



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2009 年 8 月 20 日

小盘股

研究部

曾令波

分析员

zenglb@cicc.com.cn

李永喜

分析员

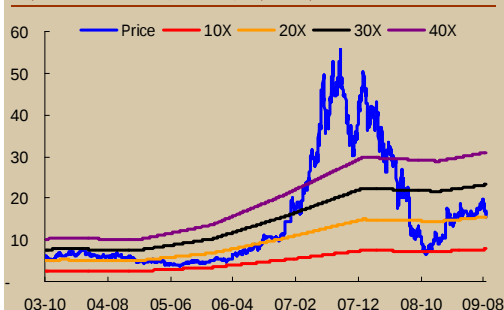
liyongxi@cicc.com.cn

审慎推荐

首旅股份(600258.CH)

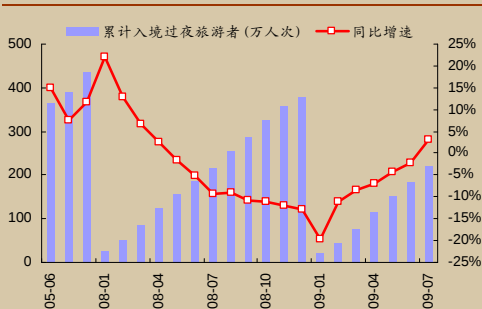
南山景区持续增长支撑业绩

图 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 2: 北京入境游逐步回暖



资料来源: 北京市旅游局; 中金公司研究部

图 3: 中期业绩分业务情况

(百万元)	1H08	1H09	YoY
收入	891	696	-21.8%
旅游服务	540	352	-34.9%
酒店	159	126	-20.6%
景区	162	197	21.6%
展览广告	29	22	-25.6%
毛利率	39.5%	48.7%	9.2%
旅游服务	5.6%	7.0%	1.39%
酒店	88.7%	86.3%	-2.37%
景区	93.1%	93.3%	0.27%
展览广告	100.0%	100.0%	0.01%

资料来源: 公司公告; 中金公司研究部

公司动态:

首旅股份公布 09 年中期业绩, 营业收入、营业利润和净利润分别同比增长-22%、-1.1%和-0.9%, 实现每股收益 0.37 元, 符合预期。

评论:

南山景区持续增长弥补旅游酒店业绩下滑。受金融危机和甲型 H1N1 流感影响, 公司酒店、旅游服务和展览业务收入均大幅下滑。其中酒店业务更是受困于平均房价和入住率双重下滑, 拖累公司业绩。而高毛利率的南山景区几乎未受影响, 上半年接待游客人数达到 146 万人次, 同比增长 17.4%, 景区收入大幅增长的同时毛利率小幅提升, 呈现“量价齐升”的增长态势, 上半年景区业务毛利占比高达 54%, 对公司业绩形成有力支撑。

未来南山门票分成对公司业绩影响巨大。南山景区将继续快速增长, 成为公司业绩增长的主动力。但悬而未决的门票分成问题对公司业绩影响巨大。静态来看, 如果 09、10 年公司分成南山门票收入 40%, 目前每股收益将分别下降 35%和 34%。

旅游酒店业务下半年将缓慢复苏。北京入境游逐步回暖, 截至 7 月底, 累计接待入境游已实现同比增长 3%, 公司旅行社业务下半年将有所改观, 收入同比降幅收窄。高星级酒店的复苏将较为缓慢, 目前平均房价和入住率依然处于低位, 下半年随旅游市场复苏和建国 60 周年大庆举行, 北京高星级酒店房价和入住率将逐步回升。

酒店资产注入对短期业绩增厚有限, 打开后续资产注入空间。公司已经完成对前门饭店的收购, 下半年将完成非公开发行股票收购和平宾馆和新侨饭店股权。由于北京酒店业景气低迷, 酒店资产注入对业绩增厚有限 (5%-10%), 但为后续集团酒店资产注入打开空间。

投资建议:

我们维持 09、10 年盈利预测每股收益 0.72 和 0.80 元 (不考虑门票分成, 如果考虑 40%分成, 每股收益分别为 0.47 和 0.53), 目前股价对应 09 和 10 年市盈率分别为 21x 和 19x, 由于门票分成悬而未决, 此估值并不便宜, 鉴于酒店资产注入预期明确且有空间较大, 维持审慎推荐评级。

风险因素:

甲型 H1N1 流感爆发等突发事件; 门票分成比例高于预期; 资产注入受阻或大幅慢于预期。

图表 4：分季度业绩

(百万元)	季度数据						1Q09		2Q09		半年度数据		
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	YoY	QoQ	YoY	QoQ	1H08	1H09	YoY
主营业务收入	466.46	424.1	419.1	482.5	391.8	304.7	-16.0%	-18.8%	-28.1%	-22.2%	890.6	696.5	-21.8%
主营业务成本	278.09	261.0	239.1	278.0	198.6	158.7	-28.6%	-28.6%	-39.2%	-20.1%	539.1	357.2	-33.7%
主营业务税金及附加	9.41	8.5	9.4	10.6	9.3	7.4	-1.4%	-12.3%	-13.2%	-20.8%	17.9	16.6	-7.0%
主营业务利润	178.96	154.6	170.6	193.9	183.9	138.7	2.8%	-5.2%	-10.3%	-24.6%	333.6	322.6	-3.3%
营业费用	48.62	49.6	52.1	67.5	48.8	46.5	0.4%	-27.6%	-6.3%	-4.8%	98.2	95.3	-3.0%
管理费用	46.15	45.2	45.4	64.1	43.9	41.1	-4.8%	-31.4%	-9.1%	-6.4%	91.4	85.0	-6.9%
财务费用	4.48	4.0	4.1	3.2	4.1	4.2	-8.7%	26.1%	5.6%	2.8%	8.5	8.3	-2.0%
营业利润	76.77	63.0	75.2	48.8	84.9	53.3	10.6%	74.1%	-15.4%	-37.2%	139.7	138.2	-1.1%
利润总额	76.58	61.0	75.3	64.8	84.9	53.5	10.8%	31.0%	-12.3%	-36.9%	137.6	138.4	0.6%
所得税	15.32	11.7	15.1	13.2	18.4	10.2	19.8%	39.4%	-12.4%	-44.2%	27.0	28.6	5.9%
少数股东权益	14.36	9.4	13.9	12.1	16.0	7.7	11.7%	32.6%	-18.1%	-52.0%	23.8	23.7	-0.1%
净利润	46.89	40.0	46.3	39.5	50.5	35.6	7.6%	27.6%	-11.0%	-29.5%	86.9	86.0	-0.9%
每股收益(元)	0.20	0.17	0.20	0.17	0.22	0.15	7.6%	27.6%	-11.0%	-29.5%	0.38	0.37	-0.9%
毛利率	40.4%	38.5%	43.0%	42.4%	49.3%	47.9%	8.9%	6.9%	9.5%	-1.4%	39.5%	48.7%	9.2%
营业费用率	10.4%	11.7%	12.4%	14.0%	12.5%	15.3%	2.0%	-1.5%	3.6%	2.8%	11.0%	13.7%	2.7%
管理费用率	9.9%	10.7%	10.8%	13.3%	11.2%	13.5%	1.3%	-2.1%	2.8%	2.3%	10.3%	12.2%	1.9%
营业利润率	16.5%	14.8%	17.9%	10.1%	21.7%	17.5%	5.2%	11.6%	2.6%	-4.2%	15.7%	19.8%	4.1%
净利润率	10.1%	9.4%	11.1%	8.2%	12.9%	11.7%	2.8%	4.7%	2.3%	-1.2%	9.8%	12.4%	2.6%
有效税率	20.0%	19.1%	20.0%	20.3%	21.6%	19.1%	1.6%	1.3%	0.0%	-2.5%	19.6%	20.7%	1.0%

资料来源：万得资讯，公司公告，中金公司研究部

图表 5: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

首旅股份 600258	损益表(人民币百万)					
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入	1,278	1,464	1,820	1,792	1,608	1,826
销售成本	-811	-976	-1,178	-1,056	-875	-1,011
营业费用	-169	-178	-203	-218	-217	-237
管理费用	-168	-145	-173	-201	-193	-201
EBIT	105	141	232	280	282	331
EBITDA	155	198	290	340	348	405
财务费用	-20	-19	-17	-16	-24	-27
投资收益	10	7	13	15	12	12
其他损益项	0	0	0	0	0	0
所得税	-19	-38	-54	-55	-59	-79
少数股东损益	-14	-8	-41	-50	-42	-49
归属于股东的净利润	58	79	122	173	167	186

首旅股份 600258	资产负债表(人民币百万)					
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
现金	228	155	197	290	173	264
应收帐款	29	34	34	35	32	36
预付帐款	3	6	6	11	9	10
存货	13	13	11	11	9	11
其他流动资产	2	-	2	-	-	-
流动资产	325	242	264	358	235	336
固定资产	763	818	851	831	1,090	1,124
长期投资	296	240	336	249	249	249
其他长期资产	8	44	50	50	50	50
长期资产	1,468	1,498	1,619	1,500	1,748	1,771
资产总额	1,792	1,740	1,883	1,858	1,984	2,106
短期借款	410	290	228	233	333	333
各项应付款	109	98	92	77	64	74
应交税费	12	25	24	34	29	33
应付职工薪酬	26	36	25	13	11	13
其他流动负债	144	177	171	150	121	138
流动负债	675	590	515	495	546	578
长期借款	30	30	20	-	-	-
其他长期负债	64	65	65	35	35	35
长期负债	94	95	85	35	35	35
负债总额	769	685	629	537	581	613
少数股东权益	192	184	210	226	226	226
股本	231	231	231	231	231	231
公积金及未分配利润	600	640	813	863	945	1,036
股东权益	832	871	1,045	1,095	1,176	1,268
负债及股东权益	1,792	1,740	1,883	1,858	1,983	2,106

首旅股份 600258	现金流量表(人民币百万)					
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
净利润	58	79	122	173	167	186
折旧/摊销	49	57	58	61	66	74
运营资本变化	190	44	7	-36	-33	22
其他项	-157	43	62	50	54	65
经营活动现金流	140	224	250	248	255	347
固定资产投资	-95	-132	-101	-39	-319	-100
其他投资活动	-12	15	32	24	8	16
投资活动现金流	-107	-117	-69	-16	-311	-84
股权融资	-	-	-	-	-	-
借款变动	43	-121	-83	-61	90	-
其他融资活动	-57	-58	-56	-78	-151	-172
融资活动现金流	-14	-179	-140	-139	-61	-172
现金(等价物)变化	19	-73	42	93	-117	91

历史股价表现	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
(%)	-12%	-11%	-4%	-2%	32%	-67%
行业板块	消费与服务		二级行业		餐饮旅游	
第一大股东	北京首都旅游集团		持股比例		60%	
总市值(百万元)	3,573		流通市值(百万)		1,603	
发行股数(百万股)	231		股票现价(元)		15.44	

成长性分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入	-5%	15%	24%	-2%	-10%	14%
销售毛利	-3%	5%	32%	15%	-1%	11%
EBITDA	-9%	28%	47%	17%	2%	16%
EBIT	-2%	34%	65%	20%	1%	17%
净利润	-4%	36%	55%	41%	-3%	11%

盈利能力分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
毛利率	34%	31%	33%	39%	43%	42%
营业费用率	13%	12%	11%	12%	14%	13%
管理费用率	13%	10%	10%	11%	12%	11%
EBITDA利润率	12%	14%	16%	19%	22%	22%
EBIT利润率	8%	10%	13%	16%	18%	18%
净利润率	5%	5%	7%	10%	10%	10%

偿债能力及杠杆分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
流动比率	0.48	0.41	0.51	0.72	0.43	0.58
速动比率	0.46	0.39	0.49	0.70	0.41	0.56
现金比率	13%	9%	10%	16%	9%	13%
资产负债率	43%	39%	33%	29%	29%	29%
债务/权益	61%	44%	30%	25%	31%	29%
净债务/权益	33%	26%	11%	-1%	17%	8%
利息覆盖倍数	8	11	17	21	15	15

杜邦分析%	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
净资产收益率	7.0%	9.1%	11.7%	15.8%	14.2%	14.7%
=总资产收益率	3.2%	4.5%	6.5%	9.3%	8.4%	8.8%
×总资产/净资产	2.16	2.00	1.80	1.70	1.69	1.66
=销售净利润率	5%	5%	7%	10%	10%	10%
×资产周转率	0.71	0.84	0.97	0.96	0.81	0.87
×总资产/净资产	2.16	2.00	1.80	1.70	1.69	1.66

回报率分析%	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
投入资本回报率	5.2%	6.9%	8.9%	12.7%	11.6%	12.2%
资本回报率	7.0%	9.1%	11.7%	15.8%	14.2%	14.7%
加权平均资本成本	5.2%	7.0%	9.7%	12.6%	11.9%	12.6%

每股指标分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
摊薄每股收益	0.25	0.34	0.53	0.75	0.72	0.80
每股经营性现金	0.60	0.97	1.08	1.07	1.10	1.50
每股股息	0.17	0.17	0.27	0.37	0.37	0.41
每股净资产	3.59	3.76	4.51	4.73	5.08	5.48

估值分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
市盈率	62	45	29	21	21	19
市净率	4.3	4.1	3.4	3.3	3.0	2.8
股价/每股经营现金流	26	16	14	14	14	10
红利收益率	1.1%	1.1%	1.7%	2.4%	2.4%	2.7%

资料来源: 万得资讯, 公司公告, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。