63	49	推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

韩国免税业的崛起是过去十年全球旅游零售行业的重要事件，其机场及市内免税品行业规模由二十世纪初 12-13 亿美元左右的水平成长为 2009 年 28 亿美元的大市场，成为全球最大的免税业市场。同时，这一行业也孕育了 Lotte、Shilla、大韩航空等强者。在这背后，我们看到的主要原因有：（1）出入境游客增长迅速；（2）监管部门出台支持政策；（3）将免税店的建设作为旅游目的地的一部分来抓。而仁川、济州岛等成功的案例，则为我们展望中国免税业的未来提供了足可学习的镜子。

对于中国本土免税业，与韩国的差距同时也意味着潜力。而基于：（1）中国奢侈品行业已起步，（2）中国免税运营商趋于成熟，（3）现阶段，国家有可能出台鼓励免税品国内消费的政策。我们认为，中国已具备拥抱免税业黄金十年的诸多条件。

基于对中国免税业的乐观，我们看好享受免税业高速增长和垄断地位的奢侈品运营商中国国旅，维持 2010、11 年 EPS0.51、0.63 元的预测，保守估计国人离岛免税政策可增厚明年 EPS0.2 元，且后续五到十年仍将保持 25-30%左右的平均增速。目前仍是布局中国国旅的良好时机，维持“推荐”评级，十二个月保守目标价为 30 元，未来将视政策细则做调整。

核心假设或逻辑

我们做出上述判断的假设是十年内中国奢侈品运营商不出现新的具有优势的竞争对手。

与市场预期的不同之处

市场认为国人离岛免税政策带来的可能是短暂的交易性机会，而且 30 元的目标价似乎有点高。我们认为，国人离岛免税政策增厚明年 EPS0.2 元属于保守估计，而即使基于该保守估计，明年的估值也不算贵，而且，根据我们对韩国同类政策效应的研究，该政策是有持续性的，加上中国免税业将在未来十年内享受高成长，我们认为中国国旅将迎来持续的投资机会。

股价变化的催化因素

国人离岛免税政策出台。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、国人离岛免税政策延迟出台，而且相关条款低于预测；
- 2、国家当出台威胁中国国旅垄断地位的政策。

内容目录

为什么我们要研究韩国免税品行业？	4
韩国免税业速写：强者迭出，寡头垄断.....	5
韩国免税业速写.....	5
韩国免税业为什么这么强？	8
仁川机场案例：关键是正确的运营战略.....	10
济州岛案例： 国人离岛免税政策效应大.....	12
中国拥抱免税业黄金十年.....	14
中国免税业与韩国有巨大差距... ..	14
... 差距意味着潜力，中国免税业已具备拥抱黄金十年的条件	14
继续推荐中国国旅，享受中国免税业黄金十年，目标价 30 元.....	15

图表目录

图 1：过去 1 年中，您在奢侈品上的消费有何变化？中、韩居民有相似回答 .4	
图 2： 韩国机场及市内免税品行业市场规模（2004-09）	5
图 3： 大韩航空销售额（2004-09）	5
图 4： 韩国机场及市内免税店行业竞争格局（2007）	6
图 5： 韩国免税业销售渠道（2007）	6
图 6： 韩国免税业价值链	7
图 7： 调查显示，免税店是韩国人购买奢侈品最主要的渠道之一（2009，多选）	7
图 8： 韩国免税业走向集中（2006-10E）	8
图 9： 韩国出入境游客增长情况（98 - 11E，百万人次）	9
图 10： 韩国市内免税店韩国人购物比例.....	9
图 11： 静态地看，韩国人是韩国国内免税店主要买家	9
图 12： 首尔外国游客购物场所（2004，多选）	10
图 13： 仁川机场销售额（2001-07）	11
图 14： 韩国仁川机场免税店驻足率及渗透率（2005）	11
图 15： 2007 年招标前后仁川机场免税经营态势变化.....	12
图 16： JDC 是济州岛最大的免税店（2007）	13
图 17： 6 年间，JDC 各项主要指标有较大的提升	13
图 18： 中国免税业与韩国有巨大差距（2008）	14
图 19： 韩国出国游演进情况（1969-2009）	15
图 20： 中国出国游演进情况 （1995-2009）	15
表 1： 仁川机场免税店格局（2009）	12
表 2： 中国国旅分业务分析.....	16
表 3： 假设政策出台，中免公司三亚市内免税店规模测算（亿美元）	17
表 4： 中国国旅分部盈利预测.....	18

为什么我们要研究韩国免税品行业？

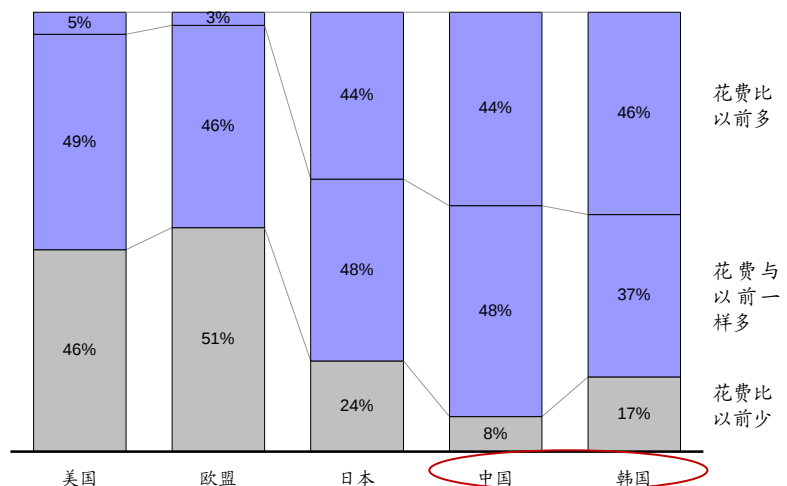
我们在今年7月7日发布的《免税品行业深度专题之一：国际视野下的中国免税业——高成长与高盈利并存》，与投资者深入探讨了中国免税品行业商业模式、行业规模的两大迷局，以及未来竞争格局等问题，初步搭建了这一新兴行业的研究框架。在此，我们进一步推出《免税品行业深度专题之二：韩国免税业黄金十年的启示》，以我们的邻国——韩国为标杆，研究其免税业在二十一世纪头十年的黄金十年中所经历的历史性转变（或者可以称之为“崛起”），以为我们进行中国免税业的研究提供借鉴。

事实上，市场中有诸多以消费升级为主题的宏观经济研究报告已经着眼于中国与日韩等邻国的对比，而我们认为在免税品行业，韩国尤其是中国的良好研究标杆，体现在以下几方面：

（1）经济发展。韩国是80-90年代四小龙之一，中国是新世纪金砖四国的领头羊，两国都经历了、或正在经历由农业国向工业国的转变，在这一过程中，同样伴随着城镇化瓦解城市、农村二元经济，以及本国经济逐渐加深开放等升级；

（2）居民奢侈品消费文化。富裕起来的中日韩居民是最钟爱奢侈品的消费者，甚至比欧美等发达经济体也有过之而无不及，据调查，此三国的居民在向亲友炫耀奢侈品时最无负罪感，而在奢侈品的花费方面更显大方（具体可参见《免税品行业深度专题之一》第12页，“迷局之二：国人奢侈品狂热迷局”），亦难怪，在被问到奢侈品消费受金融危机的冲击情况时，92%的中国被访者和83%的韩国被访者称他们在过去1年的奢侈品消费与以前一样多或更多；

图1：过去1年中，您在奢侈品上的消费有何变化？中、韩居民有相似回答



注：调查时间为2010年8月

资料来源：麦肯锡公司，国信证券经济研究所

（3）都是非奢侈品生产国。由于中韩两国都没有出现较具国际影响力的奢侈品品牌（日本已有若干化妆品大品牌），因而两国居民对奢侈品的需求都需要通过进口零售和免税零售两大渠道解决。

正是由于以上相似之处，韩国免税业在过去十年所取得的巨大成就，为我们理

解中国免税业及其未来的潜力，提供了一面足可学习的镜子。而事实上，韩国已经经历的一些变化，中国也正在经历。例如，韩国在 2002 年提出济州国际自由岛的概念，我国则在 2009 年底提出建设海南国际旅游岛，这两个规划都为本国免税业的发展提供了非常特殊的历史机遇。

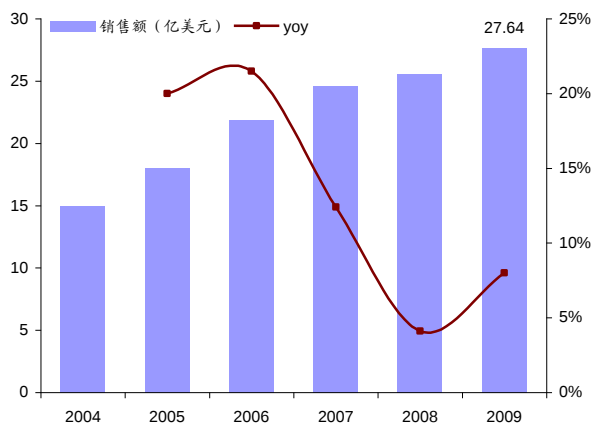
在以下的文字中，我们将先对韩国免税业进行速写，简要分析韩国免税业之所以强大的原因，之后，将通过仁川机场和济州岛两个侧面来看韩国免税业背后的成长故事，最后，我们将借韩国经验审视中国免税业发展面临的机遇。

韩国免税业速写：强者迭出，寡头垄断

韩国免税业速写

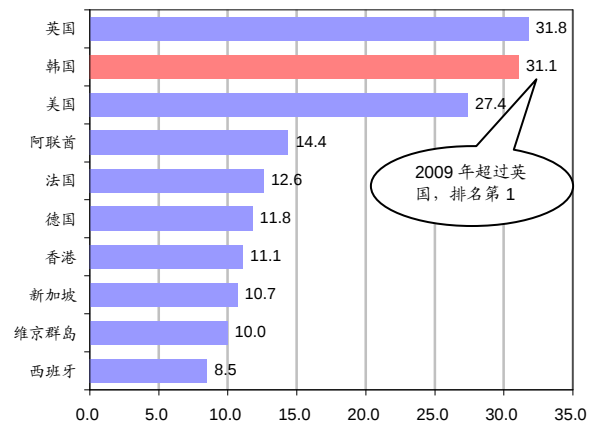
韩国免税业的崛起是过去十年全球旅游零售行业的重要事件之一，在欧洲同行遭受区内免税销售取消、美国同行受 911 冲击的同时，其机场及市内免税品行业规模由二十世纪初 12-13 亿美元左右的水平，到 2009 年成长为全球第一、价值 28 亿美元的大市场，年均增长近 9%，超过英、美等强国成为世界最大的免税品销售国。如果加上大韩航空和韩亚航空 2009 年 1.7 亿美元和 5000 万美元的销售额，则韩国免税业总规模可达 30.2 亿美元。

图 2： 韩国机场及市内免税品行业市场规模（2004-09）



资料来源：Generation Research，国信证券经济研究所

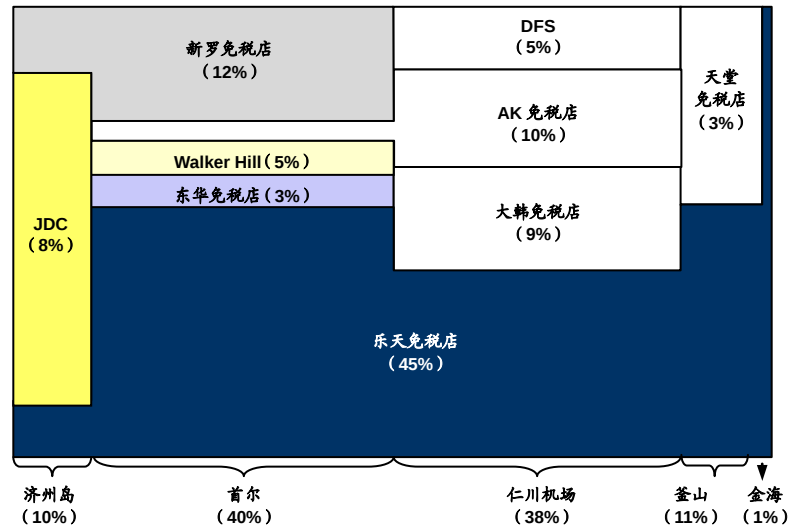
图 3： 全球免税业十强（2008）



资料来源：Generation Research，国信证券经济研究所

业内主要有 10 家运营商。目前，韩国免税品行业共有 10 家运营商，机场及市内免税店方面，Lotte（乐天）和 Shilla（新罗）是最大的两家，同时也是全国范围内经营的两家，其 2009 年市场份额分别为 49% 和 28%，其他像 AK、东华、天堂等免税店，都只在少数区域内运营，市场份额也较小；机上免税店方面，主要的运营商是大韩航空和韩亚航空，其 2009 年销售额分别为 1.7 亿和 5000 万美元。以下图表为我们提供了韩国机场及市内免税店行业竞争格局的直观印象（由于 2007 年仁川机场招标，现有竞争格局与下图略有不同）。

图 4: 韩国机场及市内免税店行业竞争格局 (2007)

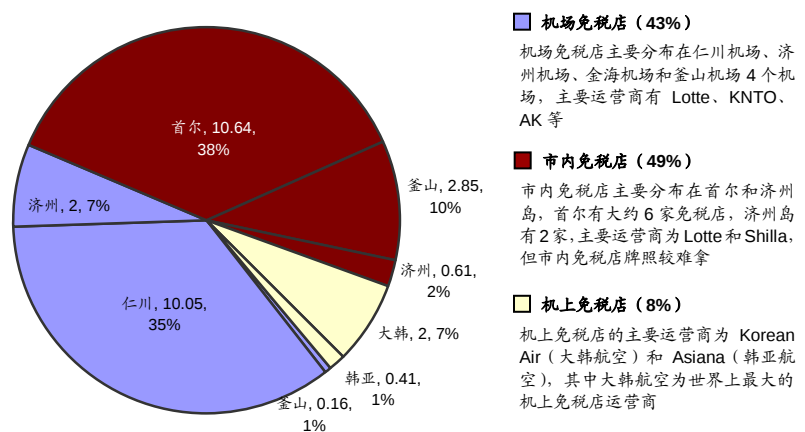


注：以上统计并未包含由大韩航空等运营的机上免税业务；新罗免税店在 2008 年新开张仁川机场分店，市场份额提升到 20%以上

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

三大销售渠道、三大城市圈。2009 年，韩国免税业三大销售渠道：市内、机场和机上免税店市场占有率分别为 49%、43%和 8%，其中，市内免税店异常强大，与全球市内 + 口岸免税店 27%份额的情况形成鲜明对比。主要原因是 Lotte、Shilla、AK、天堂等大运营商是零售、酒店起家，其市内免税店即以原有物业为基础建设，而各家市内免税店也起步较早。除机上免税店外，这些免税店主要分布在首尔、釜山和济州城市圈，首尔是最大的市场，首尔的市内免税店以及仁川机场免税店占韩国免税市场的 78%强，釜山市内免税店及釜山金海机场份额约为 12%，济州岛则包括市内店和机场店，其占据国际自由岛的优势，份额达到 10%。

图 5: 韩国免税业销售渠道 (2007)

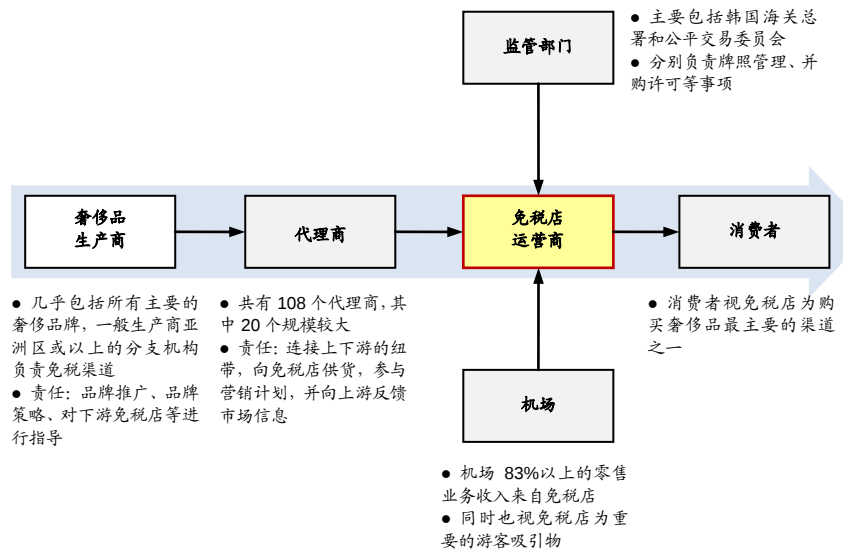


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

价值链：运营商采购优势小，监管部门话语大。理解韩国免税业，必须对其所处的价值链有深入理解。首先，与中国的同行不同，韩国免税运营商并不直接向奢侈品生产商采购，而是在生产商和运营商之间存在着 108 家代理商，正是因为没有采购优势，所以韩国免税店内的商品只比其他渠道平均便宜 10-20%；在下游，

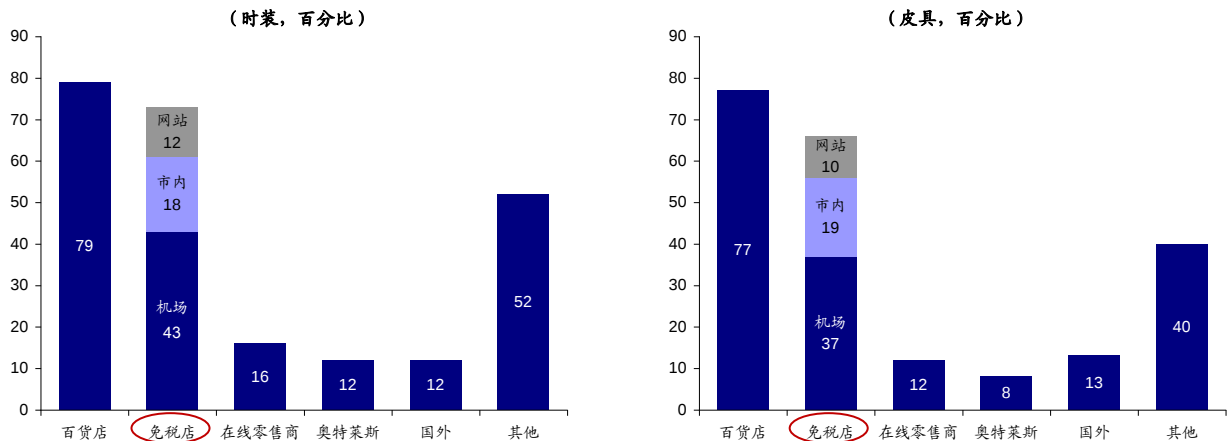
韩国消费者对奢侈品有巨大需求，而且将免税店视为最主要的奢侈品购买渠道，一项调查即显示，在被问到最近一年在何种场所购买过时装、皮具等奢侈品时，有约 60-70% 的韩国受访者在机场、市内免税店或其网站上购买过，这一数字仅次于百货商店的近 80%，并远高于其他渠道；韩国免税业的主要监管部门包括财政部下属的海关服务办公室（Korea Customs Office）和与财政部平级的公平交易委员会（Fair Trade Commission），前者主要负责免税店牌照的发放，海关服务办公室曾经推行过一系列鼓励免税品国内消费的政策，如将出国韩国人在国内免税店购买的限额由 400 美元提高到 5000 美元，还负责审核在免税店并购过程中牌照的移交工作等，公平交易委员会则主要负责审查免税店并购对竞争格局的影响，可能会干涉导致垄断的交易，总体上，这两个部门的话语权还是很大的；机场也是重要的一方，除上述两个政府机关有权力管制免税运营商之外，各地的机场公司在数年一次的招标中，也可以根据自己的经济利益选择合适的运营商，并收取特许经营费用。

图 6：韩国免税业价值链



资料来源：国信证券经济研究所

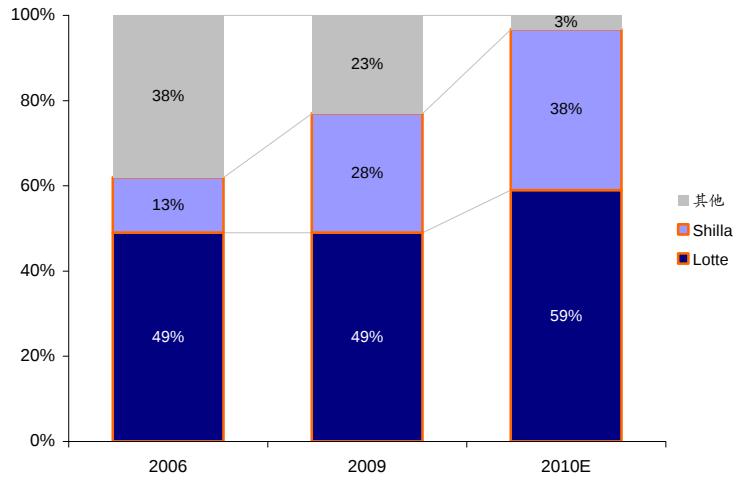
图 7：调查显示，免税店是韩国人购买奢侈品最主要的渠道之一（2009，多选）



资料来源：麦肯锡公司，国信证券经济研究所

韩国免税业走向寡头垄断。在过去十年中，韩国免税业将其自身的潜力发挥到了极致，也在繁荣中走向了稳定。而在最近几年，这一行业正在迅速走向集中：先是在 2007 年的仁川机场招标中，DFS 被挤走，Shilla 填补空白，后是 AK 和天堂等曾经辉煌的运营商相继传出被 Lotte 和 Shilla 收购的传闻，而韩国观光公社（KTO）也打算退出免税店业务。如果以上几项交易达成，则韩国免税业 CR2 将达到 97%，接近双头垄断。

图 8：韩国免税业走向寡头垄断（2006-10E）



注：图中 2010 年系假设在所有运营商的市场份额稳定的情况下，Shilla、Lotte 顺利完成对 Paradise、AK 和 KTO 的收购整合

资料来源：DFNI，国信证券经济研究所

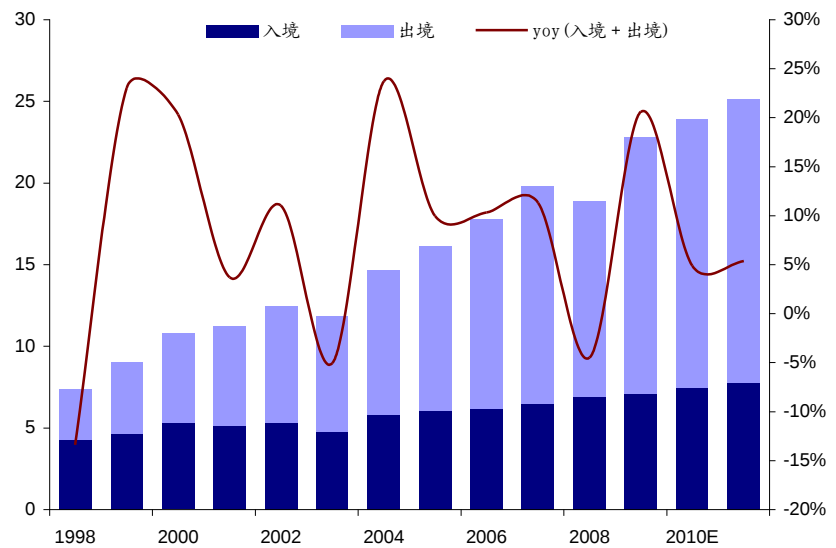
韩国免税业为什么这么强？

强者迭出。旅游零售专家 Martin Roll 将韩国免税业的发展称为“the Korea Miracle”，的确，韩国免税业跻身全球之冠，而行业中也强者迭出：在 Generation Research 对旅游零售业评出的“Top Retailer 2009”排名中，Lotte 和 Shilla 分列第 6 和第 11 位，前 30 名中有 4 名为韩国公司，“Top Locations 2009”排名中，仁川机场位居第 3，而大韩航空则是世界上最大的机上免税运营商。

那么，韩国的免税业为什么会这么强？我们认为，除了韩国人对奢侈品的喜爱之外，主要有以下三个原因：

(1) 出入境游客增长迅速。免税业的顾客基础是出入境游客，由于韩国在 1998 年的金融危机之后迅速恢复过来，韩国出入境游客也增长良好，在 1999-2009 年十年当中，韩国出入境游客增长 CAGR 达到 10%，总人数达到 2277 万人次，几乎是韩国人口的一半。其中，尤其是韩国出境游客十年 CAGR 达到 14%，2009 年出境人数达到 1568 万人次，占全国总人口的 31.5%。这意味着，每年，三个韩国人就有一个有机会出国，也就有机会在免税店中购物，加上韩国人对奢侈品的兴趣，也使得其本国的免税品销售顾客基数大大增大，很多韩国游客甚至拎着在出境免税店购买到的免税品周游全球；

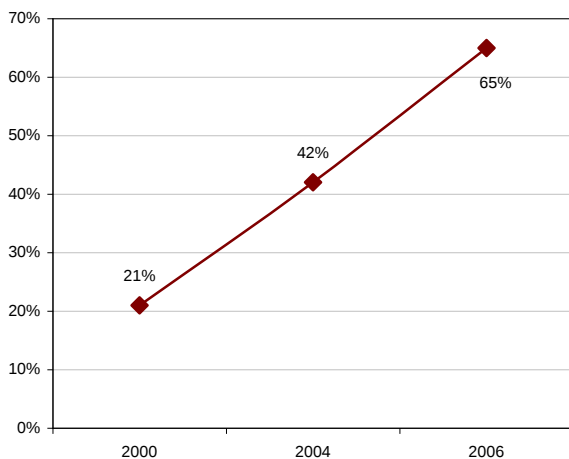
图 9: 韩国出入境游客增长情况 (98 - 11E, 百万人次)



资料来源: CEIC, PATA, 国信证券经济研究所

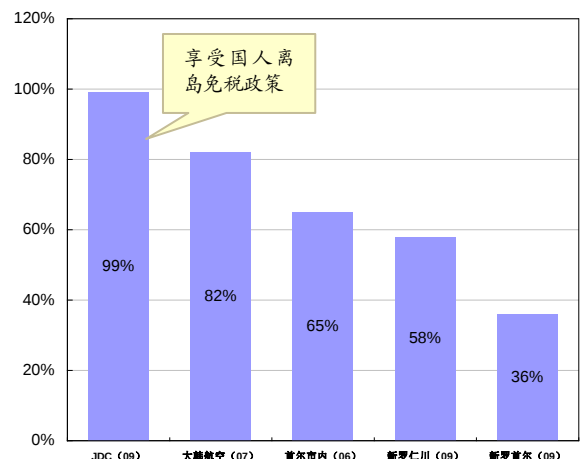
(2) 政策支持。韩国免税业享受到了较多的政策支持，以致于韩国人在本国免税店购买免税品的比例是世界最高的。例如，韩国政府为吸引首尔、仁川出境的韩国人进免税店购物，在 2006 年 1 月将本国免税店购物限额由 400 美元大幅提升至 3000 美元，在 2008 年又进一步提升至 5000 美元，以覆盖韩国人大部分免税品需求。提高限额的举措大大增加了本土的 Lotte、Shilla 等免税店对本国居民的吸引力，限额提升的 2006 年当年，韩国市内免税店韩国人购物比例为 65%，相比之下，2000 和 2004 年分别为 21% 和 42%。2002 年，韩国国会还立法允许济州岛建设面向离岛韩国人的免税店，也大大促进了当地免税销售（见后面案例）。

图 10: 韩国市内免税店韩国人购物比例



资料来源: Korea Customs Service, 国信证券经济研究所

图 11: 静态地看，韩国人是韩国国内免税店主要买家

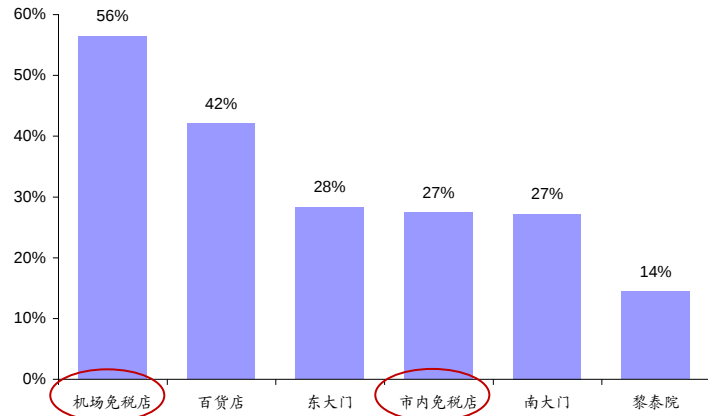


资料来源: Martin Roll Inc., 国信证券经济研究所

(3) 将免税店的建设作为旅游目的地的一部分来抓。我们在 7 月的免税业深度专题报告中已经指出，韩国机场或免税店运营商采取延长逗留时间、改进店面业态等措施的主要理念，在于将免税店作为旅游目的地重要的一环来设计、建设，并从管理制度上加以支持。较早之前的一项调查显示，56% 的首尔外国游客会选择仁川机场免税店作为购物场所，而选择首尔市内免税店的游客也高达 27%。到过韩

国济州岛的朋友也应该有过体会,许多旅行社往往会将济州岛的市内免税店作为旅行线路的一站,而游客也会欣然接受。正是由于各大免税店在吸引游客方面做足了功课,韩国免税业才能取得今天的成功!

图 12: 首尔外国游客购物场所 (2004, 多选)



注: 图中的机场免税店指仁川机场免税店

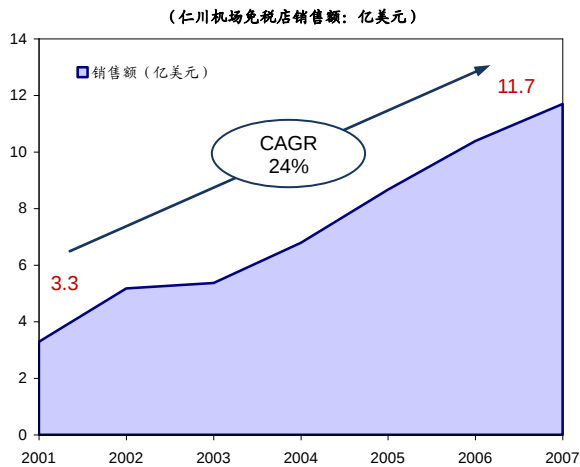
资料来源: KNTD, 国信证券经济研究所

在以下的部分,我们将通过仁川机场和济州岛免税店的两个案例,向投资者展现韩国免税业发展过程中的某些方面,而这些案例有可能对研究上海、北京、三亚等地免税业的发展有启示作用。

仁川机场案例: 关键是正确的运营战略

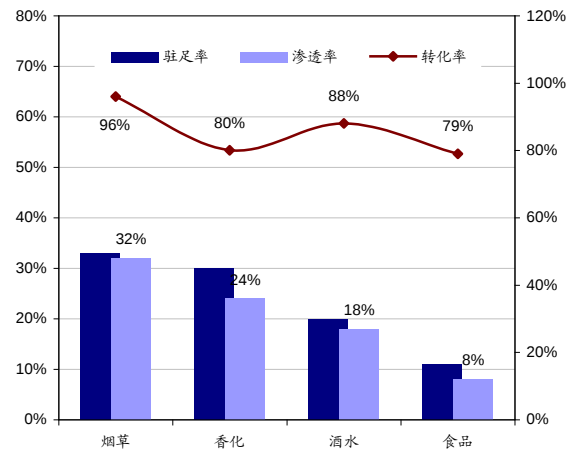
仁川机场是都市蕴育免税业机会的典型案列。我们曾在 2010 年投资策略报告中看好上海、深圳、北京等一线城市免税店的发展,对于我们现在正在研究的韩国免税业来说,仁川机场的故事即是一个都市蕴育免税业机会的典型案列。2001 年启用的仁川机场,位于韩国首府首尔 70 公里处,其是为了替代原金浦国际机场而建成的韩国最大的国际机场。仁川机场启用之前,机场公司就对机场的零售商业进行了招标,免税店从一开始就成为了仁川机场不可或缺的一部分。2001 年当年,机场内各个免税店销售总额即达到 3.3 亿美元,此后 6 年之内,年均增长 24%,2007 年销售总额达到 11.7 亿美元,与英国希思罗机场和迪拜国际机场一起,跻身为全球机场零售业的第一梯队。而且,仁川机场免税店在各个指标上都是当之无愧的领导者:如果以机场国际客流计算免税人均消费,则仁川机场免税品人均消费为 37.2 美元,高于迪拜国际机场的 30.1 美元,更远远高于曼谷素万纳普机场、巴黎戴高乐机场等领先机场 15 美元以下的水平,傲视群雄;在渗透率方面,烟草、香化等主要免税品的渗透率高达 32%和 24%,转化率更高达 90%左右,这意味着大部分被吸引走进仁川免税店的游客,都会慷慨解囊,为免税店贡献收入。正是由于高高在上的人均消费和渗透率,使得仁川机场免税业态的销售额占到了零售收入的 85% 以上,而免税业态经营面积仅为零售、餐饮总面积的 30%,这意味着仁川机场免税业态坪效是非免税业态的 13 倍左右!

图 13: 仁川机场销售额 (2001-07)



资料来源: 仁川机场, 国信证券经济研究所

图 14: 韩国仁川机场免税店驻足率及渗透率 (2005)



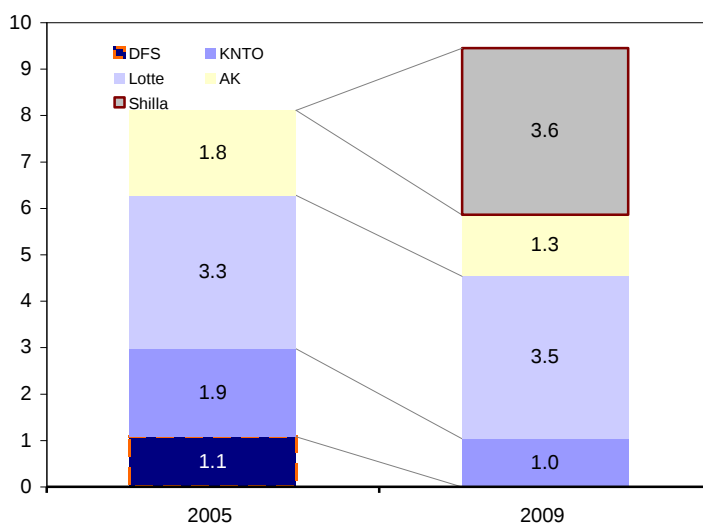
注: 转化率 = 渗透率/驻足率;

资料来源: 仁川机场, 国信证券经济研究所

仁川机场的成功与仁川国际机场公司 (IIAC, Incheon International Airport Corporation) 运作密不可分。2009 年, 仁川机场国际客流量排全球第 10 名, 而当年, 仁川机场免税品销售额居第 3 名, 仁川机场免税店取得如此的成功, 与机场公司的成功运作密不可分。仁川机场将五六年一度的免税零售招标视作最为重要的事件, 对投标企业的销售经验、收入保证、店面规划都作了详细、严格的规定, 使得免税店成为游客“机场体验”必不可少的一部分, 另外, 仁川机场还为其零售业务成立了特定的品牌, 对战略进行了明确。

两次招标对韩国免税业格局产生重大影响。仁川机场先后对机场的免税店进行了两次招标, 一次是在 2000 年仁川机场启用之前, 当时招标成功的有 DFS、KNT0、Lotte 和 Shilla, 但 Shilla 因为之后对高昂的特许费 (3.4 亿美元) 提出异议而被取消资格, 其资格由后来者 AK 免税店承继, AK 公司也借此成功进入免税店行业; 在这一次招标中, DFS 成为当时在韩国唯一一家有免税店的外资公司; 这次招标的另一个意义在于, 之前, KNT0 在韩国各个机场接近垄断, 其他公司的免税店基本全部为市内免税店, 此次招标打破了 KNT0 这一国有企业在韩国免税业行业的特殊地位。2007 年第一次招标的各个合约即将到期之际, 机场公司又进行了新一轮招标, 但竞标结果令人大跌眼镜, Lotte 失去了其最赚钱的西航站楼香化区段, 这一区段加上 2008 年新开的大厅 A, 被授予了 Shilla 公司, 两者相加为 2294 平方米, 共 7 家门店, 另外, Shilla 还将经营主航站楼及大厅 A 的时尚与其他 (fashion and misc) 区段, 共 4635 平方米 20 个门店, Lotte 失去了上述香化区段, 但获得了航站楼和大厅 A 烟酒的经营区段, 共 1923 平方米 12 个门店, 以及东航站楼时尚与香化区段, 共 2281 平方米, 12 个门店, AK 则获得了东航站楼香化区段, 1076 平方米, 共 3 个门店, 另外, KNT0 是国有企业, 并不参与此次招标, 而被仁川机场直接授予西航站楼时尚及其他的经营权, 共 2600 平方米, 12 家门店, 包括 DFS 在内的 8 家外资投标公司在此次招标均告折戟, 理由是不理解韩国市场。2007 年招标对韩国免税业的影响在于, 首先是将 Shilla 引入了仁川机场, 从此, Shilla 再也不是单纯的市内店运营商, 其市场份额由之前的 13% 提升至招标后的 28%, 其次, DFS 等外资被排挤出韩国, 显示了韩国监管者和仁川机场“肥水不流外人田”的思路。

图 15: 2007 年招标前后仁川机场免税经营态势变化



资料来源: 仁川机场, 国信证券经济研究所

表 1: 仁川机场免税店格局 (2009)

	份额	销售额 (亿美元)	门店数	面积 (平方米)	坪效 (万美元/平方米)	销售品类
新罗	38%	3.59	55	4205	8.54	香化、精品及其他
乐天	37%	3.50	28	7080	4.94	烟酒、精品及其他
AK 免税店	14%	1.32	8	1239	10.68	香化
KTO	11%	1.04	15	2510	4.14	精品及其他
合计		9.45	106	15034	6.29	

数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

整合箭在弦上。虽然仁川机场为韩国免税业创造了一个大市场,但同时也带来一些问题。由于其采用的是市场化招标的方法,各家公司都倾向于为竞标成功而开出高价码,但也为免税店的经营成本带来了隐患。事实上,2000 年 Shilla 的行为就属于过度竞标 (over tender)。而近期,AK 和 KTO 都相继打算出售其免税业务,很重要的原因之一即在于特许费用过高,相关店面盈利状况难容乐观。可以说,行业整合箭在弦上。

济州岛案例: 国人离岛免税政策效应大

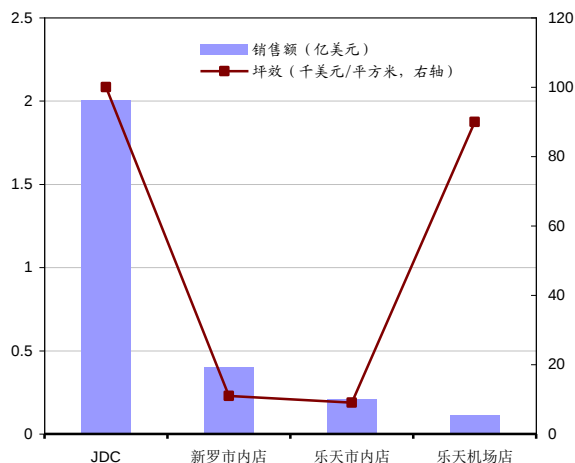
我们在之前的报告中指出,一些奢侈品需求巨大的非奢侈品生产国适合采用国人离岛免税政策,以促进免税品国内消费,最主要的案例是韩国济州岛和日本冲绳岛。之所以在岛屿上实行这种特殊政策安排,一方面是由于济州、冲绳这些岛屿本身都是旅游胜地,引入国人可以购物的免税店,可大大促进国内旅游,提升岛屿形象,另一方面,岛屿与大陆在物理上的分离,也使得免税品

的流通能够更方便地加以管理，当然，济州岛实行离岛免税政策，还是其构建国际城市大战略的一部分。我们下面简要案例分析济州岛案例。

济州岛国际自由城市计划（Jeju Free International City）。济州岛国际自由城市计划是韩国旨在发展济州岛经济特区而形成的一整套行动计划。2002年，韩国国会通过了《济州国际自由城市特别法》，首次以法律形式确定了济州岛的特区地位，并推出了《济州国际自由城市建设综合方案》。同时，韩国建设及交通部（Ministry of Construction and Transportation）还成立了济州道国际自由城市开发中心（JDC, Jeju Development Center），以推进自由城市建设的英语教育城、高科技园区、休养型住宅园区等6大核心项目，同时，允许JDC在济州机场和港口开设面向韩国人的免税店，以补贴核心项目的建设。

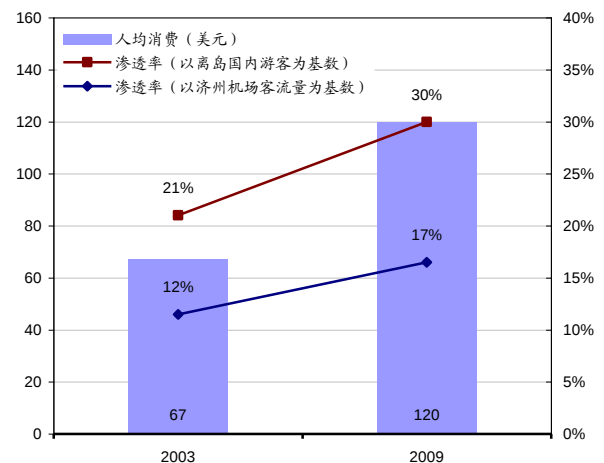
JDC成为国人离岛免税政策的主要受益者。JDC投资的JDC免税店是岛上唯一的国人免税店，于2002年12月24日开业。JDC免税店在济州国际机场国内出发厅和济州港的两个码头分别有3个门店，面积近2000平方米，经营对象限于19岁以上的、乘坐飞机或轮船离开济州岛、返回韩国的韩国和外国人，每人购物限40万韩元（约300多美元）以内，酒类限1瓶，香烟限10条以内，购买次数每年4次以内。即便有各种各样的限制，仍然不能挡住韩国游客对免税品热情，根据朝鲜日报2003年底的报道，JDC免税店开业第1年即实现销售额8300万美元，购物顾客达124万人次，占当年国内航班及轮船离境人次的21%，98.6%为国内游客，到2009年，JDC免税店在店面没有大幅扩充的情况下，实现了2.7亿美元的销售额，以离岛国内游客为基数测算的渗透率达30%，人均消费为120美元，都较2003年有显著提高。相比之下，岛内其他几家免税店则表现差很多，2007年，新罗和乐天的市内免税店销售额分别为4000、2100万美元，乐天在济州国际机场国际厅内的免税店也只有1100万美元，这些店受制于只能向出境游客销售，韩国人销售比例仅为6-10%。可见国内游客的消费潜力是巨大的。为了进一步推进国人免税品消费，2009年3月，济州旅游发展局（Jeju Tourism Organization）还在济州岛市内开设了一家2000平方米左右的市内免税店，面向所有国内和国外游客。

图 16: JDC 是济州岛最大的免税店（2007）



资料来源: JDC, 国信证券经济研究所

图 17: 6 年间, JDC 各项主要指标有较大的提升



资料来源: JDC, 国信证券经济研究所

启示：对于中国、韩国这样对奢侈品有巨大需求的非奢侈品生产国来说，为本国居民提供一个能在家门口就能买到免税品的途径，无疑能使平时被压抑的需求被快速释放，同时也能降低旅游逆差，而且这种需求是持续可提升的，从 JDC 免税店几年内销售额增长 200% 以上这一点就可以看出来。政府在制订政策时所需考虑的问题，只是如何严控免税品不流入黑市。

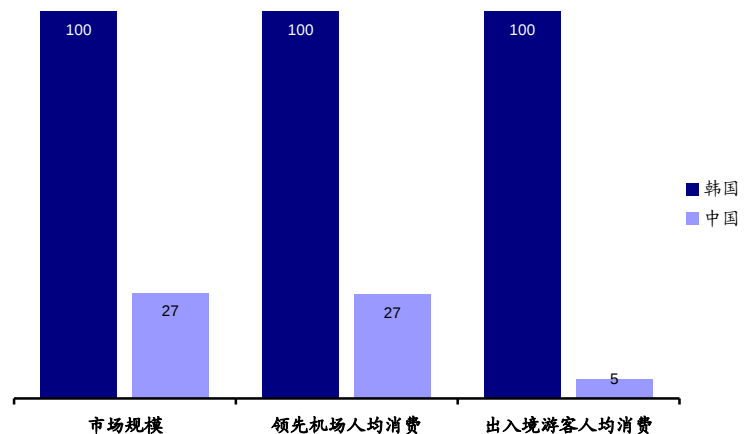
中国拥抱免税业黄金十年

中国免税业与韩国有巨大差距...

中国免税业发展到今天，仍然与韩国有巨大的差距，若将韩国数据标准化为 100，那么我们将发现：

- 中国市场规模仅为韩国的 27%；
- 中国领先机场（浦东机场）免税店人均消费仅为韩国的 27%；
- 中国出入境游客人均消费仅为韩国的 5%。

图 18：中国免税业与韩国有巨大差距（2008）



注：将韩国数据标准化为 100

资料来源：CEIC, Generation Research, 国信证券经济研究所

... 差距意味着潜力，中国免税业已具备拥抱黄金十年的条件

我们认为，依照中国经济、人口规模，以及中国人的消费文化，中韩免税业的规模差距应该与上图倒过来，而非更少。现实的差距意味着未来的潜力。而且中国免税业已经具备拥抱黄金十年的三大条件：

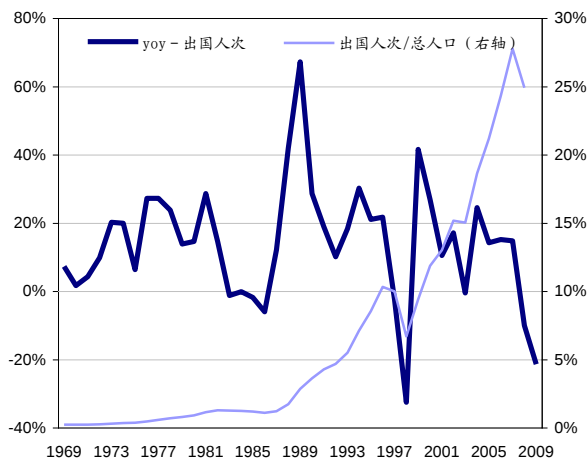
（1）中国奢侈品行业已经起步。中国奢侈品行业的起步事实上是从 2002 年国家大幅放出国游开始，2007 年之后也一直保持 40% 左右的高速增长。根据世界奢侈品协会报告介绍，2009 年中国奢侈品消费总额增至 94 亿美元，全球占有率

达到 27.5%，并首次超过美国，成为世界第二大奢侈品消费国，仅次于列首位的日本。预计未来 5 年，中国奢侈品消费市场将达到 146 亿美元，占据全球奢侈品消费额首位；

(2) 中国免税店运营商运营经验趋于成熟，为市场起飞做好准备。在计划经济时代，中国免税业分为服务于出国人员（中出服公司）、服务于华侨（中侨公司）以及服务于国际旅客（中免公司）三大板块，到 90 年代以后，这三大公司相继被推向市场。在市场化大潮中，中出服、中侨免税业务陷入停顿，而行业领导者中免公司运营经验则逐渐趋于成熟，特别是在 2006-2009 年 4 年期间逐步完成了由批发向零售的转型，积累了成功经验，为市场起飞做好了准备。

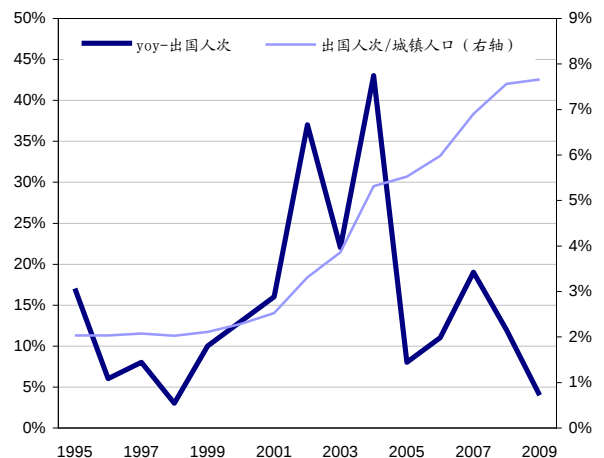
(3) 在出国游、奢侈品高速发展时期，国家有可能出台鼓励免税品国内消费的政策。我们回顾一下韩国出国游的演进情况，1987-1997 年 10 年间，韩国人均 GDP 迈过了 3000 美元大关，出国游快速增长，出国人次占总人次比例上升到 10% 左右。而在 1997-2007 年该比例向 20% 迈进的过程中，韩国开始从政策和市场方面支持本国免税行业的兴起，在免税法规、购物限额以及济州国人免税政策等方面都给与了很大的支持，可以说，韩国免税业 2009 年 28 亿美元的规模，在很大程度上是这些促免税品国内消费的努力造就的。反观我国，我国已经在 2002-2007 年间经历了出国游的快速增长，因大部分出国游客均为城镇居民，故若以城镇人口为基数，则出国人次/城镇人口比例为 7-8%，综合我国人均 GDP 的情况，正处在韩国 1987-1997 年之间的历史阶段。在出国旅游比例从 10% 向 20% 迈进的过程中，我们相信，国家也将出台更多有利于免税品国内消费的政策，助力本土免税业快速成长！

图 19: 韩国出国游演进情况 (1969-2009)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 20: 中国出国游演进情况 (1995-2009)



资料来源: 国家旅游局, 国信证券经济研究所

继续推荐中国国旅，享受中国免税业黄金十年，目标价 30 元

我们认为，免税行业高成长、高盈利的经济特征，以及中国国旅在该行业中的垄断性地位，决定了中国国旅的长期投资价值。短期内，公司最大看点是年内可能出台的国人离岛免税政策。若能出台，我们相信在两三年内将使得中国国旅的营业

收入和利润规模翻倍，达到 1.0 元以上的 EPS，综合各方反映看，我们认为年内出台可能性非常大。长期内，中国国旅将享受中国免税业黄金十年。

我们维持对全年业绩的预测：2010 年全年收入估计为 83 亿，同比增长 38%，其中旅行社收入 54 亿，同比增长 46%；中免收入 28 亿，同比增长 25%；2010 年全年净利润估计为 4.47 亿（其中中免贡献 3.7 亿左右），同比增长 43%，EPS 为 0.51 元。

2011 年的业绩完全取决于国人离岛免税政策的推出与否及具体细则。我们在不考虑该政策出台的情况下测得 2011 年的 EPS 为 0.63 元（维持），同比增长 23%。我们在之前的系列推荐报告中提出“若三亚免税店能从明年初开始起享受国人离岛免税政策，2011 年业绩将有望增厚 0.2 元至 0.83 元，目前看来可能是保守的估计。而且国人离岛免税政策出台之后，三亚免税店销售将为中国国旅带来持续的强劲的增长动能。

目前仍是布局中国国旅的良好时机。第一目标价 25 元已经达到，我们已经在前期的报告中将目标价格提高到 30 元（隐含的 2012 年政策已经出台情况下的市盈率 25 倍），在此重申推荐评级。我们认为，如果届时出台的细则好于预期，还有上调目标价的空间。

表 2：中国国旅分业务分析

百万元	2006A	2007A	2008A	2009A	1H09	1H10
入境游						
营业收入	1456	1672	1084	837	302	400
YoY		14.9%	-35.2%	-22.8%		32.5%
毛利率	13.7%	14.7%	18.3%	17.48%	19.21%	15.00%
出境游						
营业收入	1102	1329	1421	1439	594	1210
YoY		20.6%	6.9%	1.3%		103.7%
毛利率	7.6%	6.9%	7.3%	8.95%	8.75%	7.85%
国内游						
营业收入	805	1062	951	1169	413	695
YoY		31.9%	-10.4%	22.8%		68.3%
毛利率	5.80%	7.07%	6.07%	5.71%	7.26%	7.05%
票务代理						
营业收入	146	171	173	141	65	89
YoY		17.1%	1.4%	-18.7%		36.5%
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他旅游服务						
营业收入	130	105	38	161	44	168
YoY		-19.2%	-64.1%	327.0%		281.8%
毛利率	78.5%	81.9%	16.4%	9.3%	13.6%	18.5%
免税业务						
营业收入	1216	1622	1972	2220	1137	1350
YoY		33.4%	21.5%	12.6%		18.7%

毛利率	30.8%	29.8%	33.2%	37.1%	36.4%	34.8%
有税业务及其他						
营业收入	97	82	160	65	28	41
YoY		-15.5%	95.5%	-59.5%		45.4%
毛利率	58.7%	52.4%	28%	38%	38%	36%
旅行社收入合计	3638	4339	3668	3747	1418	2562
YoY		19%	-15%	2%		81%
旅行社毛利合计	578	668	540	498	211	324
旅行社毛利率	15.9%	15.4%	14.7%	13.3%	14.9%	12.6%
中免集团收入合计	1313	1704	2132	2284	1165	1391
YoY		30%	25%	7%		19%
中免集团毛利合计	431	527	700	848	425	485
中免集团毛利率	32.8%	30.9%	32.8%	37.1%	36.4%	34.9%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

表 3：假设政策出台，中免公司三亚市内免税店规模测算（亿美元）

三亚凤凰机场客流量（2009，万人次）		人均消费（美元）									
		初期假设基准									
		50	100	150	200	250	300	350	400	450	500
渗透率	5%	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0
	10%	0.4	0.8	1.2	1.6	2.0	2.4	2.8	3.2	3.6	4.0
	15%	0.6	1.2	1.8	2.4	3.0	3.6	4.2	4.8	5.4	6.0
	20%	0.8	1.6	2.4	3.2	4.0	4.8	5.6	6.4	7.1	7.9
	25%	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	6.9	7.9	8.9	9.9
	30%	1.2	2.4	可能的成熟区范围			7.1	8.3	9.5	10.7	11.9
	35%	1.4	2.8	4.2	5.6	6.9	8.3	9.7	11.1	12.5	13.9
	40%	1.6	3.2	4.8	6.4	7.9	9.5	11.1	12.7	14.3	15.9
	45%	1.8	3.6	5.4	7.1	8.9	10.7	12.5	14.3	16.1	17.9
	50%	2.0	4.0	6.0	7.9	9.9	11.9	13.9	15.9	17.9	19.9
基本上，60-70%是免税店渗透率的上限	55%	2.2	4.4	6.6	8.7	10.9	13.1	15.3	17.5	19.7	21.8
	60%	2.4	4.8	7.1	9.5	11.9	14.3	16.7	19.1	21.4	23.8
	65%	2.6	5.2	7.7	10.3	12.9	15.5	18.1	20.6	23.2	25.8
	70%	2.8	5.6	8.3	11.1	13.9	16.7	19.5	22.2	25.0	27.8

资料来源：国信证券经济研究所

表 4：中国国旅分部盈利预测

		2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入		4854	5961	5800	6031	8312	9688	11228
	yoy		50%	11%	9%	70%	36%	35%
旅行社		3542	4257	3668	3747	5465	6170	6901
	Yoy		20.2%	-13.8%	2.1%	45.9%	12.9%	11.9%
中免集团		1313	1704	2132	2284	2847	3519	4327
	yoy		29.8%	25.1%	7.2%	24.6%	23.6%	23.0%
毛利合计		912	1113	1240	1346	1678	2025	2426
	yoy		22%	11%	9%	25%	21%	20%
旅行社		481	586	540	498	676	763	845
	yoy		22.0%	-7.9%	-7.8%	35.7%	12.9%	10.8%
	毛利率	13.6%	13.8%	14.7%	13.3%	12.4%	12.4%	12.2%
中免集团		431	527	700	848	1002	1262	1581
	yoy		22.2%	32.9%	21.2%	18.1%	25.9%	25.3%
	毛利率	32.8%	30.9%	32.8%	37.1%	35.2%	35.9%	36.5%
净利润		142	217	221	313	447	557	724
			53%	2%	41%	43%	25%	30%
旅行社		36	45	38	27	74	90	102
	Yoy		25%	-16%	-30%	177%	22%	14%
中免集团		126	192	204	296	375	485	629
	yoy		52%	6%	45%	27%	29%	30%
其他（含本部）		(20.0)	(20.0)	(20.5)	(9.8)	(2.1)	(17.7)	(6.6)
EPS			0.33	0.34	0.36	0.51	0.63	0.82

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

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

免责声明

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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	刘 洋		赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568			程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	