



旺季出现增长 但动力减弱

——首旅股份（600258）2009 年第一季度报告点评

要点:

- 季度业绩及评论:** 公司 2009 年第一季度实现营业收入 3.9 亿元, 同比下降 16%; 实现归属母公司所有者的净利润 5046 万元, 同比增长 7.6%, 每股收益 0.22 元。由于公司所辖的海南南山景区第一季度是旺季, 景区业务仍是公司业绩增长的主要来源, 从分季度业绩来看, 公司业绩在第一季度和第三季度达到高点。
- 营业毛利增长率处于近 9 个季度低点。** 公司第一季度的毛利率达到 46.9%, 超出往年 40-41% 的平均水平, 这也是导致公司业绩增长的主要原因。从分季度营业毛利的增长来看, 2009 年第一季度的营业毛利增长率为 2.6%, 处于自 2007 年来的 9 个季度最低点 (2008 年四个季度的营业毛利增长率分别为 16%、14%、26% 和 6%)。由于 09 年第一季度营业毛利增速大幅放缓, 再加之 08 年受益于奥运所带来的高基数, 我们仍维持公司 09 年业绩下降的基本判断。
- 经营动态:** 公司出资 3.3 亿元收购的前门饭店在 09 年 1 月已通过股东大会, 目前变更手续尚未完成, 故第一季度尚没有合并前门饭店财务报表。2009 年第一季度, 前门饭店实现营业收入 1471 万元, 利润总额 35 万元, 平均房价 290.41 元, 平均出租率 57.93%。我们预计前门饭店的收购将增厚业绩 0.04 元。
- 盈利预测:** 2009 年受入境人次下降和市场竞争影响, 公司旗下的两家四星级酒店经营状况并不乐观, 增长点依然来自稳定增长的海南南山景区。在不考虑南山景区门票分成的前提下, 我们预计公司 09 年净利润下降 24%, 每股收益 0.56 元。2010 年公司经营业绩比较稳定, 预计 2010 年的每股收益为 0.58 元。
- 投资评级:** 目前 09 年市盈率达到 31 倍, 若按扣除景区门票分成后的每股收益 0.40 元计算, 公司市盈率接近 43 倍, 高于行业 35 倍平均水平, 我们维持“中性”的投资评级。

分析师

刘月平, CFA

☎ 0755-83515203

✉ lyp@cgws.com

投资评级: 中性 (维持)

市场数据

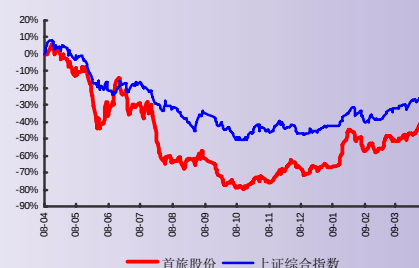
最新股价: 17.15 元

总市值 (百万元)	3968
流通市值 (百万元)	1979
总股本 (百万股)	231.4
流通股本 (百万股)	115.4
12 个月最高/最低	35.66/6.55
十大流通股占总股本比	13.27%
大股东	首旅集团

公司盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	179,221	174,481	186,484
(+/- %)	-1.5%	-2.6%	6.9%
净利润 (万元)	17,270	12,998	13,478
(+/- %)	41.1%	-24.7%	3.7%
摊薄 EPS (元)	0.75	0.56	0.58
市盈率 (倍)	23	31	29

公司股价表现图



相关报告

《首旅股份 2008 年报点评》20090318

《停止景区门票分成导致业绩不降反升》20081111

《首旅股份 门票分成导致业绩下降》20080829

《首旅股份 南山门票分成达成协议》20080417

《首旅股份 奥运和资产注入带来想象空间》

20080306

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1: 公司近 9 个季度利润表及主要指标

单位: 万元, %	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1
营业收入	38259	40285	47991	55421	46646	42411	41912	48252	39176
营业成本	22023	25934	33705	36137	27809	26101	23907	27798	19855
营业毛利	16236	14350	14286	19284	18837	16310	18005	20454	19321
营业税金及附加	838	769	751	1010	941	847	941	1059	928
销售费用	4756	4383	4802	6310	4862	4960	5213	6747	4884
管理费用	4537	4081	3824	4882	4615	4523	4535	6408	4393
财务费用	438	423	394	452	448	399	413	324	409
投资净收益	-113	446	972	-50	-254	697	695	351	-211
营业利润差额	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	5557	5066	5518	6693	7677	6298	7520	6387	8491
营业外收支	-43	-477	7	-566	-19	-193	13	93	-4
利润总额	5514	4588	5525	6127	7658	6104	7533	6480	8487
所得税	938	763	1180	2527	1532	1169	1510	1317	1836
少数股东权益	1156	1015	845	1094	1436	939	1391	1209	1604
归属母公司所有者净利润	3420	2810	3501	2506	4689	3996	4632	3953	5046
EPS (元)	0.15	0.12	0.15	0.11	0.20	0.17	0.20	0.17	0.22
营业收入增长率	39.0%	12.5%	16.9%	30.9%	21.9%	5.3%	-12.7%	-12.9%	-16.0%
营业毛利增长	40.5%	45.3%	21.3%	21.6%	16.0%	13.7%	26.0%	6.1%	2.6%
营业利润增长	59.7%	76.6%	51.4%	116.2%	38.1%	24.3%	36.3%	-4.6%	10.6%
利润总额增长率	60.4%	60.3%	52.1%	125.8%	38.9%	33.0%	36.3%	5.8%	10.8%
净利润增长率	42.0%	44.7%	45.5%	103.1%	37.1%	42.2%	32.3%	57.8%	7.6%
毛利率	40.2%	33.7%	28.2%	33.0%	38.4%	36.5%	40.7%	40.2%	46.9%
销售费用率	11.9%	10.1%	8.0%	8.8%	9.9%	10.7%	10.8%	13.3%	11.2%
管理费用率	1.1%	1.1%	0.8%	0.8%	1.0%	0.9%	1.0%	0.7%	1.0%
财务费用/主营业务收入	-0.3%	1.1%	2.0%	-0.1%	-0.5%	1.6%	1.7%	0.7%	-0.5%
实际所得税率	17.0%	16.6%	21.3%	41.2%	20.0%	19.1%	20.0%	20.3%	21.6%
净利率	8.9%	7.0%	7.3%	4.5%	10.1%	9.4%	11.1%	8.2%	12.9%
总股本	23140	23140	23140	23140	23140	23140	23140	23140	23140

数据来源: 长城证券研究所

注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

表 2: 公司未来三年的盈利预测

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	179221	174481	186484	197975	成长性				
营业总成本	152828	154398	163534	173143	营业收入增长	-1.5%	-2.6%	6.9%	6.2%
营业成本	105614	103963	109509	116004	营业成本增长	-10.3%	-1.6%	5.3%	5.9%
财务费用	1584	1404	1619	1503	营业利润增长	22.1%	-22.6%	6.4%	14.7%
销售费用	21782	22683	24243	25737	利润总额增长	27.7%	-22.7%	6.4%	14.7%
管理费用	20082	22683	24243	25737	净利润增长	41.1%	-24.7%	3.7%	13.2%
投资净收益	1488	1488	1488	1488	盈利能力				
营业利润	27881	21571	22950	26320	毛利率	41.1%	40.4%	41.3%	41.4%
营业外收支	-107	-107	-107	-107	销售净利率	9.6%	7.4%	7.2%	7.7%
利润总额	27774	21464	22844	26213	ROE	13.1%	8.7%	8.1%	8.2%
所得税	5528	4722	5482	6553	ROIC	16.1%	11.9%	12.3%	12.2%
少数股东损益	4976	3745	3883	4397	营运效率				
净利润	17270	12998	13478	15262	销售费用/营业收入	12.2%	13.0%	13.0%	13.0%
资产负债表 (万元)					管理费用/营业收入	11.2%	13.0%	13.0%	13.0%
货币资金	29031	37993	51391	57072	投资收益/营业利润	5.3%	6.9%	6.5%	5.7%
应收帐款	3537	3443	3680	3907	所得税/利润总额	19.9%	22.0%	24.0%	25.0%
应收票据	33	32	34	37	应收帐款周转率	51.89	49.99	52.36	52.18
存货	1121	1103	1162	1231	存货周转率	94.63	93.51	96.70	96.96
流动资产合计	35774	44582	58400	64507	流动资产周转率	5.76	4.34	3.62	3.22
固定资产	83097	95676	106755	117987	总资产周转率	0.96	0.89	0.86	0.83
资产总计	185782	206055	229838	246063	偿债能力				
短期借款	23300	28300	33300	28300	资产负债率	28.9%	27.8%	27.7%	24.5%
应付款项	7706	7586	7990	8464	流动比率	0.72	0.84	0.98	1.15
流动负债合计	49456	52987	59409	55974	速动比率	0.70	0.82	0.96	1.13
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
负债合计	53741	57272	63694	60259	摊薄 EPS	0.75	0.56	0.58	0.66
股本	23140	23140	23140	23140	每股净资产	5.71	6.43	7.18	8.03
留存收益	86332	99330	112808	128070	每股经营现金流	1.07	0.95	1.12	1.27
少数股东权益	22568	26313	30196	34594	每股经营现金/EPS	1.4	1.7	1.9	1.9
权益合计	132041	148783	166144	185804	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
负债和股东权益总计	185782	206055	229838	246063	PE	21.9	29.1	28.0	24.7
现金流量表 (万元)					PEG	-5.42	3.47	2.12	-
经营活动现金流	24776	21885	25846	29329	PB	2.9	2.5	2.3	2.0
其中营运资本减少	-2573	-1314	1002	1139	EV/EBITDA	11.90	14.69	12.96	11.77
投资活动现金流	-1553	-17922	-17448	-18648	EV/SALES	2.26	2.35	2.23	2.07
其中资本支出	-3932	-17922	-17448	-18648	EV/IC	3.02	2.80	2.65	2.45
融资活动现金流	-13901	5000	5000	-5000	ROIC/WACC	1.63	1.21	1.24	1.23
净现金总变化	9302	8963	13398	5680	REP	1.85	2.32	2.13	1.99

数据来源: 长城证券研究所

注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

刘月平: 特许金融分析师, 中国注册会计师, 上海财经大学会计学硕士, 8年证券行业从业经历, 任旅游、传媒行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>