

业绩略低预期，综合毛利率下降 9.1%

增持

投资要点:

- 📖 利润增速慢于收入增速，实现每股收益 0.81 元
- 📖 南山分成问题解决后，景区将重启深度开发
- 📖 南山景区电瓶车提价将对冲部分门票分成

报告摘要:

- **业绩略低于预期、综合毛利率下降 9.1%**。2010 年公司实现营业收入 23.05 亿元，比去年同期增长了 39.73%；实现利润总额 3.02 亿元，比去年同期增长了 18.19%；归属于母公司所有者的净利润 1.87 亿元，比去年同期增长了 17.20%，报告期内综合毛利率 37.6%，同比下降了 9.1%。从 2010 年的分项数据来看，高毛利的景区业务收入同比增长 15.32%、增速下滑 6%；低毛利的旅行社业务同比增长 68.53%，导致综合毛利率下降 9.1%。
- **南山分成问题或将摊薄 2011 年业绩，电瓶车提价将对冲部分门票损失**。假设门票收入 5:5 分成，则 2.8 亿元的门票收入将减少 50%，按照 50%的净利率计算，门票分成后，景区净利润将减少 7000 万元，摊薄 EPS 0.3 元。再假设南山景区门票 2011-2012 年保持 15%的自然增长，净利润率不变，则门票分成后 2011-2012 年 EPS 将分别减少 0.35 元、0.4 元。但景区内电瓶车（20 元/人）仍具有提价空间，若提至 30 元/人次，提价幅度 50%，则新增的 2500 万元可全部体现入净利润中，增厚 EPS 0.11 元。同时，南山公司方面计划开发小月湾码头，形成海上游南山的线路，据悉海上航线已经获批。若这一航线投入运营，100 元左右/人次的船票价格将成为另一个重大的利润贡献点。
- **重启再融资计划将成为其重要的股价催化剂**。目前公司的存量资产仍将维持 10%左右的自然增长，而公司重启再融资计划将成为重要的股价催化剂，其前提为解决南山门票的分成问题。预计 2011-2013 年每股收益 0.95 元、1.04 元、1.11 元，对应 PE 25 倍、23 倍、22 倍。给予增持评级。

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入/万元	230,464	283,948	307,395	330,325
y o y / %	39.73%	23.21%	8.26%	7.46%
净利润/万元	18,712	21,999	24,004	25,783
y o y / %	17.20%	17.57%	9.11%	7.41%
每股收益/元	0.81	0.95	1.04	1.11
PE	29.88	25.41	23.29	21.68

分析师

胡建军 S1180210010226

联系人

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



公司数据

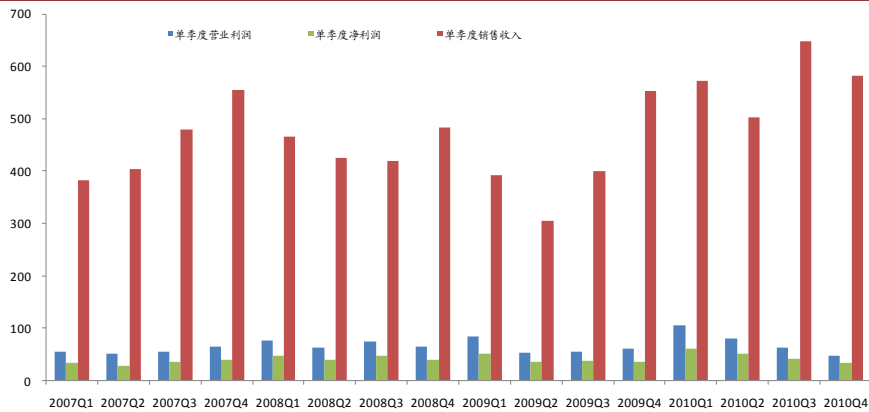
总股本(亿股)	2.31
总市值(亿元)	55.4
流通比例	100%
12个月最高/最低(元)	27.34/16.00
主要股东	北京首都旅游集团有限责任公司

数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 1 《宏源证券*季报点评*首旅股份: 主业持续向好，静待股价爆发*600258*旅游酒店行业*孙妍》，2010.10
- 2 《宏源证券*中报点评*酒店业务复苏明显，旅游服务业务超预期*首旅股份(600258)*旅游酒店行业*孙妍》，2010.8

图 1: 首旅股份分季度盈利能力基本持平, 季节性特征并不明显/百万元



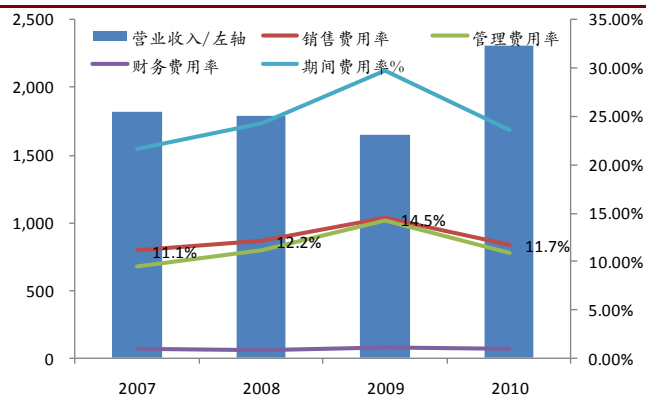
资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 1: 海南省十二五期间旅游产值将翻番

	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	12.00%	26930	12.00%	37835	12.00%	72850	14.00%
旅游人数/万人次	2250.33	12.00%	3160	12.00%	4760	14.60%	7680	10.00%
旅游收入/亿元	211.72	14.00%	314	14.00%	540	20.00%	1240	18.00%
旅游业增加值比重	6.40%	7.50%	7.50%	9.00%	9.00%	12.00%	12.00%	12.00%
第三产业增加值比重	45.00%	47.00%	47.00%	75.00%	75.00%	60.00%	60.00%	60.00%

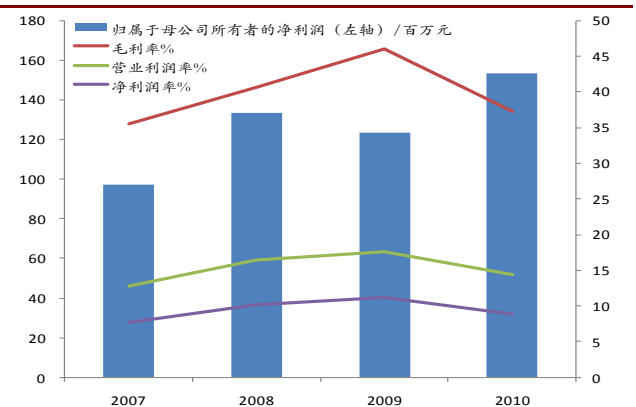
资料来源: 海南省旅游局, 宏源证券

图 3: 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 4: 净利润稳步增长, 利润率有所下滑



资料来源: 公司公告, 宏源证券

财务报表及财务指标预测					40,618	股价: 24			
	2,010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2,010	2011E	2012E	2013E
利润表	2,010	2011E	2012E	2013E	成长性				
营业收入	230,464	283,948	307,395	330,325	营业收入增长率	39.73%	23.21%	8.26%	7.46%
减: 营业成本	143,840	178,887	193,659	208,105	营业利润增长率	16.35%	26.53%	8.88%	7.40%
营业税费	4,417	7,099	7,685	8,258	净利润增长率	17.20%	17.57%	9.11%	7.41%
销售费用	27,035	31,234	33,813	36,336	EBITDA增长率	15.03%	12.08%	7.96%	7.21%
管理费用	25,156	28,395	30,739	33,033	EBIT增长率	16.48%	25.37%	7.94%	7.19%
财务费用	2,170	2,377	2,214	2,288	NOPLAT增长率	17.13%	20.27%	8.00%	7.22%
资产减值损失	215	0	0	0	投资资本增长率	-0.93%	-1.79%	10.18%	2.51%
加: 公允价值变动	0	0	0	0	净资产增长率	5.10%	13.51%	12.25%	10.93%
投资和汇兑	2,010	1,550	1,550	1,550	利润率				
营业利润	29,641	37,505	40,834	43,856	毛利率	37.59%	37.00%	37.00%	37.00%
加: 营业外净收	524	164	187	210	营业利润率	12.86%	13.21%	13.28%	13.28%
利润总额	30,164	37,669	41,021	44,066	净利润率	8.12%	7.75%	7.81%	7.81%
减: 所得税	6,423	8,287	9,025	9,695	EBITDA/营业收入	16.54%	15.05%	15.00%	14.97%
净利润	18,712	21,999	24,004	25,783	EBIT/营业收入	13.80%	14.05%	14.00%	13.97%
资产负债表	2,010	2011E	2012E	2013E	运营效率				
货币资金	22,977	28,395	30,739	37,996	固定资产周转天数	134.35	111.39	112.15	111.15
交易性金融资产	0	0	0	0	流动营业资本周转天	(30.88)	(29.25)	(31.70)	(31.72)
应收账款	4,150	6,531	7,070	7,597	流动资产周转天数	45.46	44.64	48.72	51.69
应收票据	5	28	31	33	应收帐款周转天数	4.18	4.61	5.54	5.56
预付帐款	1,718	1,988	2,152	2,312	存货周转天数	2.33	2.58	3.12	3.13
存货	1,507	2,556	2,767	2,973	总资产周转天数	296.71	253.32	255.18	255.46
其他流动资产	150	417	535	649	投资资本周转天数	208.05	166.57	160.24	158.30
可供出售金融资产	5,222	5,222	5,222	5,222	投资回报率				
持有至到期投资	0	0	0	0	ROE	18.77%	20.46%	19.85%	19.22%
长期股权投资	23,229	22,600	23,400	24,200	ROA	12.42%	14.10%	14.07%	14.23%
投资性房地产	583	583	583	583	ROIC	19.36%	23.51%	25.85%	25.16%
固定资产	85,487	90,237	101,283	102,702	费用率				
在建工程	1,260	2,272	2,459	2,643	销售费用率	11.73%	11.00%	11.00%	11.00%
无形资产	39,848	42,592	46,109	49,549	管理费用率	10.92%	10.00%	10.00%	10.00%
其他非流动资产	5,050	5,003	5,003	5,003	财务费用率	0.94%	0.84%	0.72%	0.69%
资产总额	191,187	208,423	227,352	241,462	三费/营业收入	23.59%	21.84%	21.72%	21.69%
短期债务	5,500	8,754	6,759	0	偿债能力				
应付帐款	15,765	23,284	25,206	27,087	资产负债率	33.83%	31.10%	29.09%	25.94%
应付票据	0	0	0	0	负债权益比	51.12%	45.13%	41.03%	35.03%
其他流动负债	11,807	18,326	19,499	20,645	流动比率	60.48%	86.20%	91.32%	118.05%
长期借款	12,700	12,700	12,700	12,700	速动比率	57.49%	80.68%	85.49%	111.25%
其他非流动负债	1,526	5,804	6,039	6,268	利息保障倍数	14.66	16.78	19.44	20.17
负债总额	64,670	64,812	66,146	62,643	分红指标				
少数股东权益	23,836	31,218	39,210	47,799	DPS(元)	6.00	0.52	0.62	0.72
股本	23,140	23,140	23,140	23,140	分红比率	74.20%	55.00%	60.00%	65.00%
留存收益	79,354	89,253	98,855	107,879	股息收益率	24.83%	2.16%	2.58%	3.00%
股东权益	126,517	143,612	161,206	178,818	业绩和估值指标	2,010	2011E	2012E	2013E
现金流量表	2,010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.81	0.95	1.04	1.11
净利润	23,742	29,382	31,997	34,372	BVPS(元)	5.47	6.21	6.97	7.73
加: 折旧和摊销	7,593	2,839	3,074	3,303	PE(X)	29.88	25.41	23.29	21.68
资产减值准备	215	0	0	0	PB(X)	4.42	3.89	3.47	3.13
公允价值变动	0	0	0	0	P/FCF	37	54	64	36
财务费用	1,670	1,937	2,377	2,214	P/S	2	2	2	2
投资收益	(2,010)	(1,550)	(1,550)	(1,550)	EV/EBITDA	15	14	13	12
少数股东损益	5,029	7,383	7,992	8,588	CAGR(%)	0	0	0	0
营运资金的变	(69)	14,375	2,295	2,245	PEG	2	3	1	2
经营活动产生	31,925	54,807	46,023	49,246	ROIC/WACC	2	2	2	2
投资活动产生	(4,724)	(5,315)	(13,813)	(4,109)	REP	2	2	2	2
融资活动产生	(25,190)	(28,523)	(18,611)	(25,806)					

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。