



社会服务业/社会服务

首旅股份 (600258)

基于稳健经营的后续发展空间即将打开

——首旅股份 2010 年年报点评


许娟娟
 021-38676545
 xujuanjuan@gtjas.com
 S0880511010028

本报告导读:

非景区收入下降和前门饭店盈利能力较弱导致 2010 年业绩低于预期, 假设 2011 年门票分成解决, 看好后续酒店资产注入对公司规模的提升以及南山景区后续发展空间。

投资要点:

- 2010年公司收入23亿元, 增长39.7%; 营业利润2.96亿元, 增长16.3%; 归属母公司净利润1.87亿元, 增长17.2%; 每10股派发现金股利4.5元(含税); EPS0.81元、低于预期, 源于盈利能力较强的酒店、景区业务收入增速低于预期, 导致整体盈利水平下降。
- 海南国际旅游岛建设将保证景区客流量的正常增长。2010年客流量增速约22%, 增速较往年有所提升; 非门票收入同比下滑导致收入增速放缓。预计未来南山景区受益于海南国际旅游岛的建设, 2011年游客量增速将保持历史平均23%, 其他业务收入复合增速15%。受制于景区改造带来的营业费用增长和所得税率提升, 盈利水平保持低位。
- 集团北京地区酒店注入将大幅提升公司的资产规模。京伦饭店盈利能力强, 收入实现低基数上的反弹, 带动公司酒店业务盈利增长; 前门饭店盈利水平较低, 自2010年前门饭店全年并表后, 公司酒店业务盈利水平开始下降; 民族饭店经营情况较为稳定。预计年内门票分成解决, 年内启动收购集团北京星级酒店。我们认为未来酒店资产的盈利应该至少保持现有水平, 酒店资产的注入将提升公司资产规模。
- 需求延后释放带来收入增速超预期, 旅行社扭亏略盈。低基数带来2010年旅行社收入增长66%。我们认为未来五年旅游业发展重点是提高行业质量, 规模增速并不会显著提升, 盈利水平小幅提升。预计未来2年旅行社业务的收入增速保持10%, 盈利水平保持5%左右。
- 盈利预测及投资建议。假设11年门票分成505, 预计11、12年EPS0.78、1.23元, 建议给予11年行业平均35倍PE, 目标价27.3元, 增持。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,649	2,305	2,453	2,974	3,375
(+/-)%	-8%	40%	6%	21%	13%
经营利润 (EBIT)	258	298	327	531	663
(+/-)%	-8%	16%	10%	63%	25%
净利润	160	187	180	284	346
(+/-)%	-8%	17%	-4%	57%	22%
每股净收益 (元)	0.69	0.81	0.78	1.23	1.50
每股股利 (元)	0.60	0.45	0.43	0.68	0.83

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	15.6%	12.9%	13.3%	17.9%	19.6%
净资产收益率 (%)	16.4%	18.2%	16.3%	23.0%	25.0%
投入资本回报率 (%)	18.1%	21.1%	24.4%	25.4%	22.2%
EV/EBITDA	16.3	14.2	13.2	8.9	7.0
市盈率	35.9	30.6	31.8	20.2	16.6
股息率 (%)	2.4%	1.8%	1.8%	2.8%	3.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 27.30

上次预测: 32.50

当前价格: 24.77

2011.03.14

交易数据

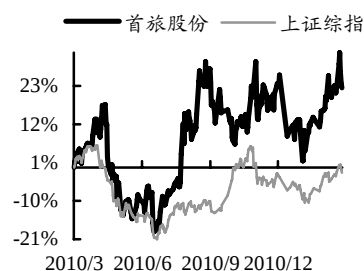
52 周内股价区间 (元)	15.88-27.34
总市值 (百万元)	5,732
总股本/流通 A 股 (百万股)	231/231
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	74

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,027
每股净资产	4.44
市净率	5.6
净负债率	35%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.27	0.26
Q2	0.22	0.21
Q3	0.18	0.17
Q4	0.15	0.14
全年	0.81	0.78

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	1%	19%
相对指数	2%	-2%	22%

相关报告

《首旅股份公司 2010-12-12 调研提纲》	2010.12.07
《业绩符合预期 等待价值体现》	2010.10.26
《等待价值体现》	2010.10.18
《首旅股份公司 2010-09-13 调研提纲》	2010.09.06
《南山景区业绩提升弥补酒店业绩下滑》	2009.08.20

模型更新时间: 2011.03.13

股票研究

社会服务

社会服务业

首旅股份 (600258)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 27.30

上次预测: 32.50

当前价格: 24.77

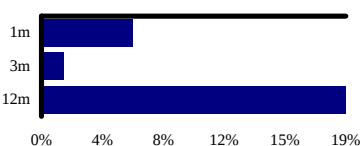
公司网址

www.bct2000.com

公司简介

首旅股份目前主要经营旅游饭店、旅游景区、旅行社、旅游产品开发及销售、承办展览展示活动等。旗下拥有3家分公司、5家控股公司和多家参股公司,拥有京伦饭店、民族饭店、神舟国旅旅行社和海南南山景点等知名品牌。公司拟2008年上半年完成公司公开增发的再融资工作,收购和平宾馆、新侨饭店、前门饭店。收购完成公司将拥有4家4星级酒店,1家3星级酒店,5家酒店均为奥运签约饭店。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

15.88-27.34

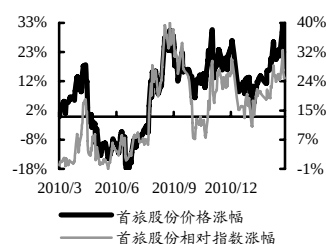
市值 (百万)

5,732

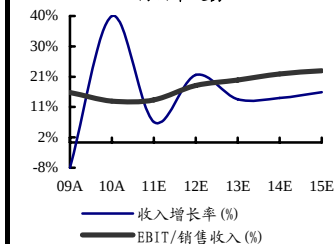
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,649	2,305	2,453	2,974	3,375	3,842	4,446
主营业务成本	880	1,438	1,576	1,745	1,927	2,130	2,427
税金及附加	39	44	47	57	65	74	85
主营业务利润	731	822	830	1,172	1,383	1,639	1,934
其他业务利润	0	0	0	0	0	0	0
营业费用	239	270	312	420	477	543	628
管理费用	234	252	191	220	243	269	306
EBIT	258	298	327	531	663	828	1,000
财务费用	18	22	20	18	37	55	53
营业利润	255	296	328	540	658	810	993
所得税	52	64	77	131	160	197	241
少数股东损益	43	50	77	131	160	197	241
净利润	160	187	180	284	346	426	521
资产负债表							
货币资金、短期投资	210	230	394	446	405	423	445
其他流动资产	67	75	80	96	109	125	144
长期投资	218	232	254	281	312	350	396
固定资产合计	877	867	749	1,293	1,960	2,189	2,676
无形及其他资产	459	448	488	531	579	632	691
资产合计	1,887	1,912	2,023	2,707	3,425	3,778	4,410
流动负债	337	504	459	886	1,290	1,258	1,418
长期负债	334	130	130	130	130	130	130
股东权益	973	1,027	1,107	1,233	1,386	1,575	1,807
投入资本(IC)	1,134	1,109	1,025	1,577	2,266	2,518	3,027
现金流量表							
NOPLAT	205	234	250	400	503	631	759
折旧与摊销	71	76	77	76	104	140	158
流动资金增量	15	7	5	36	26	29	37
资本支出	(88)	(57)	2	(664)	(819)	(423)	(703)
自由现金流	(64)	(53)	2	(664)	(819)	(423)	(703)
经营现金流	292	324	338	519	641	809	963
投资现金流	(64)	(53)	2	(664)	(819)	(423)	(703)
融资现金流	(26)	(177)	(175)	197	137	(369)	(239)
现金流净增加额	202	93	164	52	(41)	18	22
财务指标							
成长性							
收入增长率	-8.0%	39.7%	6.4%	21.2%	13.5%	13.9%	15.7%
EBIT 增长率	-7.9%	15.7%	9.6%	62.7%	24.7%	24.9%	20.8%
净利润增长率	-7.6%	17.2%	-3.6%	57.5%	21.8%	23.0%	22.4%
利润率							
毛利率	46.7%	37.6%	35.7%	41.3%	42.9%	44.6%	45.4%
EBIT 率	15.6%	12.9%	13.3%	17.9%	19.6%	21.5%	22.5%
净利率	9.7%	8.1%	7.4%	9.6%	10.3%	11.1%	11.7%
收益率							
净资产收益率(ROE)	16.4%	18.2%	16.3%	23.0%	25.0%	27.0%	28.9%
总资产收益率(ROA)	8.5%	9.8%	8.9%	10.5%	10.1%	11.3%	11.8%
投入资本回报率(ROIC)	18.1%	21.1%	24.4%	25.4%	22.2%	25.1%	25.1%
运营能力							
存货周转天数	5.38	3.78	3.60	3.71	3.93	4.04	4.08
应收账款周转天数	6.81	4.24	4.15	3.87	3.99	3.98	3.95
总资产周转天数	421.88	300.83	292.78	290.31	331.60	342.13	336.12
净利润现金含量	1.83	1.73	1.87	1.83	1.85	1.90	1.85
资本支出/收入	-5%	-2%	0%	-22%	-24%	-11%	-16%
偿债能力							
资产负债率	36.2%	33.8%	29.7%	38.0%	41.8%	37.1%	35.4%
净负债率	41.6%	0.9%	-4.2%	26.5%	50.0%	39.1%	39.9%
估值比率							
PE	35.9	30.6	31.8	20.2	16.6	13.5	11.0
PB	5.9	5.6	5.2	4.6	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	16.3	14.2	13.2	8.9	7.0	5.6	4.7
P/S	3.48	2.49	2.34	1.93	1.70	1.49	1.29
股息率	2.4%	1.8%	1.8%	2.8%	3.4%	4.1%	5.1%

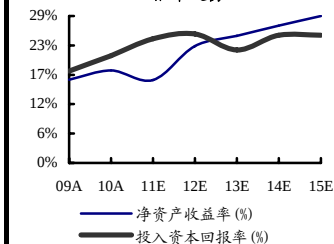
股票绝对涨幅和相对涨幅



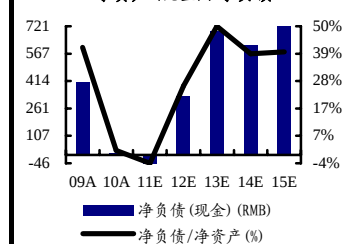
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 景区酒店收入增速低于预期

2010 年公司收入 23 亿元，同比增长 39.7%；营业利润 2.96 亿元，同比增长 16.3%；归属母公司净利润 1.87 亿元，同比增长 17.2%；每 10 股派发现金股利 4.5 元（含税）；EPS0.81 元、低于预期，主要原因是盈利能力较强的酒店、景区业务收入增速低于预期，导致整体盈利水平下降，进而净利润低于预期。

2. 分业务分析

2.1. 景区：海南国际旅游岛建设将保证景区客流量的正常增长 非门票收入同比下滑导致收入增速放缓，营业利润同比增速大幅放缓。

2010 年景区收入 4.2 亿元，同比增长 11%，增速较往年大幅下降。其中，门票收入 2.79 亿元，同比增长 21%，增速略低于往年；其他业务收入 1.41 亿元，同比下降 6%。

2010 年按照历史人均门票价格推算客流量 330 万人，同比增长 22%，增速较往年有所提升。

2010 年南山文化折旧和摊销 3038 万元，创 2007 年以来新高，进而营业利润率较往年下降 55.5%下降至 52.9%。2010 年南山景区改造在建工程 2100 万元，景区改造有利于支持未来客流量的增长，但预计 2011 年开始折旧和摊销将继续增长。

预计未来南山景区受益于海南国际旅游岛的建设，2011 年开始游客量增速将保持历史平均的 23%以上增速，其他业务收入较 2009 年复合增速 15%。受制于景区改造带来的营业费用增长和所得税率提升（2009 年开始五年内，由 20%过度至 25%），盈利水平将保持相对低位。（历史水平 41%）

我们认为 2011 年上半年完成门票分成的概率较大，市场普遍预期的分成比例为 5:5。2010 年景区收入 4.2 亿元，门票收入 2.79 亿元，门票收入仅占景区收入的 66%，预计 2011 年公司 EPS 较分成前下降 32%，降低 EPS0.22 元。

2.2. 酒店：集团北京地区酒店注入将大幅提升公司的资产规模

京伦饭店盈利能力强，收入实现低基数上的反弹，带动公司酒店业务盈利增长。2010 年酒店业务收入 40658 万元，增长 16%；综合毛利率 84.96%，与 09 年持平，低于历史水平；营业费用增长 12%、增速放缓，从而营业利润增速提升至 39%。2010 年民族、前门、京伦收入占比分别约为 50%、17%、33%。

京伦饭店经营情况开始好转。根据公开数据，2010 年京伦饭店实现收入 1.34 亿元，同比增长 17.03%；主要源于低基数效应，过去 3 年复合增速 -6.3%；毛利率略有下降。

前门饭店盈利水平较低，自 2010 年前门饭店全年并表后，公司酒店业务盈利水平开始下降。公司自 2009 年 11 月开始并表前门饭店，前门饭店由于接待团队旅游团较多，平均房价 330 元、低于京伦和民族饭店，毛利率较低；此外前门饭店分公司为自有物业，办理土地使用证增加折旧摊销约 1000 万元。

民族饭店经营情况较为稳定。2010 年民族和前门饭店共实现收入 2.4 亿元，同比增长 16.63%，其中 2009 年民族饭店收入增速应该高于 15%，基于较高的基数，2010 年同比则略有下降。

预计 2011 年门票分成解决，公司于年内启动收购集团北京地区星级酒店事宜。据常理，酒店应该是逐步分批注入，成熟一批注入一批；待注入的北京地区 20 多家酒店包含 3、4、5 星级，盈利能力和资产质量参差不齐，从集团扶持公司发展角度，我们认为公司酒店资产的盈利应该至少保持现有水平，短期看，酒店资产的注入将提升公司资产规模。

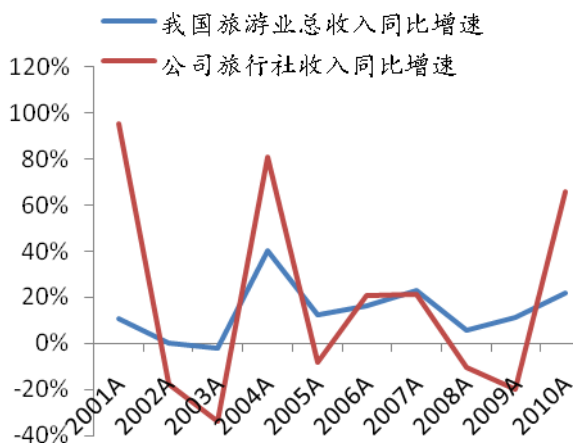
2.3. 旅行社：需求延后释放带来收入增速超预期，旅行社扭亏略盈

2010 年公司旅行社收入 14.17 亿元，同比增长 66%；低基数带来收入的高速增长。公司旅行社业务收入变化趋势与行业一致，历年来公司的弹性更大，尽管 2010 年公司收入增速远高于行业水平，但 2007 年至今的复合增速低于行业水平。（2007 至 2010 年旅行社收入的复合增速为 9.8%，行业复合增速 15.1%）

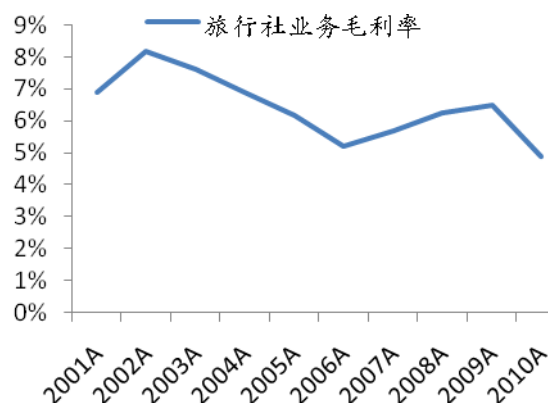
旅行社毛利率继续下降，尽管营业费用、折旧摊销费用下降，但旅行社业务盈利情况并不好，仅实现微利，营业利润 87 万元。

我国旅游业十二五规划提出未来五年旅游业总体收入年均增速 10%，该增速目标低于十一五期间的水平。我们认为未来五年旅游业发展重点是提高行业质量，规模增速并不会显著提升，行业盈利水平应该得以小幅提升。预计公司未来 2 年旅行社业务的收入增速保持 10%，盈利水平保持 5% 左右。

图 1：我国旅游业总收入与公司旅行社收入同比增速 图 2：公司旅行社业务毛利率



数据来源：国泰君安证券研究部



数据来源：国泰君安证券研究部

2.4. 展览广告：未来收入低速稳定增长

收入下降导致盈利能力下滑。2010 年，展览广告占公司收入的 3%、主营业务利润的 7%。由于 2010 年举办展览的数量下降，年内展览广告收入 6175 万元，同比下降 2%；毛利率 99.99%，略有提升；营业费用同比增长 6%，主要为支付给集团的场地租赁费用同比正常增长；由于收入水平的下滑，从而盈利能力下滑，营业利润同比下降 18%，营业利润率 28.78%，较过去五年下降 6 个百分点。

过去三年展览广告业务收入复合增速-3%，毛利率 99%，预计未来展览广告收入增速 5%以内，营业费用基本稳定。

2.5. 投资收益丰厚 预计未来稳定增长

2010 年公司投资收益 2010 万元，同比增长 29.7%。其中，首汽股份和宁夏沙湖分别贡献 1427 万、481 万元，同比分别增长 36%、29%。

首汽股份净利润增速 2009 年为 18%，2010 年提升至 36%，预计 2011 年开始汽车销售及相关产业的利润增速放缓；宁夏沙湖净利润增速 2009 年为 84%，2010 年放缓至 30%，预计未来保持 20%左右增长。

预计公司未来仍将战略性持有该两项投资，投资收益保持 20%左右。

3. 盈利预测及投资建议

年报披露，南山门票分成主体已确定为观音苑公司，南山文化正在就门票分成事项与观音苑公司协商，目前尚未签署正式协议。

- 我们预计 2011 年上半年完成门票分成的可能性较大。
- 我们按照市场普遍预期的 5:5 分成，按照 2010 年水平，景区收入 4.2 亿元，门票收入 2.79 亿元，门票收入仅占景区收入的 66%，预计 2011 年公司 EPS 较分成前下降 0.17 元。
- 预计门票分成后，公司将立刻启动收购集团北京地区星级酒店事宜。据常理，酒店应该是逐步分批注入，成熟一批注入一批；待注入的北京地区 20 多家酒店包含 3、4、5 星级，盈利能力和资产质量参差不齐，从集团扶持公司发展角度，我们认为公司酒店资产的盈利应该至少保持现有水平，此外酒店资产的注入将提升公司资产规模。

考虑 2011 年门票 50%分成后，预计 2011、2012 年 EPS 分别为 0.78、1.23 元，建议按照 2011 年业绩、给予 2011 年行业平均 35 倍 PE，目标价 27.3 元，增持。

作者简介:**许娟娟:**

S0880511010028

021-38676545

xujuanjuan@gtjas.com

复旦大学经济学硕士，2007 年进入国泰君安证券，2007-2009 从事商贸零售行业研究，2010 从事旅游和食品行业研究。获 2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		