

酒店毛利提高 关注集团资产注入

——首旅股份（600258）三季度财报点评

2011年10月27日

强烈推荐/上调

首旅股份

财报点评

刘家伟 执业证书编号：S1480510120001

联系人：梁婧 电话：010-66554012
Email: liangjing@dxzq.net.cn

事件：

10月27日首旅股份公布11年三季报：前三季度，公司实现营业收入1.89亿元，同比增长9.8%；归属于上市公司股东的净利润为8458万元，同比减少44.9%；每股收益0.37元，基本符合预期。其中，第三季度营业收入为0.74亿元，同比增长14.5%；利润总额为3570万元，同比减少43.8%；归属于公司普通股股东的净利润为2547万元，比上年同期增长38.2%。

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	572.51	503.23	647.26	581.64	604.75	546.30	741.01
增长率（%）	46.14%	65.14%	61.97%	5.13%	5.63%	8.56%	14.48%
毛利率（%）	43.08%	40.34%	29.65%	38.63%	32.99%	33.55%	25.51%
期间费用率（%）	22.22%	23.78%	19.75%	29.04%	22.84%	25.26%	20.40%
营业利润率（%）	18.49%	15.76%	9.81%	8.21%	8.05%	8.20%	4.80%
净利润（百万元）	82.67	62.95	51.88	39.92	36.34	36.86	30.18
增长率（%）	24.31%	45.46%	13.30%	-15.60%	-56.04%	-41.45%	-41.83%
每股盈利（季度，元）	0.266	0.219	0.178	0.146	0.121	0.134	0.110
资产负债率（%）	34.21%	35.01%	34.99%	33.83%	34.55%	44.81%	44.07%
净资产收益率（%）	6.40%	5.26%	4.25%	3.16%	2.78%	3.09%	2.50%
总资产收益率（%）	4.21%	3.42%	2.76%	2.09%	1.82%	1.71%	1.40%

评论：

积极因素：

- **净利润下滑减速。**2011年前三季度南山公司执行《门票分成协议》，共计提门票分成款1.38亿元，导致公司净利润自2011年初开始出现同比下滑。在分成比例不变的前提下，利润下滑的趋势呈现放缓的趋势。其中11年前三季度，公司净利润分别同比减少54.3%、38.8%、38.24%。
- **酒店毛利提高。**2011年营业收入为18.9亿元，同比增长了9.81%。其中酒店、旅游服务收入同比分别增长12.54%、22.38%。而酒店收入的增长主要受益于北京地区酒店入住率的提高，部分酒店入住率上升近10个百分点，使酒店盈利能力提高。

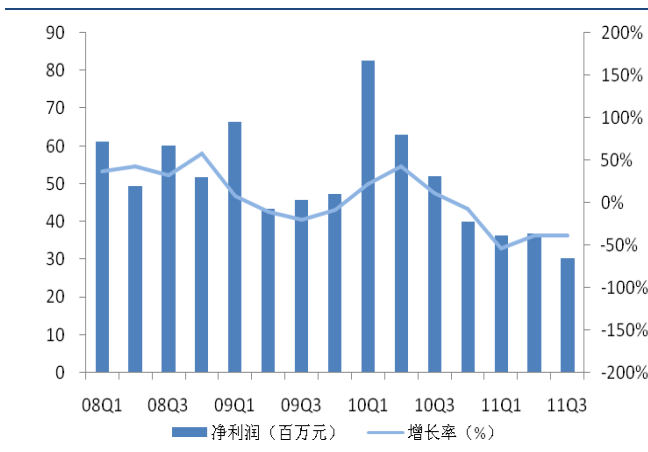
- **集团酒店资产注入预期走强。**一方面，整合集团酒店资产符合集团股东的发展战略和长远利益，公司的整合动力较强。根据首旅集团第三个五年发展规划，集团公司将推进六大板块实体化。每个板块已经或将要以一家上市公司和一个主导品牌为核心，形成企业集群和品牌系列。其中，酒店板块是集团公司重点发展的六大板块之一，而首旅股份公司又是集团公司整合酒店资产的唯一平台。另一方面，增发收购的原有障碍已经消除。此前公司曾拟收购前门、新侨、和平宾馆三家饭店，但南山门票分成问题使公司增发受阻。目前仅有前门饭店一家完成收购。随着门票分成解决方案的落地，酒店注入已无外部障碍。

表1：首旅集团旗下酒店资产

五星级	四星级	三星级
北京饭店	西安建国饭店有限公司	上园饭店
北京国际饭店	诺富特和平饭店	华都饭店
西苑饭店	建国饭店公司	燕翔饭店
兆龙饭店有限公司	亮马河大厦有限公司	永安宾馆
贵宾楼饭店有限公司	香山饭店	崇文门饭店
长富宫饭店	新桥诺富特饭店	东方饭店
新世纪日航饭店		新北纬饭店
喜来登长城饭店		远东饭店
凯宾斯基饭店		宣武门商务酒店
三亚悦榕庄		和平里和平里大酒店
		展览馆宾馆

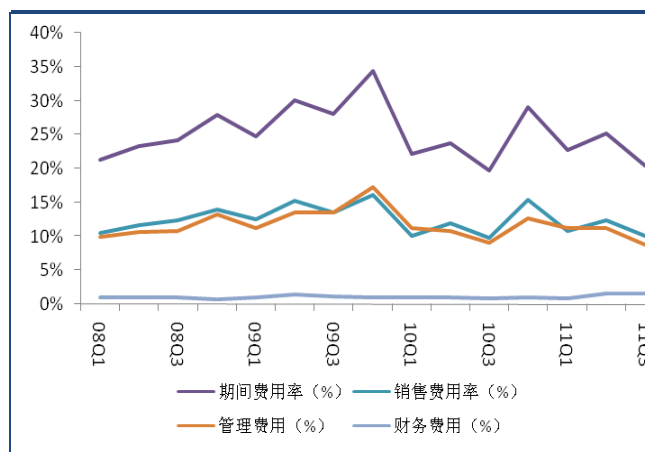
资料来源：首旅集团，东兴证券研究所

图 1：首旅股份净利润受门票影响



资料来源：公司财报，东兴证券整理

图 2：首旅股份期间费用率不断下降



资料来源：公司财报，东兴证券整理

消极因素：

- **整体毛利率下降。**前三季度公司毛利率为 30.22%，同比下降约 7 个百分点，主要是由于景区收入分成导致。

业务展望：

短期内，南山门票分成方案仍将对公司业绩造成了明显的负面影响。但从长远来看，该方案的确定为公司的未来发展打开了广阔的成长空间。首先，从股东背景来看，公司背靠实力雄厚的首旅集团，整合首旅旗下酒店资产的预期正在不断走强。我们认为，公司一旦进行资产注入，其首选标的将是盈利能力较强、产权结构清晰的优质高星级酒店，例如和平宾馆、新侨饭店、建国饭店等。由于集团所属酒店约27家，预计注入方式可能为分批注入。其次，南山景区仍存在着较大的开发潜力。目前，南山景区规划面积为50平方公里，而已开发的陆路面积占比不到规划面积的10%。门票分成问题的解决已为公司未来增发、改造景区扫清了障碍。

盈利预测

维持此前预测。预计 2011 年到 2013 年公司净利润变动分别为-45.7%、27.1%和 22.9%，EPS 分别为 0.44、0.58 和 0.71 元，对应 PE 分别为 34 倍、26 倍和 21 倍。

投资建议：

鉴于公司酒店盈利能力提高、酒店品牌的具有较高的内在价值，以及未来整合集团优质资产的概率较大，我们将公司的投资评级上调至“强烈推荐”。

表 2：首旅股份 2011-2013 年盈利预测

主要指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,649.37	2,304.64	2581.21	2873.29	3421.11
(+/-)	-12.06%	39.73%	12.00%	11.32%	19.07%
经营利润 (EBIT)	254.75	296.41	161.48	204.99	252.10
(+/-)	-12.54%	16.35%	-45.52%	26.95%	22.98%
净利润	202.86	237.42	128.97	163.95	201.48
(+/-)	-13.72%	17.20%	-45.68%	27.13%	22.89%
每股净收益 (元)	0.69	0.81	0.44	0.58	0.71

资料来源：东兴证券研究所

风险提示

酒店资产整合方案低于市场预期的风险；南山景区发生事故或自然灾害的风险

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

梁婧

金融与经济学硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事旅游酒店行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。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。

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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。