

2016年05月26日

李晓璐

[c0049@capital.com.tw](mailto:c0049@capital.com.tw)

目标价(人民币)

50

公司基本资讯

产业别	休闲服务
A 股价(2016/5/25)	42.50
上证综指(2016/5/25)	2815.09
股价 12 个月高/低	74.33/41.56
总发行股数(百万)	976.24
A 股数(百万)	976.24
A 市值(亿元)	415.19
主要股东	中国国旅集团有限公司(55.30%)
每股净值(元)	12.17
股价/账面净值	3.49
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-6.8 0.8 -16.6

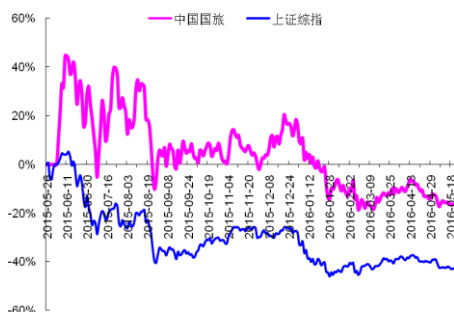
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-03-30	45.94	买入

产品组合

基金	2.4%
一般法人	70.3%

股价相对大盘走势



中国国旅(601888.SH)

BUY 买入

免税业前景光明，首都机场免税店或成香馍馍

结论与建议：

从国人购买力以及中外差距两方面进行分析，我们看好国内免税业的发展前景，而中免公司作为最大的特许经营商将充分享受政策红利的释放。目前公司股价对应 2017 年 PE 为 21 倍，给予买入的投资建议，目标价 50 元，对应 2017 年 25 倍 PE。

- 公司的业务涉及旅行社和免税业务两大块。其中免税业务是核心业务，是公司利润的最主要来源，而旅行社业务受制于全行业竞争激烈长期处于低盈利状态。2015 年中免公司所得净利润占国旅当年净利润的 97%。
- 我们认为中国的免税业正处在起飞阶段，前景光明。中国市场的消费潜力巨大，尤其是奢侈品消费能力居世界首位，大力发展国内免税业对吸引消费回流有重大意义，符合当下大力发展国内消费的政策基调，而我国免税业态单一，限制条件较多，品类偏少，限制了免税业的发展，因此未来免税业的政策松绑空间还很大。
- 2011 年海南离岛免税政策的实施是中国免税业的一次成功突破。离岛免税政策实施五年来，政策不断放松，对三亚海棠湾免税店的销售额起到了关键刺激作用。2016 年政府开始拓展进境免税店业务，将在 19 个口岸增设进境免税店，并提高购物限额。我们推测，未来政府还将继续拓展市内免税店等其他形式，助力国内免税业的发展。
- 中免公司是我国境内五家特许免税店经营企业之一，也是唯一一家可以在全国范围内经营免税店的企业，市场占有率约 40%，实力雄厚。北京首都国际机场免税店重新招标，中免公司作为有力的竞争者，如能够在本次招标中成功中标，将对公司的盈利提升有极大的帮助。我们估算 2015 年北京首都机场免税店的净利润约 8.74 亿元人民币，基于 2015 年中国国旅 15.06 亿元的净利润规模，提升幅度 58%。
- 国企改革方面，公司的控股股东中国国旅集团有限公司正在与中国港中旅集团公司筹划战略重组事宜。两大集团合并后有望一跃成为中国最大的旅游集团，但鉴于旅行社的盈利能力弱，我们预计合并之后对公司净利润的贡献将不显著。
- 综上，预计公司 2016、2017 年分别实现净利润 16.65 亿元和 19.40 亿元，同比增 10.55%和 16.54%，EPS 分别为 1.71 元和 1.99 元。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	百万人民币	1295	1470	1506	1665	1940
同比增减	%	28.73	13.57	2.42	10.55	16.54
每股盈余 (EPS)	人民币	1.33	1.51	1.65	1.71	1.99
同比增减	%	28.73	13.57	9.36	3.54	16.54
A 股市盈率(P/E)	X	32.07	28.24	25.82	24.94	21.40
股利 (DPS)	人民币	0.40	0.46	0.50	0.51	0.60
股息率 (Yield)	%	0.94	1.08	1.18	1.20	1.40

**中国国旅是大型央企，主营业务为旅行社业务和免税业务，利润主要来源于免税业务**

### 公司简介

中国国旅股份有限公司（以下简称“中国国旅”或“公司”）是经国务院和国务院国资委批准，由中国国旅集团有限公司和华侨城集团公司共同发起设立的。2004年，公司由中免集团与中国国际旅行社总社实施战略重组而成，成为唯一一家以旅游及免税为主业的央企。2009年10月15日，中国国旅在上海证券交易所正式挂牌上市。公司的实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会。

图：公司实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



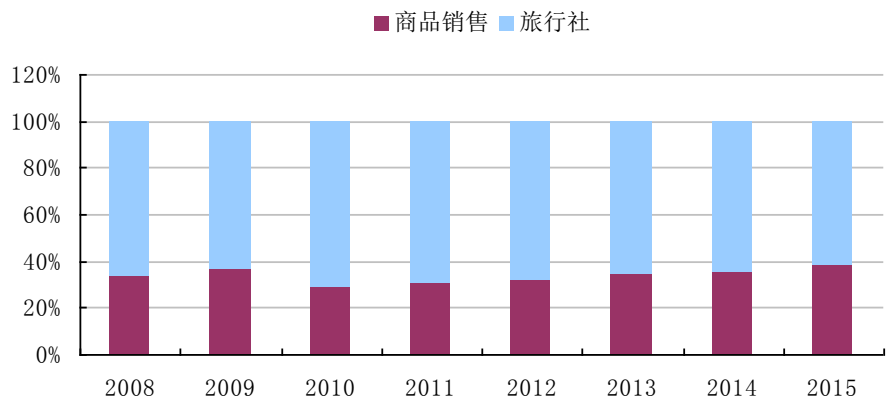
资料来源：公司公告

**公司的主营业务为旅行社业务和免税业务，利润主要来源于免税业务。**

免税业务主要包括烟酒、香化等免税品的批发、零售业务和品牌代理，经营主体为中免公司。中免公司是我国免税行业的龙头企业，也是我国境内唯一一家可以在全国范围内经营免税业务的企业，其免税品销售的国内市场份额排名第一。在免税业务之外，公司还有一块营收占比很小的有税业务板块（含：特许经营业务、自有品牌产品开发业务以及有税商品的品牌代理业务），有税业务和免税业务合称为“商品销售”业务。

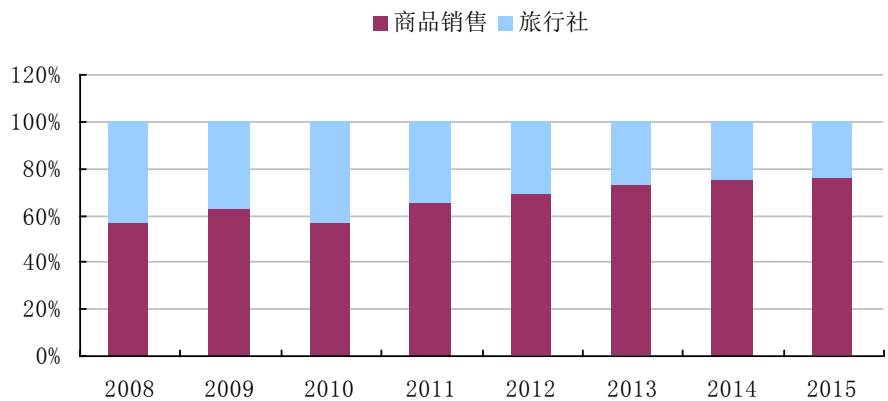
旅行社业务主要包括入境游、出境游、国内游、票务代理和签证等传统业务以及旅游电子商务、商务会奖旅游、海洋游船、旅行救援等新兴业务和专项旅游业务，经营主体为国旅总社。国旅总社是我国旅行社业务种类最为齐全的大型综合旅行社运营商，在中高端旅行社业务领域具有较为明显的竞争优势。公司与全球1,400多家旅行商建立了长期稳定的合作关系，在全国拥有旅行社子公司、联号经营企业150余家，门市网点超过1,000家，并在全球14个国家和地区设有全资、控股子公司从事旅游服务业务。

图：公司历年来两大业务板块的营业收入占比变化图



数据来源：公司公告，群益证券整理

图：公司历年来两大业务板块的毛利润占比变化图



数据来源：公司公告，群益证券整理

### 业绩表现

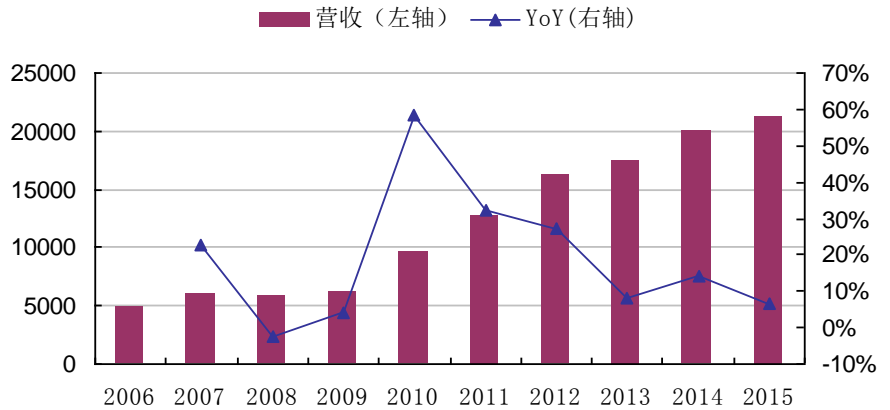
近年来公司的营收增速放缓的迹象明显，主要是受旅行社业务增速放缓的拖累

公司 2015 年实现营业收入 213 亿元，同比增长 6.8%；实现归属上市公司净利润 15.06 亿元，同比增长 2.42%；对应每股收益 1.54 元。业绩增速低于此前发布的业绩快报（预告纯利同比增长 9%），汇兑损益和赠送积分是造成业绩预告与实际业绩有差异的原因（4Q 由于汇兑损益增加使财务费用同比增加 78.45%，以及对三亚免税店客户赠送积分计提递延收益共计 1.16 亿元）。全年毛利率 24.4%，同比增加 0.5 个百分点。

**分红方案：**每 10 股派发现金红利人民币 5.00 元（含税）。

从营收规模看，2010 年开始，公司的营收较往年有较大幅度的增长，主要是由于 2008 年和 2009 年经济危机之后，旅行社业务恢复，营收规模快速反弹。2010 年国内旅游人数同比增长 10.6%，入境过夜旅游人数同比增长 9.4%，出境旅游人数同比增长 20.4%。从历史看，2006 年至 2015 年，公司的营收年均复合增长率为 17.85%，尽管增速依然保持在较高的水平，但是近年来增速放缓的迹象明显，主要是受旅行社业务增速放缓的拖累。

图：公司营收规模及同比增速 单位：百万元

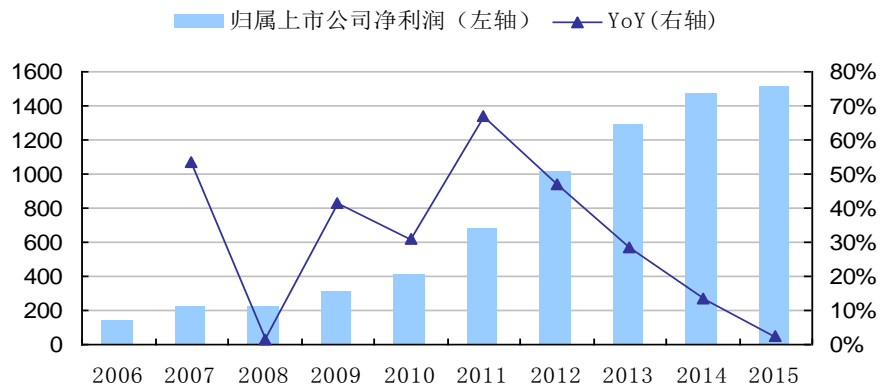


数据来源：公司公告，群益证券整理

公司的盈利能力与免税业务密切相关

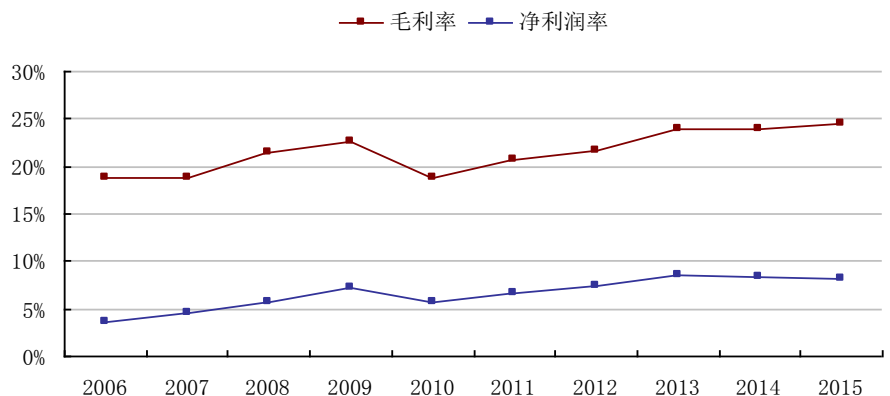
从盈利能力看，公司的免税业务盈利能力较高，商品销售综合毛利率已经超过 40%，而旅行社业务的盈利能力相对较弱，毛利率仅 10% 上下，净利润率不足 1%，因此综合看，公司的盈利能力与免税业务密切相关，综合毛利率水平维持在 20%-25% 之间，综合净利润率维持在 5%-10% 之间。三亚免税店增长态势良好，但其他口岸免税店表现比较平淡，因此整体免税业务增速放缓，且毛利率有所下滑，拖累了公司的净利润增速。

图：公司净利润及同比增速 单位：百万元



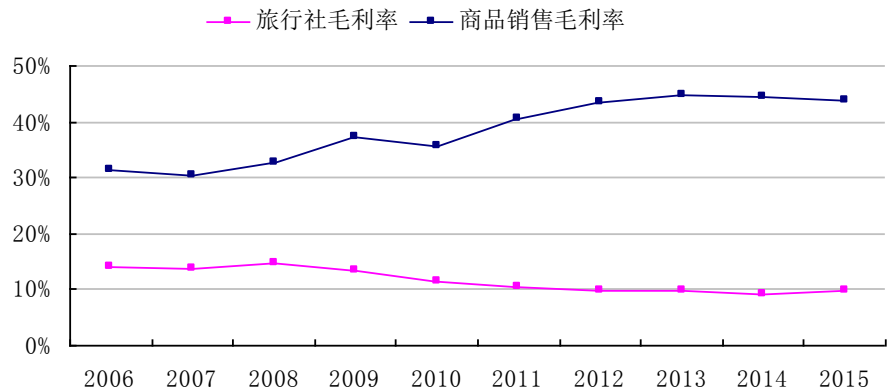
数据来源：公司公告，群益证券整理

图：公司毛利率及净利润率的变动情况



数据来源：公司公告，群益证券整理

图：公司两大业务板块的毛利率的变动情况



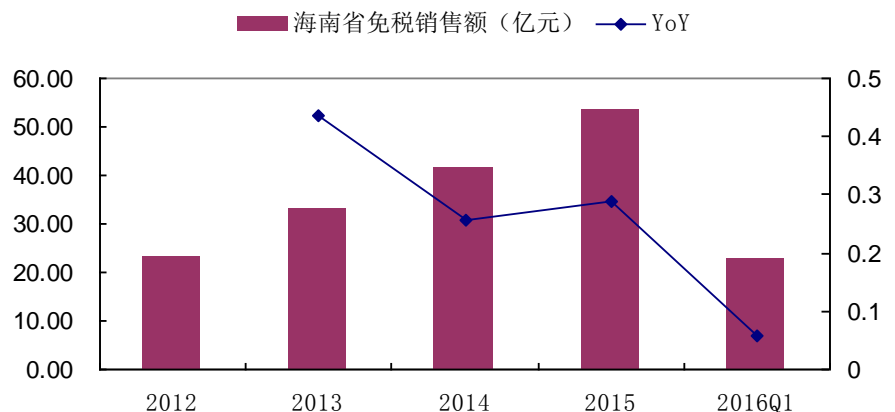
数据来源：公司公告，群益证券整理

2016 年第一季度，公司实现营业收入 52.3 亿元，同比增长 4.7%；实现归属上市公司净利润 6.97 亿元，同比增长 7.86%；对应每股收益 0.79 元。毛利率 31.2%，同比微降 0.4 个百分点。略低于预期，预计与免税业务增速较低有关。

公司没有披露三亚免税店 1Q 的运营数据，但根据海关发布的数据，2016 年一季度海南省免税业累计完成 22.51 亿元的销售额，同比增长 5.68%，而根据 2015 年销售额数据，三亚免税店销售额占海南省免税销售额的 80%，这意味着一季度三亚免税销售额同比增速可能只有个位数。

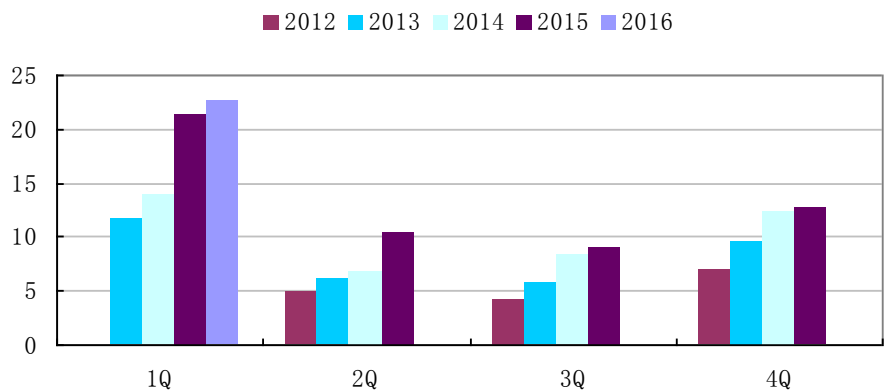
2016 年 2 月 1 日海南离岛免税政策将岛外居民的购物限额从 8000 元提高到了 16000 元，对免税销售额一定有刺激作用，但是 2015Q1 同期销售额增速达到 52.9%，基期被垫高，这是造成 1Q 增速较低的主要原因。

图：海南省免税销售额 单位：亿元



数据来源：中国海关、群益证券整理

图：海南省免税业分季度销售额 单位：亿元



数据来源: 商务部, 群益证券整理

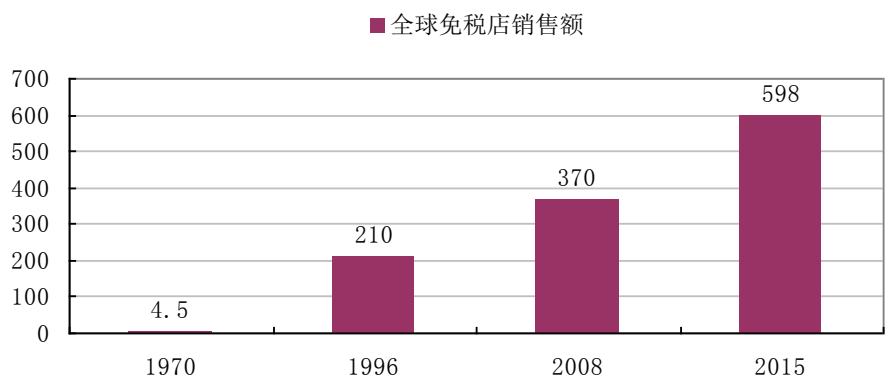
### 免税业务

2015 年全球免税店销售额接近 600 亿美元

#### 一、行业发展背景

国际免税行业的发展始于20世纪中期, 1947年全球第一家免税店在爱尔兰香农(Shannon)机场开业。根据Generation Research 数据, 1970年, 全球免税店的销售额仅为4.5亿美元, 处于探索阶段。到了1996年, 全球免税店销售额达到210亿美元, 以1970年为基准年度, 年均复合增长率为15.93%, 发展提速。1997年-2003年, 受亚洲金融危机、“9.11事件”、“非典”疫情、伊拉克战争以及欧盟取消区内的免税商品销售等一系列事件的影响, 全球免税业销售额呈现停滞状态。2004年以后, 全球免税业逐渐开始走出低谷, 销售额攀升, 2015年全球免税店销售额接近600亿美元, 较2004年增长了140%。国际知名的免税店企业包括DFS (Duty Free Shop) 环球免税集团、韩国Lotte乐天集团和DFA (Duty Free Americas) 美洲免税集团。

图: 全球免税店销售额 单位: 亿美元



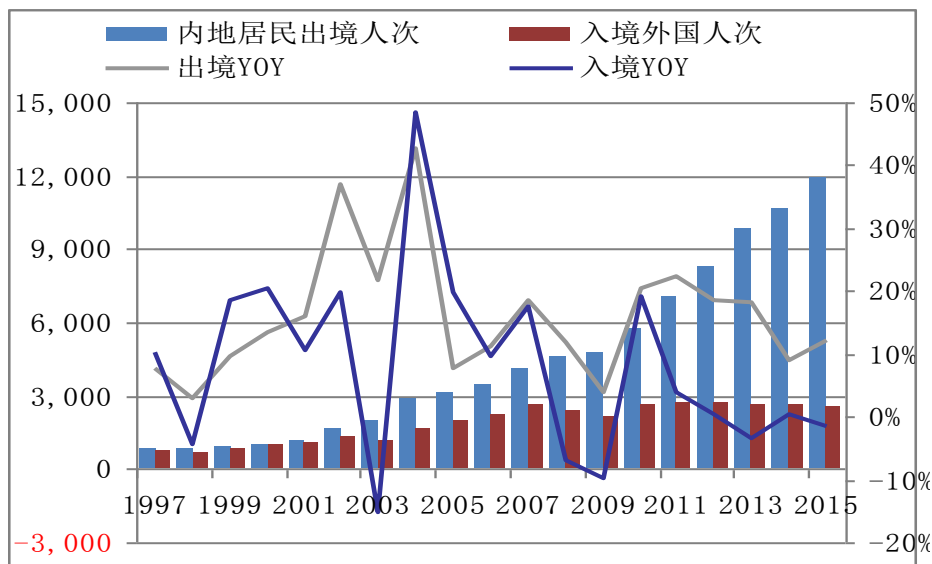
数据来源: Generation Research, 群益证券整理

中国的免税业始于 1979 年, 预估 2015 年中国免税店销售额大约为 200 亿人民币

中国的免税品销售始于1979年11月, 经营主体是中国旅游服务公司。1985年2月, 中国免税品公司(即“中免”)正式成立, 承接了中国旅游服务公司的

免税品销售业务。我国免税商店设立的初衷是吸引更多国际游客，争取更多外汇，但是后来由于出境人数远大于入境人数，我国免税商店的消费人群集中于国内出境人群，出境免税店也成为我国免税店发展的主流业态。目前国内没有权威数据显示目前中国免税业务的市场规模有多大，我们按照中免公司市占率约40%进行推算，2015年中国免税店销售额大约为200亿元人民币。

图：中国出入境人数及按年增长率 单位：万人次



数据来源：国家统计局、国家旅游局、群益证券整理

我国免税行业涉及的相关政府部门包括财政部、海关总署、国家税务总局、国家旅游局等四个部委，其中，主要由海关总署负责免税品经营单位和免税商店的日常监管。

在中国，**免税商品**是指免征进口税、进口环节的增值税和消费税的进口商品，以及实行退（免）税（增值税、消费税）进入免税店销售的国产商品。通常情况下，免税商品会比市面上的商品零售价格至少低30%，有明显的价格优势。一般而言，免税商品仅针对出入境人群，设在大型的机场、港口、边境口岸、交通工具和城市市内的特定场所，**均为国家特许经营，准入门槛高**。凡经营免税商品的企业，均按经营免税商品业务年销售收入的1%向国家上缴特许经营费。

中国的免税店实行国家特许经营制，境内获准经营免税商品批发兼零售业务的免税运营商共5家

目前，中国境内获准经营免税商品批发兼零售业务的免税运营商有5家，包括1家可以在全国范围内经营免税业务的中免公司以及4家区域性公司：日上免税行（上海）有限公司(外资企业)，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海南省免税品有限公司。其中，**中免公司作为我国免税行业的龙头企业，境内市场份额居前，约40%**。

表：中国境内五家免税运营商

成立日期	免税运营商	主要经营区域
1985年	中免公司(前身为1979年成立中国旅游服务公司)	全国主要机场、港口、边境口岸等
1980年	深圳市国有免税商品(集团)有限公司	深圳各口岸
1987年	珠海免税企业集团有限公司	珠海各口岸
1999年	日上免税行(上海)有限公司	上海浦东国际机场(T1、T2)、上海虹桥机场(T1航站楼)、北京首都国际机场(T2和T3航站楼)
2011年	海南省免税品有限公司	海南省(除三亚)

资料来源:群益证券根据公开资料整理

回顾全球的免税业发展历程,免税业发展一般经过“垄断-放松管制-竞争-寡头”的变化历程。中国免税业经过将近40年的发展,已经初步形成了自己的体系,处于从“垄断”阶段向“放松管制”过渡的阶段。我们认为,2011年海南省实施离岛免税,海南成为世界第四个离岛免税地区,标志着中国免税业发展迈入新纪元。可以预见,中国免税业将朝着放松放宽的方向发展,丰富新的业态类型和取消原有限制将成为推动力。

2011年海南省实施离岛免税,标志着中国免税业发展迈入新纪元

表:我国免税业发展历程

1979年-1984年	探索时期,已先后在出入境机场、车站、港口开办了31家免税商店并在北京开设了“驻华外交人员免税店”
1985年	“中国免税品公司”作为国家免税品专营公司正式成立,标志着我国免税业进入正规化、专业化发展的新时期。
1984年-1993年	增长快速,销售额从1,050万美元增长到1亿美元,免税业成为我国旅游相关产业中快速发展的行业之一。
1994年-2000年	免税业开始逐步走向市场化,零售网络扩张、经营形式、购物环境、商品结构和经营管理等方面均发生了质的飞跃,行业整体实力迅速提升,销售总额已位居世界前列。
2000年-2010年	免税业增长继续提速,受全球经济持续、稳定增长,出入境旅游迅速发展,机场、口岸建设升级,市内免税店的开设等因素的影响,我国免税品行业增长迅速,明显快于同期全球免税业的增长。
2011年以来	免税业限制松绑,随着国民收入稳步提高,国人奢侈品需求大增,同时,中国经济步入转型攻坚阶段,刺激消费成为首要任务。2011年在海南省实施离岛退税政策并取得了显著成效。2016年政府开始拓展进境免税店业务。由于中国免税业业态单一,预计未来将继续放松限制

资料来源:群益证券整理

## 二、公司免税业务:充分享受政策红利,盈利能力强

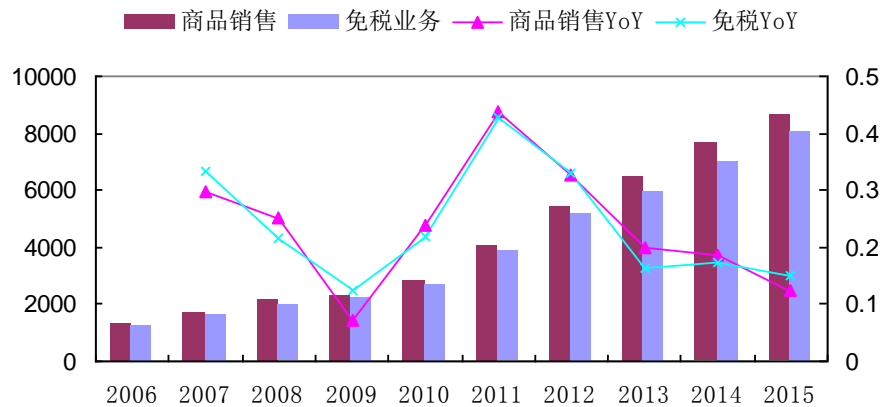
### (一) 概况

三亚免税店受惠于离岛免税政策以及店铺面积增加,销售额提升速度快,但与此同时,中免公司其他免税店经营业绩较为平淡

从营收规模看,2015年公司的商品销售总额达到86.12亿元,同比增长12.4%。其中,有税业务营收只有5.61亿元,同比下降15.62%,而免税业务收入80.57亿元,同比增长15%。2011年以后,三亚免税店受惠于离岛免税政策,销售额提升速度快,但与此同时,中免公司其他免税店经营业绩较为平淡,因此总体来看,公司的免税店销售额增速有所放缓。

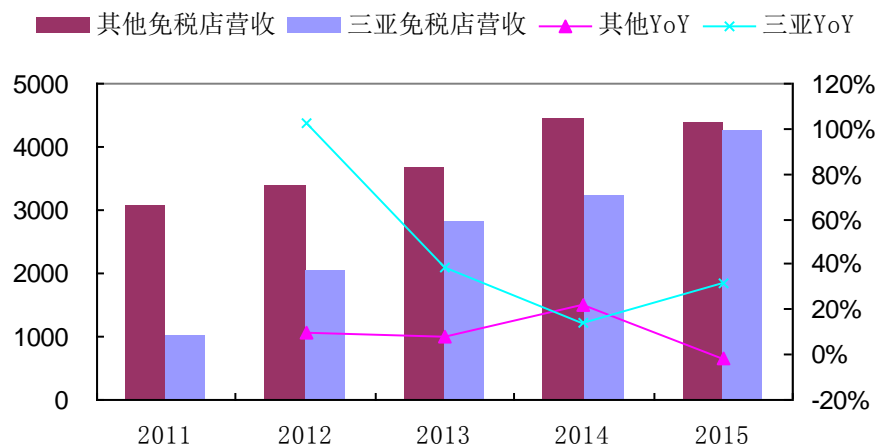
公司的免税业务主要包括烟酒、香化等免税品的批发、零售业务和品牌代理，经营主体为**中免公司**。公司与全球逾300家世界顶级奢侈品牌建立了合作关系，拥有9大类型、**200多家免税店**，网点遍布中国各主要机场、口岸、机上及香港、柬埔寨、台湾等海外旅游热点地区。

图：公司商品销售/免税店销售额以及按年增速 单位：百万元



数据来源：公司公告，群益证券整理

图：中免公司销售额试拆分及增速对比 单位：百万元



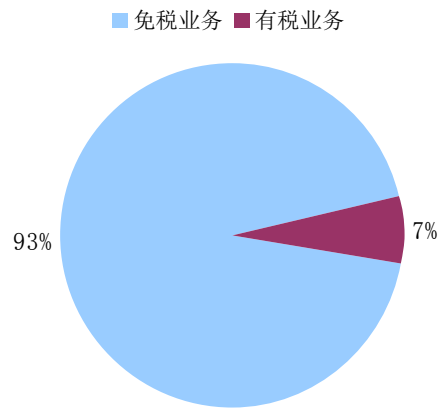
数据来源：公司公告，群益证券整理

**免税业务经营模式：**中免公司本部统一向供应商采购免税商品后，通过配送中心向中免系统下属免税店批发各类免税商品，再由中免系统下属免税商店销售给出入境或离岛旅客。部分距离配送中心地理位置较远的免税店，考虑到运输成本等原因，由供应商直接向这些免税店发货，再由中免系统下属免税商店销售给出入离境或离岛旅客。

**有税业务**是指自有品牌开发业务（比如“千步廊”茶叶、丝绸，“熊猫家”玩具、服装以及“力乐门”葡萄酒等精品店）、国际知名品牌代理业务、特许经营业务等一系列零售业务。有税业务目前占据公司总营业额和利润的比重小。从未来的发展看，由于自营品牌和代理业务的价格优势不明显，以及特许经营的周

期波动较大（比如2008年北京奥运会商品特许经营期于2009年3月31日结束）容易导致业绩波动，因此，预计有税业务将继续作为传统免税业务的补充，难以成为核心业务。

图：免税业务是商业贸易板块的核心业务（2015年营收占比）



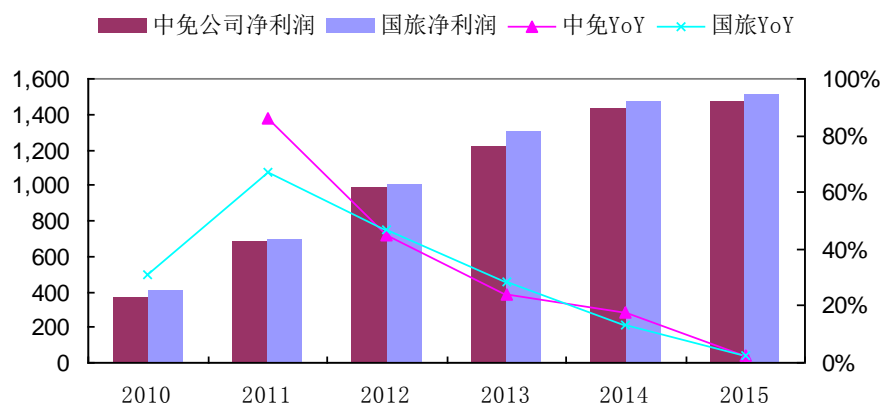
数据来源：公司公告，群益证券整理

从盈利能力看，免税业务是公司盈利能力最好的板块，毛利率从早些年30%提升到近几年的40%以上，成为公司利润的最主要来源。2015年，中免公司实现营业收入于87.44亿元，实现归属上市公司净利润14.65亿元（同比增2.32%，净利润率16.75%），中免公司当年净利润占中国国旅全年归母净利润的97%，是上市公司最为核心的业务。

中免公司几乎贡献了所有中国国旅全年归母的净利润，是上市公司最为核心的业务

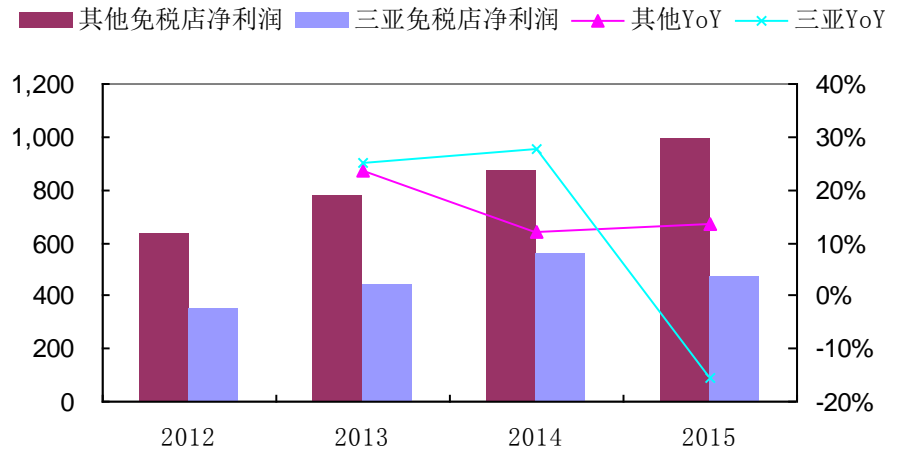
受益于2011年海南离岛免税政策正式实施，2011年和2012年中免公司取得了不俗的业绩增长，净利润按年分别增长86%和45%。2013年和2014年属政策的空窗期，并且随着消费力释放以及基期垫高等因素的影响，增速较高峰期下滑，但依然保持在20%上下，处在合理的增长范围。2015年中免公司的净利润增速明显下滑，主要是受2015年三亚免税店实现归母净利润同比下降15.43%的影响，而三亚免税店净利润下滑则是由于赠送积分计提递延受益共计1.16亿元，以及低毛利产品销量增加及促销增多，最终净利润率下滑5个百分点至11%。

图：中免公司/国旅实现的归属上市公司净利润及增速 单位：百万元



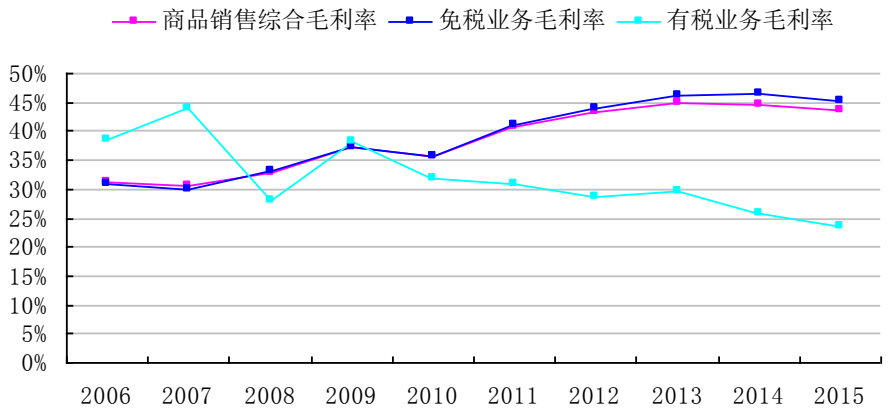
数据来源：公司公告，群益证券整理

图：中免公司净利润试拆分及增速对比 单位：百万元



数据来源：公司公告，群益证券整理

图：公司商业销售综合毛利率及细分业务的毛利率

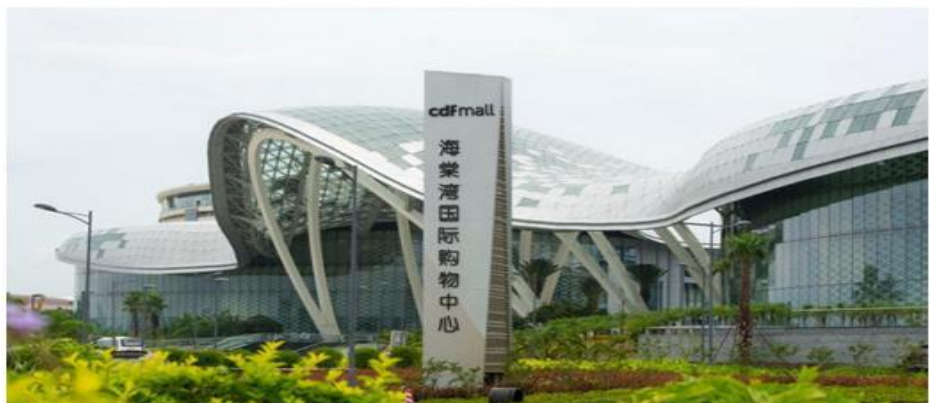


数据来源：公司公告，群益证券整理

### (二) 三亚海棠湾免税专案

2009年9月，中免公司在海南省三亚市大东海旅游区开设了海南岛第一家市内免税店，实际上是**离境退税店**。三亚店的营业面积为7千平米，店内不同商品类别退税率为10%-40%，店内商品的价格低于国内零售价格10%-35%。

三亚海棠湾免税店于 2014 年 9 月对外营业，是目前世界上规模最大的单体免税店。伴随政策的不断松绑，销售额快速提升



2011年，中国国旅的孙公司竞得海棠湾土地使用权，用以建设三亚海棠湾国际购物中心项目。专案总建筑面积11.7万平方米，商用部分的建筑面积为7.2万平方米（80%用于免税业务的经营），相当于10个三亚大东海免税店。三亚海棠湾国际购物中心上下共三层（购物中心一层、二层为免税品区域，三层为有税及餐饮区），于2014年9月1日正式对外营业，成为全球规模最大的单体免税店。与此同时，大东海免税店停止运营。海棠湾免税店店内商品价格比市场零售价格低15%-35%，覆盖线下300多个国际品牌。

海棠湾免税购物中心毗邻海南岛东线高速及东线铁路两大重要交通枢纽，距三亚市区仅30分钟车程。距三亚凤凰国际机场20公里，乘出租车约20分钟。海口至三亚的高铁已经于2015年12月30日正式通车，全程约2小时。海棠湾购物中心也开通免费班车，分别从三亚亚龙湾、三亚湾和鹿回头等游客集中区域往返海棠湾免税购物中心，每30分钟一班。

为配合建设国际旅游岛，海南省的免税业发展经历了由“离境退税”向“离岛免税”扩容的过程。离岛免税政策是指对乘飞机离岛（不包括离境）的旅客实行限次、限值、限量和限品种的免税购物，在免税商店内付款，在机场隔离区或口岸提货离岛的税收优惠政策。与离境退税相比，离岛免税的享受对象更广泛，优惠力度更大，购买场所更为便利。

### 海南省的免税业发展经历了由“离境退税”向“离岛免税”扩容的过程

表：“离岛免税”和“离境退税”的主要区别

区别	享受对象	优惠税种	购买场所
离岛免税	年满16周岁，乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客，港澳台同胞，也包括海南省居民	进口关税、进口环节消费税和增值税，税率集中在20%~100%	海口美兰机场免税店、三亚海棠湾国际购物中心
离境退税	离境外国人：在我国境内连续居住不超过183天的外国人和港澳台同胞	退还增值税，税率集中在5%~20%	退税定点商店：海口市的生生百货、民生百货和位于三亚市的夏日百货

资料来源：国家财政部、群益证券整理

2011年4月20日海南离岛免税政策在三亚免税店首家试点运营，2011年5月1日正式实施。此后，海南离岛免税政策经历了数次调整，经营品种和购物限额不断放宽，对海南的免税业形成了有利的推动。

表：海南免税业政策逐步放宽

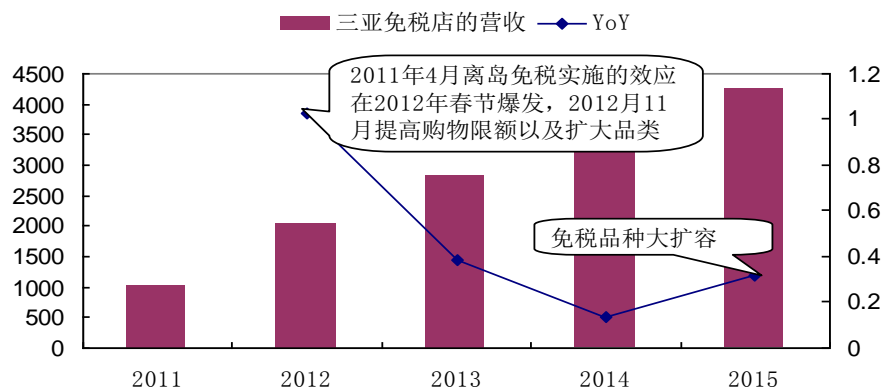
实施时间	主要内容
2011年1月1日	《境外旅客购物离境退税海南试点管理办法》公布
2011年3月24日	《海南离岛旅客免税购物政策试点细则》正式公布。每年2次、總額度在5000元以下的商品免進口稅購物，在實施離島免稅政策的免稅商店內付款，在機場隔離區提貨離島
2011年4月20日	海南离岛免税政策在三亚免税店首家试点运营（之后海口也开始试点），成为继日本冲绳岛、韩国济州岛和马祖、金门之后，第四个实施该政策的区域。
2012年11月1日	每人每年累计免税购物限额由原来的5000元调整至8000元，并增加美容、保健器材等3类免税商品品种等，总品种扩大至21种。
2015年3月20日	新增17大类免税品品种，由此离岛免税购物品种增加到38种，香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等10种类别热销商品单次限购数量也分别放宽
2016年2月1日	取消非岛内居民旅客购物次数限制，每人每年累计免税购物限额由原来的8000元调整至16000元

资料来源：国家财政部、群益证券整理

受惠于离岛免税政策放宽，2012年，三亚免税店实现营业收入20.37亿元，同比大幅增长103%。2015年，免税商品从原来的21个品类再次扩大到38个品类，以及免税店营业面积大增9倍带来更好的购物体验，当年海棠湾免税店实现营业收入42.46亿元，同比增长32%，较2014年加快18个百分点，政策刺激的效用显著。随着业务规模的扩大，三亚免税店对公司免税业务的贡献也越来越大，2015年，三亚免税店的营业收入占公司免税业务的营收比重已经超过一半，利润占比也在三成以上。

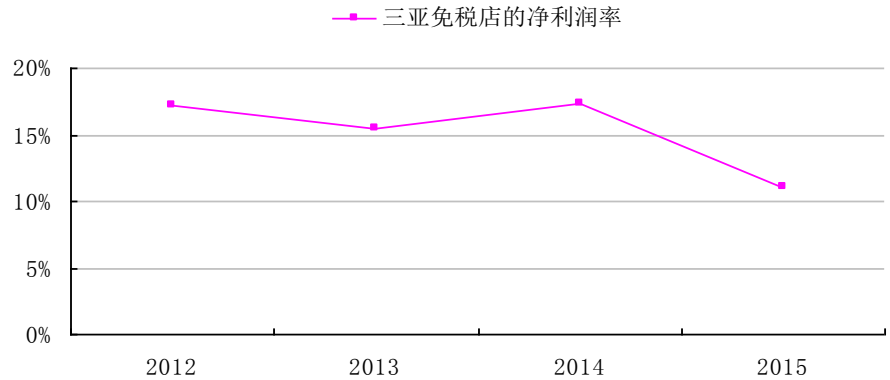
2015年三亚免税店的净利润率有较大幅度的下滑，原因为：一是会计分类发生变更，2015年之前三亚海棠湾的营销费用计入销售费用，2015年开始这部分营销费用直接抵扣营业收入。二是手表的营收占比较高，但是毛利率较低，随着单次限购数量放宽使营收增加，对综合毛利率造成拖累。三是赠送积分计提递延受益共计1.16亿元。最终净利润率下滑5个点至11%。此外，我们认为国内经济增速放缓影响了国民的购物意愿，三亚店促销较往年有所增多也对毛利率造成了一定的影响。

图：三亚免税店销售额及增速 单位：百万元



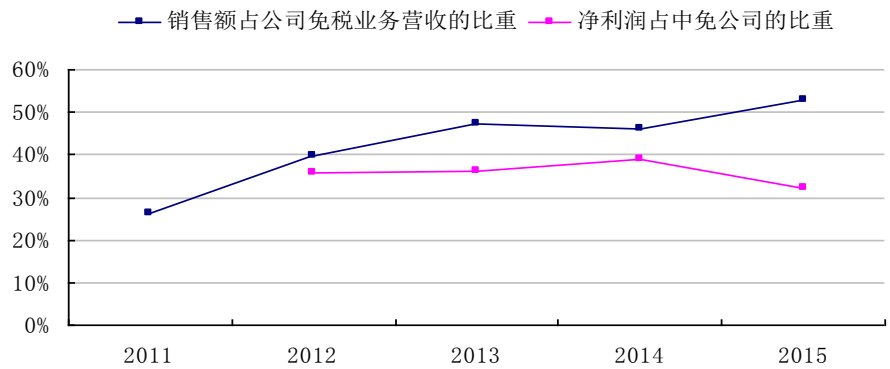
数据来源：公司公告、群益证券整理

图：三亚免税店的净利润率



数据来源：公司公告、群益证券整理

图：三亚免税店销售额及净利润占比



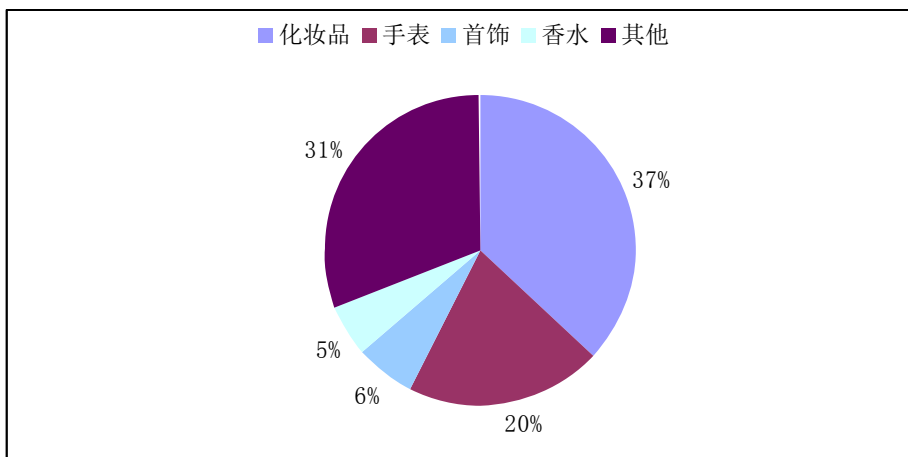
数据来源：公司公告、群益证券整理

化妆品和手表是三亚免税店销售最为火爆的两个品类

2015年新增了十七个品类的免税商品，其中婴幼儿奶粉最受欢迎。从全部消费品类来看，化妆品和手表是三亚免税店销售最为火爆的两个品类，其中化妆品占比接近四成，手表占比超两成。2015年三亚免税店购物人次达到101万人次，同比增长14%；进店人均消费约4204元，同比增15.71%；进店购买率约4.83（平均4.83人进店会有1人消费），同比基本持平。

图：海南免税业分品类营业收入占比（2015年3月20日至9月20日）

海南省现有两家实体免税店已经开设网上销售窗口，极大地提高了购物便利性



数据来源：中国海关、群益证券整理

### (三) 在线免税业务

随着电商的兴起，公司也开始探索线上免税业务。2015年1月20日，中免集团推出在线购网站——中免商城([www.zhongmian.com](http://www.zhongmian.com))，拓展线上免税业务。中免商城定位为奢侈品电商，其差异化竞争力体现在100%品牌授权，以及由此产生的价格优势，而目前国内绝大部分的海外电商都是通过经销商拿货，并未获得品牌商授权。

从2016年2月1日开始，财政部同意海南省现有两家实体免税店开设网上销售窗口。离岛旅客可通过网上销售窗口进行购物，凭身份证件和登机牌在机场隔离区提货点提货并携带离岛。此举极大的提高了免税店购物的便利性。目前，网上免税店提供下单后最快6个小时后可提货，以及最早可在航班起飞前30天预订的便利服务。据海口海关统计，2016年2月1日起至4月19日，采用“网上购物，机场提货”模式销售离岛免税品6.58万件，购物人数1.55万人次，销售金额2820.7万元。

表：三亚海棠湾网上免税店预订及提货时间说明

1.离岛机场为海口美兰机场的国内航班购买时间及提货时间：

06:00——21:00之间购买	最快可在9小时后提货
21:00——06:00之间购买	最快可在24小时后提货

2.离岛机场为三亚凤凰机场的国内航班购买时间及提货时间

21:00——09:00之间购买	最快可6小时提货
------------------	----------

※ 温馨提示：因完成购买后，需要时间将商品配送至机场提货处，最早可于航班起飞前30天内购买。请您合理安排购买时间，祝您旅途愉快！

资料来源：三亚海棠湾免税店网上商城

表：海口美兰机场网上免税店预订及提货时间说明

机场提货处服务时间：早6:00 ~ 晚23:00

1. 离岛机场为海口美兰机场的国内航班预订时间及可提货时间：

6:00至17:00之间下单	最快6小时后提货
17:00至18:00之间下单	最快当日22:00后提货
18:00至21:00之间下单	最快次日6:00后提货
21:00至次日6:00之间下单	最快次日12:00后提货

2. 离岛机场为三亚凤凰机场的国内航班预订时间及可提货时间：

00:00至21:00之间下单	最快可在次日6:00后提货
21:00至23:59之间下单	最快第三日6:00后提货

资料来源：海口美兰机场免税店网上商城

中国人的奢侈品消费严重外溢，  
大力发展国内免税业有利于吸引消费回流

### 三、公司免税业务未来看点：政策红利释放与首都机场重新招标

#### （一）政策红利

免税业在中国正处于上升阶段，市场潜力很大。大力发展免税业与刺激国内消费的大政策方向相吻合。目前我国免税业务实施的是准入制，属于垄断经营，因此获得经营许可的公司可以充分享受政策红利，获得较高的业绩增长。

**第一，中国人的奢侈品消费能力居世界首位，但境外消费是主流，严重外溢。**

伴随着国内经济的快速发展，数量庞大的中产阶级迅速崛起并逐步成为奢侈品消费的主体，国内奢侈品市场需求随之放大。目前大部分顶级奢侈品品牌已经进驻中国，且在部分二三线城市已有布局，整体发展迅猛。

#### 典型国内消费奢侈品品牌

长期以来，中国奢侈品受制于高额关税、进口税以及流通环节的增值税和消费税，售价高昂。根据美国数据调查机构L2的最新报告显示，英国奢侈品牌 Burberry 的价格在国内的售价比国外贵37%，而Louis Vuitton则比国外贵25%。据我们估算，大部分奢侈品牌在中国的零售价比国外贵20%至50%。

在这样的背景下，境外购买一直是奢侈品消费的主流渠道，尤其是境外免税

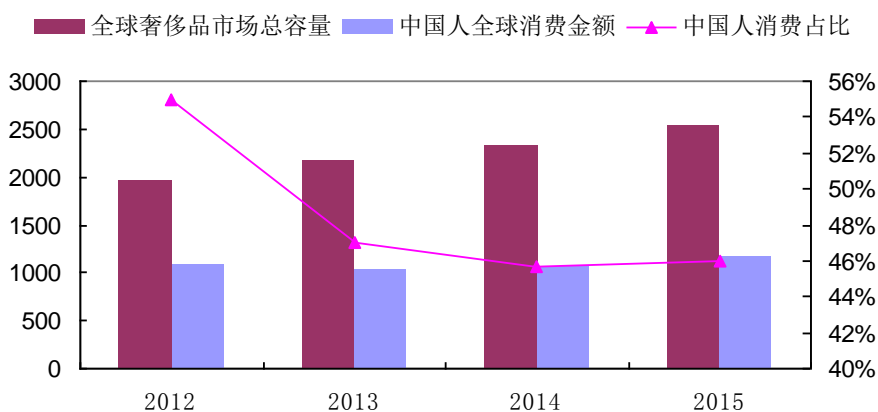
店。近几年，由于汇率波动和签证政策不断松绑，国内的出境游持续火爆，“旅游+购物”的风潮进一步刺激了境外购买的需求量。财富品质研究院根据品牌库中2万多个品牌的营业收入估算发现，2015年中国消费者全球奢侈品消费达到1168亿美元，也就是中国人买走全球46%的奢侈品，其中78%是境外消费，消费严重外溢。而且境外人均消费6326元，居世界首位。

近几年国内免税业政策逐渐松绑，对刺激国内奢侈品的消费起到一定的作用，但是由于品牌和品类偏少，以及购买限制较多，以及大型免税店偏少等因素，依然无法阻挡奢侈品消费外溢的情况。因此，我们认为政府大幅度放宽免税业限制将有助于促进中国免税业的发展，吸引消费回流，符合当下刺激消费的政策基调。

我们还注意到，从2016年春节以后，海关监管部门加强了对个人入境物品抽查、海淘征税、禁止代购等的力度，对吸引消费回流也起到了正面的帮助作用。

图：全球奢侈品销售额及中国人消费金额占比 单位：亿美元

我国免税业态单一，限制条件也较多，品类也偏少，与发达国家相比还有很大的政策松绑空间



数据来源：财富品质研究院，群益证券整理

**第二，与发达国家对比，我们认为我国的免税业政策放宽的空间还很大。**

从我国免税业的总体发展历程来看，由于发展历史较短，在经营模式、免税店规模、商品种类、购物环境和市场开发等诸多方面与免税业发展成熟国家具有一定的差距，为政策放宽预留了空间。

相比与国际发达国家，我国的免税业态还很单一，导致出入境游客的免税消费空间十分有限，大量高档商品消费难以在国内实现。许多国家免税业务涵盖了出境店、入境店、境内购物退税、离岛免税购物以及机上免税购物、轮船免税购物、边境口岸免税店和市内免税购物等各种免退税业态。目前美国、加拿大、欧洲大部分国家、澳大利亚、韩国等拥有全部免退税消费业态，国际旅客在行程的各个阶段均能享受到免退税购物。而中国的免税业集中于机场出境店，离岛免税购物也处在起步阶段，2016年政府开始拓展进境免税店业务，未来有望继续拓展市内免税店等其他形式。

为满足国内消费需求，方便国内消费者在境内购买国外产品，经国务院批准，决定自2016年2月18日起，增设和恢复19家口岸进境免税店，合理扩大免税品种，增加一定数量的免税购物额。在维持居民旅客进境物品5000元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过8000元人民币。具体来看，此次将在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡等机场口岸，深圳福田、皇岗、沙头角、文锦渡口岸，珠海闸口岸，黑河口岸等水陆口岸各设1家口岸进境免税店。

我们从限额、限次和限量等三方面对比了中国和韩国之间的免税店的差异，结果发现，海南离岛免税作为我国免税业的大胆尝试，对免税购物的限制依然比较严格。同时，我们抽样对比了海南免税店和韩国新罗免税店的相同品牌系列的零售价格，结果显示，海南免税店在香化和手表类产品有价格优势，而与韩国免税店相比最大的差距在于海南免税店在售的品牌和品类均偏少。

表：中韩两国免税店限额限次限量指标对比

国别/地区	限额	限次（每人每年）	限量（每人每次）
海南离岛免税	岛内居民：每年累计8000元人民币（含） 岛外居民：每年累计16000元人民币（含）	岛内居民：每年享受1次， 非岛内居民：不限次，但单价8000元以上的商品，每人每年限购2件，每次限购1件	单一品种限量（自用）
中国其他口岸免税店	入境：8000元人民币（含） 出境：无限制	无限制 无限制	无限制 无限制
韩国免税店	入境韩国人：600美金； 入境外国人：600美金 出境韩国人：3000美金； 出境外国人：无限制	无限制 无限制	无限制 无限制

资料来源：国家财政部、韩国乐天免税店、群益证券整理

表：中外免税店部分商品价格对比 单位：人民币元

北京首都国际机场免税店或成香饕餮

护肤品	海南免税店	韩国新罗免税店
雅诗兰黛肌透修护眼部精华霜 2件套（15ML*2）	650元/套	736元/套
雅诗兰黛特润修护肌透精华露 100ML	945元/瓶	1064元/瓶
SK-II 护肤精华露 250ML	995元/瓶	1058元/瓶
SK-II精研祛斑深效修护液 2件套（50ML*2）	1705元/套	1892元/套
箱包		
新秀丽/SAMSONITE 拉杆箱 Pucca Heart 28英寸	1665元/个	1145元/个
TUMI 男士单肩背包 29 cm x 40.5 cm x 19.5 cm	2890元/个	2625元/个
手表		
浪琴Master系列机械表 女士 L21285777	15105元/个	16951元/个
天梭Bridgeport系列机械表T097.007.22.116.00	5045元/个	5256元/个

资料来源：各地免税店官网2016年5月23日价格，群益证券整理

## （二）北京首都国际机场免税店重新招标

日上免税行与北京首都国际机场免税店(T2 和 T3 航站楼)的经营合同已经于 2015 年底到期。2016 年 3 月,北京首都机场免税业务招标确定了招标代理商,下一步将启动正式的招标工作。目前尚不能预期何时能完成招标工作并公布结果,但可以预期的是中免公司将积极参与此次招标。若中免公司能中标,那么对中国国旅的业绩将有极大的提升作用。

根据财富品质研究院的数据,日上免税行 2011 年、2012 年和 2013 年的营业收入分别达到 5.15 亿欧元、6.45 亿欧元和 8.82 亿欧元(首次超过中免集团)。日上目前经营北京和上海两地机场的免税店。由于机场免税品销售与出入境人数有很大的关联,因此我们根据两地旅客吞吐量占比对日上免行的营收额进行拆分,估算出首都机场免税店的营业额,并根据中免的 2015 年的净利润率估算相应的净利润规模。

根据估算,我们预计 2015 年北京首都机场免税店营业额为 7.09 亿欧元,折合人民币约 51.38 亿元,按 16.75%的净利润率估算,首都机场实现净利润约人民币 8.736 亿元。基于 2015 年中国国旅 15.06 亿元的净利润规模,提升幅度 58%,利润贡献显著。

图:首都机场免税店营业额预估 单位:亿欧元

日期	北京机场免税店营收预估	上海机场免税店营收预估	日上免税行营收	日上营收YoY
2011	2.64	2.51	5.15	
2012	3.29	3.16	6.45	25.24%
2013	4.43	4.39	8.82	36.74%
2014	5.62	5.85	11.47	30.00%
2015	7.09	7.82	14.91	30.00%

资料来源:财富品质研究院、群益证券预估(红色字体为预估值)

### 旅行社业务

公司旅行社业务发展趋缓,盈利能力弱

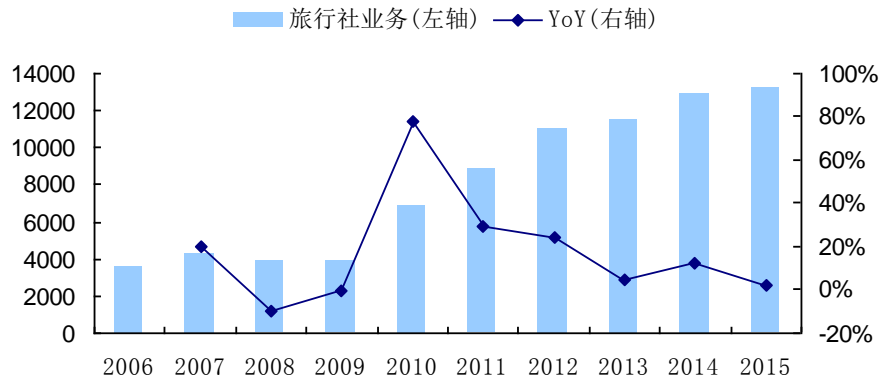
#### 一、公司旅行社业务:发展趋缓,盈利能力弱

2015 年公司的旅行社业务营收为 132.34 亿元(占公司总营收的 62%),同比微增 2.33%。其中,国旅总社实现营业收入 124 亿元,实现归属上市公司净利润 4948 万元。照此预估,公司的旅行社业务净利润率水平仅为 0.4%,占当年上市公司净利润的比重仅为 3%。2006 年至 2015 年,公司的旅行社业务营收年均复合增长率为 15.81%,略低于公司总营收年均复合增速。从趋势上看,旅行社业务增速放缓的趋势较为明显,这主要是由于国内旅行社竞争不断加剧造成的。行业竞争激烈也导致了毛利率水平明显下滑,近几年毛利率已经下降到 10%以下。

国旅属旅行社综合零售商,具有完善的零售网络,自行开发的旅游产品主要通过自身门店销售给终端消费者,代理商销售占比较小。公司的旅行社业务以线下传统门市交易为主,公司与全球 1,400 多家旅行商建立了长期稳定的合作关系,在全国拥有旅行社子公司、联号经营企业 150 余家,门市网点超过 1,000 家,

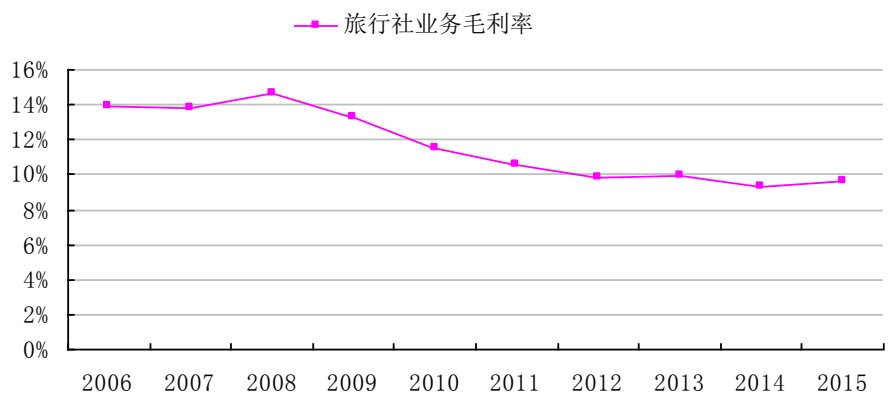
并在全球 14 个国家和地区设有全资、控股子公司从事旅游服务业务。在线旅行平台由 B2B 蒲公英分销平台和 B2C 国旅在线组成，目前与全国 88 个城市逾千家门市形成线上线下一体化服务体系。

图：公司旅行社业务规模以及按年增速 单位：百万元



数据来源：公司公告，群益证券整理

图：公司旅行社业务综合毛利率水平及变动趋势

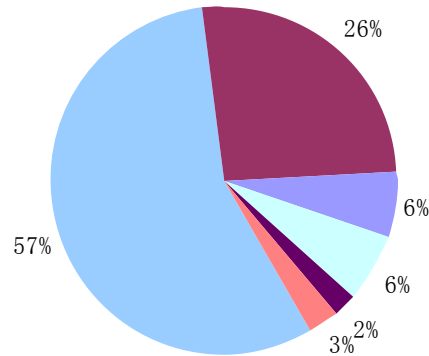


数据来源：公司公告，群益证券整理

出境游是公司旅行社的主要业务，其次是国内游和入境游。在过去十年间，随着人均收入提高、签证政策放宽等因素助推，出境游增长迅猛，因此营收占比逐年抬升，出境游的营收占比从 2006 年的 31% 上升到 2015 年的 57%。与此同时，国内游向悠闲自助游发展，跟团游比重迅速下降，国内游增速下滑，营收占比从 2006 年的 23% 微升到 2015 年的 26%。

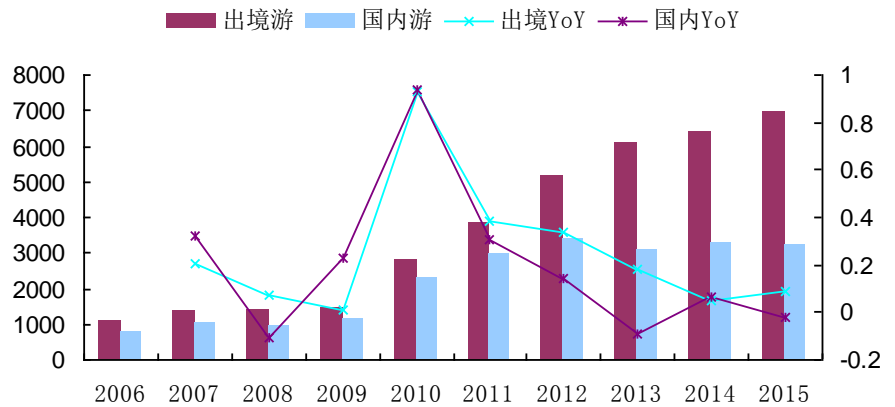
图：公司旅行社业务细分项目营收占比（2015年营收占比）

■ 出境游 ■ 国内游 ■ 入境游 ■ 境外签证 ■ 票务代理 ■ 其他服务



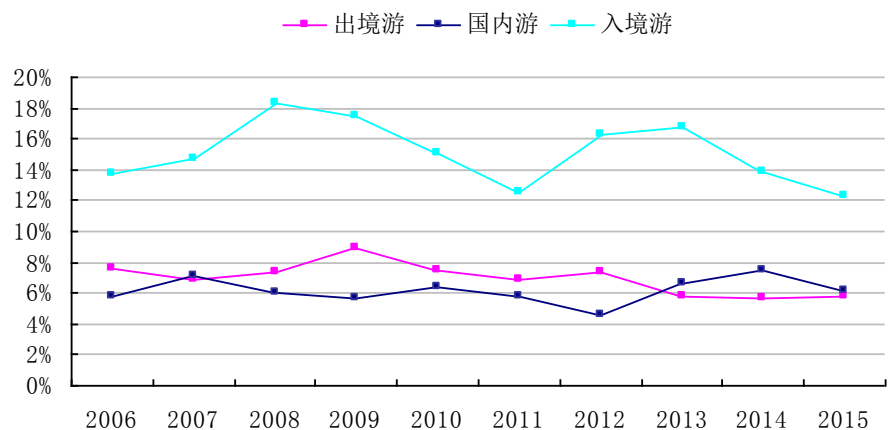
数据来源：公司公告，群益证券整理

图：公司出境游和国内游营收规模以及按年增速 单位：百万元



数据来源：公司公告，群益证券整理

图：公司旅行社细分项目毛利率水平对比



数据来源：公司公告，群益证券整理

## 二、国内旅行社发展现状及前景

### (一) 传统线下旅行社：竞争激烈

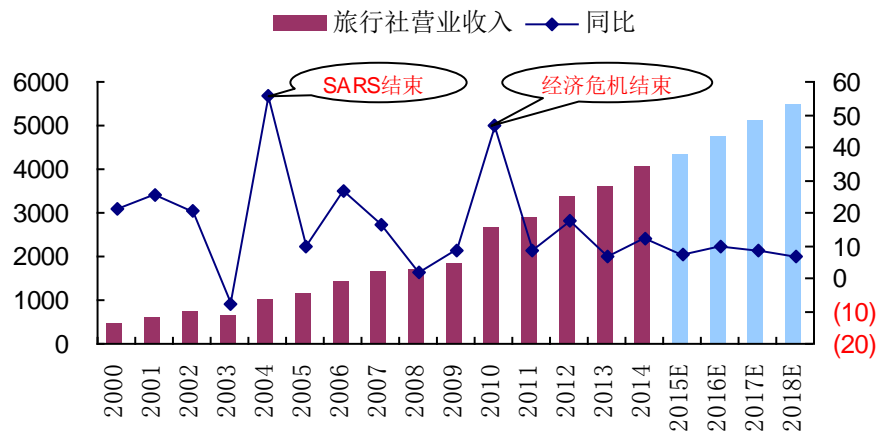
旅行社通过从景区、酒店、航空公司等供货商处获得其门票、住宿和机票

等，将其组合成为各类旅游路线产品再进行分销，利润来源于购销差价。业务方向包括出境游、入境游和国内游三大块。国内规模较大的旅行社有中国国际旅行社、中国旅行社总社、中国青年旅行社、康辉旅行社；专注出境的众信旅游、凯撒旅游和北京市华远国际旅游有限公司等；专注游轮旅游的辰达国旅以及海南专线的泰康国旅等，此外还存在大量从事分销的小型旅行社。**根据国家旅游局数据，截至 2015 年底，中国境内共有 27621 家旅行社，同比增长 3.6%，依然缓慢增长。**

2001 年至 2012 年，我国旅行社行业总体上保持了高速增长态势，营收年复合增长率为 16.86%。2014 年，国内旅行社销售额达到 4029.6 亿元，同比增长 12%。旅行社行业存在三大突出特征，一是受不可抗力的负面影响大，比如自然灾害爆发、目的地政治经济局势不稳定，社会治安恶化等因素，比如 2003 年 SARS 爆发使得 2013 年全年营收出现负增长，二是行业门槛低，全行业集中度一直处在低位。三是行业利润率处于低位，2011 年至 2014 年，全行业利润率均不足 1%。

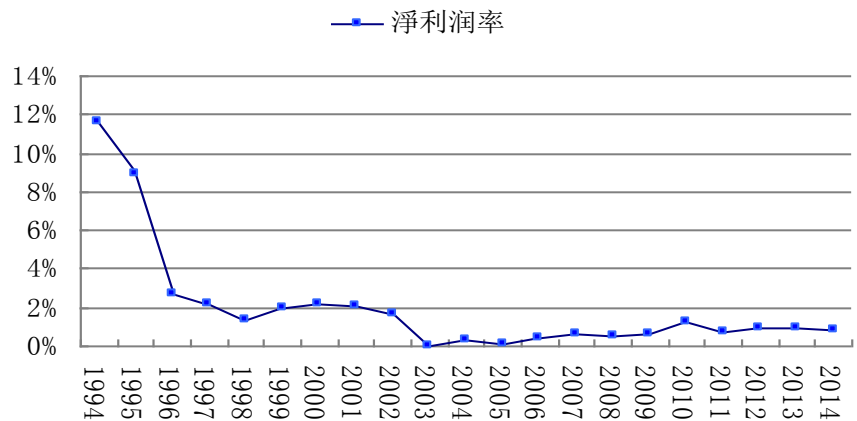
展望未来，由于中国旅游业已经从观光旅游过渡到休闲旅游，旅游散客化（尤其是国内游）成趋势，我们预计未来旅行社业务将进入低速增长期，平均水平预估不足 10%，出境游将成为增长亮点，同时从长远看，行业集中度会不断提高。

图：国内旅行社业务营收、增速及预估 单位：亿元 %



数据来源：国家旅游局，群益证券整理

图：旅行社行业的净利润率极低

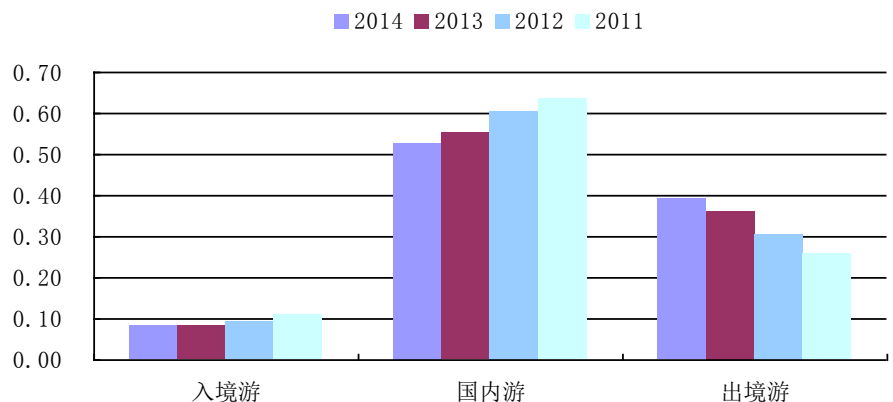


数据来源：国家旅游局，群益证券整理

国内旅行社数量众多，以往大部分中小型旅行社主要以国内游业务为主，但是目前中国旅游业已经从观光旅游过渡到休闲旅游，因此散客化程度越来越高，并且已经成为趋势，这对传统旅行社业务将造成负面影响，这点在国内游业务尤其显著，因此竞争尤为激烈。

与此同时，随着居民收入提高，以及出入境签证放宽等因素，出境游正在成为热门，未来，出境游将成为旅行社业务增长的亮点，在行业中的营收贡献将不断提高，2014年占比39%。2015年出境旅游继续保持高速增长，但增速有所放缓，全年出境1.2亿人次，较2014年增长12.0%。此外，根据国家旅游局的统计，2015年中国公民出境旅游旅游花费1,045亿美元，同比增长16.7%。

图：出境游、入境游和国内游在旅行社业务中占比变化



数据来源：国家旅游局，群益证券整理

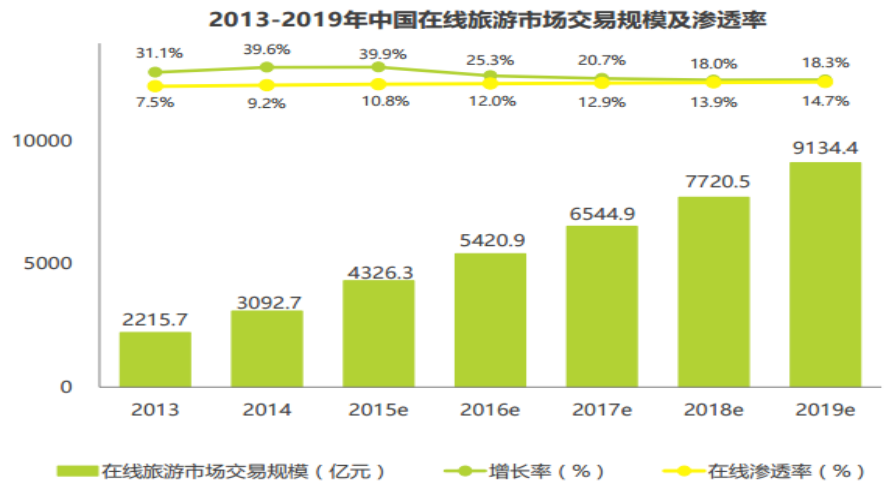
## (二) 线上旅行社：发展快速，携程一家独大

传统旅行社主要从事线下服务，而OTA (Online Travel Agent 线上旅行社) 模式随着互联网兴起得到了蓬勃发展。根据艾瑞监测数据，2015年中国在线旅游市场交易规模达4326.3亿元，同比增长39.9%，预计2016年中国在线旅游市场

交易规模可达 5420.9 亿，并且在 2020 年之前仍将保持 20%左右的增速。

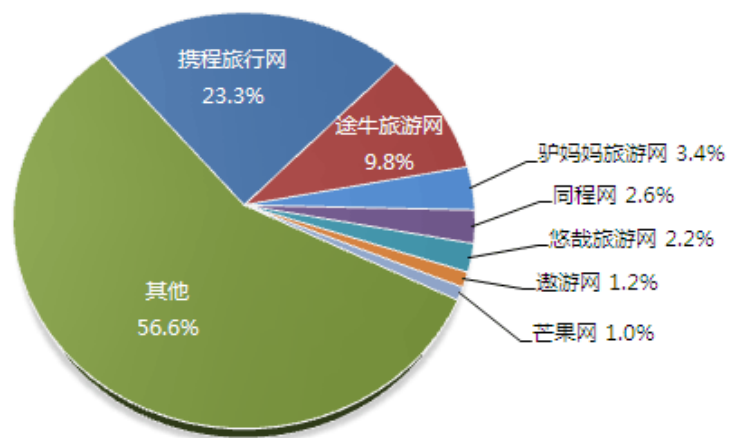
携程旅行网是 OTA 市场的龙头企业，市占率约 23%，遥遥领先于其他公司，排名第二的驴妈妈网市占率仅 10%，携程也是目前唯一盈利的 OTA 公司。

图:线上旅游市场交易规模



数据来源:艾瑞咨询,群益证券整理

图:线上旅行社市占率估算



数据来源:劲旅咨询

### 三、公司旅行板块业务未来的看点：或与港中旅合并

2016 年 2 月 23 日晚间，中国国旅发布公告称：控股股东中国国旅集团有限公司与中国港中旅集团公司正在筹划战略重组事宜，重组方案尚未确定，方案确定后尚需获得有关主管部门批准。两大集团合并后有望一跃成为中国最大的旅游集团。不过，旅行社的盈利能力较弱，因此我们预计合并之后营收规模将扩大，但是对净利润的贡献将不显著。

中国港中旅集团公司是香港中旅（集团）有限公司（以下简称：港中旅集团）的母公司，港中旅集团创立于 1928 年（戊辰年）4 月，是香港四大驻港中资企业之一。港中旅集团旗下有两家旅行社公司，分别为中国旅行社总社有限公司和香

港中国旅行社。

此外，港中旅在大陆境内拥有一家哈尔滨免税商店，营业面积约 1000 平米、拥有各类商品 3000 余种，主要为中国出境回国人员提供补购免税商品服务。该免税商店规模较小，对公司免税业务的贡献小。

### 盈利预测

按照前述，公司的核心盈利业务为中免公司的免税业务，免税业务的发展前景直接关系到公司的业绩高低。展望未来，我们认为中国市场的消费潜力巨大，尤其是奢侈品消费能力居世界首位，而大力发展国内免税业对吸引消费回流有重大意义，鉴于我国免税业态单一，限制条件也较多，品类也偏少等现状，未来免税业的政策松绑空间还很大。

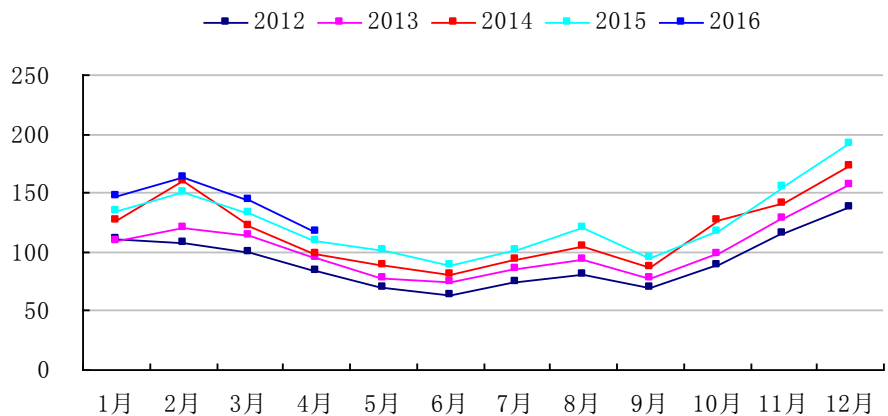
从中免公司的业务分区来看，三亚海棠湾免税店对中免公司的意义巨大，营收占比接近五成，利润占比超过三成。随着政策的不断放开，比如扩容进境免税店，如果公司能够在消费潜力大的地区中标开设新的免税店，对公司整体的免税店销售额也会形成很强的刺激作用。

我们对三亚免税店的营收规模预测主要基于以下几方面的考量：

第一，从政策刺激效用方面看，2016 年 2 月 1 日，海南离岛免税政策将岛外居民每人每年累计购物限额从 8000 元大幅提高到 16000 元，并取消了购物次数的限制，同时，同意实体免税店开设网上销售窗口。我们认为大比例提高限额对三亚免税店的销售额有刺激作用，但比扩充品类的效用要弱一些，因为限额可以通过相互出借得到部分甚至全部满足。因此，对比 2015 年品类从 21 类扩大到 38 类的刺激效用后，三亚免税店 2015 年全年录得 32% 的销售额增速，我们认为 2016 年的三亚免税店销售额的增速将低于 2015 年的水准。

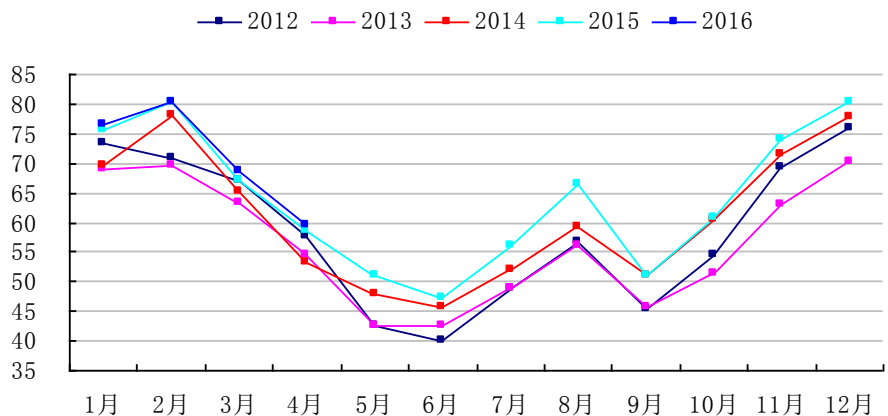
第二，从旅游人数看，2016 年前 4 个月，三亚接待过夜人数和酒店的开房率均同比提升，较往年情况类似，我们认为由于国内经济增速放缓造成游客减少以及境外旅游火爆造成游客分流对三亚的游客人数影响并不大。免税业素来与旅游关系密切，海南的旅游旺季是每年的一季度和四季度，三亚“旅游+免税购物”的倾向十分明显。游客平稳增长将对三亚免税购物形成有利推动。

图：三亚接待过夜人数分月统计 单位：万人次



数据来源：三亚市统计局，群益证券整理

图：三亚酒店开房率分月统计 单位：%



数据来源：三亚市统计局，群益证券整理

第三，从人均消费看，2015年三亚免税店人均消费为4204元（同比增长15.71%），而2015年中国人奢侈品境外人均消费为4929元，境内外人均消费差距为17%。尽管对比境外，三亚免税店销售品类偏少和限制较多，但是如果考虑到当前海关对入境个人携带物品抽查力度趋严，那么可以对三亚免税店人均消费上升空间更乐观一些。

综上，我们预计2016年三亚免税销售额将同比增15%，预计2017年三亚免税销售额有望同比增20%。预计中免公司2016年和2017年整体营收增速分别为11%和18%，估算中免公司净利润增速有望分别同比增长11%和16%，达到16.2亿元和18.82亿元。

此外，对于公司的旅行社业务，我们认为传统线下旅行社业务竞争激烈的态势还将延续，低盈利的局面难以改变，在公司维持现有经营模式的背景下，预计国旅总社未来将维持微利的局面。

2016年第一季度，公司实现营业收入52.3亿元，同比增长4.7%；实现归属上市公司净利润6.97亿元，同比增长7.86%。2015年下半年公司盈利同比下降

21%，因此从业绩基期的角度看，预计 2016 年下半年的业绩增速将显著快于上半年。

综上，暂不考虑合并港中旅以及北京首都国际机场免税店中标对公司的业绩贡献，我们预计中国国旅 2016 年和 2017 年公司可实现归属上市公司净利润 16.65 亿元和 19.40 亿元，同比分别增长 10.55%和 16.54%，对应每股收益 1.71 元和 1.99 元。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	16134	17448	19936	21292	22934	26585
经营成本	12639	13290	15180	16090	17292	19939
营业税金及附加	190	199	218	258	280	325
销售费用	1169	1427	1581	1826	1911	2216
管理费用	790	827	907	968	1050	1218
财务费用	-27	-100	-54	-12	2	2
资产减值损失	36	19	30	20	16	15
投资收益	111	107	128	155	62	4
营业利润	1448	1894	2202	2296	2442	2875
营业外收入	121	69	30	27	30	30
营业外支出	6	5	5	10	5	4
利润总额	1563	1957	2227	2313	2466	2901
所得税	382	472	557	591	607	696
少数股东损益	175	190	200	216	194	265
归属于母公司所有者的净利润	1006	1295	1470	1506	1665	1940

附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
货币资金	3959	7081	7289	5260	5910	6958
存货净额	849	755	884	940	1034	1106
应收帐款净额	985	1302	1530	1845	2029	2172
流动资产合计	6711	10000	10924	11846	12675	13690
固定资产合计	155	204	197	231	254	272
在建工程	563	563	1615	1574	1810	1991
非流动资产合计	230	892	147	115	103	93
资产总计	2219	2961	3777	3885	4468	5138
流动负债合计	8930	12961	14701	15731	17143	18828
长期负债合计	2734	3252	3867	3678	4045	4450
负债合计	3	3	41	161	61	45
归属母公司所有者权益	2737	3255	3908	3839	4107	4495
少数股东权益	593	641	695	711	754	799
股东权益合计	5600	9706	10793	11892	13037	14333
负债和股东权益总计	8930	12961	14701	15731	17143	18828

附三: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	1273	1470	1496	1571	1835	2127
投资活动产生的现金流量净额	-208	(494)	(808)	(5360)	(547)	(455)
筹资活动产生的现金流量净额	-309	2156	(473)	(545)	(638)	(624)
现金及现金等价物净增加额	757	3120	208	(4345)	650	1048