



上市公司深度研究报告

新政策释放成长空间

资本市场独一无二的“旅游+免税”商业模式。公司的旅游服务业务长期位居行业第一，强大的境内外网络和完善的服务体系在业内首屈一指。而免税业务又占据市场主导地位，其目标客户是中高端国际商务人士及国际旅游者。旅游服务业务的规模优势和免税业务的高成长性构建了公司“旅游+免税”的商业模式。

强大的境内外网络造就全球无缝对接的服务能力。公司在世界范围内形成了一个广阔的销售网络，为旅游服务业务客源提供了重要保证，而这种强大的网络优势在为奥运会火炬接力的境内外后勤保障工作中表现得淋漓尽致。

免税业务的高成长性是公司最大的投资亮点。从行业发展周期来看，我国免税业正处于高速成长期。由于中免公司是我国免税行业的旗舰企业，其竞争优势非常明显，中免公司分享行业高速成长的确定性非常高。随着零售经营能力的不断提升，中免公司不仅能进一步提高现有零售网络的盈利能力，还将继续增强其零售网络向外扩张的能力，尤其是走出国门，参与国际竞标，与世界领先的免税品运营商同台竞技。此外，边境及省会机场免税店的改扩建及新设、海南三亚市内免税店、有税业务及外供业务的拓展等为公司旅游零售业务带来的业务机会亦值得投资人关注。

投资评价及估值。中国国旅是国际知名旅游企业，公司所创造的“旅游+免税”的商业模式，在资本市场上首次出现，其稀缺性值得投资人关注。目前，旅游板块的算术平均市盈率为 66.6 倍，加权平均市盈率为 46.3 倍。考虑到行业地位和未来的发展空间，我们认为，给予中国国旅 50 倍—60 倍市盈率是比较合适的。我们预测，中国国旅 2011 年 EPS 为 0.66 元，对应的合理价值区间为 33.00 元—39.60 元。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入(百万)	6,065	9,715.05	10,962.32	12,389.46
主营收入增长率	4.23%	60.20%	12.84%	13.02%
EBITDA(百万)	526	811.05	950.27	1,117.19
EBITDA 增长率	28.41%	35.90%	17.17%	17.57%
净利润(百万)	313	463.72	578.81	705.39
净利润增长率	41.37%	48.27%	24.82%	21.87%
ROE	8.44%	11.78%	13.69%	15.40%
EPS(元)	0.36	0.527	0.658	0.802
P/E	90.94	39.78	31.87	26.15
P/B	7.68	4.68	4.36	4.03
EV/EBITDA	47.88	18.58	15.38	12.61

中国国旅 (601888)

维持

增持

沈周翔

shenzhouxiang@csc.com.cn
021-68825009

执业证书编号: S1440206070051

发布日期: 2010年11月19日

当前股价: 31.73 元

目标价格 6 个月: 39.60 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
46.3/50.7	33.9/27.7	70.6/84.2

12 月最高/最低价 (元) 36.50/0

总股本 (万股) 88,000

流通 A 股 (万股) 22,000

总市值 (亿元) 284

流通市值 (亿元) 71.10

近 3 月日均成交量 (万) 773

主要股东

中国工商银行—中银持续增长股 0.85%

票型证券投资基金

股价表现



相关研究报告

- 10.09.30 行业深度-旅游行业-旅游消费普及与升级共存
- 10.07.27 旅游行业: 评《贯彻落实国务院关于加快发展旅游业意见重点工作分工方案》
- 旅游行业 2009 年年报及 2010 年一



目录

1. 投资要件	1
2. 独一无二的“旅游+免税”商业模式	2
3. “中国国旅（CITS）”品牌承载着中国旅游行业的光荣和梦想	4
3.1 “中国国旅（CITS）”品牌的发展历程就是中国旅游行业发展的缩影	4
3.2 强大的网络优势，雄厚的大团操作实力	5
3.3 公司在入境游市场上占据着不可动摇的领先地位	8
3.4 MICE 业务正成为公司旅游服务业务中新的利润增长点	10
4. 免税业务的高成长性和高盈利能力是公司最大的投资亮点	13
4.1 我国免税行业正处于高速成长期	13
4.2 中免公司是中国免税业旗舰企业，跻身世界免税运营商前 20 强	17
4.3 海南国际旅游岛新政策将给公司带来巨大的发展机遇	21
4.4 传统市内免税店的市场空间广阔	21
4.5 进境免税业务的发展将大幅提高公司零售额	22
4.6 大力发展旅游零售业务和外轮供应业务	22
5. 公司愿景是成为全球著名的跨国旅游服务集成商	23
5.1 旅游企业发展战略思想：掌控客源、渗透资源	23
5.2 清晰的发展战略，美好的公司愿景	25
6. 盈利预测	25
7. 估值	26
8. 投资评价和建议	27
9. 风险分析	27
10. 指标分析	29
11. 报表预测	30
附:	31

1. 投资要件

关键假设

在我们的盈利预测模型中，我们没有考虑国人离岛免税购物政策的出台及落实，我们只是假设免税业务按照以往的平均速度（20%）增长。如果国人离岛免税购物政策在 2011 年出台并实施，我们的盈利预测值将调整。

我们为什么与市场普遍观点不同

我们与市场普遍观点不同之处在于两点：第一，我们对公司旅行社业务的发展势头比较乐观。除了旅游市场本身的复苏因素之外，我们认为，国旅总社励精图治的内因将起到了更关键性的作用。2009 年 6 月，国旅总社提出了用 3-5 年的时间“再造一个国旅总社”的阶段性战略目标，并且从战略的高度加强采购能力和分销能力的建设。我们认为国旅总社有可能带给投资人更多惊喜。第二，我们对公司免税业务成长空间的“天花板”持谨慎态度。这是因为免税市场是个“小众市场”，其立法精神是不能冲击国内流通市场。目前，世界上最大的免税市场在韩国，其年销售额也仅为 30 亿美元。

估值和目标价格

目前，旅游板块的算术平均市盈率为 66.6 倍，加权平均市盈率为 46.3 倍。考虑到行业地位和未来的发展空间，我们认为，给予中国国旅 50 倍—60 倍市盈率是比较合适的。我们预测，中国国旅 2011 年 EPS 为 0.66 元，对应的合理价值区间为 33.00 元—39.60 元。我们认为，公司股票未来 6 个月的目标价格为 39.60 元。

股价上涨的催化因素

我们认为，公司股价上涨的催化剂因素有四个。第一，国人离岛免税购物政策的出台及落实；第二，进境免税店的政策出台及落实；第三，“店内提货，口岸验货”之澳大利亚模式的新型免税业务政策出台，公司开始恢复重建北京和上海两地市内免税店；第四，公司“第三板块”业务发展有实质性进展。2009 年 12 月 28 日，公司一届十五次董事会决定组建国旅投资发展有限公司（暂定名），拓展以旅游景点和旅游地产为主导的新的经济增长点。初步确定国旅投资发展有限公司注册资本为人民币 30,000 万元，性质为中国国旅股份有限公司独资的一人有限公司。据了解，股份公司可能不局限于景区业务的拓展，而是考虑产业链的发展，比如酒店业务。

投资风险

旅游行业是个敏感性的行业，比较容易受到外来因素的影响，如政治风波、瘟疫、自然灾害等。不过，旅游行业受到重创之后恢复起来也非常快。不管怎样，这个行业的短期风险总是存在的。对于投资期限比较短的投资人来说，旅游行业的敏感性值得关注。此外，公司新型免税业务政策的出台是个比较长的过程，其中的艰辛亦是投资人要考量的。



2. 独一无二的“旅游+免税”商业模式

公司成立于2008年3月28日，由国旅集团以旅行社和免税业务相关资产整体重组改制，联合华侨城集团，共同发起设立的股份有限公司。股份公司设立之初，总股本为6.6亿股，其中国旅集团持股84.62%，华侨城集团持股15.38%。根据中国证券监督管理委员会证监许可[2009]798号《关于核准中国国旅股份有限公司首次公开发行股票批复》中批准的发行方案，公司于2009年9月23日向社会公众公开发行普通股22,000万股，公司股票于2009年10月15日在上海证券交易所正式挂牌上市交易。公司首次公开发行前后股本情况如下表所示：

表 2-1：本次发行前及发行后的股本情况

股东名称	IPO 前		IPO 后	
	持股数量（万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例
国旅集团（SS）	55,846.15	84.62%	53,984.61	61.35%
华侨城集团（SS）	10,153.85	15.38%	9,815.39	11.15%
全国社会保障基金理事会（SS）	-	-	2,200.00	2.50%
社会公众股	-	-	22,000.00	25.00%
合计	66,000.00	100.00%	88,000.00	100.00%

注：SS 代表 State-own Shareholder，指国有股股东。

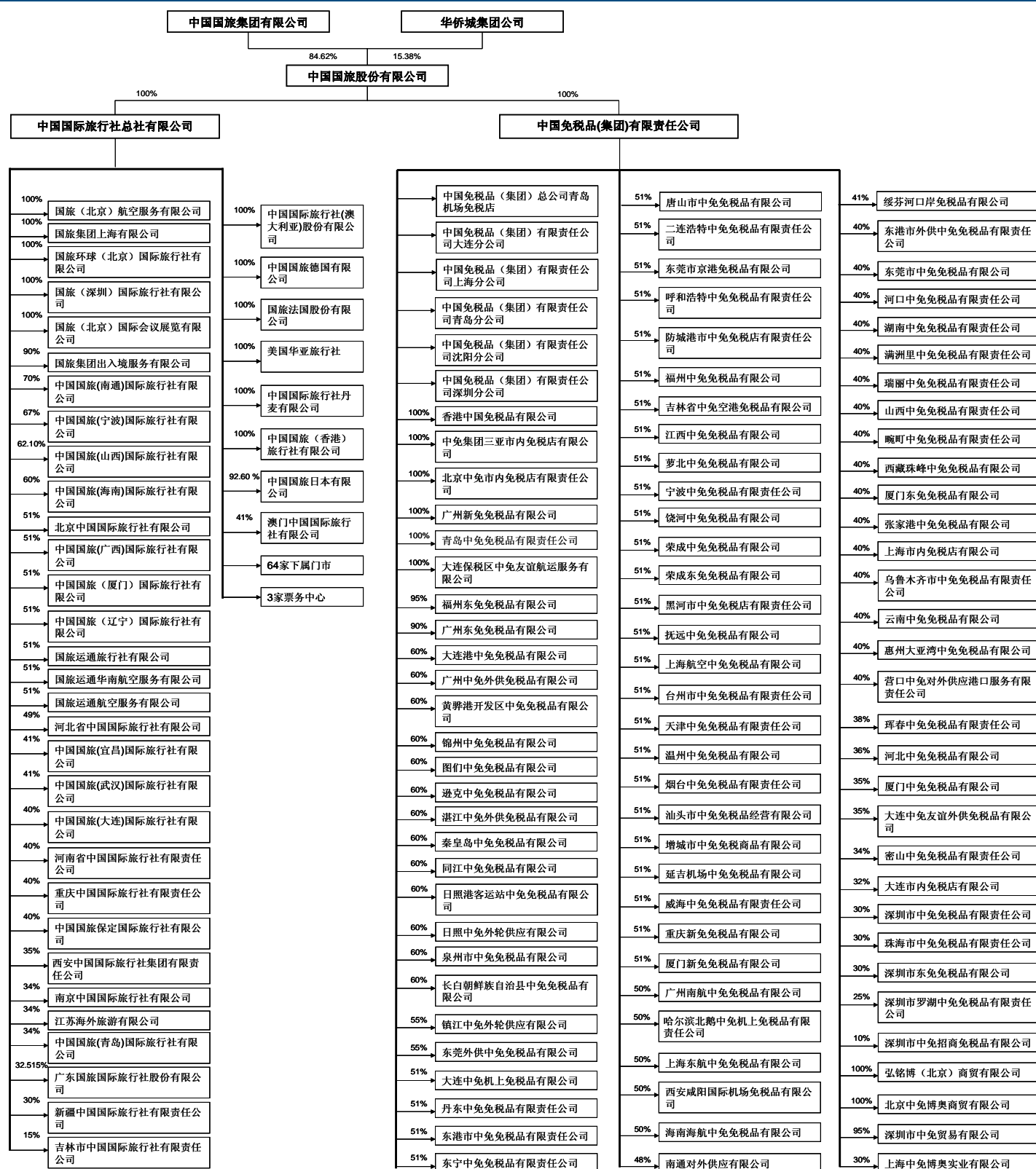
资料来源：《中国国旅招股说明书》

股份公司的两个发起人股东均是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，实力雄厚。2008年2月22日，华侨城集团和国旅集团在北京人民大会堂签订了关于建立战略合作关系的框架协议。根据协议，两家集团将在业务、品牌、管理和人才、行业标准制定、资本等五个领域开展合作。股份公司无疑将在两大央企的合作中受益。

目前，股份公司拥有国旅总社和中免公司2家二级子公司；国旅总社拥有下属全资、控参股公司共39家，包括31家境内公司和8家境外公司，以及64家下属门市部和3家票务中心；中免公司拥有分公司和下属全资、控参股公司共97家，包括96家境内公司和1家境外公司（见图1-1）。



图 2-1：中国国旅股权结构图

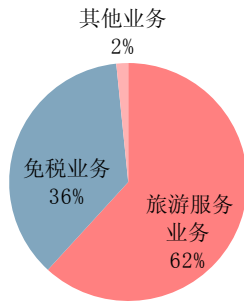


资料来源：《中国国旅招股说明书》



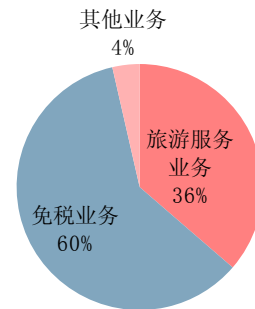
2009年，股份公司实现营业收入60.65亿元，其中旅游服务业务收入占比为62%，免税业务收入占比为36%；实现营业毛利润13.71亿元，其中旅游服务业务占比为36%，免税品业务占比为60%。股份公司两项主营业务利润贡献差异产生的原因在于业务性质的不同。2009年，公司的旅游服务业务销售毛利率13.3%，免税业务的销售毛利率37.1%。

图 2-2：中国国旅 2009 年营业收入构成



资料来源：公司2009年年报

图 2-3：中国国旅 2009 年营业毛利润构成



资料来源：公司2009年年报

中国国旅是我国旅游行业知名企业，旅游服务业务长期位居行业第一名，而免税业务又具有市场主导地位。公司从事的免税业务瞄准的是中高端国际商务人士及国际旅游者，购买免税商品正成为他们旅行中不可缺少的经历。经过20余年发展，公司在免税业务方面积累了丰富的经验。公司也因此构建了“旅游+免税”的成熟的商业模式。对于投资人来说，这种商业模式还是首次遇到。我们认为，公司可以利用这种独特的商业模式最大程度的发挥两项主营业务的优势，旅游品牌带来规模效益，免税的高盈利性带来业绩的持续增长，二者优势的互补呈现出一道亮丽的风景线。

3. “中国国旅（CITS）”品牌承载着中国旅游行业的光荣和梦想

3.1 “中国国旅（CITS）”品牌的发展历程就是中国旅游行业发展的缩影

1954年4月15日，在周恩来总理的亲自批示下，国旅总社在北京成立。成立之初，国旅总社是隶属于国务院的外事接待单位，主要业务是接待来华访问的外宾。当时，全国还没有专门管理旅游业的行政机构，国旅总社还代行了对旅游行业的政府管理职能。1964年12月，中国旅行游览事业管理总局（国家旅游局的前身）正式成立。原国旅总社与国家旅游局是“两块牌子，一套班子”，对外招徕用国旅总社的牌子，对内管理行使国家旅游局的职能。1982年，原国旅总社实行政企分开，与国家旅游局分署办公。

1984年1月，经国家工商总局核准，原国旅总社完成工商注册。

1984年9月，根据国家旅游局《关于中国国际旅行社总社改为企业单位的批复》，国旅总社由事业单位变更为企业单位。1999年1月，国旅总社与国家旅游局脱钩，成为中央直接管理的企业。

可以这样说，国旅总社是中国旅游业的拓荒者和开创者。50多年来，国旅总社招揽、接待的海外来华旅游者达到数千万人次，在较长的历史时期，国旅总社开发的管理制度、业务规范和线路产品曾经被作为全国旅行社行业事实上的国家标准。

经过 50 多年的发展，“中国国旅（CITS）”品牌在海内外享有广泛声誉，为中国驰名商标，已在世界 60 多个国家和地区注册，也是国外旅游批发商广泛认可的中国旅游品牌。许多外国旅游者正是通过 CITS，走进了中国，喜欢上中国。

“中国国旅 CITS”是含金量很高的知名品牌。2010 年 6 月，国际权威品牌评估机构“世界品牌实验室”公布了“2010 年中国 500 最具价值品牌”的评选结果。“中国国旅（CITS）”以 151.83 亿元的品牌价值再次跻身中国 500 最具价值品牌，排名列第 49 名，在旅游服务类企业中位居第一名，排名和品牌价值比上年均有所提升。

表 3-1：中国旅游服务类企业品牌价值对比表

单位：亿元

	2010 年		2009 年		2008 年		2007 年		2006 年		2005 年	
	排名	价值	排名	价值	排名	价值	排名	价值	排名	价值	排名	价值
中国国旅	49	151.83	51	136.92	54	115.27	55	109.41	48	105.71	50	103.64
中青旅	117	76.83	108	72.44	101	69.12	192	34.72	205	31.37	217	29.88
中旅	-	-	-	-	-	-	386	13.28	381	12.73	383	17.36

资料来源：世界品牌实验室

3.2 强大的网络优势，雄厚的大团操作实力

强大的境内外网络造就全球无缝对接的服务能力

国旅总社在境内拥有 31 家子公司和近 200 家下属门市，遍布于全国主要中心城市和旅游热点城市，仅在北京地区就拥有 64 家门市部和 3 家票务中心，并且在美国、日本、澳大利亚、德国、法国、丹麦、香港和澳门等国家和地区设立了多家海外子公司，形成了稳定的销售网络和完整的接待网络。国旅总社已经与世界上 100 多个国家和地区的 1,400 多家旅行社建立了稳定而有效的业务合作关系，在世界范围内形成了一个广阔的销售网络，为国旅总社的客源提供了重要保证。

国旅总社这种强大的网络优势在为奥运会服务中表现得淋漓尽致。作为北京奥组委唯一指定的旅游服务商，国旅总社出色地完成了奥运会火炬接力的境内外后勤保障工作。从 2008 年 4 月 1 日至 5 月 3 日，在为期 33 天的境外火炬传递中，火炬途经五大洲 19 个国家的 19 个城市和中国的香港、澳门。在 5 月 3 日至 8 月 6 日为期三个月的境内火炬传递中，火炬途经大陆的 31 个省、自治区、直辖市，共 113 个城市和地区。在境内外上百个城市的传递中，国旅总社充分发挥了网络、人才和大团运作优势，实现服务全球无缝对接。可以这样说，国旅总社是行业内唯一能够提供全球旅行服务的旅游企业。

表 3-2：国旅总社近年来大团运作一览表

年份	大团项目	行业影响力
HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN		

2005 年	7,000 人泰国年会	中国公民同一团体赴泰人数之最
	1,500 人欧洲奖励游	中国公民同一团体赴欧洲人数之最
2006 年	3,000 人郑州会议	河南省一次旅游人数之最
	1,700 人巴厘岛年会	中国公民同一团体赴印尼人数之最
2007 年	8,000 人马来西亚团	中国公民同一团体赴马来西亚人数之最
	500 人新西兰团	中国公民同一团体赴新西兰之最

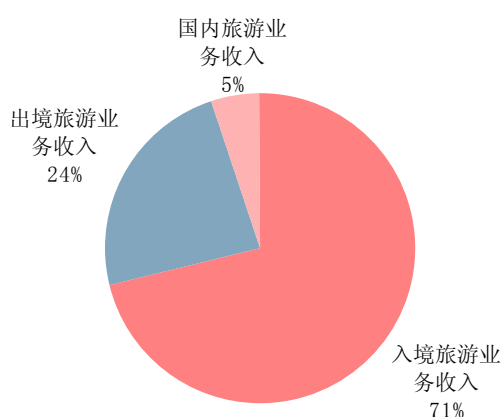
资料来源：中信建投证券研究发展部

三游并重，两网并进

由于政治、经济等诸方面的原因，我国形成了独特的旅游业发展规律——入境旅游、国内旅游、出境旅游三部曲（世界发达国家的旅游业一般都是先国内旅游后国际旅游）。长期以来，我国旅游业是以入境旅游为龙头超常规发展起来的。进入二十一世纪以来，这种格局有所改变，国内旅游和出境旅游发展迅猛，与入境旅游一起形成三足鼎立之势。大力发展入境旅游、积极发展国内旅游、适度发展出境旅游是我国旅游业发展的总体方针。

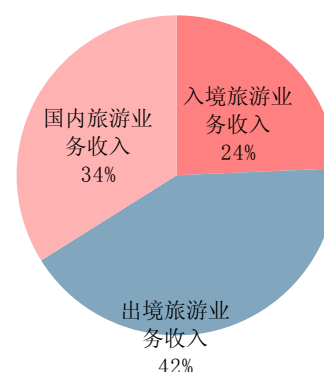
正是基于旅游市场形势的变化，公司于 2005 年开始实施入境游、出境游和国内游“三游并重”的发展战略，并且取得了明显的成效。2009 年，公司“三游业务”实现销售收入 34.45 亿元，比 2004 年增长 141%，其中入境游业务收入占比下降至 24%，而国内游业务收入占比上升至 34%，出境游业务收入占比为 42%，基本上实现了“三游并重”的发展目标。值得投资人注意的是，为了长期落实“三游并重”的发展战略，公司倾力打造了出境游品牌——“环球行”和国内游品牌——“品质之旅”。

图 3-1：中国国旅 2004 年“三游业务”收入结构图



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 3-2：中国国旅 2009 年“三游业务”收入结构图



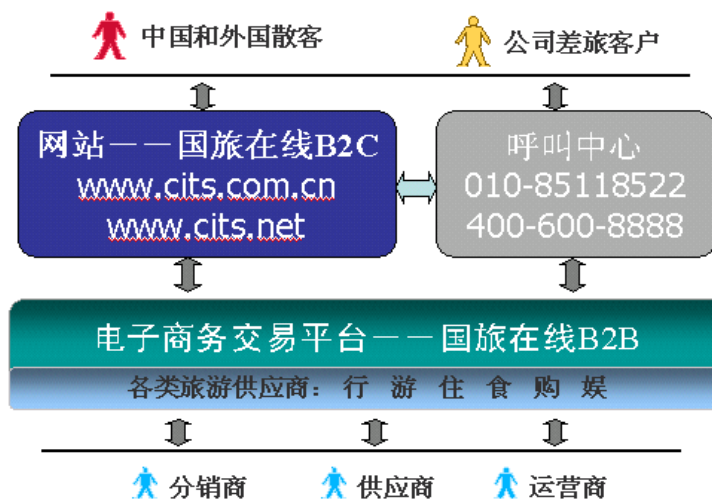
资料来源：《中国国旅招股说明书》

随着信息化革命的深入和电子商务的风起云涌，公司在业务流程、组织结构、产品创新等各个环节实现全面转型，并且提出打造以旅行社为实体网络和以电子商务为中心的虚拟网络互补的“两网并进”的发展战略。公司电子商务系统经过大约三年时间的建设和发展，已经成功地建立起了差异化的综合旅游业务营销平台，初



步确立了规模盈利的经营模式。B2B 资源系统、B2C 多语种网站和双语呼叫中心所构成的“三位一体”的旅游交易平台已经成为公司电子商务的核心竞争优势。

图 3-3：中国国旅“三位一体”的旅游交易平台示意图



说明：分销商又称代理商，指代理和分销旅游产品的机构。供应商指供应旅游产品的机构。运营商指提供旅游服务的机构，如接待旅行客人的地接社、提供机票的航空公司。

资料来源：《中国国旅招股说明书》

发展电子商务，给公司带来的影响，绝不是仅仅新增加了一条销售渠道。电子商务所带来的“标准化服务模式”给公司传统手工作坊式的经营管理模式带来了巨大的冲击。首先是重塑业务流程。中国大多数旅游企业采取的是原始的家庭作坊式的经营模式。一名客户经理从最初接待顾客咨询、到为客户设计旅游方案并实施接待服务，可以说提供了一条龙的服务流程。没有分工协作、没有相互制约，运营效率低下不说，每个客户所享受到的服务质量，更多地取决于为其提供服务的客户经理个人的专业水准，从而参差不齐，而经营旅游产品的公司在服务质量上则难以实现统一标准和统一考核。另一方面，大量的客户资源掌握在少数客户经理手中，也极易造成人事上的变动，直接削弱公司的客源基础。为了解决这个问题，公司认为必须实现旅游业务的流程重塑，通过前后台分离，让前台的咨询接待人员专注于通过咨询服务拓展市场客源，而后台的服务人员则专注于为客户设计更具吸引力和个性化的产品，提供标准化的高质量的旅游服务。

第二，整合公司内部资源。在电子商务部成立之前，公司食住行游购娱各业务部门分立，客人的服务请求不能一次完成，必须往返多个业务部门寻求服务。而现在，公司的 IT 部门用统一电子商务平台，把众多业务和服务整合在一起，实现了咨询、预订一体化与一站式服务。更重要的是，公司电子商务网还可以实现实时交易。2005 年 9 月，公司电子商务部门成立了呼叫中心，座席员通过公司的统一分销平台，从面前的电脑屏幕上就可以清楚看到各类产品的实时销售情况。此外，公司的电子商务部门还将企业的分销平台与后台 ERP 系统实现了实时联通，客户通过前台分销平台产生的订单能直接传递到后台的各支持系统，业务部门不仅可以调动线下的旅行社资源，而且可以进行应收应付账款的财务管理，形成了完整的管理闭环。这样一来，公司所有门市部及经营部门都在同一个平台上运作，可以随时查到所有产品、线路的流量和价格。不管客人从哪个渠道进来，他

得到的信息都是一个标准答案，公司也实现了标准服务。

对企业客户，它们可以直接通过公司的网站登录后台系统下订单，然后进行在线支付，再结合电子机票系统，连送机票的流程都可以省掉。如果客户来自国外，他登录国旅的电子商务网站的英文界面，他的预订信息传到后台，系统会将其自动转换成中文信息供员工处理。

目前，客人通过公司的网站，可以办理入境、出境、国内酒店、机票、火车、国际列车、国际游轮、长江游船、签证等全方位的旅游业务。公司对资源的整合程度，在全国旅行社中独占鳌头。但是，公司志不仅在此，公司希望服务比竞争对手更便利一些，用 IT 和互联网技术，实现产品、订单的实时、真实和流量可控。我们认为，公司的竞争优势在于通过 IT 支持，实现了咨询、预订一体化的一站式服务。这不仅使仅作咨询的呼叫中心成为一个直销部门，还让整合进平台的传统业务部门，如遍及北京市门市营业部，也都能向客人提供一站式服务，在客户打进第一个咨询电话时，就能直接将其引向订单的生成。

在国旅电子商务部成立初期，它作为国旅 IT 主管部门，还担负着多项任务，首要任务是利用 IT 技术整合传统资源，形成企业新的核心竞争力，以支撑国旅的战略转型。现在，国旅电子商务部成立两年多，有力地支持了传统业务的发展，同时也直接为国旅总社创造了不少业绩。除去原有线下业务上网交易的收入部分，仅计算外文网站入境游等在线交易，2007 年电子商务部就有 5000 万元的收入。

第三，线下复制，有效利用网络。公司认为，有价值的网络是能够被有效控制和利用的网络，而不能被有效控制和利用的网络是没有价值的。2007 年，配合公司整体上市的目标，电子商务部又开始以 IT 系统为支持，对分布在全国各地的国旅分社、支社的业务进行整合。尽管在计划经济时期，公司就已形成了国内最全面的地面旅行社网络，但传统旅行社控制物理网络资源的方式主要是在战略层面上——控股一家地方旅行社，仅仅是挂牌而已，并不能很快与总社形成产品、订单关系。公司认为，IT 技术不仅能让公司控制规模资源，更能在战术层面利用公司所控制的资源，最终实现交易。2007 年伊始，公司就将电子商务部已成功搭建的系统、确定下来的标准业务模式，向上海、广州、武汉等城市参股或控股地方国旅进行复制——“打通和建立资源渠道，使地方社与总社形成产品与订单的实时、真实和流量可控的战术关系。”这样做的目的，一是可以通过 IT 技术，提升地方国旅的服务水平、增强竞争力；还可以把各地国旅纳入总社的统一运营，做到服务品质的标准化。现在，上海、武汉等国旅网站已可以查到当地的产品、实时流量，客户可直接通过网络下订单。以后，当所有地方国旅都被纳入国旅总社的统一信息平台后，客人身处任何地方都可以通过不同渠道咨询、预订国旅的产品，他得到的也都是统一的标准化信息和服务。

3.3 公司在入境游市场上占据着不可动摇的领先地位

公司为旅行社行业“龙头”企业

国家旅游局每年都对全国的国际旅行社和国内旅行社进行百强排名。其中，国际社主要根据入境旅游外联人天数、接待人天数、旅游业务营业收入、旅游业务毛利润、国内旅游组织人天数、国内旅游接待人天数、实缴税金、外汇结汇等指标进行排序。自国家旅游局 1993 年开展百强排名以来，国旅总社基本位居全国国际旅行社百强排名的第一位。

在北京旅游市场，自 1987 年北京市旅游局举办“首都旅游紫禁杯”竞赛以来，国旅总社屡获殊荣，荣获历

次“最佳先进集体/最佳企业”奖项以及“旅行社最高外联人天奖”等多个单项奖。2007年9月，国旅总社成为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。2008年6月，国旅总社成为第一批指定经营大陆居民赴台旅游业务的旅行社之一。

表 3-3: 国旅总社近年来所获主要荣誉和奖项

荣誉和奖项名称	获得时间	评定单位
2002 年度中国旅游知名品牌	2002 年	《中国旅游报》
最佳入境旅行社奖	2004 年	《旅讯 (Travel Weekly China) 》
Best Travel Agencies (Inbound Market)		
中国最佳旅行社奖	2005 年	TTG Asia
Best Travel Agency – China		
影响 2006•旅游品牌	2006 年	《精品购物指南》
最佳入境旅行社奖		
Best Travel Agencies (Inbound Market)	2006 年	《旅讯 (Travel Weekly China) 》
中国最佳旅行社奖		
Best Travel Agency – China	2006 年	TTG Asia
影响 2007•时尚旅游品牌		
最佳入境旅行社	2007 年	《精品购物指南》
Best Travel Agencies (Inbound Market)		
最佳出境游旅行社 (美洲市场)	2008 年	《旅讯 (Travel Weekly China) 》
Best Travel Agency (America)		
中国最佳旅行社	2008 年	TTG Asia
Best Travel Agency – China		

资料来源:《中国国旅招股说明书》

经过 50 多年的发展，国旅总社培养了一大批高素质的业务人员和管理队伍，吸引了大批人才。国旅总社的人才队伍涵盖了英语、日语、韩语、俄语、法语、德语、意大利语、西班牙语、葡萄牙语、马尼亚语、匈牙利语、希腊语、印尼语、泰语、马来西亚语等多种外语导游服务，已经形成了一支业务熟练、经验丰富、语种齐全、具有高度应变能力，能够适应新市场需求的人才团队。

提升采购能力，构建旅行社核心竞争力

目前国旅总社采取的是集中采购的形式，以规模优势和入境游、出境游的远期销售优势与相关旅游供应商签订协议，进行合作，通过集中采购来大幅度降低成本，提高采购的保证率。随着境内旅行社网络的建立，能够使今后的采购系统覆盖网络内的旅行社，最大限度地发挥集中采购的优势，充分做到资源共享，客源共享，发挥协同效应，争取利润的最大化。

同时随着更多资金的注入，所属子公司规模将获得发展和业务量的不断增加，当业务量达到一定的规模之后，通过集中采购，能够提高利润率，保证投资的回报率。

优质服务深入人心

长期以来，国旅总社实施企业品牌战略，重视服务质量管理，坚持“诚信、优质、高效、安全”的企业质

量方针。自 2000 年起，国旅总社贯彻落实 ISO9001 国际质量管理体系，并于 2001 年初通过了 ISO9001 国际质量管理体系认证。之后，国旅总社在 ISO9001—2000 国际质量标准基础上，形成了国旅总社质量管理体系。2007 年，国旅总社贯彻北京市地方标准 DB11/T393-2006《旅行社等级划分与评定》，进一步完善了国旅总社质量管理体系，并于 2007 年 9 月成为北京市首批 8 家 5A 级国际旅行社之一。

2008 年，凭借多年来良好的品牌形象和优质服务，国旅总社被北京市奥组委指定为“唯一进驻奥运村提供旅游服务的供应商”，并通过公开竞标的方式成为“北京奥组委邀请的宾客（配偶）接待的唯一旅游服务商”。北京奥运会期间，国旅总社在奥林匹克总部饭店设置旅游服务中心，为海内外贵宾提供旅游服务。国旅总社在为奥运会提供旅游服务过程中的出色表现，赢得了各方高度的评价，被北京市、北京奥组委评选为“北京奥运会残奥会先进集体”，被北京市旅游局评为“奥运服务最佳单位”和“平安奥运百日安全竞赛最佳单位”。

为了能够满足海内外游客的需求，国旅总社推出了适合散客接待的多层次配套服务网络，包括“国旅在线”的多语种专业化旅游网站、24 小时多语种客户服务中心、遍布北京的门市部等，为游客们提供综合便捷的接待服务。

3.4 MICE 业务正成为公司旅游服务业务中新的利润增长点

MICE，即 Meeting（会议）、Incentive（奖励旅游）、Convention（大会）以及 Exhibition（活动展览），是西方流行的一种企业管理方式：以促进业务发展、塑造企业文化。同时，它也造就了旅游业界的一项高端产品，成为现代旅游业中最重要的细分市场之一。目前，MICE 在全球已经成为有组织的、具有巨大商业价值的系列综合性商务活动，而会奖旅游产业也被认为是继金融、贸易之后，最具有发展前景的产业之一。而随着中国经济的持续高速增长以及对外开放程度的不断提高，中国的商务会奖旅游市场已呈现出方兴未艾的发展态势，成为国内旅游运营商高度重视的细分领域。

MICE 业务在全球的发展

据世界权威国际会议组织——ICCA 统计，每年度全球举办的参加国超过 4 个、与会宾客超过 50 人的各种国际会议达 40 万个以上，会议总开销 2800 亿美元。仅被誉为“国际会议之都”的巴黎每年就要承办 300 多个大型国际会议。而只有 700 多万人口的小国瑞士每年举办的国际会议更是多达 2000 多个，通过这些会议每年为该国吸引来 3000 多万游客。美国是世界上举办会展最多的国家，它的会展产业每年的直接收入是 800 亿—1000 亿美元。

商务会奖旅游业的这种不可估量的贡献有着巨大的增长潜力，被称为“朝阳产业”。可预见的可观的经济利益和社会效益，许多政府日益认识到该产业是国民经济的一个重要增值点，加大了各种方式的支持力度，进一步推动了商务会奖旅游业的全球性迅速发展。在一些欧美发达国家以及日本、澳大利亚、新加坡、中国香港等国家和地区，商务会奖旅游已成为经济结构中的重要产业部门。

商务会奖旅游在近 10 年内将会得到蓬勃发展。根据国际旅行及旅游委员会（World Travel&Tourism Council, WTTC）的预测，从 2004 年到 2014 年，商务会奖旅游对各国经济的推动作用都将有长足的发展。欧盟将从 2320 亿美元上升到 2902 亿美元，全世界总收入会从 5954 亿美元上升到 8953 亿美元。上升的幅度分别为 25.1% 和 50.4%。

MICE 业务在中国的发展

近几年商务会奖旅游在国内骤然升温。与发达国家相比，中国商务会奖旅游业虽然落后了近一个世纪，但随着全球经济一体化的发展和中国经济的崛起，中国与世界的经济交流也日益频繁，国际间商务、会议、奖励和专项旅游行为越来越多。我国商务会奖旅游业进入了快速发展的轨道。

更多企业、行业协会、政府部门把商务活动与旅游活动相结合，既完成了同行业之间的经验交流和商贸洽谈，又在旅途中开阔眼界、拓展思路，提高竞争力。

特别是奖励旅游，越来越多的企业意识到这是一种比现金奖励更为有效的奖励形式，寓教于“游”，不仅提高了员工或经销商的忠诚度，增强了企业凝聚力，也弘扬了企业文化。

数据表明，目前中国每年的国际商务旅行支出将近 42 亿美元，约占亚洲商旅市场的 17%，中国国内商务旅行支出约为 200 亿美元，两者相加近 250 亿美元。根据这种强劲增势，在今后几年内，中国商旅市场的人数和消费额仍将保持两位数的增长。预计 2020 年，中国商旅客数量将比现在增加 5 倍以上。

国际博览会联盟(UFI)发表的报告认为：“一个城市或地区如果基础设施相对完备、人均收入在世界中等以上，服务业在 GDP 中的比重超过制造业且过半、外贸份额占 GDP 的比重接近或超过 10%、行业协会的力量相对较强，那么会展经济就会在该城市或该地区得以强势增长，并发挥积极作用。”中国商务会奖旅游业仅用 20 年便走过了发达国家 100 年的路程。目前，我国已基本形成了以北京、上海、广州、大连、成都、昆明、深圳等城市为中心的环渤海、长三角、珠三角、东北以及中西部等五大会展经济产业带框架。

MICE 业务正成为公司新的利润增长点

近年来，公司大力推进“三游并重”的发展战略，在保持入境游优势的基础上大力发展公民游，取得了一定成效。不论在入境游还是公民游板块中，商务会奖历来扮演着重要的角色。

作为中国旅游业的领头羊，国旅总社对于大型集团客户的市场潜力有着先天的职业敏感。从 1999 年起国旅总社连续 9 年为某大型医药公司提供年会和商旅服务，从 2003 年起又连续 5 年承办某保险公司年会、研讨会和高层商务访问活动。这让我们相信，力争与大型集团公司发展长期的合作关系是国旅这样的优势企业在商务会奖旅游市场上取得佳绩的保障。

国旅总社于数年前设立了会奖旅游中心，致力于开拓商务会奖旅游领域。而为了进一步开拓 M.I.C.E 市场，适应客户的需求，国旅总社又于 2005 年成立会议奖励旅游部，专心从事商务会奖旅游市场，以客户需求为向导，量身定制，结合自身资源优势，为客户提供全方位的旅游咨询、项目策划、会议活动安排及接待等全套高品质服务。

国旅总社目前主要由以入境商务会奖旅游业务为主的专项旅游部，和以中国公民商务会奖旅游业务为主的会议奖励旅游部经营。这两个部门已有一定的发展历史，积累了稳定的客户群、丰富的销售运作经验和不俗的业绩，集合了一批长期服务于企业和集团客户的专业策划和操作人员，他们业务精通，经验丰富，有很强的职业素养，并深刻理解商务会奖市场，了解他们所服务的客户，极具客户服务意识。2009 年，国旅总社根据股份公司的战略部署，依托商务会展板块未来的发展趋势，决定将商务会展业务从总社分离出来，成立专门的商务会展公司。

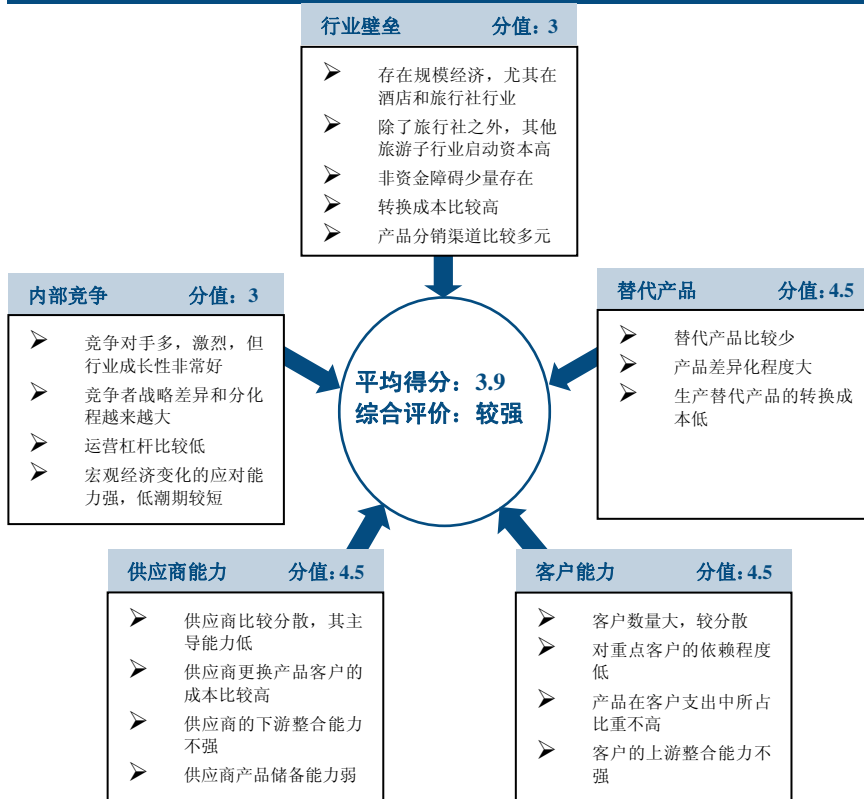
重要的是，相比较中国公民旅游市场 2008 年度平均 6.8% 的销售毛利率，中国公民商务会奖旅游板块 2008



年度销售毛利率达到 9.7%，为中国公民游市场利润率水平的 1.4 倍。而入境的商务会奖旅游利润也普遍高于常规入境团组。

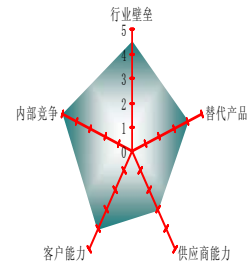
酒店旅游行业竞争力分析（波特五力）

分值：3.9



相关数据及说明

竞争力雷达图



波特五力评价指标说明

各单项及总分的最高分均为 5 分

竞争力综合评价：

很弱	1 分以下
较弱	1-2 分
中等	2-3 分
较强	3-4 分
很强	4-5 分

4. 免税业务的高成长性和高盈利能力是公司最大的投资亮点

4.1 我国免税行业正处于高速成长期

免税行业的特点

免税业是指在口岸、运输工具、市内等区域的特定场所，向出入境旅客提供免税商品销售服务的旅游服务行业。免税商品减免的是在进口环节征收的关税、增值税和消费税。常见的免税商品主要包括香水化妆品、烟草、酒水、首饰、手表、服装服饰、皮具、箱包、玩具、食品保健品、电器等各类商品。

免税商品所销售的特定场所，是指“境内关外”之区域，即海关检查以后的机场、港口、车站隔离区内。因此，为防止免税商品进入国内销售，免税商店及免税商品受到海关的严格监管。目前，世界上绝大多数的免税行业都采取国家专营的模式。

我国免税行业也采取国家专营模式，对该行业实行“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的集中统一管理政策。在全国范围内，中免公司执行“四统一”的行业管理政策，经营单位设立免税商店须由中免公司统一向海关总署提出书面申请。免税品销售场所、免税品监管仓库的设立应当符合海关监管要求。各地方、各部门不得与外商合资、合作经营免税品商店或变相允许外商参与免税商店的经营活动。

由于免税商店的主要销售对象是进出我国的商务旅客和旅游者，这两类人群也正是入境旅游市场和出境旅游市场的消费者，因此，免税行业从属于旅游行业，属于旅游行业产业链中的“旅游购物”环节。

从全球范围来看，我国免税业的发展空间非常广阔

根据 Generation Research 和世界旅游组织的统计数据，2006 年全球免税业销售总额为 290 亿美元，国际旅游总人数为 8.46 亿人次，人均消费额高达 32.30 美元；根据国家旅游局和中免公司的统计数据计算，2006 年我国免税业人均消费额为 3.60 美元，仅为同期全球免税业人均消费额的 1/9。与世界水平相比，近年来我国免税业的发展速度则远远快于全球免税业同期的发展速度，我国已经成为全球公认的增长最快、最具潜力的免税市场之一。可以预期，随着我国免税市场的扩大和完善以及免税运营商经营能力的提高，我国免税业的发展空间将非常广阔。

根据 Generation Research 统计，2009 年全球免税业销售总额为 345 亿美元，其中中国超过了 10 亿美元，世界排名第 5 位。但是，与世界排名第 1 位的韩国相比，我国免税业销售额仅为其三分之一。随着免税政策和免税业态的逐步完善，影响我国免税业发展的制约因素会逐步消减，我们相信，中国免税业将会在全球免税业大放异彩，我国免税市场销售额有望赶超韩国。



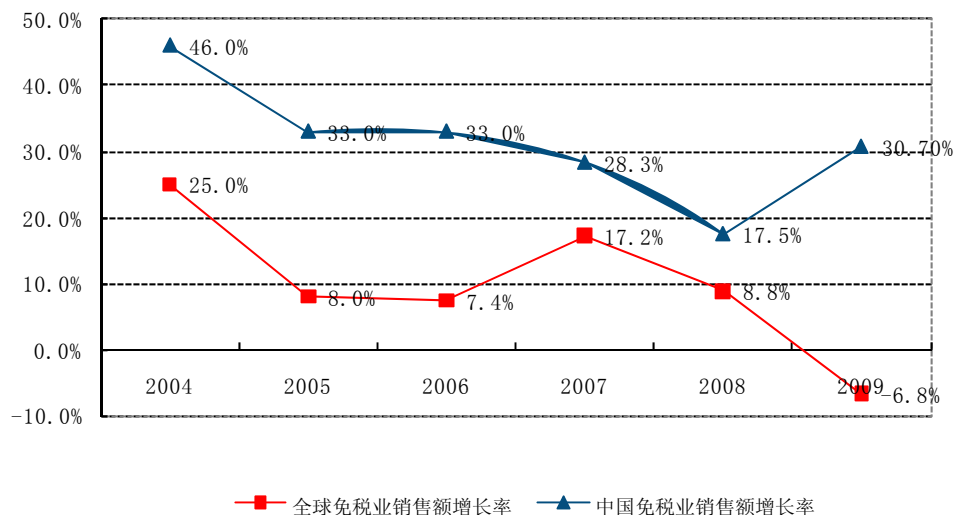
表 4-1: 世界免税市场 2009 年前 25 强 (按国家或地区排名)

排名	国家或地区	增长率 2009/2008	
		以当地货币计价	以美元计价
销售额超过 20 亿美元			
1	韩国	13.7%	-3.4%
2	英国	5.6%	-10.9%
3	美国	-19.8%	-19.8%
销售额超过 10 亿美元			
4	阿联酋	1.6%	1.6%
5	中国	30.7%	33.0%
6	德国	-4.4%	-9.4%
7	香港	3.8%	4.3%
8	法国	-5.3%	-10.3%
9	新加坡	3.2%	0.0%
销售额超过 5 亿美元			
10	美属维尔京群岛	-4.8%	-4.8%
11	日本	-16.8%	-8.2%
12	西班牙	-13.2%	-17.7%
13	爱沙尼亚	5.2%	-0.8%
14	巴西	16.8%	6.5%
15	意大利	-8.5%	-13.3%
16	泰国	5.9%	0.9%
17	挪威	-5.5%	-17.4%
18	俄罗斯	19.2%	-6.3%
19	荷兰	-12.0%	-16.6%
20	土耳其	-11.1%	-11.1%
21	澳大利亚	3.2%	-4.1%
销售额超过 4 亿美元			
22	芬兰	-0.1%	-5.4%
23	波多黎各	-5.9%	-5.9%
24	丹麦	-8.6%	-13.8%
25	台湾	21.6%	15.6%

资料来源: Generation Research

2004 年—2009 年, 我国免税业增长速度远高于世界免税业增长水平, 已经成为全球公认的增长最快、最具潜力的免税市场之一。

图 4-1: 2004 年-2009 年中国和全球免税业销售额增长率对比

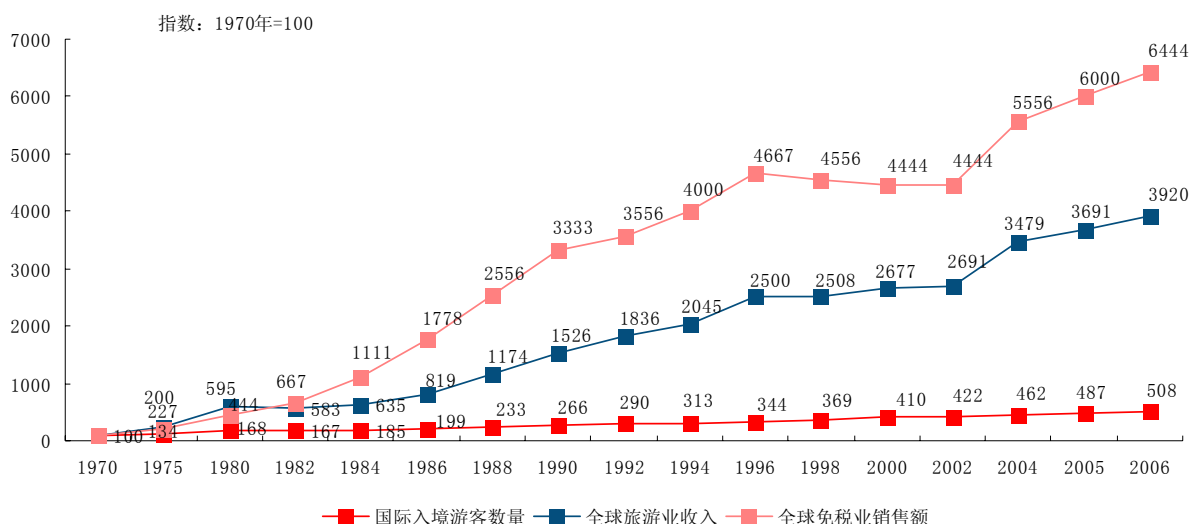


资料来源: Generation Research, 中信建投证券研究发展部

旅游行业的快速发展推动免税业的发展

免税业属于旅游服务行业, 一般来说, 旅游业的发展决定了免税业的总体发展状况。从全球免税业的发展趋势来看, 基本与全球旅游业的发展保持一致, 均保持了较为迅速的增长, 1970 年至 2006 年全球旅游业收入增长近 40 倍, 同期全球免税业销售额则增长超过了 64 倍。

图 4-2: 1970 年-2006 年全球免税业销售额、旅游业收入、国际入境游客数量趋势图



资料来源: Generation Research

我国免税业 2000 年以来进入快速发展时期, 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-2008 年, 我国入境游客数量增长了 1.56 倍, 国内旅游业收入增长了 2.52 倍。旅游业的加速对外开放, 无疑

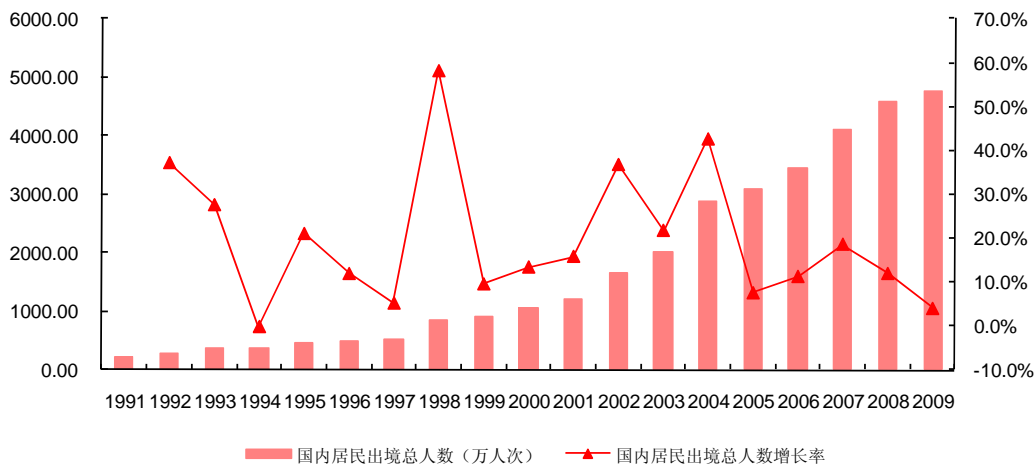


会增加国际游客的数量，提供更大的免税商品消费群体，这为我国免税业发展所带来的机遇是不言而喻的。

中国公民出境旅游市场快速发展为免税业务发展注入了新活力

中国免税市场长期以来均以日本、韩国为主要目标客户群。近几年，随着中国经济的发展，人民生活水平日益提高，中国公民出境人数逐年大幅度增长。同时，中国出境旅客在免税店购物额较高（根据 Visa 国际的调研，2008 年中国公民在免税店的人均购物额 333 美元，仅次于韩国旅客位列亚太地区第二位）。当前，中国出境旅客已成为中国免税业新兴的主要目标客户群，相信中国公民出境游总量以及中国公民免税购物额的持续提升将为公司免税业务注入新的活力。

图 4-3：2000 年-2009 年中国公民出境旅游人次及其增长率



资料来源：国家旅游局

机场、口岸建设升级拓展了免税业的增长空间

免税业经营场所与一般商品销售场所最主要的区别在于，免税店销售的商品主要以国内外高端品牌为主。一般而言，品牌供应商对于营业场所的面积、装修等外部形象有很高的要求，因此，营业场所是决定免税品经营的重要因素之一。机场、口岸等基础设施的逐渐增加和改造升级，将直接扩大免税业的经营场所，给市场参与者带来更多的机会，是我国免税业进一步发展的重要保障。

“十一五”期间我国将着力构建布局合理、规模适当、功能完备、协调发展的机场体系。根据国家相关部门制定的“十一五”规划，“十一五”期间，我国将改扩建、迁建、新建机场超过 100 座，其中：大型复合枢纽机场 3 座（北京机场、上海浦东机场、广州机场总体改扩建），大型机场 7 座，中小型机场超过 100 座，累计投资将超过 1,400 亿元；我国将开放更多的陆路、水运和航空口岸，初步确定的新开口岸 14 个，扩大开放口岸 37 个，整合口岸 7 个，全国用于口岸建设改造的资金投入将超过 2,000 亿元人民币。

与此同时，为促进和确保对外贸易快速发展，国家还将加速对边境和港口口岸基建投入，口岸改造后中免公司的在上述口岸的免税经营面积、经营品牌将会有质的飞跃和提升，进而促使经营水平迈上新台阶。

免税业务新政策释放我国免税业务新的发展空间

我国免税业务销售额和国际旅客免税购物额低于免税发达国家，一个重要原因就是受制于行业政策的单一。由于在国外许多国家免税业务涵盖了进境店、购物退税、离岛免税购物以及市内店国人购物各种业态形式，而我国目前主要是出境免税店，免税业态相对单一。比如，在澳大利亚拥有全部免税业态，国际旅客在程中均有免税购物的机会；在英国、新加坡、香港、台湾等国家和地区旅客可以在入境免税店购物，还可享受购物退税，日本、韩国政府和台湾地区还针对本国旅客出台了国人市内店购物和离岛免税购物的免税业务政策。

参照全球免税发达国家的做法，公司正在积极努力向国家争取进境店、离岛免税购物、市内店国人购物等新型免税业务政策，相信新型免税政策的批准实施将在很大程度上拓宽公司免税业务的发展空间。

4.2 中免公司是中国免税业旗舰企业，跻身世界免税运营商前 20 强

我国境内免税行业只有四家企业，中免公司竞争优势明显

我国对免税行业实行“四统一”政策，除经国务院批准有权经营免税商品销售的企业外，其它企业和个人严禁经营免税商品销售业务。

目前，境内获准经营免税商品批发兼零售业务的免税运营商主要有 4 家，分别为：中免公司、深圳市国有免税商品（集团）有限公司、珠海免税企业集团有限公司和日上免税行（上海）有限公司。其中只有中免公司可以在全国范围内的主要机场、港口和边境口岸经营免税业务，不存在地域限制，而其他公司则作为区域性的免税运营商，只能在特定的机场或其他特定区域经营免税业务。

表 4-2：境内免税运营商经营区域分布情况

免税运营商	主要经营区域
中免公司	全国主要机场、港口、边境口岸等
深圳市国有免税商品（集团）有限公司	深圳各口岸
珠海免税企业集团有限公司	珠海各口岸
日上免税行（上海）有限公司	上海浦东国际机场、上海虹桥机场、北京首都国际机场

资料来源：《中国国旅招股说明书》

中免公司作为我国免税行业的龙头企业，其免税品销售的境内市场份额始终排名第一。根据中免公司的统计，2009 年，中免系统免税店免税品销售额约占国内免税品零售总额的 40%。

中免公司作为我国免税行业的先行者和市场的领导者，与国内其他免税运营商相比，无论在经营网络和经营地域、采购和配送能力，还是在免税店的数量、类型和免税品销售额等诸多方面一直以来具有明显的比较优势。

零售能力显著增强，成功实现向免税运营商转型

自 1947 年全球第一家免税店在爱尔兰香侬（Shannon）机场开业至今，全球免税业已经历了 60 多年的发展



历程。而自 1984 年作为国家免税品专营公司正式成立以来，中免公司的发展历史才短短的 20 余年。但是，就是经过这短短的 20 多年的发展，中免公司已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之一，并且多年跻身世界免税品运营商前 20 强。

表 4-3: 2007 年全球前 20 位免税运营商销售排名

单位: 百万美元

排名	运营商	所属国家或地区	增长率 2009/2008(US\$)
销售额超过 20 亿美元			
1	DFS Group	美国	3.4%
2	Gebr Heinemann	德国	-8.8%
3	Dufry Group	瑞士	12.5%
4	Autogrill	意大利	-8.9%
销售额超过 15 亿美元			
5	The Nuance Group	瑞士	-3.7%
销售额超过 10 亿美元			
6	Lotte Group	韩国	1.5%
7	Dubai Duty Free	阿联酋	3.6%
8	Aer Rianta International	爱尔兰	-10.0%
销售额超过 5 亿美元			
9	Hellenic Duty Free Shops	希腊	-2.8%
10	Aelia	法国	-8.6%
11	Shilla Duty Free	韩国	31.3%
12	Duty Free Americas	美国	-14.9%
13	Tallink Silja	爱沙尼亚	-0.6%
14	King Power International	泰国	0.9%
销售额超过 4 亿美元			
15	Inflight Service Europe	瑞典	-5.7%
16	King Power (HK)	香港	5.3%
销售额超过 3 亿美元			
17	中免总公司	中国	14.5%
18	JATCO	日本	-8.6%
销售额超过 2 亿美元			
19	Aeroporto di Roma	意大利	-12.5%
20	日上	中国	32.5%
21	James Richardson	以色列	-21.2%
22	DFASS	美国	7.8%
23	AK Duty Free	韩国	2.1%
24	EverRich	台湾	17.9%
25	Belgian Sky Shops	比利时	-17.3%
26	P & O Ferries	英国	-11.3%



27	JDC	韩国	5.6%
28	Waked	巴拿马	-6.8%
销售额超过 1 亿美元			
29	Sundsservice / Stena Line	瑞典	-9.3%
30	Motta	哥伦比亚	-9.8%

资料来源: Generation Research

由于历史原因,中免公司的业务一度以免税品批发为主,然而世界上知名的免税运营商全部是以免税零售运营为主。为了实现与世界先进免税运营商的接轨,中免公司提出了“批发零售并重,免税有税共举,向免税运营商转型”的发展战略,在观念、管理、组织架构、业务流程等方面进行了大胆创新,通过加大控参股免税店建设力度、加大收购无资产关系免税店股权、加大与无资产关系免税店之间的免税零售合作等途径,促使企业的零售平台不断扩大,2008年,公司免税品零售业务销售额首次超过批发业务,占到总销售额的55%。

我们认为,随着零售经营能力的不断提升,中免公司不仅能够提高现有零售网络的盈利能力,而且还将增强零售网络向外扩张的能力,尤其是走出国门,参与国际竞标,与世界领先的免税品运营商同台竞技。

遍布境内各主要口岸城市和边境地区的、发达的零售网络

中免公司已在我国境内26个省、自治区、直辖市的主要口岸城市和边境地区建立了经营网络,其中:分公司6家(包括2家免税店和4家配送中心),经营免税零售业务的控、参股公司86家,经营旅游零售有税业务的控、参股公司4家。

图 4-4: 中免公司参控股免税店分布图

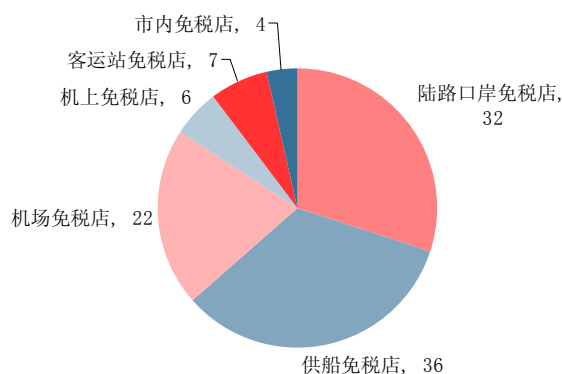


资料来源:《中国国旅招股说明书》

截至2009年6月30日,境内与中免公司有资产关系的免税商店共107家,涵盖了机场免税店、机上免税

店、客运站免税店、供船免税店、陆路口岸免税店和市内免税店等六大类，已发展成为世界上免税店类型最全、零售网点最多的免税运营商之一。

图 4-5：中免公司境内免税店数量分类型统计



资料来源：《中国国旅招股说明书》

强大的采购能力和高效的物流配送体系

中免公司与国际上百家知名品牌经营商保持良好的合作关系。经过 20 多年的发展，中免公司以自身的经营实力赢得了国际知名品牌供应商的信任，保持了良好的合作关系，树立了良好的企业信誉形象。目前中免公司与全世界上百家知名品牌生产经营商建立了长久的供货关系。

中免公司的免税商品采购业务已具有显著的规模效应。公司依托雄厚的实力和强大的销售网络，在各类商品的采购过程中，均能够保持较低或与供应商亚太区水平一致的采购价格，从而确立了公司的价格竞争优势；公司始终坚持与世界同步的采购理念，确保中国免税品市场与世界同步获得供应商最新推出的商品。

中免公司为全国 29 个省、自治区、直辖市（包括香港和台湾地区）90 多个主要口岸城市和边境地区的 150 余家免税店提供免税商品，受我国地域广阔、物流条件和各免税店销售不规律等因素的影响，免税店的日常商品配送曾一度面临物流瓶颈。为此，中免公司从 1997 年起先后在上海、青岛、大连、深圳设立了 4 家配送中心，范围已覆盖了所有中免系统免税店，可以保证各免税店在 1 至 7 天内获得及时的商品配送服务（具体时间与免税店与配送中心的距离和运输方式有关，如：从上海配送中心配送免税商品至上海机场免税店，当天即可完成送货到店），可以说中免公司高效的物流配送体系，已经成为我国免税业发展的可靠保证。

连锁化的零售管理体系

零售管理是免税店运营的关键，中免公司依托多年的免税从业经验，同时借鉴国际免税最新的先进经验，探索并建立了成体系的免税零售运营管理体系，从免税店 VI 的统一、员工的招聘培训、门店运营的标准化流程到专门为免税开发零售 ERP 软件，中免公司运用标准化、规范化的零售管理体系对下属免税店进行连锁化的管理，确保了旗下免税店的整体零售水平逐步与世界先进水平接轨。

成熟的管理团队和经验丰富的专业人才

早在 2002 年中免公司就聘请国际知名咨询公司实施管理变革，确定了公司战略、组织架构、考核体系等，为公司可持续发展注入活力。

中免公司员工平均年龄 33 岁，其中 98% 接受过高等教育。中免公司已有 20 余年的免税从业经验，作为我国最大的免税运营商，成熟的管理团队和经验丰富的专业人才队伍是公司核心竞争力的最重要内容之一。

通过多年以来的积累，中免公司目前已建立了一整套符合我国免税业实际情况和国际规范的人才培养体系，人才引进、人才交流和人才储备制度，能够有效地保障公司业务体系的良好运行。

4.3 海南国际旅游岛新政策将给公司带来巨大的发展机遇

海南省是中国唯一的热带岛屿，2008 年 3 月国务院下发《关于支持海南省发展旅游业有关问题的函》（国办函〔2008〕27 号），同意海南省进一步发挥经济特区优势，在旅游业对外开放和体制改革方面积极探索，先行试验，批准海南省在海口、三亚、琼海、万宁四市开办市内免税店。

借鉴日本、韩国和台湾地区发展海岛旅游业的经验，中免公司首先向海南省提出了在海南实行离岛旅客免税购物政策的建议。离岛旅客免税购物政策是指将海南省视为我国“境内关外”的特殊区域，允许即将离岛旅客（国际游客以及包括海南本岛居民在内的中国公民）在市内免税店购买免税品，经海关验放后携带离岛。这项政策将充分利用海南得天独厚的旅游资源，弥补海南旅游购物的短板，大力推进海南旅游的发展。2009 年 1 月，海南省向国务院递交了《关于海南国际旅游岛建设有关问题的请示》，把海南实施离岛旅客免税购物新政策作为建设国际旅游岛的核心新政策。2009 年 5 月，国务院函复并同意由财政部会同相关部委研究制定离岛旅客免税购物政策实施细则。

目前，中免公司的重点投资项目三亚市内免税店已经对外营业。这是海南省首家市内免税店。其总营业面积为 7,385 平方米，该项目已于 2009 年 9 月 1 日开始陆续分批营业，主要经营免税香水、化妆品、首饰、手表、服装、服饰、皮具、太阳镜、食品、国内旅游精品及海南地方特色产品等。项目筹备伊始就已受到国际众多顶级、奢侈品牌的青睐和关注，包括 CHANNEL、DIOR、LACOME、ESTEE LOUDER 等众多顶级品牌纷纷表达希望参与的意向。

按照日本冲绳岛和韩国济州岛的经营数据测算，随着海南旅游环境日臻完美，海南新型市内免税店销售规模可达到 70 亿元人民币。我们认为：成功建立海南新型市内免税店将会大幅度提升中免公司的企业规模、盈利能力水平和经营水平。

4.4 传统市内免税店的市场空间广阔

与其它渠道免税店相比，市内免税店拥有单店面积最大、经营品牌最全，单店销售和效益较高的特点。2007 年全球共有市内免税店 51 家，总销售额为 52 亿美元，市内免税店的年平均销售额超过 1 亿美元，是机场以外第二大免税渠道，也是增长最快的免税渠道。以全球市内免税业务最发达的韩国为例，其市内免税店年销售额超过了 14 亿美元，相当于其他免税渠道销售的总和。



在我国传统市内免税店是以国外游客、华侨及港澳台胞为销售对象，目前中免公司是我国唯一经国务院批准授权在北京、上海、大连、青岛、厦门和三亚 6 个城市开设市内免税店的免税企业。根据世界旅游组织预测，2015 年中国将成为世界第一旅游目的地国。旅游业的快速发展为市内免税店创造了良好的机遇。

目前，我国市内免税店不准销售烟酒、电器，不准卖给中国人，而且采取“店内买单，口岸提货”的销售方式。北京、上海、大连三地市内免税店的停业在很大程度上归因于这些政策的影响。公司希望借助国人离岛免税购物新政策的出台，集中争取市内免税店的国人购物、“店内提货，口岸验货”销售模式等新型免税业务政策。

我们注意到，中免公司的主要竞争对手日上 2009 年年销售额超过了 2 亿美元，其中北京首都国际机场免税店和上海浦东国际机场免税的年营业额均超过了 1 亿美元。中免公司如果能够争取到“店内提货，口岸验货”之澳大利亚模式的新型免税业务政策，那么恢复重建北京和上海两地市内免税店将成为可能，亦将给予日上沉重打击，抢夺其市场份额。

4.5 进境免税业务的发展将大幅提高公司零售额

为了满足旅客需求，进境免税业务已成为全球免税业不可抗拒的发展潮流。所谓进境免税业务是指将免税店设立在机场、边境、港口、车站等进境隔离区，向准备进境未办理完进境手续（边检验讫、海关检查）旅客以及隔离区内中转旅客销售免税商品。根据世界免税专业机构的统计资料显示，截至 2008 年底，共有 57 个国家和地区开办了进境免税店，韩国、加拿大、法国等 10 个多国家也在考虑批准进境免税店政策。

在很多免税发达国家，进境免税店兼备销售点和提货点的双重功能。出境免税店购物，进境免税店提货的模式极大地吸引了本国旅客离境前在本国免税店购物，回国后在进境店提货。可以说进境店在产生直接销售收入的同时，还可以有效带动出境店和市内店等相关免税业态的发展，其直接和间接经济效益巨大。

近几年来，我国经济和旅游形势发生很大变化。中央确定了“通过扩大内需带动经济增长”的经济发展战略。随着中国公民出境旅游人数和出境旅游消费额的快速增长，如何将更多中国公民的海外消费留在国内，实现对国内经济的拉动，成为国家有关部委关注的重点课题。为了顺应以上发展趋势，公司正在向国家相关部门积极争取在全国范围内开展进境免税业务。

我们认为，中国的进境免税店的销售额可能达到出境免税店的销售规模。这一点与国外的不一样。在国外，进境免税店的销售规模大概是出境免税店的 30%，而国内的占比应该在 50% 甚至更高的水平，这一点已经在浦东机场和首都机场上反映出来了。究其原因，可能是因为中国人是免税品购买意愿非常强的顾客，其进境购买意愿是非常强烈的。

4.6 大力发展旅游零售业务和外轮供应业务

德国免税业的龙头企业汉纳曼集团率先提出“旅游零售”概念，成为世界第一家从免税业转型做旅游零售业务的免税集团，并取得巨大成功。中免公司紧随其后也开始了旅游零售市场的探索。



目前，中免公司的旅游零售有税业务主要分为以下两大板块：

第一，特许经营业务。中免公司凭借多年积累的口岸零售渠道优势，一举成为第一批经北京奥组委授权的奥运产品特许零售商。自 2003 年 8 月开展奥运产品特许经营业务以来，中免公司奥运产品累计销售额近人民币 5 亿元。在奥运特许商品经营取得成功的基础上，目前中免公司已经取得了 2010 年上海世博会特许商品经营权。未来，中免公司还将积极寻求参与国内外重大活动、赛事的特许商品零售业务，不断拓展公司的特许经营业务空间。

第二，自有品牌开发业务。中免公司把握住中国机场国内厅和航空公司机上国内航线高端商业零售的空白，及时推出云集世界顶级香水、化妆品、服装、首饰和手表品牌的“丽乐廊”专卖店，在一年多的时间里，陆续在北京机场、广州机场、厦门机场、深圳机场以及上海航空、海南航空机上航线开设了“丽乐廊”品牌专卖店，开创了国际奢侈商品在机场国内候机厅、机上国内航线销售的先河，为中免公司进军旅游零售市场迈出了坚实的一步。目前，中免公司正准备将这一成功的业务模式推广到更多的国内重要机场和航空公司，力争成为机场国内厅和航空公司机上国内航段最大的奢侈品零售商。

除了大力发展旅游零售业务之外，公司还将大力发展外轮物资供应业务。外轮供应产品主要包括烟酒伙食、生活用品、甲板物料、轮机物料等。目前，我国外供市场每年有约人民币 50 亿元的销售规模，但有上千家企业参与竞争。在外供市场，中免公司有两大竞争优势。第一，免税业务优势。免税业务经营权是中免公司外供业务的核心竞争优势，能够满足外轮包括免税品在内的全部物资需求。第二，品牌网络优势。中免公司知名度高，网络覆盖境内所有口岸，可随时为船东公司提供各种优质的物资供应服务。

中免公司将利用自身优势，重点发展外轮供应业务，逐步整合外供公司，建立外供市场秩序，增强行业调控力度，提高服务质量，在满足国际船东需求的同时，努力挖掘我国外供市场的巨大潜力，为公司提供新的业务增长点。

5. 公司愿景是成为全球著名的跨国旅游服务集成商

5.1 旅游企业发展战略思想：掌控客源、渗透资源

一般企业的发展路径有三条：横向扩张、纵向扩张或者两者兼具。中国国旅则选择了两者兼具的发展路径，即通过横向扩张扩大客源，通过纵向扩张占有资源。本次募集资金投向基本上都是“渠道建设”，以扩大客源为目的，走的是“横向扩张”的路子。在进一步巩固并扩大客源的基础上，公司未来将利用客源优势向旅游产业链上下游延伸，向旅游要素资源进军。

我们认为，一个旅游企业的核心竞争力体现在对客源的掌控及有效利用上。旅游企业只有掌握了大规模的客源，并对其进行有效利用，才能具有较强的市场控制力，才能有效配置要素资源，进而确立谈判地位，手握“定价权”，占据价值链的高端。

中国国旅正是深刻地理解“客源”在公司发展中的基础性地位。因而，公司投入大量资源，进行渠道建设和品牌建设，以期掌控规模客源。

渠道建设：境内境外两个市场 线上线下两种手段

在旅行社业务方面，公司将进一步拓展境内外旅行社网络。境内网络选择在华北、华东、华南三大区域内的重点城市投资设立 36 家旅行社，新开设的旅行社与原有旅行社网络协同开展出境游、入境游、国内游、商务会奖等旅行社相关业务，以形成统一采购、统一销售的规模优势和网络优势。境外旅行社网络选择在英国伦敦、意大利米兰、西班牙马德里、俄罗斯莫斯科、美国纽约等 12 座城市投资新设 12 家境外子公司，在巩固原有境外旅游市场的基础上，开拓新的境外旅游市场。

同时，将分别在北京、上海、深圳成立商务会奖旅游子公司，专业从事包括入境和中国公民业务在内的商务会奖旅游，抢滩大城市的商务会奖旅游专业市场，将全国性的商务会奖旅游业务做大做强，树立在商务会奖旅游市场的领先地位。

除拓展旅行社实体网络外，旅行社业务还将积极建立电子商务渠道，逐渐形成公司有实体网络支撑的旅游电子商务，为传统参团游业务提供线上支持。

在免税业务方面，为推进免税高端零售业务发展，公司将重点打造大连、青岛和厦门等城市的市内免税店，借鉴国际提货模式，按照国际一流免税店运营模式经营，最终确立市内免税店这一免税零售渠道在中国旅游购物市场的影响力。同时，计划在达到政策规定的建店条件的机场、船上、边境、客运站等口岸城市和边境地区开设 26 家控股免税店和对已有 9 家控参股免税店进行增资，扩大免税品零售规模，完善免税零售网络，实现免税零售渠道向广度和深度发展。

品牌建设：不断提升的“无形资产”

目前，公司拥有旅游服务业第一品牌——“中国国旅（CITS）”。在未来的发展中，公司将采取整合的方式，从以下三个方面进一步提升品牌价值。第一，实现公司品牌与主要竞争对手品牌的差异化，建立以质量、信誉和全球旅游专业服务中心的强大企业品牌愿景，在此基础上，建立品牌组合和品牌架构，品牌架构以“中国国旅”主品牌为发展重点并按客户细分市场建立子品牌；第二，为有效地控制地方旅游对公司品牌的使用权并建立全国性网络，公司未来考虑更新品牌标识，与地方企业所使用的标识相区分；第三，提高品牌管理技能，建立权责明晰的品牌管理组织架构，并进行业务运营和品牌推广方面的改进，以确保品牌承诺和所提供的服务之间的一致性。同时，公司将通过全国免税店服务标准和形象的统一、服务内涵的挖掘、服务水平的提升等手段全面发展旅游购物服务品牌，力争在未来几年内，将“cdf”打造成为中国旅游购物服务第一品牌。

为了使品牌提升计划顺利实施，公司在服务质量和人才建设方面大力推进。在服务质量方面，公司将服务标准定位于中高端旅行和购物服务。通过优质服务计划的贯彻，使公司服务成为行业服务标杆。旅行服务将继续加强旅游服务接待的标准化、程序化、规范化建设，以国际标准为公司的质量标准，创我国旅游业一流服务水平，保持在旅游业中的服务领先地位。旅行购物服务将以国际一流免税经营商的服务标准为起点，首先在高端零售渠道如市内免税店和机场免税店建立标准化优质服务体系，之后，再向其他零售渠道推广。

在人才建设方面，公司将在未来几年引进和培养德才兼备的高素质中高级管理人才，包括证券、投资、法律、财务等专门人才，组成公司中高层经营管理骨干，形成一支能圆满完成公司战略目标和规模发展的核心队伍。同时，为适应全国网络拓展，经营和管理好全国网络，公司有针对性地引进和培养门店经营管理者、外派财务经理、投资拓展经理、品牌经理、电子商务技术人员等中级管理人才，并着力培养相当规模的零售服务队伍，包括旅行社门市管理人才和销售人才、免税零售店管理人才和销售人才，使每家门市或零售店成为当地高

品质服务的标杆。公司注重对员工的企业文化教育，将公司倡导的“客户、执行、专业、创新”企业文化精神在各层次员工中传播，全面提高公司全体员工的业务素质 and 职业精神。

除了“客源”，旅游企业发展的另一个关键要素是“资源”。在旅游行业，掌控了客源，还不能说完全拥有了定价权。因为，旅游行业具有明显的淡旺季之分，“旅游六要素”往往在旺季时会出现供不应求的现象。这时，旅游供应商往往处于极其强势的地位，根本不愁客源。以西藏布达拉宫为例，为了保护这座著名的古建筑，布达拉宫管理处宣布对游客人数进行限制，目前游客限制在每天 3,000 人。每到旺季，布达拉宫的门票“一票难求”。而布达拉宫门票也就成为旅游企业提高“西藏游”市场占有率的一个很重要的瓶颈。因此，旅游企业要想提高市场控制力，除了掌控“客源”之外，还必须占有“资源”。当然，这里的“资源”一定要是“稀缺资源”，只有“稀缺资源”才有价值，才值得拥有。

5.2 清晰的发展战略，美好的公司愿景

中国国旅的发展战略是继续发展旅行社和免税业务，以网络拓展、品牌提升和优质服务为发展路径，集聚规模旅游客源，使中国国旅成为中国入境、出境和国内高端旅游的客源中心，同时，在客源集聚的基础上，以资本为纽带，逐步向旅游产业链中的其他关键要素资源渗透和发展，在国家法律法规政策的前提下，不断加强对关键旅游要素资源的控制与整合，如景区景点、酒店、旅游运输等，形成客源和资源互动发展，国际和国内市场同时推进的发展格局，使中国国旅成为掌控多项关键要素资源的综合性旅游服务运营商和具有国际影响力的跨国旅游服务集成商。

6. 盈利预测

我们的盈利预测模型显示，2010 年，公司将实现营业收入 97.15 亿元，比上年度增长 60.2%；完成归属于母公司所有者的净利润 4.64 亿元，比上年度增长 48.3%；以总股本 8.8 亿股计算，公司 2010 年的每股收益为 0.53 元。详细数据参照本报告附录（报表预测）部分。

表 6-1：中国国旅营业收入预测表

单位：百万元

名称	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
旅游服务业务								
入境游	1,672.43	1,084.47	837.41	1,088.63	1,197.49	1,317.24	1,448.96	1,593.86
出境游	1,329.19	1,421.15	1,439.05	3,597.63	3,957.39	4,353.13	4,788.45	5,267.29
国内游	1,061.66	951.41	1,168.47	1,869.55	2,056.51	2,262.16	2,488.37	2,737.21
票务代理	171.15	173.56	141.05	183.37	201.70	221.87	244.06	268.47
其他	11.31	34.99	161.20	182.16	200.37	220.41	242.45	266.69
旅游服务业务营业收入合计	4,245.74	3,665.59	3,747.18	6,921.33	7,613.47	8,374.81	9,212.30	10,133.53
旅游商品销售业务								



上市公司深度报告

免税商品	1,622.13	1,971.60	2,219.62	2,663.55	3,196.26	3,835.51	4,602.61	5,523.13
有税商品	81.90	160.09	64.85	94.04	112.85	135.42	162.50	195.00
酒店服务		2.78		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
批发业务(备考)	924.61	887.22						
商品销售业务营业收入合计	1,704.03	2,134.48	2,284.48	2,757.59	3,309.10	3,970.93	4,765.11	5,718.13
主营业务收入合计(百万元)	5,949.77	5,800.06	6,031.66	9,678.92	10,922.57	12,345.74	13,977.41	15,851.66
其它产品收入(百万元)	16.95	18.58	32.85	36.13	39.75	43.72	48.09	52.90
其中:租金收入		10.34	21.54					
其他收入		8.24	11.31					
其它产品占主营收入比例	0.28%	0.32%	0.54%	0.37%	0.36%	0.35%	0.34%	0.33%
营业收入(百万元)	5,966.72	5,818.64	6,064.51	9,715.05	10,962.32	12,389.46	14,025.50	15,904.56
调整比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业收入(百万元) 调整后	5,966.72	5,818.64	6,064.51	9,715.05	10,962.32	12,389.46	14,025.50	15,904.56
营业收入增长率	22.9%	-2.5%	4.2%	60.2%	12.8%	13.0%	13.2%	13.4%

资料来源: 中信建投证券研究发展部

7. 估值

目前, 沪深 A 股旅游上市公司共 27 家。剔除 6 家亏损企业 (*ST 张股、ST 东海 A、ST 零七、新都酒店、东方宾馆、*ST 罗顿) 和 3 家市盈率异常的企业 (ST 百花 212 倍、丽江旅游 225 倍、北京旅游 499 倍), 剩余 18 家旅游上市公司的市盈率区间在 23 倍—155 倍之间, 算术平均市盈率为 66.6 倍, 加权平均市盈率为 46.3 倍。

表 7-1: 旅游板块市盈率 (20101118)

证券代码	证券简称	归属母公司股东的净利润	总市值	滚动市盈率(PE, TTM)
		最近一年 百万元	2010-11-18 百万元	2010-11-18 倍
000721.SZ	西安饮食	45.88	2,154.90	46.97
002186.SZ	全聚德	98.18	4,600.70	46.86
002306.SZ	湘鄂情	77.66	4,724.00	60.83
600593.SH	大连圣亚	10.36	1,603.56	154.77
000888.SZ	峨眉山 A	105.77	4,332.16	40.96
000978.SZ	桂林旅游	36.26	4,447.24	122.65
600054.SH	黄山旅游	186.60	8,738.83	46.83
000428.SZ	华天酒店	165.93	4,894.23	29.50
600754.SH	锦江股份	411.43	16,329.73	39.69
601007.SH	金陵饭店	95.70	2,601.00	27.18
000610.SZ	西安旅游	13.47	1,937.97	143.93

002159.SZ	三特索道	28.31	2,184.00	77.15
600138.SH	中青旅	274.98	6,346.55	23.08
600258.SH	首旅股份	189.82	5,306.00	27.95
600358.SH	国旅联合	22.38	2,345.76	104.83
600555.SH	九龙山	152.80	6,999.80	45.81
600749.SH	西藏旅游	23.99	2,291.85	95.55
601888.SH	中国国旅	431.14	27,922.40	64.76
	算术平均			66.63
	加权平均			46.30

资料来源: Wind 资讯

考虑到在行业中突出的竞争优势和未来的高成长性,我们认为,给予中国国旅 50 倍—60 倍市盈率是比较合适的。我们预测,中国国旅 2011 年 EPS 为 0.66 元,对应的合理价值区间为 33.00 元—39.60 元。

8. 投资评价和建议

中国国旅是旅游行业龙头企业,旅行社业务行业排名第一,免税业务占据市场主导地位。公司所构建的“旅游+免税”的商业模式,已臻完善和成熟。

我们认为,旅游企业的核心竞争力体现在对客源的掌控及有效利用。中国国旅本次募投项目无一例外不是放在对“客源”的争夺和有效利用上。无论是线上线下、标准非标准的旅游服务业务,还是免税有税的商品销售业务,公司均是围绕“渠道建设”下功夫,以期达到“细分市场,精确定位”的目的。只有细分市场、明晓客户需求,企业才能提供贴心服务,才能真正掌控及有效利用“客源”。

值得注意的是,中国国旅并不安于业已成熟的“旅游+免税”的商业模式,而是积极探索纵向扩张的发展路径,逐步向旅游产业链中的其他关键要素资源渗透和发展,不断加强对关键旅游要素资源的控制与整合,如景区景点、酒店、旅游运输等,形成客源和资源互动发展的业务格局,成为掌控多项关键要素资源的综合性旅游服务运营商。

我们认为,中国国旅深刻理解并把握住了产业的发展规律,其构建的“旅游+免税”的商业模式,正焕发出越来越强大的生命力,而这种商业模式在旅游上市公司当中首次出现,其稀缺性值得投资人关注。

9. 风险分析

我们认为,公司在未来发展过程当中将面临以下四个方面的挑战。

第一,市场风险。我国旅行社行业进入壁垒较低,开设旅行社所需投资额不大,因此旅行社从业企业数量

众多，旅行社之间的竞争比较激烈，整个旅行社行业的集中度不高。而且未来境内旅行社行业的市场竞争可能将更加激烈，如果公司无法有效增加自身竞争优势，以巩固公司在行业中的优势竞争地位，可能造成公司市场份额减少，从而对本公司的业务造成不利影响。

我国加入世界经济贸易组织后，正在加速融入世界经济潮流之中，免税业未来可能也会逐渐对外开放，行业未来将会迎来以下两方面的挑战：一方面，国外竞争对手的进入，可能将改变免税业的竞争格局，国内免税运营商将面临更大的竞争压力；另一方面，进口商品关税的下调，将缩小免税商品相对于有税商品的价格优势，对免税行业产生一定的影响。

第二，管理风险。公司的三级分子公司数量较多，在国内及世界各主要城市拥有近百家分子公司，业务经营地域广阔，经营场所比较分散。特别是公司的海外子公司，因地处境外，与境内公司相比，在管理上存在一定的难度。本次发行募集资金到位后，公司的境内外旅行社网络和免税销售网络将进一步扩张。如果公司的管理模式未能随着公司业务的扩张而及时进行调整和完善、人才储备无法满足公司业务发展的需要，则公司的发展将受到制约，在市场竞争中处于不利地位。

第三，政策风险。根据我国旅行社行业的管理规定，外商控股或独资旅行社不得经营或变相经营中国公民出国旅游业务以及除港、澳、台地区的中国公民赴香港、澳门特别行政区和台湾地区旅游的业务。但是，随着世界经济一体化和中国融入世界经济进程的加快，上述对外资旅行社的限制有可能逐步取消，中国公民出国旅游的行业竞争格局可能发生变化。

我国免税业具有很强的政策性，经营免税业务需经国务院或者其授权部门的批准，行业政策的变化将直接影响免税业的市场环境和市场格局。中免公司是经国务院批准的统一经营、管理免税品销售业务的专营公司，对全国免税店实行“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的“四统一”政策。如果国家调整免税业的管理政策，放宽免税业的市场准入政策，取消免税业的集中统一管理政策，放开免税业的市场准入，则行业的市场竞争将趋于激烈。

如果公司无法适应未来国家相关政策可能发生的变化，有效增强自身竞争优势，以巩固公司在行业中的优势竞争地位，可能造成公司市场份额减少，从而对公司的旅行社和免税业务产生不利影响。

第四，不可抗力产生的风险。旅游行业受自然灾害、流行性疾病、经济危机和国家间的外交关系等突发性因素影响，可能出现重大波动。如自然因素中的地震、海啸、水灾、异常恶劣气候等；健康因素中的流行性疾病，如“非典”和甲型 H1N1 流感等；经济因素中的世界性经济危机，主要客源国经济危机、外汇汇率变化、能源危机等；国际政治因素中的国家之间外交关系的恶化、动乱、政府的政策变化与战争等，都会导致旅游需求的下降或旅游目的地的改变，对公司的旅行社和免税业务产生不利影响。



10. 指标分析

	2008A	2009 A	2010F	2011F	2012F
业绩表现					
收入增长率	-2.48%	4.23%	60.20%	12.84%	13.02%
净利增长率	1.74%	41.37%	48.27%	24.82%	21.87%
EBITDA 增长率	12.02%	28.21%	35.90%	17.17%	17.57%
EBIT 增长率	9.93%	30.40%	40.19%	17.97%	18.27%
主营业务利润率	21.52%	22.60%	19.42%	19.86%	20.33%
EBITDA Margin (%)	-33.73%	53.41%	5.87%	11.16%	11.70%
ROE	24.76%	8.44%	11.78%	13.69%	15.40%
ROIC	107.32%	76.33%	79.71%	100.06%	126.33%
ROIC - WACC	93.06%	61.75%	64.98%	85.33%	111.60%
价值评估					
P/E	93.32	72.11	39.78	31.87	26.15
EV / 收入	3.48	4.07	1.55	1.33	1.14
EV / EBITDA	43.55	41.31	18.58	15.38	12.61
EV / EBIT	47.84	44.62	19.46	15.99	13.04
EV / NOPLAT	61.73	56.24	25.94	21.32	17.38
EV / IC	66.25	42.92	20.68	21.33	21.96
P/B	23.44	7.54	4.68	4.36	4.03
Dividend Yield (%)	0.58%	0.00%	1.26%	1.57%	1.91%
每股指标					
报表 EPS	0.34	0.44	0.53	0.66	0.80
经常性 EPS	0.54	0.00	0.50	0.50	0.50
每股红利	0.29	0.18	0.40	0.74	0.88
每股经营现金流	0.03	2.65	(0.10)	0.52	0.59
每股净资产	1.35	4.21	4.47	4.80	5.20
流动性					
净负债 / 权益	(0.76)	(0.88)	(0.86)	(0.91)	(0.95)
总负债 / 总资产	62.55%	26.92%	29.19%	29.85%	30.43%
流动比率	1.21	3.18	2.96	2.95	2.95
速动比率	0.95	2.78	2.41	2.41	2.41

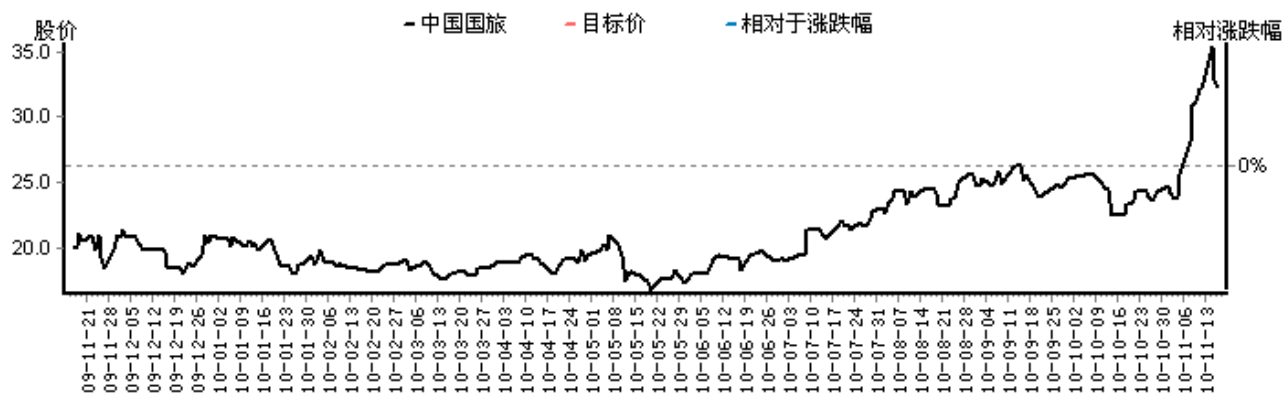


11. 报表预测

	2008A	2009 A	2010F	增长率	2011F	增长率	2012F	增长率
利润表（百万元）								
营业收入	5,818.64	6,064.51	9,715.05	60.20%	10,962.32	12.84%	12,389.46	13.02%
营业成本	4,566.76	4,693.63	7,828.53	66.79%	8,784.69	12.21%	9,871.12	12.37%
营业费用	470.54	474.82	631.48	32.99%	712.55	12.84%	805.31	13.02%
管理费用	358.47	354.78	472.15	33.08%	532.77	12.84%	602.13	13.02%
财务费用	7.52	4.40	(10.05)	N/A	(25.95)	N/A	(29.49)	N/A
投资收益	56.05	71.04	71.04	0.00%	71.04	0.00%	71.04	0.00%
营业利润	416.18	548.09	784.60	43.15%	939.72	19.77%	1,110.18	18.14%
利润总额	429.44	549.78	784.60	42.71%	939.72	19.77%	1,110.18	18.14%
所得税	96.60	113.53	196.15	72.78%	234.93	19.77%	277.54	18.14%
净利润	332.84	436.25	588.45	34.89%	704.79	19.77%	832.63	18.14%
归母净利润	221.23	312.75	463.72	48.27%	578.81	24.82%	705.39	21.87%
资产负债表（百万元）								
货币资金	1,120.22	3,463.19	3,374.46	-2.56%	3,833.66	13.61%	4,356.94	13.65%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	510.18	459.20	735.62	60.20%	830.06	12.84%	938.13	13.02%
预付款项	69.80	124.11	124.11	0.00%	124.11	0.00%	124.11	0.00%
存货	488.25	591.54	986.63	66.79%	1,107.13	12.21%	1,244.05	12.37%
流动资产合计	2,270.19	4,705.34	5,325.86	13.19%	6,012.91	12.90%	6,795.93	13.02%
非流动资产	750.16	794.02	853.35	7.47%	816.85	-4.28%	780.35	-4.47%
资产总计	3,020.36	5,499.36	6,179.21	12.36%	6,829.76	10.53%	7,576.28	10.93%
短期借款	445.00	195.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	661.22	663.81	1,092.00	64.51%	1,225.37	12.21%	1,376.92	12.37%
预收款项	265.25	321.56	411.77	28.05%	513.56	24.72%	628.60	22.40%
流动负债合计	1,883.64	1,477.45	1,800.71	21.88%	2,035.87	13.06%	2,302.46	13.09%
非流动负债	5.61	3.07	3.07	0.00%	3.07	0.00%	3.07	0.00%
少数股东权益	237.71	313.58	438.32	39.78%	564.30	28.74%	691.54	22.55%
母公司股东权益	893.40	3,705.26	3,937.12	6.26%	4,226.53	7.35%	4,579.22	8.34%
净营运资本	386.55	3,227.89	3,525.16	9.21%	3,977.04	12.82%	4,493.47	12.99%
现金流量表（百万元）								
净利润	332.84	436.25	588.45	34.89%	704.79	19.77%	832.63	18.14%
折旧摊销	41.77	44.30	0.00	N/A	36.50	N/A	36.50	0.00%
净营运资金增加	274.30	2,841.34	297.27	-89.54%	451.88	52.01%	516.43	14.28%
经营活动产生现金流	189.31	161.54	353.00	118.52%	651.61	84.59%	775.44	19.00%
投资活动产生现金流	(26.24)	(39.27)	(24.78)	N/A	71.04	N/A	71.04	0.00%
融资活动产生现金流	(144.47)	2,207.12	(416.95)	N/A	(263.46)	N/A	(323.21)	N/A
现金净增（减）	18.60	2,329.39	(88.73)	N/A	459.20	N/A	523.28	13.95%



附:





评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

沈周翔：复旦大学理学硕士，酒店旅游行业分析师，十三年证券从业经验，秉承“成长与价值并重，理论与实践同行”的研究理念，2007年和2008年连续两年被今日投资、《中国证券报》、CCTV《中国证券》共同评选为“最佳分析师”。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。