

海口三亚免税店分庭抗礼 奢侈品离岛免税市场巨大

——离岛免税专题研究报告

分析师：陈慧

SAC NO: S1150511010010

2011 年 12 月 22 日

联系人

周君

022-28451977

zhoujun@bhqz.com

创新点：

- 我国奢侈品市场离岛免税市场发展空间巨大。
- 海口离岛免税店对三亚免税店业绩分流效应约 11%。
- 放宽离岛免税 5000 元限制外溢效应较小。

投资要点：

● 我国奢侈品离岛免税市场发展空间巨大

2011 年我国高端消费品市场份额将达到 1106 亿元，但高盛统计指出中国奢侈品消费 40%以上都是在境外购买。政府为了促进海南经济，引导部分奢侈品回流国内消费，适时推出了海南离岛免税政策。如按免税店内奢侈品消费国际平均 7.5%水平计算，我国奢侈品市场离岛免税市场发展空间巨大。

● 海口离岛免税店对三亚免税店业绩分流效应约 11%

按相关数据我们推测三亚免税店离岛旅客进店率约 78.56%，购物率约为 31.91%，单笔交易金额约 1500 元，按离岛免税店营业额=机场离岛旅客量*进店率*购物率*人均消费量公式估算，考虑到海口免税店对三亚免税店 11%的分流效应，2012-2013 年三亚免税店营业额约为 18.7、20.7 亿元。同理，我们预估 2012-2013 年海口免税店营业额约为 14、16.1 亿元。2014 年三亚凤凰机场、2016 年海口机场运力或进入瓶颈期，也许会间接影响离岛免税店经营能力。

● 放宽离岛免税 5000 元限制外溢效应较小

未来放宽离岛免税 5000 元限额限制可以直接提升免税店整体经营能力，且外溢效应较小。虽然放宽航空离岛免税限制可以有效解决客源不足问题，但对于三亚地区明显有失公平。过度开放免税经营权会导致免税店间过度竞争。

● 中国国旅（601888）旗下中免公司业绩长期向好

三亚免税店为中国国旅（601888）旗下中免公司自主经营离岛免税店。从 2011 年半年报可以看到，中免公司免税业务收入约占中国国旅营业收入 33%，中免营业利润约占中国国旅的 63%。我们推测 2012 海口市海兰机场免税店的开业或将分流三亚免税店约 11%的营业额。但随着 2014 年三亚机场接待游客接近上线，海口机场对三亚离岛游客的直接分流效应将逐步消失。所以，中国国旅（601888）旗下中免公司业绩长期向好，我们给予中国国旅持有评级。

相关子行业评级

景点行业	中性
旅游综合	中性

重点品种推荐

中国国旅	持有
------	----

目 录

1.免税蛋糕究竟有多大?.....	4
1.1.国人奢侈品消费能力令人咋舌.....	4
1.2.离岛免税店购买进口消费品价格诱人.....	5
1.3. 2012-2016 年奢侈品离岛免税店销售市场空间巨大	6
2. 离岛免税店奢侈品蛋糕如何分?	6
2.1.海口、三亚离岛免税分庭抗礼.....	6
2.2.海口离岛免税店对三亚免税店业绩分流效应约 11%.....	7
3.未来产业发展及政策拓展余地.....	9
3.1.三亚海棠湾免税城、海口市内店建立——提高渗透率.....	9
3.2.开放航空离岛免税限制——更利于海口免税店.....	9
3.3.行邮税税基调整——简单高效.....	10
4.策略建议	10

图 表 目 录

图表 1: 我国奢侈品消费份额及增速.....	4
图表 2: 我国高端消费品消费结构.....	5
图表 3: 内地最受欢迎的高端消费品排名.....	5
图表 4: 境内专卖店高端消费品成本构成.....	5
图表 5: 高端消费品境内购买渠道构成.....	5
图表 6: 韩国奢侈品箱包、时装消费方式.....	6
图表 7: 我国未来奢侈品消费分析.....	6
图表 8: 海南岛旅游资源分布图	7
图表 9: 海口美兰和三亚凤凰机场运力比例.....	7
图表 10: 海南省机场离岛游客量.....	7
图表 11: 离岛免税营业额估算.....	8
图表 12: 海南离岛免税预计营业额.....	9
图表 13: 三亚离岛客运占全省比例.....	10

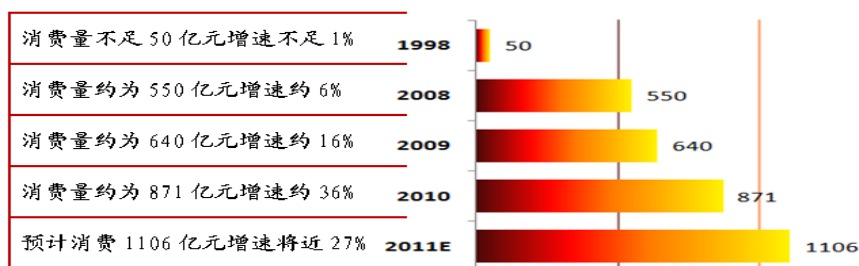
1.免税蛋糕究竟有多大？

2011 年 3 月 24 日财政部发布了《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，海南将对乘飞机离岛（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。2011 年 4 月 20 日中免集团三亚免税店正式开业，这标志着海南岛成为继韩国济州岛、日本冲绳和台湾地区妈祖、金门两岛之后世界上第四个实行“离岛免税”政策的地区。2011 年 12 月 21 日设于海口美兰机场免税店宣布开始营业，海口机场免税店是由海南免税品有限公司与海航国际旅游岛开发建设有限公司合资建立，其中，海免公司占股 51%，海航公司占股 49%。离岛免税店主要从事首饰、工艺品、手表、香水、化妆品等 18 种中高档进口品的免税销售。

1.1.国人奢侈品消费能力令人咋舌

海南离岛免税政策实施 8 个月以来，国内媒体多用“疯狂”二字形容三亚免税店内的高端消费热潮。这与中免三亚店在内地免税适时引入 Gucci、Tiffany、Armani、Montblanc 等高端品牌不无关系。三亚免税店可以说占了天时地利人和三方面：天时——三亚免税瞄准国人消费心理，适时引入了国际顶级奢侈品牌。地利——凭借离岛免税的优惠政策，其免税品低于国内专卖店 10~30%。人和——所售商品均来自正规渠道品质有保障。新开业的海口机场免税店也有针对的将 Dior、Prada 等国际一线品牌引入国内免税店。

图表 1：我国奢侈品消费份额及增速

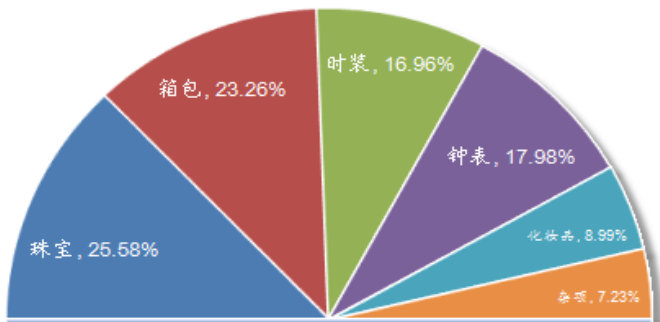


资料来源：麦肯锡解读中国-富裕消费者研究 渤海证券研究所整理

《世界奢侈品协会 2011 官方报告蓝皮书》显示，中国高端消费品市场消费总额（不包括私人飞机、游艇与豪华车）已超过美国成为全球第二大奢侈品消费国，占据全球份额的四分之一。从图表 1 可以看到，1998 年以前我国奢侈品消费总额还不足 50 亿元，增速不到 1%；发展到 2011 年我国高端消费品市场份额至少

可以达到 1106 亿元，发展增速惊人高达 27%。

图表 2：我国高端消费品消费结构



图表 3：内地最受欢迎的高端消费品排名

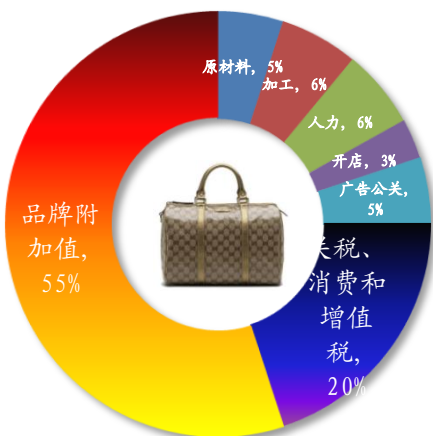
	1st	2nd	3rd
化妆品	Chanel	Lancôme	Dior
手表	Rolex	Omega	Cartier
箱包	LV	Gucci	Chanel
男装	Armani	Zegna	Versace
鞋		Prada	Chanel
女装	Chanel	Burberry	Armani

资料来源：世界奢侈品协会 中国奢侈品市场研究 渤海证券研究所整理

1.2. 离岛免税店购买进口消费品价格诱人

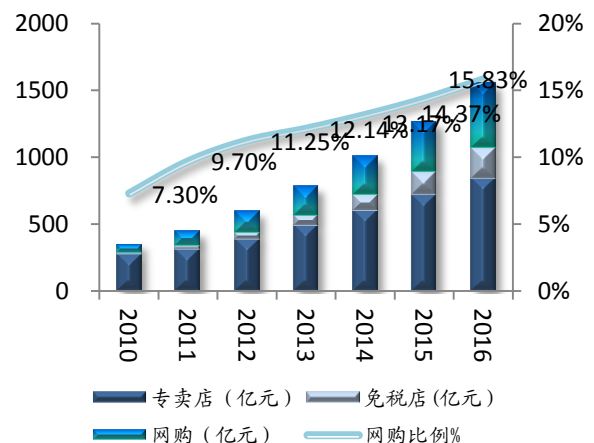
从图表 3 可以看到，我国奢侈品消费中高档珠宝、箱包、时装占我国高端消费品消费主要部分，而几乎顶级奢侈品均需从国外进口。从图表 4 可以看出，境内专卖店高端消费品成本构成中品牌附加值和进口关税附加费分别高达 55% 和 20%，而原材料、人工成本、销售成本、广告费用仅占奢侈品价格的 25%。离岛免税品一般低于国内专卖店价格 10-30%，基本与香港专柜价格持平，而免税店正是凭借其免税品诱人的价格吸引广大消费者。

图表 4：境内专卖店高端消费品成本构成



资料来源：世界奢侈品协会 渤海证券研究所整理

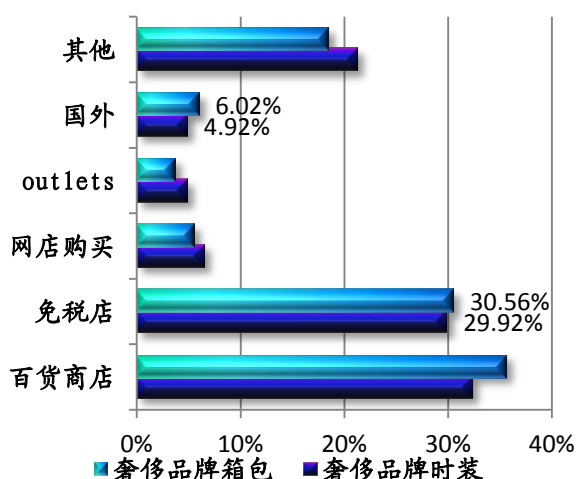
图表 5：高端消费品境内购买渠道构成



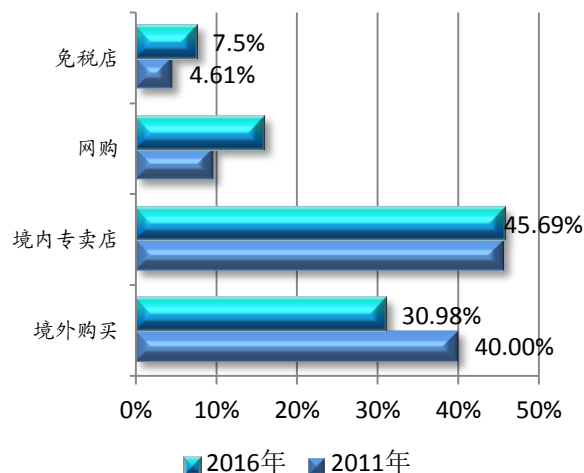
1.3. 2012-2016 年奢侈品离岛免税店销售市场空间巨大

高盛统计指出中国奢侈品消费 40%以上都是在境外购买,而国内奢侈品购买途径包括: 境内专卖店、网购(包括 C2C 和 B2C)和免税店购买。从图表 5 可以看到, 2010 年奢侈品网络购买量约为 63.6 亿元, 预计 2011 年将达到 107.3 亿元, 约占国民奢侈品市场的 10-15%。2009 年我国免税业务营业额约为 85 亿元, 其中奢侈品约为 29.5 亿元, 约占国民奢侈品市场的 4.61%。从图表 6 可以看到, 对比免税业发达的韩国, 奢侈品牌箱包和时装消费中从免税店购买比例约为 30.56%和 29.92%。离岛免税政策实施后, 我国免税店奢侈品消费比例有望提升至 7.5%世界平均水平, 按此估算 2012 年我国离岛免税店奢侈品市场空间约为 100 亿元, 奢侈品离岛免税店销售市场空间巨大。

图表 6: 韩国奢侈品箱包、时装消费方式



图表 7: 我国未来奢侈品消费分析



资料来源: 渤海证券研究所

2. 离岛免税店奢侈品蛋糕如何分?

2.1. 海口、三亚离岛免税分庭抗礼

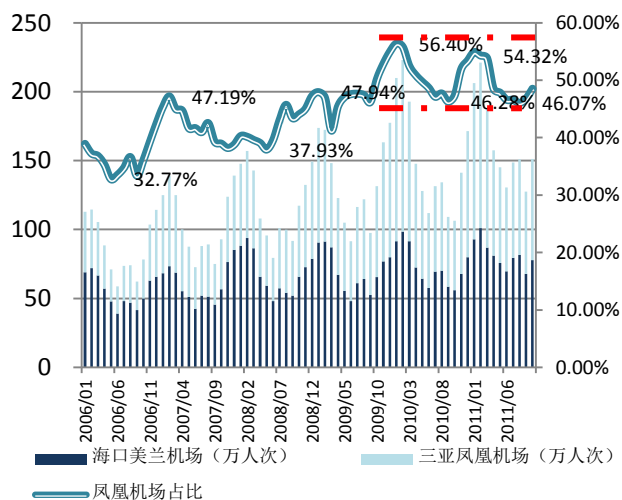
2011 年 3 月 24 日财政部发布了《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》, 海南将在 2011 年 4 月 20 日实施“离岛免税”政策的免税商店内付款, 在机场(海口美兰机场和三亚凤凰机场)隔离区提货离岛的税收优惠政策。《公告》还指出“离岛免税店是具有实施离岛免税政策资格并实行**特许经营的免税商店**。**海口、三亚两地各开设一家离岛免税店进行试点。**” 2011 年 4 月 20 日中免集团三亚免税店正式开业; 12 月 21 日设于海口美兰机场免税店宣布正式营业。

图表 8:海南岛旅游资源分布图



资料来源：渤海证券研究所

图表 9: 海口美兰和三亚凤凰机场运力比例



从图表 9 可以看到，海南岛旅游资源丰富，但旅游资源更多分布在南侧，例如省内两个 5A 级旅游景区三亚南山文化旅游区、三亚南山大小洞天都分布在三亚附近。而海口为海南省经济文化中心，2011 年海南省生产总值海口市贡献率第一，约占全省的 28%。据相关统计资料显示，三亚凤凰机场游客较多；海口美兰机场商务旅客较多，约占海口旅客的 25%。从图表 10 可以看出 2009-2011 年海口美兰机场或三亚凤凰机场旅客接待总量不分伯仲。

2.2.海口离岛免税店对三亚免税店业绩分流效应约 11%

从图表 11 可以看到，我们将常用的渗透率细化为机场游客进店率*购物率，通用公式变形为“离岛免税店营业额=机场离岛旅客量*进店率*购物率*人均消费量”。

图表 10: 海南省机场离岛游客量

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
海口进出空港 (万人)	878	961	1104	1270	1460	1678	1860
海口经空港离岛旅客 (万人)	439	480.5	552	635	730	839	930
三亚进出空港 (万人)	929	978	1124.7	1293	1300		
三亚经空港离岛旅客 (万人)	464.5	489	562.35	646.5	650		

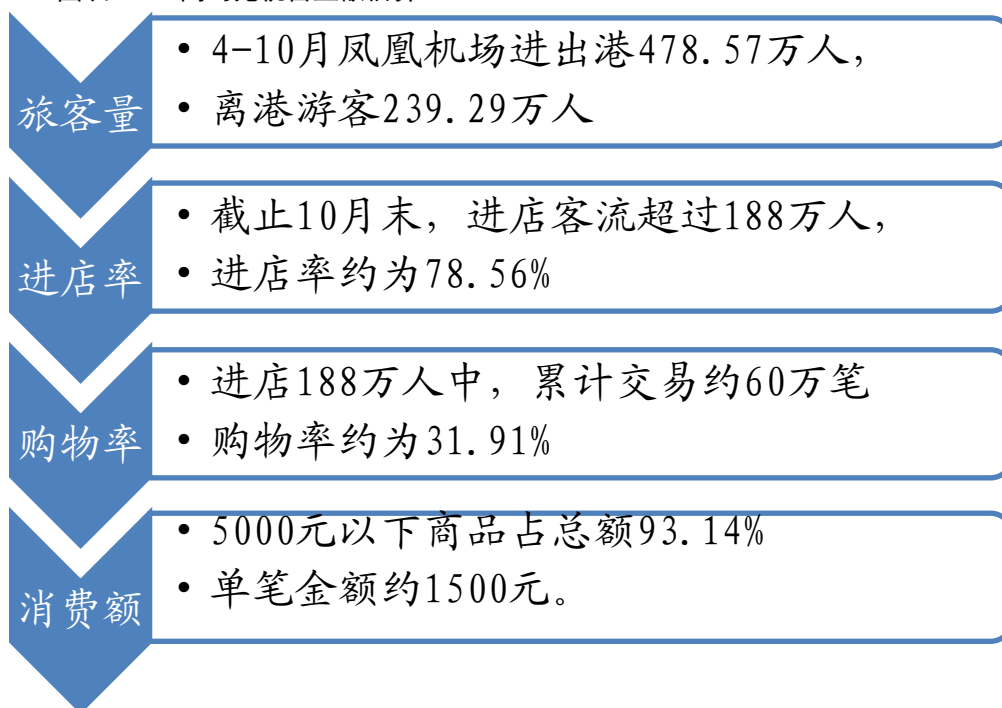
资料来源：渤海证券研究所 Wind

我们假定海南两机场离岛游客增速与海南省游客增速一致，维持在 15% 水平。但海口美兰机场设计旅客接待能力约 930 万人次，三亚凤凰机场为 650 万人次。

2011 年海口进出机场人数至少为 961 万人次；三亚机场约为 978 万人次（逼近设计规模 2 倍上线）。在机场技改之前，2016 年海口美兰机场、2014 年三亚凤凰机场也许进入其待客能力瓶颈期。

从图表 11 可以看到，4 月至 10 月三亚机场离岛理论数字约为 478.57 万人，三亚免税店共接待游客 188 万人次，累计交易约 60 万笔，交易单笔金额平均约 1500 元。由此我们假设三亚免税进店率约为 78.56%，购物率约为 31.91%。我们推测 2012 年-2014 年三亚免税店营业额约为 21、23.3、24.4 亿元水平。海口美兰机场商务旅客较多，约占海口旅客的 25%。所以，我们假设海口免税进店率约为 62.84%（三亚进店率的 75%）；购物率约为 28.71%（三亚免税购物率的 90%）；单笔消费额约 1500 元（商务旅客购买力与普通游客相当）。我们推测 2012-2014 年海口免税店营业额约为 14、16.1、18.5 亿元。

图表 11：离岛免税营业额估算



资料来源：渤海证券研究所 Wind

4 月 20 日至 7 月中旬，海口机场免税提货点共接待三亚免税提货顾客 2.36 万人，合计消费总额约 4508 万元；而同期三亚免税店共接待消费顾客 28.71 万人，实现营业收入 43078.5 万元；我们大胆推测海口免税营业后或直接分流三亚约 11% 营业额。但随着 2014 年三亚机场接待游客接近上线，海口机场对三亚离岛游客的直接分流效应将逐步消失。考虑到分流效应后，我们推测 2012-2014 年三亚免税店营业额也高达 18.7 亿、20.7 亿和 24.4 亿元水平。

图表 12:海南离岛免税预计营业额

	批注	2011	2012	2013	2014
海口离岛旅客 (万人)	飞机离岛旅客		552.0	635.0	730.0
海口进店 (万人)	三亚进店率的 75%		325.2	374.1	430.1
海口购物成交 (万笔)	三亚购物率的 90%		93.4	107.4	123.5
免税店营业额 (亿元)	单笔消费 1500 元		14.0	16.1	18.5
三亚离岛旅客 (万人)	飞机离岛旅客	489.0	562.4	646.5	650.0
三亚进店 (万人)	进店率 78.6%	384.0	441.8	507.0	510.6
三亚购物成交 (万笔)	购物率 31.91%	123.0	141.0	161.8	162.9
调整前: 三亚店营业额 (亿元)	单笔消费 1500 元	18.5	21.0	23.3	24.4
调整后: 三亚店营业额 (亿元)	海口分流收入 11%	18.5	18.7	20.7	24.4
离岛免税店合计 (亿元)	海口三亚合计	18.5	32.7	36.8	42.9

资料来源: 渤海证券研究所

3.未来产业发展及政策拓展余地

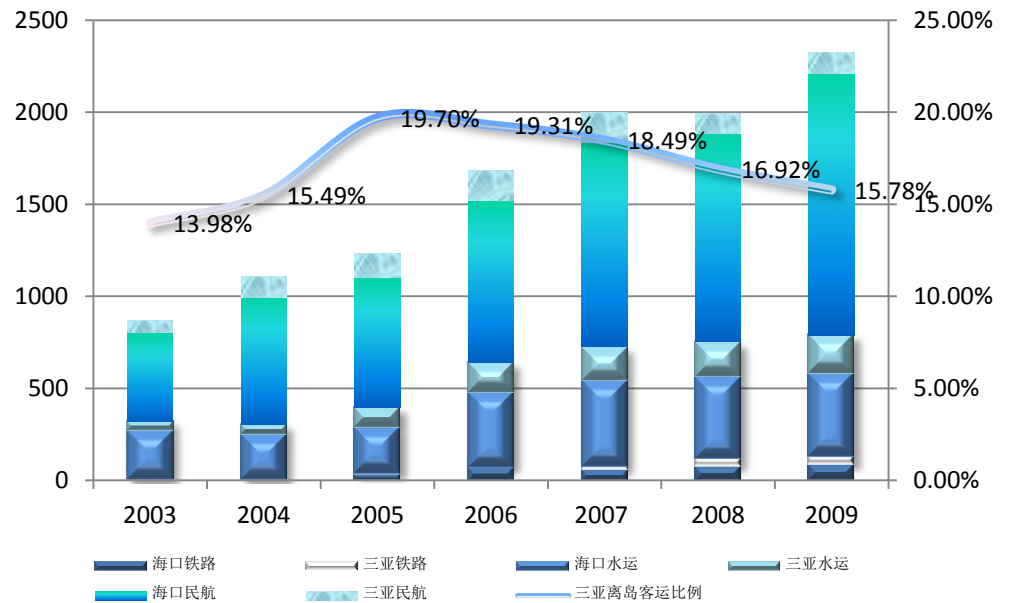
3.1.三亚海棠湾免税城、海口市内店建立——提高渗透率

2011 年 11 月 19 日上午, 中国国旅集团有限公司将与海南三亚海棠湾管委会正式签署“海棠湾国际免税城”项目战略合作框架协议。“海棠湾国际免税城”免税经营面积将数倍于其现有三亚新大洲广场免税商店 7000 平米营业规模, 充分改善室内经营面积不足的压力。“国际免税城”的建立可以逐步改善其进店率、购物率、人均消费量等自身经营条件, 进而提高其盈利能力。海南免税品有限公司未来或将在海口市开设市场免税店, 但开业可行性尚待考察。

3.2.开放航空离岛免税限制——更利于海口免税店

《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》就指出离岛免税政策适用对象是年满 18 周岁, 乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客。但随海口机场和三亚机场进入待客能力瓶颈期, 未来是否可以放开航空离岛免税条件成为外界猜测的重点之一。因海口市背靠大陆, 航运渡船业比较发达; 三亚离岛主要依靠航空运输。从图表 13 可以看到, 2009 三亚凤凰机场离岛游客比例仅占全省的 15.78%。假设离岛旅客购买力相当、海口免税渗透率约为三亚免税渗透率的 72%, 如果放开航空离岛免税限制, 我们推算三亚免税市场份额或下降至 30%以下, 对于真正游客集中地三亚地区明显有失公平。

图表 13：三亚离岛客运占全省比例



资料来源：中国城市统计年鉴 渤海证券研究所 Wind

3.3.放宽离岛免税 5000 元限制外溢效应较小

《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》规定离岛旅客每人每次免税购物金额暂定为人民币 5000 元以内，旅客在按完税价格金额缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买 1 件单价 5000 元以上的商品。因受购物金额限制，大部分高端手表珠宝品免税销售情况并不尽如人意。韩国就曾为了振兴其免税业，将其国人免税限制额度由 400 美元提升至 5000 美元，极大的刺激了顶级奢侈品的境外消费回流。但从现有三亚免税店销售数据来看，5000 元限额以上的商品仅占其销量的 0.6%，近期就提高免税限额的概率并不大。未来放宽离岛免税 5000 元限额可以直接提升免税店整体经营能力，且外溢效应较小。

4.策略建议：

三亚免税店为中国国旅(601888)旗下中免公司下属免税店。从 2011 年半年报可以看出，中免公司免税业务收入约占中国国旅收入 33%，中免营业营业利润约占中国国旅的 63%。2012 海口市海兰机场免税店开业分流三亚免税店约 11%的营业额，约 2.3 亿元营业收入。但随着 2014 年三亚机场接待游客接近上线，海口机场对三亚离岛游客的直接分流效应将逐步消失。所以，中国国旅（601888）旗下中免公司业绩长期向好，我们给予中国国旅持有评级。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益>50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益>30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益>10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益<10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhq.com**吴慧**

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com**刘啸**

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com**渤海证券研究所**

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn