



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费服务：旅游

旷实\*

证券投资咨询业务证书编号：S1300513100001  
(8610) 6622 9343  
shi.kuang@bocichina.com

\*范欣悦为本报告重要贡献者

# 中国国旅：海南离岛免税政策持续发酵，传统免税政策渐进式突破

## 事件：

财政部、商务部、海关总署、税务总局、旅游局同意在广州白云、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、乌鲁木齐地窝堡等机场各设1家口岸进境免税店，同意在深圳福田、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。关于免税购物额度：在维持居民旅客进境物品5,000元人民币免税限额不变基础上，允许在口岸进境免税店增加3,000元的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过8,000元人民币。

## 一、增设进境免税店的点评：

1. 多数机场出入境客流、国际航线较少。在此次同意增设进境店的13个国际机场中，中免集团在除深圳宝安外的其他机场均设置出境免税店。此次进境免税店政策放开，中免有望借助先发优势在其余12个机场设立进境免税店（事实上，由于国家政策支持，上述12个机场中的部分机场，中免已经于去年开业了进境免税店）。从各个机场的客流情况看，2015年出入境旅客超过1,000万人次的机场仅有广州白云；其他机场出入境旅客在100-400万人次，与上海浦东+虹桥（3,468万人次）、北京首都（2,323万人次）相比量级相差悬殊。考虑到人工租金等成本、开业培育期、潜在的盈亏考量等因素，预计在广州白云以外其他机场设立进境免税店对中免集团的短期业绩影响有限。但我们坚持认为，在国家鼓励消费回流的大政策下，入境免税店的持续放开乃大势所趋。随着各区域中心城市国际航线的不断开拓（除北京、上海、广州外），中免传统机场免税店的总体销售额有望体现渐进而持续的增长过程。

图表 1. 2015 年各机场出入境客流情况

| 机场      | 2015 年出入境旅客 (万人次) | 国际航线数量 (条) |
|---------|-------------------|------------|
| 广州白云    | 1,000+            | 约 130      |
| 杭州萧山    | 300+              | NA         |
| 成都双流    | 400+              | 85         |
| 青岛流亭    | 200+              | 19         |
| 南京禄口    | 113.5             | NA         |
| 深圳宝安    | 166.16            | 12         |
| 昆明长水    | 200+              | 48         |
| 重庆江北    | 209.9             | NA         |
| 天津滨海    | 210+              | NA         |
| 大连周水子   | 150+              | 17         |
| 沈阳桃仙    | NA                | 23         |
| 西安咸阳    | 170               | 36         |
| 乌鲁木齐地窝堡 | 100+              | NA         |

资料来源：根据网络资料整理，中银证券

**2. 水陆口岸出入境客流规模客观，多为一年多此往来。**6 个水陆口岸中，中免集团在深圳皇岗、沙头角、文锦渡和黑河口岸都设有出境免税店。从水陆口岸客流情况看，珠海闸口出入境旅客超过 1 亿人次，深圳福田、皇岗口岸出入境旅客在千万量级。考虑到深圳、珠海居民往来港澳较为频繁（一年多此），在港澳购买相关免税品极其便捷。黑河口岸出入境旅客数量较少，虽然购买转化率较强，增速较快，但总体基数仍较小（对于合并报表净利润影响小）。由于口岸免税店增设进境店的影响有限，我们暂不考虑其对中国国旅(601888.CH/人民币 45.98, 买入)的业绩影响。

图表 2. 2015 年各水陆口岸出入境客流情况

| 水陆口岸 | 2015 年出入境旅客 (万人次) | 开放时间       |
|------|-------------------|------------|
| 深圳福田 | 6,192             | 6:30-22:30 |
| 皇岗   | 3,704             | 全天候        |
| 沙头角  |                   | 7:00-22:00 |
| 文锦渡  | 573               | 7:00-22:00 |
| 珠海闸口 | 11,400+           |            |
| 黑河口岸 | 约 70              |            |

资料来源：根据网络资料整理，中银证券

## 二、不必对于海棠湾免税店悲观，政策效应有望持续发酵

**1. 春节黄金周结束后，政策优化效应持续发酵。**海南离岛免税新政 2 月 1 日刚刚开始实施，春节的增速不代表全年增速。随着后续政策的持续发酵以及免税电商的推广和培育，三亚海棠湾免税店全年业绩有望高增长。

**2. 免税网购习惯尚待培育，但后续潜力大。**总体来看，目前网购模式几乎可以忽略不计。主要是由于公司尚未推广和营销网络购买模式。公司后续将在海南高星级酒店推广网络购买模式（海口、三亚酒店等），网络购买方式将解决部分游客无法到店的困境，总体将进一步提升综合购买转化率(线下实体+网络购买)。

### 三、维持买入评级：

如上所述，考虑客流基数以及开店培育等因素，预计机场+水陆口岸进境免税政策放开对公司传统免税收入短期提升幅度较小，我们暂不考虑其对于公司的业绩影响。但我们坚持认为，在国家鼓励消费回流的大政策下，入境免税店的持续放开乃大势所趋。随着各区域中心城市国际航线的不断开拓（除北京、上海、广州外），中免传统机场免税店的总体销售额有望体现渐进而持续的增长过程。同时，我们认为公司今年的业绩弹性仍然主要来自于离岛免税政策优化带来业绩弹性，且有望持续发酵。我们看好公司免税龙头的平台化架构以及央企层面的海内外资源整合（国内北京/上海机场免税店的潜在机会以及海外并购）。维持 2016、2017 年每股收益 2.09、2.43 元，目前股价 44.42 元/股相对 2016、2017 年盈利预测分别为 21 倍、18 倍，处于历史估值较低水平，我们建议投资者积极买入。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### **公司投资评级：**

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

### **行业投资评级：**

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### **中银国际(英国)有限公司**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371