



中信证券研究部



姜娅
首席消费产业
分析师
S1010510120056



武明戈
社会服务分析师
S1010518080003

核心观点

7月16日公司公告全资子公司国旅投资拟投资人民币128.6亿元用于海口市国际免税城项目，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、餐饮住宿等多元元素的复合型旅游零售综合体。

■ **继收购海免、总部迁入后与海南政府的又一合作。**我们认为此次公司拟投资海口市国际免税城项目，是继2018年国旅集团收购海免51%股权，集团总部迁入海口后，与海南省的进一步合作。2018年底，公司已经以15.59亿的价格竞得海港城六宗地块，且拿地成本低于华侨城于2017年4月竞得的可比地块（商服用地单价低31.5%，住宅用地低23.2%）。该项目位置处于西海岸城市副中心，同时承担面向岛外的服务职能，项目的建设对于海口市的城市建设以及海南打造国际旅游岛的意义重大，将进一步深化公司与海南省的合作。

■ **投资规模超预期，但资金压力可控。**市场此前已有预期公司将在这些地块进行围绕市内免税店相关的旅游综合体建设，但总额128.6亿的投资规模超出预期。但我们认为该项目的资金压力有限，主要是因为：1)项目是分期建设，且项目遵循滚动开发原则，资金来源为自筹资金，平均每年资本开支约20亿；而公司2019年一季度账上现金140亿，再加上公司免税主业现金流充足，资金压力可控；2)六宗地块中地块三（住宅，一期项目）和地块一（写字楼，二期项目）将采取销售的方式，有利于公司加速项目回款；此外，持有物业也将在运营期末（2037年）通过变现收回资金；3)从一期项目来看，总投资额为58.8亿元，参考海棠湾免税店，建设成本合理。

■ **海口离岛免税市场空间可期，带动配套项目发展。**我们认为公司通过投资建设海口市国际免税项目将能够享受海口免税市场的成长，其优势在于：1)中短期看，海口航空运量增长弹性更大；2)当前虽然海免在海口日月广场已经开业市内免税店，但面积有限（2.2万平），参考中免三亚市内店从大东海店迁移到海棠湾免税店后收入增长打开空间，我们认为海口市内店潜力显著。参考海棠湾经验，海口市内免税店由于无扣点压力，虽预计将由海免经营（公司将持51%股权），但盈利能力仍然突出，有望拉升中免总体利润率。而除免税以外的酒店、公寓、住宅、商业街等项目，虽然所在区域的商业商务氛围尚未完全形成，但我们认为该区域长期看将显著受益于免税带动的周边发展。

■ **风险因素：**毛利率提升慢于预期；免税政策空间及机场中标低于预期；项目投资回报率低于预期；海棠湾项目经营低于预期；国企改革进度慢于预期的风险等。

■ **投资建议：**总的来说，此次投资计划由于公布金额较大，且投向涉及酒店、写字楼等非免税主业业务，较易引起市场的担心。我们认为，一方面公司实际投资金额大概率可控制在一定范围，且分期投资将分散影响，另一方面海口店投入后可挖掘市场空间预计比较大，收入端有所保障。因此海口店的投资计划公布的整体影响可控。维持2019-2021年净利润预测为46.97亿/46.34亿/53.44亿元（不包括海口店和市内店），对应EPS为2.41/2.37/2.74元，现价对应PE36/36/31X。

中国国旅	601888
评级	买入（维持）
当前价	86.20元
总股本	1,952百万股
流通股本	1,952百万股
52周最高/最低价	91.18/48.12元
近1月绝对涨幅	9.19%
近6月绝对涨幅	41.93%
近12月绝对涨幅	19.95%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	28282	47007	46235	51941	58015
增长率 YoY%	26.3	66.2	-1.6	12.3	11.7
净利润(百万元)	2531	3095	4697	4634	5344
增长率 YoY%	40.0	22.3	51.8	-1.3	15.3
EPS(元)	1.30	1.59	2.41	2.37	2.74
毛利率%	29.8	41.5	50.4	51.0	51.1
净资产收益率 ROE%	18.0	19.1	24.4	20.8	20.5
每股净资产(元)	7.19	8.32	9.85	11.40	13.34
PE	67	54	36	36	31
PB	12.0	10.4	8.8	7.6	6.5
EV/EBITDA	43	30	27	24	20

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2019年7月16日收盘价

7月16日公司公告全资子公司国旅投资拟投资人民币128.6亿元用于海口市国际免税城项目，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。

图1：海口市国际免税城项目区位情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

项目规划用地占地面积32.4万平方米，由六宗地块构成。计容总建筑面积69.3万平，具体情况如下。

表1：项目用地情况如下

地块	规划用途	容积率	面积（平米）	出让年期	成交价（万元）	租售计划	开发期限
地块五	免税商业综合体 定位为“世界最大单体免税商业及旅游目的地”	≤2.26	88,566	40年	41,203	自持运营	
地块二	公寓 定位为“乐活品质格调生活空间”	≤2.5	16,561	40年	7,872	自持运营	一期项目开发免税商业综合体、公寓和住宅 开发期为36个月 投资额：58.8亿元
地块三	住宅 定位为“国际旅游中心特色型滨海品质居住空间”	≤2.8（人才公寓）	28,632	70年	19,825	销售	
地块一	写字楼 定位为“承载港城产业的甲级写字楼”	≤2.5	31,175	40年	14,784	销售	
地块四	酒店 定位为“陆港门户尊贵格调五星级酒店”	≤2.8	21,256	40年	11,074	自持运营	二期项目开发商业街区、写字楼和酒店 开发期限为42个月 投资额：69.8亿元
地块六	商业街区 定位为“海南世界级度假型商业街区”	≤1.7	137,324	40年	61,167	自持运营	
合计			323514		155925		

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司测算，该项目内部收益率约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。预计项目全周期收入共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。

对此，我们点评如下：

一、继收购海免、总部迁入后与海南政府的又一合作。我们认为此次公司拟投资海口市国际免税城项目，是继 2018 年国旅集团收购海免 51% 股权，集团总部迁入海口后，与海南省的进一步合作。2018 年底，公司已经以 15.59 亿的价格竞得海港城六宗地块，且拿地成本低于华侨城于 2017 年 4 月竞得的可比地块（商服用地单价低 31.5%，住宅用地低 23.2%）。该项目位置处于西海岸城市副中心，同时承担面向岛外的服务职能，该项目的建设对于海口市的城市建设以及海南打造国际旅游岛的意义重大，将进一步深化公司与海南省的合作。

二、投资规模超预期，但资金压力可控。市场此前已有预期公司将在这些地块进行围绕市内免税店相关的旅游综合体建设，但总额 128.6 亿的投资规模超出预期。但我们认为该项目的资金压力有限，主要是因为：

1) 项目是分期建设，其中一期项目的投资额为 58.8 亿元，开发周期为 3 年，二期项目投资额为 69.8 亿元，开发周期为 3.5 年，且项目遵循滚动开发原则，资金来源为自筹资金，平均每年资本开支约 20 亿；而公司 2019 年一季度账上现金 140 亿，再加上公司免税主业现金流充足，资金压力可控；

2) 六宗地块中地块三（住宅，一期项目）和地块一（写字楼，二期项目）将采取销售的方式，有利于公司加速项目回款；此外，持有物业也将在运营期末（2037 年）通过变现收回资金；

3) 从一期项目来看，总投资额为 58.8 亿元，建筑面积为 41.7 万平，单平米建设成本为 1.4 万元（vs 海棠湾免税店项目总投资额 29.71 亿元，建筑面积 11.7 万平，单平米建设成本 2.5 万元），建设成本合理。

三、海口离岛免税市场空间可期，带动配套项目发展。我们认为公司通过投资建设海口市国际免税项目将能够享受海口免税市场的成长，其优势在于：1) 中短期看，海口航空运量增长弹性更大；2) 当前虽然海免在海口日月广场已经开业市内免税店，但面积有限（2.2 万平），参考中免三亚市内店从大东海店迁移到海棠湾免税店后收入增长打开空间，我们认为海口市市内店潜力显著。参考海棠湾经验，海口市市内免税店由于无扣点压力，虽预计将由海免经营（公司将持 51% 股权），但盈利能力仍然突出，有望拉升中免总体利润率。

而除免税以外的酒店、公寓、住宅、商业街等项目，虽然所在区域的商业商务氛围尚未完全形成，但我们认为该区域长期看将显著受益于免税带动的周边发展。

■ 风险因素

毛利率提升慢于预期；免税政策空间及机场中标低于预期；项目投资回报率低于预期；海棠湾项目经营低于预期；国企改革进度慢于预期的风险等。

投资建议

总的来说，此次投资计划由于公布金额较大，且投向涉及酒店、写字楼等非免税主营业务，较易引起市场的担心。我们认为，一方面公司实际投资金额大概率可控制在一定范围，且分期投资将分散影响，另一方面海口店投入后可挖掘市场空间预计比较大，收入端有所保障。因此海口店的投资计划公布的整体影响可控。维持 2019-2021 年净利润预测为 46.97 亿/46.34 亿/53.44 亿元（不包括海口店和市内店），对应 EPS 为 2.41/2.37/2.74 元，现价对应 PE36/36/31X。

表 2：中国国旅盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	28282	47007	46235	51941	58015
增长率 YoY%	26.3	66.2	-1.6	12.3	11.7
净利润(百万元)	2531	3095	4697	4634	5344
增长率 YoY%	40.0	22.3	51.8	-1.3	15.3
EPS(元)	1.30	1.59	2.41	2.37	2.74
毛利率%	29.8	41.5	50.4	51.0	51.1
净资产收益率 ROE%	18.0	19.1	24.4	20.8	20.5
每股净资产 (元)	7.19	8.32	9.85	11.40	13.34
PE	67	54	36	36	31
PB	12.0	10.4	8.8	7.6	6.5
EV/EBITDA	43	30	27	24	20

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 7 月 16 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,282	47,007	46,235	51,941	58,015
营业成本	19,848	27,518	22,956	25,432	28,393
毛利率	29.8%	41.5%	50.4%	51.0%	51.1%
营业税金及附加	341	659	689	795	893
销售费用	3,529	11,601	12,976	15,169	17,005
营业费用率	12.5%	24.7%	28.1%	29.2%	29.3%
管理费用	1,082	1,601	3,564	3,854	4,047
管理费用率	3.8%	3.4%	7.7%	7.4%	7.0%
财务费用	-143	-7	-42	-59	-84
财务费用率	-0.5%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
投资收益	202	53	952	47	47
营业利润	3,853	5,426	7,714	7,612	8,726
营业利润率	13.6%	11.5%	16.7%	14.7%	15.0%
营业外收入	39	25	25	25	25
营业外支出	59	116	40	40	30
利润总额	3,834	5,336	7,699	7,597	8,721
所得税	900	1,401	2,002	1,896	2,156
所得税率	23.5%	26.3%	26.0%	25.0%	24.7%
少数股东损益	404	840	999	1,067	1,220
归属于母公司股东的净利润	2,531	3,095	4,697	4,634	5,344
净利率	8.9%	6.6%	10.2%	8.9%	9.2%
每股收益	1.59	2.41	2.41	2.37	2.74

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,531	3,095	4,697	4,634	5,344
少数股东损益	404	840	999	1,067	1,220
折旧和摊销	257	371	389	296	282
营运资金变动	119	-1,924	-21	634	742
其他	-294	340	-1,098	-149	-142
经营现金流	3,017	2,722	4,967	6,483	7,446
资本支出	-294	-294	-1,850	-550	-250
投资收益	191	61	952	47	47
资产变卖	1	3	0	0	0
其他	1,556	-1,676	10	12	15
投资现金流	1,454	-1,906	-888	-491	-188
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-38	187	-249	-40	0
股息支出	-1,876	1,441	-1,644	-1,622	-1,603
其他	18	-2,777	42	59	84
融资现金流	-1,896	-1,149	-1,851	-1,603	-1,519
现金流净增额	2,575	-332	2,228	4,388	5,738

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	11,484	11,289	13,517	17,906	23,644
存货	3,218	5,943	6,646	6,381	6,302
应收账款	946	979	941	1,011	1,079
其他流动资产	1,444	1,367	1,108	1,176	1,290
流动资产	17,092	19,578	22,211	26,474	32,315
固定资产	1,426	1,932	2,598	2,506	2,629
长期股权投资	303	284	314	344	374
无形资产	1,092	1,202	1,316	1,230	1,143
其他长期资产	1,020	3,851	4,562	5,024	4,986
非流动资产	3,840	7,269	8,790	9,104	9,132
资产总计	20,932	26,847	31,001	35,578	41,447
短期借款	102	289	40	0	0
应付账款	2,264	2,859	2,525	2,798	3,123
其他流动负债	3,387	4,645	5,394	5,639	6,181
流动负债	5,754	7,793	7,960	8,436	9,305
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	167	470	470	470	470
非流动性负债	167	470	470	470	470
负债合计	5,921	8,263	8,429	8,906	9,774
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
资本公积	3,842	3,844	3,844	3,844	3,844
股东权益合计	16,211	19,264	19,264	22,276	26,017
少数股东权益	978	2,349	3,348	4,416	5,636
负债股东权益总计	20,932	26,847	31,001	35,578	41,447

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
营业收入	26.3	66.2	-1.6	12.3	11.7
营业利润	45.5	40.8	42.2	-1.3	14.6
净利润	40.0	22.3	51.8	-1.3	15.3
利润率 (%)					
毛利率	29.8	41.5	50.4	51.0	51.1
EBIT Margin	12.3	12.0	13.1	12.9	13.2
EBITDA Margin	13.2	12.5	13.9	13.5	13.7
净利率	8.9	6.6	10.2	8.9	9.2
回报率 (%)					
净资产收益率	15.6	16.1	24.4	20.8	20.5
总资产收益率	12.7	12.6	17.0	14.9	14.9
其他 (%)					
资产负债率	28.3	30.8	27.2	25.0	23.6
所得税率	23.5	26.3	26.0	25.0	24.7
股利支付率	34.6	27.3	28.9	28.4	24.4

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。