

旅游综合III

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

首旅股份

600258

中性

南山景区：驱使公司未来业绩增长或者下滑的双刃剑

近期，首旅股份二级市场走势抢眼，为此我们对公司进行了联合调研并与公司高管就市场关心的问题进行了交流。公司是旅游板块重点上市公司中08年业绩将会出现较大幅增长的极少数个股之一。展望09年，公司对北京地区的酒店经营持相对谨慎态度，而对地处三亚的南山景区则相对看好。当然门票分成问题也将成为公司未来业绩增长的达摩克利斯之剑，分成协议正式生效之时可能将造成当年业绩的较明显下滑。

6-12个月目标价：16.00元

当前股价：15.88元

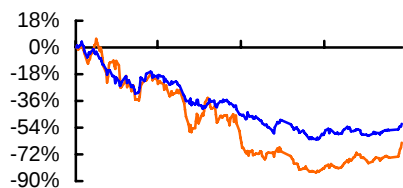
评级调整：下调

基本资料

上证综合指数	2181.24
总股本(百万)	231
流通股本(百万)	115
流通市值(亿)	17
EPS (TTM)	0.68
每股净资产(元)	5.42
资产负债率	33.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
首旅股份	46.69	120.6	-30.87
		7	
上证综合指数	12.60	26.98	-19.79



2008/2 2008/5 2008/8 2008/11

——首旅股份 ——上证综合指数

相关报告

《南山门票全额冲回大幅增厚业绩 公开增发因市场因素被迫放弃》 2008.11.18

《三季度酒店业务受益北京奥运 股价已跌至合理水平》 2008.10.26

投资要点：

- **酒店业务08年充分受益于北京奥运，09年Revpar指标可能将出现下滑。**据北京旅游局统计显示，08年度北京四星级酒店市场平均客房入住率下滑10.40个百分点；平均房价上涨18.60%，房价上涨的主要原因是08年8月奥运期间四星酒店房价同比增长229.10%。虽然因多种因素影响，08年北京高星级酒店市场的“奥运效应”低于此前预期，但仍表现出一定的积极影响。公司旗下的民族饭店和京伦饭店地理位置优越，同为奥运签约饭店，奥运受益程度超出市场平均水平。据了解，首旅股份平均房价从07年650元/间上升到08年的840元/间，增长约30%；入住率从07年的54%升至08年的60%；税前利润从07年的约2700万元增加至08年的约5000万元，增长约85%。京伦饭店08年房价和入住率与民族饭店大致相当，税后利润也从07年的2645万元增至08年的3600万元左右，增长约36%。就09年而言，从目前的经营情况来看，金融危机已经对北京地区的高星级酒店产生了实质性的影响。入境游的大幅下滑以及国内商旅客人费用控制因素造成高星级酒店入住率出现了较明显下滑，而入住率的下滑又将对房价造成抑制。我们初步预计公司两个酒店09年Revpar指标可能有10%左右的下降，而民族饭店由于团客/签约客户较多可能受影响程度轻于以散客为主的京伦饭店。
- **南山景区是近几年公司业绩增长的主要动力，在门票分成效应未生效条件下也可以预期同样是09年的增长源泉。**07年南山文化公司实现净利润1.10亿元，同比增长68.83%。贡献的权益利润约占公司全年净利润的66%。08年1-9月，全额冲回的门票收入为公司新增净利润4682万元，占当期净利润总额约35%。08年南山景区接待游客人数约230万人次，同比增长约20%；景区综合收入超过3亿元，同比增长超过20%。我们预期09年南山景区仍将保持一定幅度的正增长。公司并非观音苑公司与三亚市政府关于南山海上观音资产移交纠纷中的当事人，无法掌控相关事态的进程。但根据上述分析，门票分成协议生效的当年公司的盈利水平不可避免将受到较大影响。此外，门票分成方案暂维持不变仅是时间顺延。
- **题材炒作大幅推高公司股价，调低评级至“中性”。**本次调研反馈确认了通州影城项目与上市公司无关，公司的战略定位依然是集团公司酒店资产的唯一整合平台。未来公司将综合考虑多种融资方式进行酒店资产的收购，但无具体时间表。在不考虑资产收购和门票分成条件下，我们预期公司08-10年的EPS分别为0.68、0.69、0.84元。其中，若南山景区门票按四六分成，全额冲回的门票分成款分别增厚08-10年EPS 0.27、0.29、0.33元。考虑到09年门票分成协议可能正式生效，我们认为现有股价水平下公司估值基本合理，因此调低评级至“中性”。

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1820	1789	1782	1979
同比(%)	24%	-2%	0%	11%
归属母公司净利润(百万元)	122	158	160	194
同比(%)	53%	29%	1%	21%
毛利率(%)	35.3%	40.2%	42.2%	42.9%
ROE(%)	11.7%	13.9%	13.2%	14.7%
每股收益(元)	0.53	0.68	0.69	0.84
P/E	30.03	23.22	22.98	18.95
P/B	3.52	3.22	3.03	2.78
EV/EBITDA	12	10	9	8

资料来源：中投证券研究所

关键假设:

考虑 09 年前门饭店并表, 酒店业务收入 08-10 年的增长率分别为 18%, 6%, 10%;

不考虑门票分成, 景区业务收入 08-10 年的增长率为 18%、8%、15%;

展览广告业务收入 08-10 年的增长率分别为-20%、0%、15%;

旅游服务业务收入 08-10 年的增长率分别为-10%、-5%、10%;

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 08-10 年公司的实际综合税率分别为 20.5%、22.5%、24%。

表 1: 不考虑公开增发情况下首旅股份各主营业务增长预测

主营业务类别	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)				
酒店业务	309	365	387	425
展览广告业务	71	57	57	66
景区业务	251	296	320	368
旅游服务业务	1183	1065	1012	1113
其他业务	5	6	7	7
合计:	1820	1789	1782	1979
主营成本(百万元)				
酒店业务	38	40	43	46
展览广告业务	6	1	5	5
景区业务	18	24	25	28
旅游服务业务	1116	1006	957	1050
其他业务	0	0	0	0
合计:	1178	1071	1030	1130

资料来源: 中投证券研究所

表 2: 不考虑公开增发情况下首旅股份盈利预测

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1820	1789	1782	1979
营业成本	1178	1071	1030	1130
营业税金及附加	34	38	39	44
销售费用	203	209	214	222
管理费用	173	181	189	200
财务费用	17	18	17	10
资产减值损失	-1	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	13	13	13	16
营业利润	228	286	306	391
加: 营业外收入	2	1	1	1
减: 营业外支出	12	7	8	9
利润总额	218	280	299	383
所得税费用	54	57	67	92
净利润	163	222	232	291
减: 少数股东损益	41	59	66	86

归属于母公司所有者的净利润	122	164	166	205
每股收益（元）	0.53	0.71	0.72	0.88

资料来源：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	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	264	351	354	495	营业收入	1820	1789	1782	1979
现金	197	267	279	410	营业成本	1178	1071	1030	1130
应收账款	34	39	38	40	营业税金及附加	34	38	39	44
其它应收款	14	27	20	26	营业费用	203	215	223	238
预付账款	6	5	5	5	管理费用	173	184	191	204
存货	11	14	12	13	财务费用	17	18	17	10
其他	2	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	1619	1797	1819	1836	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	215	350	350	350	投资净收益	13	13	13	16
固定资产	844	886	922	952	营业利润	228	277	295	371
无形资产	379	391	383	376	营业外收入	2	1	1	1
其他	181	170	165	158	营业外支出	12	7	8	9
资产总计	1883	2148	2174	2331	利润总额	218	271	288	362
流动负债	515	477	418	433	所得税	54	55	65	87
短期借款	228	180	130	130	净利润	163	215	223	275
应付账款	92	94	86	97	少数股东损益	41	57	63	82
其他	195	202	203	206	归属母公司净利润	122	158	160	194
非流动负债	114	264	214	164	EBITDA	304	362	386	460
长期借款	20	170	120	70	EPS（元）	0.53	0.68	0.69	0.84
其他	94	94	94	94					
负债合计	629	741	632	597					
少数股东权益	210	267	330	412	主要财务比率				
股本	231	231	231	231	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
资本公积	508	508	508	508	成长能力				
留存收益	305	401	472	583	营业收入	24.0%	-1.7%	-0.4%	11.1%
归属母公司股东权益	1045	1141	1212	1322	营业利润	74.5%	21.3%	6.6%	25.5%
负债和股东权益	1883	2148	2174	2331	归属于母公司净利润	53.2%	29.3%	1.0%	21.3%
					获利能力				
					毛利率	35.3%	40.2%	42.2%	42.9%
					净利率	6.7%	8.8%	9.0%	9.8%
					ROE	11.7%	13.9%	13.2%	14.7%
					ROIC	17.5%	21.5%	21.8%	25.8%
					偿债能力				
					资产负债率	33.4%	34.5%	29.1%	25.6%
					净负债比率	39.46	47.26%	39.57	33.50%
					流动比率	0.51	0.74	0.85	1.14
					速动比率	0.49	0.71	0.82	1.11
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	0.89	0.82	0.88
					应收账款周转率	50	47	44	48
					应付账款周转率	12.53	11.50	11.44	12.39
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.53	0.68	0.69	0.84
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	1.20	1.32	1.55
					每股净资产(最新摊薄)	4.51	4.93	5.24	5.71
					估值比率				
					P/E	30.03	23.22	22.98	18.95
					P/B	3.52	3.22	3.03	2.78
					EV/EBITDA	12	10	9	8

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