

## 首旅股份 (600258)

公司研究/简评报告

# 南山分成业绩下降，酒店整合只待落靴

—首旅股份 (600258) 点评报告

民生精品---简评报告/旅游行业

2011 年 08 月 29 日

### 一、事件概述

公司发布半年报，上半年公司实现营业总收入 11.51 亿元，同比增长 7%，实现归属于母公司净利 5910.69 万元，同比下降 47.31%；每股收益 0.2554 元，基本符合预期。

### 二、分析与判断

#### ➤ 南山门票分成协议开始执行，景区营业利润同比降6成以上

公司业绩下降主要是南山文化门票开始分成造成的。上半年南山文化执行《门票分成协议》，共计提门票分成款 1.05 亿元。分成的结果是南山景区上半年收入 1.67 亿，同比下降 33%；营业利润 5831 万元，同比下降 62%；景区营业利润对公司的贡献由去年同期的 81% 下降到今年同期的 62%。

#### ➤ 酒店业务稳步增长

公司酒店业经营业绩平稳增长，上半年收入同比增长 12.28%，毛利率同比增加 0.03 个百分点，其中：民族饭店、京伦饭店、前门饭店营业收入同比增长分别为 12.71%、13.72%、10.63%、2.25%。酒店业务实现营业利润 4276 万元，占公司利润总额的 45.6%。

#### ➤ 投资收益实现较快增长，对业绩贡献度提升至15%以上

投资收益本期 913.73 万元，比上年同期 594.41 万元增长了 53.72%，对公司业绩的贡献提升至 15% 以上。主要是来自宁夏沙湖、首汽股份的利润增长，其中宁夏沙湖确认的投资收益同比增长 140.43%。沙湖下半年进入旅游旺季，对业绩的贡献将更加明显。而且沙湖景区上市有加速的可能，上市后景区的发展会更快。

#### ➤ 资产整合平台已经就位

南山景区分成问题已经解决，酒店资产注入已无障碍。而同期集团资产整合的步伐正在加快，首商股份已经挂名，其他平台也在逐步打造中。酒店资产注入的预期将会加快落实。

### 三、盈利预测与投资建议

不考虑资产注入等因素，预计未来三年公司的业绩分别为 0.45、0.51 和 0.64 元。对应于目前的股价来说，估值基本合理。作为集团的酒店资产平台，集团酒店资产注入预期强烈，将对未来公司形成有力的支撑；北京大力推进旅游产业升级，预计作为北京市旅游旗舰的集团公司将有较多的机会，公司也将从中受益，给予公司“强烈推荐”评级。

### 四、风险提示：

经济大幅波动的风险；疾病、自然灾害等系统性风险。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2010A  | 2011E  | 2012E | 2013E |
|------------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 2,305  | 2,500  | 2,700 | 3,000 |
| 增长率 (%)          | 39.73% | 8.5%   | 8.0%  | 11.1% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 187    | 103    | 118   | 149   |
| 增长率 (%)          | 17.20% | -44.8% | 14.2% | 26.1% |
| 每股收益 (元)         | 0.81   | 0.45   | 0.51  | 0.64  |
| PE               | 22     | 38.18  | 33.69 | 26.84 |
| PB               | 2.3    | 2.24   | 2.06  | 1.88  |

资料来源：民生证券研究所

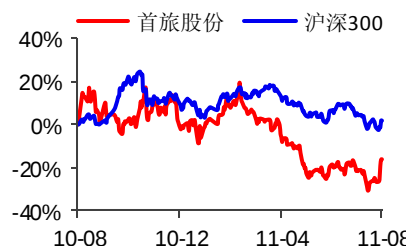
**强烈推荐** 维持评级

**合理估值：** 22 元

#### 交易数据 (2011-08-26)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元)      | 17.18       |
| 近 12 个月最高/最低 | 26.64/16.28 |
| 总股本 (百万股)    | 231.40      |
| 流通股本 (百万股)   | 231.40      |
| 流通股比例%       | 100.00%     |
| 总市值 (亿元)     | 39.75       |
| 流通市值 (亿元)    | 39.75       |

#### 该股与深成指走势比较



#### 分析师

分析师：李振飞  
执业证书编号：S0100511010004  
电话：(8610)8512 7650  
Email: lizhenfei@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 16 层 100005

#### 相关研究

**公司财务报表数据预测汇总**

| <b>利润表</b>        |        |        |        |       |
|-------------------|--------|--------|--------|-------|
| 项目 (百万元)          | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E |
| 一、营业总收入           | 2,305  | 2,500  | 2,700  | 3,000 |
| 减：营业成本            | 1,438  | 1,750  | 1,880  | 2,080 |
| 营业税金及附加           | 44     | 48     | 52     | 58    |
| 销售费用              | 270    | 288    | 302    | 330   |
| 管理费用              | 252    | 263    | 284    | 300   |
| 财务费用              | 22     | 15     | 19     | 18    |
| 资产减值损失            | 2      | 2      | 2      | 2     |
| 加：投资收益            | 20     | 30     | 30     | 35    |
| 二、营业利润            | 296    | 165    | 192    | 247   |
| 加：营业外收支净额         | 5      | 5      | 5      | 4     |
| 三、利润总额            | 302    | 170    | 197    | 251   |
| 减：所得税费用           | 64     | 39     | 47     | 63    |
| 四、净利润             | 237    | 131    | 149    | 189   |
| 归属于母公司的利润         | 187    | 103    | 118    | 149   |
| 五、基本每股收益 (元)      | 0.81   | 0.45   | 0.51   | 0.64  |
| <b>主要财务指标</b>     |        |        |        |       |
| 项目                | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E |
| EV/EBITDA         | 0      | 18.92  | 16.17  | 13.08 |
| <b>成长能力：</b>      |        |        |        |       |
| 营业收入同比            | 39.7%  | 8.5%   | 8.0%   | 11.1% |
| 营业利润同比            | 16.4%  | -44.3% | 16.1%  | 29.1% |
| 净利润同比             | 17.0%  | -44.8% | 14.2%  | 26.1% |
| <b>营运能力：</b>      |        |        |        |       |
| 应收账款周转率           | 86.07  | 74.77  | 65.67  | 66.57 |
| 存货周转率             | 154.65 | 131.23 | 111.70 | 46.40 |
| 总资产周转率            | 1.21   | 1.17   | 1.10   | 1.12  |
| <b>盈利能力与收益质量：</b> |        |        |        |       |
| 毛利率               | 37.6%  | 30.0%  | 30.4%  | 30.7% |
| 净利率               | 8.1%   | 4.1%   | 4.4%   | 5.0%  |
| 总资产净利率 ROA        | 12.5%  | 6.1%   | 6.1%   | 7.1%  |
| 净资产收益率 ROE        |        | 14.7%  | 8.1%   | 9.3%  |
| <b>资本结构与偿债能力：</b> |        |        |        |       |
| 流动比率              | 0.60   | 1.71   | 2.04   | 2.35  |
| 资产负债率             | 33.8%  | 36.7%  | 35.4%  | 34.2% |
| 长期借款/总负债          | 19.6%  | 37.7%  | 36.3%  | 34.3% |
| <b>每股指标 (元)</b>   |        |        |        |       |
| 每股收益              | 0.81   | 0.45   | 0.51   | 0.64  |
| 每股经营现金流量          | 1.38   | 1.51   | 0.59   | 0.65  |
| 每股净资产             | 0.00   | 7.68   | 8.33   | 9.14  |

资料来源：民生证券研究所

| <b>资产负债表</b>     |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 项目 (百万元)         | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| 货币资金             | 230          | 735          | 878          | 1,038        |
| 应收票据             | 0            | 8            | 8            | 9            |
| 应收账款             | 27           | 40           | 43           | 47           |
| 预付账款             | 17           | 18           | 108          | 150          |
| 其他应收款            | 14           | 100          | 108          | 120          |
| 存货               | 15           | 23           | 25           | 104          |
| 其他流动资产           | 0            | 0            | 0            | 4            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>305</b>   | <b>923</b>   | <b>1,170</b> | <b>1,473</b> |
| 长期股权投资           | 232          | 232          | 232          | 232          |
| 固定资产             | 855          | 798          | 741          | 684          |
| 在建工程             | 13           | 16           | 21           | 29           |
| 无形资产             | 398          | 389          | 379          | 369          |
| 其他非流动资产          | 5            | 5            | 5            | 5            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,607</b> | <b>1,440</b> | <b>1,378</b> | <b>1,319</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,912</b> | <b>2,363</b> | <b>2,548</b> | <b>2,792</b> |
| 短期借款             | 55           | 0            | 0            | 0            |
| 应付票据             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款             | 98           | 210          | 226          | 250          |
| 预收账款             | 82           | 245          | 263          | 291          |
| 其他应付款            | 59           | 62           | 62           | 62           |
| 应交税费             | 22           | 23           | 23           | 24           |
| 其他流动负债           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>504</b>   | <b>540</b>   | <b>574</b>   | <b>627</b>   |
| 长期借款             | 127          | 327          | 327          | 327          |
| 其他非流动负债          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>127</b>   | <b>327</b>   | <b>327</b>   | <b>327</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>647</b>   | <b>867</b>   | <b>901</b>   | <b>954</b>   |
| 股本               | 231          | 231          | 231          | 231          |
| 资本公积             | 257          | 257          | 257          | 257          |
| 留存收益             | 131          | 234          | 352          | 501          |
| 少数股东权益           | 1,027        | 1,055        | 1,086        | 1,126        |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>0</b>     | <b>1,777</b> | <b>1,927</b> | <b>2,115</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>0</b>     | <b>2,644</b> | <b>2,828</b> | <b>3,069</b> |
| <b>现金流量表</b>     |              |              |              |              |
| 项目 (百万元)         | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| 经营活动现金流量         | 319          | 348          | 137          | 151          |
| 投资活动现金流量         | (47)         | 27           | 25           | 27           |
| 筹资活动现金流量         | (252)        | 130          | (19)         | (18)         |
| 现金及等价物净增加        | 20           | 505          | 143          | 160          |

## 分析师与联系人简介

李振飞，南开大学旅游管理硕士，有两年多大型咨询公司工作经验。08年加盟民生证券研究所，本人有较深的旅游行业教育背景，从事旅游行业及上市公司研究3年以上，对旅游行业有较深入的认识。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，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。

## 机构销售

| 销售         | 负责区域      | 电话                   | 手机                 | 邮箱                          |
|------------|-----------|----------------------|--------------------|-----------------------------|
| 尹璠         | 北京        | 010-85127761         | 18611738655        | yintang@mszq.com            |
| 郭明         | 北京        | 010-85127762         | 18601357268        | guoming@mszq.com            |
| 郭楠         | 北京        | 010-85127835         | 15801209146        | guonan@mszq.com             |
| 杜婵媛        | 北京        | 010-85127761         | 13811313398        | duchanyuan@mszq.com         |
| 杨平平        | 北京        | 010-85127761         | 15210830789        | yangpingping@mszq.com       |
| <b>平珂</b>  | <b>上海</b> | <b>021-68885772</b>  | <b>13818133101</b> | <b>pingke@mszq.com</b>      |
| 张瑜鑫        | 上海        | 021-68885790         | 13810338213        | zhangyuxin_jgxs@mszq.com    |
| 陈康菲        | 上海        | 021-68885792         | 13917175055        | chenkangfei@mszq.com        |
| 朱光宇        | 上海        | 021-68885773         | 18601666368        | zhuguangyu@mszq.com         |
| 汪萍         | 上海        | 021-68885167         | 13402036996        | wangping@mszq.com           |
| 钟玲         | 上海        | 021-68885797         | 15900782242        | zhongling@mszq.com          |
| 郑敏         | 上海        | 021-68885159         | 18701944310        | zhengmin@mszq.com           |
| <b>万小山</b> | <b>广深</b> | <b>0755-22662056</b> | <b>13902959014</b> | <b>wanxiaoshan@mszq.com</b> |
| 许立平        | 广深        | 020-84228173         | 18601368846        | xuliping@mszq.com           |
| 韦珂嘉        | 广深        | 0755-22667772        | 13701050353        | weikejia@mszq.com           |
| 李潇         | 广深        | 0755-22662095        | 13631517757        | lixiao@mszq.com             |
| 马炜炎        | 广深        | 0755-22662089        | 18665855545        | maweiyang@mszq.com          |
| 王仪枫        | 广深        | 0755-22662093        | 13682556787        | wangyifeng@mszq.com         |

**民生证券研究所:**

**北京:** 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

**上海:** 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

**深圳:** 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

**免责声明**

本报告仅供民生证券有限责任公司(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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。