

证券研究报告—动态报告/公司快评

社会服务

旅游综合 II

中国国旅 (601888)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2019年07月17日

海口国际免税城助力新成长，投资不低但实质可控

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： 姜甜 0755-81981367 jiangtian@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：公司全资子公司国旅投资发展有限公司拟投资人民币 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。

国信社服观点：维持公司 2019-2021 年 EPS2.31/2.57/3.11 元，PE 估值 37/34/28 倍。本次海口免税综合体项目总投资较大可能带来短期情绪影响，但因分期投入，且地产部分可快速回收资金，资金压力可控；并且，该项目所在新海港未来系海南国际自由贸易港枢纽，区位优势意义和未来交通优势绝佳，无论看项目未来免税综合前景（考虑海口客流基础及国际自由港潜力），亦或地产升值潜力均较为可观。综合而言，我们认为短期情绪影响大于实质，中线投资价值依然不变，我们仍然看好中免未来离境市内免税店、离岛市内免税店和海外市内免税店有望三维共振，维持公司“买入”评级。

评论：

■ 公司拟投建海口免税综合体及配套项目，地理位置优越，综合前景可观

- 1、公司拟投建海口免税综合体及配套项目本身在预期之中。此前，公司 2018 年底和 2019 年初的公告以及免税零售专家微信公众号的相关报道均提及，公司拟在海口新海港建立新的国际免税购物中心，拿地总面积 29.23 万平米，合计成交金额 14.11 亿元，具体包括免税购物中心及其他配套物业用地等。2019 年 3 月，海口市国际免税城项目正式开工建设。项目总占地约 675 亩，建设用地约 485 亩，拟建设规模约 90 万平方米，本项目系大型国际免税综合体建筑群，涵盖免税商业、有税商业、办公、酒店、人才公寓等。
- 2、项目地处海口新海港，系未来海南国际自由贸易港要地，地理位置优越，战略意义突出。本项目所在地位于海南省海口市西海岸粤海铁路港口区域，西侧与新海港无缝对接，该区域系海南省琼北综合经济区与西海岸城市副中心，是海南省经济发展的核心区域。项目近海南环岛高铁，是港口离岛游客必经之路。本项目 20 分钟抵达海口核心生活圈，半小时覆盖琼州海峡交通圈，2 小时通达全岛，交通条件较为优越。并且，按照中央部署，海南省未来将建设自由贸易试验区和中国特色自由贸易港，其中新海港片区处于“一枢纽、三中心、两地”（陆岛综合交通枢纽，港航现代服务中心、购物中心、休闲娱乐中心，全域旅游集散地、精品旅游目的地）的枢纽战略地位，系海南省未来经济高质量发展的新增长极，在这种背景下，项目选址地理位置和战略意义突出，未来综合前景可观。

图 1：海口免税综合体位置



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

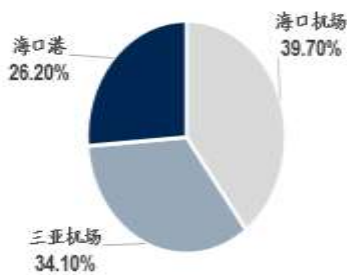
图 2：海口免税项目位于海口城市副中心西海岸商圈



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3、考虑海口客流基础庞大，且目前免税潜力尚未充分发挥，未来海口综合免税项目的免税潜力广阔。结合我们此前深度报告《中国国旅-601888-好风凭借力，大鹏展翅飞》中的分析，海口机场和港口离岛客流占海南离岛客流约 2/3，但 2018 年海南离岛免税 101 亿销售额中，三亚海棠湾中心 80 亿，海口美兰机场免税仅 21 亿，且 2018 年三亚海棠湾免税购物中，仅 13-15% 的免税销售系海口机场离岛人群购买（轮渡提货此前未开发）。综合来看，海口离岛游客的免税潜力远未有效发挥。考虑海口免税项目的地理位置优势，叠加其综合定位，未来，我们认为海口新海港国际免税购物中心不排除远期对比三亚海棠湾免税购物中心，成为公司下一步成长的驱动之一。虽然整体投入较大，但其中部分其他物业可能通过地产等方式加快收回投资，故对其未来广阔前景仍有一定支撑。并且，作为海南省免税布局的核心项目，未来预计海南省对其发展也积极支持。

图 3：2017 年海南三大进岛渠道占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：海口免税项目综合定位



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 海免免税综合体定位

分类	定位
免税商业综合体定位	世界最大单体免税商业及旅游购物目的地
特色商业街定位	海南世界级度假型商业街区
写字楼定位	承载港城产业的甲级写字楼
住宅定位	国际旅游中心特色型滨海品质居住空间
公寓定位	乐活品质格调生活空间
酒店定位	陆港门户尊贵格调五星级酒店

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 项目总投资较大, 但系长期且分期投资, 部分地产投入未来有望快速收回成本

- 1、本次项目总投资额 128.6 亿元, 相对较大, 且均由上市公司旗下子公司国旅投资进行投资, 在市场预期之外, 故可能短期有一定情绪影响。并且, 从项目的投入来看, 项目总规划用地占地面积 32.4 万 m², 由六宗地块构成: 免税综合体、公寓、住宅、商业街区、写字楼、酒店。总建筑面积 69.3 万 m², 其中商业用地规划面积 47.5 万 m²; 办公用地规划建筑面积 7.8 万 m²; 住宅用地规划建筑面积 8.0 万 m²; 酒店用地规划建筑面积 6.0 万 m²。由于除了本身的免税及有税商业综合体外, 还包括住宅、酒店、写字楼等其他配套, 市场对此也有一定疑义。

表 2: 本项目投资规划情况如下

序号	项目名称	总额(万元)	占总投资比例
1	土地成本	162,585	12.6%
2	前期工程费	71,574	5.6%
3	基础设施建设费用	76,546	6.0%
4	建筑安装工程费	707,934	55.1%
5	开发间接费用	27,532	2.1%
6	不可预见费用	61,692	4.8%
一	开发成本合计	1,107,863	86.2%
7	管理费用	26,508	2.1%
8	财务成本	132,825	10.3%
9	销售费用	18,532	1.4%
二	期间费用合计	177,865	13.8%
三	总投资	1,285,728	100.0%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

- 2、从实际来看, 本次海口项目投资系长期规划, 共分两期开发, 一期项目主要开发免税商业综合体、公寓和住宅, 投资额为 58.8 亿元, 开发期限为 36 个月, 其中住宅部分可快速出售回笼资金; 二期项目商业街区、写字楼和酒店, 投资额为 69.8 亿元, 开发期限为 42 个月。总开发周期至少达 6-7 年, 相对较长, 且需要根据资金情况等滚动开发, 分期投入下, 每期资金压力相对可控。这与此前三亚海棠湾项目的规划类似。公司在三亚海棠湾项目分 2-3 期投入, 其中一期免税购物中心(含仓储物流基地等)总投资 34.5 亿元, 2011 年 10 月底拿地, 2012 年开始建设, 2014 年 9 月 1 日建成正式开业, 二期有税休闲综合商业体总投资亿元估计 12 亿左右, 预计 2019 年底建成。

表 3: 项目开发规划情况

开发分期	地块及体量	建设周期
第一期	地块五+地块二+地块三, 免税商业综合体+公寓+住宅	36 个月
第二期	地块一+地块四+地块六, 商业街区+写字楼+酒店	42 个月

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 5: 海口免税综合体位置



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 海口免税项目位于海口城市副中心西海岸商圈



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 4: 项目拿地情况

宗地编号	规划用途	容积率	面积 (m ²)	出让年期	成交价 (万元)
地块一	商务金融用地(B2)	≤2.5	31175	40 年	14784
地块二	商业用地 (B1)	≤2.5	16561	40 年	7872
地块三	二类居住用地 (R2)	≤2.8 (人才公寓)	28632	70 年	19825
地块四	旅馆用 (B14)	≤2.8	21256	40 年	11074
地块五	商业用地 (B1)	≤2.26	88566	40 年	41203
地块六	商业用地 (B1)	≤1.7	137324	40 年	61167
合计			323514		155925

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

3、本次项目涉地产部分属于快速回升型投资，区位优势下升值潜力可观，且免税综合体下拿地成本有优势，相对仍然可观。本项目一期住宅及二期写字楼以及部分商业拟销售，而服务型公寓、酒店、免税综合体、商业街区自持运营。考虑西海岸本身战略地位突出，系海口新兴商圈，大众眼中的富人区，海口最著名的海景住宅片区，多年来受本地高收入群体和外地候鸟青睐。目前已有市政府行政中心、国际会展中心、高端酒店和高尔夫球场等高端配套，医院和学校等配套设施及全体餐饮娱乐设施也在积极规划建设中，对项目后续综合用地，包括住宅、写字楼和部分商业出售较有支撑，后续升值潜力非常可观。从拿地成本来看，本项目与华侨城可比项目地价，在同容积率下每亩均低约 140 万元/亩，本项目地价成本具有优势。结合可研报告测算，本项目谨慎估算可售物业的销售收入 52.9 亿元，相对也有助于项目较快回收部分资金。

表 5: 项目收入和支出预算

项目分析	具体构成	金额
项目收入	可售物业的销售收入	52.9
	持有物业运营期收入	275.1
	持有物业运营期末变现收入	154.6
	合计	482.6
项目支出	项目开发成本	110.8
	管理费用	2.7
	销售费用	7.3
	出租物业经营成本	62
	酒店经营成本	11.1
	财务成本及费用	30.4
	税费	106.3
合计	330.6	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

4、继中免成立海南总部，海免 51%划入中国旅游集团（同时中国国旅 2%的股权划入海南省国资旗下）等中国旅游集团与海南省政府的相关合作后，我们认为本次项目投入也有助于进一步密切公司与海南省政府的合作关系，双方共同推进做大海南离岛免税市场蛋糕。

5、考虑本次项目涉及房地产投资，预计主要以自筹资金为主，股权融资难度较大。

■ 投资建议：短期情绪影响大于实质，中线投资价值依然不变，维持中国国旅“买入”评级

维持公司 2019-2021 年 EPS2.31/2.57/3.11 元，PE 估值 37/34/28 倍。公司全资子公司国旅投资拟投资 RMB128.6 亿元用于海口市国际免税城项目建设，总投资较大可能带来短期情绪影响，但因分期投入，且地产部分可快速回升资金；并且，该项目所在新海港未来系海南国际自由贸易港枢纽，区位优势绝佳，无论免税综合前景（考虑海口客流基础及自由港潜力）以及地产升值潜力较为可观。综合而言，我们认为短期情绪影响大于实质，中线投资价值依然不变，我们仍然看好中免未来离境市内免税店、离岛市内免税店和海外市内免税店有望三维共振，维持公司“买入”评级。

■ 风险提示

公司免税经营对政策依存度较大；汇率及宏观系统性风险，央企整合及政策可能低于预期；新项目可能低于预期；机场招标租金风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-7-16	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601888	中国国旅	买入	86.20	1.61	2.31	2.57	53.48	37.35	33.60	10.37
300144	宋城演艺	买入	24.81	0.89	0.91	0.96	28.00	27.13	25.80	4.25
603043	广州酒家	买入	30.55	0.95	1.10	1.33	32.16	27.77	22.97	6.33
002607	中公教育	增持	13.14	0.19	0.26	0.35	70.29	50.76	37.40	27.43
300662	科锐国际	买入	34.09	0.65	0.90	1.17	52.15	37.97	29.11	8.43
600258	首旅酒店	买入	17.33	0.88	0.93	1.13	19.79	18.55	15.33	2.10
600754	锦江股份	买入	24.54	1.13	1.18	1.34	21.72	20.74	18.31	1.86
002707	众信旅游	增持	5.86	0.04	0.30	0.36	142.93	19.53	16.28	2.43
000796	凯撒旅游	增持	6.81	0.24	0.36	0.42	28.17	18.94	16.28	2.47
600138	中青旅	买入	13.00	0.83	0.90	1.05	15.75	14.37	12.39	1.54
002159	三特索道	买入	14.97	0.97	0.28	0.54	15.41	52.70	27.71	2.16
603136	天目湖	增持	20.81	1.29	1.46	1.76	16.13	14.25	11.82	2.92
600054	黄山旅游	增持	9.53	0.78	0.51	0.55	12.23	18.72	17.33	1.70
000888	峨眉山A	增持	6.01	0.40	0.39	0.42	15.13	15.27	14.22	1.34
000978	桂林旅游	增持	5.56	0.22	0.28	0.33	24.90	20.18	16.97	1.27
002033	丽江旅游	增持	5.93	0.35	0.24	0.26	17.00	24.45	22.45	1.34

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	11289	16154	18955	23633
应收款项	1545	2839	3517	4054
存货净额	5943	2161	2538	2879
其他流动资产	800	1352	1675	1930
流动资产合计	19578	22506	26685	32496
固定资产	2765	2713	3768	3919
无形资产及其他	1202	1155	1108	1061
投资性房地产	3018	3018	3018	3018
长期股权投资	284	286	288	290
资产总计	26847	29678	34866	40784
短期借款及交易性金融负债	289	500	300	200
应付款项	2859	2442	2868	3253
其他流动负债	4645	4272	5199	5938
流动负债合计	7793	7214	8367	9390
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	470	470	470	470
长期负债合计	470	240	240	240
负债合计	8263	7454	8607	9630
少数股东权益	2349	3104	4034	5163
股东权益	16235	19120	22225	25991
负债和股东权益总计	26847	29678	34866	40784

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.59	2.31	2.57	3.11
每股红利	0.74	0.83	0.97	1.18
每股净资产	8.32	9.79	11.38	13.31
ROIC	26%	34%	58%	74%
ROE	19%	24%	23%	23%
毛利率	41%	52%	54%	55%
EBIT Margin	12%	15%	15%	15%
EBITDA Margin	13%	15%	15%	16%
收入增长	66%	-4%	24%	15%
净利润增长率	22%	46%	11%	21%
资产负债率	40%	36%	36%	36%
息率	0.9%	1.0%	1.1%	1.4%
P/E	54.4	37.3	33.6	27.7
P/B	10.4	8.8	7.6	6.5
EV/EBITDA	30.0	25.4	20.7	17.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	47007	45060	55818	64332
营业成本	27518	21725	25490	28917
营业税金及附加	659	811	1005	1158
销售费用	11601	13568	17750	20438
管理费用	1601	2346	3397	3908
财务费用	(7)	(324)	(425)	(529)
投资收益	51	50	150	150
资产减值及公允价值变动	(298)	0	0	0
其他收入	39	719	0	0
营业利润	5426	7703	8751	10589
营业外净收支	(90)	(90)	(60)	(50)
利润总额	5336	7613	8691	10539
所得税费用	1401	1926	2181	2645
少数股东损益	840	1180	1500	1820
归属于母公司净利润	3095	4507	5009	6074

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3095	4507	5009	6074
资产减值准备	302	97	117	53
折旧摊销	252	304	377	443
公允价值变动损失	298	0	0	0
财务费用	(7)	(324)	(425)	(529)
营运资本变动	(2536)	1243	92	44
其它	147	658	813	1075
经营活动现金流	1558	6809	6408	7689
资本开支	(1214)	(301)	(1501)	(601)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(1196)	(303)	(1503)	(603)
权益性融资	106	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(1441)	(1622)	(1904)	(2308)
其它融资现金流	2219	211	(200)	(100)
融资活动现金流	(558)	(1641)	(2104)	(2408)
现金净变动	(195)	4865	2801	4678
货币资金的期初余额	11484	11289	16154	18955
货币资金的期末余额	11289	16154	18955	23633
企业自由现金流	652	6184	5091	7309
权益自由现金流	2871	6407	5209	7605

相关研究报告

《中国国旅-601888-重大事件快评：容易误判的出境店新政名：实际对中免更有利》 ——2019-07-04

《中国国旅-601888-好风凭借力，大鹏展翅飞》 ——2019-05-19

《中国国旅-601888-2018 年年报及 2019 年一季报点评：一季报高速增长，市内免税店有望助力全新成长》 ——2019-04-29

《中国国旅-601888-重大事件快评：预计大概率中标大兴机场，国内免税份额有望再上层楼》 ——2019-03-11

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032