

休闲服务

2017年04月13日

中国国旅 (601888)

——中国免税龙头进击机场免税，看好规模效应带来增量

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年04月12日

收盘价(元)	51.45
一年内最高/最低(元)	60.15/41.5
市净率	4.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	50227
上证指数/深证成指	3273.83 / 10587.31

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	12.46
资产负债率%	26.30
总股本/流通A股(百万)	976/976
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中国国旅(601888)深度：迎政策红利脱颖而出，免税龙头抢占行业先机》
2017/03/27

《观察推导结论，市场需要客观-中国国旅(601888)公司报告》2012/12/12

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
孙妍 A0230515090008
sunyan@swsresearch.com

联系人

张颖译
(8621)23297818×7434
zhanghy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **首都机场开标不及预期，目前最终结果尚未公布，中免龙头地位不改，规模效率均处行业领先。**4月12日，首都机场免税业务两个标段开标，从目前的财务得分上来看，中免集团在T2上拔得头筹，珠免则位列T3竞争者第一位。前期市场上普遍认为中免控股日上北京后大概率将拿下两个标段，但此次珠免在T3的竞标中表现强势，低于市场预期。从当前的报价来看，普遍偏高，预计无法贡献利润。首都机场免税店的交接预计于18年完成，提成比例47.5%，预计18年将贡献15-17亿元左右的收入。目前仅为财务分(占60分)排名，技术分(占40分)尚未公布，花落谁家存不确定性。国内目前仅有6家经营免税业务的企业，中免是唯一一家经国务院授权在全国范围内经营免税业务的国有专营公司，相比另外五家免税公司具有明显的经营牌照和门店数量优势。此次在首都机场竞标中失利，预计将在上海机场和北京新机场招标上投入更多的资源。
- **中免+拉格代尔联合竞标取得香港国际机场烟酒免税标段经营权。**根据香港国际机场4月5日消息显示，中国免税品集团(CDFG)与拉格代尔旅游零售(LTR)联合竞标取得香港国际机场的烟酒免税专柜的经营权，新合约有效期为2017年11月18日至2024年9月30日，大约七年。根据DFS在香港机场的特许经营费进行推算，我们估计烟酒标段营业额在23-25亿之间。香港虽然作为国际贸易港，免征消费税和增值税等大部分税种，但是对于烟酒消费则课重税，其税率在整个东亚地区都首屈一指。因此，即使考虑高额的提成比例，香港地区的烟酒免税品经营仍有利润空间。
- **即使两个的业务利润贡献有限，通过规模效应实现的经营效率提升也将对整个中免集团业务产生积极影响。**如果2018年香港机场业务和首都机场T2全年正常运营，包括内生增长则新增的近50亿元营收将对集团整体的采购规模有50%的提升。根据财报显示，中免集团目前免税品业务的毛利率仅为45%-46%，相比国际集团具有较大的提升空间，如果毛利率提升1个百分点，对于150亿的营收规模，将提升净利润超过1亿。
- **盈利预测与投资建议：**由于控股日上北京仍存不确定性，暂未包括17年首都机场业绩，考虑香港机场、北京首都机场T2免税业务和白云机场进境免税，**预计18年将增厚公司利润约3400万元，上调盈利预测，预计17/18年公司EPS为2.00/2.26元，(原EPS为2.00/2.23元)，对应PE为26/23倍。**从历史估值水平来看，公司从12年至今PE水平基本维持在25倍-35倍之间，16年至今平均PE约为30倍。综合国际经验，国际化免税集团正常经营下，除去资本运作的合理估值应该在20-30倍之间。此次中标不及预期股价出现回调，公司估值有进一步提升的空间，维持“增持”评级。
- **风险提示：**香港旅游业不景气的风险，提成比例和保底业绩过高而无法承担的风险

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	15,795	16,445	23,383	25,424	31,905
同比增长率(%)	8.66	4.12	9.82	8.73	25.49
净利润(百万元)	1,319	1,461	1,742	1,952	2,209
同比增长率(%)	10.58	10.78	15.68	12.06	13.17
每股收益(元/股)	1.35	1.50	1.78	2.00	2.26
毛利率(%)	25.3	25.0	25.2	25.9	25.3
ROE(%)	12.0	12.0	13.4	13.1	12.9
市盈率	38		29	26	23

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

1. 首都机场开标不及预期，中免龙头地位不改，规模优势行业领先

中免仅在首都机场 T2 免税业务标段领先，低于市场预期。4 月 12 日，首都机场 T2 和 T3 免税业务两个标段开标，从目前的报价得分上来看，中免集团在 T2 上拔得头筹，珠免则位列 T3 竞争者第一位。前期市场上普遍认为中免控股日上北京后大概率将拿下两个标段，但此次珠免在 T3 的竞标中表现强势，分数暂时第一，低于市场预期。此次竞标的经营期为 8 年。

此次机场报价普遍偏高，预计无法贡献利润。根据 DFE 数据，2016 年首都机场免税业务预计在 45 亿元左右，根据我们的预测，假设商品销售增速略高于国际航班客流 0-2 个百分点，预计 18 年首都机场免税业务在 51 个亿左右，T2/T3 销售占比约 30%/70%，则 18 年 T2 销售额在 16 亿元左右，T3 销售额在 35 亿元左右，均不及保底销售额，整体报价偏高，预计无法贡献利润。

最终结果尚未出炉，花落谁家存不确定性。根据机场目前公布的竞标规则，财务分（即竞标报价）占 60 分，技术分（即综合运营能力考核）占 40 分，总分 100 分，根据综合得分来确定中标情况。因此，目前还未统计完全最终结果。另一方面，2019 年 9 月份北京将启用新机场，预计天合联盟成员（东方航空、南方航空）将搬入新机场，分流首都机场客流。因此，后续还存在新机场招标的竞争，北京地区免税品业务的格局尚不能下定论。

表 1：首都机场招标情况

	T2			T3		
	首年保底租赁费 (亿元)	提成比例	保底销售额 (亿元)	首年保底租赁费 (亿元)	提成比例	保底销售额 (亿元)
中免集团	8.3	47.50%	17.47			
日上免税行(中国)				22	43.5%	50.57
中出服	5.1	46%	11.09			
深免	4.5843	41%	11.18	15.697	43%	36.50
珠免	7.5	44%	17.05	24.95	47%	53.09

资料来源：DFE，申万宏源研究 注：根据招标规则，中免与日上分别只能获得一个航站楼经营权，因此中免集团只参与了 T2 的投标，而 T3 则由中免控股的日上免税行(中国)参与投标

首都机场免税店的交接预计于 18 年完成，中免正式接手 T2 业务，提成比例 47.5%，根据我们的预测，预计 18 年将贡献 15-17 亿元左右的收入。

从营收规模来看，中免和日上是国内免税品业务的两大巨头，综合实力远优于其他公司，龙头地位不改。国内目前仅有 6 家经营免税业务的企业，而中免公司是唯一一家经国务院授权在全国范围内经营免税业务的国有专营公司，相比国内另外五家免税公司具有明

显的经营牌照和门店数量优势。此次中免在首都机场竞标中如果失利，预计将在上海机场招标和北京新机场招标上投入更多的资源。

表 2：中国 6 大免税运营公司

公司名称	成立时间	门店数量	性质	经营范围
中国免税品（集团）有限公司	1984	约 200 家	全国性	全国主要港口、机场与边境等以及海南离岛免税
日上免税行（上海）有限公司	1999	2	专营机场免税的外资企业	首都国际机场（T2、T3）+上海浦东国际机场（T1、T2）+上海虹桥机场（T1）
深圳市国有免税商品（集团）有限公司	1980	7	区域性	深圳境内
珠海免税企业集团有限公司	1987	6	区域性	珠海境内
海南省免税品有限公司*	2011	1	区域性	海南（除去三亚）
中国出国人员服务总公司	1983	12	仅在市内开设免税店（针对离境后的归国人员）	全国主要城市市内

资料来源：公开信息，申万宏源研究

*观澜湖国际免税购物中心建成后将增加 1 家

2. 中免+拉格代尔联合中标香港国际机场烟酒免税标段，开启业务国际化窗口

新合约有效期为 2017 年 11 月 18 日至 2024 年 9 月 30 日，合约长度接近七年，超过之前 DFS 签订的 5 年期的合约。根据香港国际机场 4 月 5 日消息显示，中国免税品集团 (CDFG) 与拉格代尔旅游零售 (Lagardere Travel Retail/LTR) 联合竞标取得香港国际机场的烟酒免税专柜的经营权，同时新罗免税（香港）取得了香化配饰专柜的经营权。据悉此次香港国际机场烟酒产品经营牌照涉及 8 个店面总计约 3400 平方米的经营面积，该标段还将包含烟酒衍生产品和高档食品的销售，而全新的烟酒专柜预计会引进新的体验区域为旅客提供最全面的中国烟酒产品以及威士忌酒吧、店内 VIP 休息室、高档餐饮区等。

香港虽然作为国际贸易港，免征消费税和增值税等大部分税种，但是对于烟酒消费则课重税，其税率在整个东亚地区都首屈一指。由于香港烟草以从量税计征，假设 1000 支香烟在香港消费的税费为 1906 元港币，折合成人民币约为 1691 元（0.8874 人民币元/港币）。而在国内普通渠道（假设国内生产，不含关税），假设一条 200 根的香烟对应价格为 450 元/条，1000 支烟对应零售价格为 2250 元。其中包括 17% 的价外增值税约为 327 元，包含 56% 的消费税对应 1077 元，合计征税 1404 元，比香港税费还低 17% 左右。

因此，即使考虑高额的提成比例，香港地区的烟酒免税品经营仍有利润空间。从大陆游客角度考虑，根据海关规定，从中国大陆以外地区或国家进入中国大陆：免税烟草制品限量：香烟 400 支或雪茄 100 支或烟丝 500 克 免税 12 度以上酒精饮料限量：酒 2 瓶（不超过

1.5 升)。中免入驻后，部分烟酒品类会更具有价格吸引力，同时来自国旅总社和中旅总社的旅行团导流也会对香港业务带来刺激，相应的销售额度具有可持续增长性。

表 3：香港香烟税率

规格	港币
每 1000 支香烟	1906
每公斤雪茄	2455
每公斤中国熟烟	468
每公斤所有其他制成烟草	2309

资料来源：申万宏源研究

表 4：香港酒类税率

标准	税率
在摄氏 20 度的温度下量度所得酒精浓度以量计多于 30% 的酒类	100%
在摄氏 20 度的温度下量度所得酒精浓度以量计不多于 30% 的酒类，葡萄酒除外	0%
葡萄酒	0%

资料来源：申万宏源研究

中国国内的免税业务主要由 5 大集团垄断经营，国内的免税品市场也未曾对外开放。此次 CDFG 和 LTR 成立合资公司共同竞标（中免 80%，LTR20%）在免税品行业历史上也尚属首次。国内免税品经营者首次与国际集团开展合作的意义重大，即表明了政策方面对发展免税业务的支持，亦凸显了中免集团面向海外扩张的战略雄心。

由于国内市场特殊性，免税品销售中烟酒占比远高于国际（比如浦东机场烟酒占比 40% 以上，国际平均 25% 左右）。因此，中免集团本身在烟酒产品上具有较优的规模效应和渠道优势。虽然此前 DFS 因为香港旅游业下滑而导致其机场免税门店经营表现不佳，但此次中免实际上具有比 DFS 更强的竞争优势。同时，香港旅游业开始逐步企稳，我们预计香港机场的利润率虽然不及国内免税业务，但其烟酒标段仍具有盈利前景。

我们推测烟酒标段的经营规模在 23-25 亿，根据香港国际机场近年来客流吞吐量和营收数据推测，预计正常情况下机场免税店能够保持 3%-5% 的增长。由于目前具体协议的提成比例和销售保底额尚未公开，对于盈利能力的预测具有较大不确定性。参考日上竞标首都机场 T3 的提成比例，假设按照 44% 的提成比例计算，我们预计 2018 年为中免集团带来的营收贡献在 24-26 亿之间，净利润贡献在 4000-5000 万之间。

3. 盈利预测与投资建议

根据原有盈利预测，我们预计中免集团 2016 年的营业收入规模在 90-100 亿之间，而在 2017 年将突破 100 亿（仅考虑现有业务）。如果 2018 年香港机场业务和首都机场 T2 全年正常运营，则新增的近 50 亿元营收将对集团整体的采购规模有 40% 的提升。根据财

报显示，中免集团目前免税品业务的毛利率仅为 45%-46%，具有较大的提升空间，如果毛利率提升 1 个百分点，对于 150 亿的营收规模，将提升净利润 1 亿多元。即使两个的业务利润贡献有限，通过规模效应实现的经营效率提升也将对整个中免集团业务产生积极影响。

表 5：考虑香港机场+首都机场+白云机场后 2018 年公司盈利预测变动

	原盈利预测	新盈利预测	增量
营收 (亿元)	271.52	319.05	47.53
		其中：香港机场	25.04
		其中：首都机场	15.42
		其中白云机场	7.07
净利 (亿元)	21.75	22.09	0.34
EPS (元/股)	2.23	2.26	0.04

资料来源：申万宏源研究

由于控股日上北京仍存不确定性，暂未考虑其业绩贡献，考虑香港机场（2017 年 11 月 18 日正式经营，17 年利润贡献较少）、北京首都机场 t2 免税业务和白云机场进境免税，预计 18 年将增厚公司利润约 3400 万元，上调盈利预测，预计 17/18 年公司 EPS 为 2.00/2.26 元，（原 EPS 为 2.00/2.23 元），对应 PE 为 26/23 倍。从历史估值水平来看，公司从 12 年至今 PE 水平基本维持在 25 倍-35 倍之间（公司 2009 年 10 月上市，前次新股给予较高 PE，15 年由于市场整体环境使得 PE 较高），16 年至今平均 PE 约为 30 倍。且从国际市场来看，正常大型免税品集团，除去资本运作的合理估值应该在 20-30 倍之间。此次中标不及预期股价出现回调，公司估值有进一步提升的空间，维持“增持”评级。

4. 风险提示

1. 首都机场的首期保底提成额度较高，如果不能完成目标销售额必须补足差额，可能会导致免税运营方的经营亏损。
2. 由于十三五规划中对香港旅游业没有明显的政策倾斜，如果香港地区的旅游业没有明显复苏可能会影响香港机场免税店的经营。中标后中免与 LTS 的合作运营可能会面临市场不景气的风险。
3. 进境免税点的布局不达预期，深免、珠免、中出服等竞争对手加速布局，与中免产生区域性竞争的风险。

表 6: 盈利预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	17,448	19,936	21,292	23,383	25,424	31,905
二、营业总成本	15,662	17,862	19,151	20,859	22,585	28,676
其中：营业成本	13,290	15,180	16,090	17,501	18,842	23,835
营业税金及附加	199	218	258	283	308	386
销售费用	1,427	1,581	1,826	2,041	2,270	2,912
管理费用	827	907	968	1,111	1,246	1,627
财务费用	(100)	(54)	(12)	(62)	(79)	(90)
资产减值损失	19	30	20	(14)	(1)	5
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	107	128	155	159	170	180
三、营业利润	1,894	2,202	2,296	2,683	3,009	3,410
加：营业外收入	69	30	27	0	0	0
减：营业外支出	5	5	10	0	0	0
四、利润总额	1,957	2,227	2,313	2,683	3,009	3,410
减：所得税	472	557	591	691	777	885
五、净利润	1,485	1,670	1,721	1,992	2,231	2,525
少数股东损益	190	200	216	249	279	316
归属于母公司所有者的净利润	1,295	1,470	1,506	1,742	1,952	2,209
六、基本每股收益	1.41	1.51	1.54	1.78	2.00	2.26
全面摊薄每股收益	1.33	1.51	1.54	1.78	2.00	2.26

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。