

# 主业持续向好，静待股价爆发

## 买入维持

### 投资要点:

- 📖 营收与净利高增长，实现每股收益 0.66，同比增长 22%
- 📖 酒店业务表现良好，入住率与中报基本持平
- 📖 南山景区持续高增长，期待门票分成问题解决

### 报告摘要:

- **公司公布 2010 年三季报。**上半年实现营业收入 17.2 亿元，同比增长 51%；实现归属母公司净利 1.53 亿元，同比增长 22%；每股收益 0.66 元。
- **公司净利润率基本持平。**报告期内期间费用率 21.7%，同比下降 5.7%；受增收不增利的旅行社业务影响和物价、人工成本的上涨影响，公司综合毛利率 37%，下降 8.9%。总体来看，对公司净利润率影响不大，报告期内公司净利率 8.9%，同比略降 2.34%。
- **酒店业务表现良好，南山景区持续高增长。**公司酒店业务复苏明显，报告期内三家酒店平均入住与二季度基本持平，预计全年酒店营业收入 3.97 亿元。南山景区继续保持高增长态势，报告期内实现门票收入 2.15 亿元，同比增长 24%；景区将受益于海南国际旅游岛国人离岛免税政策的进一步落实，预计全年营收 5.01 亿元。
- **南山门票分成问题的解决将加快酒店资源注入进程。**公司第一大股东首旅集团旗下拥有多处星级酒店资产，包括建国饭店、诺富特和平饭店、诺富特新侨饭店、亮马河大厦、香山饭店等，集团欲将其作为旗下星级酒店整合平台的意愿一直没有改变，由于公司南山门票分成问题的悬而未决，使公司定增项目受阻，而拖延集团资产注入进程。我们认为即使不考虑资产注入预期，公司旗下的民族、京伦、前门建国三家四星级酒店及海南南山景区的资产质地也非常优良，在目前合理的估值下，正是介入良机。维持 2010-2012 年 EPS0.89 元、0.99 元、1.05 元的预测，对应 PE33 倍、26 倍、24 倍，给予买入评级。

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入/万元	164,937	225,671	247,120	265,520
y o y / %	-7.97%	36.82%	9.50%	7.45%
净利润/万元	15,966	20,649	22,954	24,215
y o y / %	-7.55%	29.33%	11.17%	5.49%
每股收益/元	0.69	0.89	0.99	1.05
PE	31.58	33	26	24

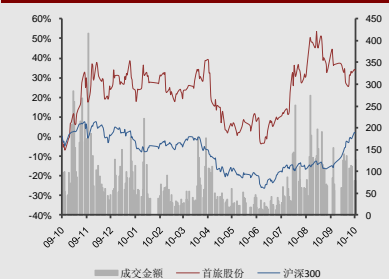
### 分析师

孙妍

电话: 010-88085962

Email: sunyan@hysec.com

### 市场表现



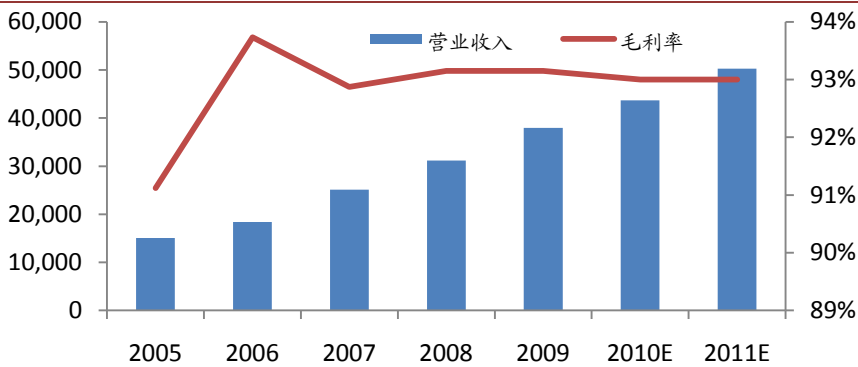
### 公司数据

总股本(亿股)	2.31
总市值(亿元)	52.97
流通比例	100%
12个月最高/最低(元)	26.7/16.0
主要股东	北京首都旅游集团有限责任公司

数据来源: 港澳资讯

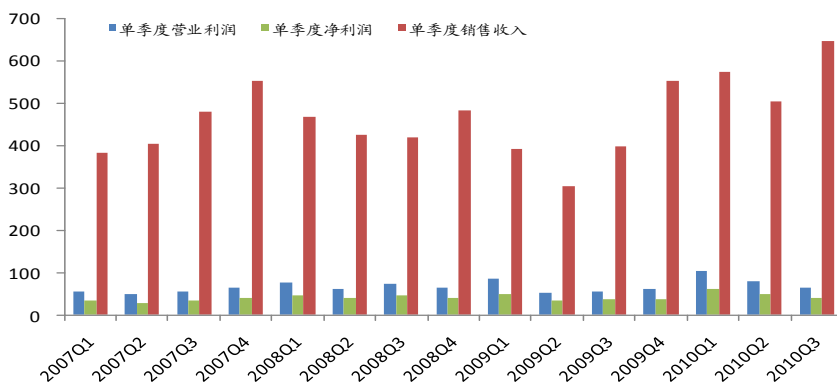
### 相关研究

图 1: 首旅股份海南南山景区/万元



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 首旅股份分季度营业情况/百万元



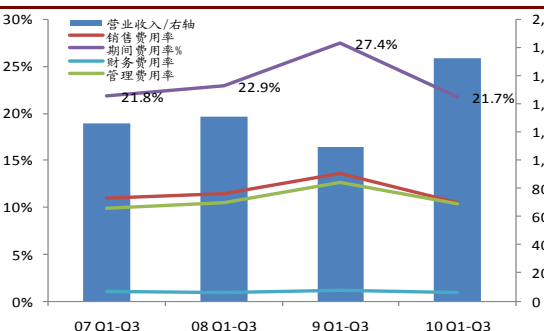
资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 1: 海南省 2010-2020 年旅游人数、收入目标

	2009		2012		2015		2020	
	绝对值	年均增长	绝对值	年均增长	绝对值	年均增长	绝对值	年均增长
人均生产总值/元	19166	26930	12.00%	37835	12.00%	72850	14.00%	
旅游人数/万人次	2250.33	3160	12.00%	4760	14.60%	7680	10.00%	
旅游收入/亿元	211.72	314	14.00%	540	20.00%	1240	18.00%	
旅游业增加值比重	6.40%	7.50%	9.00%	12.00%				
第三产业增加值比重	45.00%	47.00%	75.00%	60.00%				

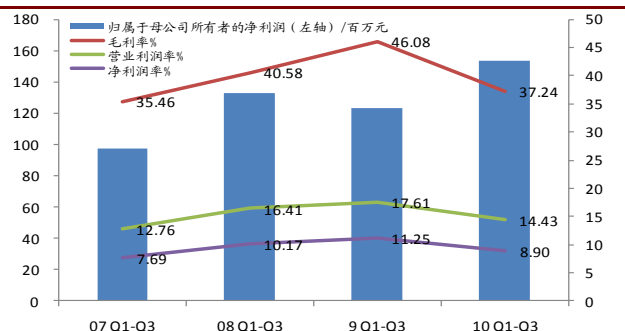
资料来源: 海南省旅游局, 宏源证券

图 2: 公司营业收入同比大幅增长, 期间费用率降低



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 公司盈利能力分析



资料来源: 公司公告, 宏源证券

利润表/万元					资产负债表/万元				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	164,937	225,671	247,120	265,520	资产				
减: 营业成本	87,963	121,592	133,445	143,381	货币资金	20,968	22,567	24,712	26,552
营业税费	3,923	5,642	6,178	6,638	应收帐款	3,751	5,190	5,684	6,107
销售费用	23,860	31,594	34,597	37,173	应付票据	19	23	25	27
管理费用	23,426	32,045	35,091	37,704	预付帐款	1,338	1,580	1,730	1,859
财务费用	1,835	2,459	1,820	2,425	存货	1,474	2,031	2,224	2,390
资产减值损失	4	0	0	0	其它流动资产	150	454	561	653
投资和汇兑收益	1,550	1,550	1,550	1,550	可供出售金融	5,181	5,181	5,181	5,181
营业利润	25,475	33,889	37,539	39,749	资产				
加: 营业外净收支	48	106	127	146	长期股权投资	21,780	22,600	23,400	24,200
利润总额	25,523	33,995	37,666	39,895	投资性房地产	411	411	411	411
减: 所得税	5,236	7,479	8,286	8,777	固定资产	86,526	91,214	100,437	108,349
净利润	15,966	20,649	22,954	24,215	在建工程	1,152	1,805	1,977	2,124
现金流量表/万元	2009A	2010E	2011E	2012E	无形资产	41,116	56,418	61,780	66,380
净利润	20,286	26,516	29,379	31,118	其他非流动资	4,837	4,838	4,838	4,838
(含少数股东损益)					产				
加: 折旧和摊销	7,122	3,761	4,119	4,425	资产总额	188,701	214,311	232,958	249,069
资产减值准备	4	0	0	0	短期债务	7,500	9,486	10,109	8,233
财务费用	1,647	1,670	2,459	1,820	应付帐款	14,010	18,505	20,264	21,773
投资收益	(1,550)	(1,550)	(1,550)	(1,550)	其他流动负债	12,036	15,689	16,761	17,681
少数股东损益	4,321	5,867	6,425	6,904	长期借款	33,000	33,000	33,000	33,000
营运资金的变动	(2,923)	10,460	2,100	1,801	其它非流动	1,665	6,523	6,738	6,922
经营活动产生现金流量	27,357	47,514	42,294	45,123	负债				
投资活动产生现金流量	(36,034)	(19,261)	(13,835)	(11,762)	负债总额	68,321	78,909	82,578	83,314
融资活动产生现金流量	(93)	(11,829)	(14,970)	(20,041)	少数股东权益	23,037	28,904	35,329	42,233
					股本	23,140	23,140	23,140	23,140
					留存收益	74,066	83,358	92,540	101,015
					股东权益	120,380	135,402	151,009	166,387

财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
ROA	10.75%	12.37%	12.61%	12.49%
ROE	16.85%	19.58%	19.46%	18.70%
资产负债率	36.21%	36.82%	35.35%	33.37%
毛利率	46.67%	46.12%	46.00%	46.00%
期间费用率	29.78%	29.29%	28.94%	29.11%
净利率	9.68%	9.15%	9.29%	9.12%

业绩和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.69	0.89	0.99	1.05
每股净资产	5.20	5.85	6.53	7.19
PE	31.58	24.42	21.97	20.82
PB	4.19	3.72	3.34	3.03
EV/EBITDA	16	14	13	12

**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: 黄山旅游、桂林旅游、锦江股份、首旅股份, 中青旅、峨眉山。

### 机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	<b>孙利群</b> 010-88085096 sunliqun@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。