

首旅股份 (600258.SH)

酒店餐饮行业

评级: 买入 维持评级

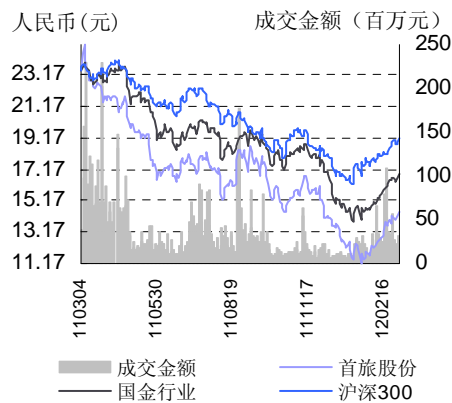
公司研究简报

市价(人民币): 14.51元
目标(人民币): 16.30-17.30元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	231.40
总市值(百万元)	3,357.61
年内股价最高最低(元)	25.08/11.17
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

- 《酒店管理置入符合预期,理顺架构利在长远》, 2012.2.7
- 《业绩基本符合预期,大股东最新承诺很给力》, 2011.8.29
- 《经营情况基本符合预期,世博会会影响业绩表现》, 2011.3.14

苏超 联系人
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

明确酒店与景区投资、管理平台定位

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.690	0.809	0.430	0.495	0.590
每股净资产(元)	4.21	4.44	4.82	5.21	5.72
每股经营性现金流(元)	1.18	1.38	-0.28	1.22	1.31
市盈率(倍)	33.52	27.65	33.71	29.33	24.58
行业优化市盈率(倍)	48.61	50.67	42.15	42.15	42.15
净利润增长率(%)	-7.55%	17.20%	-46.77%	14.94%	19.33%
净资产收益率(%)	16.40%	18.22%	8.93%	9.49%	10.32%
总股本(百万股)	231.40	231.40	231.40	231.40	231.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **置入酒店管理公司,明确公司酒店与景区投资、管理平台定位:** 集团业务庞杂,完成此次旗下三家酒店管理公司股权与上市公司北展分公司资产置换后,则进一步明确首旅股份作为酒店与景区投资、管理平台的定位。
- **三家酒店管理公司明晰市场细分,梳理整合后有望迎来快速成长期:** 此次置换进入公司的三家酒店管理公司,首旅建国专注于4-5星级高端商务酒店的管理,经过几年的培育,委托管理或技术支持的酒店数已达到78家,预计今年将发展到100家;欣燕都则是主打北京及周边区域的经济型酒店,目前拥有客房2150间;而首旅酒店为去年12月新成立的管理公司,先期完成首旅集团旗下尚未有管理公司管理之酒店的管理权整合,在经过业务整合、统一标准后,未来将定位于中端商务型酒店。根据规划,公司未来将主要依托以上三大酒店管理品牌涵盖未来计划拓展之酒店管理市场的各个细分领域,在经过梳理整理后有望迎来快速成长期。
- **南山景区平稳增长,门票面临提价时间窗口:** 根据海南省旅游局的数据,去年南山借债有350万人次,继续保持了平稳增长的发展势头,由南山公司经营的环保车在今年初实现提价(从20元提高到30元),而时隔近6年后,景区门票也将面临新一轮的提价时间窗口,如能有效推进,将对公司股价和实际经营业绩均带来十分明显的催化作用。

投资建议

- 近几年,集团酒店业务整合和南山景区门票分成问题始终是公司投资逻辑中最为重要的两个节点,随着集团旗下三家酒店管理公司置换进入上市公司,公司作为首旅集团酒店与景区投资、管理平台的定位得到明确,在经过一段时间的梳理调整后,公司的长期发展空间逐步被打开,据此,我们给予公司“买入”的投资评级,但短期来看,股价暂缺少业绩层面的有力支持,启动再融资、南山景区提价或将是股价上涨更为直接的催化剂。

估值

- 鉴于资产置换后公司尚需对各业务板块进行重新梳理,在不考虑南山景区门票提价的情况下,我们调整公司2011~2013年EPS预测为0.43元、0.495元和0.59元,动态市盈率分别为33.7倍、29.3倍和24.6倍,我们给予公司6~12个月16.3~17.3元的目标价,对应2012年33-35倍PE。

风险

- 北京7月1日起全面推行营业税改增值税,对公司影响目前暂无法判断;
- 启动再融资、景区门票提价在时间进度上具有一定的不确定性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
主营业务收入	1,792	1,649	2,305	2,519	2,717	3,066	货币资金	290	210	230	140	210	200
增长率	-8.0%	39.7%	9.3%	7.8%	12.9%		应收款项	46	38	42	67	67	70
主营业务成本	-1,056	-880	-1,438	-1,713	-1,833	-2,058	存货	11	15	15	19	21	25
%销售收入	58.9%	53.3%	62.4%	68.0%	67.5%	67.1%	其他流动资产	11	15	19	294	270	262
毛利	736	770	866	806	884	1,009	流动资产	358	277	305	520	568	557
%销售收入	41.1%	46.7%	37.6%	32.0%	32.6%	32.9%	%总资产	19.3%	14.7%	16.0%	23.7%	24.3%	22.3%
营业税金及附加	-38	-39	-44	-47	-50	-56	长期投资	249	274	290	290	293	299
%销售收入	2.1%	2.4%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	固定资产	831	877	867	930	1,023	1,186
营业费用	-218	-239	-270	-302	-323	-365	%总资产	44.7%	46.5%	45.4%	42.5%	43.9%	47.4%
%销售收入	12.2%	14.5%	11.7%	12.0%	11.9%	11.9%	无形资产	412	455	443	445	444	452
管理费用	-201	-234	-252	-283	-310	-350	非流动资产	1,500	1,610	1,607	1,671	1,765	1,942
%销售收入	11.2%	14.2%	10.9%	11.3%	11.4%	11.4%	%总资产	80.7%	85.3%	84.0%	76.3%	75.7%	77.7%
息税前利润 (EBIT)	280	258	300	174	201	238	资产总计	1,858	1,887	1,912	2,191	2,333	2,499
%销售收入	15.6%	15.6%	13.0%	6.9%	7.4%	7.8%	短期借款	243	75	228	28	30	42
财务费用	-16	-18	-22	-29	-39	-42	应付款项	203	218	240	248	264	283
%销售收入	0.9%	1.1%	0.9%	1.2%	1.4%	1.4%	其他流动负债	48	44	36	57	69	69
资产减值损失	0	0	-2	-3	-2	-2	流动负债	495	337	504	333	363	394
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	330	127	457	447	427
投资收益	15	15	20	22	25	28	其他长期负债	43	17	15	18	19	21
%税前利润	5.4%	6.1%	6.7%	13.4%	13.5%	12.7%	负债	537	683	647	808	829	842
营业利润	279	255	296	164	186	222	普通股股东权益	1,095	973	1,027	1,115	1,206	1,324
营业利润率	15.6%	15.4%	12.9%	6.5%	6.9%	7.2%	少数股东权益	226	230	238	267	298	333
营业外收支	-1	0	5	1	-1	-1	负债股东权益合计	1,858	1,887	1,912	2,191	2,333	2,499
税前利润	278	255	302	165	186	221	比率分析						
利润率	15.5%	15.5%	13.1%	6.5%	6.8%	7.2%		2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
所得税	-55	-52	-64	-36	-41	-49	每股指标						
所得税率	19.9%	20.5%	21.3%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.746	0.690	0.809	0.430	0.495	0.590
净利润	222	203	237	128	145	172	每股净资产	4.731	4.207	4.437	4.818	5.213	5.723
少数股东损益	50	43	50	29	30	36	每股经营现金净流	1.071	1.182	1.380	-0.278	1.218	1.313
归属于母公司的净利润	173	160	187	100	114	137	每股股利	0.370	0.600	0.450	0.050	0.100	0.080
净利率	9.6%	9.7%	8.1%	4.0%	4.2%	4.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.78%	16.40%	18.22%	8.93%	9.49%	10.32%
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	总资产收益率	9.30%	8.46%	9.79%	4.55%	4.91%	5.47%
净利润	222	203	237	128	145	172	投入资本收益率	14.25%	12.63%	14.47%	7.20%	7.86%	8.65%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	61	71	78	82	81	90	主营业务收入增长率	-1.50%	-7.97%	39.73%	9.32%	7.85%	12.86%
非经营收益	1	2	0	11	17	18	EBIT增长率	20.42%	-7.84%	16.50%	-42.09%	15.82%	18.19%
营运资金变动	-37	-2	4	-286	39	24	净利润增长率	41.13%	-7.55%	17.20%	-46.77%	14.94%	19.33%
经营活动现金净流	248	274	319	-64	282	304	总资产增长率	-1.36%	1.57%	1.32%	14.58%	6.50%	7.13%
资本开支	-39	-34	-56	-147	-173	-261	资产管理能力						
投资	13	-335	0	0	-4	-6	应收账款周转天数	7.0	6.8	4.2	7.1	6.7	6.3
其他	10	8	9	22	25	28	存货周转天数	3.9	5.4	3.8	4.0	4.2	4.4
投资活动现金净流	-16	-360	-47	-124	-151	-239	应付账款周转天数	29.2	34.0	23.5	20.0	20.0	19.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	168.1	191.5	135.4	124.6	117.8	110.9
债权募资	-35	132	-51	130	-9	-7	偿债能力						
其他	-104	-133	-201	-31	-52	-68	净负债/股东权益	-3.58%	16.23%	9.90%	24.95%	17.78%	16.22%
筹资活动现金净流	-139	-1	-252	99	-60	-75	EBIT利息保障倍数	17.6	14.0	13.8	6.0	5.2	5.6
现金净流量	93	-88	20	-90	70	-10	资产负债率	28.93%	36.21%	33.83%	36.91%	35.54%	33.68%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	3	4	9
买入	1	8	8	8	13
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.74	1.75	1.71

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-23	买入	21.09	N/A
2 2011-03-14	买入	22.80	N/A
3 2011-08-29	买入	18.26	N/A
4 2012-02-07	买入	12.32	N/A

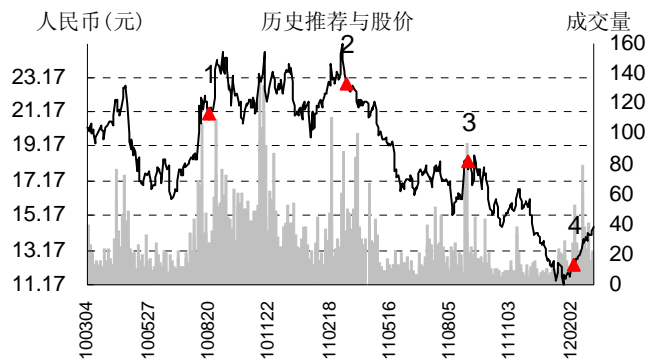
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B