

谨慎推荐（维持）

中国国旅（601888）事件点评

风险评级：一般风险

中标首都机场免税业务 规模效应将大大增强

2017年7月3日

魏红梅（SAC 执业证书编号：S0340513040002）

电话：0769-22110925 邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：卢立亭 S0340116030094

电话：0769-22110619 邮箱：luliting@dgzq.com.cn

事件：

6月30日，公司公告称，公司全资子公司中国免税品（集团）有限责任公司（以下简称“中免公司”）为首都机场国际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（中国）有限公司（以下简称“日上中国”）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，公司还公告，中免公司以人民币3882万元收购日上免税行（上海）有限公司和日上免税行集团有限公司合计持有的日上中国51%的股权。

点评：

- **成功中标首都机场免税业务，规模效应将大大增强。**中免公司中标了首都机场T2航站楼的免税经营权，日上中国中标了T3航站楼的免税经营权，而由于中免公司控股了日上中国，因此中免公司是首都机场免税经营权招标项目的最大赢家。T2、T3两个航站楼的零售免税品经营面积分别是3603平方米和11400平方米，此次中标项目的经营期限是8年。从T2、T3两个标段的财务条件来看，T2是首年8.3亿元的保底销售额附加47.5%的扣点率，T3是首年22亿元的保底销售额附加43.5%的扣点率。一方面，若按照目前中免公司的毛利率计算，则在高扣点率下，首都机场免税业务或出现亏损。另一方面，按照首都机场2016年44亿元的免税销售额计算，中免此次中标后会使得公司的营收规模大幅增长，有利于发挥规模效应，降低采购成本，提高毛利率。若毛利率有效提高，则首都机场免税业务运营首年仍有望实现盈利。
- **内生增长有望保持强劲，利好短期业绩提升。**预计公司2017年对内生增长贡献最大将是三亚国际免税城。首先，2016年以来，三亚市大力整治旅游市场乱象，三亚旅游形象得到很大的改善。其次，韩国游在萨德系统事件后预冷，而三亚具有和韩国相似的海岛游、免税购物的旅游要素，或将发挥替代效应，分流原有的韩国游游客。再者，三亚机场于2016年10月份完成扩建，扩建后机场吞吐量将增加25%-50%，为三亚游客的进一步增长提供了基础性条件。此外，免税巨头DFS中具有多年管理经验的Mr. Lee被聘任为中免公司的COO，他表示要加大力度提高三亚免税购物城的游客进店率和购买转化率，并致力于提高客单价，三亚免税城业绩提升值得期待。最后，复星集团投资打造的亚特兰蒂斯项目涵盖了吃、住、游、娱、购等多种旅游要素，其将于今年10月开业，由于该项目距离三亚免税购物城只有2.5公里，预计该项目的开业将为三亚免税购物城带来更多的客源。事实上，2017年1-4月份，海南离岛免税商品销售额为31.76亿元，同比增长20.44%，增速同比加快16.62个百分点，反映三亚离岛免税业务增长势头良好。
- **投资建议：**维持谨慎推荐评级。预计公司2017-2018年EPS分别为1.03元和1.23元，对应PE分别为29倍和25倍，维持谨慎推荐评级。
- **风险提示：**毛利率提高不及预期、宏观经济不景气或降低居民消费欲望。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn