

门票分成问题无碍资产注入进程

增持(首次)

投资要点:

- 南山门票分成原则已确立，公司股价位于合理估值区间。**南山门票分成原则已明确说明将在协议达成后对未来的门票收入进行分成，而不会对以往年度做出调整。预计分成比例将在 40%-60% 内波动，而公司目前 25 倍左右的 PE 已经消化了门票分成问题将带来的不确定性。
- 酒店资源注入意愿强烈，集团正在为其谋求其它的整合方案。**非公开发行预案的撤回并不意味着酒店资产注入将被搁置，公司近期发生的人事变动虽需要一段时间的磨合期，但是集团欲将公司发展成为北京地区酒店资产整合平台的意愿并没有改变。随着 2010 年酒店业务的景气回升，我们仍然认为后续注入的酒店资产值得期待，将大大增强公司酒店业务的盈利能力。
- 世界城市建设的受益者，酒店及旅游服务业务复苏明显。**2010 年世界旅游旅行大会中国国家旅游局提出要将北京建为国际一流的旅游城市并且大力发展高端旅游市场。2010 年 1-4 月份星级酒店接待住宿人数同比增长了 17%，09 年公司旗下四星级酒店入住率在 60% 左右，预计未来仍有 10%-20% 的提振空间。2010 年北京市旅游区总收入同比增长了 2.9%，由于 09 年基数较低，预计 2010 年神舟国旅业务增速将达到 6%。
- 预测 2010-2012 年每股收益 0.89 元、0.99 元、1.05 元，对应 PE21.06 倍、18.92 倍、17.85 倍，首次给予增持评级。**

主要经营指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入/万元	164937	179910	196460	211413
同比增长率/%	-7.97%	9.08%	9.20%	7.61%
净利润/万元	15,966	20,675	23,016	24,401
同比增长率/%	-7.55%	29.50%	11.32%	6.01%
每股收益/元	0.69	0.89	0.99	1.05
每股收益/元 (扣除门票分成后)		0.51	0.57	0.59
净资产收益率/%	16.85%	18.89%	18.93%	18.39%

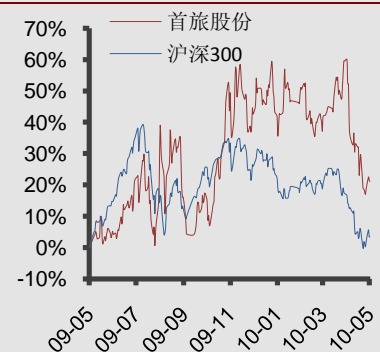
分析师

孙妍

电话: 010-88085962

Email: sunyan@hysec.com

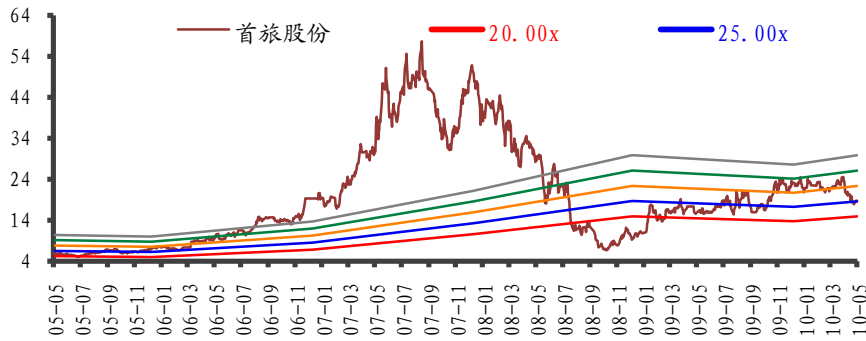
市场表现



行业数据

总股本(亿股)	2.31
总市值(亿元)	42.99
流通比例	100%
12个月最高/最低(元)	24.94/15.13
主要股东	首都旅游集团有限责任公司

相关研究

图 1: 公司历史 PEband


资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

表 1: 公司主营业务盈利预测

		2009A	2010E	2011E	2012E
神舟国旅	营业收入	85,499	90,629	96,066	101,830
	收入占比%	51.8%	50.4%	48.9%	48.2%
	成本	79,950	84,747	89,832	95,221
	毛利率	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
南山景区	营业收入	37,984	43,681	50,234	55,257
	收入占比%	23.0%	24.3%	25.6%	26.1%
	成本	2,602	3,058	3,516	3,868
	毛利率	93.2%	93.0%	93.0%	93.0%
民族饭店	营业收入	17,680	19,448	21,393	23,104
	收入占比%	10.7%	10.8%	10.9%	10.9%
	成本	2,697.97	2,722.72	2,994.99	3,234.59
	毛利率	84.7%	86.0%	86.0%	86.0%
京伦饭店	营业收入	10,980	12,077	13,285	14,348
	收入占比%	6.7%	6.7%	6.8%	6.8%
	成本	1,675.5	1,690.8	1,859.9	2,008.7
	毛利率	84.7%	86.0%	86.0%	86.0%
前门饭店	营业收入	6,498	7,148	7,863	8,492
	收入占比%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
	成本	991.6	1,000.7	1,100.8	1,188.9
	毛利率	84.7%	86.0%	86.0%	86.0%
北展分公司	营业收入	6,297	6,927	7,619	8,381
	收入占比%	3.8%	3.9%	3.9%	4.0%
	成本	47	38	34	38
	毛利率	99.3%	99.5%	99.6%	99.6%
合计	总收入	164,937	179,910	196,460	211,413
	增长%		9.08%	9.20%	7.61%
	成本	87,964	93,257	99,338	105,559
	毛利率	46.7%	48.2%	49.4%	50.1%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 2: 公司财务数据预测与估值

利润表/万元	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表/万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	164,937	179,910	196,460	211,413	货币资金	20,968	23,110	25,699	29,066
减: 营业成本	87,963	91,754	100,195	107,821	应收帐款	3,751	4,138	4,519	4,862
营业税费	3,923	4,498	4,912	5,285	应收票据	19	18	20	21
销售费用	23,860	25,187	27,504	29,598	预付帐款	1,338	1,259	1,375	1,480
管理费用	23,426	25,547	27,897	30,021	存货	1,474	1,619	1,768	1,903
财务费用	1,835	2,029	1,522	2,000	其他流动资产	150	225	308	382
资产减值损失	4	0	0	0	可供出售金融资产	5,181	5,181	5,181	5,181
投资和汇兑收益	1,550	1,550	1,550	1,550	长期股权投资	21,780	22,600	23,400	24,200
营业利润	25,475	32,444	35,981	38,239	投资性房地产	411	411	411	411
加: 营业外净收支	48	60	76	91	固定资产	86,526	84,131	92,406	99,882
利润总额	25,523	32,504	36,057	38,330	在建工程	1,152	1,439	1,572	1,691
减: 所得税	5,236	7,151	7,933	8,433	无形资产	41,116	44,978	49,115	52,853
净利润	15,966	20,675	23,016	24,401	其他非流动资产	4,837	4,838	4,838	4,838
现金流量表/万元	2009A	2010E	2011E	2012E	资产总额	188,701	193,946	210,610	226,770
净利润	20,286	25,353	28,124	29,897	短期债务	7,500	0	0	0
加: 折旧和摊销	7,122	2,999	3,274	3,524	应付帐款	14,010	14,753	16,110	17,336
资产减值准备	4	0	0	0	其他流动负债	12,036	13,401	14,228	14,976
财务费用	1,647	1,670	2,029	1,522	长期借款	33,000	33,000	33,000	33,000
投资收益	(1,550)	(1,550)	(1,550)	(1,550)	其他非流动负债	1,665	2,863	3,028	3,178
少数股东损益	4,321	4,678	5,108	5,497	负债总额	68,321	59,721	62,071	64,195
营运资金的变动	(2,923)	2,776	1,620	1,464	少数股东权益	23,037	27,714	32,822	38,319
经营活动产生现金流量	27,357	36,285	38,099	40,831	股本	23,140	23,140	23,140	23,140
投资活动产生现金流量	(36,034)	(737)	(11,663)	(10,465)	留存收益	74,066	83,370	92,577	101,117
融资活动产生现金流量	(93)	(20,901)	(15,331)	(17,860)	股东权益	120,380	134,224	148,539	162,576
财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
ROA	10.75%	13.07%	13.35%	13.18%	每股指标/元				
ROE	16.85%	18.89%	18.93%	18.39%	每股收益	0.69	0.89	0.99	1.05
资产负债率	36.21%	30.79%	29.47%	28.31%	每股收益		0.51	0.57	0.59
EBIT 利息保障倍数	14.88	16.99	24.65	20.12	(扣除门票分成)				
毛利率	46.7%	48.2%	49.4%	50.1%	每股净资产	5.20	5.80	6.42	7.03
期间费用率	29.78%	29.33%	28.97%	29.15%	估值指标				
净利率	9.68%	11.49%	11.72%	11.54%	PE	27.28	21.06	18.92	17.85
					PE (扣除门票分成)		36.84	32.88	31.81
					PB	3.62	3.24	2.93	2.68
					EV/EBITDA	14	12	12	11

资料来源: 公司公告、宏源证券研究所。

分析师简介:

孙妍: 宏源证券研究所旅游酒店行业研究员, 伦敦大学金融计算学硕士, 2010年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 峨眉山 A、黄山旅游、桂林旅游、锦江股份、中国国旅、首旅股份。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@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。