



期待南山景区深度开发

增持维持

投资要点:

- 受南山门票分成影响,业绩与毛利率均下滑明显
- 除外延式扩张外,南山景区仍为公司发展关键点,期待深度开发

报告摘要:

- 业绩略低于预期,上半年计提分成款 1.05 亿元。上半年公司实现营业收入 11.51 亿元,同比增长 7%;实现归属于母公司的净利润 5911 万元,同比下降 47.3%,实现每股收益 0.26 元。利润大幅下降主要是由于南山计提门票分成款 10,505 万元。
- 受南山景区影响,综合毛利率下滑 8.55 个百分点,净利率下滑 1.78 个百分点。2011 年上半年公司综合毛利率为 33.25%,比去年同期下降 8.55 个百分点,各业态中毛利率下降最多的是南山公司,受门票分成因素影响,毛利率下降 4.42 个百分点。
- 旅行社业务毛利率下滑,南山景区仍将成为公司发展关键点。对公司利润总额贡献前三名的行业是:景区、酒店、展览广告,贡献率分别为 62.13%、45.56%、2.73%。2011 年上半年,公司旅行社业务收入同比增长 22.71%,但受外部因素及通胀影响,公司旅行社行业营业利润率比去年同期减少 0.73 个百分点。
- 期待南山深度开发,维持增持评级。我们认为,在海南国际旅游岛建设的大背景下,公司的南山景区仍将受益明显,短期来看,分成问题的解决对公司的利润有较大的影响,但中长期看来,分成问题的解决终将成为必然,而这也为南山景区和整个公司的长远发展扫清障碍。我们期待看到南山景区的深度开发计划,我们认为南山景区通过经营业态的丰富和景区体量的扩大,做到新增部分的经营性收入能够弥补门票分成带来的损失不是没有可能。预计公司 11-13 年每股收益 0.6 元、0.64 元、0.70 元,对应 PE 30 倍、29 倍、26 倍,维持增持评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入/万元	164,937	230,464	267,601	288,346	314,657
y o y / %	-7.97%	39.73%	16.11%	7.75%	9.12%
净利润/万元	15,966	18,712	14,000	14,812	16,106
y o y / %	-7.55%	17.20%	-25.19%	5.80%	8.73%
每股收益/元	0.69	0.81	0.60	0.64	0.70
PE	26.61	22.70	30.35	28.68	26.38

服务业研究组

分析师:

陈旭 (S1180511080001)

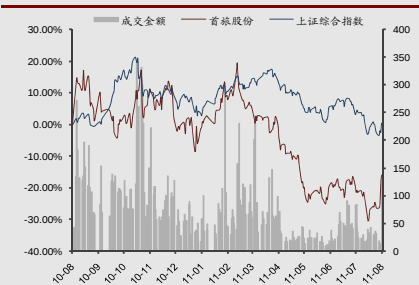
联系人:

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



数据来源: 港澳资讯

公司数据

总股本(亿股)	2.31
总市值(亿元)	42.49
流通比例	100%
12个月最高/最低(元)	27.34/14.42
主要股东	北京首都旅游集团有限责任公司

数据来源: 港澳资讯

相关研究

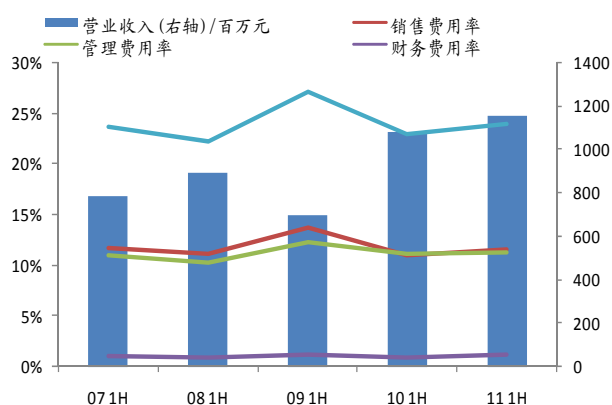
- 1《宏源证券*公司季报简评*首旅股份:净利润下滑 54%,期待再融资惊喜*600258*旅游酒店行业*孙妍》,2011.4
- 2《宏源证券*公司动态报告*首旅股份:南山门票 4:6 分成,短期表现承压*600258*旅游酒店行业*孙妍》,2011.3
- 3《宏源证券*公司年报简评*首旅股份:业绩略低预期,综合毛利率下降 9.1%*600258*旅游酒店行业*孙妍》,2011.3

一、业绩略低于预期，毛利率同比下降 8.55 个百分点

上半年公司实现营业收入11.51 亿元，同比增长7%；实现归属于母公司的净利润5911 万元，同比下降47.3%，实现每股收益0.26元。利润大幅下降主要是受南山公司门票分成事项的影响，2011 年上半年南山公司执行《门票分成协议》，共计提门票分成款10,505 万元。

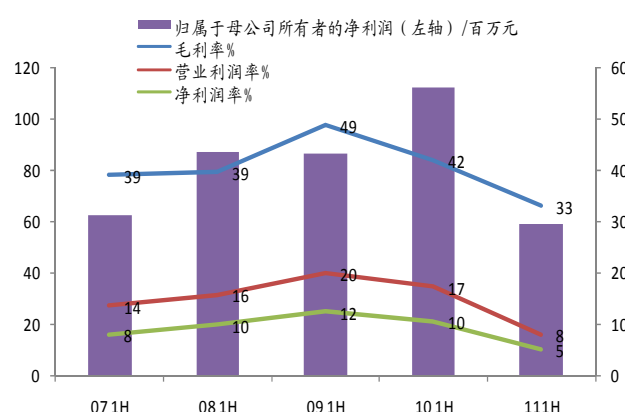
2011 年上半年公司综合毛利率为33.25%，比去年同期下降8.55 个百分点，各业态中毛利率下降最多的是南山公司，受门票分成因素影响，毛利率下降4.42 个百分点；旅行社业务受入境市场下滑、国内和出境市场竞争激烈、同行相互压价、机票涨价等多重因素影响，毛利率减少0.73 个百分点；展览广告业的毛利率减少0.01 个百分点；酒店行业的毛利率稳中有升，增加0.03 个百分点。

图 1：公司费用率变化/%



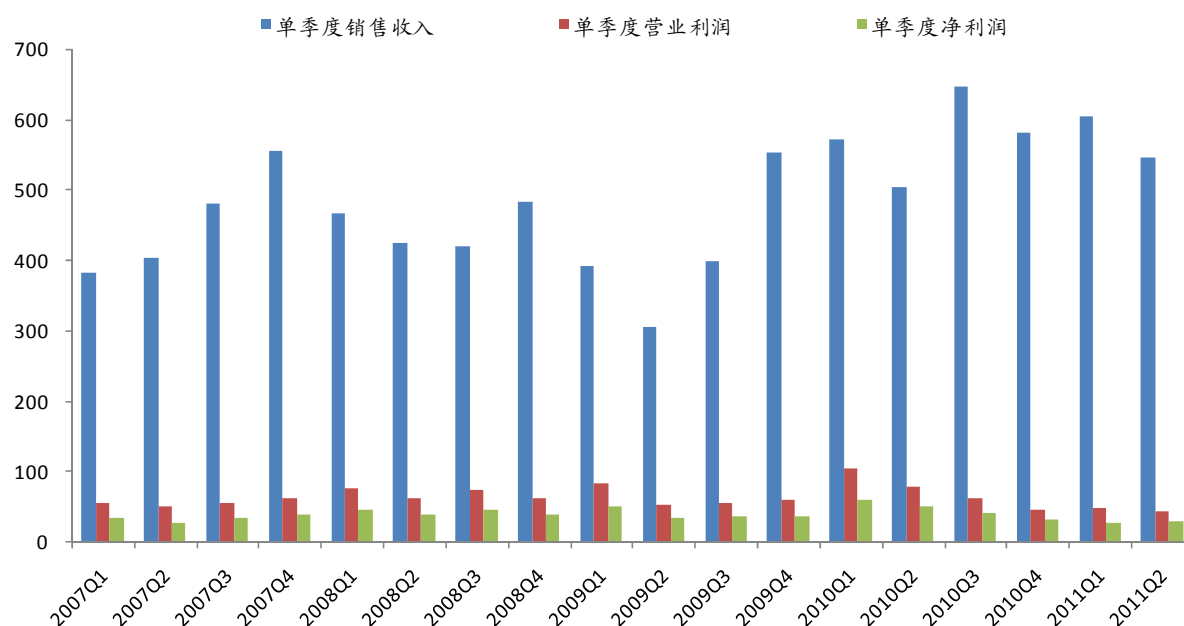
资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：公司盈利能力情况/百万元



资料来源：公司公告，宏源证券

图 3：公司分季度营业收入及利润/百万元



资料来源：公司公告，宏源证券

二、南山景区撑起大半利润，旅行社业务毛利率略有下滑

上半年公司实现营业收入11.51 亿元，对公司营业收入贡献前三名的行业是：旅行社、酒店、景区，营业收入分别为7.51 亿元、2.10 亿元和1.67 亿元，贡献率分别为65.22%、18.25%、和14.49%；公司实现利润总额9,385 万元，**对公司利润总额贡献前三名的行业是：景区、酒店、展览广告**，利润总额分别为5,831 万元、4,276 万元、256 万元，对公司利润总额贡献率分别为62.13%、45.56%、2.73%。

2011 年上半年，公司酒店业经营业绩平稳增长，收入同比增长12.28%，营业利润率同比增加0.03 个百分点，其中：民族饭店、京伦饭店、前门饭店、首旅物业的营业收入同比增长分别为12.71%、13.72%、10.63%、2.25%。2011 年上半年，公司展览广告业经营业绩下滑，营业收入同比下降12.78%，营业利润率减少0.01 个百分点，主要原因是原定举办的展览临时取消给公司造成一定影响。

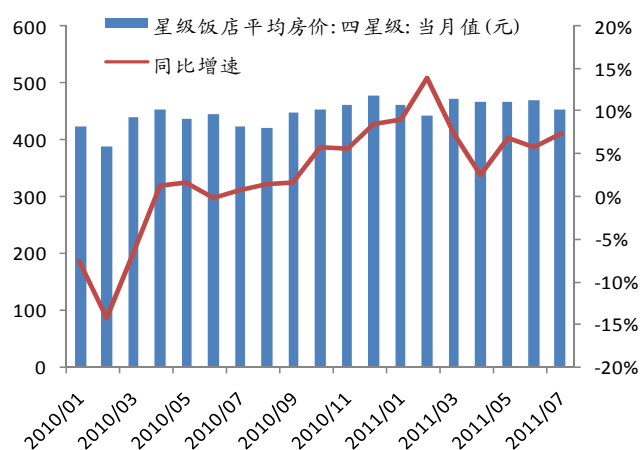
2011 年上半年，公司景区业收入同比下降33.37%，营利润率减少4.42 个百分点，主要是南山公司门票分成事项造成的影响，今年上半年南山公司执行《门票分成协议》，共计提门票分成款10,505 万元。2011 年上半年，由于国内和出境旅游市场持续升温，公司旅行社业务收入同比增长22.71%。其中：**国内、出境旅游收入同比增长分别为33.86%、35.54%**，但入境旅游收入受国际经济形式不稳定的影响，同比下降28.16%。**公司旅行社行业营业利润率比去年同期减少0.73 个百分点。**

表 1：海南省十二五期间旅游产值将翻番

	2009		2012		2015		2020	
		绝对值	年均增长	绝对值	年均增长	绝对值	年均增长	
人均生产总值/元	19166	26930	12.00%	37835	12.00%	72850	14.00%	
旅游人数/万人次	2250.33	3160	12.00%	4760	14.60%	7680	10.00%	
旅游收入/亿元	211.72	314	14.00%	540	20.00%	1240	18.00%	
旅游业增加值比重	6.40%		7.50%		9.00%		12.00%	
第三产业增加值比重	45.00%		47.00%		75.00%		60.00%	

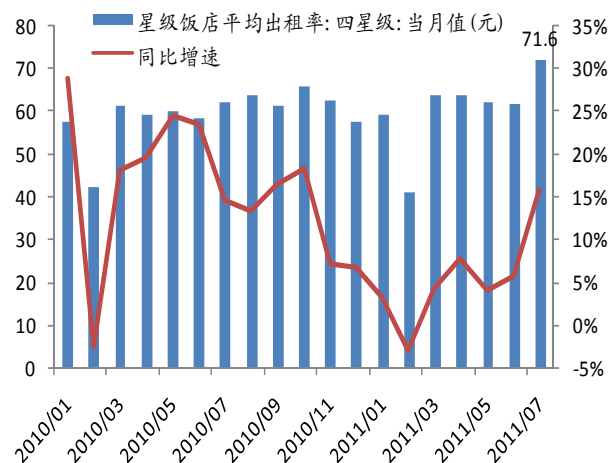
资料来源：海南省旅游局，宏源证券

图 4：北京四星级饭店平均房价走势平稳/元



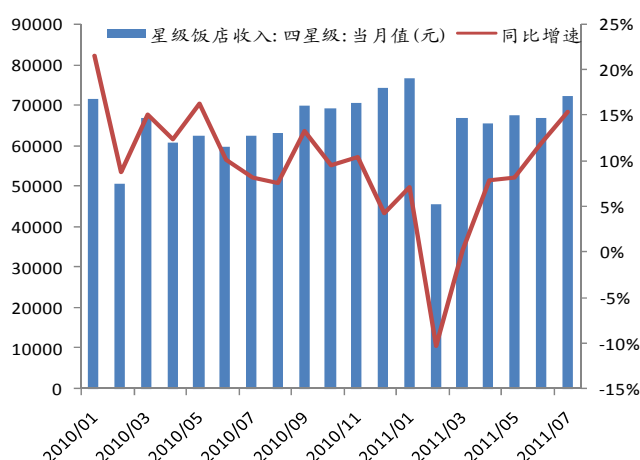
资料来源：各省市旅游局，宏源证券

图 5：7 月北京市四星级饭店出租率创出新高



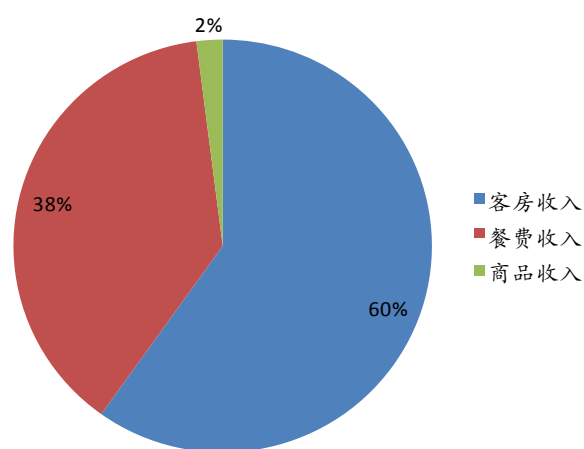
资料来源：国家统计局，宏源证券

图 6： 2011 年以来北京四星级饭店收入走势平稳/元



资料来源：各省市旅游局，宏源证券

图 7： 北京市星级饭店收入构成（2011.7）/万元



资料来源：国家统计局，宏源证券

三、期待南山景区深度开发，维持增持评级

我们认为，在海南国际旅游岛建设的大背景下，公司的南山景区仍将受益明显，短期来看，分成问题的解决对公司的利润有较大的影响，但中长期看来，分成问题的解决终将成为必然，而这也为南山景区和整个公司的长远发展扫清障碍。

我们期待看到南山景区的深度开发计划，我们认为南山景区通过经营业态的丰富和景区体量的扩大，做到新增部分的经营性收入能够弥补门票分成带来的损失不是没有可能，我们预计公司 11-13 年每股收益 0.6 元、0.64 元、0.70 元，对应 PE 30 倍、29 倍、26 倍，维持增持评级。

财务报表及财务指标预测					2011-8-26	股价: 18			
利润表	2,010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2,010	2011E	2012E	2013E
营业收入	230,464	267,601	306,861	335,024	成长性				
减: 营业成本	143,840	178,732	193,323	211,065	营业收入增长率	39.73%	16.11%	7.75%	9.12%
营业税费	4,417	5,352	5,767	6,293	营业利润增长率	16.35%	-19.17%	-3.01%	19.17%
销售费用	27,035	29,436	32,439	34,612	净利润增长率	17.20%	-25.19%	5.80%	8.73%
管理费用	25,156	28,366	29,988	31,623	EBITDA增长率	15.03%	17.60%	8.01%	13.15%
财务费用	2,170	1,928	3,591	3,369	EBIT增长率	16.48%	31.99%	8.00%	13.42%
资产减值损失	215	(172)	0	0	NOPLAT增长率	17.13%	40.33%	8.58%	13.13%
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	投资资本增长率	-0.93%	11.04%	16.12%	8.71%
投资和汇兑收益	2,010	0	0	0	净资产增长率	5.10%	14.13%	12.11%	11.13%
营业利润	29,641	23,960	23,239	27,695	利润率				
加: 营业外净收支	524	164	187	215	毛利率	37.59%	33.21%	32.95%	32.92%
利润总额	30,164	24,124	41,941	48,277	营业利润率	12.86%	8.95%	8.06%	8.80%
减: 所得税	6,423	5,307	5,154	6,140	净利率	8.12%	5.23%	5.14%	5.12%
净利润	18,712	14,000	14,812	16,106	EBITDA/营业收入	16.54%	16.75%	15.78%	16.35%
资产负债表	2,010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	13.80%	15.69%	15.73%	16.34%
货币资金	22,977	21,408	29,003	30,314	运营效率				
交易性金融资产	0	0	0	0	固定资产周转天数	134.35	122.24	138.37	144.97
应收账款	4,150	6,525	7,058	7,706	流动营业资本周转天数	(30.88)	(29.27)	(31.71)	(31.47)
应收票据	5	28	31	34	流动资产周转天数	45.46	40.24	43.67	46.00
预付账款	1,718	1,986	2,148	2,345	应收账款周转天数	4.18	4.61	5.54	5.52
存货	1,507	2,553	2,762	3,015	存货周转天数	2.33	2.58	3.12	3.10
其他流动资产	150	416	532	673	总资产周转天数	296.71	259.82	276.44	282.64
可供出售金融资产	5,222	5,222	5,222	5,222	投资资本周转天数	208.05	177.50	186.61	191.67
持有至到期投资	0	0	0	0	投资回报率				
长期股权投资	23,229	22,600	23,400	24,200	ROE	18.77%	24.18%	22.72%	23.42%
投资性房地产	583	583	583	583	ROA	12.42%	15.99%	14.54%	15.43%
固定资产	85,487	107,175	128,714	141,105	ROIC	19.36%	27.43%	26.82%	26.13%
在建工程	1,260	2,270	2,455	2,680	费用率				
无形资产	39,848	42,555	46,029	50,254	销售费用率	11.73%	11.00%	11.25%	11.00%
其他非流动资产	5,050	5,003	5,003	5,003	管理费用率	10.92%	10.60%	10.40%	10.05%
资产总额	191,187	218,325	252,938	273,132	财务费用率	0.94%	0.72%	1.25%	1.07%
短期债务	5,500	17,983	31,825	30,000	三费/营业收入	23.59%	22.32%	22.90%	22.12%
应付账款	15,765	23,264	25,163	27,472	偿债能力				
应付票据	0	0	0	0	资产负债率	33.83%	33.88%	36.02%	34.15%
其他流动负债	11,807	18,314	19,472	20,880	负债权益比	51.12%	51.24%	56.29%	51.86%
长期借款	12,700	12,700	12,700	12,700	流动比率	60.48%	59.31%	57.36%	59.34%
其他非流动负债	1,526	5,785	6,016	6,298	速动比率	57.49%	54.71%	53.55%	55.28%
负债总额	64,670	73,989	91,119	93,293	利息保障倍数	14.66	21.78	12.63	15.27
少数股东权益	23,836	28,117	32,731	37,765	分红指标				
股本	23,140	23,140	23,140	23,140	DPS (元)	0.00	0.73	0.83	1.04
留存收益	79,354	93,139	106,009	118,994	分红比率	0.00%	55.00%	60.00%	65.00%
股东权益	126,517	144,396	161,879	179,900	股息收益率	0.00%	3.97%	4.54%	5.68%
现金流量表	2,010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2,010	2011E	2012E	2013E
净利润	23,742	18,816	18,272	21,770	EPS (元)	0.81	0.60	0.64	0.70
加: 折旧和摊销	7,593	2,837	3,069	3,350	BVPS (元)	5.47	6.24	7.00	7.77
资产减值准备	215	(172)	0	0	PE (X)	22.70	30.35	28.68	26.38
公允价值变动损失	0	0	0	0	PB (X)	3.36	2.94	2.62	2.36
财务费用	1,670	1,937	1,928	3,591	P/FCF	28	38	19	21
投资收益	(2,010)	0	0	0	P/S	2	1	1	1
少数股东损益	5,029	4,817	3,460	5,664	EV/EBITDA	12	10	10	9
营运资金的变动	(69)	14,334	2,267	2,757	CAGR (%)	0	0	0	0
经营活动产生现金	31,925	42,560	30,659	36,909	PEG	2	2	1	1
投资活动产生现金	(4,724)	(23,594)	(25,812)	(17,416)	ROIC/WACC	2	3	3	3
融资活动产生现金	(25,190)	(23,594)	(9,053)	(29,310)	REP	2	1	1	1

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。