

旅游综合III

署名人: 曾光

S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 26.75元

当前股价: 22.96元

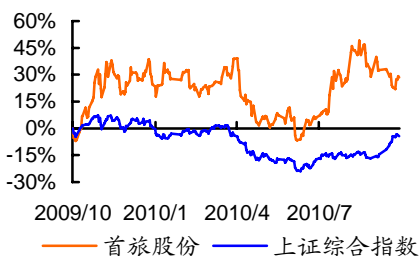
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3051.42
总股本(百万)	231
流通股本(百万)	231
流通市值(亿)	53
EPS (TTM)	0.80
每股净资产(元)	5.20
资产负债率	36.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
首旅股份	0.00	22.45	-3.26
上证综合指数	0.00	18.64	2.28



相关报告

- 《首旅股份-景区业务受益于海南国际旅游岛建设 酒店业务稳步复苏》2010-8-21
- 《首旅股份-北京地区业务逐渐复苏 南山景区仍是利润增长主动力》2010-4-28
- 《首旅股份-业绩符合预期 门票分成问题或将影响资产整合进程》2010-4-10

首旅股份

600258

推荐

三季度净利润增速有所下滑 静待门票分成问题解决

2010年7-9月,公司实现营业总收入6.47亿元,同比增长55.16%;实现归属于母公司所有者的净利润4124万元,同比增长9.72%。2010年1-9月,公司实现营业总收入17.23亿元,同比增长50.60%;实现归属于母公司所有者的净利润1.53亿元,同比增长22.64%。公司1-9月实现基本每股收益0.66元。

投资要点:

- **第三季度旅行社业务继续大幅增长是公司净利润增速低于营业收入增速的主要原因。**今年上半年,神舟集团收入同比增长73.94%,占营业收入的比重为57%,是公司营业收入增长47.98%的最大贡献者。第三季度,在国内经济向好以及人民币升值步伐加快背景下,我们分析旅行社业务收入增速加快,进而导致公司营业收入增速加快。但从上半年旅行社业务毛利率仅4.95%的情况来看,其业绩拉动效应有限。
- **第三季度南山景区增速有所放缓,也造成了公司业绩增速下滑。**上半年,南山景区入园人数达185万人次,同比增长26.7%;营业收入2.50亿元,同比增长27.2%;其中门票收入达1.65亿元,同比增长28.1%。而根据季报,1-9月门票收入2.15亿元,同比增长24.27%,增速有所下滑。其主要原因在于去年下半年基数较高以及上海世博有所分流。第三季度处于淡季且高基数背景使其对业绩增长驱动效果弱化。
- **民族饭店装修和展馆业竞争加剧影响到北京地区业务的利润贡献。**根据季报,民族饭店存在改造情况。作为公司酒店业务的赢利主体,改造活动预期对饭店经营造成一定影响。此外,随着北京展馆业竞争加剧,北辰展览分公司预计经营也受到一定冲击。
- **我们看好南山景区门票分成问题解决之后公司的发展前景。**三亚南山景区业务将充分受益于海南国际旅游岛建设。从上半年经营情况来看,南山景区客流占三亚游客总量的39%,显示出较强的市场竞争力。随着海南国际旅游岛建设的推进,占地近20平方公里的南山文化公司未来还有极大的挖潜空间。此外,因南山门票分成问题迟迟未能解决,北京地区公司通过股权融资整合集团公司酒店资产的计划屡屡受挫。一旦门票分成问题解决,公司也将拉开酒店资产整合大幕。
- **维持“推荐”投资评级。**在不考虑门票分成前提下,我们维持公司10-12年EPS预测分别为0.88、1.07、1.30元。目前股价对应2011年动态PE为21倍,远低于行业均值,已经暗含了门票分成风险折价。如果门票分成解决,虽然短期看公司业绩存在大幅下滑风险,但也意味着酒店和景区业务将进入加速发展轨道。基于此,在目前股价有一定安全边界基础上,我们维持公司“推荐”评级。
- **风险提示:**潜在的门票分成方案有可能超预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1649	2320	2634	3000
同比(%)	-12%	41%	14%	14%
归属母公司净利润(百万元)	160	203	248	302
同比(%)	-14%	27%	22%	22%
毛利率(%)	46.7%	39.9%	41.5%	43.3%
ROE(%)	16.4%	19.6%	20.9%	22.2%
每股收益(元)	0.69	0.88	1.07	1.30
P/E	33.28	26.17	21.42	17.60
P/B	5.46	5.12	4.49	3.90
EV/EBITDA	19	13	11	9

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 首旅股份 09 年前三季度各主要财务指标变化情况

指标 (单位: 百万元)	09Q3	同比	09.1-9	同比
营业总收入	647.26	55.16%	1,723.00	50.60%
营业总成本	593.18	59.47%	1,489.71	54.63%
营业成本	455.32	91.94%	1,081.43	80.46%
营业税金及附加	9.94	6.28%	32.19	16.74%
销售费用	63.07	9.21%	180.60	13.13%
管理费用	59.18	-5.45%	177.87	9.17%
财务费用	5.59	22.13%	16.22	24.74%
资产减值损失	0.09	-81.38%	1.39	45.39%
投资收益	9.41	-7.36%	15.35	4.29%
营业利润	63.49	14.74%	248.64	27.21%
营业外收入	0.21	72.99%	0.90	20.43%
营业外支出	0.19	39.85%	1.30	127.15%
利润总额	63.51	14.80%	248.24	26.89%
所得税费用	11.63	26.96%	50.74	32.73%
净利润	51.88	12.39%	197.50	25.47%
归属于母公司所有者 的净利润	41.24	9.72%	153.43	22.64%
少数股东损益	10.64	24.12%	44.07	36.44%

注释: 因 09 年 11 月合并前门饭店报表, 导致公司上溯调整 2009 年三季度酒店业务收入

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2: 首旅股份 09 年前三季度重要财务比率的同比变化

指标	2010H1	2010.1-9	2009.1-9	同比增减
综合毛利率	41.80%	37.24%	47.62%	-10.39%
销售费用率	10.93%	10.48%	13.95%	-3.47%
管理费用率	11.03%	10.32%	14.24%	-3.92%
财务费用率	0.99%	0.94%	1.14%	-0.20%
期间费用率	22.95%	21.75%	29.33%	-7.58%
净资产收益率	11.20%	15.52%	10.82%	4.70%

注释: 因 09 年 11 月合并前门饭店报表, 导致公司上溯调整 2009 年三季度酒店业务收入

资料来源: 中投证券研究所

关键假设:

因难以预期, 暂不考虑 2010-2012 年海南南山景区门票分成情况;
酒店业务收入 10-12 年的增长率分别为 15%、12%、12%;
展览广告业务收入 10-12 年的增长率分别为 15%;
谨慎预期景区业务收入 10-12 年的增长率为 25%;
旅游服务业务收入 10-12 年的增长率分别为 60%、10%、10%;
综合考虑税率政策调整以及南山景区过渡期优惠税率, 假设 10-12 年公司的实际综合税率分别为 23.5%、24.5%、25%。

表 3: 首旅股份 2010-2012 年营业收入预测

主营业务类别	2009	2010E	2011E	2012E
--------	------	-------	-------	-------

主营收入(百万元)				
酒店业务	352	404	453	507
展览广告业务	63	72	83	96
景区业务	380	475	593	742
旅游服务业务	855	1368	1505	1655
合计:	1649	2320	2634	3000
主营成本(百万元)				
酒店业务	54	62	70	78
展览广告业务	0	0	0	0
景区业务	26	33	42	52
旅游服务业务	799	1300	1430	1572
合计:	880	1395	1541	1702

资料来源: 中投证券研究所

表 4: 首旅股份分业务 EPS 贡献预测

业务类别	2008	2009	2010E	2011E	2012E
账面 EPS	0.80	0.69	0.88	1.07	1.30
其中: 北京地区	0.37	0.16	0.24	0.32	0.40
海南地区	0.43	0.53	0.64	0.75	0.90
门票分成贡献部份	0.29	0.37	0.43	0.50	0.59
扣除门票分成后的 EPS	0.51	0.32	0.45	0.57	0.71

注释: 门票分成是模拟南山景区门票收入的 60%被分出去后的大致测算, 根据相关原则, 分成协议达成之前年度的净利润不会受到影响, 而何时分成以及分成内容短期内又无法预计, 因此上述拆分作为一种风险分析仅供投资参考

资料来源: 中投证券研究所

表 5: 首旅集团旗下酒店资产

五星级酒店:				
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
四星级酒店:				
亮马河大厦	建国饭店	京伦饭店	民族饭店	和平宾馆
新侨饭店	香山饭店	西安建国饭店	前门建国饭店	
三星级酒店:				
华都饭店	燕翔饭店	永安宾馆	崇文门饭店	北京东方饭店
新北纬饭店	北京展览馆宾馆	远东饭店	上园饭店	宣武门商务酒店
和平里大酒店				

注释: 黄色部分为已属于上市公司酒店, 紫色部分为前期拟注入酒店

资料来源: 首旅集团网站, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	277	568	866	1215	营业收入	1649	2320	2634	3000
现金	210	482	764	1100	营业成本	880	1395	1541	1702
应收账款	26	41	46	51	营业税金及附加	39	55	63	75
其它应收款	11	14	17	19	营业费用	239	260	296	339
预付账款	13	14	18	21	管理费用	234	262	300	342
存货	15	17	20	24	财务费用	18	26	30	27
其他	2	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1610	1764	1716	1668	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	218	350	350	350	投资净收益	15	16	18	20
固定资产	865	914	862	807	营业利润	255	338	421	534
无形资产	411	406	408	417	营业外收入	2	0	0	0
其他	116	94	97	94	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1887	2332	2582	2883	利润总额	255	338	421	534
流动负债	337	430	463	487	所得税	52	78	102	134
短期借款	75	100	100	100	净利润	203	260	319	401
应付账款	87	119	142	151	少数股东损益	43	57	71	99
其他	175	211	221	236	归属母公司净利润	160	203	248	302
非流动负债	347	577	577	577	EBITDA	286	422	512	622
长期借款	330	560	560	560	EPS (元)	0.69	0.88	1.07	1.30
其他	17	17	17	17					
负债合计	683	1007	1039	1063	主要财务比率				
少数股东权益	230	288	359	458	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	231	231	231	231	成长能力				
资本公积	252	252	252	252	营业收入	-12.1%	40.7%	13.5%	13.9%
留存收益	488	552	699	877	营业利润	-12.5%	32.7%	24.7%	26.8%
归属母公司股东权益	973	1038	1184	1362	归属于母公司净利润	-13.7%	27.2%	22.2%	21.7%
负债和股东权益	1887	2332	2582	2883	获利能力				
					毛利率	46.7%	39.9%	41.5%	43.3%
					净利率	9.7%	8.8%	9.4%	10.1%
					ROE	16.4%	19.6%	20.9%	22.2%
					ROIC	19.1%	25.1%	32.8%	42.7%
					偿债能力				
					资产负债率	36.2%	43.2%	40.2%	36.9%
					净负债比率	59.28	65.54%	63.51	62.07%
					流动比率	0.82	1.32	1.87	2.50
					速动比率	0.78	1.28	1.83	2.45
					营运能力				
					总资产周转率	0.88	1.10	1.07	1.10
					应收账款周转率	51	65	57	58
					应付账款周转率	10.74	13.55	11.81	11.63
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.69	0.88	1.07	1.30
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	1.64	1.77	2.08
					每股净资产(最新摊薄)	4.21	4.48	5.12	5.89
					估值比率				
					P/E	33.28	26.17	21.42	17.60
					P/B	5.46	5.12	4.49	3.90
					EV/EBITDA	19	13	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 中国国旅、中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情。

陈青青: 中投证券研究所旅游行业助理研究员, 理学、经济学双学士, 南开大学经济学硕士, 2010 年 7 月加盟中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434