

[table_main]
[table_reportdate]
餐饮旅游

2011年03月30日

公司



公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_推荐, 长期_A

战略推进障碍解除, 资产注入、提价预期再现

——首旅股份(600258)公司点评

核心观点

日前公司公告, 旗下南山景区门票分成问题已达成协议, 对于分成期限、比例以及支付方式等细则均做出了明确的规定, 意味着公司经营已迎来新的转折点。

1、分成比例低于预期, 短期对公司业绩影响偏负面。根据协议, 未来15年内南山公司与观音苑公司按照4:6比例分成, 但由南山公司先行支付3亿元用于抵扣每年10%的分成款, 抵扣完毕后按照5:5分成。此次分成比例低于我们之前的预期, 但方案缓解了观音苑公司短期的资金需求, 首付款也有望在10年内抵扣完毕, 因此未来3年按照40%的分成比例, 预计南山景区为公司贡献利润分别降至1.1亿元、1.3亿元和1.6亿元, 影响今年EPS约0.34元。

2、障碍解除, 资产注入、提价预期再现。景区门票分成问题遗留已久, 09年公司启动的非公开增发拟注入和平宾馆和新侨饭店的方案也因此而搁浅, 但公司作为集团酒店资产整合平台的定位未变, 意在打造高端商务酒店品牌的旗舰, 因此分成问题解决后增发和资产注入可能重启, 成为股价上涨的催化剂。此外, 南山公司与观音苑公司的经营关系将更加融洽, 待通胀压力缓解后, 南山景区门票提价也有望成为新的看点。

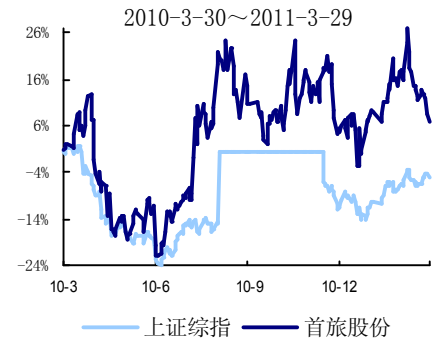
3、北京星级酒店景气度基本稳定。近几个月, 北京四星级酒店入住率较去年同期增长略有放缓, 但平均房价上升比较明显, 公司旗下酒店区位优势突出, 客户忠诚度稳定, 有望维持较高的景气度。

4、中长期受益海南旅游岛建设。近期海南免税政策落地, 岛内高铁环线建设推进, 未来南山景区将间接受益客流量的增长, 结合人均消费水平上升会部分抵消门票分成造成的业绩流失。此外, 集团旗下在海南的月容山庄也存在注入预期, 后期可能分享国际旅游岛盛宴。

投资建议与估值:考虑门票分成情况下, 预计未来3年EPS为0.65元、0.78元和0.96元, 对应11年PE35倍, 处于合理区间, 综合考虑维持“推荐, A”评级。

风险提示: 1) 酒店成本上升; 2) 资产注入和提价拖延; 3) 酒店注入溢价偏高

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)	15.88-27.34
总市值(亿元)	52.13
总资产(亿元)	19.12
每股净资产(元)	4.44
目标价	6个月 25
	12个月 27

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-首旅股份(600258):景区增长放缓拖累业绩释放》2011-03-13
- 《国都证券-公司研究-调研简报-首旅股份(600258):守望发展新起点, 门票分成有进展》2011-01-13
- 《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):景区增长放缓拖累业绩释放》2011-03-13

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

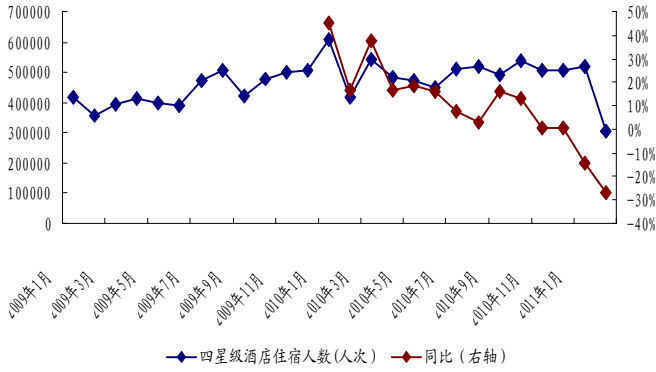
Email: wangjingle@guodu.com

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	2,304.64	2,524.8	2,908.3	3,382.9
同比增速(%)	39.7%	9.6%	15.2%	16.3%
净利润(百万)	237.42	192.2	229.8	281.5
同比增速(%)	17.2%	-19.2%	19.6%	22.5%
EPS(元)	0.81	0.65	0.78	0.96
P/E	-	35	29	24

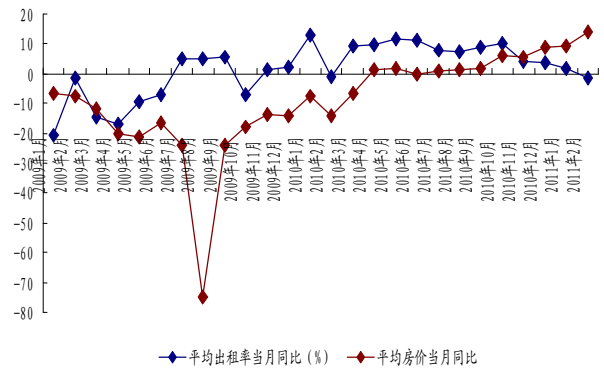
独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

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	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
南山景区收入(万元)	31142	37980	42062.0	51011.5	61569.6675	74951.28
YOY	21.7%	22.0%	10.7%	21.3%	20.7%	21.7%
南山景区分成后收入(万元)	31142.0	37980.0	42062.0	32647.3	39774.0	48868.2
游客人数(万人)	230	284.0	306.81	355.89	419.95	499.68
YOY	19%	23%	8%	16%	18%	20%
有效票价(元)	82.1	87.17	85.0	86.0	86.5	87.0
门票收入(万元)	18877.43	24755.25	26078.4	30606.9	36326.1038	43471.74
门票占比	61%	65%	62%	60%	59%	58%
门票分成比率	100%	100%	100%	40%	40%	40%
分成门票收入(万元)	18877.43	24755.25	26078.4	12242.8	14530.4	17388.7
餐饮收入	2802.78	3418.20	4206.20	5611.26	7388.36	8994.15
占比	9%	9.00%	10%	11%	12%	12%
交通收入	6228.4	6836.4	7571.2	9692.2	11698.2	14240.7
占比	20%	18%	18%	19%	19%	19%
住宿及其他收入	3233.4	2970.2	4206.2	5101.1	6157.0	8244.6
占比	10%	8%	10%	10%	10%	11%
净利润(万元)	13267.9	16787.2	18633.5	14397.5	17540.3	21502.0
yoy	25.0%	26.5%	11.0%	-22.7%	21.8%	22.6%
净利润率	42.6%	44.2%	44.3%	44.1%	44.10%	44%
持股比例	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%
利润贡献	9925.1	12557.6	13938.8	10770.0	13121.0	16084.6
对应 EPS	0.43	0.54	0.60	0.47	0.57	0.70

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	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,649.4	2,304.64	2,524.8	2,908.3	3,382.9
营业收入	1,649.4	2,304.64	2,524.8	2,908.3	3,382.9
YOY		39.7%	9.6%	15.2%	16.3%
二、营业总成本	1,410.1	2,028.33	2,306.6	2,626.9	3,032.6
营业成本	879.6	1,438.40	1,664.9	1,899.8	2,177.2

毛利率	46.7%	37.4%	38.1%	38.8%	39.8%
营业税金及附加	39.2	44.17	48.0	55.3	64.3
销售费用	238.6	270.35	287.8	319.9	365.4
管理费用	234.3	251.56	277.7	319.9	389.0
财务费用	18.4	21.7	25.2	29.1	33.8
资产减值损失	0.0	2.15	2.5	2.5	2.5
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益					
投资净收益	15.5	20.1	20.0	20.0	20.0
汇兑净收益					
四、营业利润	254.8	296.41	238.3	301.4	370.3
加：营业外收入	1.6	7.27	7.0	7.0	7.0
减：营业外支出	1.1	2.03	2.0	2.0	2.0
五、利润总额	255.2	301.64	243.3	306.4	375.3
减：所得税	52.4	64.23	51.1	76.6	93.8
六、净利润	202.9	237.42	192.2	229.8	281.5
减：少数股东损益	43.2	50.29	40.9	48.9	60.0
归属于母公司所有者的净利润	159.7	187.12	151.2	180.9	221.5
七、每股收益：		17.2%	-19.2%	19.6%	22.5%
基本每股收益(元)	0.69	0.81	0.65	0.78	0.96

资料来源：国都证券研究所

附件1：首旅股份南山景区门票分成协议内容

1、南山公司为南山文化旅游区佛教文化苑景区的所有者及经营者，观音苑公司为南山文化旅游区观音苑景区的所有者及经营者。按照 2005 年 7 月 26 日，三亚市物价局下发《关于调整南山文化旅游区门票价格的通知》(三价字[2005]093 号)文件的规定，观音苑景区不单设票制，与南山文化旅游区实行统一门票。由南山公司负责门票的日常管理工作，观音苑公司亦同意由南山公司负责门票的日常管理工作。

2、三亚市国有资产管理公司(以下简称“三亚市国资公司”)于 2005 年 4 月至 2007 年 7 月就观音圣像资产转移事宜向观音苑公司支付了部分转让价款。2010 年 12 月 21 日，根据三亚市国资公司《关于同意启动南山文化旅游区门票分成谈判事宜的函》(三国资管函字【2010】26 号)，观音苑公司已于 2010 年 12 月 20 日之前，向三亚国资公司归还了该部分转让价款，三亚市国资公司同意观音苑公司作为南山文化旅游区门票分成主体，与南山公司进行商谈门票分成事宜。此项事宜公司已于 2011 年 1 月 13 日在《中国证券报》和《上海证券报》上作了公告。

3、2005 年 9 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日期间已经形成的门票收入视为南山公司收入，双方同意不再对此期间的门票收入进行分成。

4、门票收入的界定与门票分成基数：门票收入是指由南山公司负责统一销售的南山文化旅游区门票，在扣除季节性调价、促销、团队折让等影响因素后的实际门票收入。南山文化旅游区门票收入在扣除直接费用后的实际净收入，作为双方进行门票分成的基数。

5、门票分成期限为自 2011 年 1 月 1 日起至政府确定的南山文化旅游区单一门票制结束。

6、门票分成比例：

(1)自 2011 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间，双方以门票分成基数为基础，南山公司享有 40%比例，观音苑公司享有 60%比例。

(2)自 2026 年 1 月 1 日起，由南山公司享有 50%比例，观音苑公司享有 50%比例。

4、门票分成支付方式：

- (1) 在本协议生效后 15 个工作日内，由南山公司向观音苑公司先期支付门票分成 3 亿元。
- (2) 在 2011 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间，南山公司按 60% 计算应分成给观音苑公司的款项，其中门票分成基数的 50% 直接支付给观音苑公司，门票分成基数的 10% 不再支付，相关款项直接用于抵补先期支付的 3 亿元。
- (3) 在 2011 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间，如遇南山公司先期支付 3 亿元款项抵补完毕，协议双方即按照 50% : 50% 的比例进行分成，门票分成基数不变。
- (4) 南山公司应在每月结束后 5 个工作日内，将应由观音苑公司享有的上月门票收入分成向观音苑公司支付；
- (5) 双方同意，以南山公司年度审计报告所确定的门票收入为最终数据，并依此按本协议约定计算双方实际应得门票分成；
- (6) 双方共同确认，南山公司按照本协议约定将应由观音苑公司享有的门票收入支付至观音苑公司指定的账户后，即视为南山公司已经向观音苑公司支付了相关门票分成款。

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、传媒	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、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	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			