国旅斥资 128.6 亿打造海口免税城，海南离岛免税再进一程

方正证券研究所证券研究报告

中国国旅(601888)　　公司研究

休闲服务行业　　公司事件点评报告

2019.07.16/强烈推荐(维持)

分析师： 付玉美

执业证书编号： S1220518080002

TEL:

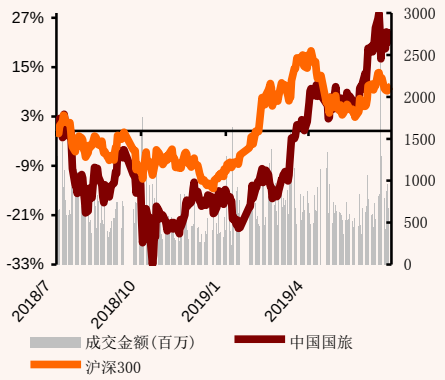
E-mail： fuyumei@foundersc.com

联系人： 李珍妮

TEL:

E-mail lizhenni@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《Q1 业绩超预期，免税版图稳步扩张》2019.04.26

《中免中标大兴机场，国旅巩固免税龙头地位》2019.03.13

《转让国旅总社 100%股权，聚焦免税主业》2018.12.25

请务必阅读最后特别声明与免责条款

【事件】

中国国旅全资子公司国旅投资拟投资 128.6 亿元用于海口市国际免税城项目建设。

中国国旅与港中旅财务公司重新签订《金融服务协议》。

【点评】

① 海口免税城投资建设按计划推进，国旅持续加深在海南布局

国旅投资海口市国际免税城项目符合预期，满足公司发展战略，顺应打造海南国际旅游消费中心的政策指引。随着海南离岛免税政策的多次调整放宽，中国国旅牢牢抓住海南离岛免税市场，加深在海南的战略布局，将免税业务做大做强。

② 项目区位优势明显，具备战略发展优势

项目选址上具备区位优势，位于海南省琼北综合经济区与西海岸城市副中心（海口市西海岸新海港东侧粤海铁路港口区域），西侧与新海港无缝对接；东临城市主干道滨海大道，距南港约 500m，接驳海秀快速路、新海港，近海南环岛高铁，是港口离岛游客必经之路，是海南省经济发展的核心区域，可同时承接面向岛内与岛外的服务职能。

③ 项目各地块合理规划，将建设复合型旅游零售综合体

项目规划用地占地面积为 32.4 万㎡，由六宗地块构成。从各地块用途规划来看，涵盖免税商业综合体、公寓、住宅、商业街区、写字楼和酒店（见下图 2）。计容总建筑面积为 69.3 万㎡，其中商业用地、办公用地、住宅用地、酒店用地规划建筑面积分别为 47.5 万㎡、7.8 万㎡、8.0 万㎡、6.0 万㎡。

由此可见，中国国旅拟将海口国际城打造为以免税为核心，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。

④ 项目滚动开发，资金来源为自筹资金

项目总投资额 128.6 亿元，其中一期投资 58.8 亿元，主要开发免税商业综合体、公寓和住宅（地块五、二、三），期限为 36 个月（约至 2022 年）；二期投资 69.8 亿元，主要开发商业街区、写字楼和酒店（地块一、四、六），期限为 42 个月（约至 2026 年）。经可行性报告测算，项目内含报酬率约为 14.4%，净现值 14.7 亿元，静态回收期 15.8 年，动态回收期 18.3 年。

截至 2019 年 6 月 30 日，国旅及其子公司在港中旅财务公司存款余额约为 35 亿元；且 2019 年一季报显示国旅账面货币资金

为 143 亿元，资金相对充裕。国旅的资金筹措计划仍需关注。

⑤ 签订新《金融服务协议》，降低汇率波动风险

7 月 16 日，国旅与港中旅财务公司（中国旅游集团控股子公司）重新签订《金融服务协议》。与原服务协议相比，除存款、信贷、结算、其他金融服务外，增加的服务内容为公司及子公司可选择加入成为财务公司跨境人民币、外币资金池参与单位，并根据实际需求，跨境调拨使用人民币、外币资金。

此举将进一步降低汇率波动所带来的风险。

盈利预测：

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.33/2.92/3.50 元，对应 PE 分别为 37.0/29.5/24.6 倍。**我们持续看好免税龙头中国国旅，维持“强烈推荐”评级。**

风险提示：

政策推进低于预期；市场风险；开发建设风险；汇率风险。

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	47007.32	45036.00	53510.35	61273.53
(+/-)(%)	66.21	-4.19	18.82	14.51
净利润	3094.75	4552.21	5697.13	6835.83
(+/-)(%)	22.29	47.09	25.15	19.99
EPS(元)	1.59	2.33	2.92	3.50
P/E	54.38	36.97	29.54	24.62

数据来源：wind 方正证券研究所

图表1： 项目区位图与城市设计及周边情况

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表2： 项目区位与辐射圈

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表3： 海口市国际免税城项目用地基础指标

宗地编号	规划用途	定位	容积率	面积（m²）	出让年期	成交价（万元）
地块一	商务金融用地（B2）	承载港城产业的甲级写字楼	≤2.5	31175	40 年	14784
地块二	商业用地（B1）	乐活品质格调生活空间	≤2.5	16561	40 年	7872
地块三	二类居住用地（R2）	国际旅游中心特色型	≤2.8	28632	70 年	19825

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表4： 海口市国际免税城项目规划用地基本情况

资料来源：公司公告，方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	19618.15	22114.57	29733.77	39092.83
现金	11289.14	16216.66	22910.65	31474.81
应收账款	978.57	1290.16	1437.93	1621.67
其它应收款	606.91	646.36	773.33	856.95
预付账款	693.36	683.00	763.09	810.96
存货	5943.13	3195.06	3768.13	4251.45
其他	107.04	83.33	80.63	77.00
非流动资产	7269.37	8963.90	9413.43	9438.69
长期投资	504.79	1409.79	1509.79	1609.79
固定资产	2765.30	3558.20	3904.76	3823.44
无形资产	2361.15	2357.78	2360.75	2367.33
其他	1638.13	1638.13	1638.13	1638.13
资产总计	26887.52	31078.47	39147.20	48531.52
流动负债	7857.16	6694.57	7871.90	8772.79
短期借款	289.05	289.05	289.05	289.05
应付账款	2859.49	0.00	0.00	0.00
其他	4708.62	6405.52	7582.85	8483.74
非流动负债	468.34	468.34	468.34	468.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	468.34	468.34	468.34	468.34
负债合计	8325.49	7162.91	8340.24	9241.13
少数股东权益	2349.01	4161.33	6429.46	9150.93
股本	1952.48	1952.48	1952.48	1952.48
资本公积	3843.80	3843.80	3843.80	3843.80
留存收益	10414.49	13892.84	18516.10	24278.07
归属母公司股东权益	16235.31	19713.66	24336.92	30098.89
负债和股东权益	26909.81	31037.89	39106.62	48490.94

现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**2722.23**	**7171.99**	**8485.61**	**9961.44**
净利润	3935.16	6364.53	7965.26	9557.30
折旧摊销	370.99	256.65	306.66	336.60
财务费用	91.84	11.56	11.56	11.56
投资损失	-50.63	-905.00	-100.00	-100.00
营运资金变动	-1774.98	1368.95	249.23	102.38
其他	149.84	75.30	52.90	53.60
投资活动现金流	-1905.96	-1096.18	-706.19	-311.86
资本支出	-1578.96	-1096.18	-706.19	-311.86
长期投资	-366.77	0.00	0.00	0.00
其他	39.76	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-1148.59	-1148.28	-1085.42	-1085.42
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	106.08	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-46.18	-56.19	-61.86
其他	-1254.67	-1102.10	-1029.23	-1023.57
现金净增加额	-332.33	4927.52	6693.99	8564.16

利润表	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	47007.32	45036.00	53510.35	61273.53
营业成本	27518.33	21518.69	24730.92	27711.67
营业税金及附加	659.36	559.41	686.72	802.31
营业费用	11600.65	13510.80	15518.00	17769.32
管理费用	1601.12	1797.93	2002.29	2275.33
财务费用	-6.98	-22.31	-20.87	-11.35
资产减值损失	298.31	25.30	2.90	3.60
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	50.63	905.00	100.00	100.00
营业利润	5426.25	8536.04	10670.35	12793.06
营业外收入	25.35	30.00	30.00	30.00
营业外支出	115.60	80.00	80.00	80.00
利润总额	5336.00	8486.04	10620.35	12743.06
所得税	1400.84	2121.51	2655.09	3185.77
净利润	3935.16	6364.53	7965.26	9557.30
少数股东损益	840.41	1812.32	2268.13	2721.47
归属母公司净利润	3094.75	4552.21	5697.13	6835.83
EBITDA	5998.85	7860.78	10825.57	12990.23
EPS（元）	1.59	2.33	2.92	3.50

主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	0.66	-0.04	0.19	0.15
营业利润	0.41	0.57	0.25	0.20
归属母公司净利润	0.22	0.47	0.25	0.20
获利能力				
毛利率	0.41	0.52	0.54	0.55
净利率	0.07	0.10	0.11	0.11
ROE	0.19	0.23	0.23	0.23
ROIC	0.58	0.86	1.17	1.44
偿债能力				
资产负债率	0.31	0.23	0.21	0.19
净负债比率	0.02	0.01	0.01	0.01
流动比率	2.50	3.30	3.78	4.46
速动比率	1.74	2.83	3.30	3.97
营运能力				
总资产周转率	1.97	1.55	1.52	1.40
应收账款周转率	48.84	40.15	40.01	40.85
应付账款周转率	18.35	18.07	22.59	22.45
每股指标(元)				
每股收益	1.59	2.33	2.92	3.50
每股经营现金	1.39	3.67	4.35	5.10
每股净资产	8.32	10.10	12.46	15.42
估值比率				
P/E	54.38	36.97	29.54	24.62
P/B	10.37	8.54	6.92	5.59
EV/EBITDA	16.94	17.17	11.85	9.22

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，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。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com