

旅游综合 III

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

首旅股份

600258

推荐

公司下调拟收购酒店 09 年盈利预测不改基本价值判断

9 月 22 日,公司公告调整非公开增发议案中 2 家拟收购酒店 09 年的盈利预测。和平宾馆 09 年预计净利润由原来的 961.86 万元下调到 158.26 万元,新侨饭店 09 年预计净利润由原来的 193.02 万元下调到-997.55 万元。

投资要点:

- **盈利预测调整体现了公司审慎原则。**公司指出,由于主要受到甲型 H1N1 流感疫情的严重负面冲击,公司本次拟收购的和平宾馆和新侨饭店预计不能实现原 2009 年度盈利预测。因此,公司根据两家酒店的经营状况,对两家酒店原 2009 年度盈利预测报告进行了调整并经会计师审核。
- **盈利预测调整使公司 09 年预期净利润下调 10%。**假设本次定向增发及资产收购工作在 09 年年底完成,若按全年范围合并报表,则 2 个酒店 09 年对公司的权益利润贡献为-875 万,较调整前减少 1815 万元。调整前后公司 09 年预期净利润下降 10%。如果 2010 年年初合并报表,则对公司 09 年业绩没有实质影响。
- **09 年公司盈利将主要来自南山景区。**09 年上半年,公司营业收入同比下降 21.79%,净利润同比下降 0.93%;南山景区入园人数同比增长 17.4%,营业收入同比增长 21.57%,净利润同比增长 49.0%,景区贡献权益利润占当期净利润达 82.1%。09 年下半年,北京入境游市场出现企稳回升迹象,但高星级酒店市场依然不容乐观;而海南旅游市场则依然保持平稳经营,南山景区全年收入增长达 20%可以预期。
- **本次定向增发的意义更主要是再次明确公司作为集团酒店资产整合的平台地位。**首旅集团表示如果本次定向增发能够得以成功实施,将尽最大努力创造条件,争取在未来 3 至 5 年内(有些工作难度大的利用更长时间),尽快完成北京地区下属酒店业务的整合工作。首旅集团位于北京地区的 20 多家酒店资产未来注入上市公司也成可以期待之事。
- **维持“推荐”投资评级。**在不考虑门票分成问题条件下,我们预期公司 09-11 年 EPS 分别为 0.80、0.96、1.12 元。如果在 09 年年末完成本次定向增发,则公司 09-11 年 EPS 分别为 0.61、0.85、0.99 元。预期南山门票分成问题在短时间内无法取得进展,因此公司业绩将具有较强保障。近期北京旅游板块在“十一”8 天长假及建国 60 周年庆典等题材刺激下走出一波抢眼行情,四季度若无特殊催化剂,股价表现可能趋于平淡。但海南国际旅游岛的相关政策推进以及集团资产注入的中长期展望都使得公司未来依旧具有上涨动能。如果股价在“十一”后出现回调,可择机介入。

6-12 个月目标价: 21.25 元

当前股价: 20.78 元

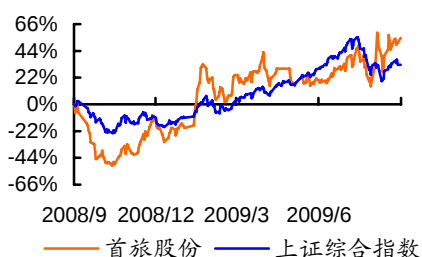
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2967.01
总股本(百万)	231
流通股本(百万)	115
流通市值(亿)	24
EPS (TTM)	0.74
每股净资产(元)	5.71
资产负债率	28.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
首旅股份	25.18	27.56	27.46
上证综合指数	0.21	3.00	30.07



相关报告

《南山景区成业绩稳定器 下半年酒店经营有望企稳》2009-8-19

《资产收购大幕徐徐拉开 本次定向增发指示性意义大于业绩贡献》2009-6-12

《盈利增长来自于景区业务 热点与隐忧并存》2009-4-24

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1792	1667	1877	2114
同比(%)	-2%	-7%	13%	13%
归属母公司净利润(百万元)	173	186	222	258
同比(%)	41%	7%	20%	16%
毛利率(%)	41.1%	45.5%	46.0%	46.5%
ROE(%)	15.8%	15.5%	16.8%	17.6%
每股收益(元)	0.75	0.80	0.96	1.12
P/E	27.84	25.91	21.67	18.61
P/B	4.39	4.02	3.63	3.27
EV/EBITDA	13	12	10	9

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 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 2: 此前预测的定向增发后权益利润增加情况 (单位: 万元)

	09E		10E		11E	
	净利润	权益利润	净利润	权益利润	净利润	权益利润
和平宾馆	961	747	2000	1554	2300	1787
新侨饭店	193	193	800	800	1100	1100
合计		940		2354		2887

注释: 假定 09 年年底资产收购完成, 并按全年进行并表

资料来源: 中投证券研究所

表 3: 最新预测的定向增发后权益利润增加情况 (单位: 万元)

	09E		10E		11E	
	净利润	权益利润	净利润	权益利润	净利润	权益利润
和平宾馆	158	123	2000	1554	2300	1787
新侨饭店	-998	-998	800	800	1100	1100
合计		-875		2354		2887

注释: 假定 09 年年底资产收购完成, 并按全年进行并表

资料来源: 中投证券研究所

关键假设:

先不考虑本次定向增发;

考虑 09 年 10 月前门饭店并表, 酒店业务收入 09-11 年的增长率分别为 -6%、12%、12%;

不考虑门票分成, 景区业务收入 09-11 年的增长率为 20%、15%、15%;

展览广告业务收入 09-11 年的增长率分别为 -12%、10%、10%;

旅游服务业务收入 09-11 年的增长率分别为 -15%、12%、12%;

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 09-11 年公司的实际综合税率分别为 21%、23.5%、24.5%。

表 4: 首旅股份 2009-2011 年营业收入预测

主营业务类别	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)				
酒店业务	361	340	381	426
展览广告业务	58	51	56	61
景区业务	311	374	430	494

旅游服务业务	1062	903	1011	1132
合计:	1792	1667	1877	2114
主营成本 (百万元)				
酒店业务	39	44	46	47
展览广告业务	0	0	0	0
景区业务	21	24	27	30
旅游服务业务	995	839	940	1053
合计:	1056	908	1013	1130

资料来源: 中投证券研究所

表 5: 首旅股份盈利预测

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1792	1667	1877	2114
营业成本	1056	908	1013	1130
营业税金及附加	38	38	41	47
销售费用	218	217	240	264
管理费用	201	200	206	233
财务费用	16	16	15	12
资产减值损失	-0	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	15	16	18	20
营业利润	279	304	379	449
加: 营业外收入	2	0	0	0
减: 营业外支出	3	0	0	0
利润总额	278	304	379	449
所得税费用	55	64	89	110
净利润	222	240	290	339
减: 少数股东损益	50	54	68	80
归属于母公司所有者的净利润	173	186	222	258
每股收益 (元)	0.75	0.80	0.96	1.12

资料来源: 中投证券研究所

假设定向增发在 09 年年末顺利完成并实现被收购酒店资产的并表。

表 6: 不考虑门票分成情况下本次定向增发完成前后业绩对比

	09E	10E	11E
目前净利润 (百万元)	186	222	258
合计净利润 (百万元)	177	246	287
净利润增厚幅度	-5%	11%	11%
目前总股本 (百万股)	231	231	231
合计总股本 (百万股)	291	291	291
总股本增厚幅度	26%	26%	26%
目前 EPS (元)	0.80	0.96	1.12
合计 EPS (元)	0.61	0.85	0.99

资料来源: 中投证券研究所

表 7: 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

四星级酒店:

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	

三星级酒店:

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					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	358	335	470	623	营业收入	1792	1667	1877	2114
现金	290	273	404	547	营业成本	1056	908	1013	1130
应收账款	35	34	37	42	营业税金及附加	38	38	41	47
其它应收款	10	11	11	14	营业费用	218	217	240	264
预付账款	11	6	7	9	管理费用	201	200	206	233
存货	11	10	11	12	财务费用	16	16	15	12
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	1500	1693	1736	1801	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	210	350	350	350	投资净收益	15	16	18	20
固定资产	825	870	958	1038	营业利润	279	304	379	449
无形资产	367	347	325	303	营业外收入	2	0	0	0
其他	98	127	103	110	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	1858	2028	2206	2425	利润总额	278	304	379	449
流动负债	495	440	421	412	所得税	55	64	89	110
短期借款	233	180	150	130	净利润	222	240	290	339
应付账款	77	68	75	85	少数股东损益	50	54	68	80
其他	184	192	196	198	归属母公司净利润	173	186	222	258
非流动负债	43	113	113	113	EBITDA	356	383	463	538
长期借款	0	70	70	70	EPS（元）	0.75	0.80	0.96	1.12
其他	43	43	43	43					
负债合计	537	553	534	525	主要财务比率				
少数股东权益	226	280	348	428	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	231	231	231	231	成长能力				
资本公积	448	448	448	448	营业收入	-1.5%	-7.0%	12.6%	12.6%
留存收益	416	516	645	792	营业利润	22.1%	9.0%	24.7%	18.4%
归属母公司股东权益	1095	1195	1324	1471	归属于母公司净利润	41.1%	7.4%	19.6%	16.4%
负债和股东权益	1858	2028	2206	2425	获利能力				
					毛利率	41.1%	45.5%	46.0%	46.5%
					净利率	9.6%	11.1%	11.8%	12.2%
					ROE	15.8%	15.5%	16.8%	17.6%
					ROIC	22.3%	24.1%	27.3%	30.1%
					偿债能力				
					资产负债率	28.9%	27.3%	24.2%	21.7%
					净负债比率	45.22	45.19%	41.20	38.09%
					流动比率	0.72	0.76	1.12	1.51
					速动比率	0.70	0.74	1.09	1.48
					营运能力				
					总资产周转率	0.96	0.86	0.89	0.91
					应收账款周转率	49	45	50	51
					应付账款周转率	12.51	12.48	14.10	14.15
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.75	0.80	0.96	1.12
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.37	1.59	1.77
					每股净资产(最新摊薄)	4.73	5.16	5.72	6.36
					估值比率				
					P/E	27.84	25.91	21.67	18.61
					P/B	4.39	4.02	3.63	3.27
					EV/EBITDA	13	12	10	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 $\pm 10\%$ 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《新财富》社会服务业第五名。

主要研究覆盖公司: 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。

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