

关注集团酒店资产注入进程

谨慎推荐 (维持)

首旅股份 (600258) 09 年报及 10 年 1 季报点评

投资要点:

2010 年 5 月 7 日

- ◇ **2009年净利润同比下降13.72%**。2009年公司实现营业总收入16.49亿元,比上年同期下降12.06%;实现营业利润2.55亿元,较上年下降12.54%;实现归属于母公司所有者净利润1.60亿元,比上年同期下降13.72%;每股收益0.69元,符合我们的预期。公司拟以23,140万股为基数,向全体股东每10股派送6元(含税),现金分红比例较高。从具体业务来看,(1)南山景区业务仍是保障公司盈利的主要因素,2009年实现收入3.79亿元,同比增长21.97%,公司获得投资收益8814万元,同比增长20.5%,对公司的业绩贡献比例达到55.2%。(2)酒店业务和“神舟国旅”旅行社业务收入明显下滑,分别较上年同期下降20.98%、19.48%。(3)展览广告业务平稳增长,实现收入6297万元,同比增长9.46%。
- ◇ **集团酒店资产注入事宜仍值得关注**。我们认为,集团酒店资产注入是控股股东将首旅股份酒店主业做强做大的长期战略考量。我们留意到,2010年4月10日公司发布公告,2010年公司从控股股东首旅集团获得3亿元贷款,用于公司部分资金周转的需求,此举显示公司后续仍将有较大动作。
- ◇ **维持“谨慎推荐”投资评级**。2009年公司经营业绩符合预期。具体来看,海南南山景区业务仍为公司的主要业绩来源,不会由于门票分成业务迟迟得不到解决,提醒投资者关注风险。我们认为,海南国际旅游岛规划对公司南山景区业务具有长期利好作用;此外,首旅集团酒店资产注入因素也为公司酒店业务提供了良好的发展空间。在不考虑门票分成的前提下,我们预计公司2010年和2011年每股收益分别达到0.74元和0.84元;对应市盈率依次为26.96倍、23.71倍,维持“谨慎推荐”评级。

丁文进

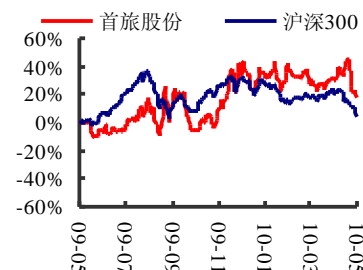
电话: 0769-22119455

邮箱: dwj@dgzq.com.cn

主要数据 2010 年 5 月 6 日

收盘价(元)	20.02
总股本(万股)	23,140
流通 A 股股本(万股)	23,140
12 月最高价(元)	24.94
12 月最低价(元)	15.13

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1875.65	1649.37	1896.78	2181.30
同比%	3.08%	-12.06%	15.00%	15.00%
归属母公司净利润(百万元)	185.05	159.66	171.82	195.35
同比%	51.22%	-13.72%	7.61%	13.70%
毛利率%	43.10%	46.67%	46.00%	46.00%
ROE%	15.78%	16.40%	—	—
每股收益(元)	0.80	0.69	0.74	0.84
每股净资产(元)	4.73	4.21	—	—
市盈率(倍)	25.03	29.02	26.96	23.71
市净率(倍)	4.23	4.76	—	—

相关报告

1. 2009 年净利润同比下降 13.72%

2009年公司实现营业总收入16.49亿元，比上年同期下降12.06%；实现营业利润2.55亿元，较上年下降12.54%；实现归属于母公司所有者净利润1.60亿元，比上年同期下降13.72%；每股收益0.69元，符合我们的预期。公司拟以23,140万股为基数，向全体股东每10股派送6元（含税），现金分红比例较高。

从具体业务来看，（1）南山景区业务仍是保障公司盈利的主要因素，2009年实现收入3.79亿元，同比增长21.97%，公司获得投资收益8814万元，同比增长20.5%，对公司的业绩贡献比例达到55.2%。（2）酒店业务和“神舟国旅”旅行社业务收入明显下滑，分别较上年同期下降20.98%、19.48%。（3）展览广告业务平稳增长，实现收入6297万元，同比增长9.46%。

2. 2010 年 1 季度净利润同比增长 21.13%

2010年1季度公司实现营业总收入5.73亿元，比上年同期增长40.85%；实现归属于母公司所有者净利润6146万元，同比增长21.13%。报告期内公司营业收入实现大幅增长，主要原因是公司酒店、旅行社及南山景区业务较上年同期大幅增长所致。

3. “南山门票分成”：达摩克利斯之剑

目前公司的主要业绩来源是“海南南山文化旅游景区”业务，由公司持股74.81%的子公司南山文化公司负责经营。受国内旅游市场升温因素影响，2009年南山景区业务实现营业收入3.79亿元，较上年增长21.97%；公司实现现金红利8814万元，较上年增长20.5%，对公司的业绩贡献比例达到55.2%。截至目前，南山景区经营情况良好，我们预计2010年南山景区业务营业收入同比增长20%左右。

表 1：南山景区 2010 年假期接待情况

假期	游客人数（万人次）	较上年同期增长
元旦小长假	4	20%
春节黄金周	18.8	14.3%
清明小长假	3.29	36%
五一小长假	4	17.6%

资料来源：相关网站、东莞证券研究所

景区业务中占比最大的部分是“南山文化门票收入”，2009年门票收入达2.76亿元，较上年同期增长31.14%，占景区收入的比例达65.17%。因海上观音圣像资产权属未决，公司、首旅集团与三亚市国资公司及圣像建设单位经过近两年的多次协商，南山文化门票分成问题仍未得到解决，公司尚无法预计其应付分成款项，使之成为悬在公司头上的“达摩克利斯之剑”，会计师事务所也就此出具了带强调事项段的无保留意见审计报告。

4. 集团酒店资产注入事宜仍值得关注

2009年公司利用自筹资金收购首旅酒店集团（该公司为首旅集团控股子公司）所属前门饭店的资产，资产转让价款为3.35亿元人民币。自此，公司拥有民族饭店、京伦饭店、前门饭店三家四星级酒店。2009年公司实现酒店业务收入3.52亿元，较上年同期下

降20.98%，实现毛利额2979万元，占公司毛利总额的38.7%，是公司的第二大业绩来源。公司年报显示，2009年前11个月，前门饭店实现收入6061万元，净利润148万元，对公司的业绩贡献比例较小。

除上市公司旗下三家酒店之外，公司控股股东首旅集团在北京地区还拥有（或间接控制）较多的酒店企业，如北京贵宾楼饭店、国际饭店、西苑饭店、新世纪饭店、建国饭店、亮马河大厦、新侨饭店、香山饭店、东方饭店、宣武门商务酒店、永安宾馆、新北纬饭店、燕翔饭店、和平里大酒店、展览馆宾馆、颐和园宾馆、欣燕都旅馆等。

为解决业务重叠问题，公司于2009年5月提出非公开发行预案，拟向首旅集团收购和平宾馆、新侨饭店。同时，首旅集团还做出承诺：如果此次非公开发行方案能够得以成功实施，集团将争取在未来3至5年内，尽快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。目前该项非公开发行申请尚未获得证监会批准。我们认为，集团酒店资产注入是控股股东将首旅股份酒店主业做强做大的长期战略考量。我们留意到，2010年4月10日公司发布公告，2010年公司从控股股东首旅集团获得3亿元贷款，用于公司部分资金周转的需求，此举显示公司后续仍将有较大动作。

5. 维持“谨慎推荐”投资评级

2009年公司经营业绩符合预期。具体来看，海南南山景区业务仍为公司的主要业绩来源，不会由于门票分成业务迟迟得不到解决，提醒投资者关注风险。我们认为，海南国际旅游岛规划对公司南山景区业务具有长期利好作用；此外，首旅集团酒店资产注入因素也为公司酒店业务提供了良好的发展空间。在不考虑门票分成的前提下，我们预计公司2010年和2011年每股收益分别达到0.74元和0.84元；对应市盈率依次为26.96倍、23.71倍，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：（1）南山门票收入分成风险。（2）酒店行业持续低迷的风险。

表 2：公司利润预测表

科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	1,875.65	1,649.37	1,896.78	2,181.30
营业总成本	1,528.28	1,410.12	1,623.88	1,871.01
营业成本	1,067.20	879.63	1,024.26	1,177.90
营业税金及附加	42.25	39.23	45.52	52.35
销售费用	235.36	238.60	265.55	305.38
管理费用	238.63	234.26	265.55	305.38
财务费用	16.04	18.35	23.00	30.00
资产减值损失	-0.22	0.04	0.00	0.00
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.88	15.50	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资	13.15	14.67	0.00	0.00
营业利润	291.28	254.75	272.90	310.28
加 营业外收入	2.25	1.59	0.00	0.00
减 营业外支出	3.21	1.12	0.00	0.00
利润总额	290.32	255.23	272.90	310.28
减 所得税	55.51	52.36	54.58	62.06

实际所得税率	19.12%	20.52%	20.00%	20.00%
净利润	234.81	202.86	218.32	248.23
减 少数股东损益	49.76	43.21	46.50	52.87
归母公司所有者的净利润	185.05	159.66	171.82	195.35
最新总股本(万股)	23,140	23,140	23,140	23,140
基本每股收益(元)	0.80	0.69	0.74	0.84
市盈率（倍）	25.03	29.02	26.96	23.71

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

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，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn