

首旅股份（600258）：环球影城雾里看花，资产注入值得期待

中性（维持）

酒店旅游

2009年2月20日

天相酒店旅游组 010-66045566 zhangxp@txsec.com

事件描述：

2008年2月19日，我们对首旅股份进行了实地调研，与公司管理人员就目前市场较为关心的环球影城事件及公司资产注入、景区门票分成事项进行了沟通与交流，调研对象为公司董秘段中鹏先生、公司监事会监事李欣女士和证券部张蕾小姐。

评论：

- 1. 环球影城雾里看花，主题投资仍可关注。**就媒体报道北京环球影城事件，公司明确表示没有参与环球影城项目的任何活动，至于集团公司是否参与了该项目作为上市公司方到目前未止也未有听闻。但从我们目前所能了解的情况看，北京要建环球影城的传闻应该不是空穴来风。2008年12月初北京市副市长丁向阳在北京市旅游产业发展大会上所作的《北京市旅游产业发展报告》里，明确提出要“积极推进国际著名的大型主题公园建设，推动中国大马戏表演、中国杂技秀、中华武术擂台赛等大型现代旅游娱乐项目落户北京”，2008年8月份，北京市常务副市长吉林在市政府会见美国环球影城及度假区集团董事长汤姆·威廉姆斯一行，而关于此事件更早的新闻可以追溯到2001年，当时，作为北京发展旅游业的三件大事之一，提出“在2008年前，北京要集中力量建设一个‘大型的、高品位的、高标准的’主题公园”，可以看出建设大型主题公园是北京市政府一直在积极推动的一件事情，2009年在国内外经济环境均发生较大变化，上海与迪士尼的谈判有了实质进展的背景下，北京市地方政府加大推进类似环球影城这样的大型项目完全具有合理性，且以北京市的经济规模、旅游规模总量看，北京也具备了建设这样的大型主题公园的实力和契机，所以，综合判断，我们认为北京市政府目前在积极推动谋划此事的概率非常大，但从项目规划到具体方案的议定、参与方的选择完全不是目前所能预测到的，唯一我们能预测的是，以此概念为主题的市场关注点并不会就此完结，随着相关事项的具体进展或权威信息的发布，市场将会再度聚焦此事件，此一主题投资值得继续关注，我们也将持续密切跟踪相关信息，虽然上市公司参与此事的可能性非常小，但如事件最终促成，公司受益的可能性却非常大。
- 2. 首旅集团战略清晰，资产注入值得期待。**大股东首旅集团对公司的资产注入是我们最关心的问题，也是决定首旅未来发展最重要的问题，从我们与公司的交流看，首旅集团将公司做为酒店整合平台是基于整体战略的考虑，较为坚定，不会改变。首旅集团旗下涵盖了旅游业六大板块（吃、住、行、游、购、娱），集团的目标是将六大板块分别整合上市，餐饮业将以全聚德为整合平台，酒店业的整合平台就是首旅股份，集团战略较为清晰，对上市公司的酒店资产注入预期也较为明确，但在具体的资产注入时间和顺序上存在较大的不确定性，目前可以预期的是公司在完成对前门饭店的收购后，会继续推进和平宾馆和新侨饭店的收购与增资，之后再按照“成熟一批，注入一批”的原则逐步推进其他酒店资产的注入。
- 3. 景区门票分成原则：锁定历史，分享未来。**对南山景区门票分成事项，公司的原则是“锁定历史，分享未来”，将会自协议达成之日开始计算分成，不会对过去的收入进行追溯提取。在分成比例上，因为原定的比例是在双方多次商谈下达成的结果，公司将会坚持原定的比例原则，不会轻易改变。我们认为公司确定的“锁定历史，分享未来”的原则可以保证公司未来的利润不会因为追溯调整而带来较大幅度的下

降，同时也决定了公司在目前可能并不急于解决此事。

4. **南山景区门票：近期不会提价。**南山景区近年来客流增长迅速，政策上也过了提价的限定期，但目前公司并没有提价计划，主要考虑到当前经济形势及整体价格水平因素以及社会影响。我们较为认同公司的这种策略，在经济下滑旅游需求下降的大背景下，提价并不是一个很好的选择，公司更愿意采用更好的促销手段等保证客流的增长，同时，公司也计划未来将通过提供更多服务来提高景区内其他附加消费收入的比重，但是这块业务的增长可能会比较缓慢，基本还是以门票收入为主。
5. **前门饭店收购资金：部分自有资金，部分银行贷款。**对前门饭店收购资金来源，公司表示一部分将用公司自有资金，一部分来源于银行贷款，公司目前资产负债率只有30%左右，有充分的空间运用债务融资解决收购资金问题，我们预计公司可能会从银行贷款2亿元，增加09年财务费用约1000万元左右，公司一向重视对股东的现金分红回报，08年的利润分红比率或有降低，但仍会分红。
6. **和平宾馆和新侨饭店：倾向于继续采取增发收购方式解决。**公司方面希望尽快启动收购，但还需要看很多条件，收购方式肯定倾向于增发收购，如果普通增发不成，就尝试定向增发，目前尚未考虑采取现金收购或债务融资收购的方式。我们认为从09年的证券市场预期及公司倾向于增发收购方式看，09年完成甚至启动对和平宾馆和新侨饭店的收购及增资计划具有较大难度。
7. **新景区业务：未有新拓展计划。**公司近年来看过很多景区项目，比如中青旅的乌镇景区，首旅曾经在中青旅之前考察过，此外还看过很多其他景区，但是中间涉及很多地方政府及相关各方的利益问题，很难进入，目前尚未有新的景区拓展计划。从交流中看，公司在景区业务拓展上采取的是较为保守的策略，短期内看不到拓展新景区的计划。
8. **酒店业务：面临下滑压力，不排除超预期下滑的可能。**2009年1月份北京市入境旅游人次下滑较大，尤其是亚洲和欧洲游客，公司旗下的京伦饭店和正在收购中的前门饭店外国游客占比较大，京伦饭店日韩客人较多，前门饭店欧美游客占比超过50%，从1月份北京市入境游数据看，日韩游客同比下滑幅度分别达到45%和50%，欧洲游客下滑幅度达24%，其中俄罗斯游客下滑幅度达到34%，虽然1月份的数据并不代表全年的数据，但从目前国外经济发展态势看，2009年公司酒店价格和入住率不可避免会遭遇下滑压力，事实上这也是整个酒店业面临的问题，我们在对公司09年的盈利预测中预计酒店业务将下滑10%左右，但不排除有超预期下滑的可能。
9. **其他投资业务：风险控制为先。**公司现金流较为充裕，但公司表示绝不会轻易去做自己不熟悉的其他投资业务，比如股权投资等，在这方面公司非常谨慎，公司也从来不会参与股票市场的投资交易，我们认为公司在这方面的确做得较好，对投资风险的控制非常到位。
10. **盈利预测与估值：**公司08年经营应该略好于预期，我们上调08年EPS至0.69元，维持09年EPS0.70的预测不变，2010年EPS预计为0.79元，由于南山门票分成事项悬而未决，虽然不会进行追溯调整，但对最终协议达成后的利润将产生较大影响，假定09年下半年协议达成并对门票收入进行计提，则2009、2010年的EPS分别为0.55、0.45元，基于公司稳健的经营风格及未来资产注入的预期，我们认为给予其25倍PE较为合理，对应09年目标价格在18元左右，如果下半年开始计提门票分成款，则目标价格相应下调至13.7元，综合来看，我们认为公司股票价格在13元以下应该是较为安全的区域。当前股价仍处合理估值区间，但并无较大的回报潜力，我们认为最好的操作策略应该是在18元以下根据市场情况进行波段操作较为安全。

图1 首旅股份主要财务指标

单位：百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,820	2,049	1,990	2,263
(+/-%)	24.0%	12.6%	-2.9%	0.0%
营业利润	228	242	287	323
(+/-%)	74.5%	6.1%	18.6%	0.0%
归属于母公司净利润	122	159	161	184
(+/-%)	53.2%	29.6%	1.5%	0.0%
每股收益（元）	0.53	0.69	0.70	0.79
市盈率（倍）	30	23	23	20

数据来源：天相投顾

图2 南山景区门票分成对公司利润的影响

	2008E	2009E	2010E
景区总收入（万元）	29394.17	33215.41	38197.73
门票收入占景区收入比例	60.00%	59.00%	58.00%
门票总收入	17636.50	19597.09	22154.68
门票分成预计（万元）	10581.90	11758.26	13292.81
所得税率%	18.00	20.00	22.00
持股比例%	74.81	74.81	74.81
增加净利润（万元）	6966.36	7037.08	7955.48
折合 EPS	0.30	0.30	0.34
扣除分成后 EPS（元）	0.39	0.40	0.45
还原门票分成后 EPS（元）	0.69	0.70	0.79
总股本（万股）	23140	23140	23140

数据来源：天相投顾

图3 2008年3月达成的南山景区门票分成协议

	2008.1.1-2010.12.31	2011.1.1-2012.12.31	2013.1.1-2017.11.10
首旅股份	40%	50%	60%
三亚国资公司	60%	50%	40%

数据来源：上市公司公告（备注：协议比例改变的可能性较小，时间可能会顺延）

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014