

2010年8月23日

首旅股份

上半年业绩超预期

A
买入

600258.SS - 人民币 21.79

目标价格: 人民币 29.89

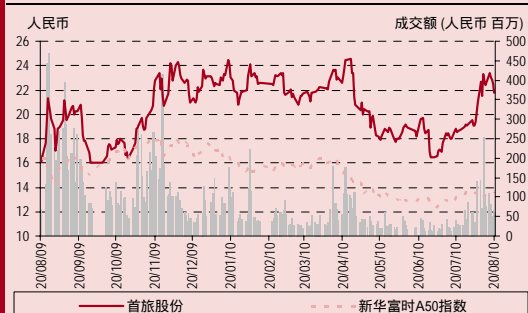
冯雪

(8621) 6860 4866 分机 8590

tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210010330

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(6)	16	21	35
相对新华富时A50指数(%)	18	13	18	51

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	231
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	5,042
3个月日均交易额(人民币 百万)	42
净负债比率(%)	15
主要股东(%)	
首旅集团	60

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

首旅股份 2010 年上半年业绩靓丽, 实现营业收入 10.8 亿元, 同比增长 48.0%, 净利润 1.12 亿元, 同比增长 28.2%, 合每股收益 0.48 元, 经营性净利润 1.13 亿元, 同比增长 31.1%。公司上半年业绩略超预期, 主要源于南山景区客流增长超预期, 而神舟集团旅行社业务收入增长超预期。维持买入评级。

中报要点

- 南山景区门票分成事项短期内难获实质性进展, 影响集团酒店资产注入相关的再融资工作, 但公司作为集团酒店平台的定位不变, 始终具有集团酒店分批、大规模注入的预期。
- 南山景区上半年客流增长 26.7%, 收入增长 27.2%, 营业利润增长 27.7%, 继续受益于海南国际旅游岛建设和景区总体规划、二次开发逐步推进。
- 北京三家四星级酒店复苏情况好于市场平均, 上半年收入增长 19.1%, 营业利润增长 26.6%。由于供求矛盾未消除、世博分流影响等, 目前仍是出租率回升、平均房价持平的缓慢复苏状态。
- 北京展览馆展览业务如预期回暖, 收入和营业利润分别同比增长 24.2% 和 41.1%。
- 神舟集团旅行社业务大幅增长, 成功扭亏, 上半年实现收入增长 73.9%, 好于我们的预期。

估值

- 不考虑南山分成和后续酒店资产注入, 我们将公司 2010-12 年每股收益自 0.82 元、0.98 元和 1.15 元上调为 0.89 元、1.04 元和 1.22 元。维持现有目标价 29.89 元和买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,876	1,649	2,475	2,868	3,256
变动(%)	3	(12)	50	16	14
净利润(人民币 百万)	185	160	205	242	281
全面摊薄每股收益(人民币)	0.800	0.690	0.886	1.044	1.215
变动(%)	51.2	(13.7)	28.4	17.9	16.3
市场平均预测每股收益(人民币)	-	-	0.665	0.775	0.870
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.823	0.978	1.146
调整幅度(%)	-	-	7.6	6.8	6.0
核心每股收益(人民币)	0.799	0.690	0.886	1.044	1.215
变动(%)	54.5	(13.6)	28.4	17.9	16.3
全面摊薄市盈率	27.2	31.6	24.6	20.9	17.9
核心市盈率	27.3	31.6	24.6	20.9	17.9
每股现金流量(人民币)	1.10	1.18	1.50	1.78	2.25
价格/每股现金流量(倍)	19.8	18.4	14.5	12.2	9.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.5	16.6	13.0	12.3	10.5
每股股息(人民币)	0.370	0.600	0.420	0.480	0.500
股息率(%)	1.7	2.8	1.9	2.2	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

上半年业绩靓丽，经常性净利润同比增长 31.1%

首旅股份 2010 年上半年业绩靓丽。共实现营业收入 10.76 亿元，同比增长 48.0%，归属于上市公司股东的净利润 1.12 亿元(每股收益 0.48 元)，同比增长 28.2%，扣除非经常性损益后为 1.13 亿元(每股收益 0.49 元)，同比增长 31.1%。上半年经营性现金流增长 44.0%至 1.50 亿元。毛利率下降 8.4 个百分点至 41.8%，主要受毛利率较低的旅行社业务占比扩大所致，属正常调整。如我们所预期的，三亚南山景区持续高增长，而北京本部业务逐渐复苏，但南山景区客流增速超预期，神舟集团收入增长超预期。

南山景区客流同比增长 26.7%

三亚南山景区 2010 年上半年共接待 185 万人次，同比增长 26.7%，增幅远超过近两年，表明在海南国际旅游岛概念下，三亚继续成为今年热门旅游目的地之一。南山景区公司上半年实现营业收入 2.50 亿元，同比增长 27.2%，其中门票收入 1.65 亿元，同比增长 28.1%，约实现 1.51 亿元营业利润，同比增长 27.7%，利润率稳定，毛利率略微下降 0.5 个百分点至 92.8%，营业利润率微升 0.2 个百分点至 60.2%。上半年景区资本性支出 1,414 万元，比上年同期增加 11.8%，占 09 年的 72.8%。在建工程——南山景区改造的期末余额达 1,156 万元，比年初增加 513 万元。由此可见，南山景区仍在进行持续零散建设，陆续有新配套设施、新景点开放。我们继续坚持如下观点：受益于海南国际旅游岛建设及南山景区总体规划的两个层面的推进，南山较高增长可持续。

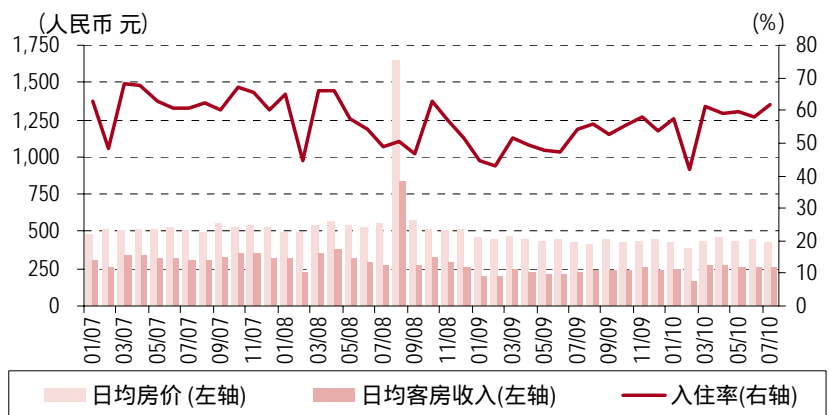
如此前所预期的，目前南山门票分成仍无实质性进展。主要原因在于南山观音圣像的权属始终难以确定，公司未能正式签署分成协议。我们仍然预期：在一段时间内，南山门票分成事项不会推进得太快。若最终解决门票分成问题，则意味着：（1）利润大幅下降的主要风险得到一次性释放；（2）集团酒店资产分批分次、大规模注入的相关再融资工作将重新启动。

星级酒店复苏情况优于市场平均

公司北京本部酒店业务 2010 年上半年共实现营业收入 1.87 亿元,同比增长 19.1%;营业利润 3,625 万元,同比增长 26.6%。其中民族饭店、前门饭店和物业管理公司合计创收 1.26 亿元,同比增长 17.8%,京伦饭店创收 6,112 万元,同比增长 21.9%。此收入增速明显高于北京市四星级酒店 RevPar 增速 14.1%,从而说明公司下属三家四星级酒店(尤其是民族饭店)的回暖速度优于同业平均。

自 2009 年三季度起,北京星级酒店市场缓慢复苏。近一年时间内,高星级酒店出租率显著回升,但房价基本与上年同期持平。RevPar 受出租率拉动而稳步走高,明显高于上年同期水平。北京市四星级酒店 2010 年前 7 月 RevPar 为 247 元,同比增长 14.2%,出租率上涨 8.7 个百分点至 57.1%,而平均房价下滑 3.2%至 432 元。四星级酒店复苏缓慢的原因至少包括:(1)入境客源增长缓慢,前 7 个月北京市四星级酒店接待入境住宿人数同比增长 16.2%,低于星级酒店整体的 18.9%和五星级酒店的 30.7%;(2)奥运新增酒店供应消化较慢;(2)世博热潮的分流影响。

图表 2.北京四星级酒店月度客房指标



资料来源:北京旅游局

展览业务如预期回暖

2010 年上半年,北京展览市场缓慢复苏,公司展览广告业务共实现 2,697 万元营业收入,同比增长 24.2%,实现营业利润 532 万元,同比增长 41.1%。其中广告业务上半年未确认收入。北展是公司持续、稳定的收益来源之一。

旅游服务业务大幅反弹，成功扭亏

今年我国公民游市场整体向好，入境游逐步复苏。2010年上半年，神舟集团旅游服务业务自2009年低谷大幅反弹，创历史新高，营业收入同比增长73.9%至6.12亿元。毛利率比上年同期下降2.1个百分点至5.0%。上半年实现158万元营业利润，比上年同期增加563万元，成功扭亏，好于我们此前的预测。

图表 3. 公司半年度业绩摘要

(人民币, 百万)	09年上半年	10年上半年	同比变动(%)	备注
营业收入	727	1,076	48.0	景区业务快速增长，北京本部业务逐渐复苏
营业成本	(362)	(626)	72.9	
毛利润	365	450	23.2	
营业税金及附加	(18)	(22)	22.1	
销售费用	(102)	(118)	15.4	
管理费用	(100)	(119)	18.3	
财务费用	(8)	(11)	26.2	
资产减值损失	(0)	(1)	178.5	
投资收益	5	6	30.2	首汽股份等股权投资收益增长
营业利润	140	185	32.1	
营业外收支净额	0	(0)	(326.0)	
利润总额	140	185	31.7	
所得税费用	(29)	(39)	34.5	
少数股东损益	(24)	(33)	40.9	
净利润	88	112	28.2	
非经常性损益	(2)	0	(126.0)	
扣非后净利润	86	113	31.1	
%				
毛利率	50.2	41.8		低毛利率的旅行社业务占比提高
营业利润率	19.3	17.2		
有效所得税率	20.7	21.2		
净利率	12.0	10.4		

资料来源：公司数据

图表 4. 收入及成本细分

	收入(人民币, 百万)			成本(人民币, 百万)		毛利率(%)		
	09年上半年	10年上半年	同比变动(%)	09年上半年	10年上半年	09年上半年	10年上半年	百分点变动(%)
京伦饭店	50.1	61.1	21.9	4.4	5.4	91.2	91.1	(0.1)
民族饭店+前门饭店+酒店物业公司	106.7	125.8	17.8	17.7	21.4	83.4	83.0	(0.4)
酒店 小计	156.9	186.9	19.1	22.1	26.8	85.9	85.6	(0.3)
北京展览馆	21.6	27.0	24.8	0.003	0.003	100.0	100.0	0.0
旅游广告	0.1	-	(100.0)	-	0.003	100.0	n.a.	n.a.
展览广告 小计	21.7	27.0	24.2	0.003	0.006	100.0	100.0	(0.0)
景区(南山文化)	196.8	250.4	27.2	13.1	18.0	93.3	92.8	(0.5)
旅游服务(神舟集团)	351.6	611.5	73.9	326.9	581.3	7.0	5.0	(2.1)
合计	727.0	1,075.7	48.0	362.1	626.1	50.2	41.8	(8.4)

资料来源：公司数据、中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,876	1,649	2,475	2,868	3,256
销售成本	(1,067)	(880)	(1,366)	(1,634)	(1,876)
运营费用	(448)	(441)	(687)	(788)	(876)
营业利润(息税前利润)	360	329	422	445	503
折旧与摊销	(68)	(71)	(73)	(82)	(85)
息税折旧前利润	292	258	350	363	418
净利息收入/(费用)	(16)	(18)	(23)	(20)	(14)
其它盈利/(亏损)	14	16	15	18	20
税前利润	290	255	341	361	424
所得税	(56)	(52)	(75)	(90)	(106)
少数股东损益	(50)	(43)	(61)	(29)	(37)
净利润	185	160	205	242	281
核心净利润	185	160	205	242	281
每股收益(人民币)	0.800	0.690	0.886	1.044	1.215
核心每股收益(人民币)	0.799	0.690	0.886	1.044	1.215
每股股息(人民币)	0.370	0.600	0.420	0.480	0.500
收入增长(%)	3	(12)	50	16	14
息税前利润增长(%)	26	(12)	36	4	15
息税折旧前利润增长(%)	29	(9)	28	5	13
每股收益增长(%)	51	(14)	28	18	16
核心每股收益增长(%)	54	(14)	28	18	16

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	297	210	191	193	307
应收帐款	37	26	52	57	62
库存	13	15	21	26	29
其它流动资产	22	26	24	26	28
流动资产合计	369	277	289	302	427
固定资产	831	877	1,038	1,030	1,056
无形资产	467	454	497	484	470
其它长期资产	327	279	327	362	393
长期资产合计	1,624	1,610	1,862	1,876	1,920
总资产	1,994	1,887	2,151	2,178	2,346
应付账款	80	87	154	115	175
短期债	243	75	220	295	125
其它流动负债	182	175	274	252	327
流动负债合计	505	337	648	662	628
长期债	0	330	160	0	50
其它长期负债	43	17	43	43	42
股本	231	231	231	231	231
资本公积	988	742	795	907	1,031
股东权益	1,220	973	1,027	1,139	1,262
少数股东权益	226	230	274	335	364
负债权益总计	1,994	1,887	2,151	2,178	2,346
每股账面价值(人民币)	5.27	4.21	4.44	4.92	5.45
每股有形资产(人民币)	3.25	2.25	2.29	2.83	3.42
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.23)	0.84	0.82	0.44	(0.57)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	290	255	341	361	424
折旧与摊销	68	71	73	82	79
净利息费用	16	18	23	20	14
营运资本变动	(52)	(2)	134	(72)	124
税金	0	0	0	0	0
其它经营现金流	(68)	(69)	(224)	21	(126)
经营活动产生的现金流	254	274	347	413	521
购建固定资产净额	(33)	(371)	(297)	(81)	(119)
投资减少/(增加)	25	(321)	(11)	3	11
其它投资现金流	(7)	332	160	(130)	0
投资活动产生的现金流	(16)	(360)	(148)	(208)	(108)
净股本增加	0	0	0	0	0
净负债增加	(5)	162	(25)	(85)	(120)
支付股息	(62)	(86)	(139)	(97)	(111)
其它筹资现金流	(71)	(77)	(54)	(21)	(69)
筹资活动产生的现金流	(139)	(1)	(218)	(203)	(300)
现金余额变动	100	(88)	(18)	2	114
年初现金	197	297	210	191	193
公司自由现金流	239	(87)	200	205	413
股权自由现金流	192	28	153	101	280

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	19.2	19.9	17.1	15.5	15.4
息税前利润率	15.6	15.6	14.1	12.7	12.8
税前利润率	15.5	15.5	13.8	12.6	13.0
净利率	9.9	9.7	8.3	8.4	8.6
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.8	0.4	0.5	0.7
利息覆盖倍数	14.6	13.1	14.2	16.8	26.2
净权益负债率(%)	净现金	16.2	14.5	6.9	净现金
速动比率	0.7	0.8	0.4	0.4	0.6
估值(倍)					
市盈率	27.2	31.6	24.6	20.9	17.9
核心业务市盈率	27.3	31.6	24.6	20.9	17.9
目标价对应核心业务市盈率	37.4	43.3	33.7	28.6	24.6
市净率	4.1	5.2	4.9	4.4	4.0
价格/现金流	19.8	18.4	14.5	12.2	9.7
企业价值/息税折旧前利润	14.5	16.6	13.0	12.3	10.5
周转率					
存货周转天数	4.1	5.8	4.8	5.3	5.3
应收帐款周转天数	6.9	7.0	5.8	7.0	6.7
应付帐款周转天数	16.8	18.5	17.8	17.2	16.3
回报率(%)					
股息支付率	46.3	87.0	47.4	46.0	41.1
净资产收益率	16.3	14.6	20.5	22.3	23.4
资产收益率	12.2	10.6	13.5	12.6	13.9
已运用资本收益率	18.6	15.7	21.3	21.1	23.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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