

2010-01-25

酒店、度假村与豪华游轮

首旅股份 600258.SH

海南国际旅游岛建设最直接和确定的受益者

◇ 调研地点：北京

◆ 南山景区是海南国际旅游岛最直接和最确定的受益者

作为三亚市两处5A级景区之一且未来可继续进行深度开发的佛教文化主题旅游景区，南山景区直接且确定性的受益于国际旅游岛建设的逐步推进，2010-2013年游客数量年增长30%以上；离岛免税、航权开放、扩大落地免签范围等政策的推出可能只是时间和开放节奏的问题，2010-2013年游客数量增长有望进一步提升至50%，从而为南山文化公司业绩锦上添花。

◆ 分成不追溯历史，游客增长将弥补门票分成损失，静待“靴子”落地

为避免公司业绩及股价的大幅波动，目前谈判的原则是今后双方达成的门票分成协议不追溯历史。按照目前谈判的进度及2008年达成的老协议，假设2011年开始按5:5分成，则南山文化收入将比分成前减少30%，在景区收入结构等不变的前提下，2011年游客数量的增长即可基本弥补分成当期收入的下降。目前公司股价表现主要受制于南山景区门票分成比例和时间的不确定性，期待分成“靴子”尽早落地，以便公司股价能够乘上海南岛建设带来的南山景区业绩增长快车。

◆ 酒店增长以整合集团星级酒店资产的外生增长为主，看点在于商业地产升值空间

未来3-5年整合集团长安街沿线、西苑、燕莎商圈等地的20多家星级酒店资产是确定性事件，资产整合的节奏不会受制于定向增发方案的延迟，未来巨额收购资金来源及收购方式可能更加多样化。虽然靠外生增长的酒店业务利润贡献依然低于景区，但在集团支持下，较低的收购对价使得公司酒店商业地产未来升值空间较大。

◆ 盈利预测及投资建议

预计2009-2011年公司净利润分别为1.7亿元、2.57亿元和3.1亿元，净利润增长率分别为-1.62%、51.50%和20.57%，按最新股本计算的EPS分别为0.73元、1.11元和1.34元，对应的PE分别为30倍、20倍和16倍，低于同期A股酒店、景区上市公司53、40和32倍的估值水平，结合DDM模型30.94元的估值结果，同时考虑到海南国际旅游岛建设及后续可能出台的配套政策对公司南山景区确定性的实质利好且有可能远超市市场预期，门票分成带来的收入下降分成当期即可弥补、整合集团酒店资产的逐步推进，给予公司33.3元的目标价，距离目前22元的股价尚有51.36%的空间，给予“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1,820	1,792	1,432	1,796	2,146
营业收入增长率	24.00%	-1.50%	-20.12%	25.44%	19.51%
净利润（百万元）	122	173	170	257	310
净利润增长率	53.15%	41.13%	-1.62%	51.50%	20.57%
EPS（元）	0.53	0.75	0.73	1.11	1.34
ROE	11.71%	15.78%	14.41%	15.89%	17.58%
P/E	42	29	30	20	16
P/B	4	4	4	3	2
EV/EBITDA	18	16	16	14	11

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

买入

当前价格	22.00 元
目标价格	33.30 元
目标期限	6 个月

分析师：

林玉红

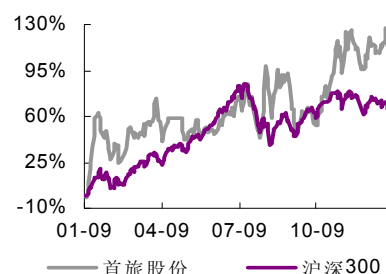
021-22169115

linyh@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	231
总市值(百万元)	5,091
流通比例(%)	100.00%
12个月最高/最低(元)	24.94/10.85
近3月日均成交量(百万股)	5.19
主要股东	北京首都旅游集团有限 责任公司

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.29	23.47	42.86
绝对收益	-0.82	22.09	108.46

相关报告：

投资要件

关键假设

我们对首旅股份进行盈利预测的关键假设包括：南山景区 2011 年开始按 5: 5 分成；2009 年-2011 年游客数量增长 22%、30%和 30%；2009-2011 年景区人均消费增长 3.4%、3.5%和 3.5%，景区经营净利润率 42.5%。2009 年初收购的前门饭店 2009 年并表，拟定向增发收购的和平宾馆和新侨饭店 2011 年并表；2009-2011 年酒店平均出租率 45%-50%、55%-60%、60%-65%。2009-2010 年公司营业费用占营业收入比重为 12%、12.2%和 12.4%，管理费用占营业收入的比重为 11.5%，实际税率为 20%。

我们为什么与市场普遍观点不同

我们与市场普遍观点的不同主要包括以下三点：一是在海南国际旅游岛建设及后续可能出台的相关配套政策利好的刺激下景区游客数量可能实现年均 30%-50%的增长，能迅速弥补门票分成带来的收入下降；二是整合集团星级酒店资产是确定性事件，不会受制于定向增发等方案；虽然酒店收购带来的利润贡献依然低于景区，但较低的收购价格下未来酒店商业地产升值空间较大；三是按照目前公司的股权结构，在未来 21 家酒店 80 亿元左右的收购资金压力下，未来融资方式不排除公开增发和配股。

估值和目标价格

我们预计 2009-2011 年公司净利润分别为 1.7 亿元，2.57 亿元和 3.1 亿元，净利润增长率分别-1.62%、51.50%和 20.57%，按最新股本计算的 EPS 分别为 0.73 元、1.11 元和 1.34 元，对应的 PE 分别为 30 倍、20 倍和 16 倍，低于同期 A 股酒店、景区上市公司 53、40 和 32 倍的估值水平，结合 DDM 模型 30.94 元的估值结果，同时考虑到海南国际旅游岛建设及后续可能出台的配套政策对公司南山景区确定性的实质利好且有可能远超市场预期、门票分成带来的收入下降分成当期即可弥补、整合集团酒店资产的逐步推进，给予公司 33.3 元的目标价，距离目前 22 元的股价尚有 51.36%的空间，给予“买入”评级。

股价上涨的催化因素

海南国际旅游岛配套政策超预期；景区游客数量超预期；景区门票分成比例超预期；整合集团酒店资产节奏超预期、对价超预期，酒店入住率、房价提升超预期。

投资风险

南山景区门票分成比例大幅低于预期；南山景区游客数量大幅低于预期；酒店资产整合节奏低于预期；自然灾害、重大疾病流行、重大政治事件对公司旅游相关业务形成巨大冲击。

南山景区——海南国际旅游岛建设最直接和确定的受益者

三亚市未来可继续进行深度开发的5A级景区。南山文化旅游景区，首批国家5A级景区之一，位于三亚市崖城镇南山村，也是三亚市两处国家5A级景区之一。景区交通便利，距离凤凰机场20公里、距离三亚市区40公里。目前，景区规划面积50平方公里，已开发土地仅占1/3，已有佛教文化苑（南山寺、南山海上观音苑、慈航普渡园、吉祥如意园、长寿谷、小月湾）、天竺圣迹、福寿天地、神话雕塑、大门景观区以及酒店、度假村等。其中，公司持股73.8%的南山文化公司拥有近20平方公里的陆地和海域面积的使用权，迄今为止公司累计投入南山景区的开发资金近4亿元，未来公司可以对园区进行深度开发，如餐饮、会所、度假酒店、海域开发等。

图表 1：南山文化景区地图



资料来源：南山旅游网、光大证券研究所

直接且确定性的受益于国际旅游岛建设的逐步推进，2010-2013年游客数量年增长30%以上。2008年海南游客数量2060万人次，其中三亚游客数量604万人次，而南山景区接待入园游客数量达到230万人次，同比增长20%，占三亚游客数量比重接近40%，预计2009年全年南山景区游客数量达到280万左右，同比增长22%。随着海南国际旅游岛建设的逐步推进下海南旅游基础设施和景区资源的进一步开发，未来海南岛游客数量有望在2009年的基础上实现100%甚至更高的增长。作为海南旅游资源最为丰富、并且未来最可能的离岛免税购物主要城市——三亚的两个国家5A级景区之一的南山景区，未来游客数量可能远超海南整体游客数量100%增长的水平。我们预计，2010-2013年南山景区游客数量同比增长将至少达到30%的水平。

离岛免税、航权开放、扩大落地免签范围等政策的推出可能只是时间和开放节奏的问题，未来游客数量增长可能由目前政策下预期30%的增长提升至预期50%以上的增长，为南山文化公司业绩锦上添花。目前，海南省人民政府正在依据国务

院办公厅2009年12月31日发布的《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》编制《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》，之前市场抱以最大热情的离岛购物免税政策目前正在由财政部牵头抓紧研究（“海南试行境外旅客购物离境退税的具体办法和离岛旅客免税购物政策的可行性，另行上报国务院”）。此外，市场期待的航权开放政策在《意见》中虽未有提及、落地免签范围扩大等配套政策也低于市场预期，但是我们认为，在扩大内需、旅游消费升级的大趋势下，这些旅游岛建设配套政策的推出可能只是时间和开放节奏的问题，这些政策的出台未来可能使海南游客数量的实现成倍的增长。我们预计，随着离岛免税、航权开放和落地免签范围扩大等一系列政策的出台，南山景区游客数量增长将由目前政策刺激下30%的增长上升至50%的年增长水平，从而为南山文化公司业绩锦上添花。

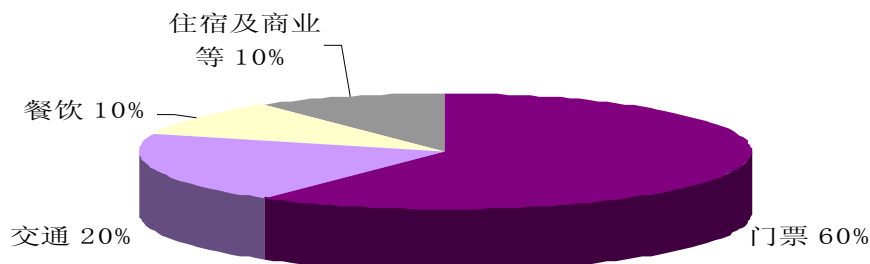
门票分成不追溯历史，游客增长将弥补门票分成损失

南山景区门票分成以“不追溯历史”为原则。2002年公司斥资3.3亿元收购三亚南山文化公司73.8%的股权，但是景区的核心资源——即2006年开业的南山观音苑（三亚市南山观音苑建设发展有限公司开发）并非南山文化所有，不过根据“一门一票”原则，南山景区的门票由南山文化公司统一收取，因此公司与南山苑景区经营主体进行长达两三年的门票分成谈判，2008年7月份双方达成的按年度分别计算分成比例的协议被三亚市政府驳回。由于南山观音苑景区股东结构、公司治理比较复杂，新的门票分成协议尚在沟通环节。公司表示，为避免公司业绩及股价的大幅波动，目前谈判的原则是今后双方达成的分成协议不追溯历史，但考虑到自2006年观音苑景区开放至双方达成最终协议期间公司全揽门票收入，因此目前考虑的补偿方案是达成正式协议后一定年度内公司适当向其让利，目前相关细节仍在谈判中，预计短期内难有定论。

分成当期游客增长36%左右完全可弥补分成带来的收入下降。2009年前三季度，南山景区接待入园游客190万人次，南山文化实现营业收入2.66亿元，其中门票收入占比60%左右，预计2009年全年游客数量在280万左右，同比增长22%。因此，按照目前谈判的进度及2008年达成的老协议，假设2011年开始按5:5分成，则南山文化收入将比分成前减少30%，在景区收入结构等不变的前提下，则2011游客数量需在2010年的基础上增长36%左右可令南山文化分成后的收入回到分成前一年的水平，根据我们前文的预测，在目前《意见》中提到的政策刺激下，2010-2013年南山景区游客数量增长在30%左右，如果有离岛免税、航权开放等更多配套政策的出台，景区游客数量有望增长50%左右，因此，2011年游客数量的增长即可基本弥补分成当期收入的下降。

图表 2：南山文化以门票为主的收入结构

南山文化收入结构分析



资料来源：公司年报、光大证券研究所

在仍以观光游为主的背景下，以门票收入为主的收入结构暂难改变。目前，景区收入中，门票收入占比在60%左右、停车费及游缆车等交通收入占比20%左右、素斋等餐饮收入占比提升至10%以上，住宿（度假型酒店，300多间客房，平均入住率50%）和商业等收入占比大约在10%左右，在以观光游为主的旅游消费阶段，以门票收入为主的景区收入结构暂难改变，预计2009-2013年门票收入占比从58%小幅下降至56%，仍占据主导地位。

旅游消费升级趋势下，未来人均消费年均3.5%的稳步提升。2007、2008年景区含门票在内的人均消费分别为130元和135元左右，预计2009年将进一步上升至140元左右。目前景区门票价格150元/人，由于优惠折扣幅度加大，平均票价大约80元左右，未来平均票价的上升空间较大。景区的度假型酒店目前拥有200多间客房，但由于休闲度假游客较少，入住率大约在50%左右，平均房价300多元，随着休闲度假游客数量的增加，未来入住率提升空间较大；此外，可容纳5000人进餐的素斋餐饮（均价58元左右）受到游客的普遍欢迎、自驾游客的增加下交通费等收入上升，未来景区人均消费将逐步提升，预计2009-2013年人均消费年均增长3.5%左右。

40%以上的高净利润率下，南山景区净利润贡献60%以上，未来仍是利润贡献主力。2008年南山文化实现营业收入3.11亿元，占公司营业收入比例17.38%，净利率42.6%，实现净利润1.33亿，按73.8%的持股比例计算南山文化对公司净利润贡献0.98亿元，约占2008年公司净利润1.72亿的60%左右，2009年前三季度南山文化实现净利润约1.16亿元，同比增长约30%，净利率43%，对公司利润贡献比例进一步上升至70%。根据前文的分析，我们假设2009年游客数量增长22%、2010-2013年游客数量增长30%，2009-2013年景区门票收入占比58%-56%、人均消费年均增长3.5%、净利率42.5%，2011年开始门票分成的情况下，南山文化公司2009-2011年净利润增速分别为25.83%、34.55%、-3.8%、35.02%和35.02%，EPS贡献分别为0.72、0.97、0.93、1.26和1.70元。

图表 3：2009-2013 年南山文化公司利润贡献测算

单位：百万元	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
南山景区收入	311.42	392.84	528.57	711.19	956.90	1287.51
南山景区分成后收入	311.42	392.84	528.57	508.50	686.58	927.01
接待入园游客（万人次）	230.00	280.60	364.78	474.21	616.48	801.42
yoy	19.00%	22.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
人均消费（元）	135.40	140.00	144.90	149.97	155.22	160.65
yoy	4.17%	3.40%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
门票收入	186.85	227.85	303.93	202.69	270.32	360.50
占比	60.00%	58.00%	57.50%	57.00%	56.50%	56.00%
平均票价（元/人）	81.24	81.20	83.32	85.48	87.70	89.97
门票分成比例	100.00%	100.00%	100.00%	50.00%	50.00%	50.00%
餐饮收入	28.03	43.21	60.79	85.34	119.61	167.38
占比	9.00%	11.00%	11.50%	12.00%	12.50%	13.00%
交通收入	62.28	78.57	105.71	142.24	191.38	257.50
占比	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
住宿商业和其他收入	34.26	43.21	58.14	78.23	105.26	141.63
占比	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
净利润	132.68	166.96	224.64	216.11	291.79	393.98
yoy	20.55%	25.83%	34.55%	-3.80%	35.02%	35.02%
净利润率	42.60%	42.50%	42.50%	42.50%	42.50%	42.50%
持股比例	73.80%	73.80%	73.80%	73.80%	73.80%	73.80%
EPS 贡献	0.57	0.72	0.97	0.93	1.26	1.70

资料来源：公司定期报告、光大证券研究所

静待分成“靴子”落地。我们认为，首旅股份作为海南旅游岛建设及后续可能出台的一系列配套政策的直接受益者，目前公司股价表现主要受制于南山景区门票分成比例和时间的不确定性，但根据我们实际测算的结果，分成当期游客数量 36% 左右的增长即可弥补分成当期的收入下降，因此我们期待分成“靴子”尽早落地，以便公司股价能够乘上海南岛建设带来的南山景区业绩增长快车。

酒店业务以整合集团星级酒店资产的外生增长为主，商业地产升值或是重头戏

星级酒店业务收入、利润的增长经主要依赖于外生增长。星级酒店内生增长主要来自房价、入住率及餐饮等其他收入的提升，而房价和餐饮等其他收入与入住率密切相关，入住率的上升不仅带来客房、餐饮和其他收入的上升，而且可能带动

酒店的平均房价的上升，一般而言，50%-60%的入住率是星级酒店的盈亏平衡点，但酒店入住率受地理位置、经济环境及重大事件影响波动幅度较大。如，2008年受奥运会游客人数增长的影响，公司旗下的民族饭店、京伦饭店及09年初收购的前门饭店平均入住率大约在70%多，平均房价分别接近600元，500多元及400元左右，净利润率接近20%；但2009年受经济危机的影响，民族饭店、京伦饭店及09年初收购的前门饭店平均入住率大约在45%-50%左右，平均房价也下降至500多元，400多元及300元左右，盈利水平大幅下降。因此，我们认为，相较于内生增长，星级酒店业务收入和利润增长将更多的依赖于外生增长。

整合集团星级酒店资产是确定性事件。控股股东首旅集团目前拥有全资、控股的星级酒店30余家，主要集中在长安街沿线、西苑、燕莎商圈等地，地理位置优越。在公司的定向增发方案、2009年中期年报中及我们调研了解到的信息，首旅集团明确表示，将尽最大努力创造条件，争取在未来3至5年内（有些工作难度大的利用更长时间），尽快完成北京地区下属酒店业务的整合工作，“成熟一批，注入一批”，将首旅股份最终打造成为首旅集团控股的、唯一的以北京地区酒店投资及景区经营为主业的上市公司。目前，除已进入公司的民族饭店、京伦饭店、09年将并表的前门饭店、拟定向增发收购的和平宾馆和新侨饭店外，还有约21家酒店将陆续注入公司。

图表 4：首旅集团星级酒店资产

五星级酒店			
■北京饭店	■贵宾楼饭店	■凯宾斯基饭店	■北京国际饭店
■长富宫饭店	■喜来登长城饭店	■北京新世纪日航饭店	■西苑饭店
■兆龙饭店	■河南兴亚建国饭店		
四星级酒店			
■亮马河大厦	■建国饭店	■京伦饭店	■民族饭店
■北京诺富特和平宾馆	■北京新侨诺富特饭店	■香山饭店	■西安建国饭店
■前门建国饭店			
三星级酒店			
■华都饭店	■燕翔饭店	■永安宾馆	■崇文门饭店
■北京东方饭店	■新北纬饭店	■北京展览馆宾馆	■远东饭店
■上园饭店	■宣武门商务酒店	■和平里大酒店	

资料来源：公司网站、光大证券研究所

整合集团星级酒店资产的节奏不会受制于定向增发。2009年5月12日，首旅股份公告，拟以15.53元/股的价格向北京国资中心定向增发6000万股，扣除发行费用后募集资金8.92亿元，用于收购和平宾馆77.68%的股权、新侨饭店100%的股权并向其增资及补充公司流动资金0.92亿元，但由于公司利润重大来源的南山景区门票分成事宜未定等原因，定向增发方案2009年7月递交证监会后至今尚没有正式答复。公司表示，整合酒店集团资产是集团积极推进的战略，整合节奏不会受制于定向增发方案的推迟。

图表 5：定向增发募集资金主要投向

项目名称	资金需求	占地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	客房数量 (间)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
和平宾馆77.68%股权	2.83	8353.80	34,581.7	383	-	0.23
收购新侨饭店100%股权及增资	5.16	9,307.98	59,267.53	700	-	0.08
合计	8.00	17661.78	93,849.23		2.82	0.31

资料来源：定向增发方案、光大证券研究所

酒店业务利润贡献远低于景区，但低价收购的酒店商业地产未来升值空间较大。高星级酒店的建造成本及开业成本往往动辄几亿元，且需要较长时间的客户培育。而公司定向增发方案资料显示，公司拟斥资8亿元收购的和平宾馆、新侨饭店建筑面积将近9.4万平方米，按权益计算约8.6万平方米，即从商业地产收购角度计算，收购单价仅0.93万元/平方米，远低于同地段一般商业地产2-3万元/平方米的水平，而且和平宾馆和新侨饭店本身经营也相当好，只是被沉重的财务费用拖累，盈利水平被压制。假设收购2010年底完成，即和平宾馆和新侨饭店2011年并表，不考虑另行收购的酒店，2009-2013年公司酒店业务利润贡献分别为0.22亿元、0.42亿元、0.79亿元、0.83亿元和0.87亿，利润贡献虽低于南山景区，但在集团支持下，较低的收购对价使得公司酒店商业地产未来升值空间较大，即从投资回报率角度而言，酒店业务收入仅相当于股利，酒店商业地产升值的带来的资本利得才是重头戏。

图表 6：2009-2013 酒店业务收入及利润贡献测算

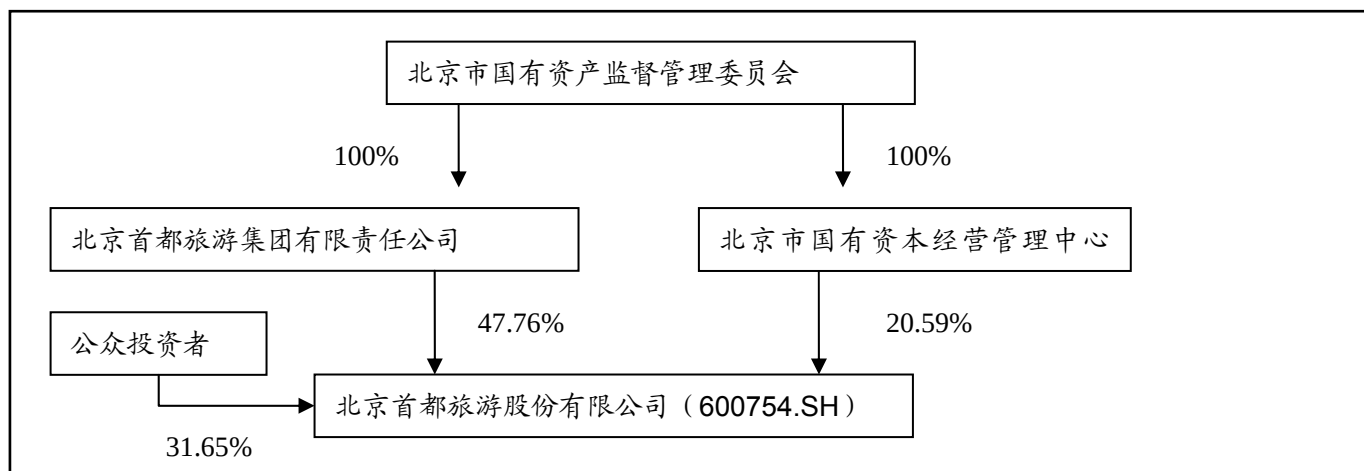
酒店	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
民族饭店	183.20	99.82	124.30	137.11	139.56	146.91
京伦饭店	178.28	85.15	104.07	122.99	136.59	146.05
前门饭店	69.17	39.28	49.38	56.87	62.85	68.09
和平宾馆	/	/	/	75.72	79.22	81.55
新侨饭店	/	/	/	132.01	136.27	138.40
酒店收入合计	713.01	/	475.41	524.70	554.49	580.99
酒店业务收入	430.65	220.32	277.76	524.70	554.49	580.99
净利润率	12.97%	10.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
酒店净利润	92.47	/	71.31	78.70	83.17	87.15
酒店业务净利润	67.07	22.03	41.66	78.70	83.17	87.15
EPS	0.29	0.10	0.18	0.34	0.36	0.38

资料来源：公司定期报告、定向增发方案、光大证券研究所

未来不排除采取公开增发、配股等方式筹集巨额收购资金，可能以多样化资产收购方式化解资金需求。根据前文的分析，不考虑此次定向增发方案拟收购的和平宾馆和新侨饭店，未来3-5年集团还将有21家酒店整合进入公司，按照平均每家酒店4亿元的收购对价计算，未来至少需要84亿元，而2008年公司净利润仅1.73亿元。我们根据此次定向增发成功后公司的股本结构及证监会关于“总股本在4

亿元以下的，公众持股比例不得低于25%”的规定推断，由于本次定向增发成功后，公众持股比例将下降至31.65%，未来公司不排除采取公开增发，配股等方式筹集收购资金，资产收购方式也可能多样化，以化解巨大的资金需求。

图表 7：定向增发后公司股权结构



资料来源：定向增发方案、光大证券研究所

展览广告业务正常年份将贡献约 2000 万左右的利润

根据我们调研了解到的信息，由于 2008 年受奥运会限制展览、2009 年金融危机影响，公司展览广告业务收入波动较大，正常年份公司展览广告业务贡献净利润约 2000 万左右。公司持股 51% 的神舟集团（旅行社）占公司营业收入比重 60% 以上，正常年份基本盈亏平衡，由于首旅集团旗下尚有康辉等旅行社，且在对首旅股份的定位“将首旅股份最终打造成为首旅集团控股的、唯一的以北京地区酒店投资及景区经营为主业的上市公司”中也提及旅行社业务，我们猜测未来集团或有可能整合集团旗下的所有旅行社业务，以应对旅行社行业整合的大趋势。

盈利预测

我们对首旅股份进行盈利预测的关键假设包括：南山景区 2011 年开始按 5:5 分成；2009 年-2011 年游客数量增长 22%、30% 和 30%；2009-2011 年景区人均消费增长 3.4%、3.5% 和 3.5%，景区净利润率 42.5%；2009 年初收购的前门饭店 2009 年并表，拟定向增发收购的和平宾馆和新侨饭店 2011 年并表。2009-2010 年公司营业费用占营业收入比重为 12%、12.2% 和 12.4%，管理费

用占营业收入的比重为 11.5%，实际税率为 20%。

在上述假设下，我们预计 2009-2011 年公司净利润分别为 1.7 亿元、2.57 亿元和 3.1 亿元，同比增长-1.6%、51.5%、20.6%，按最新股本 2.31 亿计算的 EPS 分别为 0.73 元、1.11 元和 1.34 元。

估值

绝对价值评估

由于公司每年现金股利分配比例 50%左右，因此，我们采用 DDM 模型对公司进行估值，得到在 0.81 倍的贝塔值、2.5%永续增长率下公司的合理股价为 30.94 元。

图表 8：DDM 模型估值关键性假设

假设	数值
第二阶段(2010-2017)年数	8
长期增长率	2.50%
无风险利率 Rf	4.37%
β	0.81
Rm-Rf	3.10%
Ke(levered)	6.89%

资料来源：公司年报、光大证券研究所

图表 9：DDM 模型估值输出结果

第一阶段	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E			
股利	108.91	165.00	198.94	241.92	297.77			
增长率		51.5%	20.6%	21.6%	23.1%			
第二阶段	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
增长率	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%
股利	324.57	350.54	375.07	397.58	417.46	436.24	453.69	469.57
DDM 估值			股利现值（百万元）			价值百分比		
第一阶段			818.18			11.43%		
第二阶段			1,709.07			23.87%		
第三阶段（终值）			4,631.80			64.70%		
股利现值			7,159.05			100.00%		
股本（百万股）			231.40					

每股价值（元）	30.94
---------	-------

资料来源：公司年报、光大证券研究所

相对价值评估

我们预计 2009-2011 年公司净利润分别为 1.7 亿元，2.57 亿元和 3.1 亿元，按最新股本计算的 EPS 分别为 0.73 元、1.11 元和 1.34 元，对应的 PE 分别为 30 倍、20 倍和 16 倍，低于同期 A 股酒店、景区上市公司 53、40 和 32 倍的估值水平。结合公司景区业务 30% 以上的增长速度、42.5% 左右的高净利润率水平及整合集团酒店资产带来的快速的外生增长，我们认为公司 2010 年合理 PE 应为 30 倍，对应的股价为 33.3 元。

图表 10：A 股景区、酒店上市公司相对估值比较

	EPS			PE		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
峨眉山 A	0.28	0.43	0.51	52.77	34.40	29.41
桂林旅游	0.21	0.30	0.44	63.63	43.49	29.73
丽江旅游	0.43	0.36	0.77	42.29	51.08	23.60
黄山旅游	0.43	0.57	0.64	48.40	36.64	32.71
华天酒店	0.26	0.31	0.38	33.51	27.58	22.42
锦江股份	0.49	0.56	0.56	55.38	48.78	48.53
金陵饭店	0.21	0.26	0.27	41.82	33.81	31.80
三特索道	0.16	0.31	0.40	87.58	45.70	34.75
平均	-	-	-	53.17	40.19	31.62
首旅股份	0.73	0.98	1.07	29.96	22.30	20.66

投资评价和建议

我们 DDM 的估值结果是 30.94 元，而相对估值的估值结果为 33.30 元，综合 DDM 和 P/E 两种估值方法所得出的估值结果，同时考虑到海南国际旅游岛建设及后续可能出台的配套政策对公司南山景区确定性的实质利好且有可能远超市场预期、门票分成带来的收入下降分成当期即可弥补、整合集团酒店资产的逐步推进，给予锦江股份 33.3 元的目标价，距离目前 22 元的股价尚有 51.36% 的空间，给予“买入”评级。

风险分析

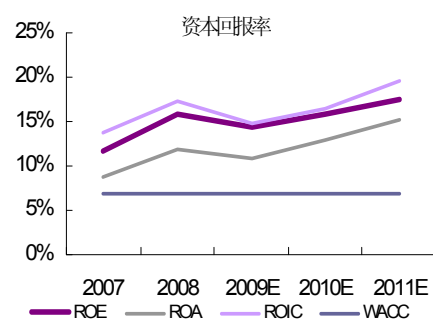
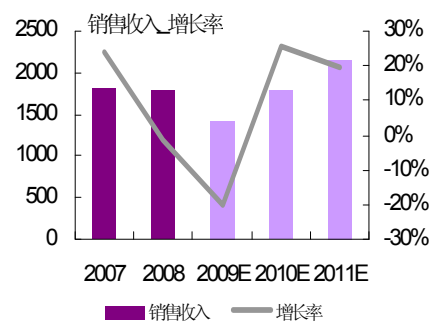
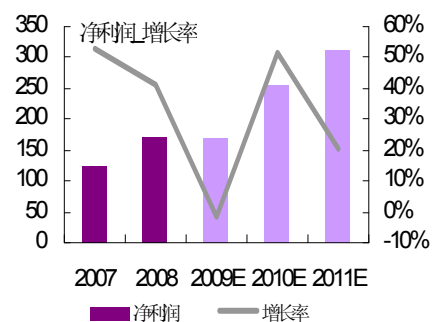
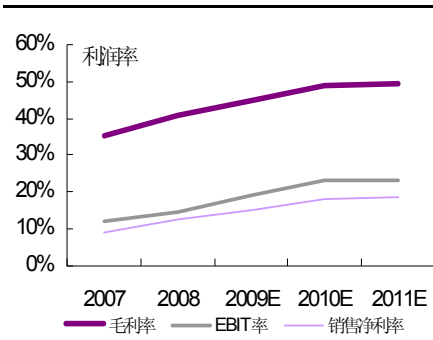
南山景区门票分成比例大幅低于预期;

南山景区游客数量大幅低于预期;

酒店资产整合节奏低于预期;

自然灾害、重大疾病流行、重大政治事件对公司旅游相关业务形成巨大冲击。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,820	1,792	1,432	1,796	2,146
营业成本	1,178	1,056	792	918	1,091
折旧和摊销	65	52	60	78	111
营业税费	34	38	29	36	43
销售费用	203	218	172	219	266
管理费用	173	201	165	207	247
财务费用	17	16	18	19	19
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	13	15	15	16	17
营业利润	228	279	272	413	497
利润总额	218	278	272	413	497
少数股东损益	41	50	48	73	88
归属母公司净利润	122.37	172.70	169.90	257.41	310.35

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	1,883	1,858	2,000	2,565	2,618
流动资产	264	358	278	337	400
货币资金	197	290	215	269	322
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	34	35	27	34	41
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	14	10	19	14	14
存货	11	11	9	10	12
可供出售投资	116	35	47	50	50
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	215	210	211	213	215
固定资产	844	825	929	1,203	1,180
无形资产	379	367	478	692	705
总负债	629	537	508	568	638
无息负债	381	294	245	275	315
有息负债	248	243	263	293	323
股东权益	1,255	1,320	1,453	1,966	2,199
股本	231	231	231	291	291
公积金	594	548	580	862	922
未分配利润	219	316	367	466	552
少数股东权益	210	226	274	346	434

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	250	248	252	452	557
净利润	122	173	170	257	310
折旧摊销	65	52	60	78	111
净营运资金增加	45	32	-17	29	23
其他	18	-9	39	88	113
投资活动产生现金流	-69	-16	-162	-355	-52
净资本支出	-421	-410	150	350	50
长期投资变化	215	210	-2	-2	-2
其他资产变化	138	185	-310	-704	-100
融资活动现金流	-140	-139	-84	195	-154
股本变化	0	0	0	60	0
债务净变化	-72	-5	20	30	30
无息负债变化	1	-86	-50	30	40
净现金流	42	93	7	292	351

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.00%	-1.50%	-20.12%	25.44%	19.51%
净利润增长率	53.15%	41.13%	-1.62%	51.50%	20.57%
EBITDA 增长率	-1042.64%	12.56%	1.21%	46.94%	23.58%
EBIT 增长率	76.74%	22.31%	-1.52%	50.81%	20.15%
估值指标					
PE	42	29	30	20	16
PB	4	4	4	3	2
EV/EBITDA	18	16	16	14	11
EV/EBIT	23	19	19	16	13
EV/NOPLAT	32	24	24	20	17
EV/Sales	3	3	4	4	3
EV/IC	4	4	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	35.26%	41.07%	44.71%	48.86%	49.18%
EBITDA 率	15.42%	17.63%	23.45%	27.48%	28.41%
EBIT 率	11.86%	14.73%	19.24%	23.14%	23.26%
税前净利润率	11.96%	15.50%	19.02%	22.97%	23.17%
税后净利润率 (归属母公司)	6.73%	9.64%	11.87%	14.33%	14.46%
ROA	8.68%	11.97%	10.89%	12.87%	15.20%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.71%	15.78%	14.41%	15.89%	17.58%
经营性 ROIC	13.83%	17.30%	14.80%	16.46%	19.65%
偿债能力					
流动比率	0.51	0.72	0.59	0.63	0.66
速动比率	49.16%	70.07%	56.86%	61.33%	64.33%
归属母公司权益/有息债务	4.21	4.51	4.48	5.53	5.47
有形资产/有息债务	5.88	5.95	5.62	6.24	5.79
每股指标					
EPS	0.53	0.75	0.73	1.11	1.34
每股红利	0.27	0.37	0.47	0.71	0.86
每股经营现金流	1.08	1.07	1.09	1.95	2.41
每股自由现金流(FCFF)	3.30	2.78	0.64	0.14	1.89
每股净资产 (按最新预测年度)	5.42	5.71	6.28	8.50	9.50
每股销售收入	7.86	7.75	6.19	7.76	9.27

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

林玉红，上海交通大学经济学硕士，2009 年 12 月加入光大证券研究所，从事旅游行业研究

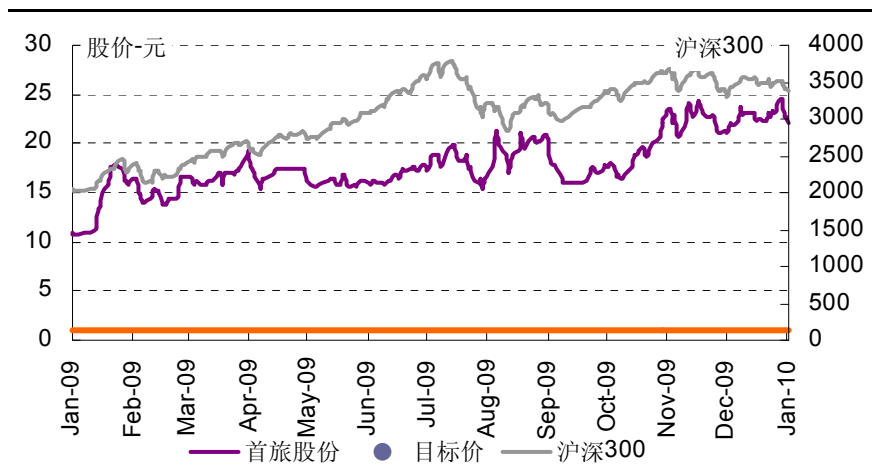
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

首旅股份（600258）

分析师：林玉红



日期	股价	目标	评级
2007-09-12	51.89	60.00	中性

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
专题				
银行/信托				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。