

公司研究/更新报告

2017年04月17日

社会服务/旅游综合 II

投资评级: 买入 (维持评级)

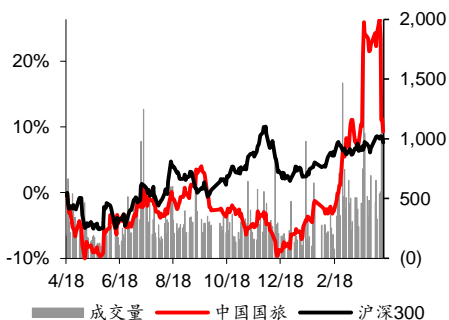
当前价格(元): 50.64
合理价格区间(元): 62.1~73.6

梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

相关研究

- 1 《中国国旅(601888):业绩稳增,重组带来长期看点》2016.08
- 2 《中国国旅(601888):最大央企旅游集团诞生,资源协调可期》2016.07
- 3 《中国国旅(601888):瞄准海外消费服务市场,旅游生态圈价值凸显》2015.12

股价走势图



资料来源: Wind

大格局, 大有所为

中国国旅(601888)

与港中旅强强联合, 控股日上 (尚待审批), 免税业龙头地位夯实

港中旅吸收合并国旅集团, 成为最大央企旅游集团。两大集团旗下均拥有大量优质旅游资产, 合并完成利于集团做大资产, 形成规模优势, 确立产业地位。同时, 中免认缴出资 319.26 万美元持有日上中国 51% 股份 (尚待审批), 日上中国法定代表人和董事长由中免党委书记王轩担任, 中免总经理陈国强获得日上中国董事席位, 我们认为: 1) 如果审批通过, 并表将增厚公司业绩; 2) 行业地位大幅提升, 利于在免税店招投标中胜出; 3) 在免税业领域合计市场份额约 70%, 具有明显的垄断地位, 利于提升议价能力; 4) 双方在优势品类上形成互补, 有利于增强公司整体的盈利能力。

三亚旅游市场回暖, 海棠湾免税店业绩反弹可期

需求端看, 我国奢侈品销售触底反弹, 奢侈品消费回流迹象显现; 海南市场温和复苏, 叠加受到韩国“萨德”事件影响出境游受挫等, 进一步利好海南免税市场。供给端看, 离岛免税政策不断放宽购物限额、购物次数, 并新增免税品类, 有效激发免税行业活力。同时 16 年 6 月免税店恢复与旅行社合作, 叠加 16 年低基数, 进一步推动海棠湾免税店业绩反弹势头。此外, 三亚高端酒店密集开业、凤凰机场扩建、河心岛二期项目建设等, 有望进一步提升三亚接待游客能力, 对海棠湾免税业带来增量。

积极扩大机场免税店规模, 业绩释放空间可观

目前中免已基本确定拿下广州白云机场 T1&T2 进境免税店, 与拉格代尔的合资子公司获得香港国际机场 T1&T2 烟酒经营权; 正在进行的首都国际机场招投标中, 中免获得 T2 出入境免税店经营权, T3 将于近期得出结果。机场免税店各标段投标保底销售额和提成比例略超出市场预期, 我们认为: 1) 短期看, 拿下机场店扩规模、提升行业地位的意义, 远大于对短期内公司业绩的增厚。2) 随着收入的提升, 对供应商议价能力的提高, 以及运营水平的提升, 中免未来毛利率提升、业绩释放的空间较为可观。

规模效应带来盈利爬坡, 维持“买入”评级

市场认为公司各免税店竞标结果低于预期, 而我们认为, 免税业承担国家引导消费回流重任, 国企在京沪等大型机场更受重视; 其次, 利益博弈中具有可持续经营能力的运营商胜出才能共赢, 而中免资源实力雄厚, 胜出的概率较大。公司积极扩张免税业务规模, 规模效应带来盈利能力爬坡; 17 年初新管理层到位, 管理机制优化和运营能力提升上值得期待。因毛利率爬升需要时间, 暂维持原盈利预测 16/17/18 年 EPS 为 1.80/2.30/2.61, 对应 PE 为 28.07/22.02/19.41, 公司仍为旅游板块估值洼地, 给予 17 年 27-32 倍的 PE, 调整目标价至 62.1-73.6 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 免税店竞标不及市场预期; 免税政策风险等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	976.24
流通 A 股 (百万股)	976.24
52 周内股价区间 (元)	41.90-58.52
总市值 (百万元)	49,437
总资产 (百万元)	17,490
每股净资产 (元)	12.46

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	19,936	21,292	22,442	24,724	27,327
+/-%	14.26	6.80	5.40	10.17	10.53
净利润 (百万元)	1,470	1,506	1,761	2,245	2,547
+/-%	13.57	2.42	16.96	27.45	13.46
EPS (元, 最新摊薄)	1.51	1.54	1.80	2.30	2.61
PE (倍)	33.62	32.83	28.07	22.02	19.41

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

中国国旅：大格局，大有所为	3
与港中旅合并，中国最大旅游集团	4
控股日上，免税龙头地位奠定	6
积极扩张规模，市值新起点	9
三亚海棠湾：需求回暖，业绩反弹	9
机场免税店：规模扩张，地位提升	11
规模带来盈利爬坡，维持“买入”评级	14
PE/PB – Bands	14

图表目录

图表 1： 公司营收保持稳步增长	3
图表 2： 公司归母净利持续稳定增长	3
图表 3： 公司毛利率保持持续上升	3
图表 4： 商品贸易占比持续提升	3
图表 5： 三亚市内免税店营收稳步增长	4
图表 6： 2015 年三亚市内免税店归母净利同比下滑	4
图表 7： 2015 年中免集团归母净利占公司利润的 97% 左右	4
图表 8： 重组前，公司股权结构	5
图表 9： 重组后（2016.12），公司股权结构	5
图表 10： 中国国旅总资产持续增长	5
图表 11： 港中旅资产规模超 1000 亿元	5
图表 12： 中国旅游集团旗下资源丰富	6
图表 13： 国内各大免税集团对比	6
图表 14： 日上毛利率高于中免	7
图表 15： 日上免税行股权结构（2017.03）	8
图表 16： 2016 年中国奢侈品销售回暖，并预计持续回升	10
图表 17： 我国境内奢侈品消费占国内外奢侈品消费比重回升	10
图表 18： 旅行社组织出国游人次增速放缓	10
图表 19： 2016Q2 以来三亚机场吞吐量同比回升	10
图表 20： 离岛免税政策不断放宽	10
图表 21： 2016 年以来，三亚接待过夜人次保持正增长	10
图表 22： 离岛免税业购物人次现回暖迹象	10
图表 23： 除受春节影响 17 年 2 月增速下滑外，16Q4 以来离岛免税销售额总体维持正增长	11
图表 24： 三亚亚特兰蒂斯酒店距离海棠湾仅 1.8 公里	11
图表 25： 三亚凤凰机场距离海棠湾约 50 分钟车程	11
图表 26： 各家机场免税店竞标情况	12
图表 27： 中国国旅历史 PE-Bands	14
图表 28： 中国国旅历史 PB-Bands	14

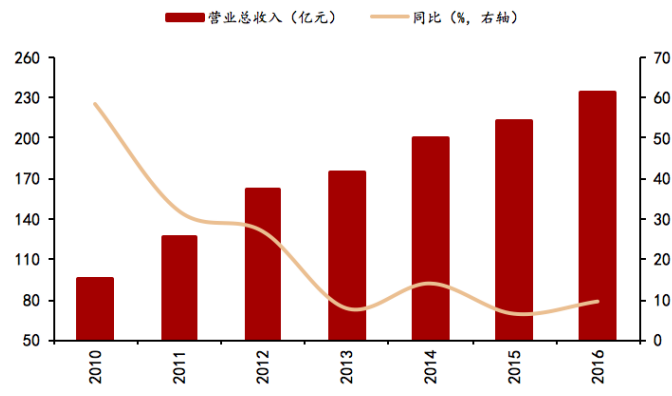
中国国旅：大格局，大有所为

中国国旅本身是国内最大旅行社和免税龙头，其中免税业务具有牌照垄断优势。中国国旅集团是国务院国资委监管的央企，于2004年由中国国际旅行社和中免集团重组而成。业务涵盖旅行服务、免税业务、交通运输、电子商务等，是国内规模最大的旅行社和免税业龙头。全资子公司中免集团是唯一经国务院授权在全国范围经营免税业务的国有专营公司，主要包括传统免税业务、离岛免税和海外业务三大部分。中免拥有机场、机上、边境、客运站、火车站、外轮供应、外交人员、邮轮和市内九大类型200多家免税店，其中三亚市内免税店是国内首家离岛免税店、海棠湾免税购物中心是全球最大的免税商业综合体。

公司营收持续稳步增长，毛利率持续提升，其中免税业务毛利率总体保持上升。2010年公司营收96.08亿元，同比增长58.42%，2016年营收233.82亿元，同比增长9.82%，2010-2016年营收连续7年保持正增长，CAGR高达15.98%。2010年归母净利4.1亿元（同比+30.94%），16年为17.42亿元（同比+15.66%），2010-2016 CAGR高达27.29%。从毛利率看，2010年毛利率为18.85%，而到2015年则上升至24.43%，增加5.58pct。免税业务毛利率总体处于上升态势，2010年毛利率为35.69%，2016H1则为46.31%，增加10.62pct；其中，三亚市内免税品公司毛利率在38%左右。

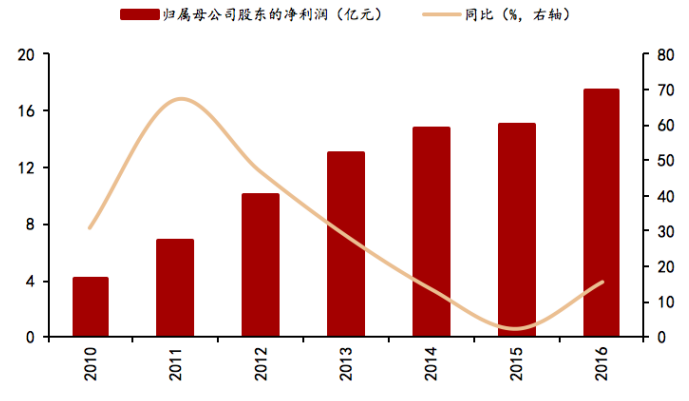
公司主营旅游服务+商品贸易，其中免税业务是主要利润贡献点。2016H1，旅游服务营收52.06亿元，占51.66%，商品贸易48.72亿元，占48.34%。纵向看，商品贸易占比在逐步提高，从2010年的29.67%提高至2016H1的48.34%，上升18.68个百分点。从利润贡献看，免税业务是公司归母净利主要贡献点，近几年中免集团归母净利占比维持在97%左右（2015年为97.25%）。

图表1：公司营收保持稳步增长



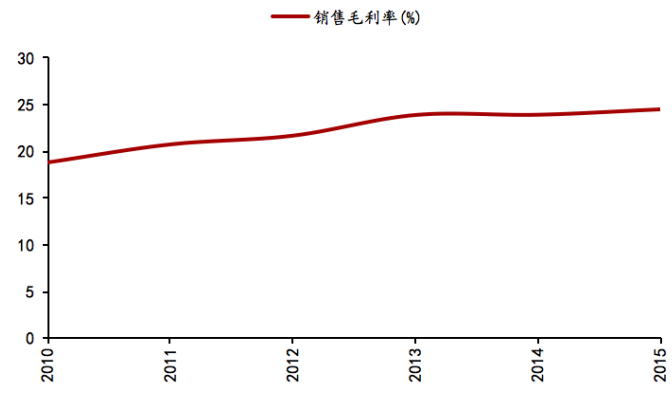
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司归母净利持续稳定增长



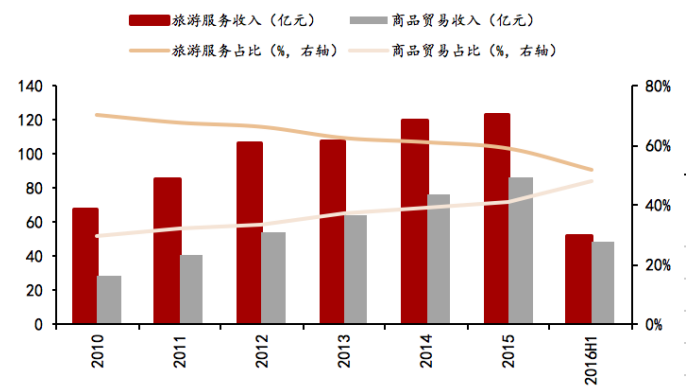
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：公司毛利率保持持续上升



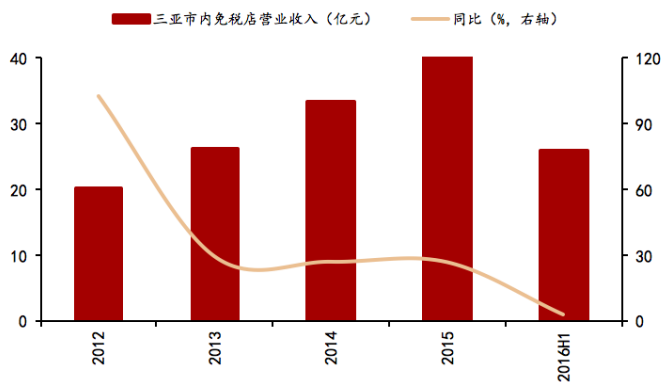
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：商品贸易占比持续提升



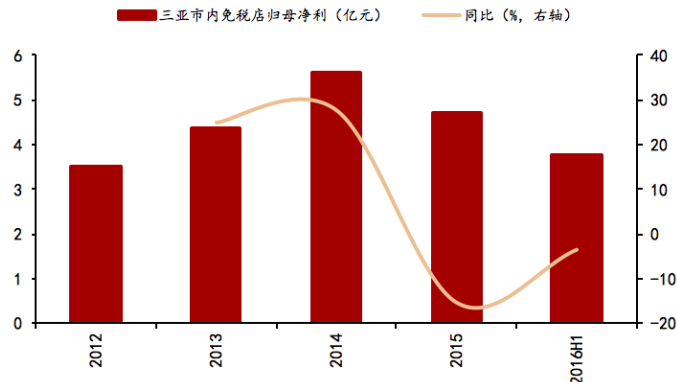
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5: 三亚市内免税店营收稳步增长



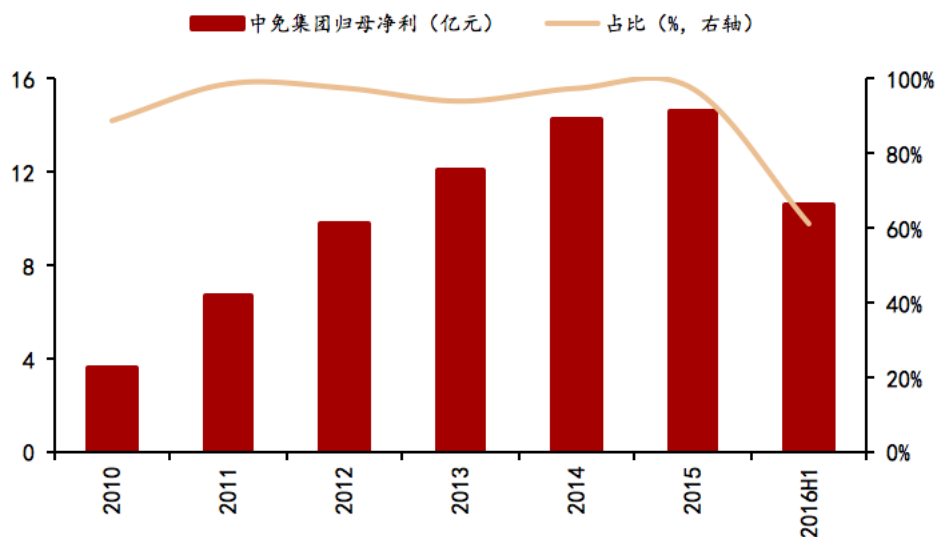
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 2015年三亚市内免税店归母净利同比下滑



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 2015年中免集团归母净利占公司利润的97%左右



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

与港中旅合并, 中国最大旅游集团

港中旅集团吸收合并中国国旅集团, 成为最大央企旅游集团。经国务院批准, 中国国旅集团整体并入中国港中旅集团, 成为其全资子公司, 不再为国资委监管企业。

港中旅集团是国有独资驻港旅游集团, 包含旅行社、酒店、景区、地产、金融等业务, 拥有香港中旅(香港)、华贸物流(A股)两大上市公司。截止15年底, 集团资产高达1006.45亿元(同比+34.13%), 营收338亿元, 利润23.7亿元。

中国国旅集团由国资委100%控股, 业务涵盖旅行社、免税品、旅游综合开发管理等, 集团拥有中国国旅A股上市平台(持股55.3%), 截止16年底上市公司资产为174.11亿元(同比+10.68%), 营收为233.82亿元(同比+9.82%), 归母净利为17.42亿元(同比+15.66%)。合并后港中旅集团更名为“中国旅游集团”, 按照港中旅官方网站公布数据显示, 从营收规模上来看, 中国旅游集团已成为国内最大的旅游集团。

港中旅和中国国旅集团旗下均拥有大量优质旅游资产, 吸收合并的完成有利于集团迅速做大资产、营收规模, 形成规模优势, 确立产业地位。

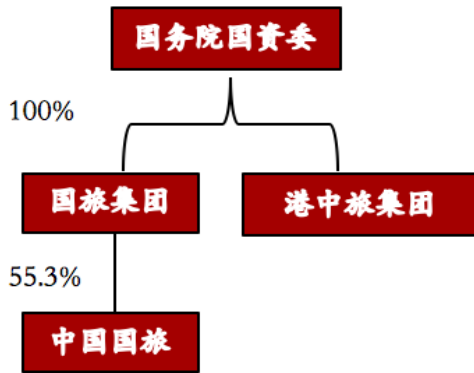
1) **旅行社方面**，资源端，港中旅旗下拥有十多家境外地接社，海外资源优势显著，旗下还有多家入境签证公司，业务盈利水平较高；在渠道方面，两大集团门店数量较多，覆盖范围广；

2) **免税、有税销售方面**，中免集团经营入境、离境、海南离岛免税店，其中离岛免税牌照在国内具有垄断地位；

3) **酒店方面**，港中旅集团拥有四星品牌“维景”和五星品牌“维景国际”，以自营和管理输出方式管理70多家酒店，去年8月以45亿港币收购的英国KG酒店资产包55个酒店项目；

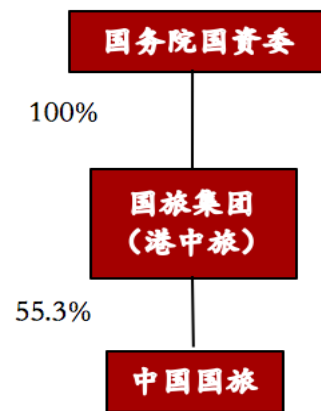
4) **休闲游方面**，港中旅旗下世界之窗等人造主题公园，“海泉湾”系列休闲度假景区，和河南嵩山、鸡公山、浙江安吉灵峰山等自然景区，资源价值显著。

图表8：重组前，公司股权结构



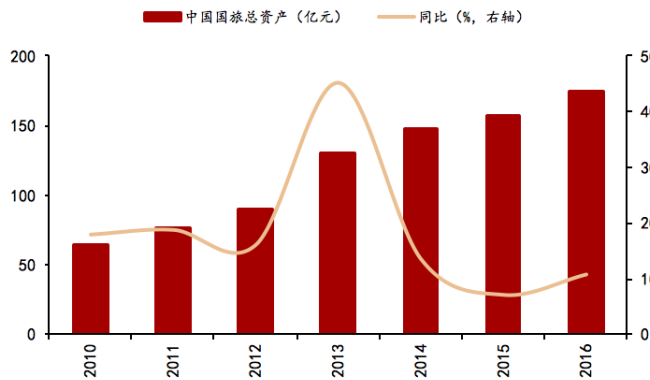
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表9：重组后（2016.12），公司股权结构



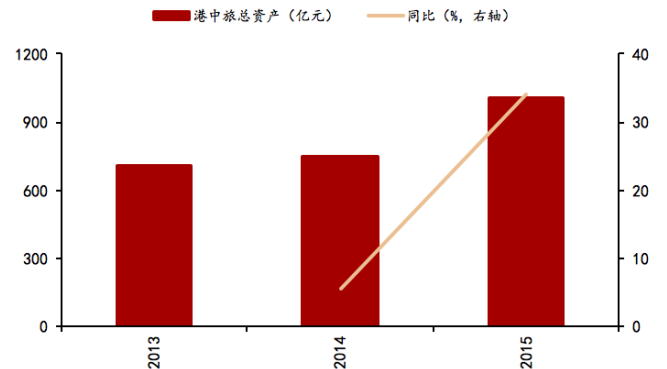
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10：中国国旅总资产持续增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：港中旅资产规模超1000亿元



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12： 中国旅游集团旗下资源丰富

板块	主要资产
国旅集团	国旅大厦有限公司、北京天马旅游汽车有限公司、香港中国国际旅行社有限公司、武汉舵落口物流有限公司
中国国旅股份有限公司 (601888)	中国国际旅行社总社有限公司、中国免税品(集团)有限责任公司、国旅(北京)投资发展有限公司、国旅(北京)信息科技有限公司
旅行社板块	香港中旅社、内地旅行社、海外旅行社、芒果网
酒店板块	港澳酒店、内地酒店、海外酒店
中国旅游集团旗下资源	景区板块-香港中旅国际投资有限公司 (00308.HK)
地产板块	青岛海泉湾、物业管理公司、沈阳项目公司、杭州项目公司等
金融板块	中旅银行、安信信贷、旅游产业促进基金、国际租赁公司
物流板块-港中旅华贸国际物流股份有限公司 (603128)	内地分子公司、海外分子公司
资产板块	托管企业、新产业开发、资产处置等
其他	证件部、邮轮事业部、渭河电厂等

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

管理层完成新一轮换届，管理机制改善和后续激励值得期待。公司董事会于 2017 年 3 月完成新一轮换届，新一届董事会工作背景涉及国家旅游局、中免等。原中免总经理、董事长彭辉被任命为上市公司总经理。新一届领导班子有望给公司带来管理机制改善预期、后续激励办法同样值得期待。

控股日上，免税龙头地位奠定

国内免税业牌照主要包括机场、市内、离岛、商场、邮轮等，目前主要有五大免税集团竞争。从免税经营牌照看，主要包括传统的机场口岸免税店、境内的市内免税店、海南离岛免税店、免税商场、机上和邮轮免税店等。从市场格局看，中免集团免税牌照优势突出，拥有包括机场、市内、离岛以及邮轮等免税牌照；日上主要经营首都机场 T2\T3 段(正在投标竞价阶段)、浦东机场 T1\T2 段以及虹桥机场国际区域；中出服主要服务出国人员，拥有市内牌照；深免主要经营深圳各大机场免税业务；珠免主要运用珠海各大机场、市内免税业务，目前珠免集团与海航集团签署战略合作协议，市场竞争力将进一步增强。

图表13： 国内各大免税集团对比

免税集团	拥有牌照	业务情况
中免	机场口岸、市内、离岸、邮轮等	在全国 30 个省市自治区(包括香港、澳门和台湾地区)设立了涵盖了机场、机上、边境、客运站、火车站、外轮供应、外交人员、邮轮和市内九大类型 200 多家免税店。其中，海棠湾国际购物中心是目前在建的全球最大免税购物中心，也是集免税购物、有税购物、餐饮娱乐、文化展示等功能于一身的旅游零售高端商业综合体。
日上	机场	首都国际机场(T2 和 T3 航站楼)，目前正在招标中；在上海国际机场(浦东国际机场 T1、T2 航站楼和虹桥机场国际区域)开设有出境和进境免税店。
中出服	市内	向出国归国人员供应免税外汇商品，目前在全国设立了 12 家免税店。
深免	机场	现属下有罗湖免税店、皇岗免税店、文锦渡免税店、沙头角免税店、机场免税店、福田免税店和深圳湾免税店等 7 家免税店
珠免	机场、市内	现有 6 家免税店，拥有全国陆路口岸面积最大的拱北口岸免税店。目前海航集团与珠免集团达成全面战略合作，此外海航集团正积极收购全球第一大免税集团 Dufry 部分股权。

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

日上毛利率高于中免，两者免税牌照、经营品类具有互补、协同效应。日上是全球第十大免税集团，主要经营首都机场、浦东机场和虹桥机场免税业务，其中首都机场免税经营业务17年已到期，T2标段已被中免获得，T3结果即将揭晓。中免集团15年营收为87.44亿元，毛利率约45%；2015年日上营收约98亿元，根据Moodie报告2006-2016年免税销售收入CAGR超45%，由于进货价格低于中免，日上毛利率约60%（比中免高出15个百分点）。对比经营品牌，日上主要经营美妆、烟酒、巧克力以及精品服饰皮包等；中免则主要经营香水、化妆品、手表、首饰、旅行、食品、酒类等。

中免控股日上率先打破原先较稳定的市场格局，免税竞标实力及经营能力进一步增强。根据国家企业信息系统3月14日最新数据显示，中免认缴出资319.26万美元持有日上中国51%股份。除此之外，日上中国法定代表人和董事长由中免公司党委书记王轩担任，中免公司总经理陈国强获得日上中国董事席位。上市公司已发布公告澄清，旗下子公司中免公司与日上中国的合作事项尚待相关方履行内外部决策及审批程序，且能否最终实现还取决于是否能中标首都机场免税项目相关标段经营权。

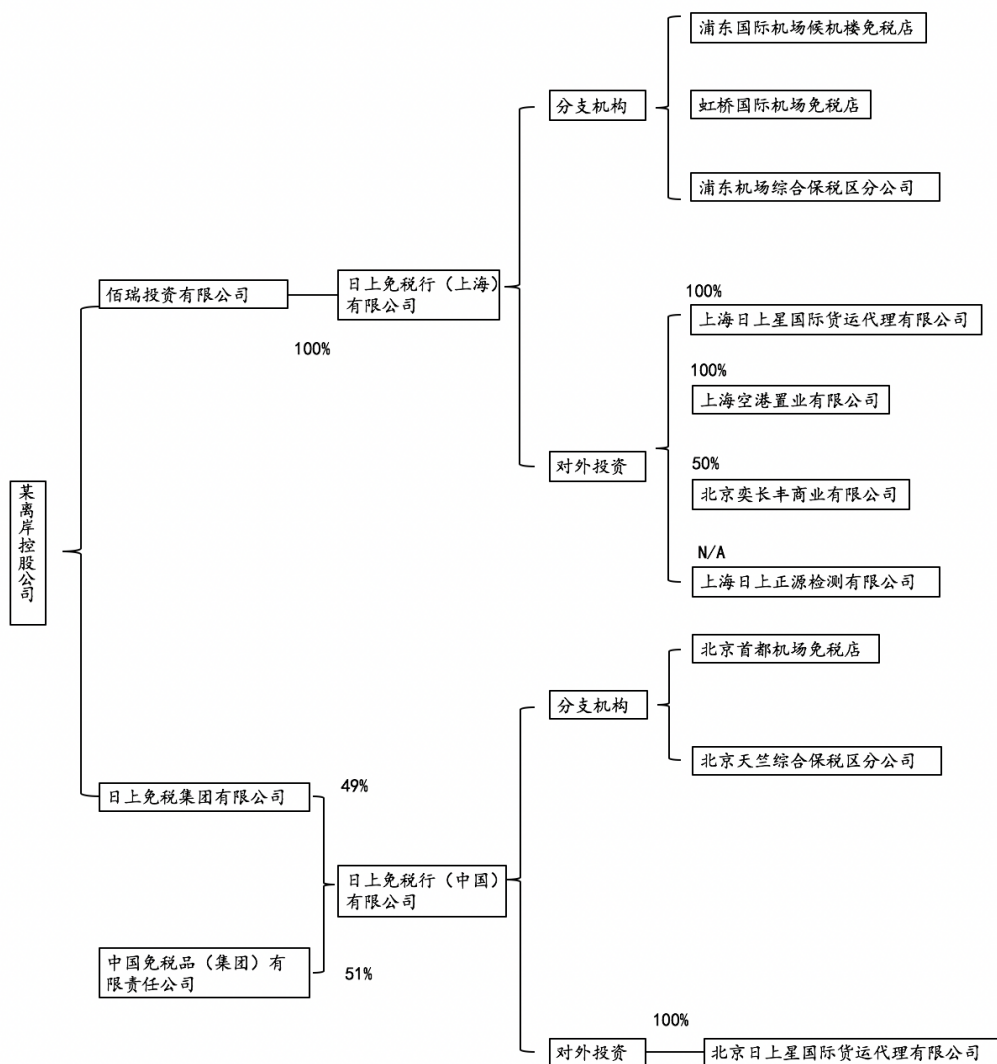
对于中免控股日上，我们认为：1) 2015年日上营收约98亿元，并表日后，将直接增厚公司业绩；2) 中免和日上强强联合，行业地位大幅提升，有利于在机场、入境、市内店的招投标中胜出；3) 中免和日上在免税业务领域合计市场份额约70%，具有明显的垄断地位，有利于提升对供应商的议价能力；4) 日上主要经营美妆、烟酒等，中免主要经营香水、首饰等，双方在优势品类上形成互补，有利于增强公司整体的盈利能力。

图表14：日上毛利率高于中免

	2015 营收 (亿元)	毛利率 (%)	经营品类
日上	98	60	美妆、烟酒、巧克力以及精品服饰皮包等
中免	87	45	香水、化妆品、手表、首饰、旅行、食品、酒类等

资料来源：Wind、公司官网、Moodie Report，华泰证券研究所

图表15: 日上免税行股权结构 (2017.03)



资料来源: 国家企业信用信息公示系统, 华泰证券研究所

积极扩张规模，市值新起点

三亚海棠湾：需求回暖，业绩反弹

从需求端看，我国奢侈品销售触底反弹，奢侈品消费回流迹象显现。根据 Euromonitor 数据，2012 年以来我国奢侈品零售额逐年下滑，从 12 年的 5715 亿元下降至 15 年的 4596 亿元，2016 年开始触底反弹，伴随我国中产阶级崛起，国家层面鼓励消费回流（海淘、跨境电商政策收紧），出境游增速放缓，国内的奢侈品销售预计持续回升，2020 年奢侈品零售额有望达 6914 亿元。同时，我国境内奢侈品消费占国内外奢侈品消费比重也于 2016 年回升。奢侈品消费回暖以及回流将有利于我国免税业务的持续增长。

同时，海南市场温和复苏，叠加出境游受挫等影响，进一步利好海南免税市场。2016 年 Q2 该机场吞吐量出现同比回升，三亚市接待过夜人次保持稳定增长。与此同时，受到韩国“萨德”事件影响，部分前往韩国购物的居民有望选择三亚作为替代目的地。

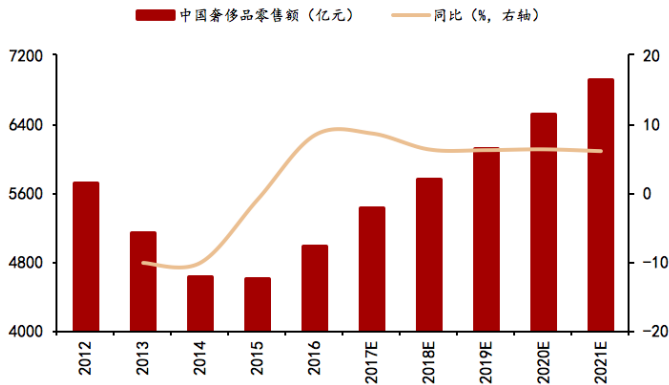
海南离岛免税政策不断调整放宽，激发免税行业活力。自 2011 年 4 月开始实施离岛免税政策以来，我国不断放宽每人每年购物限额、购物次数，同时不断新增免税品类。2012 年 11 月，将免税限额 5000 元提高至 8000 元并新增 3 种品类；2015 年 3 月，免税品类从 21 类扩大至 38 类，并放宽 10 种商品单次购买数量限制；2016 年 2 月，取消非岛内居民购物次数，免税限制再次提高至 16000 元，并开设两家网上销售窗口；2017 年 1 月，海南铁路离岛旅客被纳入免税对象，进一步推动三亚离岛免税行业发展。

受此影响，公司三亚海棠湾免税业务开始回暖，而 16 年 6 月免税店恢复与旅行社合作，叠加 16 年低基数，进一步推动海棠湾免税店业绩反弹势头。三亚海棠湾免税购物中心是全球最大的单体免税店，于 2014 年 9 月正式营业。受益于供给端离岛免税政策的进一步放宽、需求端国内奢侈品市场回暖以及海南市场温和复苏影响，三亚免税业务回暖。同时，渠道端看，16 年 6 月恢复与旅行社合作（2015 年 9 月停止），加之 16 年低基数基础上，2017 年三亚海棠湾免税店业绩有望反弹。

海南离岛免税购物人次和销售额回升，免税业务出现回暖迹象。2016 年，海口、三亚两家免税店销售离岛免税品 740.6 万件，销售金额 60.7 亿元人民币，购买人数 173.1 万人次，同比分别增长 14.1%、9.6% 和 5.6%。2017 年 1 月和 2 月免税品销售额分别为 8.78 亿元、10.75 亿元，同比变化 +42.76%、-3.33%；购物人次分别为 23 万人次、27 万人次，同比增长 36.9%、7.4%。

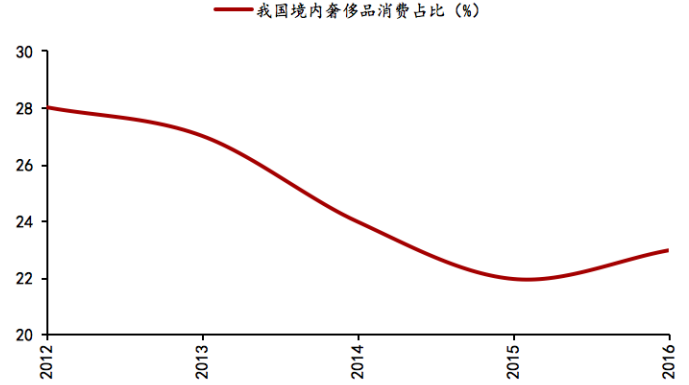
三亚高端酒店密集开业、凤凰机场扩建、河心岛二期项目建设等，有望进一步提升三亚接待游客能力，对海棠湾免税业带来增量。2017、2018 年，亚特兰蒂斯、华尔道夫等酒店将陆续开业，其中亚特兰蒂斯属七星级酒店，占地 806 亩，约 1300 间豪华客房，集合了海洋水族馆、海洋乐园、演艺、国际会展等于一体，与海棠湾仅 1.8 公里，其将于 17 年正式营业；凤凰机场三期项目也将于 2017 年建设完成；同时公司还将在河心岛区域建设免税店二期项目（建筑面积 3.2 万平方米），除了购物区域，还将配置休闲娱乐区和餐饮区等，此项目已于 2017 年 1 月招标。以上项目的落地将有助于进一步提高三亚接待能力和对旅客的吸引力，并有望对公司三亚海棠湾免税店带来增量客流，继而促进业绩增长。

图表16: 2016年中国奢侈品销售回暖, 并预计持续回升



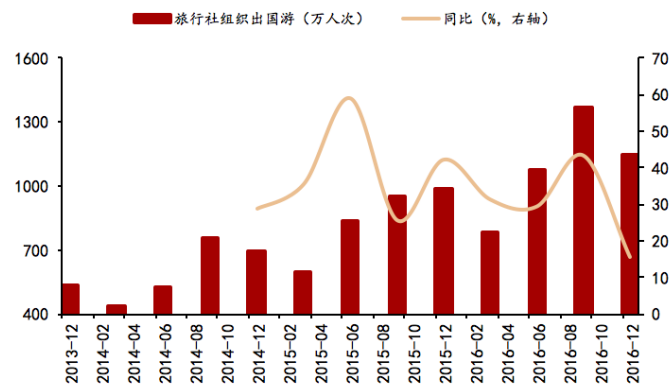
资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表17: 我国境内奢侈品消费占国内外奢侈品消费比重回升



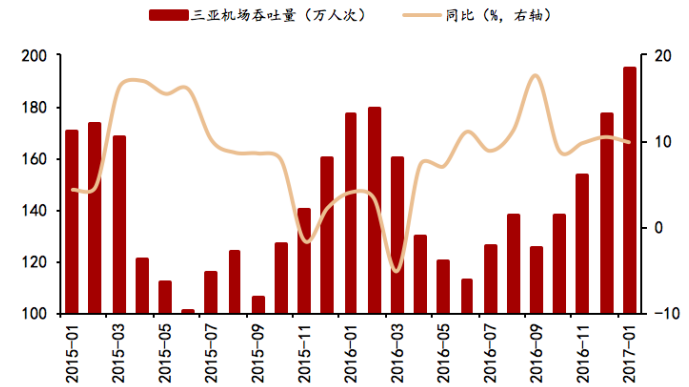
资料来源: 财富品质研究院, 华泰证券研究所

图表18: 旅行社组织出国游人次增速放缓



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 2016Q2以来三亚机场吞吐量同比回升



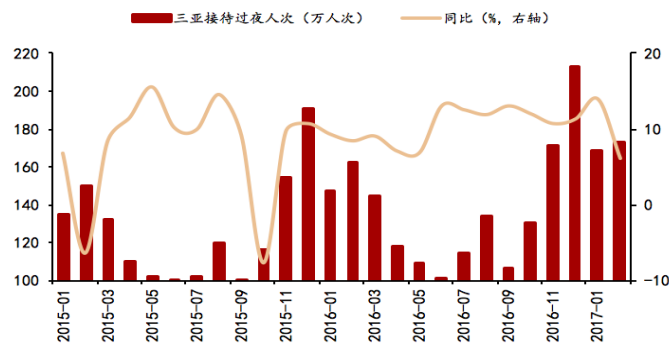
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 离岛免税政策不断放宽

时间	离岛免税政策主要内容
2011年4月	每人每次免税购物金额5000元以内, 非岛内居民旅客每人每年最多2次, 岛内居民1次
2012年11月	免税购物限额提高至8000元, 并增加了美容、保健器材等3类品种
2015年3月	离岛免税品类由21大类新增至38大类, 增加婴儿配方奶粉、浓缩咖啡等17种, 放宽香水、化妆品等10种单次购物数量限制
2016年2月	取消非岛内居民购物次数限制, 免税购物限额不超过16000元人民币; 现有两家实体免税店获准开设网上销售窗口
2017年1月	海南铁路离岛旅游纳入免税对象

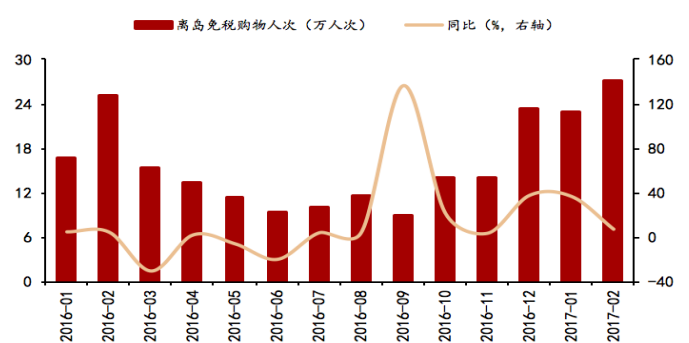
资料来源: 财政部, 华泰证券研究所

图表21: 2016年以来, 三亚接待过夜人次保持正增长



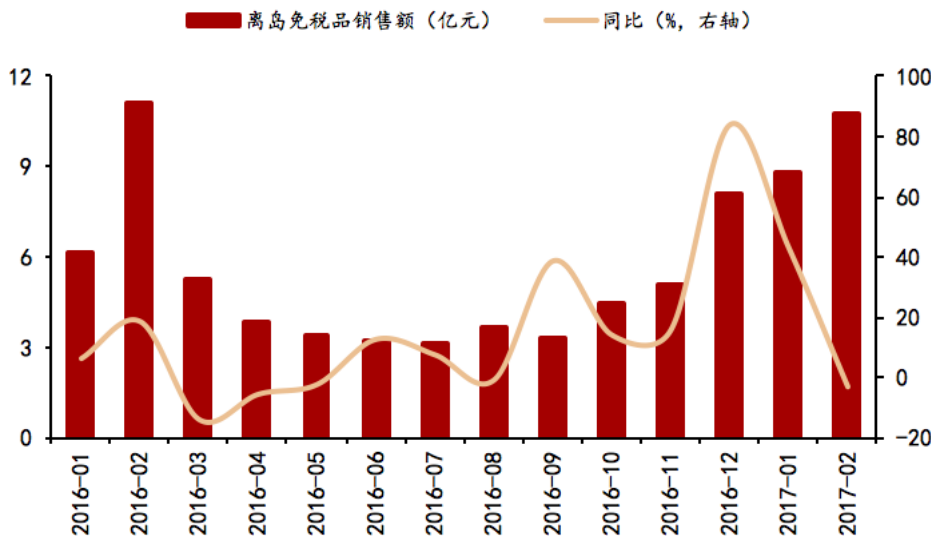
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 离岛免税业购物人次现回暖迹象



资料来源: 商务部, 华泰证券研究所

图表23: 除受春节影响17年2月增速下滑外, 16Q4以来离岛免税销售额总体维持正增长



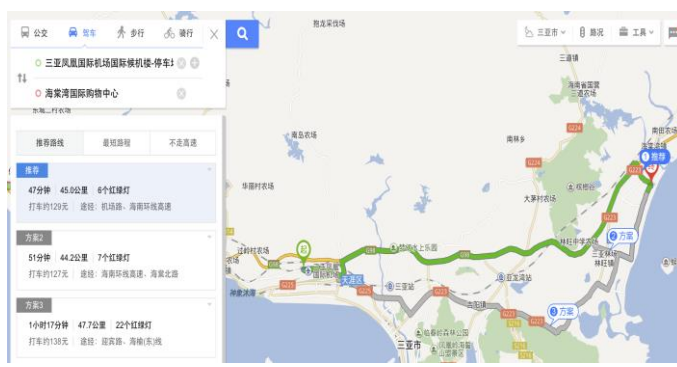
资料来源: 商务部, 华泰证券研究所

图表24: 三亚亚特兰蒂斯酒店距离海棠湾仅1.8公里



资料来源: 百度地图, 华泰证券研究所

图表25: 三亚凤凰机场距离海棠湾约50分钟车程



资料来源: 百度地图, 华泰证券研究所

机场免税店: 规模扩张, 地位提升

目前中免已基本确定拿下广州白云机场 T1&T2 进境免税店(T2 预计 18 年春季投入运营), 中免与拉格代尔的合资子公司获得香港国际机场 T1&T2 烟酒经营权。正在进行的首都国际机场招投标中, 中免获得 T2 出入境免税店经营权, T3 将于近期得出结果。

图表26: 各家机场免税店竞标情况

位置	标段	面积 (平米)	经营期限	中标公司	首年月保底销售额 (万元)	提成比例	吞吐量
香港国际机场	T1&T2烟酒	3400	2017年11月18日-2024年9月30日	中免-拉格代尔有限公司	未公开	未公开	2016年客运量达到7050万人次
广州白云机场	T1	300	9年	中免集团	3244	39%	2016年吞吐量达到5973万人次(同比+8.2%)，国际旅客吞吐量约1358万人次。
-T2投入使用后	T1 T2	400 700	T2预计2018年2月投入运营使用		2356 3533	42% 42%	T2预计能满足4500万人次使用需求
首都国际机场	T2	进港416.46 +出港3186.09	未公告	中免	年保底8.3亿元	48%	2016年吞吐量达到9439.35万人次(同比+5.0%)，其中国际及港澳台旅客量为2453.70万人次(同比+8.7%)；2017年1月国际客流达到818万人次(同比+8.6%)，港澳台线路同比+10.5%
	T3	进港1938.72 +出港9461.43		日上(中国) vs. 珠免	日上(中国)22亿元 vs. 珠免24.95亿元	日上(中国)44% vs. 珠免47%	
浦东国际机场	T1	583.8	现有日上免税行合同预计2018年到期，是否重新招标尚不确定。				2016年旅客吞吐量达到6600.24万人次(同比+9.82%)，其中国际旅客量为2700.96万人次(同比+14.72%)
	T2	3691					

资料来源: Moodie Report, 中国招标网, 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

从以上数据中可以看出今年进出境免税店的招标竞争异常激烈，各免税运营商均希望把握机会突破区域限制，抓住成长机遇。在此背景下，各标段开出来的保底销售额和提成比例之高略超出市场预期。参考国际上机场免税店约10%左右的净利率水平，15年日上毛利率高达60%而中免免税品销售毛利率约45%（16年半年报披露的最新免税销售毛利率46.31%），短期来看，拿下机场店扩规模、提升行业地位的意义，远大于对短期内上市公司业绩的增厚。但可以预期的是随着收入的提升，对供应商议价能力的提高，以及运营水平的提升，中免未来毛利率提升、业绩释放的空间较为可观。

北京首都国际机场 T2 预计贡献 14-15 亿收入，T3 按权益算贡献 17-18 亿收入：

- 根据 Moodie Report，2013 年日上免税行实现营业收入 8.82 亿欧元，2015 年日上免税行实现营业收入 13.44 亿欧元（折合人民币约 98.15 元），并且 2006-2016 年公司营收 CAGR 为 45%。
考虑到 16 年出境游增速大幅下滑，17 年预计行业稳步复苏，保守给予 16/17 年 8%/12% 的销售增速，预计 17 年销售收入为 16.26 亿欧元，折合人民币约 118.74 亿元。
- 根据 Moodie Report 显示，2015 年首都国际机场免税销售收入 41 亿元，假设这一比例维持，预计 17 年首都机场贡献 49.60 亿元销售收入。
- 根据首都国际机场 T2/T3 进出港店面面积比例约为 1/3 左右，考虑到 T2 有部分特殊航班因素，假设 T2/T3 销售额比例为 3:7，预计 17 年 T2 贡献收 14.88 亿元，T3 贡献收入 34.72 亿元。

香港机场烟酒段至少贡献 12-13 亿销售收入：

1. 根据香港机场免税经营面积与浦东国际机场接近，粗略估计香港收入规模在 60 亿上下。
2. 中免-拉格代尔合资子公司中标烟酒段，过去烟酒占香港免税销售额比例约为四成，考虑到免税行业的特殊性，国家政策层面更为鼓励国企合资过程中由中免控股，假设中免持股比例 51%居于控股地位，则香港机场可贡献至少 12-13 亿销售收入。

根据以上测算，首都 T2+香港机场销售收入贡献达到 26-28 亿元；若拿下 T3，合计贡献销售收入达到 43-46 亿元。

规模带来盈利爬坡，维持“买入”评级

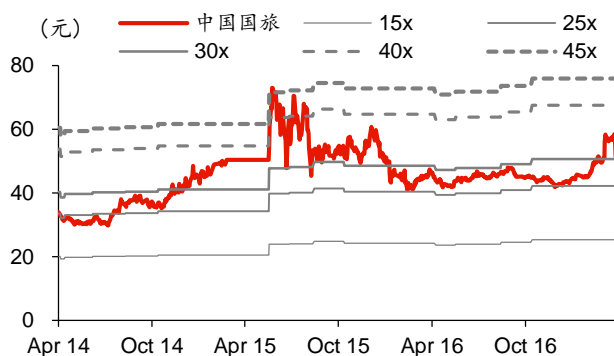
市场认为各免税店竞标结果一定程度上低于预期，主要源自几个方面：一方面，市场化运作意味着中免的牌照垄断优势实质上被削弱；另一方面，竞争激烈程度远超出市场想象，哪怕竞标成功也将加大公司经营成本，对净利润增长形成较大压力。

而我们认为：

1. 大的层面来说，免税行业承担国家引导消费回流的责任，国企在这类行业中更有使命感，往往占据主导地位，从大多数机场店由中免与机场或地方企业合资经营、甚至鼓励国企控股可以看出。而北京、上海等大型机场免税店更是免税业桥头堡，战略意义重大，受重视程度更甚。
2. 机场免税店是运营商之间、运营商和机场之间的博弈过程，长期看市场是有效的，最终将有持续经营能力的免税运营商胜出，才能各方共赢。中免在国内规模、资源优势显著，实力雄厚，在竞争中胜出的可能性较大。
3. 公司积极扩张免税业务规模，规模效应带来盈利能力爬坡；17年初新管理层到位，管理机制优化和运营能力提升上值得期待。因毛利率爬升需要时间，暂维持原盈利预测16/17/18年EPS为1.80/2.30/2.61，对应PE为28.07/22.02/19.41，公司仍为旅游板块估值洼地，给予17年27-32倍的PE，调整目标价至62.1-73.6元，维持“买入”评级。

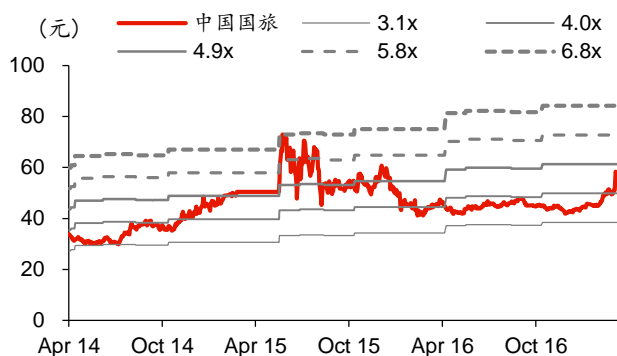
PE/PB – Bands

图表27：中国国旅历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表28：中国国旅历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	10,924	11,846	13,929	16,401	19,141
现金	7,289	5,260	10,104	12,199	14,519
应收账款	884.00	939.82	988.90	1,091	1,205
其他应收账款	345.41	362.24	392.22	427.65	473.02
预付账款	555.80	600.32	630.53	683.52	748.12
存货	1,530	1,845	1,808	1,994	2,190
其他流动资产	319.60	2,839	5.58	5.60	5.75
非流动资产	3,777	3,885	3,557	3,347	3,079
长期投资	196.98	231.27	216.20	218.02	219.62
固定投资	1,615	1,574	1,641	1,540	1,401
无形资产	907.90	1,124	1,100	1,074	1,047
其他非流动资产	1,057	956.56	600.19	515.78	411.35
资产总计	14,701	15,731	17,487	19,748	22,220
流动负债	3,867	3,678	3,907	4,132	4,364
短期借款	70.00	109.99	91.16	93.91	95.67
应付账款	1,752	1,274	1,618	1,718	1,845
其他流动负债	2,045	2,294	2,197	2,320	2,423
非流动负债	41.27	161.34	165.03	236.70	303.48
长期借款	0.00	0.00	100.00	150.00	200.00
其他非流动负债	41.27	161.34	65.03	86.70	103.48
负债合计	3,908	3,839	4,072	4,369	4,668
少数股东权益	694.82	711.36	960.44	1,277	1,638
股本	976.24	976.24	976.24	976.24	976.24
资本公积	4,811	4,811	4,811	4,811	4,811
留存公积	4,403	5,460	6,667	8,314	10,127
归属母公司股	10,098	11,181	12,454	14,102	15,915
负债和股东权益	14,701	15,731	17,487	19,748	22,220

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	1,496	1,571	5,141	2,420	2,827
净利润	1,670	1,721	2,010	2,561	2,907
折旧摊销	170.28	268.68	239.78	255.43	260.45
财务费用	(54.10)	(11.66)	(177.49)	(200.67)	(104.57)
投资损失	(127.71)	(154.64)	(137.80)	(141.73)	(142.57)
营运资金变动	(168.74)	(194.20)	3,097	(87.95)	(121.96)
其他经营现金	5.70	(58.74)	108.86	33.40	28.73
投资活动现金	(808.08)	(5,360)	(62.20)	17.78	70.12
资本支出	642.46	682.45	150.00	20.00	0.00
长期投资	299.07	4,843	(28.93)	25.01	(7.83)
其他投资现金	133.44	165.49	58.88	62.78	62.29
筹资活动现金	(473.39)	(544.95)	(235.68)	(342.35)	(577.03)
短期借款	(7.00)	39.99	(18.83)	2.75	1.76
长期借款	0.00	0.00	100.00	50.00	50.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.16	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(466.55)	(584.94)	(316.85)	(395.10)	(628.80)
现金净增加额	207.80	(4,345)	4,843	2,095	2,320

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	19,936	21,292	22,442	24,724	27,327
营业成本	15,180	16,090	16,859	18,355	20,054
营业税金及附加	218.00	257.74	271.67	299.29	330.80
营业费用	1,581	1,826	1,925	2,121	2,344
管理费用	906.57	968.41	1,021	865.36	956.46
财务费用	(54.10)	(11.66)	(177.49)	(200.67)	(104.57)
资产减值损失	29.76	20.43	23.28	23.41	22.87
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	127.71	154.64	137.80	141.73	142.57
营业利润	2,202	2,296	2,658	3,403	3,866
营业外收入	29.75	27.09	34.93	31.45	31.88
营业外支出	4.64	10.32	7.61	8.02	8.27
利润总额	2,227	2,313	2,685	3,427	3,890
所得税	556.74	591.04	674.91	865.36	982.77
净利润	1,670	1,721	2,010	2,561	2,907
少数股东损益	200.13	215.58	249.08	316.74	360.49
归属母公司净利润	1,470	1,506	1,761	2,245	2,547
EBITDA	2,318	2,553	2,720	3,458	4,022
EPS (元)	1.51	1.54	1.80	2.30	2.61

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	14.26	6.80	5.40	10.17	10.53
营业利润	16.29	4.26	15.78	28.05	13.60
归属母公司净利润	13.57	2.42	16.96	27.45	13.46
获利能力 (%)					
毛利率	23.86	24.43	24.88	25.76	26.62
净利率	7.38	7.07	7.85	9.08	9.32
ROE	14.56	13.47	14.14	15.92	16.00
ROIC	51.35	26.26	56.44	76.46	94.32
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.59	24.40	23.29	22.12	21.01
净负债比率 (%)	1.79	2.87	4.69	5.58	6.33
流动比率	2.82	3.22	3.57	3.97	4.39
速动比率	2.42	2.71	3.09	3.48	3.88
营运能力					
总资产周转率	1.44	1.40	1.35	1.33	1.30
应收账款周转率	23.53	22.51	22.39	22.90	22.92
应付账款周转率	9.54	10.63	11.66	11.00	11.26
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.54	1.80	2.30	2.61
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	1.61	5.27	2.48	2.90
每股净资产(最新摊薄)	10.34	11.45	12.76	14.45	16.30
估值比率					
PE (倍)	33.62	32.83	28.07	22.02	19.41
PB (倍)	4.90	4.42	3.97	3.51	3.11
EV_EBITDA (倍)	19.15	17.39	16.32	12.84	11.04

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com