

评级：强烈推荐
餐饮旅游行业
公司研究报告

第一创业证券研究所

分析师：任文杰 S1080207050038

联系人：冯佳

电话：0755-82485184

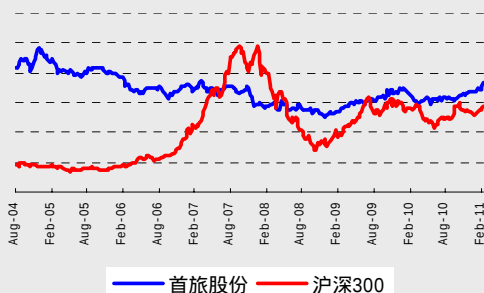
邮件：fengjia@fcsc.cn

首旅股份（600258）2010 年年报点评
—— 短期有隐忧，集团运作强化
交易数据

52 周内股价区间(元)：	15.88-27.34
总市值（百万元）：	5,731.78
流通股本（百万股）：	231.40
流通股比率（%）：	100.0%

资产负债表摘要

股东权益（百万元）：	1,024.94
每股净资产：	4.43
市净率：	5.59
资产负债率：	33.9%

股价与沪深 300 指数比较

事件：

首旅股份 3 月 12 日公布了 2010 年年报，年报显示 2010 年全年公司实现营业收入为 23.05 亿元，实现利润总额 3.02 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 1.87 亿元，每股收益增长 17% 至 0.81 元。公司 2010 年的营收总规模增长 39.7%，归属于上市公司股东的净利润增幅仅为 17.2%；，公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 4.5 元（含税）。

点评：

- **旅游复苏带动营收规模大增，旅游服务规模壮大** 2010 年公司营业收入增幅超过 39%，主要由旅游服务业务较 2009 年同期增长 65.7% 所带动，该板块全年收入规模突破 14 亿元，增速超过同年全国旅游业总收入 21.7% 的爬升速度。公司旗下的“神舟”品牌持续保持行业前列的地位，并且在 2010 年新增旅行社分社超过 30 家。同期，公司增加了对“胡同游”、“宁夏沙湖”和“星晨方舟”的参股比例，使公司的旅游服务板块在产品线、区域布局以及目标消费群上都呈现更加多元化的趋势，强化公司在旅行社板块的集团化规模和运作方式。
- **毛利收缩超预期，引致利润额下滑** 公司 2010 年度的营业成本增发更超营收规模的增长，较 2009 年增长 63.5%。其中，以旅游服务板块的毛利率下滑最为明显，由于人工成本及其他资本性支出增长，毛利空间由 2009 年的 6.5% 压缩至 4.9%，净利润收入比仅为万分之六。
- **景区收入增速放缓，南山分成问题如鲠在喉** 公司景区板块业务增幅仅为 15.3%，较 2009 年下降 6.6 个百分点。另一方面，公司下属子公司南山文化陷入南山风景区门票的分成问题由来已久。经公司与三亚市国资委五年以来的多次协商，2010 年内，三亚国资公司已确认由观音苑公司作为南山文化旅游区门票分成主体，目前南山文化正在就门票分成事项与观音苑公司协商，尚未签署正式协议。由此可见，门票分成已是不可避免，并很有可能在年内实施，但分成比例、追溯时期仍待商榷。近三年以来，南山文化累计门票收入为 7.16 亿元，公司合计持有南山文化 74.805% 的权益。近三年，南山景区门票收入占公司景区比重分别为 60.6%、65.2% 和 66.4%，预计分成协议达成后将带动景区毛利率由目前的 93% 大幅下滑，对于公司每股收益的影响视分成比例不同而呈现差异（参见表 3）。但长期来看，海南国际旅游岛建设有利于公司景区业务



的持续成长。

- **连锁酒店稳步增长，首旅建国发展正当其时** 首旅股份的酒店业务板块在 2010 年实现增长，其营收规模增加 15.3%，毛利率保持 85%，属于连锁酒店中等偏上水平。公司参股的国内连锁经济酒店第一把交椅的“如家”品牌发展稳健；与之目标群不同，自有品牌“首旅建国”定位于中高档商务酒店及度假酒店，目前以委托管理、特许经营和顾问咨询的方式在全国管理酒店 71 家，并将在 2012 年发展至 100 家酒店，该板块业务正值蓬勃发展阶段。
- **合资旅行社迎来出境游春天** 公司间接控股的首旅雅高旅行社是神舟与欧洲旅游业巨人——雅高集团强强联手成立的中法合资国际旅行社。《中外合资经营旅行社试点经营出境旅游业务监管暂行办法》规定自 2010 年 9 月 6 日起允许试点的中外合资旅行社从事出境游业务，并会逐步对全外资旅行社开放。合资旅行社从事出境游业务具备天然资源优势，如首旅雅高成为试点企业，公司的出境游业务将迎来春天。
- **“审慎推荐”评级** 伴随公司多层次、多元化旅行社业务的整合，加之下游酒店链条业务的发展，集团化运作的规模效应将逐步显现，旅游服务和酒店业绩将稳步提升。但考虑到南山景区分成已成定局，并将对 2011 年业绩造成较大影响，我们预计观音苑公司分成比例定为 30%，自 2011 年起征，则公司 2011 年到 2013 年的每股净利润将分别是 0.56 元、0.80 元、0.80 元，对应市盈率分别为 44 倍、31 倍、31 倍。虽然公司年度内分成问题具有不确定性，并将在短期内消除，我们给予“审慎推荐”评级。

表 1、盈利预测（单位：万元）

单位：万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	164,937	230,464	284,201	331,861	348,454
同比（%）	-8.0%	39.7%	23.3%	16.8%	5.0%
营业毛利	76,974	86,624	86,134	100,579	105,608
同比（%）	4.6%	12.5%	-0.6%	16.8%	5.0%
归属母公司净利润	15,966	18,712	14,762	21,727	23,948
同比（%）	-7.6%	17.2%	-21.1%	47.2%	10.2%
总股本（万股）	23,140.0	23,140.0	23,140.0	23,140.0	23,140.0
每股收益（元）	0.69	0.81	0.64	0.94	1.03
ROE	16.4%	18.3%	12.6%	15.6%	14.7%
P/E（倍）	35.9	30.6	38.8	26.4	23.9

资料来源：第一创业证券研究所



表 2、公司主营业务合并预测（单位：万元）

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	164,937.3	230,463.9	284,200.7	331,861.2	348,454.2
增长率%	-8.0%	39.7%	23.3%	16.8%	5.0%
旅游服务	85,498	141,674	170,009	195,510	224,837
增长率%	-19.5%	65.7%	20.0%	15.0%	15.0%
景区	37,983.9	42,063.7	54,682.8	65,619.4	78,743.2
增长率%	22.0%	10.7%	30.0%	20.0%	20.0%
酒店	35,157.5	40,551.3	52,716.7	63,260.0	72,749.0
增长率%	-2.7%	15.3%	30.0%	20.0%	15.0%
展览广告	6,297.5	6,175.0	6,792.5	7,471.8	8,218.9
增长率%	9.5%	-1.9%	10.0%	10.0%	10.0%
二、营业毛利	76,973.8	86,624.2	86,134.0	100,578.6	105,607.6
增长率%	4.6%	12.5%	-0.6%	16.8%	5.0%
综合毛利率	46.7%	37.6%	30.3%	30.3%	30.3%
三、主业盈利	25,764.2	30,016.3	22,310.3	31,974.3	35,006.9
增长率%	-7.8%	16.5%	-25.7%	43.3%	9.5%
主业盈利/收入	15.6%	13.0%	7.9%	9.6%	10.0%
财务费用	1,835.2	2,170.3	2,808.0	2,848.0	2,928.0
付息债务费用率	4.5%	6.1%	7.9%	8.0%	8.2%
资产减值损失	3.8	215.2	176.5	43.5	14.5
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	1,549.8	2,010.0	2,787.5	2,787.5	2,787.5
四、利润总额	25,522.7	30,164.4	22,547.7	32,287.8	35,248.1
减：所得税	5,236.4	6,422.8	5,297.0	8,071.9	8,812.0
实际税率	20.5%	21.3%	23.5%	25.0%	25.0%
五、归属母公司净利	15,965.9	18,712.4	14,762.3	21,727.4	23,947.6
增长率%	-7.6%	17.2%	-21.1%	47.2%	10.2%
销售净利率%	9.7%	8.1%	5.2%	6.5%	6.9%
六、总股本(万股)	23,140.0	23,140.0	23,140.0	23,140.0	23,140.0
七、摊薄每股收益	0.69	0.81	0.64	0.94	1.03

资料来源：第一创业证券研究所

表 3、公司南山文化门票分成比例弹性测试（单位：万元）

门票分成比例	2011E		2012E		2013E	
	景区板块利润	每股收益	景区板块利润	每股收益	景区板块利润	每股收益
10%	32,933.0	0.86	26,099.8	1.19	47,423.5	1.30
20%	29,429.6	0.75	30,303.9	1.06	42,378.6	1.17
30%	25,926.2	0.64	34,507.9	0.94	37,333.7	1.03
40%	22,422.8	0.53	38,712.0	0.81	32,288.8	0.90
50%	18,919.4	0.42	42,916.1	0.69	27,243.9	0.77

资料来源：第一创业证券研究所

(注：分成比例为观音苑公司分成比例)

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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头寸并进行交易，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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120