

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

中国国旅 (601888): 加速免税业务扩张, 规模效应有效改善盈利

2015年6月6日

分析师:

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

研究助理

张欣

执业证书编号: S1380113090002

联系电话: 010-88300920

邮箱: zhangxin@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格: 57.37

本次评级: 尚未覆盖, 无评级

公司基本数据

总股本(百万股): 976.24

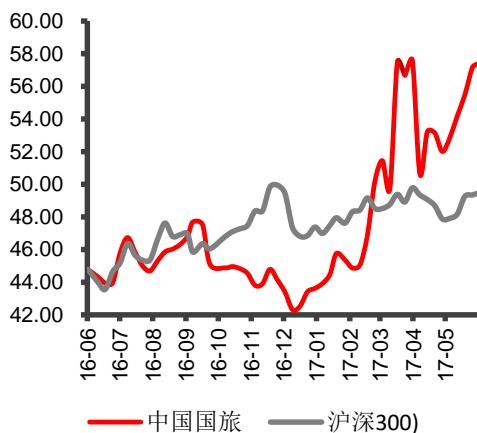
流通股本(百万股): 976.24

流通A股市值(亿元): 560.07

每股净资产(元): 13.61

资产负债率(%): 22.16

中国国旅与沪深300走势比较



投资要点:

● 加速扩张机场免税业务, 规模效应有效提升公司毛利

成功中标广州、昆明等5家机场免税店经营权, 若今明两年拿下首都和上海浦东机场免税业务经营权, 公司的免税业务收入将大幅提升, 实现的规模效应可以提高公司与上游供应商的议价能力, 毛利率将有较大提升空间。

● 离岛免税业务增速明显, 市内店业务发展空间广阔

支持离岛免税业务的政策进一步放开, 海棠湾区域的持续发展, 加之今年海南旅游游客数量的恢复等多重因素的叠加, 入店顾客数量和人均消费额将大幅增加, 促进公司离岛免税业务增长。除了海棠湾核心业务外, 市内免税店也是公司发展重点, 国家预计将逐步放开市内免税店的相关限制, 从国外发展经验来看, 此项业务空间十分广阔, 在政策红利下公司会积极布局, 市内店从营业面积、客户体验等方面与机场店形成互补, 有望成为公司新的盈利增长点。

风险提示

公司业绩不达预期, 旅游行业政策放开不达预期, 消费升级低于预期, 突发事件或不可控自然灾害, 国内外证券市场系统性风险。

目录

1、公司基本情况	3
1.1 公司主要业务.....	3
1.2 公司业绩情况.....	3
2、投资观点	3
2.1 加速扩张机场免税业务，规模效应有效提升公司毛利.....	3
2.2 离岛免税业务增速明显，市内店业务发展空间广阔.....	3
3、会议问答环节	4
4、风险提示	6

近期我们参加了中国国旅2016年股东大会，整理会议问答实录纪要如下，供投资者参考。

1、公司基本情况

1.1 公司主要业务

中国国旅是我国旅游行业的龙头企业，公司的主营业务是旅游服务和商品销售。

旅游服务业务包括：出入境旅游、国内旅游、境外签证、票务代理等业务。

商品销售业务包括：免税商品销售业务和有税商品销售业务。

1.2 公司业绩情况

2016年，公司实现营收223.9亿元，同比增长5.16%；归母净利润18.08亿元，同比增长20.07%；基本每股收益为1.8元，同比增长31.72%。

公司2016年利润分配方案为：每10股转增10股，派送10元。

公司2017年第一季度实现营收57.8亿元，同比增长10.54%，归母净利润7.18亿元，同比增长3.08%，基本每股收益为0.74元。

预计2017年上半年实现净利润6.64-7.59亿元，同比增长40-60%。

2、投资观点

2.1 加速扩张机场免税业务，规模效应有效提升公司毛利

公司已陆续中标南京禄口、成都双流、乌鲁木齐地窝堡、昆明长水、广州白云机场进境免税店经营权，与国际免税巨头拉格达尔合资的公司也获得香港国际机场烟酒产品经营牌照，公司控股日上免税行（中国）有限公司后加大首都机场T2、T3进境免税店经营权的中标概率，同时，在公司控股日上（中国）后大概率将寻求与日上（上海）的合作或兼并，将有利于明年上海浦东机场的免税店业务招标。成功中标广州、昆明等5家机场免税店经营权，若今明两年拿下首都和上海浦东机场免税业务经营权，公司的免税业务收入将大幅提升，实现的规模效应可以提高公司与上游供应商的议价能力，毛利率将有较大提升空间。

2.2 离岛免税业务增速明显，市内店业务发展空间广阔

公司免税业务主要由传统免税业务和离岛免税业务构成，其中离岛免税是公司运营的海南三亚市海棠湾国际免税购物中心，机场店和市内店均为传统免税。海棠湾国际免税购物中心是全球最大的、国内销售免税商品最丰富的免税店，目前公司还在推进海棠湾二期和河心岛项目的建设。国家为了国人奢侈品消费的回流，2016年财政部发文《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》，将离岛免税额度提高到16000元并且取消了购物次数限制。支持离岛免税业务的政策进一步放开，海棠湾区域的持续发展，加之今年海南旅游游客数量的恢复等多重因素的叠加，

入店顾客数量和人均消费额将大幅增加，促进公司离岛免税业务增长。除了海棠湾核心业务外，市内免税店也是公司发展重点，国家预计将逐步放开市内免税店的相关限制，从国外发展经验来看，此项业务空间十分广阔，在政策红利下公司会积极布局，市内店从营业面积、客户体验等方面与机场店形成互补，有望成为公司新的盈利增长点。

3、会议问答环节

Q: 新中标机场的扣点率较高，导致整体费用率高于目前免税业务实际毛利率，新机场免税店业务盈利能力承压。公司如何提升毛利率和提升节奏是怎么样？

A: 中免公司毛利率不止这个数字。公司和法国拉格代尔联合成立子公司经营香港机场的相关业务。拉格代尔目前全球排名 3-4 名，它的产品采购能力和毛利率比中免公司好多了，这也是中免公司和拉格代尔成立合资公司去经营香港机场相关业务的原因。近期公司投资入境店，香港机场以及即将宣布的北京机场。中免公司今年营收较去年将有大幅增长。营收提升对毛利率的增长有极大的影响，所以中免公司投标大量机场是经过公司严格测算的，而不是随意投标。

Q: 免税政策是否放开？如果已经放开，是否意味着公司和其他合格免税公司都可以竞标广州白云机场出境店，同时公司的 200 家门店未来是否会重新招标和扣点率有可能提升？

A: 关于出境免税店的政策现在没有放开。从 1979 年开展免税业务以来，按照国家的规定，中免公司是唯一一家被国家授权在全国范围内对免税业务开展统一管理的免税企业。为进一步加强免税业务的管理，经国务院批准，财政部、海关总署、国家税务总局、国家旅游局联合下发《关于印发〈关于进一步加强免税业务集中统一管理的请示〉的通知》，再次明确了中免公司对中国免税业务开展统一管理，在这个通知中明确说明，由于免税业务免掉的是关税进口环节等重要税收，涉及海关监管和旅游购物管理，制定国家有关免税品销售业务的政策，由财政部牵头海关总署、国家税务总局和国家旅游局提出意见报国务院审批。免税业务应体现国家垄断和特许经营的行业性质，免税业务的经营权和管理权在中央，坚持统一审批的原则，地方和各部门无权审批经营管理免税业务。设立出境口岸免税品分公司和免税店，由中国免税品集团总公司提出申请，财政部会同海关总署、国家税务总局和国家旅游局从严掌握审批，其他部门和地方政府无权自行审批。这些都是文件里面的明文规定。广州机场这次出境免税店的招标是不符合上述规定的。据我们了解，主管部门已经要求广州机场按照国家规定执行，我们也在密切关注相关情况的进展。

Q: 市内免税店政策放开的进展？市内免税店会不会与机场免税店形成竞争？公司引进的人才对于公司经营机制、品牌优化有哪些具体的改善措施？公司账上有八、九十亿的现金，后续是否有投资计划？

关于市内店政策，2000 年 1 号文明明确规定，市内免税店由中免公司提出申请，财政部会同海关总署、国家旅游局和国家税务总局提出意见报国务院审批。从 88 年、89 年开始，中免公司陆续提出申请，国务院也陆续批准了一些，包括北京、上海、大连、青岛、厦门。去年我们提出申请，海关总署也同意恢复传统的市内免税店。

关于政策放开的问题，这是大趋势，韩国、日本也已经陆续放开了市内免税店的政策。我们相信市内免税店政策的放开是迟早的事情。关于市内店与机场店之间的竞争，韩国乐天的市内免税店是最好的，从韩国的情况我们可以看到，实际上市内免税店和机场店是互补的。机场店受到两方面的限制，一个是场地一个是时间。现在很多人选择先在市内免税店下订单，在出国或者回国的时候提货。所以市内免税店对于机场店是一个补充，而不是相互竞争的关系。关于人才问题，中免公司从去年 12 月份开始引进了一些人才，包括我们的 COO，今年引进国际化人才的步伐在加快。上星期初步确定了 CIO 首席信息官，最近确定了一个 HR，也是具有国际化背景的人才。下一步我们引进国际化人才的步伐不会停止，因为中免国际化业务步伐在加快，对中免公司的影响还是很大的。三亚店今年一季度、4 月份相比去年销售增长非常快。目前的 COO 具有丰富的国际化背景，他在三亚店做了两件事，一个是进店率，一个是调单价，今年上半年的销售变化、商品价格调整都是非常明显的。今年除了三亚店还有 5 家，我们计划把三亚店作为样本店树立起来，推广到全国。关于投资，公司的货币资金还是比较充足的，有 90 多亿。目前主要是保值增值，通过银行的保本理财，通过公开询价，资金的收益还是比较高的。如果未来有比较好的并购重组机会，也会围绕战略和主业投资，把资金更好地利用起来。

Q: 公司对于 2018 年的业绩有什么想法？未来政府对中国免税业务格局规划是什么？为什么中国出国人员服务总公司的市内店体量很小？

A: 2018 年的首都机场、香港机场都是运营的第一年，经营压力会比较大。国资委和集团对股份公司业绩提出了一些要求。今年股份公司和中免公司做了很多工作，比如市内店是我们今年工作的重点以及首都机场、香港机场招投标等等。我们股份公司能够完成国资委和集团给我们下达的任务，也会给股东带来比较好的满意回报。

国家非常关注中国人海外奢侈品购物的回流，包括入境店的放开、未来市内店政策可能放宽到出国人员市内店购物机场提货，都体现了国家的关注。免税是引导国人海外奢侈品购物回流的一个有效手段。国家对央企、国企的政策，想培养国企能够在一个行业、一个产业中有引导力、带动力。中免公司是中国免税业最有实力最有希望成为领头羊的企业，尤其是我们在北京机场与日上合作，从这个角度讲，国家会全力支持像中免公司这样的公司做强做大，参与国际竞争。中免公司的目标就是未来几年进入世界前 5。

关于中国出国人员服务总公司，它的免税商品是卖给回国的人，在一定程度上对有税的商品产生一些冲击，所以在品牌和规模上受到非常大的限制，最根本的原因就在于此。

Q: Dufry 综合毛利率 59%，免税业务 60%，免税业务毛利率比其它有税业务高，那么毛利率有多少？公司规模越来越大，与国际免税巨头相比的竞争力是什么？公司人工成本占 5%，Dufry 占 15%，这 10 个点的差距是不是公司最核心的竞争力？三亚拿的地，建了免税城海棠湾，还有剩地，公司对这地有什么规划？

A: 影响价格的因素是非常多的，比如价格条款是什么，付款是即付、预付还是后付等等。表面上看 Dufry 的毛利率可能会有 65%、70%，我认为比较毛利率要在平

等的基础上，比如同样的价格条款。Dufry 这十年 11 次并购，规模大了之后对利润的影响是非常大的。具体毛利率有多少要看具体的价格体系，这个不太了解。中免公司如果有了海棠湾、北京机场、香港机场以及明年可能中标的上海机场，采购价我们能够做到全球最低价格。采购价格是受市场规模、受拥有的重要的机场零售终端影响的，这也是中免公司向外扩张的根本原因。

关于公司核心竞争力，公司核心竞争力并不可以认为是人工。其实我们这次在香港竞标的时候，我们的价格不是最高，但是我们中标了。现在全世界都在赚中国人的钱，包括韩国以及香港机场，中国人贡献了很多。我觉得中免公司最大的竞争力是我们了解中国客户的需求。我们香港机场为什么能中标，我们的旅游集团拥有最大的旅行社、最大的网络系统、会员系统，这个也是原因之一。公司最大的核心竞争力在于客户、资源、我们对中国人的了解。

海棠湾 1 期 2 号地，规划中还有 9 万 5000 平米，规划还在进行当中，会按照一定的步骤进行运作。但是现在有新的情况，三亚从去年到现在房价涨了 50%，因为地价的高涨出现了限购，我们会根据限购政策进行相应的调整。

Q: 公司在经营 T2 免税业务与日上的经营在定价、营销方面有什么区别？中免拿到了 6 家进境免税店，未来会不会像出境免税店那样与当地的企业、政府合作，实现利益的绑定？

A: 北京机场 T2 现在还没有最后的结果，还不能说中免中标 T2。T2 和 T3 应该是有所区别，T2 现在面积非常小，之后 T4 修建完成后，据了解南航、中航可能会移到 T4，T2 可能主要是外航。如果中免中标，会根据 T2 机场规划的情况以及以后客源的情况来确定我们的产品。日上现在的 T2 主要是中国人消费，这方面会有所区别。

我们拿到的 6 家入境店到今年年底以前陆陆续续都会开。国家推行的政策是非常清楚的，要把消费拉回来，满足国人出国回来之后的购物需求。出境和入境的商品是有区别的，比如北京 T3，应该是互补。商品的销售严格按照国家的规定，包括入境允许携带的数量，不会和当地政府、机构有什么合作，我们按照国家的政策规定来销售我们的免税商品。

4、风险提示

公司业绩不达预期，旅游行业政策放开不达预期，消费升级低于预期，突发事件或不可控自然灾害，国内外证券市场系统性风险。

。

表：公司2015 年至今主要财务指标及盈利预测（WIND 一致预期）

	2017E	2016A	2015A
营业收入(百万元)	25,538.17	22,389.79	21,291.88
(+/-) %	14.06	5.16	6.8
归属于母公司的净利润(百万元)	2074.31	1808.19	1505.89
(+/-) %	14.72	20.07	2.42
每股收益(元)	2.12	1.85	1.54
市盈率(倍)	27	25.71	36.27

资料来源：WIND，国开证券研究部

注：表中2015、2016年估值指标以当年最后一个交易日收盘价进行计算，2017年预测值则以2017年6月6日收盘价进行计算。

注2：表中2017年每股收益预测未考虑公司2016年权益分配的10股转增10股

分析师简介承诺

崔国涛，机械行业研究员，北京理工大学工学学士，6年行业研究经验，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年加入国开证券研究部，负责机械行业研究工作。本人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登记为证券分析师。

张欣，2011年毕业于加拿大汤姆逊河大学，经济学学士，2012年至今就职于国开证券有限责任公司。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层