



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 中国国旅（601888）：海口免税城方案落地，挖掘港口离岛新市场

2019年07月17日

强烈推荐/维持

中国国旅 公司报告

**事件：**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。

**开发成本分期投入，全周期总收入可观。**本项目总投资额为 128.6 亿元，其中一期投资额 58.8 亿元，二期投资额 69.8 亿元，总商业面积 47.5 万 m<sup>2</sup>，规模超过 2012 年启动的三亚海棠湾项目（一期二期合计投入超 50 亿元，商业面积 7.2 万 m<sup>2</sup>）。项目地块挂牌价与海口市西海岸基准地价基本持平，拿地成本较低。项目内部收益率约 14.4%，全周期收入共 482.6 亿元，收益可观。目前公司账面现金相对较为宽松，现金流整体平稳健康，加之成本分期投入，总体资金压力可控。

**免税有税两点开花，岛内岛外服务并举。**海口国际免税城为集免税商业、行政办公、旅游度假等功能为一体的综合项目，项目一期涵盖免税商业、有税商业和公寓住宅，建设周期 36 个月，项目二期涵盖商业街区、写字楼和酒店，建设周期 42 个月。项目选址海口市西海岸粤海铁路港口区域，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，便捷的交通优势扩大项目辐射范围，多元业态覆盖岛内居民。同时，项目选址地为港口离岛游客必经之路，海南自驾游唯一通道，瞄准港口离岛客户群，与美兰机场形成机场港口区协同覆盖岛外旅客。

**免税购物渗透率仍较低，港口客群存巨大消费市场。**目前海南离岛免税主要覆盖三亚以及海口客流，而免税购物人群在两地旅客总人数中的占比仅约 6%，海口免税销售额也仅占海南离岛免税销售总额的 20%，海口地区免税市场仍有较大提升空间。从离岛渠道看，三亚和海口机场离岛的旅客占离岛旅客总数比例约 38%，而剩余 62%仍为火车站、港口码头离岛旅客。2018 年底五部委明确将乘轮船离岛纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象，据海南省统计局数据，2017 年几乎所有乘船离岛旅客均从海口港离岛，全年出港客流量达 754.25 万人。由此，临近海口港的海口国际免税城未来将有效覆盖这部分客源，潜在免税销售市场巨大。

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	28,282.2	47,007.3	43,636.6	51,941.7	57,433.9
增长率(%)	26.32%	66.21%	-7.17%	19.03%	10.57%
净利润(百万元)	2,934.55	3,935.16	5,107.54	6,004.29	7,070.45
增长率(%)	44.19%	34.10%	29.79%	17.56%	17.76%
净资产收益率(%)	18.03%	19.06%	22.97%	24.46%	25.76%
每股收益(元)	1.30	1.59	2.15	2.61	3.16
PE	66.50	54.38	40.00	32.97	27.28
PB	11.99	10.37	9.19	8.07	7.03

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

中国国旅为目前国内首屈一指的免税零售商，经营活动以免税商品销售为主，主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务。

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

2019-8-30

2019 年半年报披露

## 交易数据

52 周股价区间(元)	86.2-72.33
总市值(亿元)	1683.03
流通市值(亿元)	1683.03
总股本/流通 A 股(万股)	195248/195248
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.55

## 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

## 研究助理：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

**投资建议：**公司推进海口国际免税城项目符合海南建设国际旅游岛与自贸港战略，可承接目前海南政策的众多利好。免税综合体引入地产项目虽引发市场一定担忧，但地产项目有助于加速资金回流，配合免税经营优势及三亚海棠湾成功经验，我们看好未来项目发展。在不考虑市内店向国人开放的情况下，我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 436.37、519.42、574.34 亿元；归母净利润分别为 42.08、51.04、61.70 亿元，EPS 分别为 2.15、2.61、3.16 元，对应 PE 分别为 40.00X、32.97X、27.28X。维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**1. 宏观经济波动 2. 竞争格局恶化 3. 市内店及新项目推进不及预期

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	17092	19578	22735	27684	32164	<b>营业收入</b>	28282	47007	43637	51942	57434
货币资金	11484	11289	15391	19263	23057	<b>营业成本</b>	19848	27518	21907	25319	27464
应收账款	946	979	956	1138	1259	营业税金及附加	341	659	528	628	695
其他应收款	630	567	526	626	693	营业费用	3529	11601	13091	15583	17230
预付款项	707	693	693	693	693	管理费用	1082	1601	1964	2182	2412
存货	3218	5943	5102	5896	6396	财务费用	-143	-7	-125	-173	-212
其他流动资产	36	67	67	67	67	资产减值损失	-3.82	298.31	200.00	200.00	200.00
<b>非流动资产合计</b>	3840	7269	5879	5839	5655	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	303	284	284	284	284	投资净收益	201.80	50.63	920.00	0.00	0.00
固定资产	1425.75	1932.17	2251.10	2703.29	2566.71	<b>营业利润</b>	3853	5426	6992	8204	9645
无形资产	1092	1202	1180	1159	1140	营业外收入	39.25	25.35	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	42	1261	0	0	0	营业外支出	58.53	115.60	120.00	120.00	120.00
<b>资产总计</b>	20932	26847	28615	33523	37819	<b>利润总额</b>	3834	5336	6902	8114	9555
<b>流动负债合计</b>	5754	7793	6837	8293	8604	所得税	900	1401	1795	2110	2484
短期借款	102	289	0	0	0	<b>净利润</b>	2935	3935	5108	6004	7070
应付账款	2264	2859	2221	2428	2633	少数股东损益	404	840	900	900	900
预收款项	801	687	687	687	687	归属母公司净利润	2531	3095	4208	5104	6170
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	3867	5672	7162	8391	9799
<b>非流动负债合计</b>	167	470	190	190	190	<b>EPS (元)</b>	1.30	1.59	2.15	2.61	3.16
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	5921	8263	7027	8482	8794	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	978	2349	3249	4149	5049	营业收入增长	26.32%	66.21%	-7.17%	19.03%	10.57%
实收资本(或股本)	1952	1952	1952	1952	1952	营业利润增长	45.46%	40.81%	28.86%	17.33%	17.56%
资本公积	3842	3844	3844	3844	3844	归属于母公司净利	35.96%	21.31%	35.96%	21.31%	20.89%
未分配利润	7747	9643	10695	11971	13514	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	14033	16235	18315	20867	23952	毛利率(%)	29.82%	41.46%	49.80%	51.26%	52.18%
<b>负债和所有者权益</b>	20932	26847	28615	33523	37819	净利率(%)	10.38%	8.37%	11.70%	11.56%	12.31%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.09%	11.53%	14.70%	15.23%	16.32%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	18.03%	19.06%	22.97%	24.46%	25.76%
<b>经营活动现金流</b>	3017	2722	4706	6800	7078	<b>偿债能力</b>					
净利润	2935	3935	5108	6004	7070	资产负债率(%)	28%	31%	25%	25%	
折旧摊销	156.52	252.32	294.76	289.38	296.58	流动比率	2.97	2.51	3.33	3.34	3.74
财务费用	-143	-7	-125	-173	-212	速动比率	2.41	1.75	2.58	2.63	2.99
应收账款减少	0	0	22	-182	-120	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.48	1.97	1.57	1.67	1.61
<b>投资活动现金流</b>	1454	-1906	1822	-550	-410	应收账款周转率	30	49	45	50	48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.80	18.35	17.18	22.35	22.70
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	202	51	920	0	0	每股收益(最新摊)	1.30	1.59	2.15	2.61	3.16
<b>筹资活动现金流</b>	-1896	-1149	-2426	-2379	-2874	每股净现金流(最新)	1.32	-0.17	2.10	1.98	1.94
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.19	8.32	9.38	10.69	12.27
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	976	0	0	0	0	P/E	66.50	54.38	40.00	32.97	27.28
资本公积增加	-976	2	0	0	0	P/B	11.99	10.37	9.19	8.07	7.03
<b>现金净增加额</b>	2575	-332	4102	3872	3794	EV/EBITDA	40.58	27.74	21.35	17.76	14.82

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	《中国国旅（601888）：新政明确行业规范，健康长远发展可期》	2019-07-05
行业	《免税产业报告：扬帆风正劲，免税黄金期》	2019-05-17
公司	《中国国旅（601888）：聚焦免税启新程》	2018-12-25
公司	《中国国旅（601888）：免税业务增长强劲，龙头优势继续显现》	2018-08-31

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士, 2016年1月加盟东兴证券研究所, 从事社会服务行业研究, 重点专注于餐饮旅游领域研究。

## 研究助理简介

### 王紫

对外经济贸易大学管理学学士, 法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所, 一年港股大消费及港股策略研究经验, 目前专注于教育、餐饮、人力资源等消费服务行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。