

一季度为三亚旅游旺季，海棠湾免税购物中心销售向好



核心观点

- **海棠湾免税购物中心开业以来销售情况良好。**2014年9月1日，海棠湾免税购物中心正式开业，根据商务部数据，2014年9-11月，三亚免税销售额分别为3.2、2.8和3.3亿元，分别同比增长118%、48%和53%。我们认为，一季度仍然是三亚旅游旺季，加上春节黄金周通常是游客高峰期，海棠湾免税购物中心的免税销售有望再创新高。
- **政策放松有利于进一步释放海棠湾项目潜力。**自2011年4月20日国人离岛免税政策实施以来，经历了2次政策调整放松。第一次是2012年11月1日（2013年春节旺季来临前），离岛免税政策新增3类免税商品，免税购物限额由5000元提高至8000元，同时商品件数限制也有所提升（如化妆品由5件增加至8件），其效果十分明显，2013年一季度，海南免税销售额同比增长67%。第二次是2014年1月20日（2014年春节前），创新实施了“即购即提、先征后退”和“特殊情况下游寄离岛”等免税购物提货新模式，2014年一季度，海南免税销售额在去年同期大幅增长的情况下继续增长19%。我们认为，随着海棠湾免税购物中心的正式运营，免税销售面积变为原来大东海市内免税店的7倍，若相关政策在2015年春节前能有所放松，将有利于国人购买力的进一步释放。
- **中免商城即将上线，公司免税业务提升空间巨大。**本届公司领导十分重视电子商务的发展，中免商城是中免集团尝试上海自贸区跨境通平台后迈出的重要一步，商城面对千亿数量级的海淘市场（2013年767亿，预计2014年超1500亿），公司2013年免税业务仅60亿规模，2014年有望达80亿，提升空间依然巨大。

财务预测与投资建议

- 我们调整公司2014-2016年每股收益至1.51、1.81和2.14元（原预测值分别为1.57、1.81和2.14元），参考目前行业整体估值水平，维持给予公司2015年30倍PE，对应目标价54.30元，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 海棠湾项目、电商进展低于预期等。

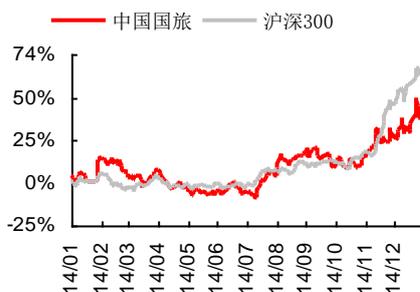
公司主要财务信息					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	16,134	17,448	19,983	22,892	26,068
同比增长	27.1%	8.1%	14.5%	14.6%	13.9%
营业利润（百万元）	1,448	1,894	2,198	2,603	3,040
同比增长	33.9%	30.8%	16.1%	18.5%	16.8%
归属母公司净利润（百万元）	1,006	1,295	1,476	1,770	2,089
同比增长	46.8%	28.7%	14.0%	19.9%	18.0%
每股收益（元）	1.03	1.33	1.51	1.81	2.14
毛利率	21.7%	23.8%	23.4%	23.3%	23.1%
净利率	6.2%	7.4%	7.4%	7.7%	8.0%
净资产收益率	19.6%	17.7%	15.3%	16.2%	16.9%
市盈率（倍）	45.0	35.0	30.7	25.6	21.7
市净率（倍）	8.1	5.0	4.4	3.9	3.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2015年01月12日）	46.40元
目标价格	54.30元
52周最高价/最低价	49.44/30.38元
总股本/流通A股（万股）	97,624/97,624
A股市值（百万元）	45,297
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2015年01月13日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现（%）	0.1	11.3	25.2	35.9
相对表现（%）	3.6	1.3	-17.3	-23.5
沪深300（%）	-3.5	10.0	42.4	59.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	杨春燕
	021-63325888*6080 yangy@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860510120004
吴繁	021-63325888*5010 wufan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860513010002

相关报告	
暹粒市内免税店开业	2015-01-05
中免商城即将上线	2014-12-17
三亚免税销售创新高，关注电商平台上线	2014-10-30

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	3,959	7,081	7,950	8,909	10,150	营业收入	16,134	17,448	19,983	22,892	26,068
应收账款	849	755	1,029	1,125	1,250	营业成本	12,639	13,290	15,297	17,553	20,049
预付账款	630	521	711	797	871	营业税金及附加	190	199	231	263	301
存货	985	1,302	1,351	1,546	1,834	营业费用	1,169	1,427	1,519	1,637	1,741
其他	288	341	404	425	505	管理费用	790	827	919	1,030	1,147
流动资产合计	6,711	10,000	11,444	12,801	14,610	财务费用	(27)	(100)	(69)	(78)	(90)
长期股权投资	155	204	204	204	204	资产减值损失	36	19	1	3	4
固定资产	563	563	1,278	1,898	2,460	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	230	892	746	673	636	投资净收益	111	107	113	118	124
无形资产	987	965	951	937	923	其他	0	0	0	0	0
其他	285	337	46	45	46	营业利润	1,448	1,894	2,198	2,603	3,040
非流动资产合计	2,219	2,961	3,225	3,758	4,270	营业外收入	121	69	0	0	0
资产总计	8,930	12,961	14,670	16,559	18,880	营业外支出	6	5	0	0	0
短期借款	35	77	119	77	91	利润总额	1,563	1,957	2,198	2,603	3,040
应付账款	1,091	1,430	1,459	1,693	2,001	所得税	382	472	534	630	737
其他	1,607	1,746	2,030	2,190	2,399	净利润	1,180	1,485	1,664	1,973	2,303
流动负债合计	2,734	3,252	3,608	3,960	4,490	少数股东损益	175	190	188	203	214
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,006	1,295	1,476	1,770	2,089
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.03	1.33	1.51	1.81	2.14
其他	3	3	0	0	0						
非流动负债合计	3	3	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	2,737	3,255	3,608	3,960	4,490		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	593	641	829	1,032	1,246	成长能力					
股本	880	976	976	976	976	营业收入	27.1%	8.1%	14.5%	14.6%	13.9%
资本公积	2,405	4,812	4,812	4,812	4,812	营业利润	33.9%	30.8%	16.1%	18.5%	16.8%
留存收益	2,374	3,360	4,445	5,779	7,355	归属于母公司净利润	46.8%	28.7%	14.0%	19.9%	18.0%
其他	(58)	(83)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	6,194	9,706	11,062	12,599	14,390	毛利率	21.7%	23.8%	23.4%	23.3%	23.1%
负债和股东权益	8,930	12,961	14,670	16,559	18,880	净利率	6.2%	7.4%	7.4%	7.7%	8.0%
						ROE	19.6%	17.7%	15.3%	16.2%	16.9%
						ROIC	18.5%	17.0%	15.4%	16.0%	16.5%
						偿债能力					
						资产负债率	30.6%	25.1%	24.6%	23.9%	23.8%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.45	3.07	3.17	3.23	3.25
						速动比率	2.09	2.67	2.79	2.84	2.84
						营运能力					
						应收账款周转率	20.3	21.8	22.4	21.3	22.0
						存货周转率	13.3	11.4	11.4	11.9	11.7
						总资产周转率	1.9	1.6	1.4	1.5	1.5
						每股指标(元)					
						每股收益	1.03	1.33	1.51	1.81	2.14
						每股经营现金流	1.30	1.51	1.68	1.88	2.18
						每股净资产	5.74	9.29	10.48	11.85	13.47
						估值比率					
						市盈率	45.0	35.0	30.7	25.6	21.7
						市净率	8.1	5.0	4.4	3.9	3.4
						EV/EBITDA	25.3	19.7	16.3	14.6	12.5
						EV/EBIT	26.7	21.1	17.8	15.0	12.8

现金流量表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	1,180	1,485	1,664	1,973	2,303
折旧摊销	78	125	192	67	88
财务费用	(27)	(100)	(69)	(78)	(90)
投资损失	(111)	(107)	(113)	(118)	(124)
营运资金变动	112	278	(257)	(8)	(57)
其它	40	(211)	225	3	4
经营活动现金流	1,273	1,470	1,641	1,839	2,124
资本支出	(185)	(707)	(600)	(600)	(600)
长期投资	22	(48)	(1)	0	(0)
其他	(44)	261	114	118	124
投资活动现金流	(208)	(494)	(487)	(481)	(476)
债权融资	(2)	9	(5)	1	1
股权融资	3	2,503	0	0	0
其他	(310)	(355)	(280)	(400)	(408)
筹资活动现金流	(309)	2,156	(285)	(399)	(407)
汇率变动影响	1	(12)	0	0	0
现金净增加额	757	3,120	870	958	1,241

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn