

2011年1月13日

首旅股份

南山门票分成确认谈判主体

A **买入**
 600258.SS - 人民币 22.69
 目标价格: 人民币 29.89

首旅股份南山事项获实质性进展。2010年12月21日南山门票分成谈判双方确认为南山文化公司和观音苑公司，南山公司将积极与观音苑公司就门票分成事项尽快协商。我们维持南山事项解决标志着集团酒店资产注入重启的观点不变，并预期未来半年南山事项解决方案有望正式出台，维持买入评级。

冯雪

(8610) 6622 9323

tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210010330

支撑评级的要点

- **谈判格局简化推动方案出台。**原“三方”协商格局转为“一对一”谈判格局，有利于谈判进程的加快和方案的尽早落地。
- **再融资暨酒店资产注入预期。**公司2009年5月推出的注入2家诺富特酒店的定向增发预案因南山门票分成悬而未决而逾期失效。首旅股份作为首旅集团下属酒店平台的定位始终未变，而酒店资产注入整体方案本身应该几无瑕疵，问题症结正在于南山事项，故此次南山事项解决将标志着集团酒店资产注入计划重启。预计公司将借力二级市场融资，本着从易到难的原则，有计划、有步骤地陆续注入集团酒店资产。

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(%)	1	(7)	(0)	(2)
相对新华富时A50指数(%)	(0)	(6)	4	19

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)	5,241
3个月日均交易额(人民币 百万)	107
净负债比率(%)	14
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
 具备证券投资咨询业务资格

主要风险

- 南山事项具体解决方案(分成比例、是否追溯等)存在不确定性;
- 可能注入的集团酒店标的和其盈利能力待考。

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年每股收益小幅调整为0.80元、1.01元和1.23元。假设南山门票分成比例约5:5，则公司近一年利润下滑四成。鉴于酒店资产持续注入强烈预期和南山可持续发展，我们维持现有目标价和**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	2,378	2,798	3,217
变动(%)	3	(12)	44	18	15
净利润(人民币 百万)	185	160	186	234	284
全面摊薄每股收益(人民币)	0.800	0.690	0.805	1.013	1.225
变动(%)	51.2	(13.7)	16.6	25.8	21.0
市场平均预测每股收益(人民币)	-	-	0.700	0.805	0.905
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.886	1.044	1.215
调整幅度(%)	-	-	(9.2)	(3.0)	0.8
核心每股收益(人民币)	0.799	0.690	0.805	1.013	1.225
变动(%)	54.5	(13.6)	16.5	25.8	21.0
全面摊薄市盈率	28.4	32.9	28.2	22.4	18.5
核心市盈率	28.4	32.9	28.2	22.4	18.5
每股现金流量(人民币)	1.10	1.18	1.32	1.84	2.22
价格/每股现金流量(倍)	20.6	19.2	17.2	12.3	10.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.1	17.3	14.6	12.9	10.7
每股股息(人民币)	0.370	0.600	0.420	0.500	0.550
股息率(%)	1.6	2.6	1.9	2.2	2.4

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>, thomsonreuters.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

谈判格局简化推动方案出台

公司公告，南山文化公司于2010年12月21日收到三亚国资公司发给观音苑公司《关于同意启动南山文化旅游区门票分成谈判事宜的函》抄送文件：同意观音苑公司作为南山文化旅游区门票分成主体。同时表示，南山公司将积极与观音苑公司就门票分成事项尽快协商。

由此可见，南山门票事项终获实质性进展，南山门票分成获利方为海上观音建造者——观音苑公司。原“三方”谈判格局转为“一对一”谈判格局，有利于谈判进程的加快和方案的尽早落地。

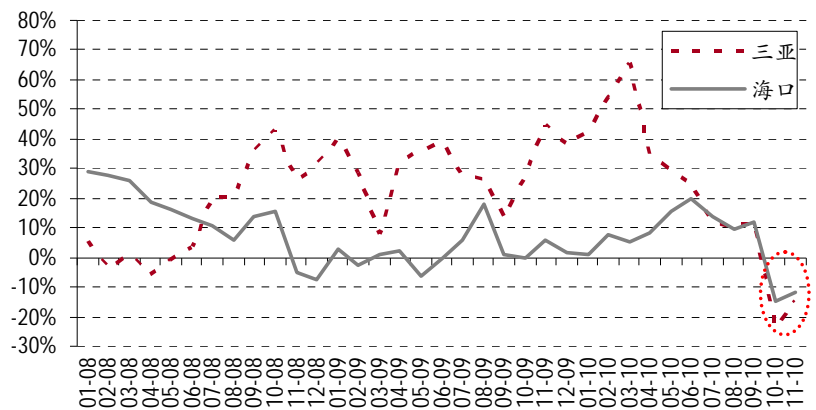
再融资暨酒店资产注入预期

公司曾于2009年5月公告非公开增发预案：拟向北京国资委定增6,000万股以募集8.92亿元收购和平、新侨酒店等，后因南山门票分成问题造成预案逾期失效。我们认为，首旅股份作为首旅集团下属酒店平台的定位始终未变，而酒店资产注入整体方案本身应该几无瑕疵，问题症结正在于南山事项，故此次南山事项解决方案出台将标志着集团酒店资产注入计划重启。预计公司将借力二级市场融资，本着由简至繁、从易到难的原则，有计划、有步骤地陆续注入集团酒店资产。

主业情况

我们曾在三季报点评中称，因海南十月上旬受到台风影响，预计南山景区2010年4季度的客流增速并不理想。同时由于上年同期高基数效应，三亚和海口机场的旅客吞吐量在2010年10和11月均出现高达10-30%的下滑。故我们再次降低南山2010年全年客流增速预期。但南山景区2011年元旦小长假接待游客4.46万人次，同比增长11.5%，客流重回增长轨迹显示南山景区的持续吸引力。

图表 2. 海口和三亚机场旅客吞吐量月度同比变动

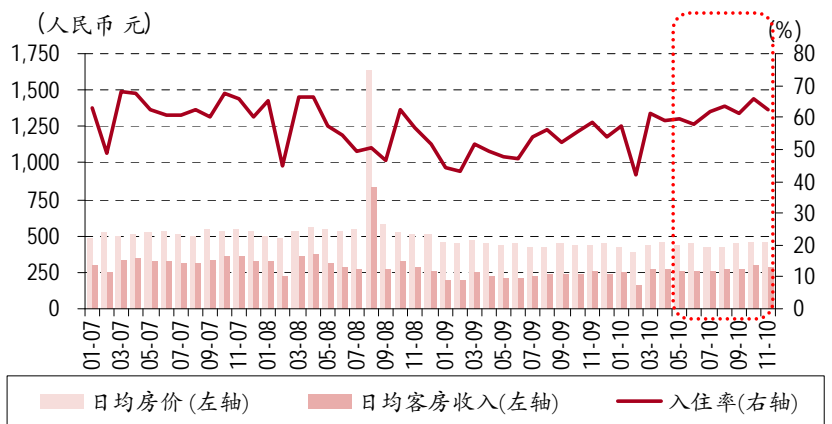


资料来源: CEIC

2010 年前 11 个月, 北京 4 星级酒店平均 RevPAR 同比增长 15.4% 达 259 元, 出租率上升、价格平稳——持续缓慢复苏。我们期待北京高星级酒店市场 2011 年继续消化后奥运时代的供应量, 由出租率推动的 RevPAR 增长升级为价格驱动的 RevPAR 增长。公司现有 3 家四星级酒店及集团下属高星级酒店均受益于市场环境改善。

2010 年北展业务随有所恢复, 但受制于奥运后新展馆、大展馆的挤出效应而恢复力度低于预期; 广告业务仍处于调整期; 而神舟国旅旅游服务反弹势头良好, 收入大增, 扭亏为盈。

图表 3. 北京 4 星级酒店月度客房指标



资料来源: 北京旅游局

分成影响及估值

不考虑南山分成和后续酒店资产注入，我们将公司 2010-12 年每股收益小幅调整为 0.80 元、1.01 元和 1.23 元。若假设南山门票分成比例约 5:5，则预计股份公司近一年的净利润下滑幅度约 43%。则若门票分成自 2011 年 1 月 1 日起实施，则 2011-12 年每股收益预测降至 0.58 元、0.71 元。若门票分成自 2011 年 7 月 1 日起实施，因南山景区上半年门票收入约占全年门票总收入的六成，则 2011 年每股收益预测降至 0.78 元。目前 22.69 元股价，相当于 2012 年 30 倍市盈率，略高于行业平均。

但鉴于：1) 南山门票解决方案出台的可能性将引发公司业绩安全边际的确定、再融资暨大量酒店资产陆续注入的强烈预期；2) 南山景区资产的优质性、海南旅游产业环境大幅向好和首旅集团对海南市场的高度重视，我们仍然维持现有目标价和买入评级。

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	2,378	2,798	3,217
销售成本	(1,067)	(880)	(1,321)	(1,577)	(1,815)
运营费用	(448)	(441)	(667)	(780)	(889)
营业利润 (息税前利润)	360	329	390	441	513
折旧与摊销	(68)	(71)	(73)	(81)	(84)
息税折旧前利润	292	258	317	360	430
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	309	358	436
所得税	(56)	(52)	(68)	(89)	(109)
少数股东损益	(50)	(43)	(55)	(34)	(43)
净利润	185	160	186	234	284
核心净利润	185	160	186	234	284
每股收益(人民币)	0.800	0.690	0.805	1.013	1.225
核心每股收益(人民币)	0.799	0.690	0.805	1.013	1.225
每股股息(人民币)	0.370	0.600	0.420	0.500	0.550
收入增长(%)	3	(12)	44	18	15
息税前利润增长(%)	26	(12)	23	14	19
息税折旧前利润增长(%)	29	(9)	19	13	17
每股收益增长(%)	51	(14)	17	26	21
核心每股收益增长(%)	54	(14)	17	26	21

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	200	193	241
应收帐款	37	26	50	56	62
库存	13	15	21	25	28
其它流动资产	22	26	24	26	28
流动资产合计	369	277	295	299	358
固定资产	831	877	997	1,005	1,044
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	1,822	1,851	1,907
总资产	1,994	1,887	2,116	2,151	2,265
应付账款	80	87	147	114	167
短期债	243	75	220	296	85
其它流动负债	182	175	262	252	320
流动负债合计	505	337	629	662	572
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	780	886	1,007
股东权益	1,220	973	1,011	1,118	1,238
少数股东权益	226	230	274	328	362
负债权益总计	1,994	1,887	2,116	2,151	2,265
每股账面价值(人民币)	5.27	4.21	4.37	4.83	5.35
每股有形资产(人民币)	3.25	2.25	2.22	2.74	3.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.23)	0.84	0.78	0.45	(0.46)

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	309	358	436
折旧与摊销	68	71	73	81	79
净利息费用	16	18	23	20	14
营运资本变动	(52)	(2)	118	(55)	109
税金	0	0	0	0	0
其它经营现金流	(68)	(69)	(217)	22	(129)
经营活动产生的现金流	254	274	306	426	514
购建固定资产净额	(33)	(371)	(256)	(95)	(130)
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)	(107)	(222)	(119)
净股本增加	0	0	0	0	0
净负债增加	(5)	162	(25)	(84)	(161)
支付股息	(62)	(86)	(139)	(97)	(116)
其它筹资现金流	(71)	(77)	(44)	(31)	(70)
筹资活动产生的现金流	(139)	(1)	(208)	(212)	(347)
现金余额变动	100	(88)	(9)	(7)	47
年初现金	197	297	210	200	193
公司自由现金流	239	(87)	198	205	394
股权自由现金流	192	28	152	103	221

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	16.4	15.7	16.0
息税前利润率	15.6	15.6	13.3	12.9	13.4
税前利润率	15.5	15.5	13.0	12.8	13.6
净利率	9.9	9.7	7.8	8.4	8.8
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.8	0.5	0.5	0.6
利息覆盖倍数	14.6	13.1	12.9	16.6	28.8
净权益负债率(%)	净现金	16.2	14.0	7.1	净现金
速动比率	0.7	0.8	0.4	0.4	0.6
估值(倍)					
市盈率	28.4	32.9	28.2	22.4	18.5
核心业务市盈率	28.4	32.9	28.2	22.4	18.5
目标价对应核心业务市盈率	37.4	43.3	37.1	29.5	24.4
市净率	4.3	5.4	5.2	4.7	4.2
价格/现金流	20.6	19.2	17.2	12.3	10.2
企业价值/息税折旧前利润	15.1	17.3	14.6	12.9	10.7
周转率					
存货周转天数	4.1	5.8	4.9	5.3	5.3
应收帐款周转天数	6.9	7.0	5.9	6.9	6.7
应付帐款周转天数	16.8	18.5	17.9	17.0	15.9
回报率(%)					
股息支付率	46.3	87.0	52.2	49.4	44.9
净资产收益率	16.3	14.6	18.8	22.0	24.1
资产收益率	12.2	10.6	12.3	12.6	14.6
已运用资本收益率	18.6	15.7	19.4	21.2	24.8

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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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(“上市集团”)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