

# 南山门票 4:6 分成，短期表现承压

# 增持维持

## 投资要点:

- 南山门票分成问题解决，公司估值将有所提升
- 看好南山景区深度开发的潜力

## 报告摘要:

- 首旅海南南山景区 6 成门票收入将付予观音苑公司。公告称由首旅股份先期支付门票分成 3 亿元，在 2011 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间，首旅南山公司按 60% 计算应分成给观音苑公司的款项，其中门票分成基数的 50% 直接支付给观音苑公司，门票分成基数的 10% 不再支付，相关款项直接用于抵补先期支付的 3 亿元。
- 2011-2012 年 EPS 将分别减少 0.35 元、0.4 元。不计先期付清的 3 亿元门票分成款，门票收入将按 5:5 分成逐年摊薄，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。
- 短期公司股价将受到冲击、期待南山电瓶车提价及海上航线的开通，长期看好南山景区的深度开发潜力。南山门票的分成问题的解决将为公司再融资扫清障碍，以打破目前公司的存量资产维持 10% 左右的自然增长的瓶颈。景区内电瓶车（20 元/人）仍有提价空间，若提价幅度 50%，则新增的 2500 万元将增厚 EPS 0.11 元。同时，南山公司方面计划开发小月湾码头，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。
- 维持增持评级。我们认为短期内市场对此可能有一个偏负面的解读，但公司股价企稳后，仍具备投资价值，我们调整 2011-2012 年每股收益 0.6 元、0.64 元，对应 PE 38 倍、35 倍。若考虑到电瓶车提价，则 2011-2012 年每股收益 0.71、0.75 元，维持增持评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	164,937	230,464	267,601	288,346	314,657
yoy/%	-7.97%	39.7%	16.1%	7.8%	9.1%
净利润/万元	15,966	18,712	13,865	14,812	16,106
yoy/%	-7.55%	17.2%	-25.9%	6.8%	8.7%
每股收益/元	0.69	0.81	0.60	0.64	0.70
PE	33	28	38	35	32

## 服务业研究组

### 分析师:

陈旭 (S1180511010002)

### 联系人:

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

## 市场表现



## 股东户数

报告日期	户均持股数变化
20101231	8673
20100930	8618
20100630	8899

数据来源: 港澳资讯

## 公司数据

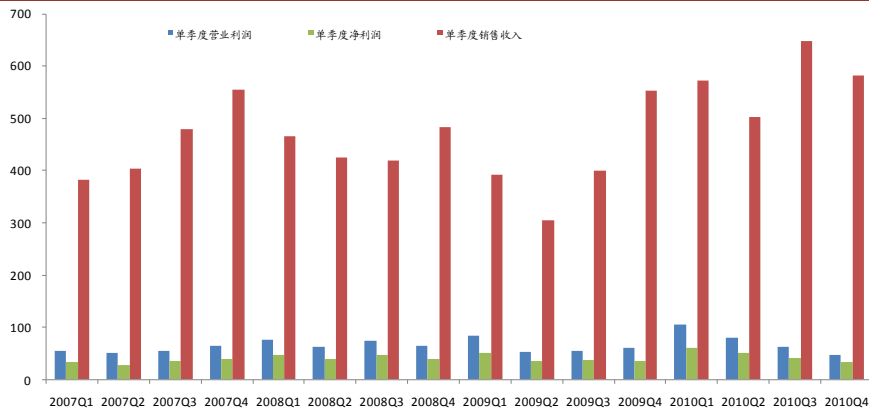
总股本 (亿股)	2.31
总市值 (亿元)	52.13
流通比例	100%
12 个月最高/最低 (元)	27.34/16.00
主要股东	北京首都旅游集团有限责任公司

数据来源: 港澳资讯

## 相关研究

- 《宏源证券\*公司年报简评\*首旅股份: 业绩略低预期，综合毛利率下降 9.1%\*600258\*旅游酒店行业\*孙妍》，2011.3
- 《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\*

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



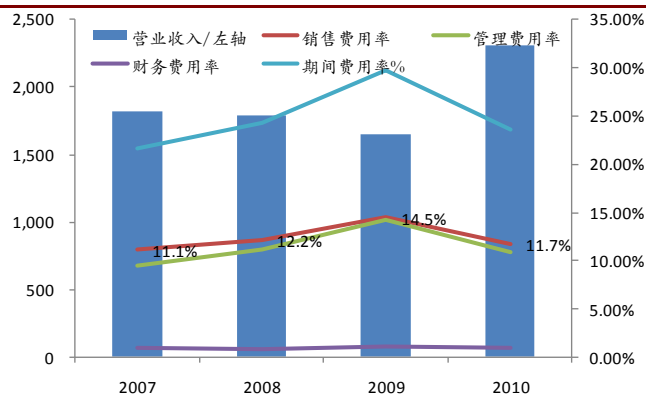
资料来源: 公司公告, 宏源证券

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%		9.00%		12.00%	
第三产业增加值比重	45.00%		47.00%		75.00%		60.00%	

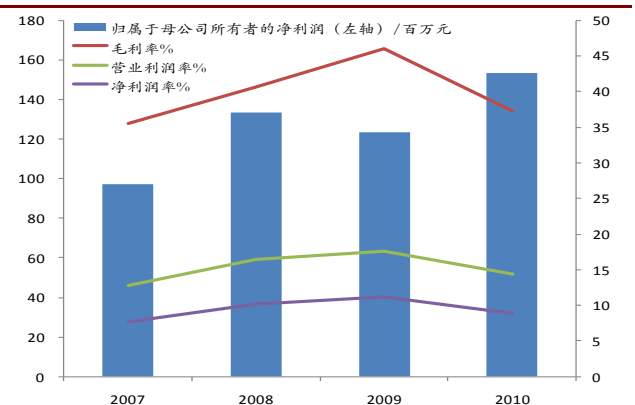
资料来源: 海南省旅游局, 宏源证券

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: 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					40,631	股价: 23			
利润表	2,010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2,010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>230,464</b>	<b>267,601</b>	<b>306,861</b>	<b>335,024</b>	<b>成长性</b>				
减: 营业成本	143,840	178,732	193,323	211,065	营业收入增长率	39.73%	16.11%	7.75%	9.12%
营业税费	4,417	5,352	5,767	6,293	营业利润增长率	16.35%	-19.75%	-2.31%	19.17%
销售费用	27,035	29,436	32,439	34,612	净利润增长率	17.20%	-25.90%	6.83%	8.73%
管理费用	25,156	28,366	29,988	31,623	EBITDA增长率	15.03%	17.15%	8.42%	13.15%
财务费用	2,170	1,928	3,591	3,369	EBIT增长率	16.48%	31.45%	8.44%	13.42%
资产减值损失	215	0	0	0	NOPLAT增长率	17.13%	39.81%	8.98%	13.13%
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	投资资本增长率	-0.93%	10.99%	16.13%	8.71%
投资和汇兑收益	2,010	0	0	0	净资产增长率	5.10%	14.08%	12.11%	11.14%
<b>营业利润</b>	<b>29,641</b>	<b>23,788</b>	<b>23,239</b>	<b>27,695</b>	<b>利润率</b>				
加: 营业外净收支	524	164	187	215	毛利率	37.59%	33.21%	32.95%	32.92%
<b>利润总额</b>	<b>30,164</b>	<b>23,952</b>	<b>41,941</b>	<b>48,277</b>	营业利润率	12.86%	8.89%	8.06%	8.80%
减: 所得税	6,423	5,269	5,154	6,140	净利润率	8.12%	5.18%	5.14%	5.12%
<b>净利润</b>	<b>18,712</b>	<b>13,865</b>	<b>14,812</b>	<b>16,106</b>	EBITDA/营业收入	16.54%	16.69%	15.78%	16.35%
<b>资产负债表</b>	<b>2,010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	EBIT/营业收入	13.80%	15.63%	15.73%	16.34%
货币资金	22,977	21,408	29,003	30,314	<b>运营效率</b>				
交易性金融资产	0	0	0	0	固定资产周转天数	134.35	122.24	138.37	144.97
应收帐款	4,150	6,525	7,058	7,706	流动营业资本周转天数	(30.88)	(29.27)	(31.71)	(31.47)
应收票据	5	28	31	34	流动资产周转天数	45.46	40.24	43.67	46.00
预付帐款	1,718	1,986	2,148	2,345	应收帐款周转天数	4.18	4.61	5.54	5.52
存货	1,507	2,553	2,762	3,015	存货周转天数	2.33	2.58	3.12	3.10
其他流动资产	150	416	532	673	总资产周转天数	296.71	259.82	276.44	282.64
可供出售金融资产	5,222	5,222	5,222	5,222	投资资本周转天数	208.05	177.46	186.53	191.60
持有至到期投资	0	0	0	0	<b>投资回报率</b>				
长期股权投资	23,229	22,600	23,400	24,200	ROE	18.77%	24.10%	22.73%	23.43%
投资性房地产	583	583	583	583	ROA	12.42%	15.93%	14.54%	15.43%
固定资产	85,487	107,175	128,714	141,105	ROIC	19.36%	27.33%	26.83%	26.14%
在建工程	1,260	2,270	2,455	2,680	<b>费用率</b>				
无形资产	39,848	42,555	46,029	50,254	销售费用率	11.73%	11.00%	11.25%	11.00%
其他非流动资产	5,050	5,003	5,003	5,003	管理费用率	10.92%	10.60%	10.40%	10.05%
<b>资产总额</b>	<b>191,187</b>	<b>218,325</b>	<b>252,938</b>	<b>273,132</b>	财务费用率	0.94%	0.72%	1.25%	1.07%
短期债务	5,500	17,983	31,825	30,000	三费/营业收入	23.59%	22.32%	22.90%	22.12%
应付帐款	15,765	23,264	25,163	27,472	<b>偿债能力</b>				
应付票据	0	0	0	0	资产负债率	33.83%	33.89%	36.02%	34.16%
其他流动负债	11,807	18,314	19,472	20,880	负债权益比	51.12%	51.26%	56.31%	51.88%
长期借款	12,700	12,700	12,700	12,700	流动比率	60.48%	59.31%	57.36%	59.34%
其他非流动负债	1,526	5,785	6,016	6,298	速动比率	57.49%	54.71%	53.55%	55.28%
<b>负债总额</b>	<b>64,670</b>	<b>73,989</b>	<b>91,119</b>	<b>93,293</b>	利息保障倍数	14.66	21.69	12.63	15.27
<b>少数股东权益</b>	<b>23,836</b>	<b>28,117</b>	<b>32,731</b>	<b>37,765</b>	<b>分红指标</b>				
股本	23,140	23,140	23,140	23,140	DPS(元)	6.00	0.72	0.83	1.04
留存收益	79,354	93,079	105,948	118,934	分红比率	74.20%	55.00%	60.00%	65.00%
<b>股东权益</b>	<b>126,517</b>	<b>144,336</b>	<b>161,819</b>	<b>179,839</b>	股息收益率	26.63%	3.22%	3.70%	4.63%
<b>现金流量表</b>	<b>2,010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2,010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
净利润	23,742	18,682	18,272	21,770	EPS(元)	0.81	0.60	0.64	0.70
加: 折旧和摊销	7,593	2,837	3,069	3,350	BVPS(元)	5.47	6.24	6.99	7.77
资产减值准备	215	0	0	0	PE(X)	27.86	37.60	35.20	32.37
公允价值变动损失	0	0	0	0	PB(X)	4.12	3.61	3.22	2.90
财务费用	1,670	1,937	1,928	3,591	P/FCF	35	47	23	26
投资收益	(2,010)	0	0	0	P/S	2	2	2	2
少数股东损益	5,029	4,817	3,460	5,664	EV/EBITDA	14	12	12	10
营运资金的变动	(69)	14,334	2,267	2,757	CAGR(%)	0	0	0	0
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>31,925</b>	<b>42,597</b>	<b>30,659</b>	<b>36,909</b>	PEG	2	2	2	2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>(4,724)</b>	<b>(23,766)</b>	<b>(25,812)</b>	<b>(17,416)</b>	ROIC/WACC	2	3	3	3
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>(25,190)</b>	<b>(23,520)</b>	<b>(9,053)</b>	<b>(29,310)</b>	REP	2	1	1	1

**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。