

证券研究报告—动态报告/公司快评

餐饮旅游

旅游综合 II

中国国旅 (601888)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2015 年 01 月 21 日

中免商城网页版正式上线 增添公司未来惊喜可能

 证券分析师: 曾光
 证券分析师: 钟潇

 0755-82150809
 0755-82132098

 zengguang@guosen.com.cn
 zhongxiao@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

事项:

2015 年 1 月 20 日, 中国国旅全资子公司中免集团旗下的跨境电商官网——中免商城网页版 (<http://www.zhongmian.com/index.htm>) 正式上线试运营。

评论:

■ 商品 SKU 较此前 APP 版有所丰富, 但整体品牌品类丰富度仍较有限

继 2014 年 12 月 20 日, 中免商城的 APP 版悄然上线并随后开通支付宝线上支付功能后 (具体分析可详见我们 2014 年 12 月 23 日报告《中国国旅-601888-APP 版中免商城上线 价格和品质提供核心竞争力》), 2015 年 1 月 20 日, 中免商城网页版 (<http://www.zhongmian.com/index.htm>) 在引颈期盼中也正式上线试运营。

图 1: 中免商城网页版正式上线



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

与此前 APP 版相比, 如下表 1 所示, 网页版商品的 SKU 较此前有所丰富, 但增加程度仍相对有限。

- 品类:** 中免商城网页版主要包括服装、鞋靴、箱包、腕表、配饰、美妆等六大品类, 与此前的 APP 版一致。其中, 服装、配饰和女士美妆等三个品类, 商品 SKU 增加相对较为显著, 腕表类中男士腕表的 SKU 也有一定增加。
- 品牌:** 本次网页版上线主要新增了 MICHAEL KORS、CERRUTI 1881、CAVALLIF、DVF、MARIA LUISAF、NEIL BARRETT、KENT&CURWEN、RAYMOND WEIL、JOHN GALLIANO 等品牌, 仍以二三线品牌为主。其中二线品牌 MICHAEL KORS 在中免商城上在售的主要是太阳镜产品, 而非其主流的箱包产品。换言之, 由于中免商城需要 100% 获得国际品牌的授权, 而一线品牌在线上销售渠道态度相对谨慎, 因此目前品牌相对以二三线品牌为主, 且上线的知名品牌目前也倾向于以一些非核心产品如太阳镜、香水等品类为主。

表 1: 中免商城品牌品类情况及与此前 APP 版的对比

分类	品牌	品类分布	Web 版 SKU 合计	APP 版 SKU (截止 2014/12/23)
服装	ALLAIRE、CHACOK、JOVONNA、LES PETITES、JUST CAVALLIF(新增)、DVF(新增)、MARIA LUISAF(新增)、NEIL BARRETT(新增)	大衣/风衣(5)、针织衫(18)、西服/外套(16)、连衣裙(123)、衬衫/雪纺衫(17)、半身裙(42)、T恤/卫衣(16)、上衣(56)、裤装(32)	325	130
鞋靴	FRENCH SOLE、MINNETONKA	靴子(20)、平底鞋(78)	98	98
箱包	FJALLRAVEN、MARIA LUISA(新增)、NEIL BARRETT(新增)	双肩包(12)、单肩包(3)、手提包(2)、手拿包(3)、电脑包(1)、钱/卡包(2)	23	16
腕表	ARBUTUS、DANIEL WELLINGTON、GUESS、JUST CAVALLI、MISS SIXTY、MORELLATO、PHILIP WATCH、DAVOSA(新增)、RAYMOND WEIL(新增)、JOHN GALLIANO(新增)	石英表(195)、机械表(15)	210	200
女士配饰	BALLY、BALMAIN、BURBERRY、COACH、DOLCE&GABBANA、EMPORIO ARMANI、GIORGIO ARMANI、JUST CAVALLI、MARIA LUISA、MISS SIXTY、MIU MIU、MORELLATO、OAKLEY、PRADA、RAYBAN、Salvatore Ferragamo、VIVENNE WESTWOOD、VOGUE、DVF(新增)、MICHAEL KORS(新增)	项链(34)、丝/围巾(14)、耳饰(14)、手链/手镯(23)、戒指(6)、太阳镜/眼镜(191)、腰带(4)	286	221
女士美妆	ANNA SUI、BORGHESE、BURBERRY、BVLGARI、CALVIN KLEIN、CHLOE、DAVIDOFF、DOLCE&GABBANA、GUCCI、HUGO BOSS、LANVIN、LOLITA LEMPICKA、MARC JACOBS、MEDSPA、MONTBLANC、MOSCHINO、PRADA、ROBERTO CAVALLI、TOUS、TRUSSARDI、VAN CLEEF&ARPELS、SHIKAI(新增)、VERA WANG(新增)、VERSACE、SWISSWEDA(新增)、AOG NATURALS(新增)、THAYERS(新增)、VALENTINO(新增)	香氛(154)、头发护理(10)、面部护肤(32)、眼部护理(6)、面部精华(9)、身体护理(18)、面部清洁(3)、套装礼盒(20)	252	197
男士服装	THOMAS PINK、CERRUTI 1881(新增)、DURBAN(新增)、GIEVES&HAWKES(新增)、INTERMEZZO(新增)、JUST CAVALLI(新增)、KENT&CURWEN(新增)、NEIL BARRETT(新增)	衬衣(65)、大衣(3)、风衣(13)、夹克(11)、卫衣(3)、外套(11)、套装(9)、针织衫(49)、西裤(2)、休闲裤(25)、单件西装(29)、T恤/POLO衫(49)	269	42
男士腕表	ARBUTUS、DANIEL WELLINGTON、DAVOSA(新增)、GUESS、PHILIP WATCH、RAYMOND WEIL(新增)	机械表(75)、石英表(50)	125	93
男士配饰	BALLY、BURBERRY、CERRUTI 1881(新增)、COACH、DOLCE&GABBANA、DURBAN、EMPORIO ARMANI、GIEVES&HAWKES(新增)、SALVATORE FERRAGAMO、GIORGIO ARMANI、KENT&CURWEN(新增)、MICHAEL KORS(新增)、NEIL BARRETT(新增)、OAKLEY、PRADA、RAYBAN、SALVATORE FERRAGAMO、THOMAS PINK	袖扣(11)、丝/围巾(20)、腰带(1)、领带/结(119)、帽子(6)、太阳镜/眼镜(66)	223	75
男士香氛	BURBERRY、BVLGARI、CALVIN KLEIN、CERRUTI、DAVIDOFF、GUCCI、HUGO BOSS、MONTBLANC、PRADA、TRUSSARDI、VALENTINO、VERSACE	香氛(52)	52	52
男士箱包	FJALLRAVEN、NEIL BARRETT(新增)	双肩包(9)、单肩包(5)、手提包(3)、电脑包(1)、钱/卡包(1)	19	11
总计			1871*	1125*

资料来源：中免商城官网及 APP，国信证券经济研究所整理

*注：部分 FJALLRAVEN 女士包和男士包实际为同款商品。

■ 商品价格：正品保证背景下，价格优势仍非常显著，消费者享受免税价格购物体验

从公司官方微信平台的介绍可以看出，中免商城通过承担相关税费，使消费者能享受“免税”的价格。同时，试运营期间全场免运费，使产品优惠力度进一步提高。我们此前报告《国信证券-中国国旅-601888-APP 版中免商城上线价格和品质提供核心竞争力》中通过逐类分项比价，发现“中免商城目前上线的商品价格优势相对较明显，与京东、唯品会甚至海免免税易购相比有一定的竞争力（香水等品类相对最显著），虽然部分产品价格略逊于天猫国际或淘宝全球购的价格，但考虑中免商品正品保证的优势，因此整体的价格竞争力还是较突出”。

表 2: 部分新增商品的价格比较

分类	商品	有税价	中免商城价(元)	中免商城折扣	天猫国际价(元)
美妆	HUGO BOSS 博斯风尚女士香水 50ML	710	409	0.58	630
美妆	MEDSPA 美帕鱼子眼部精华湿粉 3.5G	209	116	0.56	139
美妆	SHIKAI 蒔开茶树洗发露 355ML	148	126	0.85	119+快递费 10 元
美妆	SHIKAI 蒔开日常护理洗发露 355ML	138	118	0.86	109+快递费 10 元
服装	ALLAIRE 女士针织套头衫 L41KS01097-36	1980	887	0.45	1980
服装	ALLAIRE 女士衬衫 L43FW05169-36	2980	1335	0.45	2980
服装	ALLAIRE 女士毛织套头衫 L41KS01093-36	1680	753	0.45	1680
配饰	MORELLATO 女士手链/手镯 STI05	995	318	0.32	895

资料来源：中免商城官网，国信证券经济研究所整理

对于新增的产品，我们也摘选出一定的产品进行比较，从上表 2 可以看出，至少从我们抽样的结果来看，上述商品也有一定的价格竞争力。此外，我们尝试对比 MK 的太阳镜产品，但暂时在京东和天猫上没有找到完全同款，其中部分类似款，天猫国际的价格相对更优惠，而京东商城上则因不同卖家和款式的细微差异价格有高有低。总体来看，在正品保证的情况下，中免商城的产品具有一定的价格吸引力。

表 3: MK 太阳镜产品比价

	有税价	中免商城价	中免商城折扣	天猫国际类似款价格	京东商城类似款价格
MICHAEL KORS 女式太阳镜	2600	1680	0.65	1399	1500-2099 不等

资料来源：中免商城官网，国信证券经济研究所整理

■ 中免商城未来有望给公司中长期发展带来惊喜，公司 15 年业绩有支撑，未来催化剂仍多，维持“买入”评级

从中免商城 APP 端和 Web 端先后推出可以看出，新一届董事会对于中免电商化战略一直在推进中。虽然因为一线品牌商对这种有税渠道、免税价格的跨境电商模式保持了一如既往的审慎态度。但我们也可以看到 Web 端的 SKU 较此前 APP 版更加丰富，说明未来二三线品牌挖潜空间很大，未来在打开中国市场方面双方可能形成很好的依存关系。考虑到目前中免商城仅处于初期试水阶段，未来品牌和 SKU 丰富度预计会有不断提升的可能性。我们对中免商城中长期的发展前景审慎乐观态度。相对其它跨境电商平台，中免商城在品质保障、价格、售后服务等方面的综合优势明显，对消费者的潜在吸引力不低，我们认为发展关键是良好的市场推广以及供应链管理。值得一提的是，2014 年反腐和高昂的租金等使得奢侈品在中国境内的销售增速显著放缓，未来中免商城这种由渠道商承担行邮税负担的渠道不排除越来越受品牌商重视。

与此同时，我们对三亚免税店未来推出电商平台（待解决网上支付问题）也持相对乐观态度（当然仍需前往三亚）。未来三亚国人离岛免税和跨境电商平台中免商城将形成优势互补，三亚免税店销售一线品牌和二线品牌畅销品类，跨境电商销售一线品牌非主打品类和二三线品牌，共同分享中国消费者万亿奢侈品大蛋糕。

由于中免商城仍处于初期试水阶段，暂不考虑中免商城业绩贡献，维持上市公司 14-16 年 EPS1.50/1.86/2.31 元，对应 PE30/24/20 倍，估值相对较低。三亚逐渐迎来一季度旅游旺季，海棠湾国际购物中心春节前近 300 个品牌将全线开业，将进一步助推市场热情。“免税+跨境电商”优势互补，形成中长期广阔的成长空间，“多重或有政策利好+国企改革预期”带来估值弹性，维持公司买入评级，我们认为公司在 2015 年依然是战略配置龙头品种，中长线市值 800-1000 亿元（对应免税销售额 200 亿以上）。

附录-2014 年 12 月 23 日报告《国信证券-中国国旅-601888-APP 版中免商城上线 价格和品质提供核心竞争力》

■ 中免商城 APP 周末悄然上线，公司免税 O2O 业务初现端倪

本周末，中免商城的 App 版已悄然启用。从我们的注册购买体验来看，网站购买须手机注册用户，并仅支持在线支付（仅支持支付宝付款，但尚未开通接口权限），填写好收货人信息并可选择工作日 or/and 周末送货，可开发票（办公用品/日用品/其他）。换言之，一旦支付接口开通，整个购物流程已经可以有效完成。并且，我们发现，目前所有列示的商品均显示为“非行邮税商品”且总运费为 0，商品价格为实际支付总价。

我们认为，虽然中免商城 www.zhongmian.com（电脑网页版）未如期上线，但其 APP 版的悄然启用显示相关准备工作已经大体就位，正式推出或只是时间问题。同时，结合我们 2014 年 2 月 25 日报告《中国国旅-601888-全面电子商务化带来全新投资视角 14 年迎来发展新起点》的相关分析，公司新任董事长对电子商务极其重视，将其视为上任后的最重要的业务抓手，并将积极推进国旅免税（包括跨境通）和旅行社业务的电子商务化，本次中免商城 App 启用虽然只是初现端倪，但其背后代表着公司免税业务的线上化和移动互联化布局经过了一年左右的铺垫和酝酿后开始逐步开花结果，未来发展前景值得期待。

■ 中免商城品类&数量：试水阶段 SKU 偏少，品牌差异度较大，未来仍有较大的提升空间

截止 12 月 22 日，中免商城目前已经上线的商品品牌和品类情况如下表 1 所示。具体来看，目前已上线品牌 66 个，女士商品品类有服装、鞋靴、箱包、腕表、配饰、美妆等 6 大类，男士商品品类有服装、腕表、配饰、香氛、箱包等 5 大类，其中**手表、香水以及配饰中的太阳镜**品类相对丰富。

从**商品数量**来看，目前商城已上线商品 SKU 约有 1100 个左右（剔除部分男女重复的商品），相对有限，体现出公司在试水阶段相对谨慎的态度。

从**品牌知名度**来看，一线品牌相对较为有限。国际大牌主要提供太阳镜（眼镜）、香水等商品品类，但是提供其他品类尤其是护肤品类仍相对审慎，也符合市场此前预期。服饰、鞋和箱包等的品牌品类相对较少，且多数以二三线品牌为主。此外，腕表的 SKU 虽然相对不少，但感觉多以时尚综合品牌的表类产品为主，专业级一线品牌仍然缺乏。

客观来说，从中免商城的品牌品类和数量来看，确实相对有限，我们认为这与目前中免商城仍处于摸索试水阶段有关。随着中免商城的逐步推广以及中免与国际品牌在线上业务合作的逐步加深，未来产品品类仍存有较大的提升空间，后续可持续跟踪关注。

表 4：中免商城(APP)目前商品品类情况-截止 2014.12.22

分类	品牌	品类分布	SKU 合计	
女士	服装	ALLAIRE、LES PETITES、CHACOK、JOVONNA	连衣裙（37）、上装（28）、裤装（13）、其他（52）	130
	鞋靴	MINNE TONKA、FRENCE SOLE	靴子（20）、平底鞋（78）	98
	箱包	Fjallraven（瑞士北极狐）	双肩包（12）、其他（4）	16
	腕表	Guess、DANIEL、WELLINGTON、JUST CAVALLI、Morellato、Miss Sixty、PHILIP WATCH、Arbutus	石英表（187）、机械表（13）	200
	配饰	Balmain、Bally、Burberry、Coach、VIVIENNE WESTWOOD、DOLCE&GABBANA、Salvatore ferragamo、Miumiu、PRADA、Rayban、Vogue、Oakley、GIORGIO ARMANI、Miss Sixty、Morellato、JUST CAVALLI	太阳镜（136）、耳饰（14）、项链（35）、戒指（13）、手链（23）	221
	美妆	ANNA SUI、Burberry、GUCCI、LANVIN、PRADA、BVLGARI、HUGO BOSS、VERSACE、VAN CLEEF&APPELS、Calvin Klein、Marc Jacobs、DOLCE&GABBANA、LANVIN、MONTBLANC、MOSCHINO、ROBERTO CAVALLI、Trussardi、VALENTINO、LOLITA LEMPICKA、TOUS、DAVIDOFF、CHLOE、MEDSPA、BORGHESE（贝佳斯）	香水（154）、护肤品及其他（43）	197
男士	服装	THOMAS PINK	衬衣（42）	42
	腕表	GUESS、ARBUTUS、PHILIP WATCH、DANIEL WELLINGTON	机械表（50）、石英表（43）	93
	配饰	THOMAS PINK、PRADA、BURBERRY、DOLCE&GABBANA、BALLY、RAYBAN、OAKLEY、COACH、EMPORIO ARMANI、GIORGIO ARMANI、SALVATORE FERRAGAMO	领带/结（13）、袖扣（7）、太阳镜/眼镜（55）	75
	男士香氛	MONTBLANC、PRADA、BURBERRY、HUGO BOSS、TRUSSARDI、VERSACE、GUCCI、VALENTINO、CALVIN KLEIN、BVLGARI、DAVIDOFF、CERRUTI	香氛（52）	52
	箱包	FJALLRAVEN	双肩包（8）、手提包（1）、钱/卡包（1）、电脑包（1）	11
	总计			1125*

资料来源：中免商城 App，国信证券经济研究所整理

注：*男士+女士的 SKU 合计为 1135 个，但由于箱包中，男士有 10 款与女士相同，扣除后为 1125 个

■ 中免商城商品价格比较：优惠力度相对较大，总体较具吸引力

总体来看，各商品品类较有税商品均有较大力度的优惠，如表 2 所示，其中香水类（5-6 折）、服饰（4-6 折）、鞋靴（5-6 折）等品类商品的价格优惠力度相对较大。

表 5：中免商城商品价格较有税商品折扣情况-截至 2014.12.22

分类	品类	相对有税商品折扣情况
女士	服装	4-6 折
	鞋靴	5-6 折
	箱包	8 折
	腕表	4-8.5 折
	配饰	3-7 折
	美妆	香水 5-6 折，护肤品及其他 6-8 折
男士	服装	5 折
	腕表	4-8.5 折
	配饰	5-8 折
	男士香氛	5-6 折
	箱包	8 折

资料来源：中免商城 App，国信证券经济研究所整理

具体从各品类的商品来看，我们从各个品类抽样筛选 2-3 件商品进行比较，结果如下所示。

1、从**服装和鞋靴类**来看，目前这两类商品较有税商品价格优惠力度较大，且多数略优于天猫国际或淘宝全球购的价格。考虑到相比淘宝全球购或天猫国际渠道相对复杂，中免商城本身的正品保证优势，且可开具发票，**价格吸引力较大**。

表 6: 服饰类的价格比较

商品	有税价	中免商城价	中免商城折扣	天猫国际
Allaire 黑色高端连衣裙 L43DW01187	1980	887	0.45	990
Allaire 黑色高端连衣裙 L43DW01187	3280	1469	0.45	1590
Allaire 拼接毛衫针织衫 L41KS01097	1980	887	0.45	990

资料来源：中免商城 App、天猫国际，国信证券经济研究所整理

表 7: 鞋类商品的价格比较

商品	有税价	中免商城价	中免折扣	淘宝全球购
MINNE TONKA 女士马丁雪地靴套筒长	1989	1188	0.60	1290 (包邮)
MINNE TONKA 高筒流苏长靴	1889	1128	0.50	1010+35 (运费)
FRENCE SOLE 女士豹纹平底鞋	1655	828	0.50	1035+10 (运费)

资料来源：中免商城 App、天猫国际，国信证券经济研究所整理

2、**香化类商品**：**香水类的价格优势较显著**，但护肤品价格优势相对平平。如下表所示，中免商城上的香水类不仅品牌和 SKU 相对较丰富，且产品价格多数小于或等于唯品会的商品价格，且多数也低于海免免税易购的价格，价格优势较为显著。而护肤品类只有 MEDSPA、BORGHESE (贝佳斯) 两个品牌，非常有限，价格优势较聚美优品和京东等也各有不同，正品背书或可以增加其竞争力。

表 8: 香水类商品价格比较

商品	有税价	中免商城价	中免商城折扣	唯品会	海免免税易购
ANNA SUI 许愿精灵香水 50ml	565	319	0.56	329	370
VERSACE 晶钻女用香水 50ml	625	359	0.57	359	436
CALVIN Klein 迷情胜芳淡喷香水 50ml	590	299	0.51	299	484
PRADA 男士浓香水 50ml	685	399	0.58	439	
Gucci 罪爱燃情男士淡香水 90ml	1099	629	0.57	649	610*

资料来源：中免商城 App、唯品会、海免免税易购，国信证券经济研究所整理

注：*海免免税易购的的 GUCCI 香水价格为罪爱男士淡香水 90ml 的价格。

表 9: 护肤品类的价格比较

	有税价	中免商城价	中免商城折扣	聚美优品	京东商城
贝佳斯矿物油和爽肤水	240	215	0.90	199	
贝佳斯迷你美肤泥浆杯套餐	180*	119	0.66	135	139

资料来源：中免商城 App、聚美优品、京东商城，国信证券经济研究所整理

注：*参考聚美和京东上标注的市场有税价，与 app 上的略有差异。

3、**箱包类商品**，如表 7，主要以 Fjallraven (瑞士北极狐) 品牌为主，较天猫官方旗舰店和京东价格优势较显著，但略逊于淘宝全球购的价格，但考虑淘宝全球购并非完全保证正品，因此单从目前的品类来看箱包类价格优势也较显著。

表 10: 箱包类商品价格比较

	有税价	中免商城价	中免商城折扣	淘宝全球购	京东	天猫官方旗舰店
Fjallraven 双肩背包黑色 7L	559	453	0.81	355		
Fjallraven 双肩背包红色 16L	699	566	0.81		629-699	629
Fjallraven 双肩背包暖黄色 7L	599	485	0.81		503	503

资料来源：中免商城 App、天猫、淘宝、京东，国信证券经济研究所整理

4、**腕表类商品**，如表 8 所示，虽然在品牌上有不足，但在价格上多数小于等于京东或天猫国际的价格，相对价格优势也较显著。

表 11: 腕表类商品价格比较

商品	有税价	中免商城价	中免商城折扣	京东	天猫国际
Guess 金色豹纹女士石英表	1795	1005	0.56	1318-1521	
GUESS 石英女表	1895	1061	0.56	1516	
Daniel Wellington 银色表盘, 棕色表带	2440	1380	0.57	1380	
Daniel Wellington	2080	1250	0.60	1250	
Arbutus 爱彼特黑色表带银色表盘 Herrenuhren 男士手表机械腕表	3160	2686	0.85		2690
Arbutus 黑色表带镂空细节复古表盘男士自动机械腕表	3500	2975	0.85		3010

资料来源: 中免商城 App、天猫、淘宝、京东, 国信证券经济研究所整理

5、从配饰类商品来看, 总体来看商品价格多数优于京东, 但逊于天猫国际, 价格优势相对要弱一些, 但由于正品优势, 因此仍有一定的竞争力。

表 12: 配饰类商品价格比较

商品	有税价	中免商城价	中免商城折扣	京东价	天猫国际
BALLY 时尚女士太阳镜 BY2004A-C00 60 黑色 60	3980	2690	0.68	2520	
MIU MIU 复古猫眼女士太阳镜	3530	2825	0.80	2850	2450
OAKLEY 复古太阳镜	950	761	0.80	890	
Morellato 可爱幸福蓝色铃铛系列吊坠项链女	995	318	0.32		299
MORELLATO Din Don 系列 白色水晶铃铛手饰手链女	995	318	0.32		299

资料来源: 中免商城 App、天猫、淘宝、京东, 国信证券经济研究所整理

综合来看, 中免商城目前上线的商品价格优势相对较明显, 与京东、唯品会甚至海免免税易购相比有一定的竞争力(香水等品类相对最显著), 虽然部分产品价格略逊于天猫国际或淘宝全球购的价格, 但考虑中免商品正品保证的优势, 因此整体的价格竞争力还是较突出。

■ “免税+跨境电商”双管齐下抢占亿万高端消费品市场, 15年业绩有支撑, 且未来催化剂仍多, 维持“买入”评级

从中免商城 App 的情况来看, 虽然品牌丰富度相对不显著, SKU 整体偏少, 且引流政策暂不明晰, 但商品价格优势较显著且有 100% 正品保障, 考虑目前仅处于试水摸索阶段, 未来丰富和提升潜力较大, 我们仍然对中免商城中长期的发展前景审慎乐观, 且市场期待的能否引入战投问题也值得跟踪。

由于目前 web 端中免商城尚未上线, 且暂时中免商城 APP 也无法完成支付, 因此暂不考虑中免商城对公司业绩的影响, 我们暂维持公司 14-16 年 EPS1.50/1.86/2.31 元, 对应 PE29/24/19 倍, 估值仍相对不高。考虑到三亚逐渐迎来旅游旺季, 海棠湾国际购物中心春节前近 300 个品牌将全线开业, 将进一步助推市场热情。“免税+跨境电商”优势互补, 形成稳固基本面, “多重或有政策利好+国企改革预期”带来估值弹性, 仍维持公司买入评级, 我们认为公司在 2015 年依然是战略配置龙头品种。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	7081	5923	6616	8277
应收款项	1092	1285	1568	1857
存货净额	1302	1498	1804	2127
其他流动资产	525	612	746	884
流动资产合计	10000	9317	10733	13145
固定资产	1454	3704	4390	4341
无形资产及其他	965	928	890	852
投资性房地产	337	337	337	337
长期股权投资	204	206	208	210
资产总计	12961	14492	16559	18886
短期借款及交易性金融负债	77	30	80	80
应付款项	1430	1712	2061	2431
其他流动负债	1746	2006	2430	2866
流动负债合计	3252	3748	4572	5377
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	3	3	3	3
长期负债合计	3	3	3	3
负债合计	3255	3751	4575	5380
少数股东权益	641	741	856	982
股东权益	9065	10000	11128	12524
负债和股东权益总计	12961	14492	16559	18886

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	1.33	1.50	1.86	2.31
每股红利	0.48	0.54	0.71	0.88
每股净资产	9.29	10.24	11.40	12.83
ROIC	17%	18%	27%	32%
ROE	14%	15%	16%	18%
毛利率	24%	24%	24%	25%
EBIT Margin	10%	10%	10%	10%
EBITDA Margin	10%	11%	11%	12%
收入增长	8%	17%	22%	18%
净利润增长率	29%	13%	25%	24%
资产负债率	30%	31%	33%	34%
息率	1%	1%	2%	2%
P/E	34.1	30.2	24.2	19.6
P/B	4.9	4.4	4.0	3.5
EV/EBITDA	26.7	22.3	17.5	14.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	17448	20388	24876	29469
营业成本	13290	15543	18813	22186
营业税金及附加	199	232	284	336
销售费用	1427	1672	2090	2475
管理费用	827	987	1233	1438
财务费用	(100)	(76)	(90)	(106)
投资收益	107	117	124	130
资产减值及公允价值变动	(19)	(8)	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1894	2140	2671	3270
营业外净收支	63	10	3	3
利润总额	1957	2150	2674	3273
所得税费用	472	533	669	818
少数股东损益	190	157	185	204
归属于母公司净利润	1295	1460	1821	2251

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1295	1460	1821	2251
资产减值准备	(17)	88	26	7
折旧摊销	69	193	326	381
公允价值变动损失	19	8	0	0
财务费用	(100)	(76)	(90)	(106)
营运资本变动	240	157	76	62
其它	138	12	88	120
经营活动现金流	1745	1918	2338	2820
资本开支	(686)	(2501)	(1001)	(301)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(736)	(2503)	(1003)	(303)
权益性融资	2529	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(466)	(526)	(692)	(855)
其它融资现金流	514	(47)	50	0
融资活动现金流	2112	(573)	(642)	(855)
现金净变动	3121	(1158)	693	1662
货币资金的期初余额	3959	7081	5923	6616
货币资金的期末余额	7081	5923	6616	8277
企业自由现金流	917	(682)	1244	2417
权益自由现金流	1432	(658)	1362	2496

相关研究报告:

- 《中国国旅-601888-APP 版中免商城上线, 价格和品质提供核心竞争力》 —— 2014-12-23
- 《中国国旅-601888-2014 年三季报点评: 业绩符合预期, 战略性配置机会已现》 —— 2014-10-30
- 《中国国旅-601888-重大事件快评: 海口机场店竞争有限, 共同做大离岛免税蛋糕》 —— 2014-09-11
- 《中国国旅-601888-重大事件快评: 营销态度大转变, 开启合作共赢新局面》 —— 2014-09-10
- 《中国国旅-601888-重大事件快评: 海棠湾项目实现开门红, 打开公司中长期成长空间》 —— 2014-09-09

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。