

## 不乏股价催化因素, 中长期关注景区和酒店业务的发展

——首旅股份(600258)调研简报

### 核心观点

**1、海南旅游岛建设刺激南山游客增长。**今年以来海南国际旅游岛建设不断取得进展,从中长期来看,随着支持政策的进一步落实,旅游岛运营走向成熟,游客增长有望驶入提速阶段。公司旗下的南山景区上半年接待游客人数 185 万人,收入增长近 27%,预计未来几年旅游人次的上升趋势将会比较明显,收入结构中门票占比有望逐步降低,散客化趋势下人均消费也将得以提升。

**2、景区门票分成问题尚不明朗。**由于观音苑大佛资产权属尚不能确定,短期分成问题解决的可能性不大,公司仍会以不追溯历史业绩为原则积极推进,我们认为一旦分成达成将对公司的业绩产生较大的影响,假设 2011 年落实,按照 6:4、5:5 和 4:6 的比例将分别影响 EPS0.22 元、0.27 元和 0.32 元,但游客人次、人均消费的增长会产生一定的对冲效应。

**3、定位于中高端商务酒店的标杆企业。**由于北京国内商旅客流和入境客流回升,上半年星级酒店的经营状况出现明显好转。虽然目前行业面临增速放缓、局部地区消化供给压力的问题,公司旗下三家四星级酒店资产质量优良,升值潜力突出,且区位优势显著,客源保障度和忠诚度较高,可充分受益北京作为全国政治和经济中心的发展,因此在不考虑突发因素的影响下,预计未来几年整体经营将好于行业平均水平。

**4、集团酒店资产注入仍会推进。**大股东首旅集团旗下拥有 20-30 家星级酒店资产,土地权属基本清晰,有望陆续注入到上市公司中,偏高端且盈利状况好的会优先考虑,这实际有助于进一步提升公司的核心竞争力,成为股价提升的催化因素。但是,由于分成问题影响增发实施,公司可能会使用自有资金或对外借款以推进整合,进程上受到一定影响。

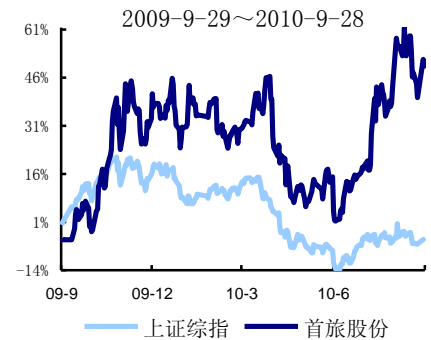
**5、旅行社等其他业务稳健增长。**上半年公司旗下的神舟国旅的收入实现增长 74%,其中出境游和国内游表现突出,入境游也开始企稳回升,预计 3 季度业务仍可保持较快增长。此外,首旅集团旗下有康辉旅行社,行业竞争力及盈利能力较强,不排除未来有整合的可能。

**投资建议与估值:**估值上,预计公司未来 3 年分别实现 EPS0.91 元、1.11 元和 1.31 元,对应 PE 为 26 倍、21 倍和 18 倍,在板块中优势较为突出,而如考虑分票分成,对应 PE 为 36 倍、30 倍和 25 倍。综合考虑,给予公司“推荐, A”的评级。

### 财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1,649.4	2,295.1	2,704.9	3,142.1
同比增速(%)	-8.0%	39.2%	17.9%	16.2%
净利润(百万)	202.9	270.2	329.8	387.5
同比增速(%)	-7.6%	32.0%	22.0%	17.5%
EPS(元)	0.69	0.91	1.11	1.31
P/E	-	26	21	18

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	23140.00
流通A股(万股)	23140.00
52周内股价区间(元)	15.68-26.7
总市值(亿元)	56.05
总资产(亿元)	18.87
每股净资产(元)	4.21
目标价	6个月 27
	12个月 33.3

### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-首旅股份(600258):中报业绩好于预期,继续看好南山景区的发展》2010-08-21
- 《国都证券-公司研究-公司点评-首旅股份(600258):受益国际旅游岛建设,景区增长弥补其他业务下滑》2010-04-10

### 研究员: 李元

电话: 84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

### 联系人: 王京乐

电话: 010- 84183317

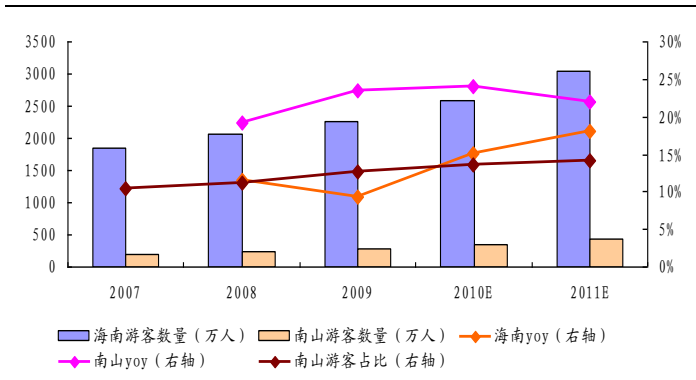
Email: wangjingle@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

## 1、海南旅游岛建设刺激南山游客增长

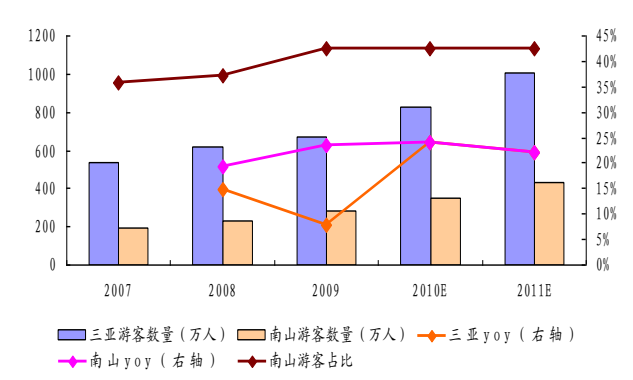
今年以来海南国际旅游岛建设不断取得进展，年中《规划纲要》正式获批，近期又计划推出先行试验区，从特殊政策、开发模式、体制机制创新等方面开展探索试验，后期也不排除继续出台免航权、国人离岛免税等具体细则，这对于在海南地区开展业务的上市公司形成实质性利好。上半年海南省累计接待过夜旅游人数 1324 万人，同比增速提高到 15.1%，三亚市接待游客 475.6 万人，较去年增长近 24%，带动景区、餐饮和住宿等行业实现较快发展。因此从中长期来看，随着支持政策的进一步落实，旅游岛运营走向成熟，游客增长有望驶入提速阶段。

图 1：近几年海南省及南山景区游客增长情况



资料来源：海南省旅游局、国都证券研究所

图 2：近几年三亚市及南山景区游客增长情况



资料来源：海南省旅游局、国都证券研究所

公司旗下的南山景区位于三亚市，是建国以来经批准兴建的最大的佛教文化主题旅游区，也是市内两处国家 5A 级景区之一，周边交通便利，距离凤凰机场 20 公里、距离三亚市区 40 公里。今年上半年景区接待游客人数 185 万人，占三亚市游客比重约为 43%，实现营业收入 2.5 亿元，同比增长近 27%，未来海南旅游岛建设推进刺激旅游人次提升将会比较明显。

表 1：2010 年南山景区节假日游客增长情况

节日	游客人数	增速
元旦	4	20%
春节	18.8	14.3%
清明	3.29	36%
五一	4	17.6%
中秋	1.95	-

资料来源：南山旅游网、国都证券研究所

从收入结构来看，门票占景区总收入的比重最大，约为 60%，暂没有提价的打算。其次是交通和餐饮，最后是住宿及其他，随着国内游客休闲度假意识的提升，未来门票占比可能会呈下降趋势。此外，景区内提供会所，平均房价在 200-300 元之间，入住

率保持在 50%，客房数量在 200 间左右，而餐饮方面也达到近 5000 个席位，推出的全素斋较受欢迎，目前景区游客虽仍以团队为主，但散客化趋势下人均消费可能会逐步提升。

由于观音苑大佛资产权属未能确定，备受市场关注的门票分成问题短期内仍不明朗，但公司仍会以不追溯历史业绩为原则积极推进，我们认为一旦分成达成将对公司的业绩产生较大的影响，假设 2011 年落实，按照 6:4、5:5 和 4:6 的比例将分别影响 EPS0.22 元、0.27 元和 0.32 元，但游客人次、人均消费的增长会产生一定对冲效应。

**表 2：南山景区收入及业绩贡献预测**

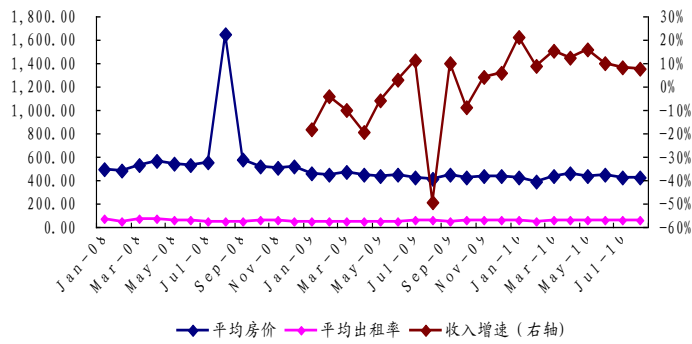
项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
南山景区收入(万元)	31142	37980	49416.0	62511.9	76460.5
YOY	21.7%	22.0%	30.1%	26.5%	22.3%
南山景区分成后收入(万元)	31142.0	37980.0	49416.0	62511.9	76460.5
游客人数(万人)	230	284.0	352.16	429.64	515.56
YOY	19%	23%	24%	22%	20%
平均票价(元)	82.1	87.17	87.0	87.3	87.5
门票收入(万元)	18877.43	24755.25	30637.9	37507.2	45111.7
门票占比	61%	65%	62%	60%	59%
门票分成比率	100%	100%	100%	100%	100%
分成门票收入(万元)	18877.43	24755.25	30637.9	37507.2	45111.7
餐饮收入	2802.78	3418.20	4941.60	6876.31	9175.26
占比	9%	9.00%	10%	11%	12%
交通收入	6228.4	6836.4	8894.9	11877.3	14527.5
占比	20%	18%	18%	19%	19%
住宿及其他收入	3233.4	2970.2	4941.6	6251.2	7646.1
占比	10%	8%	10%	10%	10%
净利润(万元)	13267.9	16787.2	21891.3	27817.8	34024.9
yoy	25.0%	26.5%	30.4%	27.1%	22.3%
净利润率	42.6%	44.2%	44.3%	44.5%	44.50%
持股比例	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%
利润贡献	9925.1	12557.6	16375.8	20809.1	25452.3
对应 EPS(不考虑分成)	0.43	0.54	0.71	0.90	1.10
对应 EPS(6:4 分成)	0.43	0.54	0.53	0.68	0.84
对应 EPS(5:5 分成)	0.43	0.54	0.49	0.63	0.78
对应 EPS(4:6 分成)	0.43	0.54	0.44	0.58	0.71

资料来源：公司公告、国都证券研究所

## 2. 定位于中高端商务酒店的标杆企业

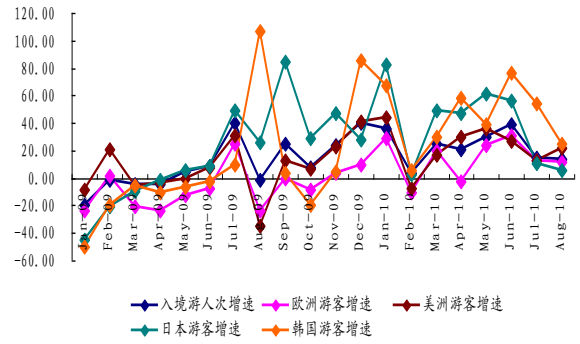
随着 08、09 年金融危机和甲流等负面因素的影响逐渐消除，北京市国内商旅客流和入境客流开始回升，星级酒店的经营状况也出现了明显好转。根据北京旅游局 1-8 月份的统计数据，四星级酒店平均房价为 429 元，平均入住率为 57.8%，收入月均增速达到 12%，景气度好于去年同期。

图 3: 北京四星级酒店月度经营指标变化



资料来源: 北京市旅游局、国都证券研究所

图 4: 北京入境游客人次增速变化



资料来源: 北京市旅游局、国都证券研究所

目前公司旗下共拥有民族、京伦和前门三家四星级酒店, 均是历史悠久, 地理位置优越, 经过前期装修改造, 硬件设施的质量也都有明显提高, 已在客源结构、文化底蕴的基础上形成了较强的差异化竞争优势, 未来盈利能力的上升将会在控制成本费用的同时, 努力提升入住率水平。此外, 今年公司也加大了营销的力度, 取得不错的市场效果, 后期集团层面也可能推出统一的营销平台, 更有助于酒店知名度的提升。根据已披露的中报, 上半年公司酒店业务实现收入 1.87 亿元, 增长 19%, 预计净利润约为 3000 万元。

表 3: 公司旗下三家星级酒店的基本情况

名称	星级	股权比例	客房数量 (间)	平均出租率	平均房价 (元)	客源构成	地理位置及其他
民族饭店	4	100%	510	60%左右	600	入境游客、国内中高端商务客人	位于金融街, 建国十大建筑之一, 盈利能力在行业内领先
京伦饭店	4	54%	642	60%左右	500	日韩游客为主、国内中高端商务客人	位于国贸商圈, 北京最早的合资四星级酒店之一
前门饭店	4	100%	407	60%左右	300	欧美游客为主, 国内中高端商务客人	位于前门大街, 一楼梨园剧场有 300 个座位, 具备特色

资料来源: 国都证券研究所

公司致力于成为中高端商务酒店的标杆企业, 因此酒店业务会是未来的战略重点。值得关注的是, 大股东首旅集团旗下拥有 20-30 家星级酒店资产, 主要位于燕莎、长安街等黄金地段, 土地权属基本清晰, 有望逐步注入到上市公司中, 偏高端且盈利状况好的会优先考虑, 因此从中长期来看, 优质酒店资产的持续注入将进一步提升企业的核心竞争力, 成为股价提升的催化因素。但是, 由于分成问题影响增发实施, 公司可能会使用自有资金或对外借款推进整合, 进程上会受到一定影响。

表 4: 首旅集团旗下高星级酒店一览

五星级

北京饭店、贵宾楼饭店、凯宾斯基饭店、北京国际饭店、长富宫饭店、喜来登长城饭店、北京新世纪日航饭店、西苑饭店、兆龙饭店、河南兴亚建国饭店

四星级

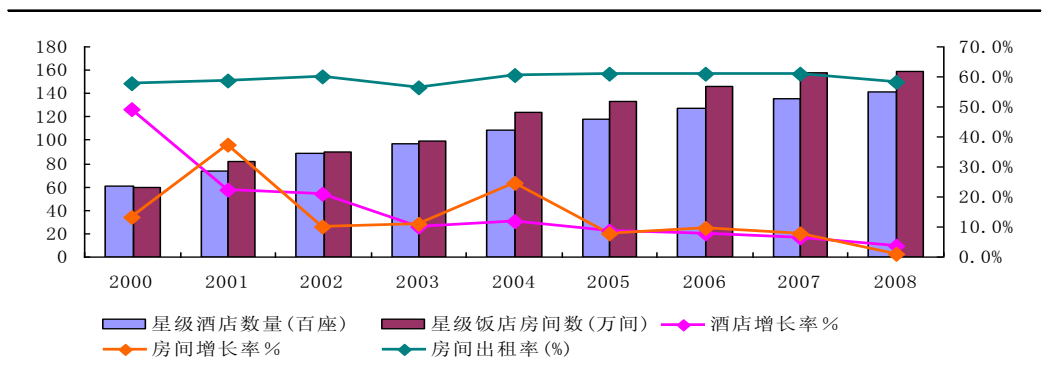
亮马河大厦、建国饭店、京伦饭店、民族饭店、北京诺富特和平宾馆、香山饭店、西安建国饭店、前门饭店

资料来源: 公司网站、国都证券研究所

从行业的角度来看, 近几年酒店数量和房间数的增长趋于放缓, 未来的成长空间更多来自内部结构的调整, 包括提高服务附加值、餐饮收入、客房入住率等。此外, 行业受经济或事件等因素的影响较大, 北京地区在奥运之后的供给压力也处于消化阶段。

但我们认为, 公司的酒店资产质量优良, 具备较大的升值潜力, 且区位优势突出, 客源保障度和忠诚度较高, 可充分受益北京作为全国政治和经济中心的发展, 在不考虑突发因素的影响下, 预计未来几年业务经营将好于行业平均水平。

图 5: 近几年星级酒店行业增速放缓



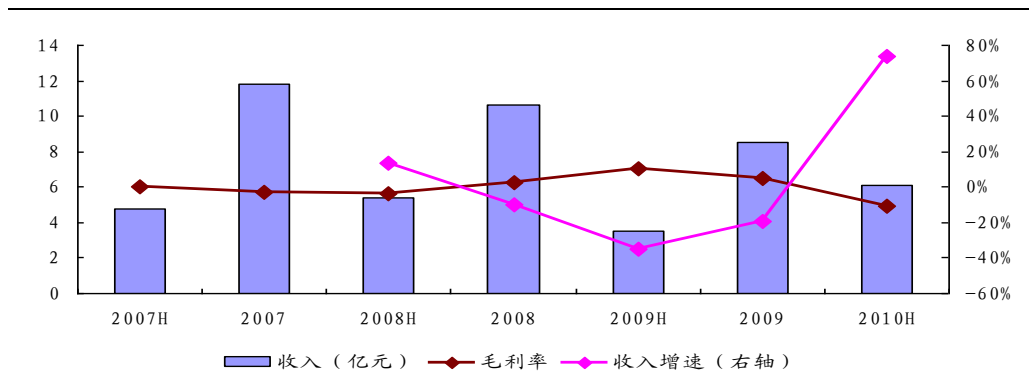
资料来源: 国际统计局、国都证券研究所

### 三、旅行社等其他业务稳健增长

随着经济好转, 上半年国内旅游市场保持较高的景气度, 公司旗下的神舟国旅收入实现增长 74%, 其中出境游增长最快, 预计在 50%以上, 尤其是台湾地区较为火爆, 其次是国内游, 增速在 10%以上, 而入境游也在加速恢复, 整体毛利率下降可能源于相关旅游要素价格的上升。根据 3 季度的行业基本面, 预计业务仍可保持较快增长。此外, 我们注意到首旅集团旗下有康辉旅行社, 行业竞争力及盈利能力较强, 不排除未来有整合的可能。

近两年受到奥运限制户外媒体和金融危机的影响, 公司展览广告业务增长波动较大, 但目前已经趋于稳定, 通常正常情况下每年实现收入近 3000 万, 利润 2000 万左右, 一、二线城市具备较好的发展空间。

图 6: 首旅股份旅游服务收入及毛利率变化



资料来源: WIND、国都证券研究所

#### 四、投资建议与估值

估值上,在不考虑门票分成和资产注入的假设下,预计公司未来 3 年分别实现 EPS0.91 元、1.11 元和 1.31 元,对应 PE 为 26 倍、21 倍和 18 倍,在板块中优势较为突出,而如果考虑分票分成(5:5),对应 PE 为 36 倍、30 倍和 25 倍,仍然优势明显。考虑到公司景区业务受益海南旅游岛建设成长性较好,酒店业务仍存在资产注入预期,估值上也具备优势,但门票分成仍存在不确定性,酒店业务中长期的盈利贡献提升也有待观察,给予“推荐, A”的评级。

表 5: 首旅股份收入及毛利率预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E
旅游服务	854.98	1299.57	1520.50	1748.57
景区	379.8	494.2	625.1	764.6
酒店	351.6	429.0	476.0	533.1
展览广告	62.97	72.42	83.28	95.77
收入合计	1649.37	2295.15	2704.89	3142.07
YOY	-8.0%	39.2%	17.9%	16.2%
旅游服务	6.49%	5.90%	6.20%	6.30%
景区	93.15%	93.00%	94.20%	94.50%
酒店	84.74%	85.70%	86.60%	88%
展览广告	99.25%	99.98%	99.98%	99.98%
综合毛利率	46.7%	42.5%	43.6%	44.5%

资料来源: 国都证券研究所

表 6: 首旅股份盈利预测

单位: 百万	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,649.4	2,295.1	2,704.9	3,142.1
营业收入	1,649.4	2,295.1	2,704.9	3,142.1
收入增长率	-8.0%	39.2%	17.9%	16.2%
二、营业总成本	1,410.1	1,968.1	2,302.4	2,640.4
营业成本	879.6	1,318.8	1,526.3	1,744.5

毛利率	46.7%	42.5%	43.6%	44.5%
营业税金及附加	39.2	54.6	64.3	75.4
销售费用	238.6	275.4	335.4	389.6
管理费用	234.3	296.1	348.9	399.0
财务费用	18.4	22.7	27.0	31.4
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益				
投资净收益	15.5	15.0	15.0	15.0
汇兑净收益				
四、营业利润	254.8	342.1	417.5	516.7
加：营业外收入	1.6	2.0	2.0	2.0
减：营业外支出	1.1	2.0	2.0	2.0
五、利润总额	255.2	342.1	417.5	516.7
减：所得税	52.4	71.8	87.7	129.2
加：未确认的投资损失				
六、净利润	202.9	270.2	329.8	387.5
减：少数股东损益	43.2	59.5	72.6	85.3
归属于母公司所有者的净利润				
净利润	159.7	210.8	257.2	302.3
净利润增长率	-7.6%	32.0%	22.0%	17.5%
七、每股收益：				
基本每股收益(元)	0.69	0.91	1.11	1.31

资料来源：国都证券研究所

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com