

建设海口国际免税城，免税扩容、业态丰富 增持（维持）

2019年07月17日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

| 盈利预测预估值 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 47,007 | 44,685 | 54,072 | 62,369 |
| 同比(%) | 66.2% | -4.9% | 21.0% | 15.3% |
| 归母净利润(百万元) | 3,095 | 4,539 | 4,725 | 5,686 |
| 同比(%) | 22.3% | 46.7% | 4.1% | 20.3% |
| 每股收益(元/股) | 1.59 | 2.32 | 2.42 | 2.91 |
| P/E(倍) | 53.44 | 36.43 | 35.00 | 29.09 |

事件：公司公告子公司国旅投资拟投资128.6亿元建设海口国际免税城，项目以免税城为核心，打造集购物、娱乐、办公、酒店餐饮、人才公寓等业态的商业综合体。

投资要点

- **项目体量大，聚集丰富业态。**根据公告，项目占地面积32.4万平方米，计容总建筑面积为69.3万平方米，其中商业用地规划面积为47.5万平方米；办公用地规划建筑面积为7.8万平方米；住宅用地规划建筑面积为8.0万平方米；酒店用地规划建筑面积为6.0万平方米。所涉及的六宗地块于18年12月分两次竞得，成交总额15.6亿元。项目整体定位为“环球体验交互式港城融合新领地”，六宗地块分为定位免税综合体、公寓、住宅、写字楼、酒店和有税商业，业态丰富。
- **地处优势区位，地处交通枢纽，毗邻旅游产业及中心总部经济区。**项目位于海口西海岸粤海铁路港口区域，西侧与新海港无缝对接；东临主干道滨海大道，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，选址充分满足铁路离岛与水路离岛客群的购物需求。并且项目处于西海岸城市副中心，20分钟抵达海口核心生活圈。
- **项目总投资额128.6亿元，分两期开发，首期有望在2022年上半年投入运营；在手现金充裕，物业销售助力回款，资金压力可控。**1)项目分两期开发（一期投资额58.8亿元，开发期限为36个月，以19年3月开工计算，有望于22年上半年投入运营；二期投资额为69.8亿元，包括商业街区、写字楼和酒店（地块一/四/六），开发期限为42个月），且遵循滚动开发的原则，资金来源为自筹资金，至19Q1国旅账面货币资金143亿，较为充裕。2)一期项目中的住宅以及二期项目中的写字楼计划用于销售（根据可行性报告，可售物业的销售收入52.9亿元），有望加速回款，降低资金压力。
- **购地成本具有优势，项目经济性可期。**1)与华侨城于2017年4月竞得的土块相比，国旅此次项目地价成本具有优势，商服用地与住宅用地的平均楼面地价分别低18%和23%。2)作为业主方，该项目经济性可期。根据可行性报告，项目全周期收入共482.6亿元，包括：可售物业的销售收入52.9亿元、持有物业运营期收入275.1亿元、持有物业运营期末变现收入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，静态回收期15.8年，动态回收期18.3年。
- **海口离岛免税空间可期，同时受益于全面综合配套带来的收益。**海口免税目前受限于供给，2018年海口过夜游客1665万人次(+11.5%)，与三亚差距并不大(2099.7万人次，+11.0%)，但免税销售额差距甚大，2019年初海口日月广场市内免税店开业，但免税销售面积仍然有限。海口国际免税城的建设有望进一步打开海口免税空间。同时，全资子公司国旅投资有望受益于免税带动的配套商业发展。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 84.71 |
| 一年最低/最高价 | 47.59/91.69 |
| 市净率(倍) | 8.94 |
| 流通A股市值(百万元) | 165394.20 |

基础数据

| | |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元) | 9.47 |
| 资产负债率(%) | 26.60 |
| 总股本(百万股) | 1952.48 |
| 流通A股(百万股) | 1952.48 |

相关研究

- 1、《中国国旅(601888)：Q1业绩高速增长，专注免税、迈出新步伐》2019-04-29
- 2、《中国国旅(601888)：中标大兴机场，综合实力保障业绩增长》2019-03-10
- 3、《中国国旅(601888)：营收强劲，利润受非经常事项影响低于预期》2019-01-28

- 盈利预测：**预计项目建设期产生的费用可控，暂不调整盈利预测；假设大兴机场于 20 年开始贡献业绩，不考虑海免注入以及市内免税店带来的业绩增厚，预计 19-20 年归母净利约 45.39、47.25、56.86 亿元，增速为 46.7%、4.1%、20.3%，对应 PE 为 36、35、29 倍；剔除国旅总社的影响后增速约为 23%、22%、20%，对应 PE 为 43、35、29 倍。
- 风险提示：**宏观经济波动、政策利好不及预期等风险。

表 1：项目用地及规划

| 宗地编号 | 规划用途 | 容积率 | 面积 (平方米) | 出让年期 | 成交价 (万元) | 建筑面积 (平方米) | 楼面地价 (元/平方米) | 定位 | 功能体系 | 项目租售计划 | 项目规划 |
|------|-------------|-------------|----------|------|----------|------------|--------------|--------------------|---------|--------|------------|
| 地块五 | 商业用地 (B1) | ≤2.26 | 88,566 | 40 年 | 41,203 | 255,800 | 1,611 | 世界最大单体免税商业及旅游购物目的地 | 免税商业综合体 | 自持运营 | 一期：投资额 |
| 地块二 | 商业用地 (B1) | ≤2.5 | 16,561 | 40 年 | 7,872 | 56,976 | 1,382 | 乐活品质格调生活空间 | 公寓 | 自持运营 | 58.8 亿元，开发 |
| 地块三 | 二类居住用地 (R2) | ≤2.8 (人才公寓) | 28,632 | 70 年 | 19,825 | 104,557 | 1,896 | 国际旅游中心特色型滨海品质居住空间 | 住宅 | 销售 | 期限为 36 个月。 |
| 地块一 | 商务金融用地 (B2) | ≤2.5 | 31,175 | 40 年 | 14,784 | 107,686 | 1,373 | 承载港城产业的甲级写字楼 | 写字楼 | 销售 | 二期：投资额 |
| 地块四 | 旅馆用 (B14) | ≤2.8 | 21,256 | 40 年 | 11,074 | 75,559 | 1,466 | 陆港门户尊贵格调五星级酒店 | 酒店 | 自持运营 | 69.8 亿元，开发 |
| 地块六 | 商业用地 (B1) | ≤1.7 | 137,324 | 40 年 | 61,167 | 334,010 | 1,831 | 海南世界级度假型商业街区 | 有税商业 | 自持运营 | 期限为 42 个月。 |

| | | | | | | | | | |
|----|---------|--|---------|---------|-------|--|--|--|--|
| 合计 | 323,514 | | 155,925 | 934,588 | 1,668 | | | | |
|----|---------|--|---------|---------|-------|--|--|--|--|

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：与华侨城项目楼面地价比较

| 项目 | 平均楼面地价 (元/m²) | 同容积率 (2.5) 后亩均单价 (万元/亩) | 楼面地价 (元/m²) | 同容积率 (2.8) 后亩均单价 (万元/亩) |
|----------|---------------|-------------------------|-------------|-------------------------|
| 华侨城海口项目 | 商服用地 2713 | 450 | 住宅用地 3222 | 600 |
| 海口市国际免税城 | 商服及酒店用地 2222 | 308 | 住宅用地 2472 | 461 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：项目总投资估算明细表

| 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%86.2% |
| 一 | 开发成本合计 | 1,107,863 | 4.8%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% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：项目经营周期

| 业态 | 年份 |
|-------|-----------|
| 免税+有税 | 2022-2037 |
| 住宅 | 2022-2031 |
| 公寓 | 2022-2037 |
| 停车场 | 2022-2037 |

| | |
|------|-----------|
| 酒店 | 2026-2037 |
| 商业街区 | 2025-2037 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：项目区位及周边



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：项目规划用地基本情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：项目组团构思



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中国国旅三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 19578 | 24889 | 29670 | 36183 | 营业收入 | 47007 | 44685 | 54072 | 62369 |
| 现金 | 11289 | 20164 | 19519 | 29478 | 减:营业成本 | 27518 | 21276 | 25295 | 28947 |
| 应收账款 | 979 | 1337 | 1323 | 1695 | 营业税金及附加 | 659 | 732 | 912 | 1065 |
| 存货 | 5943 | 1140 | 7281 | 2355 | 营业费用 | 11601 | 14997 | 18539 | 21235 |
| 其他流动资产 | 1367 | 2247 | 1547 | 2655 | 管理费用 | 1601 | 1479 | 1790 | 2064 |
| 非流动资产 | 7269 | 5891 | 6577 | 7031 | 财务费用 | -7 | -223 | -270 | -312 |
| 长期股权投资 | 284 | 336 | 356 | 372 | 资产减值损失 | 298 | 50 | 50 | 50 |
| 固定资产 | 1932 | 1867 | 2548 | 3053 | 加:投资净收益 | 51 | 955 | 20 | 20 |
| 在建工程 | 833 | 528 | 463 | 407 | 其他收益 | 37 | 30 | 30 | 30 |
| 无形资产 | 1202 | 1218 | 1254 | 1259 | 营业利润 | 5426 | 7360 | 7807 | 9370 |
| 其他非流动资产 | 3018 | 1941 | 1957 | 1941 | 加:营业外净收支 | -90 | -80 | -80 | -80 |
| 资产总计 | 26847 | 30779 | 36247 | 43214 | 利润总额 | 5336 | 7280 | 7727 | 9290 |
| 流动负债 | 7793 | 7507 | 8220 | 9282 | 减:所得税费用 | 1401 | 1820 | 1932 | 2322 |
| 短期借款 | 289 | 201 | 214 | 222 | 少数股东损益 | 840 | 920 | 1070 | 1281 |
| 应付账款 | 2859 | 2256 | 3826 | 3134 | 归属母公司净利润 | 3095 | 4539 | 4725 | 5686 |
| 其他流动负债 | 4645 | 5050 | 4181 | 5926 | EBIT | 5315 | 7244 | 7677 | 9226 |
| 非流动负债 | 470 | 302 | 335 | 347 | EBITDA | 5686 | 7564 | 8045 | 9670 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 470 | 302 | 335 | 347 | 重要财务与估值指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 负债合计 | 8263 | 7809 | 8556 | 9629 | 每股收益(元) | 1.59 | 2.32 | 2.42 | 2.91 |
| 少数股东权益 | 2349 | 3269 | 4339 | 5621 | 每股净资产(元) | 8.32 | 10.09 | 11.96 | 14.32 |
| 归属母公司股东权益 | 16235 | 19701 | 23352 | 27964 | 发行在外股份(百万股) | 1952 | 1952 | 1952 | 1952 |
| 负债和股东权益 | 26847 | 30779 | 36247 | 43214 | ROIC(%) | 23.4% | 27.1% | 24.3% | 24.4% |
| | | | | | ROE(%) | 21.2% | 23.8% | 20.9% | 20.7% |
| | | | | | 毛利率(%) | 41.5% | 52.4% | 53.2% | 53.6% |
| 现金流量表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 销售净利率(%) | 6.6% | 10.2% | 8.7% | 9.1% |
| 经营活动现金流 | 2722 | 7891 | 1189 | 11571 | 资产负债率(%) | 30.8% | 25.4% | 23.6% | 22.3% |
| 投资活动现金流 | -1906 | 2031 | -1067 | -865 | 收入增长率(%) | 66.2% | -4.9% | 21.0% | 15.3% |
| 筹资活动现金流 | -1149 | -1047 | -767 | -747 | 净利润增长率(%) | 22.3% | 46.7% | 4.1% | 20.3% |
| 现金净增加额 | -247 | 8875 | -645 | 9959 | P/E | 53.44 | 36.43 | 35.00 | 29.09 |
| 折旧和摊销 | 371 | 320 | 368 | 444 | P/B | 10.19 | 8.40 | 7.08 | 5.91 |
| 资本开支 | 1582 | -681 | 572 | 361 | EV/EBITDA | 27.60 | 19.68 | 18.72 | 14.68 |
| 营运资本变动 | -1775 | 3366 | -4727 | 4500 | | | | | |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

