

休闲服务

2019年07月17日

中国国旅 (601888)

——海口免税城预计 2022 年建成运营，有望满足铁路水路离岛购物需求

报告原因：有信息公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2019年07月16日

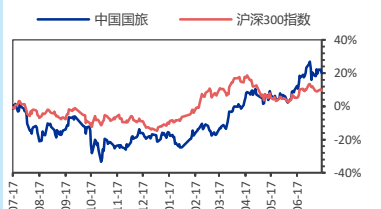
| | |
|-------------|-----------------|
| 收盘价(元) | 86.2 |
| 一年内最高/最低(元) | 91.69/47.9 |
| 市净率 | 9.1 |
| 息率(分红/股价) | 0.64 |
| 流通A股市值(百万元) | 168303 |
| 上证指数/深证成指 | 2937.62/9283.41 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

| | |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元) | 9.47 |
| 资产负债率% | 26.60 |
| 总股本/流通A股(百万) | 1952/1952 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

刘乐文 A0230517110001
liuyw@swsresearch.com

研究支持

于佳琪 A0230117070008
yujq2@swsresearch.com

联系人

王越
(8621)23297818x转
wangyue@swsresearch.com

投资要点：

- **事件回顾：**7月16日，中国国旅公告其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，项目位于海南省琼北综合经济区与西海岸城市副中心，是港口离岛游客必经之路，项目涵盖免税综合体、有税零售、文化娱乐、商务办公、餐饮住宿等多元业态，可同时承接面向岛内与岛外的服务职能。
- **海口市内店预计 2022 年建成运营，毗邻港口高铁有望满足日后铁路水路离岛购物需求。**海口国际免税城预计总投资 128.6 亿元，项目规划占地面积 32.4 万平方米，分为六宗地块，其中地块五预计主要为免税综合体用地。项目共分为两期，其中一期包含免税和公寓住宅（地块五+地块二+地块三），预计投资 58.8 亿元，投资规模略大于海棠湾一期，建设周期 36 个月，预计 2022 年初投入运营，地块五地上建筑面积预计 14 万平方米，为海棠湾的 2 倍。项目选址毗邻环岛高铁与港口，从离岛方式来看，通过三亚凤凰机场、海口美兰机场离岛的游客规模在海南省游客中占比仅有 37.53%，62.47%游客通过火车站、港口码头离岛，海口免税城选址有望满足日后铁路水路离岛游客购物需求。
- **国旅在手现金充裕，项目对公司现金流不会造成过大压力。**海口免税城项目预计全周期收入 482.6 亿元（不包括作为离岛免税店的经营收入），持续物业运营收入 275.1 亿元，按 15 年期平均，则年均收入 18.34 亿元，假设租金比例为 20-25%，则预计对应“免税+有税”商业年均销售额 73-92 亿元。截至 2019Q1，公司在手货币资金 143 亿元，2017 年及 2018 年，国旅经营净现金流在 30 亿元上下波动，能够满足现阶段运营和项目投资需求。前期海棠湾项目投入建设后，国旅分红率维持在 30%-50%区间内，并未因项目投资而减少分红水平，对标海棠湾，预计海口免税城项目对公司分红及现金流不会造成持续影响。
- **盈利预测与投资建议：**免税行业目前消费回流的大逻辑不变，需求端增速维持稳定，考虑到国旅今年存在建设项目产生一定的费用，我们下调 19-21 盈利预测，预计 19-21 年实现净利润 45.96/50.30/56.24 亿元，对应 EPS 为 2.35/2.58/2.88 元，（原盈利预测净利润为 46.60/50.46/61.57 亿元），对应 PE 为 37/33/30 倍，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

| | 2018 | 2019Q1 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 47,007 | 13,692 | 49,165 | 55,031 | 60,112 |
| 同比增长率(%) | 66.2 | 54.7 | 4.6% | 11.9% | 9.2% |
| 归母净利润(百万元) | 3,095 | 2,306 | 4,596 | 5,030 | 5,624 |
| 同比增长率(%) | 22.3 | 98.8 | 48.5 | 9.5 | 11.8 |
| 每股收益(元/股) | 1.59 | 1.18 | 2.35 | 2.58 | 2.88 |
| 毛利率(%) | 41.5 | 49.5 | 51.0 | 53.2 | 53.9 |
| ROE(%) | 19.1 | 12.5 | 23.3 | 22.4 | 22.0 |
| 市盈率 | 54 | | 37 | 33 | 30 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

1. 投资 128.6 亿元建设海口市国际免税城，预计 2022 年初投入运营

2019 年 7 月 16 日晚，中国国旅公告其全资子公司国旅投资发展有限公司预计投资 128.6 亿元建设海口市国际免税城项目，项目涵盖免税综合体、有税零售、文化娱乐、商务办公、餐饮住宿等多元业态，建设期 36 个月，预计在 2022 年初投入运营，届时原日月广场店预计将搬迁至新海港区域。

项目选址：海口市国际免税城项目项目选址位于海口市西海岸粤海铁路港口区域，距南港约 500m，临近海南环岛高铁与新海港，是港口离岛游客必经之路。从离岛方式来看，通过三亚凤凰机场、海口美兰机场离岛的游客规模在海南省游客中占比仅有 37.53%，62.47% 游客通过火车站、港口码头离岛，**海口免税城选址充分满足铁路水路离岛游客购物需求。**项目同时毗邻旅游产业及中心总部经济区，未来将承载旅游、交通枢纽、商务、休闲等多项重要城市功能。

图 1：海口国际免税城项目选址



资料来源：公司公告，申万宏源研究

项目面积：项目规划占地面积 32.4 万平方米，分为六宗地块，项目体量较大且涉及业态较多，同时项目所在区域商业、商务氛围还未完全形成，需通过免税商业来带动周边发展，所以计划项目分两期开发，一期开发“地块五+地块二+地块三”，建设周期 36 个月，二期开发“地块一+地块四+地块六”。其中预计地块五主要为免税综合体用地，预计 2022 年初投入运营。

表 1：项目总体开发空间测算

| 平方米 | 地块一 | 地块二 | 地块三 | 地块四 | 地块五 | 地块六 | 合计 |
|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 占地面积 | 31175 | 16561 | 28632 | 21256 | 88566 | 137324 | 323514 |
| 建筑面积 | 107686 | 56976 | 104557 | 75559 | 255800 | 334010 | 934588 |
| 地上建筑面积 | 77938 | 41403 | 80170 | 59516 | 141000 | 233450 | 633477 |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：海口免税城项目地块划分及开发周期


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：项目构思依靠“一轴、一廊、四核”驱动


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司预计的全周期收入 482.6 亿元(主要为作为业主方的收入)，而不包括免税收入，所以测算的回收期为 15.8 年。持续物业运营收入 275.1 亿元，按 15 年期平均，则年均收入为 18.34 亿元，按照租金比例 20-25%测算对应“免税+有税”商业年均销售额 73-92 亿元。目前海口仅两家免税店：海口美兰机场免税店和海口日月广场免税店，海口免税综合体存在空白，仍具有较大免税商业市场容量；在国务院实施更加开放便利的离岛免税购物政策下，未来海南免税市场空间广阔。

表 2：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 |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：海口项目收入测算

| | 金额/亿元 |
|--------------|-------|
| 项目全周期收入 | 482.6 |
| 包括：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 |
| 项目全周期支出 | 330.6 |

| | 金额/亿元 |
|-------------------|-------|
| 包括：项目开发成本 | 110.8 |
| 管理费用 | 2.7 |
| 销售费用（含运营期末资产变现费用） | 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 |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 相较于海棠湾，此次项目更加综合

海棠湾土地 2011 年 10 月 20 日开始挂牌，10 月 31 日国旅(三亚)投资发展有限公司竞得土地，开工建设时间为 2012 年 5 月，开业时间 2014 年 9 月。三亚海棠湾项目总投资 39 亿元，叠加二期与河心岛项目，实际预算 58 亿元，其中 25 亿元为定增募集，于 2018 年全部投入完毕。海口免税综合体一期投资 58.8 亿元，投资规模略大于海棠湾一期，项目内部收益率 14.4%，与海棠湾 14.19%接近，静态投资回收期 14.7 年，地块五地上建筑面积预计 14 万平方米，为海棠湾的 2 倍，业态更加多元。

表 4：海棠湾竞标情况

| | | | |
|------------------------|-----------|---------|-------------------------|
| 宗地面积 (m ²) | 192594.72 | 建筑密度(%) | ≤50 |
| 成交价 (万元) | 91,821.01 | 绿化率(%) | ≥40 |
| 单价 (元/m ²) | 4767.58 | 容积率 | ≤0.86 |
| 出让年限 | 40 | 建筑限高(米) | 15-25 |
| 土地用途 | 其他商服用地 | 挂牌时间 | 2011/10/20/ -2011/10/31 |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

本次海口免税城项目遵循滚动开发原则，投资资金来源为自筹资金。公司截至 2019Q1 在手现金为 143 亿元，2017 及 2018 年公司经营净现金流在 30 亿元上下波动，对日常运营和股息分红都没有明显影响。海棠湾 12 年 5 月投入建设后，国旅分红率维持在 30%-50% 区间内，并未因项目投资而减少分红水平，也未对公司现金流造成持续影响。

考虑到建设项目产生一定的费用，我们下调 19-21 盈利预测，预计 19-21 年实现净利润 45.96/50.30/56.24 亿元，对应 EPS 为 2.35/2.58/2.88 元，（原盈利预测净利润为 46.60/50.46/61.57 亿元），对应 PE 为 37/33/30 倍，维持“增持”评级。

财务摘要

| 百万元, 百万股 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 22,390 | 28,282 | 47,007 | 49,165 | 55,031 | 60,112 |
| 营业总收入同比增长率 (yoy) | 5.16% | 26.32% | 66.21% | 4.6% | 11.9% | 9.2% |
| 其中: 营业收入 | 22,390 | 28,282 | 47,007 | 49,165 | 55,031 | 60,112 |
| 减: 营业成本 | 16,776 | 19,848 | 27,518 | 24,074 | 25,738 | 27,695 |
| 毛利率 (%) | 25.07% | 29.82% | 41.46% | 51.00% | 53.20% | 53.90% |
| 减: 税金及附加 | 250 | 341 | 659 | 581 | 774 | 861 |
| 主营业务利润 | 5,363 | 8,093 | 18,830 | 24,510 | 28,519 | 31,556 |
| 主营业务利润率 (%) | 23.95% | 28.62% | 40.06% | 49.85% | 51.82% | 52.50% |
| 减: 销售费用 | 1,807 | 3,529 | 11,601 | 16,309 | 18,859 | 20,789 |
| 减: 管理费用 | 1,062 | 1,082 | 1,601 | 1,625 | 1,874 | 2,047 |
| 减: 研发费用 | 0 | 0 | 0 | - | - | - |
| 减: 财务费用 | -41 | -143 | -7 | 16 | -280 | -332 |
| 经营性利润 | 2,535 | 3,625 | 5,635 | 6,714 | 8,251 | 9,932 |
| 经营性利润同比增长率 (yoy) | 17.29% | 42.99% | 55.44% | 19.15% | 22.89% | 20.37% |
| 经营性利润率 (%) | 11.32% | 12.82% | 11.99% | 13.13% | 13.59% | 14.48% |
| 减: 资产减值损失 | 86 | -4 | 298 | 44 | -16 | -4 |
| 减: 信用减值损失 | 0 | 0 | 0 | - | - | - |
| 加: 投资收益及其他 | 200 | 202 | 51 | 705 | 55 | 66 |
| 营业利润 | 2,649 | 3,853 | 5,426 | 7,231 | 8,157 | 9,141 |
| 加: 营业外净收入 | 22 | -19 | -90 | -30 | -10 | 20 |
| 利润总额 | 2,671 | 3,834 | 5,336 | 7,201 | 8,147 | 9,161 |
| 减: 所得税 | 636 | 900 | 1,401 | 1,689 | 2,023 | 2,228 |
| 净利润 | 2,035 | 2,935 | 3,935 | 5,512 | 6,124 | 6,933 |
| 少数股东损益 | 227 | 404 | 840 | 916 | 1,094 | 1,309 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1,808 | 2,531 | 3,095 | 4,596 | 5,030 | 5,624 |
| 归母净利润同比增长率 (yoy) | 20.07% | 39.96% | 22.29% | 48.50% | 9.50% | 11.80% |
| 全面摊薄总股本 | 976 | 1,952 | 1,952 | 1,952 | 1,952 | 1,952 |
| 每股收益 (元) | 0.93 | 1.30 | 1.59 | 2.35 | 2.58 | 2.88 |
| 归属母公司所有者净利润率 (%) | 8.08% | 8.95% | 6.58% | 9.35% | 9.14% | 9.36% |
| ROE | 14.35% | 18.03% | 19.06% | 23.30% | 22.40% | 22.00% |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【毛利率】= (营业收入-营业成本)/营业收入*100%

【主营业务利润率】= (营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入*100%

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、研发费用、财务费用、资产减值损失和信用减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润率】= 主营业务利润-(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入*100%

【ROE】(摊薄后)=净利润/所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|---------------------|
| 华东 | 陈陶 | 021-23297221 | 13816876958 | chentao1@swhysc.com |
| 华北 | 李丹 | 010-66500631 | 13681212498 | lidan4@swhysc.com |
| 华南 | 谢文霓 | 021-23297211 | 18930809211 | xiewenni@swhysc.com |
| 海外 | 胡馨文 | 021-23297753 | 18321619247 | huxinwen@swhysc.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。