

2010-08-23

酒店、度假村与豪华游轮

首旅股份 600258.SH

业绩符合预期，关注估值优势

◇ 事件：公司公布中报

◆ 旅行社业务大幅增长 74%，中报业绩符合预期：

2010 年中期，公司景区、酒店和旅行社业务随旅游市场全面回暖而强劲复苏，收入同比分别增长 27%、19%和 74%，从而带动 2010 年中期公司主营收入同比增长 48%达到 10.76 亿元，其中，第二季度实现营业收入 5.03 亿元，同比增长 65%，但受南山景区淡季经营影响，二季度营业收入环比下降 12%。利润贡献方面，毛利率最低、收入基数最大的旅行社业务在实现 74%的收入增长的同时毛利率下降 2.08 个百分点至 4.95%，从而拖累 2010 年中期利润增幅显著落后于收入增幅，同比仅增长 28%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.12 亿元，实现 EPS0.48 元，其中，二季度归属于母公司所有者的净利润 0.51 亿元，同比下降 18%，实现 EPS0.22 元。公司业绩符合我们的预期。

◆ 景区受益旅游岛建设客流同比增长 27%，但门票分成未有实质性进展

公司持有 74.8%权益的南山文化公司旗下的南山景区作为三亚的标志性景区，受益于海南国际旅游岛建设一系列利好政策刺激下商务考察、观光休闲游客的增长，上半年入园人数达到 185 万人次，同比增长 26.7%，实现营业收入 2.5 亿元，同比增长 27%，其中，门票收入 1.65 亿元，同比增长 28%，占景区收入的比例小幅上升至 65.8%，但报告期内景区门票分成依然受阻于南山观音圣像资产权属未决而未取得实质性进展，导致公司撤销定向增发申请，分成协议何时能够正式签署，短期内无法预计，成为制约公司股价表现和融资扩张的主要因素。

◆ 酒店回暖趋势明显，定向增发取消或将影响酒店资产注入进程：

2010 年中期民族、京伦及前门饭店经营呈现平稳回升的势头，实现收入 1.87 亿元，比去年同期增长 19%，毛利率提升近 1 个百分点至 85.6%，盈利能力稳步恢复。公司中期报告中对原计划利用定向增发募集资金收购的和平宾馆和新侨饭店的注入进程只字不提，估计将继续延迟。不过，我们认为，虽然首旅集团酒店资产地理位置好、有一定的客源保证，但是酒店收购资金需求大、投资回报率低，而且集团酒店大多是老酒店再装修成本高，因此，收购进程放缓对公司中小股东利益很难说是显著的负面影响。

◆ 业绩稳定增长，低估值优势下维持“买入”投资评级：

不考虑门票分成，预计 10-12 年的 EPS 分别为 0.98 元、1.23 元和 1.55 元，对应当前股价的动态 PE 为 22X、18X 和 14X；假设从 2011 年开始按 4: 6 分成，则 11-12 年 EPS 将分别下降至 0.72 元和 0.88 元，对应当前股价的 10-12 年动态 PE 分别为 22X、30X 和 25X，依然低于旅游行业同期 43X、35X 和 30X 的估值水平，维持“买入”评级，并建议投资者积极关注海南旅游岛建设一系列配套利好政策出台带来的阶段性投资机会。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1,792	1,649	2,189	2,508	2,864
营业收入增长率	-1.50%	-7.97%	32.72%	14.57%	14.21%
净利润（百万元）	173	160	226	284	359
净利润增长率	41.13%	-7.55%	41.39%	25.64%	26.42%
EPS（元）	0.75	0.69	0.98	1.23	1.55
ROE	15.78%	16.40%	21.29%	47.29%	46.17%
P/E	29	32	22	18	14
P/B	4	4	4	5	4

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。

维持

买入

当前价格	21.79 元
目标价格	33.30 元
目标期限	12 个月

分析师：

张力扬 (S0930209060206)

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

联系人：

林玉红

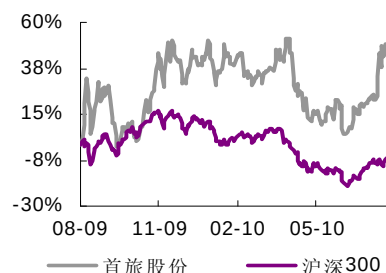
021-22169115

linyh@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	231
总市值(百万元)	5,042
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	24.94/15.68
近 3 月日均成交量(百万股)	2.12
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	10.17	18.88	47.15
绝对收益	15.89	25.21	39.33

相关报告：

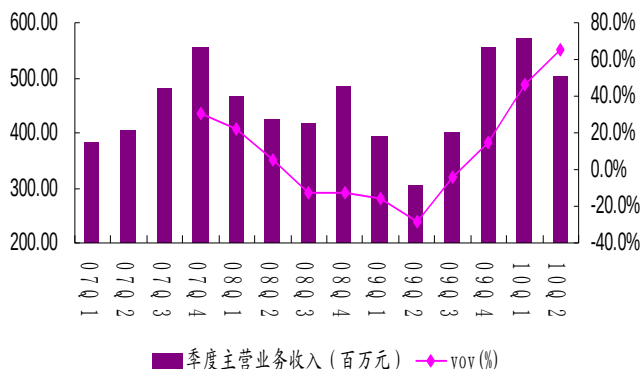
光大证券-首旅股份(600258)-业绩略低于预期，门票分成原则明确及酒店资产注入将部分抵消业绩大幅波动担忧

光大证券-首旅股份(600258)-海南国际旅游岛建设最直接和确定的受益者

2010-04-12
2010-01-25

图表 1：主营业务收入同比呈现加速上升趋势

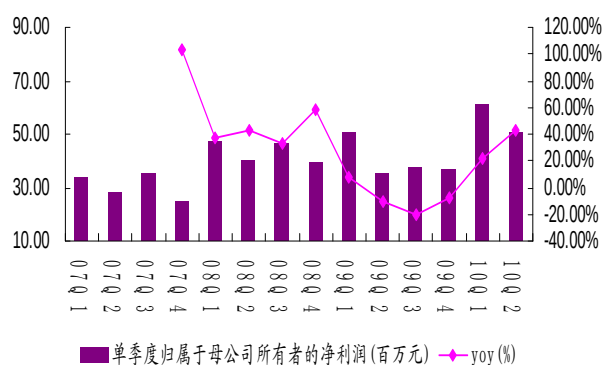
公司单季度主营业务收入及同比增速



资料来源：公司季报、半年报、年报、光大证券研究所

图表 2：净利润同比呈加速上升趋势

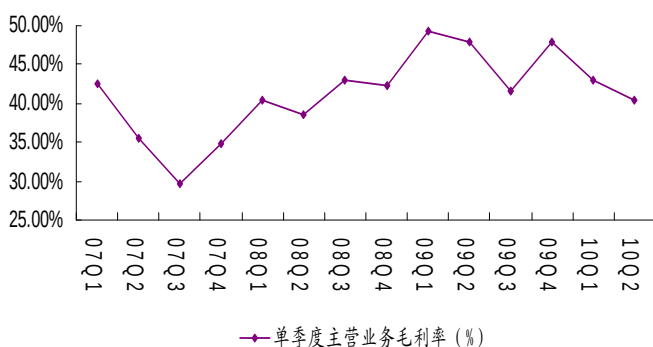
公司单季度归属于母公司所有者的净利润及同比增速



资料来源：公司季报、半年报、年报、光大证券研究所

图表 3：主营业务毛利率小幅下降

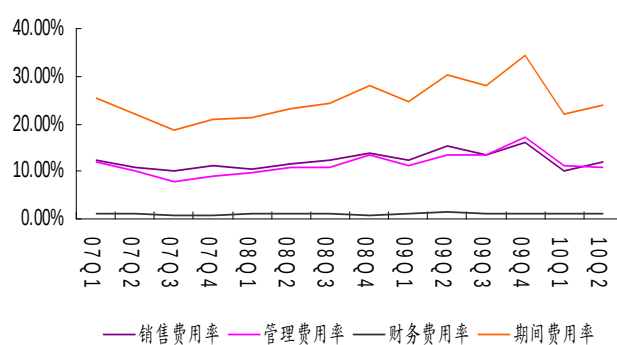
公司单季度主营业务毛利率



资料来源：公司季报、半年报、年报、光大证券研究所

图表 4：期间费用率呈季节性上升趋势

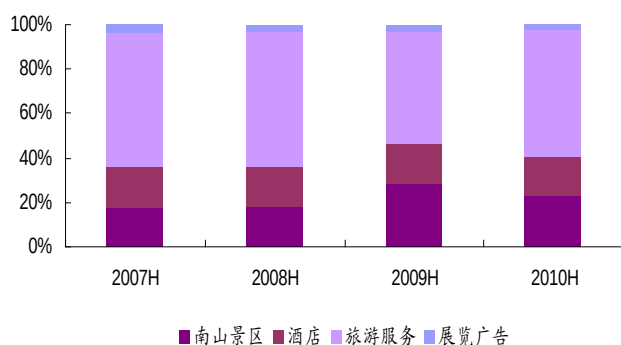
公司单季度期间费用率



资料来源：公司季报、半年报、年报、光大证券研究所

图表 5：景区和旅游服务收入比重上升

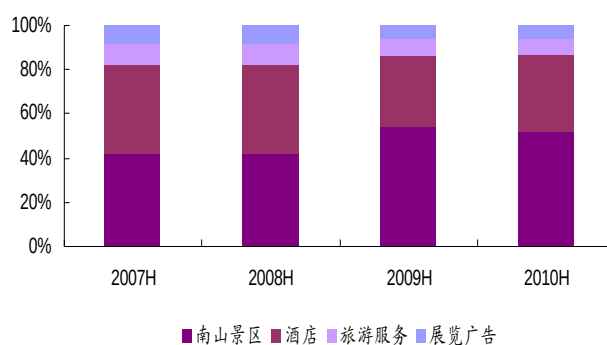
公司半年度营业收入构成



资料来源：公司半年报、年报、光大证券研究所

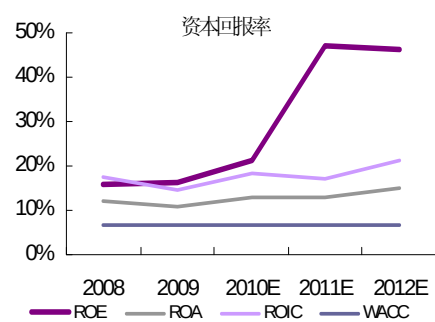
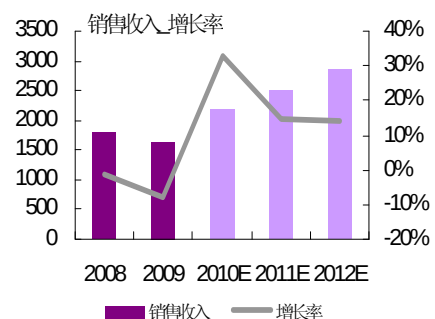
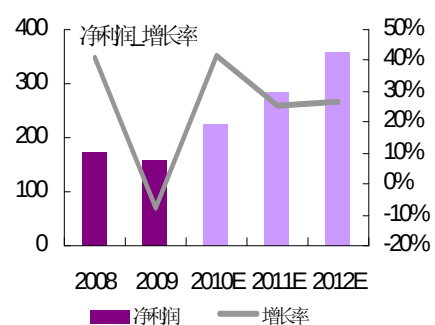
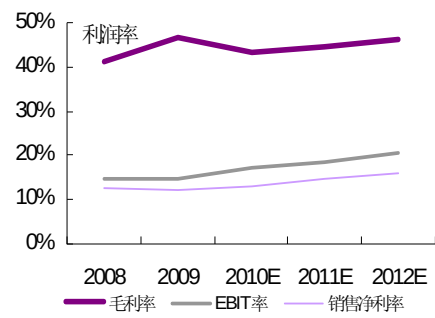
图表 6：景区毛利贡献持续上升

公司半年度营业毛利构成



资料来源：公司半年报、年报、光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,792	1,649	2,189	2,508	2,864
营业成本	1,056	880	1,243	1,394	1,539
折旧和摊销	52	-439	38	56	88
营业税费	38	39	50	58	66
销售费用	218	239	263	301	344
管理费用	201	234	258	288	329
财务费用	16	18	27	28	28
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	15	15	15	16	17
营业利润	279	255	362	455	575
利润总额	278	255	362	455	575
少数股东损益	50	43	64	80	101
归属母公司净利润	172.70	159.66	225.74	283.62	358.55

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,858	1,887	2,209	2,793	3,023
流动资产	358	277	409	466	685
货币资金	290	210	328	376	585
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	35	26	41	47	54
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	10	11	12	11	11
存货	11	15	14	15	17
可供出售投资	35	52	47	50	50
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	210	218	219	221	223
固定资产	825	865	996	1,292	1,292
无形资产	367	411	478	692	705
总负债	537	683	742	796	866
无息负债	294	278	307	331	371
有息负债	243	405	435	465	495
股东权益	1,320	1,204	1,354	974	1,252
股本	231	231	231	231	231
公积金	548	365	409	-136	-67
未分配利润	316	375	419	503	611
少数股东权益	226	230	294	374	475

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	248	274	370	464	606
净利润	173	160	226	284	359
折旧摊销	52	-439	38	56	88
净营运资金增加	32	-32	54	32	24
其他	-9	584	52	92	134
投资活动产生现金流	-16	-360	-150	-355	-52
净资本支出	-410	-454	150	350	50
长期投资变化	210	218	-2	-2	-2
其他资产变化	185	-124	-299	-704	-100
融资活动现金流	-139	-1	-136	-742	-180
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-5	162	30	30	30
无息负债变化	-86	-16	29	24	39
净现金流	93	-88	84	-634	374

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-1.50%	-7.97%	32.72%	14.57%	14.21%
净利润增长率	41.13%	-7.55%	41.39%	25.64%	26.42%
EBITDA 增长率	12.56%	-163.19%	-327.30%	26.81%	29.07%
EBIT 增长率	22.31%	-9.35%	45.18%	24.79%	25.57%
估值指标					
PE	29	32	22	18	14
PB	4	4	4	5	4
EV/EBITDA	16	-30	13	11	8
EV/EBIT	19	21	15	12	9
EV/NOPLAT	24	27	18	15	11
EV/Sales	3	3	3	2	2
EV/IC	4	4	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	41.07%	46.67%	43.22%	44.42%	46.27%
EBITDA 率	17.63%	-12.10%	18.82%	20.84%	23.55%
EBIT 率	14.73%	14.51%	17.08%	18.61%	20.46%
税前净利润率	15.50%	15.47%	16.53%	18.12%	20.06%
税后净利润率 (归属母公司)	9.64%	9.68%	10.31%	11.31%	12.52%
ROA	11.97%	10.75%	13.10%	13.02%	15.20%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.78%	16.40%	21.29%	47.29%	46.17%
经营性 ROIC	17.30%	14.68%	18.48%	17.19%	21.21%
偿债能力					
流动比率	0.72	0.82	1.01	1.01	1.29
速动比率	70.07%	77.92%	97.17%	97.54%	125.74%
归属母公司权益/有息债务	4.51	2.40	2.44	1.29	1.57
有形资产/有息债务	5.95	3.53	3.88	4.42	4.60
每股指标					
EPS	0.75	0.69	0.98	1.23	1.55
每股红利	0.37	0.60	0.63	0.79	0.99
每股经营现金流	1.07	1.18	1.60	2.00	2.62
每股自由现金流(FCFF)	2.78	0.90	0.59	0.22	2.10
每股净资产 (按最新预测年度)	5.71	5.20	5.85	4.21	5.41
每股销售收入	7.75	7.13	9.46	10.84	12.38

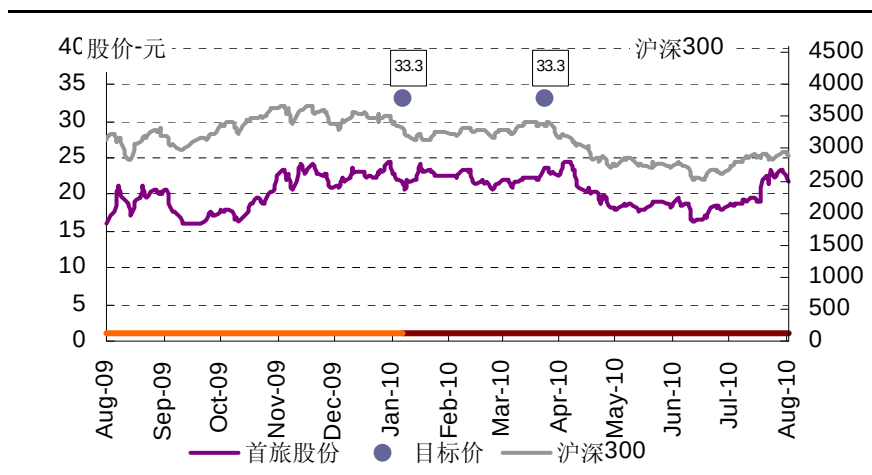
资料来源：光大证券、上市公司

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）



日期	股价	目标	评级
2007-09-12	51.89	60.00	中性
2010-01-25	22.00	33.30	买入
2010-04-12	22.68	33.30	买入

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)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.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。