

强烈推荐-A (维持)

中国国旅 601888.SH

目标估值: 104 元
 当前股价: 86.2 元
 2019 年 07 月 16 日

海口市内店建设方案落地, 有望复制三亚高增长

基础数据

上证综指	2938
总股本 (万股)	195248
已上市流通股 (万股)	195248
总市值 (亿元)	1683
流通市值 (亿元)	1683
每股净资产 (MRQ)	9.5
ROE (TTM)	22.9
资产负债率	26.6%
主要股东	中国旅游集团有限公司
主要股东持股比例	53.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	51	31
相对表现	8	29	21



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国国旅 (601888) —出境免税店管理办法出台, 打破垄断降低租金》2019-07-03
- 2、《中国国旅 (601888) —免税龙头王者归来, Q1 业绩略超预期》2019-04-28
- 3、《中国国旅 (601888) —中标北京大兴机场, 提比例接近首都机场》2019-03-13

梅林

021-68407471
 meilin@cmschina.com.cn
 S1090517070006

研究助理

李秀敏
 lixiumin1@cmschina.com.cn

事件:

7 月 16 日, 中国国旅公告全资子公司国旅投资拟投资人民币 128.6 亿元用于海口市国际免税城项目建设, 将其建设成为以免税为核心, 涵盖有税零售、文化娱乐、商务办公、餐饮住宿等多元素的复合型旅游零售综合体。

评论:

1、项目落地西海岸商圈, 毗邻海口港。海口市国际免税城项目坐落于海口市西海岸新海港东侧, 位于西海岸城市副中心区域, 与新海港码头无缝对接, 是港口离岛游客必经之路。2018 年海口港进出口客流总量达 1043.3 万人次, 进出口车流总量达 259.2 万辆车次。海口国际免税城距美兰机场 35 公里, 落成后或主要覆盖轮船离岛旅客及海口本地居民。

2、打造免税商业综合体, 将于 2022 年投入使用。国旅投资于去年 12 月竞拍六块土地, 合计面积 32.3 万平, 成交总价 15.6 亿元, 其中地块五拟建免税商业综合体, 地块二拟建公寓, 地块三拟建住宅, 地块六拟建商业街区, 地块一拟建写字楼, 地块四拟建酒店。一期项目开发免税商业综合体、公寓和住宅, 开发期限为 36 个月, 免税商业综合体将于 2022 年投入使用; 二期项目开发商业街区、写字楼和酒店, 开发期限为 42 个月。

3、项目总投资 128.6 亿元, 收入结构多元化。海口市国际免税城项目一期投资 58.8 亿元, 二期投资 69.8 亿元, 合计投资 128.6 亿元。项目计划经营期为 2022-2037 年, 全周期收入共 482.6 亿元, 包括可售物业 52.9 亿元, 持有物业运营期收入 275.1 亿元, 以及物业期末变现收入 154.6 亿元。该项目内部收益率约为 14.4%, 财务净现值 14.7 亿元, 经济可行。

4、投资建议: 1 月海口市内店于日月广场开业, 距海口港较远距机场较近, 待海口国际免税城落地, 将整体搬迁至新海港码头, 形成“市内店覆盖轮船离岛旅客, 机场店覆盖航空离岛旅客”的定位, 整体布局将更具针对性。我们预计国旅 2019-2021 年归母净利润为 47.2/50.6/57.7 亿元, 同比增长 53%/7%/14%, 剔除剥离旅行社影响后, 业绩增长 30%/26%/14%, 对应 PE 估值为 36x/33x/29x, 考虑京沪市内店政策放开的预期, 以及海免并表增厚, 给予 2020 年 40x 目标估值, 目标价 104 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

5、风险因素: 宏观经济风险; 政策风险; 免税店开业不达预期

图 1：海口市城市规划与项目地点



资料来源：招商证券

图 2：海口市国际免税城项目开发周期



资料来源：公司公告、招商证券

图 3：海口市国际免税城各区块功能



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：海口市国际免税城项目用地情况

宗地座	计划建筑	计划经营期	规划用途	面积 (m²)	出让年期	成交价(万元)
地块一	写字楼	2022-2037	商务金融用地 (B2)	31,175	40 年	14,784
地块二	公寓	2022-2031	商业用地 (B1)	16,561	40 年	7,872
地块三	住宅	2022-2037	二类居住用地 (R2)	28,632	70 年	19,825
地块四	酒店	2022-2037	旅馆用地 (B14)	21,256	40 年	11,074
地块五	免税商业综合体	2026-2037	商业用地 (B1)	88,566	40 年	41,203
地块六	商业街区	2025-3037	商业用地 (B1)	137,324	40 年	61,167
合计				323,514		155,925

资料来源：公司公告、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

梅林：社会服务业首席分析师，注册会计师非执业会员，南京大学/上海交通大学管理学学士/硕士，2015-2017 年在中银国际证券从事社会服务业研究，作为核心成员，所在团队获得 2015、2016 年新财富最佳分析师第三、第四名，2017 年 3 月加入招商证券。

李秀敏：社会服务业分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018 年 6 月加入招商证券，重点覆盖酒店、免税板块。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。