

守望发展新起点, 门票分成有进展

——首旅股份(600258)调研简报

核心观点

近期, 我们调研了公司, 就饭店经营状况、门票分成等方面进行了交流。今日公司公告, 三亚国资公司已同意观音苑公司作为南山门票分成谈判主体, 南山公司将积极与观音苑公司就门票分成事项尽快协商。

1、门票分成谈判进入崭新阶段。根据公告, 南山景区门票分成的谈判主体将从3家减少为2家, 即最终由南山公司与观音苑公司进行1对1协商, 这在一定程度上减少了利益分歧程度, 简化了谈判程序, 有利于加快谈判进度。未来门票分成对公司业绩将形成较大影响, 但涉及分成比例的方案短期仍难以达成, 资本市场对公司价值的重估有待时日。

2、后期重启再融资、景区门票提价预期增强。如南山景区门票分成得以有效解决, 不排除公司重启再融资以加快酒店注入进程, 同时由于南山150元的门票价格已多年未变, 在经营主体利益趋于一致的情况下, 提价的可能性大大增加。

3、南山仍具深度开发空间, 交通改善助推客流。南山整体规划面积50平方公里, 目前仅开发了近一半左右, 且未来餐饮、度假酒店、海上娱乐项目等内容更加丰富, 门票收入占比有望呈下降趋势, 人均消费逐步提高。此外, 由于南山已成为海南的标志性景区, 将直接受益国际旅游岛建设, 岛上高铁贯通及国人离岛免税政策对客流产生积极影响。

4、星级饭店经营依然稳健。在经历了08年奥运、09年金融危机和10年的复苏后, 公司旗下高星级饭店经营将回归常态, 近期入住率保持较高水平, 全年房价有望呈上升趋势, 但增幅有限。

5、集团酒店注入方向清晰, 范围可能扩大。公司作为集团酒店资产整合平台已明确, 预计未来注入标的除和平和新侨饭店以外, 建国、亮马河、兆龙饭店的可能性也较大, 燕翔饭店在重建后也有望被纳入, 而在北京地区酒店整合完毕后, 集团在三亚的月容山庄也存在注入可能。

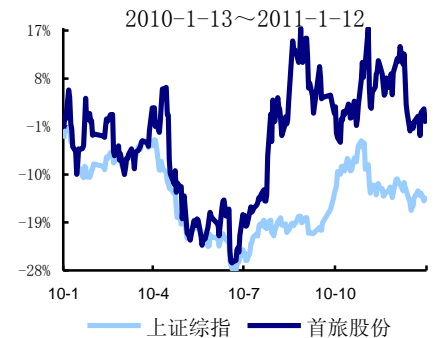
投资建议与估值:调整未来3年EPS0.89元、1.07元和1.27元的预测, 如假设11、12年按50%分成, 对应EPS为0.76元和0.92元, 估值具备吸引力, 维持“推荐, A”评级, 建议根据谈判进展选择介入时点。

风险提示: 1) 成本上升; 2) 分成问题再度拖延

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1,649.4	2,287.2	2,684.7	3,091.6
同比增速(%)	-8.0%	38.7%	17.4%	15.2%
净利润(百万)	159.7	206.8	248.2	294.6
同比增速(%)	-7.6%	29.5%	20.1%	18.7%
EPS(元)	0.69	0.89	1.07	1.27
P/E	-	26	21	18

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	23140.00
流通A股(万股)	23140.00
52周内股价区间(元)	15.88-26.7
总市值(亿元)	52.50
总资产(亿元)	18.87
每股净资产(元)	4.21
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-调研简报-首旅股份(600258):不乏股价催化因素, 中长期关注景区和酒店业务的发展》2010-09-30
- 《国都证券-公司研究-公司点评-首旅股份(600258):中报业绩好于预期, 继续看好南山景区的发展》2010-08-21
- 《国都证券-公司研究-公司点评-首旅股份(600258):受益国际旅游岛建设, 景区增长弥补其他业务下滑》2010-04-10

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940510120014

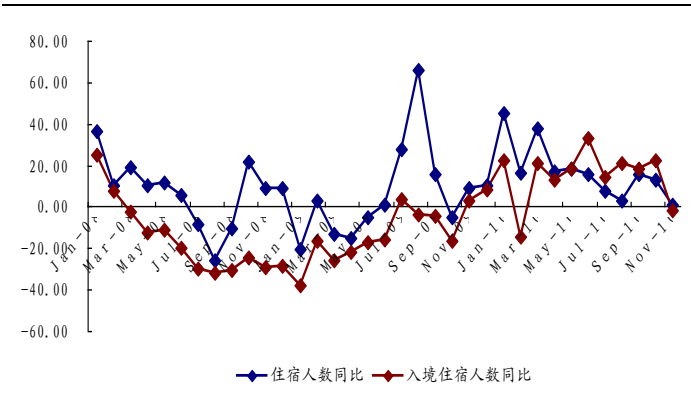
联系人: 王京乐

电话: 010-84183317

Email: wangjingle@guodu.com

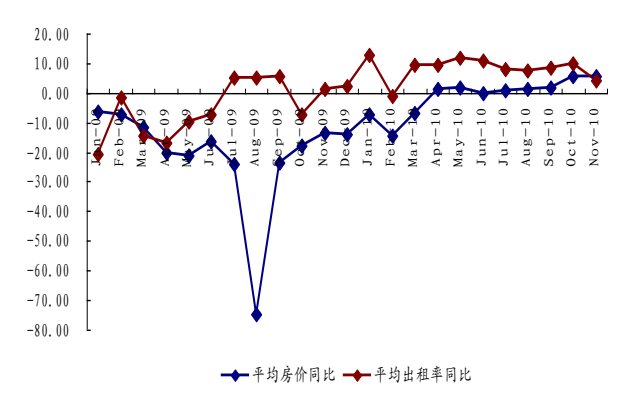
独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

图1: 北京四星级酒店住宿人数变化



资料来源: WIND、国都证券研究所

图2: 北京四星级酒店房价及出租率同比变化



资料来源: WIND、国都证券研究所

表1: 南山景区盈利预测

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
南山景区收入(万元)	25597	31142	37980	48619.0	60495.4	72133.55
YOY		21.7%	22.0%	28.0%	24.4%	19.2%
南山景区分成后收入(万元)	25597.0	31142.0	37980.0	48619.0	42346.8	50493.5
游客人数(万人)	193	230	284.0	346.48	415.78	478.14
YOY		19%	23%	22%	20%	15%
平均票价(元)	78.4	82.1	87.17	87.0	87.3	87.5
门票收入(万元)	15162.51	18877.43	24755.25	30143.8	36297.2	41837.46
门票占比	59%	61%	65%	62%	60%	58%
门票分成比率	100%	100%	100%	100%	50%	50%
分成门票收入(万元)	15162.51	18877.43	24755.25	30143.8	18148.6	20918.7
餐饮收入	2175.75	2802.78	3418.20	4861.90	6654.49	8656.03
占比	9%	9%	9.00%	10%	11%	12%
交通收入	5119.4	6228.4	6836.4	8751.4	11494.1	13705.4
占比	20%	20%	18%	18%	19%	19%
住宿及其他收入	3139.3	3233.4	2970.2	4861.9	6049.5	7213.4
占比	12%	10%	8%	10%	10%	10%
净利润(万元)	10904.3	13267.9	16787.2	21538.2	18674.9	22267.6
yoy		25.0%	26.5%	28.3%	-13.3%	19.2%
净利润率	42.6%	42.6%	44.2%	44.3%	44.1%	44.10%
持股比例	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%
利润贡献	8157.0	9925.1	12557.6	16111.7	13969.8	16657.3
对应 EPS	0.35	0.43	0.54	0.70	0.60	0.72

资料来源: 国都证券研究所

表2: 首旅股份盈利预测

单位: 百万	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,649.4	2,287.2	2,684.7	3,091.6
营业收入	1,649.4	2,287.2	2,684.7	3,091.6
收入增长率	-8.0%	38.7%	17.4%	15.2%
二、营业总成本	1,410.1	1,966.6	2,296.9	2,603.0

营业成本	879.6	1,346.7	1,566.2	1,764.7
毛利率	46.7%	41.1%	41.7%	42.9%
营业税金及附加	39.2	54.6	64.4	74.2
销售费用	238.6	274.5	316.8	352.4
管理费用	234.3	267.6	322.2	380.3
财务费用	18.4	22.9	26.8	30.9
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益				
投资净收益	15.5	15.0	15.0	15.0
汇兑净收益				
四、营业利润				
加：营业外收入	1.6	2.0	2.0	2.0
减：营业外支出	1.1	2.0	2.0	2.0
五、利润总额				
减：所得税	52.4	70.5	84.6	125.9
加：未确认的投资损失				
六、净利润				
减：少数股东损益	43.2	58.3	70.0	83.1
归属于母公司所有者的净利润				
	159.7	206.8	248.2	294.6
七、每股收益：				
基本每股收益(元)	0.69	0.89	1.07	1.27
门票分成 6:4	0.69	0.87	0.82	0.99
门票分成 5:5	0.69	0.87	0.76	0.92
门票分成 4:6	0.69	0.87	0.7	0.85

资料来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			