

## 酒店 III



刘璐丹

餐饮旅游行业研究员

021-3856 5944

## 首旅股份 (600258)

利润保增长, 估值尚合理

推荐 (维持)

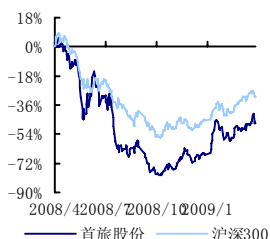
## 市场数据

| 报告日期        | 2009-4-26  |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 17.15      |
| 52周最高/最低(元) | 34.52/6.69 |
| 总股本(百万股)    | 231.40     |
| 流通股本(百万股)   | 115.36     |
| 总市值(百万元)    | 3968.51    |
| 流通市值(百万元)   | 1978.39    |
| 每股净资产(元)    | 5.00       |

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E | 2009 中报 |
|------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 1792  | 1854  | 1975  | 2111  |         |
| 同比增长(%)    | -1.5% | 3.5%  | 6.5%  | 6.8%  |         |
| 净利润(百万元)   | 173   | 172   | 193   | 221   |         |
| 同比增长(%)    | 41.1% | -0.2% | 11.8% | 14.4% |         |
| 毛利率(%)     | 41.1% | 42.1% | 40.3% | 41.3% |         |
| 净利率(%)     | 9.6%  | 9.3%  | 9.8%  | 10.5% |         |
| 每股收益(元)    | 0.75  | 0.74  | 0.83  | 0.95  |         |
| 每股经营现金流(元) | 1.07  | 1.19  | 1.22  | 1.44  |         |

## 股价走势



## 投资要点

事件:

公司公布一季报, 1~3 月份实现收入 39176.24 万, 同比减少 16.01%; 实现营业利润 8490.98 万, 同比增长 21.67%; 实现归属母公司净利润 5046.42 万, 同比增长 12.88%。

点评:

## 相关报告

《难得的奥运景气真实再现坏情况下估值仍显合理》  
2009-3-18

《酒店入住率下滑程度优于预期》2009-3-17

- **低毛利业务收入减少是收入同比降低的主因。**公司收入减少而利润同比增长, 主要是收入减少 16%, 而综合毛利率大幅提高了 9 个百分点。毛利额反而同比增长了 2.57%。我们认为主要是由于神舟旅行社等低毛利业务的本期收入减少, 并未削弱公司综合盈利能力。
- **酒店业务受到金融危机的负面影响, 但并不严重。**母公司收入同比减少了 3.8%, 而母公司收入主要由前门饭店和北展馆收入构成; 我们认为, 前门饭店收入在一季度同比有小幅下滑; 而京伦饭店位于国贸 CBD 商务区, 以日韩商务客为主, 因此受金融危机的影响更严重一些。总体来看, 公司的星级酒店利润基本平稳, 金融危机对该业务的负面影响并不严重。
- **南山景区仍是利润增长的动力。**毛利率较高的南山景区在一季度游客接待量同比增长 30% 左右; 收入、利润仍保持快速增长。南山景区持续增长是公司利润得以增长的主因。

- 预付前门饭店收购款令现金减少，经营性现金流仍保持稳定增长。本期账面现金较上年减少 8725.88 万元，减少 30.06%，主要系预付了前门饭店 2 个亿收购款所致。本期经营性净现金流为 7980 万，同比增加了 30%，仍保持了健康稳定的增长。
- 前门饭店正在办理过户手续，一季报尚未并表，但按照协议，2 月份以后的损益归属首旅股份。2009 年第一季度，前门饭店实现营业收入 1471 万元，利润总额 35 万元，平均房价 290.41 元，平均出租率 57.93%，2、3 月份前门饭店共实现收入 926 万元。考虑到公司贷款收购，每年还将承担 500~800 万左右的财务费用，预计完成收购后难以实现当年盈利。
- 考虑前门饭店并表后对短期业绩的拖累，下调 09 年~11 年每股收益分别为 0.73 元、0.82 元、0.95 元；若考虑南山景区自 09 年起开始计提门票分成款，参考原方案，预计 09~11 年每股收益分别为 0.43 元、0.51 元、0.65 元。
- 不考虑景区分成，目前股价对应的 09、10 年 PE 分别为 23、20 倍；考虑分成，则分别为 40、33 倍。估值水平尚合理，仍维持“推荐”评级。
- 风险提示：
  - 1、公司若考虑增发收购和平、新侨饭店，则有可能加快解决南山景区门票问题。计提分成款将对当期业绩产生较大负面影响。
  - 2、酒店入住率加速下滑。
  - 3、其他旅游行业性风险，如自然灾害、瘟疫、战争等。

表 1、首旅股份分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

| 主要数据  | 08-1Q | 09-1Q | QOQ    | 2007  | 2008  | YOY    | 说明                            |
|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------------------------------|
| 营业收入  | 466   | 392   | -16.0% | 1820  | 1792  | -1.5%  | 旅行社、展览、酒店收入均有不同程度下滑           |
| 营业成本  | 278   | 199   | -28.6% | 1178  | 1056  | -10.3% |                               |
| 毛利    | 188   | 193   | 2.6%   | 642   | 736   | 14.7%  | 低毛利业务收入下滑，南山景区表现较好，综合毛利率得以增长。 |
| 销售费用  | 49    | 49    | 0.4%   | 203   | 218   | 7.6%   |                               |
| 管理费用  | 46    | 44    | -4.8%  | 173   | 201   | 15.9%  | 费用控制较好                        |
| 财务费用  | 4     | 4     | -8.6%  | 17    | 16    | -7.2%  |                               |
| 资产减值  | 0     | 0     | -87.4% | -1    | -0    | -68.7% |                               |
| 公允价值  | 0     | 0     |        | 0     | 0     |        |                               |
| 投资收益  | -3    | -2    | -17.1% | 13    | 15    | 18.5%  |                               |
| 营业利润  | 77    | 85    | 10.6%  | 228   | 279   | 22.1%  |                               |
| 利润总额  | 77    | 85    | 10.8%  | 218   | 278   | 27.7%  |                               |
| 净利润   | 47    | 50    | 7.6%   | 122   | 173   | 41.1%  |                               |
| EPS   | 0.203 | 0.218 | 7.6%   | 0.529 | 0.746 | 41.1%  |                               |
| 销售费用率 | 10.4% | 12.5% | 2.0%   | 11.1% | 12.2% | 1.0%   |                               |
| 管理费用率 | 9.9%  | 11.2% | 1.3%   | 9.5%  | 11.2% | 1.7%   |                               |
| 财务费用率 | 1.0%  | 1.0%  | 0.1%   | 0.9%  | 0.9%  | -0.1%  |                               |
| 所得税率  | 19.1% | 21.6% | 2.6%   | 24.9% | 19.9% | -5.0%  |                               |
| 毛利率   | 40.4% | 49.3% | 8.9%   | 35.3% | 41.1% | 5.8%   |                               |
| 净利润率  | 10.1% | 12.9% | 2.8%   | 6.7%  | 9.6%  | 2.9%   |                               |

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

## 附表

**资产负债表**

| 单位: 百万元        | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 358  | 522   | 727   | 976   |
| 货币资金           | 290  | 459   | 660   | 905   |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 35   | 35    | 38    | 40    |
| 其他应收款          | 10   | 17    | 18    | 19    |
| 存货             | 11   | 11    | 12    | 12    |
| <b>非流动资产</b>   | 1500 | 1458  | 1401  | 1355  |
| 可供出售金融资产       | 35   | 35    | 35    | 35    |
| 长期股权投资         | 210  | 210   | 210   | 210   |
| 投资性房地产         | 4    | 4     | 4     | 4     |
| 固定资产           | 825  | 781   | 735   | 688   |
| 在建工程           | 6    | 3     | 1     | 1     |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 367  | 367   | 367   | 367   |
| <b>资产总计</b>    | 1858 | 1980  | 2128  | 2332  |
| <b>流动负债</b>    | 495  | 499   | 485   | 498   |
| 短期借款           | 233  | 230   | 230   | 230   |
| 应付票据           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 77   | 75    | 83    | 87    |
| 其他             | 184  | 194   | 172   | 181   |
| <b>非流动负债</b>   | 43   | 24    | 24    | 24    |
| 长期借款           | 0    | -10   | -10   | -10   |
| 其他             | 43   | 34    | 34    | 34    |
| <b>负债合计</b>    | 537  | 523   | 509   | 522   |
| 股本             | 231  | 231   | 231   | 231   |
| 资本公积           | 448  | 448   | 448   | 448   |
| 未分配利润          | 316  | 402   | 509   | 633   |
| 少数股东权益         | 226  | 275   | 331   | 397   |
| <b>股东权益合计</b>  | 1320 | 1457  | 1619  | 1810  |
| <b>负债及权益合计</b> | 1858 | 1980  | 2128  | 2332  |

**现金流量表**

| 单位: 百万元           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 173  | 172   | 193   | 221   |
| 折旧和摊销             | 61   | 47    | 47    | 47    |
| 资产减值准备            | -0   | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产摊销            | 11   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 16   | 11    | 9     | 7     |
| 投资损失              | -15  | -13   | -13   | -14   |
| 少数股东损益            | 50   | 49    | 56    | 66    |
| 营运资金的变动           | 37   | -22   | 19    | -9    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 196  | 275   | 282   | 334   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | 124  | 13    | 13    | 14    |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -144 | -120  | -95   | -104  |
| 现金净变动             | 177  | 169   | 201   | 245   |
| 现金的期初余额           | 197  | 290   | 459   | 660   |
| 现金的期末余额           | 374  | 459   | 660   | 905   |

**利润表**

| 单位: 百万元         | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1792 | 1854  | 1975  | 2111  |
| 营业成本            | 1056 | 1073  | 1180  | 1240  |
| 营业税金及附加         | 38   | 39    | 40    | 41    |
| 销售费用            | 218  | 232   | 222   | 236   |
| 管理费用            | 201  | 231   | 222   | 232   |
| 财务费用            | 16   | 11    | 9     | 7     |
| 资产减值损失          | -0   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | 15   | 13    | 13    | 14    |
| <b>营业利润</b>     | 279  | 281   | 317   | 369   |
| 营业外收入           | 2    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 3    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 278  | 281   | 317   | 369   |
| 所得税             | 55   | 59    | 68    | 82    |
| 净利润             | 222  | 222   | 249   | 287   |
| 少数股东损益          | 50   | 49    | 56    | 66    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 173  | 172   | 193   | 221   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.75 | 0.74  | 0.83  | 0.95  |

**主要财务比率**

|                | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入增长率        | -1.5% | 3.5%  | 6.5%  | 6.8%  |
| 营业利润增长率        | 22.1% | 0.6%  | 12.9% | 16.5% |
| 净利润增长率         | 41.1% | -0.2% | 11.8% | 14.4% |
| <b>盈利能力(%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率            | 41.1% | 42.1% | 40.3% | 41.3% |
| 净利率            | 9.6%  | 9.3%  | 9.8%  | 10.5% |
| ROE            | 15.8% | 14.6% | 15.0% | 15.6% |

**偿债能力(%)**

|       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 28.9% | 26.4% | 23.9% | 22.4% |
| 流动比率  | 0.72  | 1.05  | 1.50  | 1.96  |
| 速动比率  | 0.70  | 1.02  | 1.48  | 1.94  |

**营运能力(次)**

|         |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 资产周转率   | 0.96  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 应收帐款周转率 | 49.02 | 49.79 | 51.58 | 51.66 |

**每股资料 (元)**

|        |      |      |      |      |
|--------|------|------|------|------|
| 每股收益   | 0.75 | 0.74 | 0.83 | 0.95 |
| 每股经营现金 | 1.07 | 1.19 | 1.22 | 1.44 |
| 每股净资产  | 4.73 | 5.11 | 5.57 | 6.10 |

**估值比率 (倍)**

|    |       |       |       |       |
|----|-------|-------|-------|-------|
| PE | 22.98 | 23.02 | 20.59 | 17.99 |
| PB | 3.63  | 3.36  | 3.08  | 2.81  |

**投资评级说明**

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

**机构销售部****机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

**上海地区销售经理**

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

**北京地区销售经理**

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

**广东地区销售经理**

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

**研究报告发布**

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

**重要声明**

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。