

股价下跌是中长期介入良机

研究结论

- 上周五(5月6日)有媒体报道三亚店销售过期商品,导致这两个交易日公司股价连续下跌。昨天,三亚店董事长王轩就这一事件的调查结果和处理情况进行了详细的批露。我们分析认为:此次因过期商品事件对公司销售的负面影响有限,从上周周末的销售情况看,基本不受影响;且该事件之后公司及时处理,管理流程上已经进一步细化,避免了今后类似事件的发生,从事件发生到公司及时处理来看,我们认为该事件对中免品牌的中长期负面影响有限。
- 免税业务发展空间巨大。随着海南“国人离岛购物免税”市场的开放,中免公司目前独家垄断经营该业务,将迎来新的发展机遇。根据我们测算,2011年三亚凤凰机场旅客吞吐量预计为1125万人次,对应顾客基数为563万人次,若进店率为20%,保守估计人均消费2000元,则政策实行将增加公司2011年免税品销售收入15亿元,考虑开店初期成本较高,公司三亚免税店净利润率以15%计,将新增公司净利润2.25亿元,折合每股收益0.26元。4月20日政策试运行以来,三亚店的销售额在500-800万元,支持我们先前的预测。
- 盈利预测和投资建议:在不考虑海南国人离岛免税政策的情况下,我们预计公司2011-2012年每股收益分别为0.63和0.80元。考虑政策实施利好,我们预计2012年每股收益增厚0.54元,全年每股收益1.35元,当前动态市盈率19倍,偏低,此次股价下跌,是中长期非常好的买点,维持公司买入评级,目标价40.5元。
- 催化剂:三亚免税店经营进一步超预期。
- 主要风险:重大自然灾害或流行疫情导致旅游人数大幅下降等。

附:公司就过期商品事件的答复

http://www.cdf-sanya.com.cn/about_5_news.php?id=10

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

8621-63325888×6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860200010015

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价(2011年5月10日)	26.31元				
目标价格	40.50元				
总股本/A股(亿股)	8.8				
A股市值(亿元)	231亿元				
国家/地区	中国				
行业	旅游				
报告发布日期	2011年5月10日				

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	-3.41%	-4.79%	29.78%
相对表现 (%)	3.59%	-6.51%	19.46%

资料来源: WIND

财务预测

(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9608	13633	17657	23195
同比(%)	58%	42%	30%	31%
归属母公司净利润	555	928	1588	2319
同比(%)	31%	71%	69%	46%
毛利率(%)	18.9%	20.1%	22.0%	23.3%
ROE(%)	10.0%	14.8%	20.2%	23.3%
每股收益(元)	0.47	0.80	1.35	1.97
P/E (倍)	56.54	33.00	19.52	13.37
P/B (倍)	5.64	4.87	3.94	3.12
EV/EBITDA (倍)	26	16	9	6

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

附表：

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5482	7074	9207	12114	营业收入	9608	13633	17657	23195
现金	3784	5336	6222	8546	营业成本	7796	10892	13777	17794
应收账款	738	693	1205	1509	营业税金及附加	70	108	138	178
其它应收款	121	105	191	233	营业费用	685	873	1042	1369
预付账款	241	208	351	447	管理费用	467	613	689	881
存货	590	733	1238	1379	财务费用	-31	-17	-26	-37
其他	8	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	999	1023	1160	1280	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	168	169	170	169	投资净收益	89	72	77	79
固定资产	544	605	688	774	营业利润	710	1237	2116	3090
无形资产	48	31	30	28	营业外收入	7	4	4	4
其他	239	218	274	309	营业外支出	2	3	2	2
资产总计	6482	8097	10367	13394	利润总额	715	1238	2118	3092
流动负债	1966	2706	3457	4344	所得税	160	309	529	773
短期借款	187	127	170	162	净利润	555	928	1588	2319
应付账款	816	1634	2067	2669	少数股东损益	145	227	402	587
其他	963	945	1221	1513	归属于母公司净利润	410	702	1186	1731
非流动负债	4	2	3	3	EBITDA	765	1268	2149	3122
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.80	1.35	1.97
其他	4	2	3	3	主要财务比率				
负债合计	1970	2708	3460	4347	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	409	635	1038	1625	成长能力				
股本	880	880	880	880	营业收入	58.4%	41.9%	29.5%	31.4%
资本公积	2401	2401	2401	2401	营业利润	29.5%	74.2%	71.1%	46.0%
留存收益	859	1473	2589	4142	净利润	30.9%	71.3%	69.0%	46.0%
归属母公司股东权益合计	4103	4753	5869	7423	获利能力				
负债和股东权益	6482	8097	10367	13394	毛利率	18.9%	20.1%	22.0%	23.3%
现金流量表					净利率	4.3%	5.1%	6.7%	7.5%
单位:百万元					ROE	10.0%	14.8%	20.2%	23.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.9%	18.7%	25.9%	30.2%
经营活动现金流	454	1694	953	2550	偿债能力				
净利润	555	928	1588	2319	资产负债率	30.4%	33.4%	33.4%	32.5%
折旧摊销	87	48	60	69	净负债比率				
财务费用	-31	-17	-26	-37	流动比率	2.79	2.61	2.66	2.79
投资损失	-89	-72	-77	-79	速动比率	2.49	2.34	2.30	2.47
营运资金变动	-71	704	-576	258	营运能力				
其它	4	102	-15	21	总资产周转率	1.60	1.87	1.91	1.95
投资活动现金流	454	-10	-67	-77					

资本支出	170	88	117	127	应收账款周转率	16	19	18	17
长期投资	-23	-16	5	3	应付账款周转率	10.54	8.89	7.45	7.51
其他	601	62	55	53	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-78	-133	0	-149	每股收益	0.47	0.80	1.35	1.97
短期借款	-8	-60	42	-8	每股经营现金流	0.52	1.93	1.08	2.90
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.66	5.40	6.67	8.43
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1	0	0	0	P/E	56.54	33.00	19.52	13.37
其他	-72	-74	-42	-141	P/B	5.64	4.87	3.94	3.12
现金净增加额	287	1551	886	2324	EV/EBITDA	26	16	9	6

数据来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，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。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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