

门票分成问题导致业绩下滑 58%

增持维持

投资要点:

- 受南山门票分成影响, 业绩与毛利率均下滑明显
- 资产重组与再融资为 2012 年工作重点

报告摘要:

- 业绩低于预期, 南山计提门票分成款 1.87 亿元。报告期内公司实现营业收入 25.40 亿元, 同比增长 10.23%; 实现归属于母公司的净利润 9758 万元, 同比下降 47.85%, 实现每股收益 0.42 元。利润大幅下降主要是由于南山计提门票分成款 18716 万元。
- 受南山景区影响, 综合毛利率下滑 6.33 个百分点, 净利率下滑 4.28 个百分点。2011 年公司综合毛利率为 30.96%, 比上年下降 6.63 个百分点, 各业态中毛利率下降最多的是南山公司, 受门票分成因素影响, 毛利率下降 4.55 个百分点。报告期内财务费用率因南山公司获得首旅集团资金支持而比上年增长 0.54 个百分点, 净利率比上年下降 4.28 个百分点至 3.84%。
- 酒店景区为利润构成主体, 酒店资产重组序幕拉开。对公司利润总额贡献前三名的行业是: 酒店、景区、展览广告, 贡献率分别为 54.36%、44.61%、9.17%。2011 年度南山公司加大了对酒店和景区板块资本性支出投资力度。2012 年 2 月, 公司置入三家酒店资产, 业务横跨高星级酒店及经济型酒店, 置出北展分公司, 公司主业更为明晰。
- 期待南山深度开发, 维持增持评级。我们认为, 分成问题的解决对公司的利润有较大的影响, 但中长期看来, 分成问题的解决为南山景区和整个公司的长远发展扫清了障碍。同时, 首旅股份有望凭借其上市公司品牌、资金优势、及专业的酒店管理团队为置入酒店资产谋取更好的发展。公司对酒店资产的整合、和对景区的加大力度开发也将对未来业绩恢复和提升起到巨大促力作用。预计 2012-2014EPS 0.52 元、0.63、0.70 元, 对应 PE28、23、21 倍, 维持增持评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入/万元	230,464	254,038	287,864	326,356	370,176
yoy/%	39.73%	10.23%	6.95%	13.28%	13.63%
净利润/万元	18,712	9,758	11,959	14,495	16,293
yoy/%	17.20%	-47.85%	22.56%	21.20%	12.41%
每股收益/元	0.81	0.42	0.52	0.63	0.70
PE	18.52	34.60	28.23	23.29	20.72

服务业研究组

分析师:

陈旭 (S1180511080001)

联系人:

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



数据来源: 港澳资讯

公司数据

总股本 (亿股)	2.31
总市值 (亿元)	33.76
流通比例	100%
12 个月最高/最低 (元)	27.34/14.42
主要股东	北京首都旅游集团有限责任公司

数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 《宏源证券*公司季报简评*首旅股份: 净利润下滑 54%, 期待再融资惊喜*600258*旅游酒店行业*孙妍》, 2011.4
- 《宏源证券*公司动态报告*首旅股份: 南山门票 4:6 分成, 短期表现承压*600258*旅游酒店行业*孙妍》, 2011.3
- 《宏源证券*公司年报简评*首旅股份: 业绩略低预期, 综合毛利率下降 9.1%*600258*旅游酒店行业*孙妍》, 2011.3

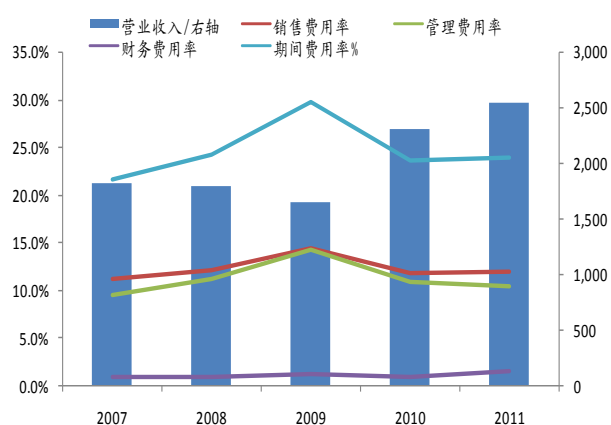
一、业绩略低于预期，毛利率同比下降 6.33 个百分点

报告期内公司实现营业收入 25.40 亿元，同比增长 10.23%；实现归属于母公司的净利润 9757.58 万元，同比下降 47.85%，实现每股收益 0.42 元。2011 年，公司景区业收入同比下降 28.08%，利润大幅下降主要是南山公司门票分成事项造成的影响：2011 年南山公司执行《门票分成协议》，共计提门票分成款 18,716 万元，对首旅股份公司整体经营损益造成重大影响，导致公司营业利润、利润总额、归属于母公司净利润、基本每股收益分别同比下降 46.75%、50.06%、47.85%、47.85%。

2011 年公司综合毛利率为 30.96%，比去年同期下降 6.63 个百分点，各业态中毛利率下降最多的是南山公司，受门票分成因素影响，毛利率下降 4.55 个百分点；旅行社业受入境市场下滑、国内和出境市场竞争激烈、机票涨价等多重因素影响，毛利率减少 0.35 个百分点；展览广告业的毛利率减少 0.06 个百分点；酒店行业的毛利率稳中有升，增加 0.43 个百分点。

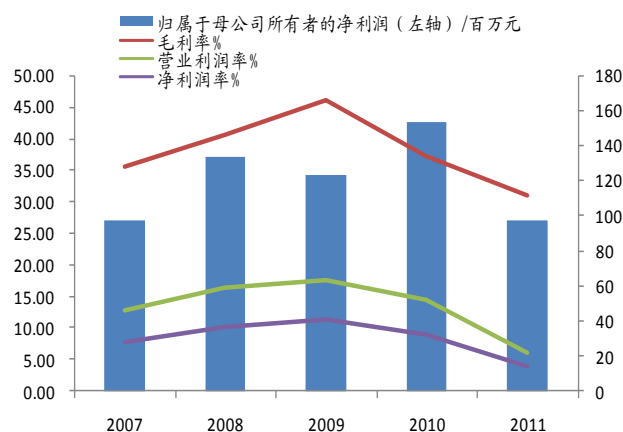
报告期内净利率比上年下降 4.28 个百分点至 3.84%；销售、管理费用率与上年基本持平，财务费用率因南山公司获得首旅集团资金支持而比上年增加 0.54 个百分点。

图 1：公司费用率变化/%



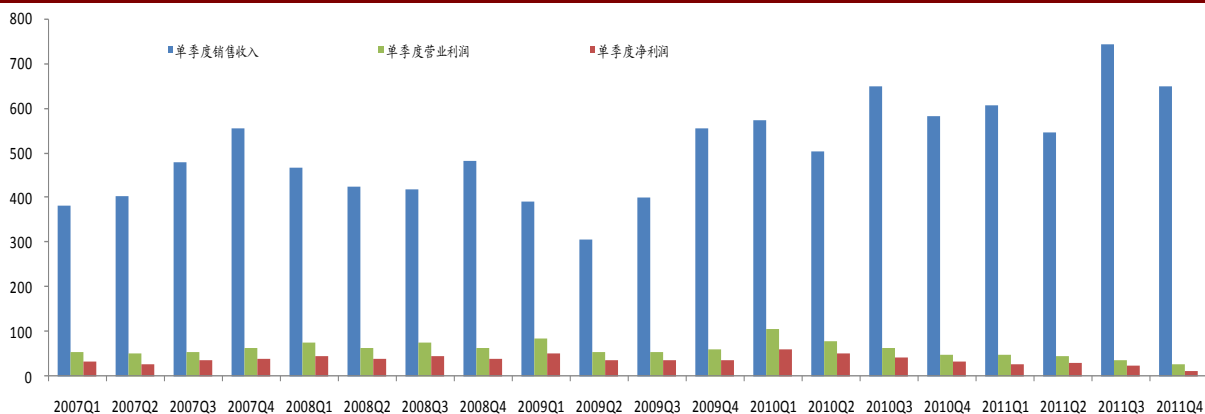
资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：公司盈利能力情况/百万元



资料来源：公司公告，宏源证券

图 3：公司分季度营业收入及利润/百万元



资料来源：公司公告，宏源证券

二、酒店业和景区业是利润构成主体

公司实现营业收入25.40 亿元，对公司营业收入贡献前三名的行业是：旅行社、酒店、景区，营业收入分别为17.32 亿元、4.45 亿元和3.03 亿元，贡献率分别为68.19%、17.50%、和11.91%；公司实现利润总额1.51亿元，对公司利润总额贡献前三名的行业是：酒店、景区、展览广告，利润总额分别为8208万元，6736万元，1385万元，对公司利润总额贡献率分别为54.36%、44.61%、9.17%。

2011 年，公司酒店业经营业绩平稳增长，收入同比增长9.62%，营业利润率同比增加0.43 个百分点，其中民族饭店、京伦饭店、前门饭店、首旅物业的营业收入同比增长分别为10.40%、11.46%、5.84%、2.11%。2011 年，公司展览广告业经营业绩下滑，营业收入同比下降1.3%，营业利润率减少0.06个百分点，主要原因是近年来北京地区新展馆不断涌现导致展览行业竞争加剧。2011年，由于国内和出境旅游市场持续升温，公司旅行社业务收入同比增长22.28%。

表 1: 海南省十二五期间旅游产值将翻番

	2009		2012		2015		2020	
	绝对值	年均增长	绝对值	年均增长	绝对值	年均增长	绝对值	年均增长
人均生产总值/元	19166	26930	12.00%	37835	12.00%	72850	14.00%	
旅游人数/万人次	2250.33	3160	12.00%	4760	14.60%	7680	10.00%	
旅游收入/亿元	211.72	314	14.00%	540	20.00%	1240	18.00%	
旅游业增加值比重	6.40%	7.50%		9.00%		12.00%		
第三产业增加值比重	45.00%	47.00%		75.00%		60.00%		

资料来源：海南省旅游局，宏源证券

三、期待南山景区深度开发，维持增持评级

2011 年公司全年业绩情况虽因《南山文化旅游区门票收入分成协议》的实施较2010 年业绩有较大幅度的减少，但如果剔除南山门票分成因素的影响，2011 年公司主要经营指标比2010 年有10%以上的增长，其中南山公司营业收入和利润总额分别同比增长16.4%、16.5%，公司整体经营仍保持良好的上升趋势。

2011 年度南山公司加大了对酒店和景区板块资本性支出投资力度，加快了园区规划及基础设施建设步伐，“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”同比增加2,086.22 万元，同比增长37.07%。

2012 年2月7日，公司发布重大资产置换方案。首旅股份将置入首旅集团持有的北京首旅建国酒店管理有限公司75%股权；首酒集团持有的北京首旅酒店管理有限公司100%股权、北京欣燕都酒店连锁有限公司和旅店公司合计持有的欣燕都100%的股权，并置出股份公司下属的北京首都旅游股份有限公司北京市北展展览分公司的全部资产及负债给首旅集团。

我们认为，在海南国际旅游岛建设的大背景下，公司的南山景区仍将受益明显，短期来看，分成问题的解决对公司的利润有较大的影响，但中长期看来，分成问题的解决为南山景区和整个公司的长远发展扫清了障碍。同时，首旅股份有望凭借其上市公司品牌、资金优势、及专业的酒店管理团队为置入酒店资产谋取更好的发展。公司对酒店资产的整合、和对景区的加大力度开发也将对未来业绩恢复和提升起到巨大促力作用。

财务报表及财务指标预测					2012/3/19	股价: 15			
利润表	2,011	2012E	2013E	2014E	财务指标	2,011	2012E	2013E	2014E
营业收入	254,038	287,864	326,356	370,176	成长性				
减: 营业成本	175,396	202,944	228,776	259,494	营业收入增长率	10.23%	6.98%	13.28%	13.63%
营业税费	4,442	5,435	6,157	6,996	营业利润增长率	-46.75%	-99.38%	870.75%	78.42%
销售费用	30,321	32,612	36,941	41,977	净利润增长率	-47.85%	-148.01%	-40.46%	71.16%
管理费用	26,471	29,894	32,631	37,080	EBITDA增长率	-31.50%	-15.90%	23.94%	11.82%
财务费用	3,752	2,881	4,482	4,660	EBIT增长率	-38.59%	-2.34%	25.54%	11.60%
资产减值损失	(20)	0	0	0	NOPLAT增长率	-39.88%	18.54%	23.36%	11.43%
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	投资资本增长率	19.27%	-4.83%	14.47%	12.42%
投资和汇兑收益	2,107	2,100	2,100	2,100	净资产增长率	-2.91%	13.08%	13.98%	13.83%
营业利润	15,783	16,198	19,469	22,069	利润率				
加: 营业外净收支	(719)	168	206	250	毛利率	30.96%	25.32%	25.68%	25.82%
利润总额	15,064	16,366	19,675	22,319	营业利润率	6.21%	0.04%	0.31%	0.49%
减: 所得税	3,237	59	255	430	净利润率	3.84%	-1.72%	-0.91%	-1.36%
净利润	9,758	11,959	14,495	16,293	EBITDA/营业收入	10.28%	8.08%	8.34%	8.22%
资产负债表	2,011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	7.69%	7.02%	7.78%	7.64%
货币资金	24,973	26,633	39,615	45,409	运营效率				
交易性金融资产	0	0	0	0	固定资产周转天数	119.77	120.13	130.06	132.47
应收帐款	3,697	6,621	7,506	8,514	流动营业资本周转天数	(11.05)	(13.91)	(31.39)	(31.19)
应收票据	22	29	33	37	流动资产周转天数	65.04	62.18	50.18	55.13
预付帐款	30,037	2,015	2,284	2,591	应收帐款周转天数	3.66	4.40	5.42	5.42
存货	2,475	2,591	2,937	3,332	存货周转天数	2.82	3.17	3.05	3.05
其他流动资产	90	259	451	670	总资产周转天数	291.92	278.15	269.30	273.23
可供出售金融资产	3,471	3,471	3,471	3,471	投资资本周转天数	205.96	192.96	178.00	177.92
持有至到期投资	0	0	0	0	投资回报率				
长期股权投资	25,098	22,600	23,400	24,200	ROE	9.63%	11.74%	12.27%	12.15%
投资性房地产	543	543	543	543	ROA	5.36%	7.28%	7.35%	7.35%
固定资产	83,551	108,572	127,232	145,198	ROIC	11.75%	11.68%	15.14%	14.74%
在建工程	3,023	2,303	2,611	2,961	费用率				
无形资产	38,580	43,180	48,953	55,526	销售费用率	11.94%	12.00%	12.00%	12.00%
其他非流动资产	5,252	5,207	5,207	5,207	管理费用率	10.42%	11.00%	10.60%	10.60%
资产总额	220,812	224,022	264,245	297,661	财务费用率	1.48%	1.06%	1.46%	1.33%
短期债务	19,000	9,360	24,696	30,000	三费/营业收入	23.83%	24.06%	24.06%	23.93%
应付帐款	19,329	23,605	26,761	30,354	偿债能力				
应付票据	0	0	0	0	资产负债率	44.37%	37.99%	40.08%	39.46%
其他流动负债	12,190	18,285	20,209	22,400	负债权益比	79.75%	61.28%	66.90%	65.17%
长期借款	33,732	33,732	33,732	33,732	流动比率	96.98%	80.07%	77.62%	76.51%
其他非流动负债	1,039	3,745	4,130	4,568	速动比率	93.07%	74.64%	73.31%	72.30%
负债总额	97,971	85,116	105,919	117,445	利息保障倍数	5.21	6.62	5.34	5.74
少数股东权益	21,405	25,754	30,679	36,276	分红指标				
股本	23,140	23,140	23,140	23,140	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	78,053	90,013	104,507	120,800	分红比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股东权益	122,841	138,906	158,326	180,216	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
现金流量表	2,011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2,011	2012E	2013E	2014E
净利润	11,827	208	905	1,523	EPS(元)	0.42	0.52	0.63	0.70
加: 折旧和摊销	7,862	2,879	3,264	3,702	BVPS(元)	5.31	6.00	6.84	7.79
资产减值准备	(20)	0	0	0	PE(X)	34.60	28.23	23.29	20.72
公允价值变动损失	0	0	0	0	PB(X)	2.75	2.43	2.13	1.87
财务费用	1,937	3,404	2,881	4,482	P/FCF	24	(138)	42	1,716
投资收益	(2,107)	(2,100)	(2,100)	(2,100)	P/S	1	1	1	1
少数股东损益	2,069	4,892	3,694	6,297	EV/EBITDA	15	17	14	13
营运资金的变动	(24,718)	37,928	3,768	4,290	CAGR(%)	(0)	(0)	(0)	0
量	(2,914)	46,686	14,014	18,372	PEG	(2)	(4)	(4)	1
量	(6,616)	(25,021)	(23,135)	(23,239)	ROIC/WACC	1	1	2	2
量	11,529	(24,921)	10,854	643	REP	2	2	1	1

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosan@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。