

## 证券研究报告—动态报告

旅游休闲

旅游

**首旅股份(600258)**

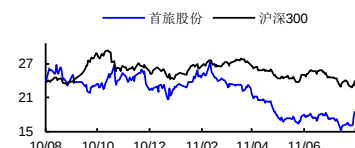
2011 年半年报点评

**谨慎推荐**

(维持评级)

2011 年 8 月 29 日

## 一年该股与沪深 300 走势比较



## 股票数据

|               |                    |
|---------------|--------------------|
| 总股本(百万股)      | 231.4/231.4        |
| 总市值(百万元)      | 4,248.5/4,248.5    |
| 沪深 300/深圳成指   | 2,612.19/11,568.17 |
| 12 个月最高/最低(元) | 26.81/15.19        |

## 相关研究报告:

《首旅股份-600258-门票分成尘埃落定,再融资将进入议事日程》——2011-4-21

**证券分析师: 曾光**

电话: 0755-82150809

E-mail: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响 特此声明。

## 半年报点评

## 南山景区门票分成及客流增速放缓导致业绩波澜不惊

### ●上半年业绩同比下滑 47.31%, EPS 0.26 元,基本符合预期

2011 年上半年,公司实现营业收入 11.51 亿元,同比增长 7.00%;实现营业利润 9349 万元,同比下降 49.51%;实现归属于母公司所有者的净利润 5911 万元,同比下滑 47.31%。EPS 0.26 元。业绩基本符合预期。

### ●南山景区门票分成对业绩影响显著,上半年景区客流增速放缓

2010 年南山公司权益利润占比约 70%。若当年南山门票按 50%分成,则公司 EPS 将由 0.81 元降至 0.48 元,影响显著。11 年上半年,虽然受益于国人离岛免税政策,但受制于航空运输瓶颈,三亚市上半年游客总人数同比仅增长 7.5%,而南山景区上半年游客人数仅增长 6%,增速明显放缓。上半年景区收入同比下滑 33.37%;如合并分成款,则景区收入同比增长 8.59%。南山公司上半年贡献 EPS 0.14 元,同比减少 0.24 元。南山公司是业绩大幅下滑最主要原因。

### ●酒店业务稳步增长,旅行社业务和展览广告业务收益下滑

今年上半年,北京四星级酒店市场 RevPAR 指标同比增长 11.41%,公司酒店业务收入同比增长 12.28%,利润总额同比增长约 18%。收入占比最大的旅游服务业务收入虽同比增长 22.71%,但利润率最高的入境游业务同比下滑 28.16%,与行业表现趋同。旅行社业务上半年亏损约 150 万,同比减少超过 200%。北展分公司受到激励竞争经营继续现颓势,上半年收入同比下滑 12.78%,净利润同比下滑超过 50%。此外,受益于宁夏沙湖公司效益显著提升,公司投资收益同比增长 53.72%,贡献 EPS 0.04 元。

### ●风险提示

集团公司酒店资产盈利能力不一,资产整合方案具有一定的难度和不确定性。

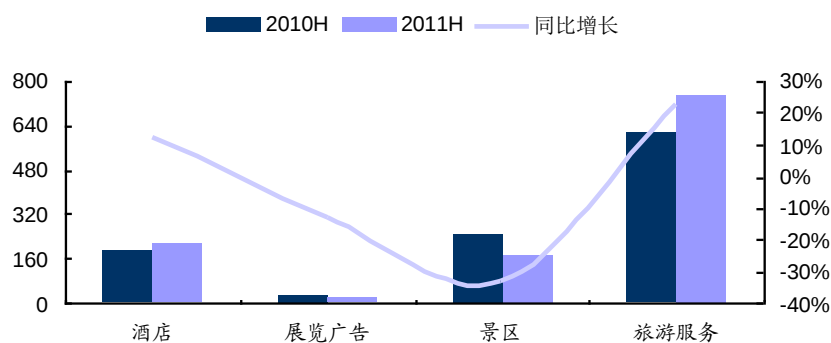
### ●集团公司酒店资产整体上市方向确定,给予“谨慎推荐”评级

预期公司 11-13 年 EPS 分别为 0.54、0.68、0.83 元。目前股价对应 11-12 年 EPS 分别为 34、27 倍。集团公司承诺未来尽快完成北京地区酒店整合工作,公司未来具有较明确的再融资预期,暂维持“谨慎推荐”评级。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2009     | 2010     | 2011E  | 2012E | 2013E |
|--------------|----------|----------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 1,649.37 | 2,304.64 | 2,533  | 2,901 | 3,326 |
| (+/-%)       | -12.06%  | 39.73%   | 9.9%   | 14.5% | 14.6% |
| 净利润(百万元)     | 159.66   | 187.12   | 125    | 158   | 193   |
| (+/-%)       | -13.72%  | 17.20%   | -33.1% | 26.2% | 22.2% |
| 每股收益(元)      | 0.69     | 0.81     | 0.54   | 0.68  | 0.83  |
| EBIT Margin  | 16.49%   | 13.93%   | 7.7%   | 8.6%  | 9.1%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 16.40%   | 18.22%   | 11.6%  | 13.9  | 15.9% |
| 市盈率 (PE)     | 26.61    | 22.70    | 33.9   | 26.9  | 22.0  |
| EV/EBI       | 13.56    | 11.16    | 17.4   | 1.7   | 12.9  |
| 市净率 (PB)     | 4.36     | 4.14     | 3.95   | 3.3   | 3.49  |

图 1: 2011 年上半年首旅股份各主营业务收入同比增长情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 1: 2011 年上半年首旅股份主要财务指标对比

| 科目      | 2011H  | 2010H  | 同比增减   |
|---------|--------|--------|--------|
| 酒店毛利率   | 85.68% | 85.64% | 0.03%  |
| 展览广告毛利率 | 99.97% | 99.98% | -0.01% |
| 景区毛利率   | 88.38% | 92.80% | -4.42% |
| 旅游服务毛利率 | 4.24%  | 4.95%  | -0.73% |
| 综合毛利率   | 33.25% | 41.80% | -8.54% |
| 销售费用率   | 11.52% | 10.93% | 0.59%  |
| 管理费用率   | 11.27% | 11.03% | 0.23%  |
| 财务费用率   | 1.20%  | 0.99%  | 0.21%  |
| 期间费用率   | 23.98% | 22.95% | 1.04%  |
| ROE     | 5.79%  | 11.20% | -5.41% |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 附表 1：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |             |             |             |             | 利润表（百万元）         |              |             |             |              |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
|                  | 2010        | 2011E       | 2012E       | 2013E       |                  | 2010         | 2011E       | 2012E       | 2013E        |
| 现金及现金等价物         | 230         | 627         | 805         | 1009        | 营业收入             | 2305         | 2533        | 2901        | 3326         |
| 应收款项             | 42          | 56          | 64          | 73          | 营业成本             | 1438         | 1726        | 1973        | 2267         |
| 存货净额             | 15          | 18          | 21          | 24          | 营业税金及附加          | 44           | 47          | 54          | 62           |
| 其他流动资产           | 19          | 20          | 23          | 27          | 销售费用             | 270          | 296         | 325         | 359          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>305</b>  | <b>721</b>  | <b>912</b>  | <b>1133</b> | 管理费用             | 252          | 269         | 300         | 335          |
| 固定资产             | 867         | 820         | 770         | 717         | 财务费用             | 22           | 27          | 32          | 31           |
| 无形资产及其他          | 398         | 384         | 369         | 354         | 投资收益             | 20           | 24          | 29          | 36           |
| 投资性房地产           | 109         | 109         | 109         | 109         | 资产减值及公允价值变动      | (2)          | 0           | 0           | 0            |
| 长期股权投资           | 232         | 232         | 232         | 232         | 其他收入             | 0            | 0           | 0           | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>1912</b> | <b>2266</b> | <b>2391</b> | <b>2544</b> | 营业利润             | 296          | 192         | 247         | 308          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 228         | 250         | 250         | 250         | 营业外净收支           | 5            | 0           | 0           | 0            |
| 应付款项             | 98          | 124         | 143         | 165         | <b>利润总额</b>      | <b>302</b>   | <b>192</b>  | <b>247</b>  | <b>308</b>   |
| 其他流动负债           | 178         | 224         | 255         | 291         | 所得税费用            | 64           | 41          | 56          | 74           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>504</b>  | <b>598</b>  | <b>647</b>  | <b>706</b>  | 少数股东损益           | 50           | 26          | 33          | 41           |
| 长期借款及应付债券        | 127         | 327         | 327         | 327         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>187</b>   | <b>125</b>  | <b>158</b>  | <b>193</b>   |
| 其他长期负债           | 15          | 15          | 15          | 15          |                  |              |             |             |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>142</b>  | <b>342</b>  | <b>342</b>  | <b>342</b>  | 现金流量表（百万元）       |              |             |             |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>647</b>  | <b>940</b>  | <b>990</b>  | <b>1049</b> |                  | 2010         | 2011E       | 2012E       | 2013E        |
| 少数股东权益           | 238         | 249         | 262         | 278         | 净利润              | 187          | 125         | 158         | 193          |
| 股东权益             | 1027        | 1077        | 1140        | 1217        | 资产减值准备           | 2            | (0)         | (0)         | (0)          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1912</b> | <b>2266</b> | <b>2391</b> | <b>2544</b> | 折旧摊销             | 76           | 103         | 106         | 109          |
|                  |             |             |             |             | 公允价值变动损失         | 2            | 0           | 0           | 0            |
| 关键财务与估值指标        |             |             |             |             | 财务费用             | 22           | 27          | 32          | 31           |
|                  | 2010        | 2011E       | 2012E       | 2013E       | 营运资本变动           | 3            | 53          | 36          | 43           |
| 每股收益             | 0.81        | 0.54        | 0.68        | 0.83        | 其它               | (5)          | 10          | 13          | 17           |
| 每股红利             | 0.86        | 0.32        | 0.41        | 0.50        | <b>经营活动现金流</b>   | <b>265</b>   | <b>292</b>  | <b>313</b>  | <b>362</b>   |
| 每股净资产            | 4.44        | 4.65        | 4.93        | 5.26        | 资本开支             | (54)         | (41)        | (41)        | (41)         |
| ROIC             | 18%         | 12%         | 17%         | 22%         | 其它投资现金流          | 0            | 0           | 0           | 0            |
| ROE              | 18%         | 12%         | 14%         | 16%         | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(68)</b>  | <b>(41)</b> | <b>(41)</b> | <b>(41)</b>  |
| 毛利率              | 38%         | 32%         | 32%         | 32%         | 权益性融资            | 0            | 0           | 0           | 0            |
| EBIT Margin      | 13%         | 8%          | 9%          | 9%          | 负债净变化            | (203)        | 200         | 0           | 0            |
| EBITDA Margin    | 16%         | 12%         | 12%         | 12%         | 支付股利、利息          | (200)        | (75)        | (95)        | (116)        |
| 收入增长             | 40%         | 10%         | 15%         | 15%         | 其它融资现金流          | 628          | 22          | 0           | 0            |
| 净利润增长率           | 17%         | -33%        | 26%         | 22%         | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(177)</b> | <b>147</b>  | <b>(95)</b> | <b>(116)</b> |
| 资产负债率            | 46%         | 52%         | 52%         | 52%         | <b>现金净变动</b>     | <b>20</b>    | <b>398</b>  | <b>177</b>  | <b>205</b>   |
| 息率               | 4.7%        | 1.8%        | 2.2%        | 2.7%        | 货币资金的期初余额        | 210          | 230         | 627         | 805          |
| P/E              | 22.7        | 33.9        | 26.9        | 22.0        | 货币资金的期末余额        | 230          | 627         | 805         | 1009         |
| P/B              | 4.1         | 3.9         | 3.7         | 3.5         | 企业自由现金流          | 262          | 268         | 294         | 341          |
| EV/EBITDA        | 13.0        | 17.4        | 14.7        | 12.9        | 权益自由现金流          | 687          | 469         | 269         | 318          |

资料来源：wind, 国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间      |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间    |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

## 风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 国信证券经济研究所团队成员

|                  |                    |                |                    |               |                    |
|------------------|--------------------|----------------|--------------------|---------------|--------------------|
| <b>宏观</b>        |                    | <b>固定收益</b>    |                    | <b>策略</b>     |                    |
| 周炳林              | 0755-82130638      | 李怀定            | 021-60933152       | 黄学军           | 021-60933142       |
| 林松立              | 010-66026312       | 侯慧娣            | 021-60875161       | 林丽梅           | 021-60933157       |
| 崔 嵘              | 021-60933159       | 张 旭            | 010-66026340       |               |                    |
|                  |                    |                |                    | <b>技术分析</b>   |                    |
|                  |                    |                |                    | 闫 莉           | 010-88005316       |
| <b>交通运输</b>      |                    | <b>银行</b>      |                    | <b>房地产</b>    |                    |
| 郑 武              | 0755- 82130422     | 邱志承            | 021- 60875167      | 方 焱           | 0755-82130648      |
| 陈建生              | 0755- 82133766     | 黄 飙            | 0755-82133476      | 区瑞明           | 0755-82130678      |
| 岳 鑫              | 0755- 82130432     | 谈 煊            | 010- 66025229      | 黄道立           | 0755- 82133397     |
| 周 俊              | 0755-82130833-6215 |                |                    |               |                    |
| 糜怀清              |                    |                |                    |               |                    |
| <b>商业贸易</b>      |                    | <b>汽车及零配件</b>  |                    | <b>钢铁及新材料</b> |                    |
| 孙菲菲              | 0755-82130722      | 左 涛            | 021-60933164       | 郑 东           | 010- 66025270      |
| 祝 彬              | 021-60933156       |                |                    | 秦 波           | 010-66026317       |
| 常 伟              |                    |                |                    | 郭 莹           | 010-88005303       |
| <b>机械</b>        |                    | <b>基础化工</b>    |                    | <b>医药</b>     |                    |
| 郑 武              | 0755- 82130422     | 刘旭明            | 010-66025272       | 贺平鸽           | 0755-82133396      |
| 陈 玲              | 0755-82130646      | 张栋梁            | 0755-82130532      | 丁 丹           | 0755- 82139908     |
| 杨 森              | 0755-82133343      | 罗 洋            | 0755-82150633      | 杜佐远           | 0755-82130473      |
| 后立尧              | 010-88005327       | 吴琳琳            | 0755-82130833-1867 | 谭权胜           | 0755-82136019      |
|                  |                    | 梁 丹            | 0755- 82134323     | 胡博新           | 0755-82133263      |
|                  |                    |                |                    | 刘 勃           | 0755-82130833-1845 |
| <b>电力设备与新能源</b>  |                    | <b>传媒</b>      |                    | <b>有色金属</b>   |                    |
| 杨敬梅              | 021-60933160       | 陈财茂            | 010-88005322       | 彭 波           | 0755-82133909      |
| 张 弢              | 010-88005311       | 刘 明            | 010-88005319       | 谢鸿鹤           | 0755-82130646      |
|                  |                    |                |                    | 龙 飞           |                    |
| <b>电力与公用事业</b>   |                    | <b>非银行金融</b>   |                    | <b>通信</b>     |                    |
| 徐颖真              | 021-60875162       | 邵子钦            | 0755- 82130468     | 严 平           | 021-60875165       |
| 谢达成              | 021-60933161       | 田 良            | 0755-82130513      | 唐俊杰           | 021-60875160       |
|                  |                    | 童成敦            | 0755-82130513      |               |                    |
| <b>造纸</b>        |                    | <b>家电</b>      |                    | <b>计算机</b>    |                    |
| 李世新              | 0755-82130565      | 王念春            | 0755-82130407      | 段迎晟           | 0755- 82130761     |
| 邵 达              | 0755-82130706      | 黄海培            | 021-60933150       | 欧阳仕华          | 0755-82151833      |
| <b>电子元器件</b>     |                    | <b>纺织服装</b>    |                    | <b>农业</b>     |                    |
| 段迎晟              | 0755- 82130761     | 方军平            | 021-60933158       | 张 如           | 021-60933151       |
| 高耀华              | 0755-82130771      |                |                    |               |                    |
| 熊 丹              |                    |                |                    |               |                    |
| <b>建材</b>        |                    | <b>旅游</b>      |                    | <b>食品饮料</b>   |                    |
| 郑 东              | 010- 66025270      | 曾 光            | 0755-82150809      | 黄 茂           | 0755-82138922      |
| 马 彦              | 010-88005304       |                |                    |               |                    |
| <b>建筑</b>        |                    | <b>新兴产业</b>    |                    | <b>研究支持</b>   |                    |
| 邱 波              | 0755-82133390      | 陈 健            | 010-66022025       | 沈 瑞           | 0755-82132998      |
| 刘 萍              | 0755-82130678      | 李筱筠            | 010-66026326       | 雷 达           | 0755-82132098      |
|                  |                    | 孙 伟            | 010- 66026320      | 余 辉           | 0755-82130741      |
|                  |                    |                |                    | 王越明           | 0755-82130478      |
| <b>量化投资产品</b>    |                    | <b>基金评价与研究</b> |                    | <b>量化投资策略</b> |                    |
| 焦 健              | 0755-82133928      | 杨 涛            | 0755-82133339      | 葛新元           | 0755-82133332      |
| 阳 瑾              | 0755-82133538      | 康 亢            | 010-66026337       | 董艺婷           | 021-60933155       |
| 周 琦              | 0755-82133568      | 刘舒宇            | 0755-82133568      | 程景佳           | 010-88005326       |
| 邓 岳              | 0755- 82150533     | 李 腾            | 0755-82130833-6223 | 郑 云           | 021-60875163       |
|                  |                    | 刘 洋            | 0755-82150566      | 毛 甜           | 021-60933154       |
|                  |                    | 潘小果            | 0755-82130843      | 李荣兴           | 021-60933165       |
|                  |                    | 蔡乐祥            | 0755-82130833-1368 | 郑亚斌           |                    |
|                  |                    | 钱 晶            | 0755-82130833-1367 |               |                    |
| <b>量化交易策略与技术</b> |                    | <b>数据与系统支持</b> |                    |               |                    |

|     |                     |     |               |
|-----|---------------------|-----|---------------|
| 戴 军 | 0755-82133129       | 赵斯尘 | 021-60875174  |
| 黄志文 | 0755-82133928       | 徐左乾 | 0755-82133090 |
| 彭甘霖 | 0755-82133259       | 李扬之 | 0755-82136165 |
| 秦国文 | 0755-82133528       | 陈爱华 | 0755-82133397 |
| 韦 敏 | 0755-82130833-3772  | 袁 剑 | 0755-82139918 |
| 张璐楠 | 0755-82130833- 1379 |     |               |

### 国信证券机构销售团队

| 华北区（机构销售一部） |                                                       | 华东区（机构销售二部） |                                                      | 华南区（机构销售三部） |                                                        |
|-------------|-------------------------------------------------------|-------------|------------------------------------------------------|-------------|--------------------------------------------------------|
| 王立法         | 010-66026352<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn   | 盛建平         | 021-60875169<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn | 魏 宁         | 0755-82133492<br>13823515980<br>weining@guosen.com.cn  |
| 王晓建         | 010-66026342<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn   | 马小丹         | 021-60875172<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn    | 邵燕芳         | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn   |
| 焦 骞         | 010-66026343<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn | 郑 毅         | 021-60875171<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn | 林 莉         | 0755-82133197<br>13824397011<br>linli2@guosen.com.cn   |
| 李文英         | 010-88005334<br>13910793700<br>liwying@guosen.com.cn  | 黄胜蓝         | 021-60875166<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn | 王昊文         | 0755-82130818<br>18925287888<br>wanghaow@guosen.com.cn |
| 赵海英         | 010-66025249<br>13810917275<br>zhaohy@guosen.com.cn   | 刘 塑         | 021-60875177<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn   | 甘 墨         | 0755-82133456<br>15013851021<br>ganmo@guosen.com.cn    |
| 原 祎         | 010-88005332<br>15910551936<br>yuanyi@guosen.com.cn   | 叶琳菲         | 021-60875178<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn    | 段莉娟         | 0755-82130509<br>18675575010<br>duanlj@guosen.com.cn   |
|             |                                                       | 孔华强         | 021-60875170<br>13681669123<br>konghq@guosen.com.cn  | 徐 冉         | 0755-82130655<br>13632580795<br>xuran1@guosen.com.cn   |
|             |                                                       |             |                                                      | 颜小燕         | 0755-82133147<br>13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn    |
|             |                                                       |             |                                                      | 赵晓曦         | 0755-82134356<br>15999667170<br>zhaoxxi@guosen.com.cn  |
|             |                                                       |             |                                                      | 郑 灿         | 0755-82133043<br>13421837630<br>zhengcan@guosen.com.cn |