

首旅股份 (600258)

等待整合尘埃落定

中性/ 首次评级

股价: RMB22.25

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103

+755-82492069 wuhg@lhqz.com

联系人

李珊珊

+755-82364411 liss@lhqz.com

耿邦昊

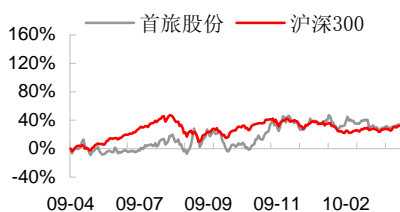
+755-82080081 gengbh@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	231
流通 A 股(百万股)	231
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	5149

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

- 为了解决同业竞争问题, 公司大股东首旅集团承诺将争取在未来 3 至 5 年内完成北京地区下属酒店业务的整合工作, 将首旅股份打造成为集团控股的、唯一的以北京地区酒店投资及景区经营为主业的上市公司。除已进入公司的民族饭店、京伦饭店和前门饭店外, 公司 09 年拟定向增发 8.9 亿元收购的集团旗下的和平宾馆和新侨饭店。
- 但由于公司利润重大来源的南山景区门票分成事宜未定, 定向增发方案于 2009 年 7 月递交证监会后至今没有正式答复, 定向增发批文目前只剩下 2 个月的有效期。从调研的情况来看, 与公司进行南山分成谈判的主体南山观音苑建设有限公司股权治理复杂, 新的门票分成协议尚在沟通环节, 短期内难有突破性进展, 公司整合酒店资产的步伐极有可能被推迟至 2010 年以后。
- 不考虑酒店资产注入, 公司现有酒店受金融危机影响, 09 年酒店的平均入住率和平均房价都出现不同程度下滑, 导致酒店的盈利水平大幅下滑, 预计 09 年酒店业务合计贡献净利润约 1900 万元, 折合 EPS 0.09 元/股, 同比下降 60%。
- 南山景区业务经营良好, 预计 09 年全年接待游客约 278 万人次, 同比增长 18%; 实现旅游收入 3.8 亿元, 贡献权益净利润 1.3 亿元。目前南山门票收入占景区总收入的 60%, 如果按照公司 08 年与观音苑达成 5: 5 分成的协议(该协议后来被三亚市政府驳回), 在景区收入构成不变的情况下, 公司的景区收入将减少 30%, 净利润减少 23% 左右。由于南山景区收入是公司业绩的主要来源, 占公司利润总额的 80%, 南山门票分成悬而未决保障了公司短期业绩。
- 在不考虑景区门票分成和资产注入情况下, 我们预计公司 2009-2011 年 EPS 为 0.72/0.83/1.04 元, 目前股价对应 2009-2011 年市盈率为 29 倍、25 倍和 20 倍, 估值并不便宜, 我们给予“中性”的投资评级。但国际旅游岛相关政策出台、旅游旺季的到来和集团资产注入的中长期预期, 公司能提供一定的交易性机会。

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1792.2	1096.1	1681	1830	1971
(+/-%)	-1.5	-10.9	-6.2	8.9	7.7
归属母公司净利润(百万元)	172.7	123.3	166	193	241
(+/-%)	41.1	42.7	-3.7	16.0	24.8
EPS(元)	0.75	0.53	0.72	0.83	1.04
P/E(倍)	29.8	41.8	29.2	25.1	20.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

定增短期内难有实质性进展

公司控股股东首旅集团目前拥有全资、控股的星级酒店 30 余家，主要集中在长安街沿线、西苑、燕莎商圈等地。首旅集团在 2009 年中曾表示，将争取在未来 3 至 5 年内完成北京地区下属酒店业务的整合工作，将首旅股份最终打造成为首旅集团控股的、唯一的以北京地区酒店投资及景区经营为主业的上市公司。目前，除已进入公司的民族饭店、京伦饭店、09 年将并表的前门饭店外，公司 09 年拟定向增发收购的和平宾馆和新侨饭店。

公司拟向北京国资中心定向增发 6000 万股，扣除发行费用后募集资金 8.92 亿元，用于收购和平宾馆 77.68% 的股权、新侨饭店 100% 的股权并向其增资及补充公司流动资金 0.92 亿元。但由于公司利润重大来源的南山景区门票分成事宜未定，定向增发方案 2009 年 7 月递交证监会后至今尚没有正式答复，截至 2010 年 4 月，定向增发只剩下 2 个月的有效期。从我们调研了解的情况来看，与公司进行南山分成谈判的主体南山观音苑建设有限公司股权治理复杂，新的门票分成协议尚在沟通环节，短期内难有突破性进展，公司的酒店整合节奏极有可能会被推迟至 2010 年以后。

目前集团旗下还有 25 处酒店资产，初步推算集团未来可注入公司的酒店资产市值约 80 亿左右。公司 08 年净利润为 1.73 亿元，经营性现金流和账面现金合计约 5.5 亿元左右，资产负债率约 30%，仅靠内部融资难以筹募到庞大的收购资金，通过资本市场融资来筹募资金是公司未来的必然选择。因此我们认为如果不扫除南山门票分成问题，不但此次定增方案将被延迟，而且公司未来的资本市场融资难以有实质性的进展，整合节奏将被整体推迟。

表 1：公司定增项目

项目名称	资金需求 (亿元)	占地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	客房数量 (间)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
和平宾馆 77.68% 股权	2.83	8353.80	34,581.7	383	-	0.23
收购新侨饭店 100%股权及增资	5.16	9,307.98	59,267.53	600	-	0.08
合计	8.00	17661.78	93,849.23		2.82	0.31

资料来源：公司公告、华泰联合证券整理

表 2：集团酒店资产

五星级酒店			
北京饭店	贵宾楼饭店	凯宾斯基饭店	北京国际饭店
长富宫饭店	喜来登长城饭店	北京新世纪日航饭店	西苑饭店
兆龙饭店	河南兴亚建国饭店		
四星级酒店			
亮马河大厦	建国饭店	京伦饭店	民族饭店
北京诺富特和平宾馆	北京新侨诺富特饭店	香山饭店	西安建国饭店
前门建国饭店			
三星级酒店			
华都饭店	燕翔饭店	永安宾馆	崇文门饭店
北京东方饭店	新北纬饭店	北京展览馆宾馆	远东饭店
上园饭店	宣武门商务酒店	和平里大酒店	

资料来源：公司公告、华泰联合证券整理

公司主要业务经营情况

南山景区

公司目前拥有三亚南山文化公司 73.8% 的股权，而南山景区内的核心资源-南山观音苑（南山观音苑建设有限公司于 2006 年开放）并非南山文化公司所有，但根据政府“一门一票”的原则，南山景区的门票由南山文化统一收取，因此公司从 2006 年开始与南山苑建设有限公司进行景区分成谈判。公司的谈判原则是：为了避免公司盈利大幅波动，新的分成协议不追溯历史。但考虑到自 2006 年观音苑景区开放至双方达成最终协议期间公司全揽门票收入，因此目前考虑的补偿方案是达成正式协议后一定年度内公司适当向其让利。目前南山门票收入占景区总收入的 60%，如果按照公司 08 年与观音苑达成 5:5 分成的协议（该协议后来被三亚市政府驳回），在景区收入构成不变的情况下，公司的景区收入将减少 30%，净利润减少 23% 左右。

南山景区主要客源目前仍以观光团队游客为主，其中门票收入占比在 60% 左右、停车费及缆车等交通收入占比 20% 左右、素斋等餐饮收入占比约 10%，酒店和商业等收入占比大约在 10% 左右。随着海南国际旅游岛规划的推出，景区有望将逐步向休闲度假景区转变。

景区未来盈利增长的来源主要来自：1、景区实际人均门票价格的提升；目前南山实际人均票价大约 80 元左右，与 150 元/人的名义票价有较大的差距，未来平均票价的上升空间较大。2、景区酒店均为度假型酒店，拥有客房 300 多间客房，但由于休闲游客占比较小，目前的入住率只有 40%-50% 左右，平均房价 300 多元，远远低于三亚市内同类型酒店平均房价和入住率。未来随着休闲度假游客数量的增加，入住率和平均房价后续提升空间较大。

我们预计景区 2009-2011 年全年接待游客约 278 万/328 万/394 万人次；实现旅游收入 3.8 亿/4.5 亿元/5.5 亿元，贡献权益净利润 1.25 亿/1.5 亿/1.8 亿元。

表 3：南山景区盈利预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
景区接待人数 (万人次)	193.00	230.00	278.00	328.00	393.60
人均消费 (元/人)	78.56	82.07	83.09	84.10	85.00
门票收入 (万元)	15163.00	18877.00	23099.00	27585.00	33456.00
酒店及其他收入 (万元)	9961.00	12265.00	14768.21	24958.00	24958.00
收入合计 (万元)	25124.00	31142.00	37867.21	45221.31	54845.90
毛利润 (万元)	23332.00	29009.00	35216.51	42055.82	51006.69
税金及其附加 (万元)	1507.44	1868.52	2272.03	2713.28	3290.75
三项费用 (万元)	8399.52	9863.06	11269.28	13037.30	15812.07
税前利润 (万元)	13425.04	17277.42	21675.19	26305.24	31903.86
所得税 (万元)	0.15	0.18	0.20	0.20	0.20
净利润 (万元)	11411.28	14167.48	17340.15	21044.19	25523.09
权益收益 (万元)	8233.00	9924.00	12484.91	15151.82	18376.62
EPS (元/股)	0.39	0.47	0.59	0.71	0.86

数据来源：华泰联合证券研究所预测

酒店业务

09 年受金融危机影响，民族饭店、京伦饭店和前门饭店平均入住率较 08 年出现明显下滑，平均入住率在 45%—50% 左右，平均房价下滑至 400 元左右。由于入住率和平均房价出现较大幅度的下降，酒店的盈利水平大幅下滑，预计 09 年酒店业务合计贡献净利润约 2200 万元，折合 EPS 0.09 元/股，同比下降 60%。

公司未来酒店业务的亮点主要在于低价收购集团优质资产，享受资产升值。集团下面酒店资产的地理位置优越，公司往往以低于市场价格进行收购，未来享受酒店地产升值空间巨大。以此次拟收购的新桥和和平饭店为例，新桥饭店和和平饭店的建筑面积约 9 万平方米左右，公司以 8 亿元进行收购，收购每平米均价为 9000 元/平米，而类似地段的平均商业地产每平米均价达到 2 万/平米。

表 4: 公司酒店业务盈利预测

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
民族饭店	14670.00	18326.00	15656.39	17130.67	19233.07
营业收入		1246.67	836.71	973.95	1441.21
权益净利润 (万元)					
京伦饭店	16238.00	17827.55	11765.35	13170.66	14412.56
营业收入	2645.63	3626.04	507.81	835.50	1054.66
权益净利润 (万元)					
前门饭店			6305.45	7824.49	8847.70
营业收入			756.65	860.69	973.25
权益净利润 (万元)					
和平宾馆				6500.00	14000.00
营业收入				961.86	2100.00
权益净利润 (万元)					
新桥饭店				5500.00	13000.00
营业收入				193.02	923.48
权益净利润 (万元)					
酒店业务合计					
营业收入	30908.00	36153.55	33727.20	50125.82	69493.32
净利润	2645.63	4872.71	2101.17	2670.15	3469.12
EPS	0.11	0.21	0.09	0.12	0.15

数据来源：华泰联合证券研究所预测

旅行社和展览广告业务

公司持股 51% 的神舟集团（旅行社）股权，旅游服务业务收入目前占公司营业收入比重 60% 以上，但受行业竞争格局的限制，旅游服务业务贡献利润占比较小，正常年份基本盈亏平衡。

由于 2008 年受奥运会限制展览、2009 年金融危机影响，公司展览广告业务收入波动较大，预计 2009-2010 年贡献权益净利润为 250 万/311 万/490 万元。

估值及盈利预测

在不考虑景区门票分成和资产注入情况下，我们预计公司 2009-2011 年 EPS 为 0.72/0.83/1.04 元，目前股价对应 2009-2011 年市盈率为 29 倍、25 倍和 20 倍，估值并不便宜，我们给予“中性”的投资评级。但国际旅游岛相关政策出台、旅游旺季的到来和集团资产注入的中长期预期，公司能提供一定的交易性机会。

盈利预测

资产负债表	单位: 百万元				利润表	单位: 百万元			
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	358	443	579	620	营业收入	1792	1681	1830	1971
现金	290	336	458	493	营业成本	1056	880	1045	1059
应收账款	35	28	31	33	营业税金及附加	38	50	39	42
其他应收款	10	30	34	36	营业费用	218	252	220	240
预付账款	11	9	11	11	管理费用	201	205	198	223
存货	11	40	47	48	财务费用	16	2	1	-2
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	1500	1506	1523	1681	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	210	210	210	210	投资净收益	15	0	0	0
固定资产	825	901	948	1134	营业利润	279	291	328	409
无形资产	367	346	323	301	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	98	49	42	37	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	1858	1949	2102	2302	利润总额	278	291	328	409
流动负债	495	392	338	301	所得税	55	72	76	95
短期借款	233	129	128	51	净利润	222	218	252	314
应付账款	77	76	82	89	少数股东损益	50	52	59	73
其他流动负债	184	186	129	161	归属于母公司净利润	173	166	193	241
非流动负债	43	104	134	144	EBITDA	356	359	402	490
长期借款	0	100	130	140	EPS (元)	0.75	0.72	0.83	1.04
其他非流动负债	43	4	4	4					
负债合计	537	496	472	445	主要财务比率				
少数股东权益	226	278	336	410		2008	2009E	2010E	2011E
股本	231	231	231	231	成长能力				
资本公积	448	448	448	448	营业收入	-1.5%	-6.2%	8.9%	7.7%
留存收益	416	496	614	768	营业利润	22.1%	4.2%	12.7%	24.8%
归属于母公司股东权益	1095	1175	1293	1447	归属于母公司净利润	41.1%	-3.7%	16.0%	24.8%
负债和股东权益	1858	1949	2102	2302	获利能力				
					毛利率(N)	41.1%	47.6%	42.9%	46.2%
现金流量表	单位: 百万元				净利率(N)	9.6%	9.9%	10.5%	12.2%
	2008	2009E	2010E	2011E	ROE(%)	15.8%	14.1%	14.9%	16.6%
经营活动现金流	248	205	290	408	ROIC(%)	22.3%	19.1%	20.9%	23.1%
净利润	222	218	252	314	偿债能力				
折旧摊销	61	66	73	83	资产负债率(N)	28.9%	25.4%	22.5%	19.3%
财务费用	16	2	1	-2	净负债比率(N)	45.22%	51.20%	54.61%	48.64%
投资损失	-15	0	0	0	流动比率	0.72	1.13	1.71	2.06
营运资金变动	-37	-59	-39	12	速动比率	0.70	1.03	1.57	1.90
其他经营现金流	0	-22	3	1	营运能力				
投资活动现金流	-16	-82	-97	-247	总资产周转率	0.96	0.88	0.90	0.89
资本支出	39	125	103	253	应收账款周转率	49	46	50	50
长期投资	13	-37	-0	-0	应付账款周转率	12.51	11.47	13.22	12.44
其他投资现金流	37	6	6	6	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-139	-77	-72	-126	每股收益(最新摊薄)	0.75	0.72	0.83	1.04
短期借款	5	-104	-1	-76	每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	0.89	1.25	1.76
长期借款	-20	100	30	10	每股净资产(最新摊薄)	4.73	5.08	5.59	6.25
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-60	0	0	0	P/E	28.12	29.21	25.18	20.18
其他筹资现金流	-64	-73	-101	-60	P/B	4.44	4.13	3.76	3.36
现金净增加额	93	46	121	35	EWEBITDA	13	13	12	10

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com