

南山分成未卜和酒店业绩洼地背后的价值

首旅股份(600258.SH)2009 年中报点评

报告关键点：

- 南山景区增长良好，而其余业务均出现较大幅度下滑，全年利润将与去年持平；
- 以今年为起点，考虑南山分成，公司盈利仍有望实现增长，且可能超出预期；
- 根据判断我们维持盈利预测和目标价，调高投资评级至“增持_B”。

报告摘要：

- 业绩符合预期：公司中期实现营业收入、毛利和净利润分别为6.96亿元、3.39亿元和0.86亿元，分别同比下降21.79%、3.47%和0.93%；每股收益为0.37元。
- 受金融危机影响和北京高星级酒店市场的供给冲击，公司除南山之外的业务均出现大幅下滑；但南山景区业务的良好成长遏制了下滑的态势，使得净利与去年同期打平：数据显示，上半年南山景区的收入和毛利分别同比增长21.57%和21.93%；除此业务外，酒店业务、展览广告业务和旅游服务业务的收入分别下滑20.56%、25.61%和34.94%；相应的毛利依次下滑22.69%、25.61%和18.85%；经营情况的此消彼长进一步夯实了南山景区的地位，其对利润的贡献权重提升了近17个百分点，达到82%。另外，由于旅游服务收入的占比较大，该业务收入的大幅下滑导致了公司主营收入的下滑，但因其毛利率较低，故而对毛利的变化影响较小；毛利降幅较小的原因在于景区业务收入的增长。
- 根据判断，虽然酒店业务在未来两年都将处于低位运行，并且业绩将唯一保持较高增长的南山景区的分成协议终会达成，但是我们按照南山景区可能达成的最差的分成协议，以及南山景区的成长测算，公司未来的业绩增长仍然是可以保证的，并考虑到分成比例将有望逐年提高，则我们认为目前股价存在一定程度的低估，维持此前目标价不变：因为公司的业绩来源主要是南山景区和酒店业务，而因为酒店业务受供给冲击压制，未来两年恢复起来仍较缓慢，所以未来两年业绩结构中 can 保持较高增长的唯有南山景区，而南山景区还存在着门票分成的潜在风险。另外，由于酒店业务今年较去年下滑较大，所以今年南山的增长仅能保证公司的利润与去年持平。但是我们如果假设公司将分得南山景区40%的最差的门票分成，且每年分成比例不变，则2009~2011年公司EPS 分别为0.46元、0.53元和0.56元；其业绩增长的原因是，以今年为起点，酒店业务的下滑风险将基本消失，而南山景区的增长可以无阻力的实现为公司利润的增长。同时我们认为南山分成比例逐年提高的可能很大，如果考虑此因素则利润增长幅度将会远超过我们的预测，并结合景区的估值较高的因素，相比目前的股价，我们认为存在一定程度的低估，维持6个月目标价17.48元不变。
- 维持盈利预测，调高投资评级至“增持_B”：因公司经营情况与预期一致，故维持此前不考虑南山分成的盈利预测，即2009~2011年EPS分别为0.76元、0.87元和0.91元；结合以上分析我们调高投资评级至“增持_B”。

评级：

增持-B

上次评级：中性-A

目标价格：17.48 元

期限：6 个月 上次预测：17.48 元

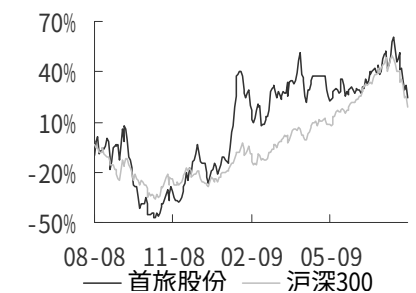
现价：15.44 元

报告日期：2009-08-20

市场数据

总市值(百万元)	3,572.82
流通市值(百万元)	1,781.13
总股本(百万股)	231.40
流通股本(百万股)	115.36
12 个月最高/最低	6.55/20.34 元
十大流通股股东(%)	27.07%
股东户数	42,808

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.27	(16.37)	5.38
绝对收益	(13.79)	(9.20)	24.39

研究员

苏慧 助理行业分析师
021-68765913 suhui@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,819.6	1,792.2	1,487.5	1,740.4	1,949.3
Growth(%)	24.0%	-1.5%	-17.0%	17.0%	12.0%
净利润	163.5	222.5	231.4	261.9	278.4
Growth(%)	53.2%	41.1%	2.3%	14.2%	4.9%
毛利率(%)	35.3%	41.1%	45.0%	44.0%	44.0%
净利润率(%)	6.7%	9.6%	11.9%	11.6%	10.9%
每股收益(元)	0.53	0.75	0.76	0.87	0.91
每股净资产(元)	5.42	5.71	6.90	7.93	9.11
市盈率	29.2	20.7	20.2	17.7	16.9
市净率	2.8	2.7	2.2	1.9	1.7
净资产收益率(%)	13.0%	16.8%	14.5%	14.3%	13.2%
ROIC(%)	13.5%	17.8%	17.8%	15.5%	15.3%
EV/EBITDA	13.3	11.2	10.5	8.9	8.1
股息收益率	1.1%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

- 首旅股份：南山景区增长超预期，维持评级
2009-04-28
- 首旅股份：南山分成的不确定性为最大的业绩扰动因素
2009-03-18
- 首旅股份：奥运综合作用较为正面，基本符合预期
2008-10-27

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-8-20**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,819.6	1,792.2	1,487.5	1,740.4	1,949.3	成长性					
减: 营业成本	1,178.0	1,056.1	818.1	974.6	1,091.6	营业收入增长率	24.0%	-1.5%	-17.0%	17.0%	12.0%
营业税费	33.7	37.9	29.8	32.2	39.0	营业利润增长率	74.5%	22.1%	3.2%	14.7%	7.7%
销售费用	202.5	217.8	180.0	208.8	243.7	净利润增长率	53.2%	41.1%	2.3%	14.2%	4.9%
管理费用	173.2	200.8	166.6	182.7	214.4	EBITDA 增长率	33.9%	18.8%	12.7%	14.3%	6.0%
财务费用	17.1	15.8	15.2	21.0	15.1	EBIT 增长率	64.1%	20.1%	2.8%	15.8%	5.6%
资产减值损失	-0.7	-0.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	74.7%	33.4%	3.6%	14.3%	4.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.9%	3.6%	31.7%	5.1%	3.3%
投资和汇兑收益	12.6	14.9	10.0	9.0	10.0	净资产增长率	15.1%	5.2%	20.8%	15.0%	15.0%
营业利润	228.3	278.8	287.8	330.0	355.5	利润率					
加: 营业外净收支	-10.8	-1.1	1.5	1.5	1.5	毛利率	35.3%	41.1%	45.0%	44.0%	44.0%
利润总额	217.5	277.7	289.3	331.5	357.0	营业利润率	12.5%	15.6%	19.3%	19.0%	18.2%
减: 所得税	54.1	55.3	57.9	69.6	78.5	净利润率	6.7%	9.6%	11.9%	11.6%	10.9%
净利润	163.5	222.5	231.4	261.9	278.4	EBITDA/营业收入	15.9%	19.2%	26.1%	25.5%	24.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	13.5%	16.4%	20.4%	20.2%	19.0%
货币资金	197.3	290.3	397.6	363.2	768.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	164	168	256	273	252
应收帐款	48.0	45.3	96.7	130.5	126.7	流动营业资本周转天数	-17	-12	-13	-12	-8
应收票据	0.0	0.3	-	-	-	流动资产周转天数	50	62	100	98	125
预付帐款	6.0	10.6	-27.5	-27.5	-27.5	应收帐款周转天数	7	7	9	8	9
存货	11.1	11.2	8.2	9.7	10.9	存货周转天数	2	2	2	2	2
其他流动资产	1.8	-0.0	-3.0	-0.5	1.6	总资产周转天数	363	376	527	523	515
可供出售金融资产	116.3	34.7	90.0	80.0	90.0	投资资本周转天数	260	270	384	382	356
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	215.3	209.8	195.0	200.0	200.0	ROE	13.0%	16.8%	14.5%	14.3%	13.2%
投资性房地产	4.7	4.4	-	-	-	ROA	8.7%	12.0%	9.3%	10.2%	9.2%
固定资产	843.8	825.3	1,293.6	1,348.3	1,385.4	ROIC	13.5%	17.8%	17.8%	15.5%	15.3%
在建工程	7.5	5.7	15.4	21.3	24.8	费用率					
无形资产	378.7	367.5	366.3	365.2	364.2	销售费用率	11.1%	12.2%	12.1%	12.0%	12.5%
其他非流动资产	53.0	52.8	63.6	70.8	74.1	管理费用率	9.5%	11.2%	11.2%	10.5%	11.0%
资产总额	1,883.5	1,857.8	2,496.0	2,561.1	3,018.8	财务费用率	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	0.8%
短期债务	228.0	233.0	229.2	226.1	218.5	三费/营业收入	21.6%	24.2%	24.3%	23.7%	24.3%
应付帐款	173.7	133.7	114.5	136.4	131.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	33.4%	28.9%	36.1%	28.4%	30.1%
其他流动负债	113.1	127.9	101.6	109.2	115.5	负债权益比	50.1%	40.7%	56.4%	39.6%	43.1%
长期借款	20.0	-	400.0	200.0	400.0	流动比率	0.51	0.72	1.06	1.01	1.89
其他非流动负债	93.8	42.9	54.9	54.9	44.9	速动比率	0.49	0.70	1.04	0.99	1.87
负债总额	628.5	537.4	900.3	726.7	909.9	利息保障倍数	14.37	18.60	19.89	16.74	24.48
少数股东权益	210.2	225.7	277.8	335.0	398.5	分红指标					
股本	231.4	231.4	231.4	231.4	231.4	DPS(元)	0.17	0.27	-	-	-
留存收益	813.3	863.3	1,086.4	1,268.0	1,479.0	分红比率	32.1%	36.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,255.0	1,320.4	1,595.6	1,834.4	2,109.0	股息收益率	1.1%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	163.5	222.5	231.4	261.9	278.4	EPS(元)	0.53	0.75	0.76	0.87	0.91
加: 折旧和摊销	58.3	60.9	84.8	92.5	99.4	BVPS(元)	5.42	5.71	6.90	7.93	9.11
资产减值准备	-0.7	-0.2	-	-	-	PE(X)	29.2	20.7	20.2	17.7	16.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.8	2.7	2.2	1.9	1.7
财务费用	17.0	29.8	16.5	15.2	21.0	P/FCF	-	29.7	27.7	-37.9	10.5
投资收益	-12.6	-14.9	-10.0	-9.0	-10.0	P/S	2.0	2.0	2.4	2.1	1.8
少数股东损益	41.1	49.8	54.9	60.2	66.8	EV/EBITDA	13.3	11.2	10.5	8.9	8.1
营运资金的变动	-9.8	-67.1	-29.8	-8.4	-7.6	CAGR(%)	17.0%	7.8%	9.8%	10.0%	-11.0%
经营活动产生现金流量	250.4	247.8	346.6	418.2	442.2	PEG	1.7	2.7	2.1	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-68.5	-15.5	-605.7	-147.0	-142.8	ROIC/WACC	1.5	2.0	2.0	1.7	1.7
融资活动产生现金流量	-139.8	-139.0	426.4	-234.1	187.3	REP	2.0	1.4	1.1	1.2	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

苏慧，传媒、旅游行业研究员；毕业于上海财经大学，金融学学士；2 年证券研究经验，曾为天相投顾策略研究助理，后担任酒店旅游行业研究员；2007 年 10 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034