

旅游行业

行业研究/调研报告

谨慎推荐

首次评级

合理估值

24-27 元

酒店收购只待南山问题落定

—首旅股份（600258）调研简报

民生精品---调研报告/旅游行业

2010 年 09 月 29 日

一、事件概述

9 月 28 日下午我们到首旅股份进行调研,就市场关注的南山门票分成和集团酒店资产注入等问题与公司证代李欣以及证券部工作人员张蕾进行了交流。

二、分析与判断

➤ 南山门票分成仍待解决

从调研的情况来看,南山观音苑资产归属问题仍未解决,对观音苑资产有争议的双方均由当地政府参与谈判,公司方面由大股东集团公司出面积极开展工作。由于资产归属未定,景区门票分成问题无从谈起。分成问题仍然需要时间来解决。

➤ 集团酒店资产注入只待南山问题落槌

公司作为集团酒店运作平台,集团中酒店资产注入上市公司是比较确定的。公司表示,一旦南山门票分成问题解决,公司将立即展开集团酒店资产收购,做大做强酒店主业是公司的战略目标核心。酒店资产陆续注入以后,公司的整体实力将大增,给公司带来业绩增长的同时,也将使公司享受到地产升值的巨大收益,为公司后期开发新业务和收购新资产提供坚实的资金后盾。

➤ 公司酒店大多具有区域优势地位,竞争力较强

针对北京酒店业市场竞争压力加大的市场担忧,调研认为现有以及即将收购的酒店资产大多地理位置极佳,且形成了比较稳定的客户群,都有较强的竞争力。上半年公司三个酒店入住率都在 60% 左右,好于市场平均 56% 的入住率水平。公司表示面对市场竞争公司将采用差别化的战略保证公司酒店业务的竞争优势。

➤ 高增长和收入结构变化缓解未来门票分成压力

针对南山门票分成协议达成后对公司业绩影响的问题,公司表示南山景区在海南国际旅游岛开放后收入将继续高速增长,景区客运等收入增长迅速,门票收入的比例下降。总体上收入增长和收入结构变化将会缓解门票分成带来的压力。上半年南山景区增长达到 27%,全年保持高速增长已成定局。

三、盈利预测与投资建议

总体上看,公司酒店资产注入预期明确,南山问题正在积极寻求解决方案。一旦门票分成问题解决,将揭开公司酒店资产收购的序幕。公司将进入快速增长的通道中,发展前景非常看好。

仅考虑现有业务,预计公司未来三年的业绩分别为 0.88、1.19、1.32 元,相对目前的股价,估值非常安全。假设 2011 年南山门票开始分成,2011 年和 2012 年公司业绩则为 0.70 元和 0.71 元左右。

民生证券研究所

分析师: 李振飞

执业证书编号: S0100210060002

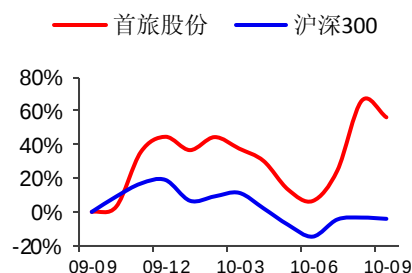
电话: (8610)8512 7650

Email: lizhenfei@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-09-29)

收盘价 (元)	23.33
近 12 个月最高/最低	26.29/15.99
总股本 (百万股)	231
流通股本 (百万股)	231
流通股比例%	100
总市值 (亿元)	53.9
流通市值 (亿元)	53.9

相关研究

从估值情况来看，现有业务公司绝对估值在 27.3 元左右，扣除门票分成影响后绝对价值在 20.5 元左右。若考虑资产注入因素，公司合理估值将有 20%左右的溢价。

由于南山门票分成问题时间难定，我们认为合理的估值区间在 24-27 元，结合目前股价水平，首次给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

南山门票分成问题时间大大拖后；大规模疫情等风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,649	2,300	2,480	2,700	货币资金	210	411	692	1,003
减：营业成本	880	1,360	1,440	1,530	应收票据	0	7	7	8
营业税金及附加	39	55	59	64	应收账款	26	41	45	49
销售费用	239	253	273	297	预付账款	13	13	99	135
管理费用	234	253	273	297	其他应收款	11	92	99	108
财务费用	18	20	17	14	存货	15	17	20	77
资产减值损失	0	2	0	0	其他流动资产	0	0	0	4
加：投资收益	15	12	17	18	流动资产合计	277	582	962	1,383
二、营业利润	255	369	435	515	长期股权投资	218	218	218	218
加：营业外收支净额	0	(1)	(1)	(1)	固定资产	865	819	762	708
三、利润总额	255	368	435	515	在建工程	12	15	19	22
减：所得税费用	52	81	100	129	无形资产	411	401	391	380
四、净利润	203	287	335	386	其他非流动资产	4	4	4	4
归属于母公司的利润	160	226	264	304	非流动资产合计	1,610	1,456	1,393	1,331
五、基本每股收益 (元)	0.69	0.98	1.14	1.32	资产总计	1,887	2,037	2,355	2,715
主要财务指标					短期借款	75	0	0	0
项目	2009A	2010E	2011E	2012E	应付票据	0	0	0	0
EV/EBITDA	0	13.01	10.92	8.90	应付账款	87	114	124	137
成长能力:					预收账款	78	95	108	119
营业收入同比	-12.1%	39.4%	7.8%	8.9%	其他应付款	53	65	65	65
营业利润同比	-12.5%	44.8%	18.1%	18.4%	应交税费	27	29	29	29
净利润同比	-13.6%	41.6%	16.6%	15.3%	其他流动负债	0	0	0	0
营运能力:					流动负债合计	337	302	325	349
应收账款周转率	52.25	67.95	57.53	57.80	长期借款	330	330	310	280
存货周转率	118.60	143.01	132.26	55.92	其他非流动负债	1	(19)	(39)	(59)
总资产周转率	0.85	1.17	1.13	1.07	非流动负债合计	331	311	271	221
盈利能力与收益质量:					负债合计	683	613	596	570
毛利率	46.7%	40.9%	41.9%	43.3%	股本	231	231	231	231
净利率	9.7%	9.8%	10.6%	11.3%	资本公积	252	252	252	252
总资产净利率 ROA	10.5%	14.6%	15.2%	15.2%	留存收益	488	714	978	1,282
净资产收益率 ROE	15.3%	21.3%	20.2%	19.1%	少数股东权益	230	292	363	445
资本结构与偿债能力:					所有者权益合计	1,204	1,489	1,824	2,210
流动比率	0.82	1.92	2.96	3.96	负债和股东权益合计	1,887	2,103	2,421	2,781
资产负债率	36.2%	30.1%	25.3%	21.0%		210	411	692	1,003
长期借款/总负债	48.3%	53.8%	52.0%	49.1%	现金流量表				
每股指标 (元)					项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.69	0.98	1.14	1.32	经营活动现金流量	250	224	319	327
每股经营现金流量	0.97	1.38	1.42	1.58	投资活动现金流量	(69)	(117)	(3)	11
每股净资产	5.21	6.45	7.90	9.57	筹资活动现金流量	(140)	(179)	(115)	(57)
					现金及等价物净增加	42	(73)	201	281

资料来源：民生证券研究所

分析师简介

李振飞，南开大学旅游管理硕士，具有证券投资咨询执业资格。08年加盟民生证券研究所，从事旅游行业及上市公司研究2年以上，对旅游行业有较深入的见解和认识。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭明	孟辉	韦珂嘉
电话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com