

斥资百亿打造海口免税综合体，盘活资金、挖掘离岛增量市场

——中国国旅(601888.SH)公告点评报告

公司简报

◆**事件:**公司公告拟投资人民币128.6亿元用于海口市国际免税城项目建设，项目分两期建设，一期建设周期36个月，至2022年完工，二期建设周期为42个月。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。

◆**点评:** 1、**地理位置较优，目标建立世界最大单体免税店:** 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。其中地块五拟建免税商业综合体，占地面积8.86万平方米，地上建筑面积14.1万平方米，超过现有海棠湾三亚国际免税城12万平方米的总建筑面积，定位为“世界最大单体免税商业及旅游购物目的地”。

2、**建成以后，预计海口整体离岛免税市场体量将有大幅提升。**2018年海口免税渗透率还处于较低水平，客单价为1745元，相比三亚免税购物客单价4762元有着较大差距，主要因为：1、海口19年以前免税销售为机场免税，游客购物时间短；2、离岛购物游客群体存在差异，海口短途自驾游客占比大。

目前日月广场免税店面积较小，仅为2.2万平方米，未来免税城建成之后，预计将大幅提升游客逗留时间，从而提升整体海口免税的客单价。另外项目紧邻的新海港GTC客群每年为660~700万，预计也将提升整体海口免税购物的渗透率，从而大幅提高海口整体免税市场体量。作为对比，三亚海棠湾国际免税城2014年9月建成，2015年三亚海棠湾整体收入为42亿元，2018年整体收入为80亿，三年营收接近翻倍。

3、**账上资金充足，建设压力较小:** 公司近三年货币资金逐年增长，截至19Q1，公司货币资金为142.68亿，较为充足，且未来可以通过预售物业快速回笼资金降低建设资金压力。

4、**收入多元，收益可观:** 公司预计项目全周期收入共482.6亿元，包括可售物业52.9亿元，持有物业运营期收入275.1亿元，以及物业期末变现收入154.6亿元。经营周期为2022年到2037年，内部收益率14.4%。

◆**盈利预测与估值:** 因具体方案尚未实施，暂不考虑项目对公司未来盈利的影响，我们维持盈利预测，预计19-21年EPS为2.35、2.51、2.90元，对应19-21年PE31、29、26倍，维持“增持”评级。

◆**风险提示:** 宏观经济下行、业绩增长不及预期、政策落地不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	28,282	47,007	46,138	53,797	61,464
营业收入增长率	26.32%	66.21%	-1.85%	16.60%	14.25%
净利润(百万元)	2,531	3,095	4,586	4,898	5,658
净利润增长率	39.96%	22.29%	48.20%	6.80%	15.50%
EPS(元)	1.30	1.59	2.35	2.51	2.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.03%	19.06%	23.23%	21.32%	21.01%
P/E	57	47	31	29	26
P/B	10.3	8.9	7.3	6.3	5.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2019年7月18日

增持(维持)

当前价: 86.20元

分析师

谢宁铃 (执业证书编号: S0930512060002)
021-52523873
xienl@ebsecn.com

陈彦彤 (执业证书编号: S0930518070002)
021-52523689
chenyt@ebsecn.com

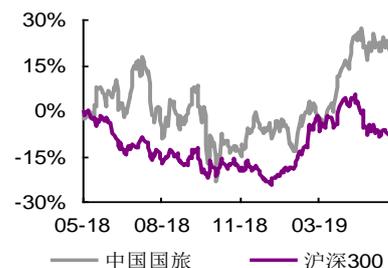
联系人

李泽楠
021-52523875
lizn@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 19.52
总市值(亿元): 1683.04
一年最低/最高(元): 47.59/91.69
近3月换手率: 27.77%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.03	23.02	10.31
绝对	9.19	16.19	19.96

资料来源: Wind

相关研报

1、**地理位置较优，目标建立世界最大单体免税店**：18年12月，公司孙公司国旅（海口）投资发展有限公司以15.59亿价格拍得项目用地。项目位于海南省省会海口市西北部的秀英区，与新海港码头无缝对接，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。本次投资建设共6个地块，总体占地面积32.4万平方米，定位为“环球体验交互式港城融合新领地”，整体以商业用地为主，包含商业、住宅、商务设施、旅馆用地。其中地块五拟建免税商业综合体，占地面积8.86万平方米，地上建筑面积14.1万平方米，超过现有海棠湾三亚国际免税城12万平方米的总建筑面积，定位为“世界最大单体免税商业及旅游购物目的地”。

图1：项目区位图



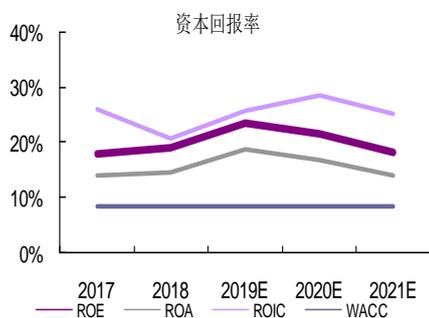
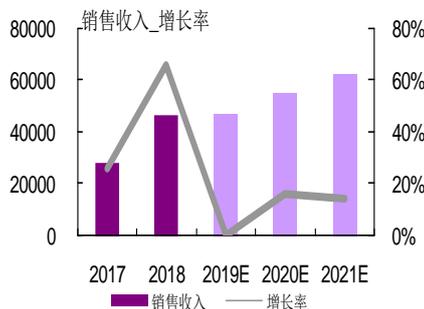
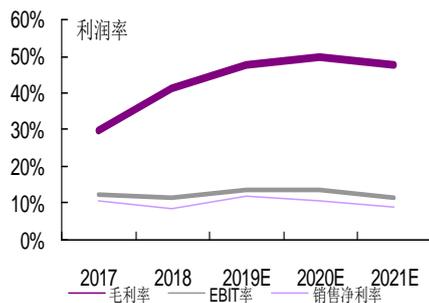
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2、**建成以后，预计海口整体离岛免税市场体量将有大幅提升**。2018年海口免税购物人数为120万人，免税销售额20.94亿，购物渗透率为7%，渗透率还处于较低水平，客单价为1745元，相比三亚免税购物客单价4762元有着较大差距，主要因为：1、海口19年以前免税销售为机场免税，游客购物时间短；2、离岛购物游客群体存在差异，海口短途自驾游客占比大。海口港是海南自驾游的唯一通道，2018年，海口港进出口客流总量达1043.3万人次，进出口车流总量达259.2万辆车次，而自驾游游客购买力相对弱于三亚以远途度假为主的免税购物游客（2018年海口过夜游客人均旅游消费为1790元，三亚过夜游客人均旅游消费为2451元）。

目前日月广场免税店面积较小，仅为2.2万平方米，未来免税城建成之后，预计将大幅提升游客逗留时间，从而提升整体海口免税的客单价。另外项目紧邻的新海港GTC客群每年为660~700万，预计也将提升整体海口免税购物的渗透率，从而大幅提高海口整体免税市场体量。作为对比，三亚海棠湾国际免税城2014年9月建成，2015年三亚海棠湾整体收入为42亿元，2018年整体收入为80亿，三年营收接近翻倍。

3、**账上资金充足，建设压力较小**：公司近三年货币资金逐年增长，截至19Q1，公司货币资金余额为142.68亿，较为充足，且未来可以通过预售物业快速回笼资金降低建设资金压力。

4、**收入多元，收益可观**：公司项目全周期收入共482.6亿元，包括可售物业52.9亿元，持有物业运营期收入275.1亿元，以及物业期末变现收入154.6亿元。经营周期为2022年到2037年，内部收益率14.4%。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,282	47,007	46,138	53,797	61,464
营业成本	19,848	27,518	23,992	26,898	30,732
折旧和摊销	257	371	500	511	520
营业税费	341	659	646	753	860
销售费用	3,529	11,601	13,841	17,215	19,668
管理费用	1,082	1,601	1,476	1,721	1,967
财务费用	-143	7	119	260	360
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	202	51	980	100	100
营业利润	3,853	5,426	7,245	7,563	8,690
利润总额	3,834	5,336	7,279	7,598	8,726
少数股东损益	404	840	800	800	800
归属母公司净利润	2,531	3,095	4,586	4,898	5,658

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	20,932	26,847	28,867	34,364	40,400
流动资产	17,092	19,578	23,094	28,994	35,465
货币资金	11,484	11,289	16,658	21,710	27,110
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	946	979	2,040	2,378	2,717
应收票据	3	0	9	11	12
其他应收款	630	567	784	915	1,045
存货	3,218	5,943	2,639	2,959	3,380
可供出售投资	1	1	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	303	284	284	284	284
固定资产	1,426	1,932	1,700	1,483	1,197
无形资产	1,092	1,202	1,142	1,085	1,031
总负债	5,921	8,263	5,970	7,439	8,726
无息负债	5,819	7,974	5,970	7,439	8,726
有息负债	102	289	0	0	0
股东权益	15,011	18,584	22,897	26,925	31,673
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
公积金	4,431	4,615	4,820	4,820	4,820
未分配利润	7,747	9,643	12,951	16,179	20,127
少数股东权益	978	2,349	3,149	3,949	4,749

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,017	2,722	4,866	6,079	6,340
净利润	2,531	3,095	4,586	4,898	5,658
折旧摊销	257	371	500	511	520
净营运资金增加	640	5,509	-233	1,677	2,084
其他	-411	-6,253	12	-1,007	-1,922
投资活动产生现金流	1,454	-1,906	1,791	0	25
净资本支出	-293	-1,579	820	-100	-75
长期投资变化	303	284	0	0	0
其他资产变化	1,444	-611	970	100	100
融资活动现金流	-1,896	-1,149	-1,288	-1,027	-966
股本变化	976	0	0	0	0
债务净变化	-32	187	-289	0	0
无息负债变化	2,025	2,155	-2,004	1,469	1,288
净现金流	2,523	-247	5,369	5,052	5,399

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	26.32%	66.21%	0.38%	16.58%	14.27%
净利润增长率	39.96%	22.29%	51.32%	6.80%	-3.51%
EBITDA 增长率	40.94%	52.27%	11.43%	17.15%	-2.63%
EBIT 增长率	44.79%	52.88%	17.94%	17.17%	-2.78%
估值指标					
PE	60	49	32	30	31
PB	11	9	8	7	6
EV/EBITDA	40	27	24	20	21
EV/EBIT	42	29	24	21	21
EV/NOPLAT	55	40	33	27	28
EV/Sales	5	3	3	3	2
EV/IC	15	8	8	8	7
盈利能力 (%)					
毛利率	29.82%	41.46%	48.00%	50.00%	48.00%
EBITDA 率	13.24%	12.13%	13.46%	13.53%	11.53%
EBIT 率	12.33%	11.34%	13.32%	13.39%	11.39%
税前净利润率	13.56%	11.35%	15.70%	14.06%	12.09%
税后净利润率 (归属母公司)	8.95%	6.58%	9.92%	9.09%	7.68%
ROA	14.02%	14.66%	18.82%	16.71%	14.05%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.03%	19.06%	23.60%	21.61%	18.40%
经营性 ROIC	26.19%	20.87%	25.96%	28.66%	25.20%
偿债能力					
流动比率	2.97	2.51	3.97	4.14	4.27
速动比率	2.41	1.75	3.50	3.70	3.81
归属母公司权益/有息债务	137.49	56.17	-	-	-
有形资产/有息债务	189.94	83.41	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.30	1.59	2.35	2.51	2.90
每股红利	0.52	0.55	0.87	0.89	0.81
每股经营现金流	1.55	1.39	2.32	2.96	2.62
每股自由现金流(FCFF)	1.02	-1.27	2.83	1.94	1.62
每股净资产	7.19	8.32	10.16	11.85	13.43
每股销售收入	14.49	24.08	24.17	28.17	32.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼