

西安旅游(000610.sz)

未来两年，业绩持续高增长

周户 分析师

电话: 010-15330229533

eMail: zh5@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210070004

地产项目助推公司业绩高成长

西旅国际中心项目总可售面积约 7.40 万平方米, 预计可售金额为 11.41 亿元, 预计可贡献净利润 3.05 亿元。目前项目正在做内部装修, 部分住宅将于 2010 年年底交房。依据我们的预测, 该项目 2010 至 2012 年可为公司贡献净利润 0.39、0.86 和 1.2 亿元。

酒店及餐饮业务业绩贡献不大, 最大可贡献 0.03 元 EPS

除商业地产外, 公司主营业务还包括酒店、餐饮和旅行社。目前公司有 9 家酒店, 最高星级为三星, 客房总数为 1306 间。其中胜利饭店已停业。按照客房接待能力, 预计最大客房及餐饮收入可达到 1.07 亿元, 较 2009 年增长 75.47%; 最大可为公司贡献 617.56 万元净利润, 折合每股收益约 0.03 元。因此, 高额的期间费用及激烈的竞争降低了公司酒店餐饮业务的盈利能力。

盈利预测及投资建议

依据我们预测, 10 至 12 年公司净利润将分别为 0.59、1.03 和 1.38 亿元。

10、11 年公司业绩将快速提升。而 2011 年, 83.9% 的净利润来源于西旅国际中心项目, 商业地产助推公司业绩快速提升。因此, 考虑到西安园博会的召开以及公司盈利的快速提升, 短期存在事件推动的投资机会。然而, 从估值水平来看, 相对偏高, 给予公司“持有”的投资评级。

风险提示

西旅国际中心项目的结算进度将极大影响公司业绩的释放。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	298.34	320.46	584.38	788.61	726.63
增长率(%)	-6.26%	7.41%	82.36%	34.95%	-7.86%
EBITDA(百万元)	37.69	19.48	85.47	154.67	201.38
净利润(百万元)	10.68	-2.83	59.04	102.69	137.62
增长率(%)	18.77%	-126.48%	2187.88%	73.94%	34.01%
每股收益(元)	0.054	-0.014	0.30	0.52	0.70
市盈率	60.04	-525.69	37.49	21.55	16.08
市净率	1.65	3.85	4.96	4.03	3.23
EV/EBITDA	20.07	76.25	25.22	13.47	10.02

数据来源: 西安旅游股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	11.31
目标价格(元)	11.50
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	10.13%	28.52%	47.27%
沪深 300	1.00%	8.66%	-10.50%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

196.75/194.05

主要股东:

西安旅游集团有限责任公司

主要股东持股比例

32.30%

财务比率

ROE	-0.73%
ROA	-0.03%
资产负债率	54.40%
每股净资产(元)	1.97

2009 年报数据

地产项目助推公司业绩高成长

西旅国际中心项目总可售面积约7.40万平方米，预计可售金额为11.41亿元，预计可贡献净利润3.05亿元。目前项目正在做内部装修，部分住宅将于2010年年底交房。假设2010年住宅部分交房60%，剩余40%于2011年结算，而商业部分销售75%，剩余25%留作公司自用，该项目2010至2012年可为公司贡献净利润0.39、0.86和1.2亿元。

表 1：西旅国际中心项目情况

万平方米，元/平方米，亿元

	占地面积	建筑面积	已售面积	未售面积	已售均价	已售金额	可售金额	可贡献净利润
项目总计	0.72	8.88	4.78	4.10	---	3.57	11.41	3.05
住宅	---	4.79	4.78	0.02	0.75	3.57	3.58	0.66
商业	---	2.61	0.00	2.61	3.00	0.00	7.83	2.40

数据来源：广发证券发展研究中心

表 2：西旅国际中心结算进度及盈利状况预测

平方米，万元/平方米，万元，%

	结算面积	结算均价	结算收入	净利润	净利润率
2010E	28655.45	0.75	21400.58	3939.96	18.41
2011E	25638.40	1.32	33871.35	8615.99	25.44
2012E	13069.54	3.00	39208.61	11978.70	30.55

数据来源：广发证券发展研究中心

酒店及餐饮业务业绩贡献不大，最大可贡献0.03元EPS

除商业地产外，公司主营业务还包括酒店、餐饮和旅行社。目前公司有9家酒店，最高星级为三星，客房总数为1306间。其中胜利饭店已停业。2009、2010年上半年酒店客房收入及餐饮收入合计分别为0.35和0.61亿元，贡献毛利润0.28和0.51亿元。但由于公司酒店大部分开业时间较早，面临竞争激烈，同时期间费用高昂，使得**现有酒店及餐饮业务处于微利状态**。按照客房接待能力，预计最大客房收入（入住率达到100%）及餐饮收入分别可达到0.54和0.53亿元，二者合计较2009年增长75.47%；成本及费用控制能力维持现有水平，**预计最多可为公司贡献617.56万元净利润，折合每股收益约0.03元**。因此，高额的期间费用及激烈的竞争降低了公司酒店餐饮业务的盈利能力。现有酒店及餐饮业务对公司业绩提升的贡献能力不强。

表 3：西安旅游酒店客房间数

间

	解放饭店	西北大酒店	关中客栈	上林宫	太平山庄渭水园度假	北海	光华酒店	胜利饭店	合计
客房间数	309	149	102	144	85	85	70	124	238
									1306

数据来源：广发证券发展研究中心

表 4：西安旅游酒店及餐饮业务最大盈利预测

万元

	客房收入	餐饮收入	收入合计	毛利润	净利润
最高水平	5415.06	5252.60	10667.66	8984.30	617.56

注：长乐未央主题餐厅未参与盈利预测。

数据来源：广发证券发展研究中心

盈利预测及投资评级

依据我们预测，2010至2012年公司净利润将分别为0.59、1.03和1.38亿元，分别同比增长2187.9%、73.9%和34%。**2010、2011年公司业绩将快速提升。**从2011年利润来源结构来看，83.9%的净利润来源于西旅国际中心项目，商业地产助推公司业绩快速提升。因此，考虑到西安园博会的召开以及公司盈利的快速提升，短期存在事件推动的投资机会。然而，从估值水平来看，相对偏高，给予公司“持有”的投资评级。

风险提示

西旅国际中心项目的结算进度将极大影响公司业绩的释放。

资产负债表

单位：百万元

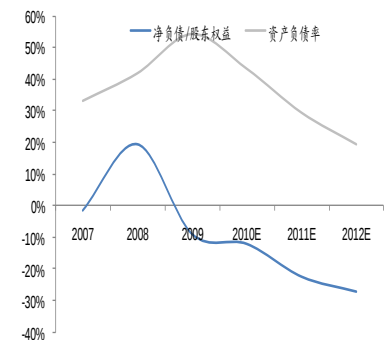
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	258	435	365	357	414
货币资金	78	158	146	197	276
应收及预付	37	54	47	48	45
存货	143	223	171	111	92
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	468	487	477	460	467
长期股权投资	11	25	24	24	24
固定资产	343	340	352	337	321
在建工程	24	38	3	3	3
无形资产	82	76	90	87	86
其他长期资产	9	8	8	8	33
资产总计	726	921	842	817	880
流动负债	304	501	366	242	173
短期借款	160	120	89	67	81
应付及预收	144	379	275	173	89
其他流动负债	0	2	2	2	2
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	304	501	366	242	173
股本	197	197	197	197	197
资本公积	94	95	95	95	95
留存收益	98	95	154	257	394
归属母公司股东权益	389	387	446	549	686
少数股东权益	33	33	33	34	34
负债和股东权益	726	921	846	824	893

利润表

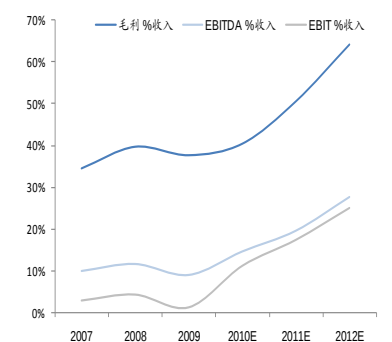
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	298	320	584	789	727
营业成本	202	224	368	407	280
营业税金及附加	7	7	40	103	151
销售费用	51	61	75	93	72
管理费用	26	25	36	47	41
财务费用	5	2	2	1	-1
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	0	0	0
营业利润	7	0	63	137	184
营业外收入	7	1	16	0	0
营业外支出	0	3	1	0	0
利润总额	14	-2	79	137	184
所得税	3	1	20	34	46
净利润	11	-3	59	103	138
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	11	-3	59	103	138
EBITDA	35	29	85	155	201
EPS (元)	0.05	-0.01	0.30	0.52	0.70

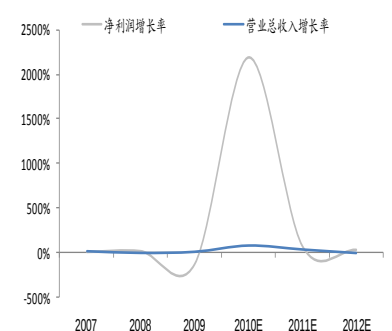
资产负债率趋势



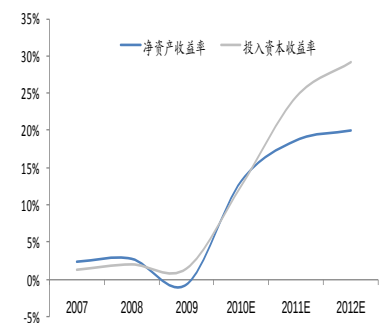
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

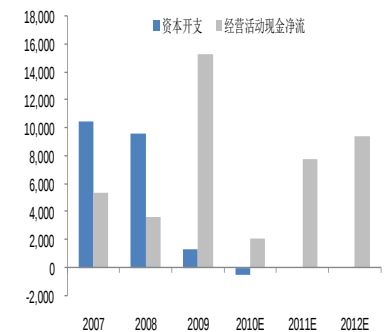
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	37	153	21	77	94
净利润	11	-3	59	103	138
折旧摊销	22	25	20	17	19
营运资金变动	-2	127	-45	-43	-61
其它	6	4	-13	1	-1
投资活动现金流	-109	-25	5	0	-25
资本支出	-96	-13	5	0	0
投资变动	-7	-11	0	0	-25
其他	-6	0	0	0	0
筹资活动现金流	90	-49	-37	-26	10
银行借款	225	142	-31	-22	14
债券融资	-120	-182	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-15	-9	-6	-5	-4
现金净增加额	17	79	-11	51	79
期初现金余额	61	78	158	146	197
期末现金余额	78	158	146	197	276

主要财务比率

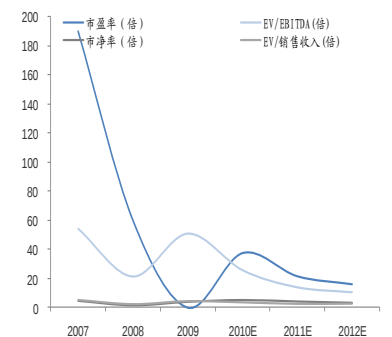
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	-6.3%	7.4%	82.4%	34.9%	-7.9%
营业利润	-55.4%	-105.1%	17700.0	116.4%	34.0%
归属于母公司净利润	18.8%	-126.5%	2187.9	73.9%	34.0%
获利能力					
毛利率	32.4%	30.0%	37.1%	48.4%	61.5%
净利率	3.6%	-0.8%	10.1%	13.0%	19.0%
ROE	2.7%	-0.7%	13.2%	18.7%	20.1%
ROIC	2.0%	1.4%	12.6%	24.5%	29.2%
偿债能力					
资产负债率	41.9%	54.4%	43.3%	29.4%	19.3%
净负债比率	19.5%	-8.9%	-12.0%	-22.3%	-27.0%
流动比率	0.85	0.87	1.00	1.47	2.40
速动比率	0.35	0.38	0.51	0.98	1.83
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.39	0.66	0.95	0.86
应收账款周转率	18.57	20.68	22.81	30.42	28.08
存货周转率	1.78	1.23	2.15	3.65	3.04
每股指标 (元)					
每股收益	0.05	-0.01	0.30	0.52	0.70
每股经营现金流	0.19	0.78	0.10	0.39	0.48
每股净资产	1.98	1.97	2.27	2.79	3.49
估值比率					
P/E	60.1	-526.7	37.5	21.6	16.1
P/B	1.7	3.8	5.0	4.0	3.2
EV/EBITDA	20.9	50.4	25.2	13.5	10.0

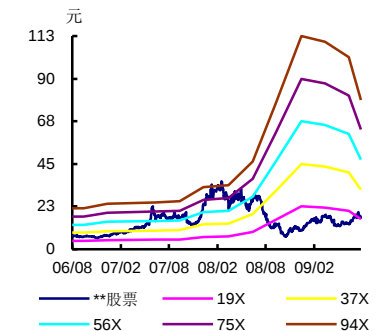
资本支出与经营活动现金流



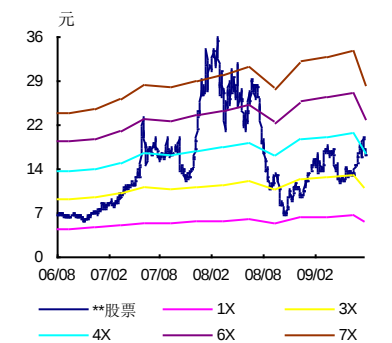
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发酒店旅游传媒行业研究小组

周户，分析师，南开大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2010 年加入广发证券发展研究中心。

王欢，研究助理，英国拉夫堡大学经济学硕士，2009 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：wh12@gf.com.cn，020-87555888-657。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。