证券研究报告—动态报告/公司快评

餐饮旅游

旅游综合Ⅱ

中国国旅（601888）

系列分析之十

买入

（维持评级）

2017 年 07 月 03 日

首都机场免税柳暗花明，公司未来前景不可限量

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
联系人：张峻豪 0755-22940141 zhangjh@guosen.com.cn

事项：

中国国旅公告：采购与招标网于 2017 年 6 月 30 日发布了《首都机场国际区免税业务招标项目中标候选人公示》，公司全资子公司中免公司为首都机场国际区免税业务招标项目第一标段的第一中标候选人，日上免税行为首都机场国际区免税业务招标项目第二标段的第一中标候选人。同时公司公告中免以人民币 3,882 万元收购日上上海和日上集团合计持有的日上免税行（中国）有限公司 51%的股权。

评论：

■ **首都机场免税招标公示：中免/日上分列 T2/T3 第一中标候选人，几经波折预计终峰回路转**

根据 6 月 30 日招标网公示结果及公司公告，首都机场本轮招标，**中免/日上分列 T2/T3 第一中标候选人**。综合我们此前《中国国旅系列分析之九-剑指世界免税前五，肩负消费力回流重任，内生外延齐发力》等系列报告的分析，考虑中免、日上在免税运营规模、机场免税运营商的领先优势（相较于珠免），加之中免/日上目前已经公示成为首都机场 T2/T3 招商的第一候选中标人，公示期 3 天，我们认为中免和日上基本上大概率竞标得首都机场 T2/T3 航站楼 8 年免税运营权。当然，这仍然需要首都机场招标结果的正式公布并签订相关合同后才能完全确定。

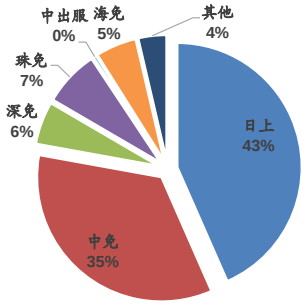
■ **中免携手日上将落定，免税垄断更加有利于本国议价权的提升，国家利益下央企龙头有望做大做强**

公司公告中免以人民币 3,882 万元收购日上（中国）51%的股权，结合启信宝数据，2017 年 3 月 14 日已完成工商登记，最终落地取决于日上中国能否中标首都机场 T3。亦即，一旦日上中标首都机场 T3，中免控股日上（中国）51%即确定。虽然日上（中国）目前主要经营北京首都机场免税业务，而上海机场出境免税主要由日上（上海）经营。但考虑上海机场免税有望 2018 年 3 月到期，在中免与日上在首都机场免税经营合作的基础上，未来也非常有希望在上海机场免税上展开类似合作。在这种情况下，**国内免税市场的竞争格局有望重塑。**

结合我们此前《中国国旅系列之八：变革之年，内外共振》系列报告等的分析，**参考我们此前估算整理的中国免税市场 2015 年的格局，日上和中免累计约占国内免税市场 78%的市场份额，处于绝对垄断地位**。考虑中免入股日上（中国）即将确定，加之未来不排除在日上上海方面也有望合作，在这种情况下，**中免如携手日上则国内免税中免一家独大的格局基本确定。**进境店等新试点，对整体免税的市场份额影响非常非常有限，且中免也获得了其中相对规模较大的白云、昆明、成都等，占据显著相对优势。

并且，我们近期一再强调两点：1、**中国免税行业是牌照相对垄断但是消费场景并不垄断（出入境游客可以在出发地和目的地自主选择），因此不存在垄断原罪！**换言之，中免与日上的持续整合符合我国本国利益方向。2、在经济增速换挡和外汇压力阶段性加大背景下，**吸引消费力回流是国家意志，只有做大做强本土免税运营商龙头**，才能在提升本土企业毛利率的背景下还能获得更好（也就是更低）的本区域内免税品终端销售价格（**换言之就是国际奢侈品品牌商的批发议价能力和零售决策权的双重转移**）。央企背景的中免在目前这一历史机遇下有望持续做大做强。

图 1：2015 年中国免税市场竞争格局



资料来源：公司资料，穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

■ **首都机场免税盈利分析：重在规模提升后对整体毛利的贡献，短期或有微亏压力但仍需看过渡期安排**

结合公司最新公告和此前的跟踪，首都机场目前招标情况如下表所示。新一轮经营期限为 8 年。

表 1：首都机场免税目前招标情况

航站楼	进港面积（平方米）	出港面积（平方米）	第一中标候选人	保底额(亿元)	扣点
T2	416.56	3,186.09	中免	8.30	47.50%
T3	1,938.72	9,461.43	日上	22.00	43.50%

资料来源:全球免税专家微信公众号，穆迪报告、搜狐等媒体报道，公司公告，国信证券经济研究所整理

从盈利分析的角度，结合我们此前报告《中国国旅系列分析之六：市场预期过于悲观，恐慌性下跌或将带来布局良机》中的相关分析，考虑扣点率情况，中标北京机场对于中免更大的意义在于将对提升中免集团免税运营的整体实力和全球品牌形象，并带来整体毛利率水平的提升。

短期对近两年业绩的影响：此前香港机场招标，4 月初公布招标结果，2017 年 11 月至 2018 年 5 月交接。考虑主要大型枢纽机场一般需要 6 个月左右的备货准备期，结合首都机场之前的经营实际，由于 T3 系日上持续经营，我们预计不需要交接，有望较快开始启用新扣点；而 T2 需要交接，预计 2017Q4 或年底开始交接，交接期预计需 6 个月，交接期内有望延续此前日上较低扣点，估算在 25-30%之间。假如日上 Q2 并表且 8-9 月 T3 扣点提高，而 T2 年底交接，预计首都机场 17 年对公司整体有望贡献盈利几千万元至 1 亿元左右，而 2018 年可能整体微亏。但具体需要待最终招标结果公布、过渡期安排、对日上并表是否追溯调整以及日上原有采购部分的协调处理等明确后再进一步预测判断。

■ **未来看点 1：有望集全国免税采购之力下迎来免税议价能力的质变**

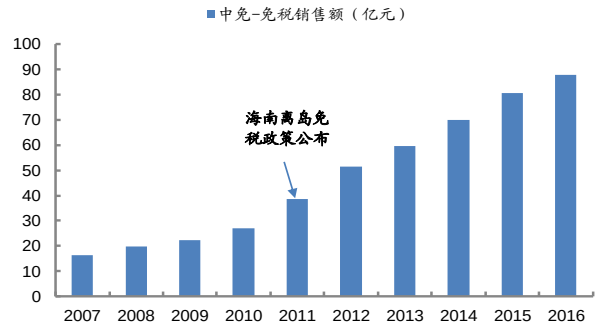
规模扩张进行时，第一步看剑指世界免税前五。16 年，中免免税交易额 88 亿元，主要由传统免税（含批发）+海棠湾构成（各约占 50%），2015 年仅排名全球免税第 12。今年以来，公司已**中标香港机场烟酒段（估算 20-25 亿 RMB）、广州白云机场入境免税店（出境 T1 此前由中免经营），大概率有望获得首都机场 T2+T3 免税经营权**（2015 年约 40-50 亿体量，并持续增长）；**2018 年上海机场可期待**（60 亿元或以上并持续成长），加之持续成长的海棠湾免税购物中心，**中免未来 3-5 年免税销售额有望剑指世界免税前五，达到 300 亿人民币量级。而这仅仅可能是开始。**

大胆设想，中免未来有望集全国免税采购之力。结合全球免税专家微信公众号 6 月 30 日的报道，由海南省免税、海航和中免集团三方组成的团队就海口机场站前综合体的免税开业进行了落实磋商。此前，中免集团通过投标赢的海口机场站前免税综合体项目供货资质(**值得关注的是，海口机场现有免税区域供货商 DFS 的供货合约到 2019 年 1 月到期**)。同时，参考穆迪报道，2016 年 10 月，中免以占股 49%与海南省免税组建合资公司，未来不排除在海南继续寻找突破（比如争取海口市内免税店，在具备海南离岛免税资格的其他两个城市琼海、万宁等）。换言之，中免不仅有望与海免携手在海南离岛免税市场获取更大份额，同时还可以争取海口离岛免税市场的供货资格，进一步提升公司的采购实力。

从中免与日上、海免从竞争走向合作可以看出，国内免税不排除在采购层面进一步走向联合（结合本文第二点分析有利于我国本国利益），考虑中免最早即承担全国免税批发的重任，**在这种情况下，我们大胆设想未来中免有望集全国免税采购之力，从而有望走向规模提升的质变。**

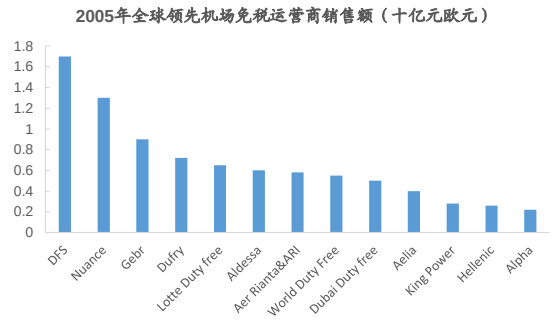
国际化战略推进有望推动中免继续全球扩张，提升规模！参考穆迪报道，中免集团 CEO 陈国强在 TFWA 广州峰会表示，中免集团未来战略目标之一是在全球范围内的国人旅游聚集地寻找布局机会。换言之，公司未来还有望走向全球扩张，在夯实国内免税运营基础，拥有较好谈判议价能力基础上，有望参与全球部分枢纽机场招标，进一步提升其规模。同时，公司目前账上 80-90 亿现金还可以为其全球收购扩张提供有利支撑（参考此前报告对 Dufry 的分析，并购扩张也是国际免税龙头成长做大的重要手段），公司在 16 年年报中还明确指出：旅游零售业务要通过引进跨国投资并购团队，充分运用投资、合作、并购重组等资本运作方式，**积极接洽具有采购优势和渠道优势的国际免税运营商，寻求并购机会**。

图 2：中免-免税销售额增长趋势



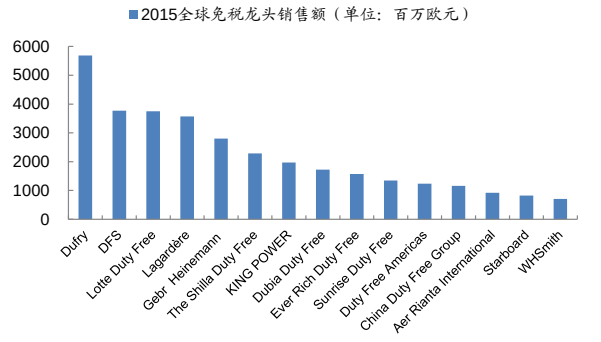
资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 3：05 年全球免税龙头排名（前十五名，单位:十亿欧元）



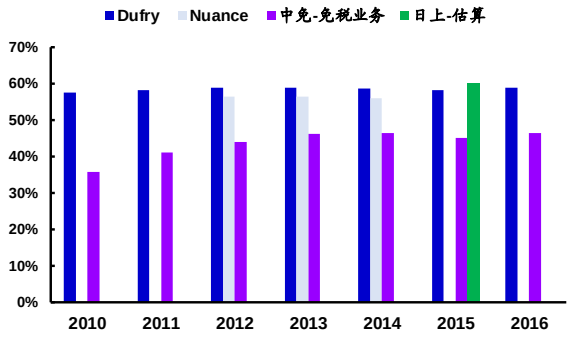
资料来源：Moodie 报告、国信证券经济研究所整理

图 4：2015 年全球免税龙头排名（单位:百万欧元）



资料来源：Moodie 报告、国信证券经济研究所整理

图 5：中免与日上及部分国际免税龙头毛利率比较



资料来源：Moodie 报告、国信证券经济研究所整理

集全国免税采购之力下看毛利率提升，预计从 2017Q4 至 18-19 年有望逐步体现。参考我们此前的分析，PK Dufry 和日上大约 58-60%的综合毛利率水平（Dufry 的综合毛利率 58%，考虑其包括免税和有税，而免税部分毛利率一般高于有税，因此，Dufry 免税业务的毛利率有望超过 60%），公司目前免税业务 45-46%左右的毛利率水平，未来存有较大提升空间（虽有统计口径的部分差异）。考虑到免税业务的采购议价能力**主要跟采购规模以及拥有重要机场、对终端客户的影响力等的情况紧密相关，我们认为中免基于现有传统免税及海棠湾持续成长，加之已经中标的香港机场烟酒段，且未来如将首都机场、上海机场免税握入囊中，则有望争取到全球最低的采购价格（中国人是目前国际免税市场最重要的消费客群之一），毛利率提升空间广阔。**我们此前分析也一再强调，若未来毛利率能逐步提升 5-15%，仅此带来的原有业务的业绩增厚就达到 20%-60%，十分可观。

从毛利率的提升节奏来看，我们认为：1、三亚海棠湾免税店今年 8 月底届满 3 年，未来许多品类品牌将涉及重新优化，有望为其毛利率提升提供有利契机，2017Q4 开始可以观察；2、公司目前正与 LTR 积极合作筹备香港机场烟酒免税开业，首都机场事宜也即将落定，随着香港、首都机场免税的开业，与奢侈品供应商的谈判也有望在下半年积极推进，预计毛利率有望在年底到 18 年逐步显现；3、随着国内免税采购能力的整合，加上 18 年尚有潜在的上海机场招标预期、以及未来市内免税店预期，我们认为 18-19 年随着公司采购规模的不断攀升，毛利率有望进入持续提升的周期。

■ 未来看点 2：市内免税店（国人离境）——前景广阔，积极推进，市场仍显著忽视的巨大金矿

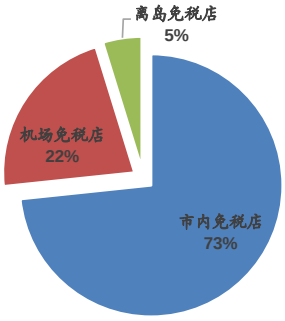
根据 2000 一号文，四部委明确规定，市内免税店由中免公司统一进行申请，由财政部会同海关总署、国家旅游局报国

务院进行审批。自 1988 年以来，中免公司实际已经申请获得批准有 5 个牌照，分部是**北京、上海、大连、青岛和厦门**。从我们跟踪了解的情况来看，公司 2016 年已经提出了申请，海关总署也已经规定同意恢复其传统的市内免税店（针对外国人）。我们认为，随着首都机场免税招标的最终落定（解决此前提货点问题），至少在北京市内开立针对外国人的离境市内免税店障碍已经扫除。

结合前文的分析，为了截留国人奢侈品消费外流，**考虑到韩国（出境）市内免税店的蓬勃兴起，加之日本在去年也开立了（出境）市内免税店，在东亚几国竞相争取免税大蛋糕，以及我国政府希望国人奢侈品消费回流的大趋势下，我们认为市内免税店未来对国人开放的时点也将渐行渐近。**

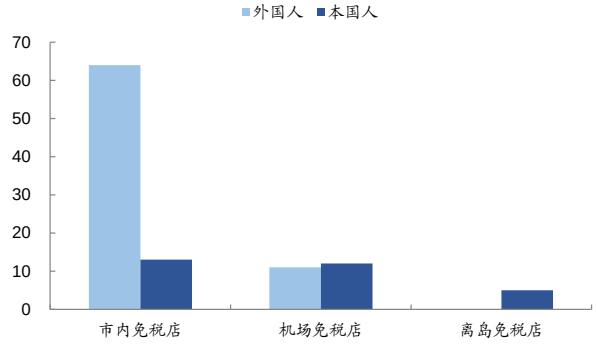
从韩国免税的情况来看，**市内免税店市场空间广阔，韩国市内免税店 2016 年已经超过 77 亿美元，占韩国全国免税的 70%+！**以亚洲免税龙头韩国为例，结合媒体报道，韩国 2016 年免税行业销售额达到 106 亿美元，其中超过 70%均来自市内免税店（出境）贡献。如果考虑离岛免税店中的市内免税店构成，我们预计韩国免税有接近 75%左右均来自市内免税店，空间巨大。从购买来看，其市内免税店远超机场免税店主要体现在外国人在韩国市内免税店的庞大购买力，其中预计至少一半来自中国人的贡献。

图 6：韩国免税市场构成：市内店占比超 70%



资料来源：www.Trbusiness.com、国信证券经济研究所整理估算

图 7：2016 年韩国免税市场购买情况（单位：亿美元）



资料来源：www.Trbusiness.com、国信证券经济研究所整理估算

从我国的情况来看，**我国 2015 年免税市场规模估算 234 亿元，尚不及韩国免税龙头乐天一家 2015 年的免税销售额**（3750 百万欧元，折合约 283 亿人民币），提升空间巨大。其中估算日上贡献 100 亿元左右，均为机场店，中免贡献 80.57 亿元，其中约 50%来自三亚离岛免税店，其他来自传统机场、口岸、船供等业务。总体来看，**我国免税目前机场免税占比预计仍接近 50%，且市内免税店主要为离岛市内免税店和边境口岸店，出境市内店仍有广阔提升空间。**

从市内免税店与机场免税店的关系来看，由于**机场免税购物有时间和场地的限制，但市内免税店大家购物时间更加充分，可以更加从容购物，且可出境提货，也可以回国是提货，更加便捷，可以与机场免税店形成良好的互补。**此外，此前中出服市内免税店发展相对平平，主要因为其针对出境归国人员，涉及到跟国内有税市场直接的竞争，因此在品牌品类规模等方面都受到比较大的限制（从此前草根调研的情况来看，中出服在上海门店的免税品价格普遍高于浦东机场出境店）。但出境免税店可以更直接截留国人消费外流，在免税价格以及品牌品类规模上发展空间较大。

■ **未来看点 3：未来国内机场招标不排除更加注重免税运营商与机场的持续共赢**

随着首都机场免税招标结果逐步明朗，加之此前 11 家机场入境店招标事宜也告一段落，我们认为后续在机场招标方面不排除会更加趋于理性。一方面，国内免税竞争格局有望进一步集中，另一方面，目前利益完全导向机场不利于免税运营商对终端消费者让利，不利于更好地吸引国内消费品回流。并且，从国际枢纽机场招标来看，财务分仅仅是一个方面，对免税运营商资质的审核和招标方案的设计更加重要，从我们跟踪了解香港机场招标的情况来看，财务分仅占 40 分，技术分更加重要。在这种情况下，我们认为未来 8 家机场口岸入境店和上海浦东虹桥以及未来的首都大兴 T4 招标不排除更加注重综合实力，利益完全导向机场的趋势不一定能持续。

■ **未来看点 4：新领导新机遇下，业绩考核导向有望带来主观动能的全面释放**

根据国资委 33 号文《央企负责人经营业绩考核办法》，其中明确指出：1、国资委将**企业年度利润总额、经济增加值指标目标值与考核计分、结果评级紧密结合**；2、国资委依据**年度和任期经营业绩考核结果对企业负责人实施奖惩。经营业绩考核结果作为企业负责人薪酬分配的主要依据和职务任免**的重要依据。**在业绩考核压力下，不仅倒逼公司在规模提**

升的情况下大跨步追求毛利率增长，同时对内费用率也有望持续改善，对其业绩增长也有持续的支撑。

展望 2018 年，虽然系香港机场运营第一年（2017 年 11 月至 2018 年 5 月）、可能也系公司在首都机场免税运营第一年，但考虑到首都+香港后对原有业务毛利率的提振，加之业绩考核导向下，公司费用率有望持续优化，加之市内免税店等有望政策放宽，以及明年 3 月到期的上海机场免税店可能的后续进展，**在新领导新机遇下，公司正爆发出前所未有的主观能动性，**在这种情况下，我们认为公司 18 年业绩也不必太过忧虑。

■ **投资建议：中免与日上即将携手，肩负消费力回流重任，内生外延齐发力，坚定“买入”评级**

中国国旅是我们自 2009 年上市以来持续深度跟踪的龙头标的。2017 年 2 月 22 日，我们在时隔 2 年后，再以深度报告《虎伏深山听风啸，王者如今又归来》从基本面、政策面、治理结构等全方位提示中国国旅的底部投资机会。自约 45 元底部推荐以来，中国国旅股价走势虽波折起伏，但在市场认知持续深化的背景下，其投资价值逐渐获得投资者认同，截止 2017 年 6 月 30 日今年年初以来累计上涨 41%，是旅游板块上半年表现最为卓越的个股。

首都机场结果即将最终确定，此前因首都机场招标前后的市场情绪起伏有望告一段落。站在目前时点，我们仍然坚定看好公司未来成长，一看集全国免税采购之力下毛利率有望质变。二看出入境市内免税店的巨大潜力空间；三看国内机场招标未来可能走向机场与免税运营商共赢格局；四看新领导新机遇下主观动能的全面释放。

综合来看，暂未考虑首都机场的影响（需待正式公告且交接期等确定），按公司最新送转后的股本调整公司 17-19 年 EPS1.11/1.32/1.60 元，对应 PE27/23/19 倍。我们认为公司正在经历消费力回流背景下的第二次腾飞，剑指世界免税前五，未来几年业绩增长相对确定，细分行业前景广阔，龙头地位将日益获得市场溢价，坚定公司“买入”评级，公司是 A 股市场非常稀缺的优质消费蓝筹品种。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	8973	8981	10293	12438
应收款项	1180	1602	1909	2160
存货净额	2175	1836	2113	2357
其他流动资产	1161	763	909	1029
流动资产合计	**13490**	**13181**	**15224**	**17984**
固定资产	1649	4261	4849	4996
无形资产及其他	1114	1070	1027	983
投资性房地产	790	790	790	790
长期股权投资	246	248	250	252
资产总计	**17288**	**19550**	**22140**	**25005**
短期借款及交易性金融负债	134	20	80	80
应付款项	1315	2074	2388	2663
其他流动负债	2411	2510	2913	3258
流动负债合计	**3860**	**4604**	**5381**	**6001**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	67	67	67	67
长期负债合计	**67**	**67**	**67**	**67**
负债合计	**3927**	**4672**	**5448**	**6068**
少数股东权益	761	895	1042	1240
股东权益	12599	13984	15578	17518
负债和股东权益总计	**17288**	**19550**	**22069**	**24826**

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.93	1.11	1.32	1.60
每股红利	0.36	0.40	0.50	0.61
每股净资产	6.45	7.16	7.98	8.97
ROIC	15%	21%	39%	46%
ROE	14%	15%	17%	18%
毛利率	25%	25%	28%	29%
EBIT Margin	11%	11%	11%	12%
EBITDA Margin	12%	12%	13%	14%
收入增长	5%	14%	19%	13%
净利润增长率	20%	20%	19%	22%
资产负债率	27%	28%	29%	29%
息率	1.2%	1.3%	1.7%	2.0%
P/E	32.5	27.2	22.9	18.8
P/B	4.7	4.2	3.8	3.4
EV/EBITDA	23.7	21.1	16.9	13.9

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**22390**	**25426**	**30297**	**34286**
营业成本	16776	18948	21890	24429
营业税金及附加	250	229	273	309
销售费用	1807	2237	3211	3634
管理费用	1062	1290	1529	1725
财务费用	(41)	(130)	(141)	(165)
投资收益	200	210	220	231
资产减值及公允价值变动	(86)	(8)	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	2649	3053	3755	4586
营业外净收支	22	110	15	10
利润总额	**2671**	**3163**	**3770**	**4596**
所得税费用	636	791	961	1149
少数股东损益	227	210	237	318
归属于母公司净利润	**1808**	**2163**	**2571**	**3129**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	**1808**	**2163**	**2571**	**3129**
资产减值准备	66	132	38	17
折旧摊销	157	293	419	480
公允价值变动损失	86	8	0	0
财务费用	(41)	(130)	(141)	(165)
营运资本变动	2252	1305	25	22
其它	73	3	109	180
经营活动现金流	**4442**	**3903**	**3162**	**3829**
资本开支	(71)	(3001)	(1001)	(601)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(86)**	**(3003)**	**(1003)**	**(603)**
权益性融资	34	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(705)	(779)	(977)	(1189)
其它融资现金流	733	(114)	60	0
融资活动现金流	**(643)**	**(892)**	**(917)**	**(1189)**
现金净变动	**3713**	**7**	**1242**	**2037**
货币资金的期初余额	5260	8973	8981	10293
货币资金的期末余额	8973	8981	10222	12330
企业自由现金流	4238	638	2094	3225
权益自由现金流	4971	622	2260	3349

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《中国国旅-601888-系列分析之九：剑指世界免税前五，肩负消费力回流重任，内生外延齐发力》——2017-06-01
《中国国旅-601888-系列分析之八：变革之年，内外共振》——2017-05-09
《中国国旅-601888-2016 年年报及 2017 年一季报点评：年报大超预期，一季报平稳不损长期增长逻辑》——2017-05-02
《中国国旅-601888-系列分析之六：市场预期过于悲观，恐慌性下跌或将带来布局良机》——2017-04-13
《中国国旅-601888-系列分析之五：中标香港机场，开启国际化新时代》——2017-04-06

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。