

旅游综合III

曾光 S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

首旅股份

600258

推荐

业绩符合预期 门票分成问题或将影响资产整合进程

2009年,公司实现营业收入16.49亿元,同比下降12.06%;实现归属于母公司所有者的净利润1.60亿元,同比下降13.72%。基本每股收益0.69元,与我们预期的0.68元基本一致。公司董事会拟向全体股东每10股派送6元(含税)。

投资要点:

- 09年营业收入和净利润同比呈负增长主要源于北京地区业务经营低迷。09年,占公司营收比重达76.97%的北京地区业务同比减少18.84%。其中,占比51.84%的旅行社业务、占比21.32%的酒店业务、占比3.82%的展览广告业务其营业收入分别增长-19.48%、-20.98%、9.46%。展览广告业务实现正增长原因是08年受奥运因素干扰基数较低。海南南山业务同比增长21.97%,显示出良好的成长性。据我们测算,南山公司贡献权益利润约1.2亿元,同比增长约23%。但北京地区业务尤其是酒店业务利润贡献下滑明显使得公司净利润出现下降。南山景区权益利润贡献已从08年的54%上升至09年的77%。
- 前门饭店的并表使得公司账面净利润增速有所下降。09年11月前门饭店进入合并报表。基于同一控制下企业合并,09年财务报表全年合并了前门饭店,而08年也进行了重新追溯调整。08年前门饭店营业收入8344万元,净利润1234万元;09年其营业收入6567万元,净利润38万元。剔除前门饭店因素,09年公司净利润增速约为-7.8%。
- 09年酒店业务受金融危机和甲流疫情影响较大,预计今年开始好转。09年北京四星级酒店市场Revpar指标同比下降34.53%。09年民族饭店、京伦饭店、前门饭店年营业收入分别同比下降约7%、35%、21%。我们此前分析过,民族饭店由于团客/签约客户较多受影响程度明显轻于以散客为主的京伦饭店。从09年四季度开始,北京四星级酒店Revpar指标已经企稳回升。预计今年北京地区业务将明显好转。
- 南山景区将充分受益“海南国际旅游岛”建设,门票分成短期难获解决将影响酒店资产整合进程,却有利于公司EPS稳定。09年南山景区营收3.80亿元,同比增长22%;其中门票收入2.48亿元,同比增长31%;营收占比65%。景区贡献EPS 0.53元。若门票收入60%被分成,我们匡算EPS将减少0.37元。由于门票分成对业绩影响甚大,因此增发议案一直难获证监会通过。鉴于本次增发有效期仅剩2个月时间,门票分成协议短期恐难以达成,因此增发极有可能再次受阻。
- 给予“推荐”投资评级。在不考虑门票分成和定向增发的前提下,我们预期公司10-12年EPS分别为0.88、1.07、1.26元。公司目前2010年的动态PE仅26倍,远低于行业均值。就某种角度而言,短期未能成功增发反而可能成为股价补涨的催化剂。因门票分成问题预期短期内不会解决,且海南国际旅游岛规划纲要预期短期内获批,我们给予公司6-12个月目标价26.40元,相当于2010年30倍PE,维持“推荐”。

6-12个月目标价: 26.40元

当前股价: 22.68元

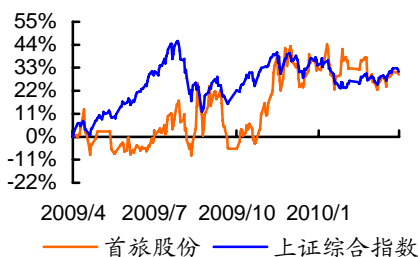
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3145.35
总股本(百万)	231
流通股本(百万)	231
流通市值(亿)	52
EPS (TTM)	0.70
每股净资产(元)	5.20
资产负债率	36.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
首旅股份	2.95	0.84	41.84
上证综合指数	2.48	-1.58	8.02



主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1649	1902	2146	2424
同比(%)	-12%	15%	13%	13%
归属母公司净利润(百万元)	160	202	248	291
同比(%)	-14%	26%	23%	17%
毛利率(%)	46.7%	47.0%	48.4%	49.8%
ROE(%)	16.4%	19.5%	20.9%	21.5%
每股收益(元)	0.69	0.87	1.07	1.26
P/E	32.87	26.03	21.20	18.06
P/B	5.39	5.06	4.44	3.89
EV/EBITDA	19	13	11	9

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

《首旅股份-奥运房价因素影响公司今年第三季度经营业绩表现》2009-10-28

《首旅股份-公司下调拟收购酒店09年盈利预测不改基本价值判断》2009-9-22

《首旅股份-南山景区成业绩稳定器 下半年酒店经营有望企稳》2009-8-19

表 1: 首旅股份 09 年各主要财务指标变化情况

指标 (单位: 百万元)	09 年	08	09/08
旅游服务收入	854.98	1061.78	-19.48%
酒店业务收入	351.58	444.92	-20.98%
展览广告业务收入	62.97	57.53	9.46%
景区业务收入	379.84	311.42	21.97%
营业总收入	1649.37	1875.65	-12.06%
营业成本	879.63	1067.20	-17.58%
营业税金及附加	39.23	42.25	-7.13%
销售费用	238.60	235.36	1.38%
管理费用	234.26	238.63	-1.83%
财务费用	18.35	16.04	14.42%
资产减值损失	0.04	-0.22	116.71%
投资收益	15.50	14.88	4.14%
营业利润	254.75	291.28	-12.54%
营业外收入	1.59	2.25	-29.11%
营业外支出	1.12	3.21	-65.14%
利润总额	255.23	290.32	-12.09%
所得税费用	52.36	55.51	-5.67%
净利润	202.86	234.81	-13.60%
少数股东损益	43.21	49.76	-13.17%
归属于母公司所有者的净利润	159.66	185.05	-13.72%

注释: 因 2009 年 11 月合并前门饭店报表, 导致公司上溯调整 2008 年的酒店业务收入

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2: 首旅股份 09 年重要财务比率的同比变化

指标	09 年	08 年	09 - 08
旅游服务毛利率	6.49%	6.26%	0.23%
酒店业务毛利率	84.74%	88.65%	-3.91%
展览广告业务毛利率	99.25%	99.95%	-0.71%
景区业务毛利率	93.15%	93.15%	0.00%
综合毛利率	46.67%	43.10%	3.57%
销售费用率	14.47%	12.55%	1.92%
管理费用率	14.20%	12.72%	1.48%
财务费用率	1.11%	0.86%	0.26%
期间费用率	29.78%	26.13%	3.66%
净资产收益率	15.14%	15.71%	-0.57%

注释: 因 2009 年 11 月合并前门饭店报表, 导致公司上溯调整 2008 年的酒店业务收入

资料来源: 中投证券研究所

**关键假设:**

- 因难以预期, 暂不考虑 2010-2012 年海南南山景区门票分成情况;
- 假设本次定向增发再次受阻;
- 酒店业务收入 10-12 年的增长率分别为 12%;
- 展览广告业务收入 10-12 年的增长率分别为 10%;

谨慎预期景区业务收入 10-12 年的增长率为 20%；  
旅游服务业务收入 10-12 年的增长率分别为 15%、10%、10%；  
综合考虑税率政策调整以及南山景区过渡期优惠税率，假设 10-12 年公司的实际综合税率分别为 23.5%、24.5%、25%。

表 3: 首旅股份 2010-2012 年营业收入预测

主营业务类别	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)				
酒店业务	352	394	441	494
展览广告业务	63	69	76	84
景区业务	380	456	547	656
旅游服务业务	855	983	1082	1190
合计:	1649	1902	2146	2424
主营成本(百万元)				
酒店业务	54	58	62	64
展览广告业务	0	0	0	0
景区业务	26	31	37	43
旅游服务业务	799	918	1009	1109
合计:	880	1008	1108	1216

资料来源: 中投证券研究所

表 4: 首旅股份本次定向增发募集资金投向

序号	项目	所需资金(亿元)
1	收购和平宾馆(四星级)77.68%股权	2.83
2	收购新侨饭店(四星级)100%股权	2.43
3	完成收购新侨饭店100%股权后对其增资	2.74
4	补充公司流动资金	0.92
合计		8.92

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 5: 首旅股份分业务 EPS 贡献预测

业务类别	2008	2009	2010E	2011E	2012E
账面 EPS	0.80	0.69	0.88	1.07	1.26
其中: 北京地区	0.37	0.16	0.24	0.32	0.39
海南地区	0.43	0.53	0.64	0.75	0.87
门票分成贡献部份	0.29	0.37	0.43	0.50	0.58
扣除门票分成后的 EPS	0.51	0.32	0.45	0.57	0.68

注释: 门票分成是模拟南山景区门票收入的 60%被分出去后的大致测算, 根据相关原则, 分成协议达成之前年度的净利润不会受到影响, 而何时分成以及分成内容短期内又无法预计, 因此上述拆分作为一种风险分析仅供投资参考

资料来源: 中投证券研究所

表 6: 首旅集团旗下酒店资产

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
<b>四星级酒店:</b>				
亮马河大厦	建国饭店	京伦饭店	民族饭店	和平宾馆
新侨饭店	香山饭店	西安建国饭店	前门建国饭店	
<b>三星级酒店:</b>				
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：首旅集团网站，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	277	516	803	1131
现金	210	448	724	1043
应收账款	26	34	38	41
其它应收款	11	12	14	15
预付账款	13	10	13	15
存货	15	12	15	17
其他	2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1610	1764	1716	1668
长期投资	218	350	350	350
固定资产	865	914	862	807
无形资产	411	406	408	417
其他	116	94	97	94
<b>资产总计</b>	1887	2280	2519	2799
<b>流动负债</b>	337	380	401	419
短期借款	75	100	100	100
应付账款	87	86	102	108
其他	175	194	199	211
<b>非流动负债</b>	347	577	577	577
长期借款	330	560	560	560
其他	17	17	17	17
<b>负债合计</b>	683	956	978	995
少数股东权益	230	288	359	454
股本	231	231	231	231
资本公积	252	252	252	252
留存收益	488	551	698	865
归属母公司股东权益	973	1036	1183	1350
<b>负债和股东权益</b>	1887	2280	2519	2799

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	274	346	403	463
净利润	203	259	319	386
折旧摊销	13	58	60	61
财务费用	18	26	31	28
投资损失	-15	-16	-18	-20
营运资金变动	-2	18	11	9
其它	57	1	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-360	-197	4	7
资本支出	39	83	-4	-7
长期投资	-335	124	4	-2
其他	-656	9	4	-2
<b>筹资活动现金流</b>	-1	90	-131	-152
短期借款	-158	25	0	0
长期借款	330	230	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-195	0	0	0
其他	22	-165	-131	-152
<b>现金净增加额</b>	-88	239	276	319

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	1649	1902	2146	2424
营业成本	880	1008	1108	1216
营业税金及附加	39	45	51	61
营业费用	239	255	283	320
管理费用	234	245	270	305
财务费用	18	26	31	28
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	15	16	18	20
<b>营业利润</b>	255	338	421	514
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	255	338	421	514
所得税	52	80	102	129
<b>净利润</b>	203	259	319	386
少数股东损益	43	57	71	95
<b>归属母公司净利润</b>	160	202	248	291
<b>EBITDA</b>	286	423	512	603
<b>EPS (元)</b>	0.69	0.87	1.07	1.26

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-12.1%	15.3%	12.8%	13.0%
营业利润	-12.5%	32.9%	24.2%	22.3%
归属于母公司净利润	-13.7%	26.3%	22.8%	17.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	46.7%	47.0%	48.4%	49.8%
净利率	9.7%	10.6%	11.5%	12.0%
ROE	16.4%	19.5%	20.9%	21.5%
ROIC	19.1%	24.3%	31.5%	39.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.2%	41.9%	38.8%	35.6%
净负债比率	59.28	69.01%	67.51	66.32%
流动比率	0.82	1.36	2.00	2.70
速动比率	0.78	1.33	1.97	2.66
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.88	0.91	0.89	0.91
应收账款周转率	51	60	57	58
应付账款周转率	10.74	11.67	11.79	11.59
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.87	1.07	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	1.50	1.74	2.00
每股净资产(最新摊薄)	4.21	4.48	5.11	5.83
<b>估值比率</b>				
P/E	32.87	26.03	21.20	18.06
P/B	5.39	5.06	4.44	3.89
EV/EBITDA	19	13	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 中国国旅、中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518048  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434