



买入 **28% ↑**
目标价格: 人民币 14.56

600258.CH

价格: 人民币 11.31

目标价格基础: 23倍13年市盈率

板块评级: 增持

首旅股份

1-9月净利润同比增长6.6%，符合预期

2012年1-9月，公司实现营业收入22.92亿元，同比增长14.1%；实现归属于母公司的净利润9,761万元，同比增长6.6%。实现每股收益0.42元。2012年第三季度实现营业收入8.73亿元，同比增长10.93%；实现归属于母公司的净利润3,029万元，同比增长4.78%。业绩符合预期。

支撑评级的要点

- **1-8月三亚客流增速有所放缓**：2012年1月至8月，三亚市接待过夜游客人数690.24万人次，同比增长3.9%。旅游总收入124.45亿元，同比增长5.8%。其中，国内收入113.43亿元，同比增长8.8%；旅游外汇收入16,970万美元，同比下降17.6%。从前8月的情况来看，三亚客流增速有所放缓，预计南山景区的客流增速与三亚整体客流增速基本同步。
- **南山景区黄金周客流高增长**：2012年国庆中秋黄金周，南山景区8天共迎来中外游客12.7万人，与去年同比增长51%，创下历年十一黄金周新高。
- **北京市星级酒店保持高景气度**：2012年1-9月，北京市星级酒店平均房价518元，平均出租率60.1%，同比分别增长10.1%和0.8%，继续维持较高的景气度。其中高星级酒店房价增幅明显，1-9月，北京市四星级和五星级酒店的平均房价分别为497.6元、873.8元，同比增长6.8%、10.9%。我们认为，公司旗下的民族饭店、京伦饭店等将受益于北京市高星级酒店的较高景气度。另外，十八大将于11月初在北京召开，从历史经验来看，公司旗下的酒店的入住率和平均房价将有比较明显的增幅。

评级面临的主要风险

- 三亚客流景气度大幅下滑；

估值

- 公司旗下自有酒店经营稳定；三亚南山作为成熟景区，客流增长平稳；酒店管理业务潜力较大。维持公司2012-14年每股收益0.52元、0.63元和0.72元的盈利预测。基于23倍13年市盈率，维持14.56元的目标价格和**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	2,305	2,540	2,998	3,480	4,014
变动(%)	40	10	18	16	15
净利润(人民币 百万)	187	98	120	145	167
全面摊薄每股收益(人民币)	0.809	0.422	0.521	0.626	0.724
变动(%)	17.2	(47.9)	23.5	20.2	15.6
核心每股收益(人民币)	0.813	0.415	0.521	0.626	0.724
变动(%)	17.8	(49.0)	25.5	20.2	15.6
全面摊薄市盈率(倍)	14.0	26.8	21.7	18.1	15.6
核心市盈率(倍)	13.9	27.3	21.7	18.1	15.6
每股经营现金流量(人民币)	1.38	(0.13)	1.06	1.21	1.27
价格/每股经营现金流量(倍)	8.2	(89.8)	10.6	9.4	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.9	12.8	11.2	9.9	8.8
每股股息(人民币)	0.450	0.200	0.271	0.351	0.405
股息率(%)	4.0	1.8	2.4	3.1	3.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6)	(2)	(8)	(25)
相对新华富时A50指数	(3)	(5)	(4)	(12)

发行股数(百万)	231
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	2,617
3个月日均交易额(人民币 百万)	19
净负债比率(%) (2012E)	25
主要股东(%)	
北京首都旅游集团有限责任公司	60

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年10月26日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 旅游

冯雪

(8610) 6622 9323

tracy.feng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120022

*旷实为本报告重要贡献者

1-9 月营业收入同比增长 14%、毛利率小幅下降

2012 年 1-9 月，公司实现营业收入 22.92 亿元，同比增长 14.1%；实现归属于母公司的净利润 9,761 万元，同比增长 6.6%。实现每股收益 0.42 元。2012 年第三季度实现营业收入 8.73 亿元，同比增长 10.93%；实现归属于母公司的净利润 3,029 万元，同比增长 4.78%。公司前三季度营业成本同比增长 17%，毛利率从去年同期的 34.16% 下降到本期的 32.46%。

财务费用率有所上升，营业外支出增加影响净利率

报告期内，公司销售费用率从去年同期的 11.64% 下降到本期的 11.01%；管理费用率从去年同期的 13.17% 下降到本期的 11.97%；财务费用率从去年同期的 1.25% 上升到当期的 1.49%，主要是南山公司为解决门票分成事宜于 2011 年 4 月和 5 月向首旅集团拆借资金 33,500 万元，导致今年与去年同期相比贷款期限存在差异，致使贷款利息支出同比增加所致；营业外支出大幅增加，主要是南山公司本期处置固定资产损失同比增加所致。所得税费用本期发生额 3,899.44 万元，较去年同期增加 34.37%，主要是本期资产置换置出北展分公司评估增值补缴企业所得税 783.82 万元所致。公司净利率从去年同期的 4.56% 略微下降到本期的 4.26%。

图表 1.2012 年 1-9 月业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年前三季度	2012 年前三季度	同比(%)
营业收入	2,009.04	2,292.22	14.10
营业成本	1,322.67	1,548.09	17.04
毛利润	686.37	744.13	8.42
营业税金及附加	38.57	42.15	9.27
管理费用	264.59	274.33	3.68
销售费用	233.92	252.27	7.85
经营利润	149.29	175.38	17.48
资产减值	1.57	2.00	26.99
财务费用	25.11	34.21	36.23
投资收益	17.81	19.99	12.27
营业外收入	1.06	0.80	(24.40)
营业外支出	0.66	1.38	107.55
税前利润	140.80	158.58	12.63
所得税	29.02	38.99	34.37
少数股东损益	20.20	21.96	8.71
归属于母公司的净利润	91.58	97.61	6.60
基本每股收益(元)	0.3958	0.4218	6.57
毛利率 (%)	34.16	32.46	
净利率 (%)	4.56	4.26	

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 2.2012 年 7-9 月业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年第三季度报	2012 年第三季度	同比(%)
营业收入	786.60	872.55	10.93
营业成本	552.76	633.84	14.67
毛利润	233.84	238.71	2.08
营业税金及附加	13.29	13.75	3.48
管理费用	91.67	91.10	(0.62)
销售费用	85.16	86.56	1.64
经营利润	43.72	47.29	8.18
资产减值	0.02	0.74	3,303.61
财务费用	11.60	11.40	(1.75)
投资收益	8.67	7.73	(10.87)
营业外收入	0.24	0.38	61.93
营业外支出	0.13	0.11	(20.78)
税前利润	40.86	43.16	5.61
所得税	6.81	8.12	19.15
少数股东损益	5.14	4.75	(7.63)
归属于母公司的净利润	28.91	30.29	4.78
基本每股收益(元)	0.1249	0.1308	4.72
毛利率 (%)	29.73	27.36	
净利率 (%)	3.67	3.47	

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

北京市星级酒店保持高景气度

2012 年 1-9 月, 北京市星级酒店平均房价 518 元, 平均出租率 60.1%, 同比分别增长 10.1% 和 0.8%, 继续维持较高的景气度。其中, 四、五星级的高星级酒店在入住率同比基本持平的情况下, 平均房价提升明显。例如, 1-9 月, 北京市四星级和五星级酒店的平均房价分别为 497.6 元、873.8 元, 同比增长 6.8%、10.9%。我们认为, 公司旗下的民族饭店、京伦饭店等将受益于北京市高星级酒店的较高景气度。另外, 十八大将于 11 月初召开, 从历史经验来看, 公司旗下的酒店的入住率和平均房价将有比较明显的增幅。

图表 3.2012 年 1-9 月北京星级饭店平均房价及出租率

	2012 年 9 月	同比增长 (%)	2012 年 1-9 月	同比增长 (%)
星级饭店平均房价 (元/间)	540.5	7.4	518.1	10.1
一星级	266.8	1.4	262.4	11.5
二星级	240.9	10.6	234.3	9.9
三星级	370.2	7.3	351.8	7.1
四星级	514.8	4.8	497.6	6.8
五星级	901.2	7.5	873.8	10.9
星级饭店平均出租率 (%)	63.3	1.1	60.1	0.8
一星级	34.8	(5.2)	38.2	0.7
二星级	59.1	4.1	55.8	3.6
三星级	60.2	0.8	57.6	0
四星级	65.9	1.3	62.3	0.2
五星级	67.3	(0.8)	63.6	0.5

资料来源: 北京市统计局, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	2,305	2,540	2,998	3,480	4,014
销售成本	(1,438)	(1,754)	(2,079)	(2,458)	(2,884)
运营费用	(490)	(534)	(635)	(708)	(785)
营业利润(息税前利润)	376	253	284	315	346
折旧与摊销	(76)	(79)	(80)	(83)	(87)
息税折旧前利润	300	174	204	232	259
净利息收入(费用)	(22)	(38)	(40)	(33)	(29)
其它盈利/(亏损)	23	14	23	26	29
税前利润	302	151	187	224	260
所得税	(64)	(32)	(41)	(49)	(57)
少数股东损益	(50)	(21)	(25)	(30)	(35)
净利润	187	98	120	145	167
核心净利润	188	96	120	145	167
每股收益(人民币)	0.809	0.422	0.521	0.626	0.724
核心每股收益(人民币)	0.813	0.415	0.521	0.626	0.724
每股股息(人民币)	0.450	0.200	0.271	0.351	0.405
收入增长(%)	40	10	18	16	15
息税前利润增长(%)	17	(42)	17	14	12
息税折旧前利润增长(%)	14	(33)	12	11	10
每股收益增长(%)	17	(48)	23	20	16
核心每股收益增长(%)	18	(49)	25	20	16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	302	151	187	224	260
折旧与摊销	76	79	80	83	87
净利息费用	22	38	40	33	29
营运资本变动	4	(247)	8	19	8
税金	0	0	0	0	0
其它经营现金流	(84)	(49)	(69)	(80)	(90)
经营活动产生的现金流	319	(29)	246	280	294
购建固定资产净额	(65)	(77)	(79)	(89)	(90)
投资减少/(增加)	9	11	21	24	27
其它投资现金流	9	0	(26)	(29)	(33)
投资活动产生的现金流	(47)	(66)	(84)	(94)	(96)
净股本增加	0	0	0	0	0
净负债增加	(50)	296	(161)	(74)	(30)
支付股息	(139)	(104)	(46)	(63)	(81)
其它筹资现金流	(63)	(77)	(46)	(30)	(31)
筹资活动产生的现金流	(252)	115	(253)	(167)	(141)
现金余额变动	20	20	(92)	19	56
年初现金	210	230	250	158	177
公司自由现金流	272	(95)	162	186	198
股权自由现金流	161	124	(35)	82	142

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及等价物	230	250	158	177	233
应收帐款	27	24	30	34	40
库存	15	25	24	28	32
其它流动资产	33	314	317	319	321
流动资产合计	305	613	528	558	626
固定资产	867	866	878	896	911
无形资产	441	429	416	404	393
其它长期资产	298	301	329	361	396
长期资产合计	1,607	1,595	1,623	1,661	1,700
总资产	1,912	2,208	2,151	2,219	2,326
应付账款	98	121	127	153	161
短期债	228	314	153	80	50
其它流动负债	178	197	213	236	257
流动负债合计	504	632	493	468	468
长期债	127	337	337	337	337
其它长期负债	15	10	10	10	10
股本	231	231	231	231	231
资本公积	795	783	844	912	990
股东权益	1,027	1,014	1,076	1,143	1,221
少数股东权益	238	214	235	260	290
负债权益总计	1,912	2,208	2,151	2,219	2,326
每股账面价值(人民币)	4.44	4.38	4.65	4.94	5.28
每股有形资产(人民币)	2.53	2.53	2.85	3.19	3.58
每股净负债/(现金)(人民币)	0.54	1.74	1.44	1.04	0.66

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	16.3	9.9	9.5	9.0	8.6
息税前利润率	13.0	6.9	6.8	6.7	6.5
税前利润率	13.1	5.9	6.2	6.4	6.5
净利率	8.1	3.8	4.0	4.2	4.2
流动性(倍)					
流动比率	0.6	1.0	1.1	1.2	1.3
利息覆盖倍数	12.8	4.4	4.9	6.7	8.5
净权益负债率(%)	9.9	32.7	25.4	17.1	10.2
速动比率	0.6	0.9	1.0	1.1	1.3
估值(倍)					
市盈率	14.0	26.8	21.7	18.1	15.6
核心业务市盈率	13.9	27.3	21.7	18.1	15.6
目标价对应核心业务市盈率	19.1	37.4	29.8	24.8	21.4
市净率	2.5	2.6	2.4	2.3	2.1
价格/现金流	8.2	(89.8)	10.6	9.4	8.9
企业价值/息税折旧前利润	7.9	12.8	11.2	9.9	8.8
周转率					
存货周转天数	3.8	4.1	4.2	3.8	2.7
应收帐款周转天数	4.2	3.7	3.3	3.4	3.4
应付帐款周转天数	14.6	15.7	15.1	14.6	14.2
回报率(%)					
股息支付率	55.6	47.4	52.0	56.0	56.0
净资产收益率	18.7	9.6	11.5	13.1	14.2
资产收益率	12.4	6.6	7.3	8.3	8.9
已运用资本收益率	18.7	10.1	11.2	12.9	14.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371