

旅游行业

2009 年 2 月 20 日

分析师：加丽果

010-82190386

jialiguo@sxzq.com

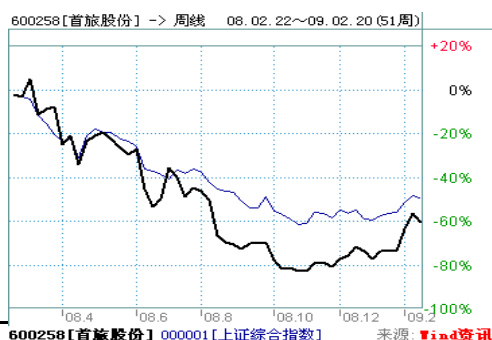
市场数据	最新股价：元
总股本(百万股)	231.4
流通股本(百万股)	115.36
流通市值(亿元)	18.67
1 年内最高最低价(元)	45.5 元/6.55 元
资产负债率	29.34%
毛利率	40.58%
净资产收益率	12.65%

盈利预测	单位:万元、%、元、倍		
	2008A	2009E	2010E
营业收入	1810.06	1718.58	1911.31
增长率	-0.52%	-5.05%	11.21%
净利润	220.15	224.45	263.03
EPS(元)	0.70	0.68	0.71
市盈率(倍)	23.12	23.80	22.80

相关研究：

《挑战大于机遇 ——2009 年旅游行业研究》20090122

公司股价表现图：



首旅股份（600258）：今年蓄势休整 明年业绩回升

首次评级：中性

投资要点：

- 酒店业务和景区业务是公司的主要盈利来源和增长点。公司收入目前主要由旅游服务（神舟国旅旅行社）、酒店（民族饭店、京伦饭店）、景区（海南南山旅游文化公司）和展览（北京展览馆）四部分组成。其中，酒店业务和景区业务是公司的盈利增长点，毛利率高，资产质量良好，发展前景好。
- 放弃增发自筹资金收购前门将导致资产负债率增加。虽然公司收购前门饭店资产未来对公司利润看好，但会引起公司股东权益的减少和财务费用的增加。
- 未来酒店资产注入仍值得期待。放弃增发只是因为市场情况，我们估计作为集团酒店资产注入平台，随着市场情况，考虑到公司的负债结构和前期工作，公司另外两项酒店资产注入还是会选择增发方式完成。
- 2009 年酒店业务可能下滑。2008 年的酒店业务业绩增长很大程度上受益于奥运会的召开，受制于 2009 年经济增速下滑和奥运会的结束，公司的酒店业务 2009 年比 2008 年业绩要有所下滑。
- 南山景区门票分成是 2009 年业绩增长的隐患。南山景区是公司的一大利润来源，由于 2008 年分成的冲回，对公司 2008 年利润增长贡献颇丰，但我们估计门票分成何时生效只是个时间问题，门票分成协议时间的确定将是公司未来利润增长的隐患。
- 公司展览业务恢复估计要到 2010 年。公司展览业务由于经济不景气，估计 2009 年可能还是不能恢复到 2007 年水平，但 2010 年可能恢复。
- 2010 年有可能恢复。但由于 2010 年的上海世博会和广州亚运会带来的市场机遇及对宏观经济预期转暖，2010 年公司各项业务都有可能迎来一定的增长。
- 不考虑南山门票到期的分成和公司收购前门饭店的并表，我们给予公司 2008 年、2009、2010 的 EPS 分别为：0.70 元、0.68 元、0.71 元。由于股价有炒作嫌疑。综合考虑，故给予公司“中性”评级。

一、 公司概况

- 酒店业务和景区业务是公司的主要盈利来源和增长点。

首旅股份目前主要经营旅游饭店、旅游景区、旅行社、旅游产品开发及销售、承办展览展示活动等。其旗下目前拥有 4 家分公司、5 家控股公司、5 家联营公司和 5 家参股公司（分别见图一——图四）。

首旅股份的资产收入目前主要由旅游服务（神舟国旅旅行社）、酒店（民族饭店、京伦饭店）、景区（海南南山旅游文化公司）和展览（北京展览馆）四部分组成。从 2008 年中报营业收入来看，贡献收入最多的是旅游服务业，占总收入比达到 66%（见图五首旅股份 2008 年中期营业收入构成图），但毛利率是四项业务最小的，只有 5.64%（见图六：首旅股份 2008 年中期各项业务毛利率比较图）；从 2008 年中报营业利润来看贡献利润最多的是酒店业务，占比达到 48%，毛利率可达到 88.71%（见图七：首旅股份 2008 年中期营业利润构成图），其次是景区业务，2008 年贡献利润达到 32%，毛利率可达 89.11%；从首旅股份最近三年中期营业利润比较图分析（见图八），酒店业务和景区业务是公司的盈利增长点，其中酒店业务逐年呈现增长趋势，景区业务 2008 年中期呈现下滑趋势，展览业务和旅游服务业务基本呈现稳定趋势。

- 放弃增发自筹资金收购前门将导致资产负债率增加。

公司 2008 年曾拟公开增发融资 7.91 亿元，发行数量上限为 2500 万股，募集资金拟收购和平宾馆、华侨饭店和前门饭店三项酒店资产。但由于目前市场状况所募集资金远远不能满足公开增发申请方案中的融资需求，因此公司于 08 年 11 月 27 日决定撤回公开增发申请。但公司拟自筹资金收购公司集团公司的前门饭店。前门饭店此前是集团公司一家目前为四星级的酒店。截止 08 年 9 月底，其净资产为 1.44 亿元，08 年该酒店净利润预计为 1100 万元。此收购已经股东大会 2009 年 1 月 17 日公告审议批准。

根据公告，公司拟自筹资金收购前门饭店，大概收购情况是用评估值 3.34 亿元收购净资产(帐面值)为估计为 1.25 亿的资产，我们估计根据公司情况，可能要用银行贷款，这样，公司收购前门饭店可能带来每股净资产降低大概 0.90 元左右，并且可能带来财务费用的增加，改变资本结构，引起资产负债率的增加。

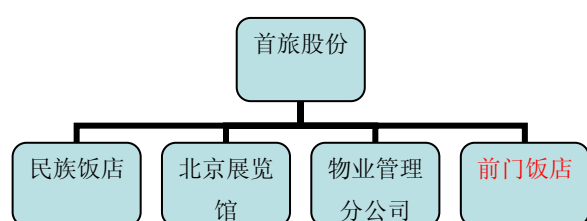
- 未来酒店资产注入仍值得期待。

综合分析，公司未来盈利增长点还应该是景区和酒店这两块毛利率相对较高业务，战略定位仍将是集团公司酒店资产的整合平台。虽然和平宾馆和华侨饭店暂时不作收购，并不等于以后不进行收购。放弃增发只是因为市场情况，

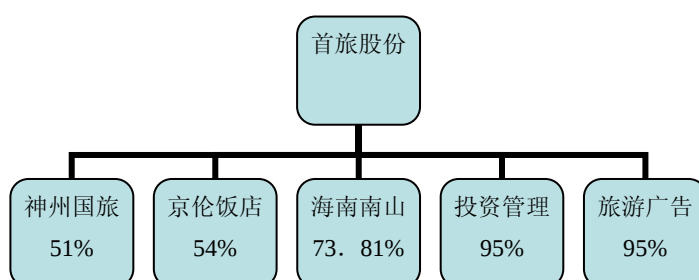
我们估计作为集团酒店资产注入平台，随着市场情况的好转，考虑到公司的负债结构和前期已经做完并付出的成本和工作，公司另外两项酒店资产注入还是会选择增发方式完成。

作为集团酒店资产的注入平台，集团拥有大量优质其他酒店资产（见图九：北京酒店统计图），如果集团发展定位不变，未来酒店优质资产的注入还是非常值得期待的。

图一：首旅股份的 4 家分公司

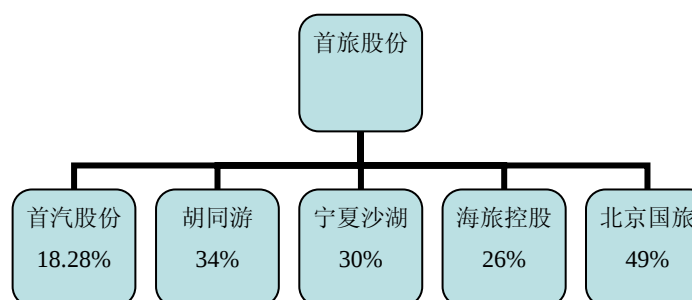


图二：首旅股份的 5 家控股子公司

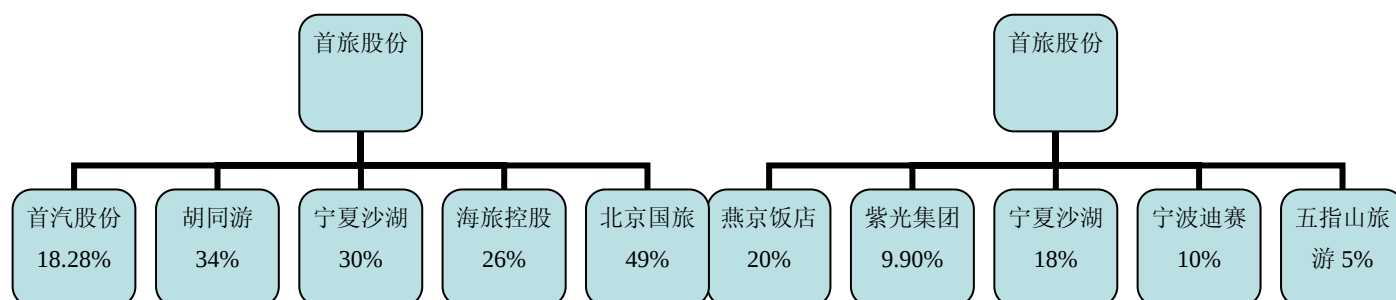


资料来源：公司年报 山西证券研究所整理

图三：首旅股份的联营公司（按权益法核算）



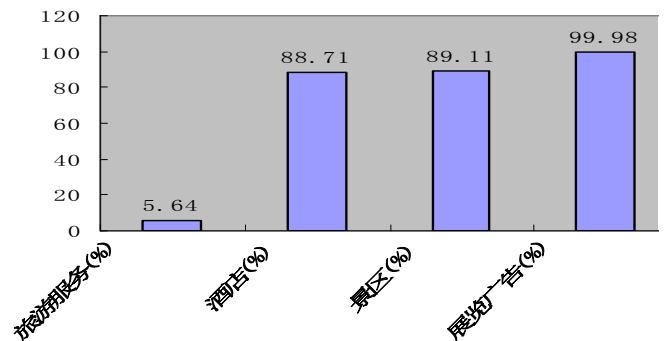
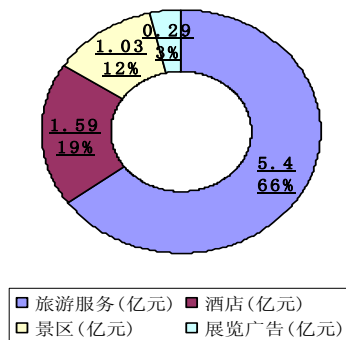
图四：首旅股份的参股公司（按成本法核算）



资料来源：公司年报 山西证券研究所整理

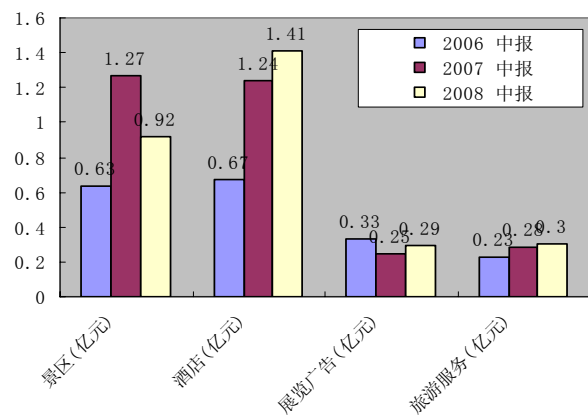
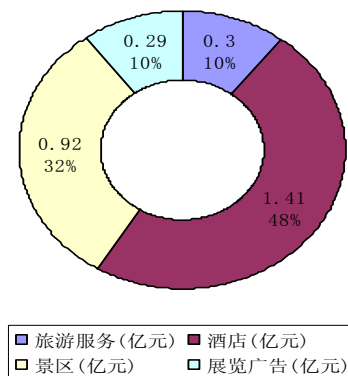


图五：首旅股份 2008 年中期营业收入构成图 图六：首旅股份 2008 年中期各项业务毛利率比较图



资料来源：公司中报 山西证券研究所整理

图七：首旅股份 2008 年中期营业利润构成图 图八：首旅股份最近三年中期营业利润比较图



资料来源：公司中报 山西证券研究所整理

图九：北京酒店统计表

北京酒店统计	
北京酒店统计	数量
2 星级酒店	226
3 星级酒店	285
4 星级酒店	246
5 星级酒店	93
北京公寓式酒店	29
北京经济型酒店	178
合计	1057
首旅集团拥有的酒店统计	
5 星级酒店	10
4 星级酒店	9
3 星级酒店	11
合计:	30
首旅股份拥有的酒店	
4 星级酒店	3

资料来源：北京酒店预订网、首旅集团网站

二、 公司各项业务分析

1. 酒店业务分析

■ 公司各项酒店资产发展前景良好

公司的分公司北京民族饭店楼高 11 层，是一家地理位置非常优越的四星级酒店，位于繁华的西单商业区附近，紧邻金融街商圈，到天安门以及故宫仅需 5 分钟。饭店拥有 512 间客房和套房。酒店拥有 5 家风味各异的餐厅和可容纳 300 人的会议厅。经过改造，此酒店定位于商务酒店，我们认为，此酒店资产地理位置良好，并且酒店定位准确，发展前景良好。

公司控股公司京伦饭店（54%）楼高 12 层，共 642 间客房，餐厅、会议厅等配备齐全。其位于建国门外大街，东踞 CBD 现代商务活动的中心，国外商务客人居多。由于是与日方合资，我们估计国外客人以日韩为主。

公司拟收购的前门饭店（分公司），位于北京南城旅游文化区，毗邻琉璃厂、天坛、先农坛、大观园、陶然亭，距天安门广场、正阳门、紫禁城仅 10 分钟车程，交通便利，位置优越。前门饭店拥有 410 套客房，中、西餐厅、酒吧、商务中心等设施一应俱全，是一家典型的商务旅游饭店和京剧文化主题饭店。

公司目前拥有的这三家酒店主要为 4 星级酒店，地理位置都非常优越，定位各有特色。酒店资产发展前景是非常美好的。

■ 2009 年酒店业务可能下滑

首先酒店行业景气度 2009 年有可能处于下降趋势。

由于金融危机和 GDP 的预期下降，我们认为酒店业务 2009 年可能处于下降趋势。根据我们前面的旅游行业分析中统计，2008 年住宿和餐饮业消费品零售额 15404 亿元，增长 24.7%，但住宿和餐饮业景气指数比 2007 年下滑了将近 15%。GDP 增速和酒店业务发展是密切相关的，2009 年 GDP 增速下滑已达共识。2009 年在 GDP 增速放缓的预期和这两类指数继续下滑的趋势下，酒店业务有处于下降趋势。

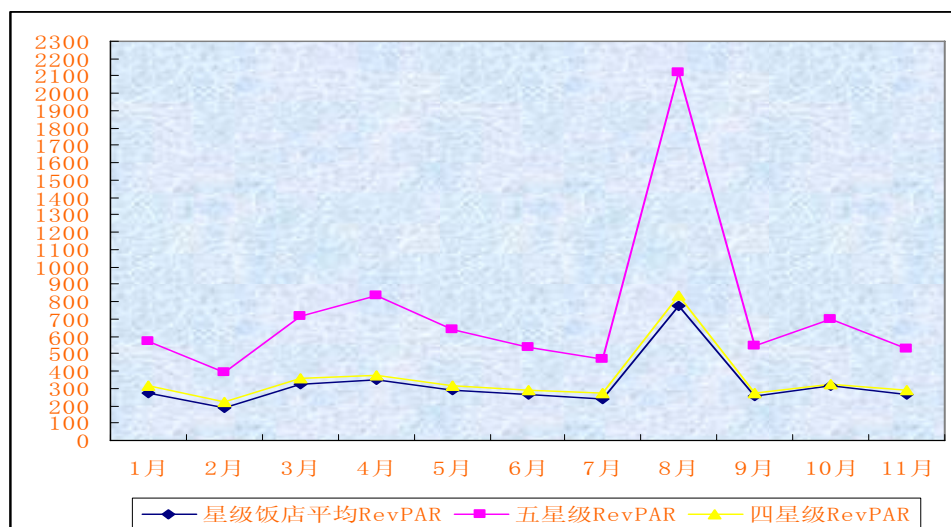
其次公司酒店业务 2009 年可能出现将近 10% 的下滑。

2008 年由于公司拥有的全为奥运签约饭店，故公司的酒店业务收入 2008 年估计要比 2007 年要增长很多。

分析图九：北京星级酒店 2008 年 1-11 月 RevPAR（平均每间可供出租客房收入），我们可以知道北京酒店业务 08 年充分受益于北京奥运，北京旅游

局统计显示, 2008 年 1 到 11 月北京四星级酒店平均房价为 623.3 元, 同比增长 20.6%; 四星级酒店平均出租率为 56.4%, 同比减少 10.1%。但 1-11 月平均 RevPAR 为 324 元, 同比只增加了 8%。房价上涨的主要原因是 08 年 8 月奥运期间四星酒店房价的大幅增长。据北京旅游局统计显示, 北京四星级酒店 8 月份平均房价为 1641.4 元, 同比增长 229.1%。08 年受益与北京奥运, 北京星级饭店 RevPAR 同比只增加了 8%。09 年 Revpar 指标可能将出现下滑幅度估计要到 10% 左右。

图九: 北京星级酒店 2008 年 1-11 月 RevPAR



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。前门饭店由于 50% 左右为欧美客人, 估计收入影响要更大一些。

2、景区业务分析

■ 南山景区发展前景良好

公司控股 73.81% 的海南南山文化旅游开发有限公司开发管理的南山景区是一家 5A 级景区, 1998 年 4 月开园。已建成的核心景区由“三园一寺一谷一湾”组成, 即慈航普渡园、吉祥如意园、观音文化苑、南山寺、长寿谷、南山湾。

05 年 11 月 1 日起全面实行新的门票价格, 执行政府明码标价, 门票价



格调整为：散客由 65 元/张调整到 150 元/张；旅游团队由 50 元/张调整到 138 元/张；提价后，公司游客人数从 2006 年起增产非常可观，估计 2008 年可能突破 200 万人次。虽然 2009 年整个旅游业有可能出现下滑，但我们分析今年春节的旅游情况和由于南山优越的地理位置，估计 2009 年不会受很大的影响。我们估计有将近 10%左右的增长。

■ 南山景区门票分成是 2009 年业绩增长的隐患。

分析图八：首旅股份最近三年中期营业利润比较图，我们知道景区业务给公司带来利润增长非常可观。

但是由于存在南山门票分成协议的纠纷，公司原来达成的协议为门票收入要分 4 成给三亚国资委，由于有关方面的未达共识，公司公告，门票分成将暂时停止。

但是我们认为门票分成何时生效只是个时间问题，门票分成协议时间的确定将是公司未来利润增长的隐患。如果协议 2009 年生效，比例不变的话，有可能减少每股收益将近 0.2 元左右。

3、旅游服务业务分析

公司控股 51%的北京神舟国际旅行社集团有限公司在北京有多家门市店，主要经营国内和出境旅游服务业务。神州国旅作为老国企，人员多，虽然 2005 年、2006 年的主营利润维持在 5000 万左右，但公司自 2005 年来一直亏损。2006 年旅游服务收入增长 21%，却出现增收不增利的状况，旅行社业务的毛利率也下降到 5.2%，低于行业平均毛利率（6.84%）。

虽然占公司收入比例很大,但由于毛利率不高,由于人力成本的增加,我们估计 2009 年旅游还是增收不增利,2009 年可能还有亏损的可能。我们估计可能 2009 年有将近 10%左右的跌幅。

4、展览广告 2009 年仍将和 2008 年持平

公司下属的北京展览馆共有 12 个展厅，业务平稳，以国际展览的利润最高。平均年收入 5500 万元，年净利润 2400 万左右。由于奥运会的召开，北京展览馆于 2008 年的 5-8 月不能组织大型展览，预计 2008 年展览业务收入和净利润下降 10%-18%左右。

从公司披露的年报来看，广告业务周期性大。展览广告业务收入的增长是一正一负，毛利率维持在 86%左右。为了迎接奥运会的召开，北京对户外广告进行清理整顿，广告公司 2007 年的业绩和 2008 年基本都不能开展。

由于展览业务主要依靠企业有展览需求，2009 年经济情况对于参展企业可能处于成本费用的控制，展览收入估计不可能乐观，广告业务由于人工成本的上升和材料费用的增加，2009 年估计是业务恢复期。我们给予 2009 年增产率

为 0%。2010 年有可能恢复到 12%左右的增产率。

5、盈利预测

一、盈利预测假设：

表一：各项业务增长率预测：

增长率	2008	2009	2010
旅游服务	-9%	-8%	10%
展览广告	-18%	0%	12%
酒店	20%	-8%	10%
景区	21%	8%	16%

表二：所得税预测：

企业所得税	2008	2009	2010
旅游服务	25.00%	25.00%	25.00%
酒店	25.00%	25.00%	25.00%
景区	18.00%	20.00%	22.00%
展览广告	25.00%	25.00%	25.00%
综合税率	22.76%	23.40%	24.04%

表三：盈利预测：

单位：百万元	2006 年报	2007 年报	2008	2009	2010
一、营业总收入	1467.44	1819.55	1810.06	1718.58	1911.31
营业收入	1467.44	1819.55	1810.06	1718.58	1911.31
二、营业总成本	1345.34	1603.77	1525.04	1455.49	1596.55
营业成本	976.69	1177.99	1090.43	1008.14	1110.87
营业税金及附加	26.99	33.68	37.65	36.35	35.38
销售费用	178.42	202.50	201.44	203.26	226.06
管理费用	144.74	173.23	178.53	175.62	188.52
财务费用	18.66	17.07	16.98	32.12	35.73
资产减值损失	(0.15)	(0.70)	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益					
投资净收益	8.78	12.56	0.00	0.00	0.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	8.13	10.79	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	130.87	228.34	285.02	263.09	314.76
加：营业外收入	0.51	1.52	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	4.92	12.31	0.00	0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失	4.11	5.44	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	126.47	217.55	285.02	293.01	346.28
减：所得税	38.51	54.08	64.87	68.56	83.25
六、净利润	87.96	163.47	220.15	224.45	263.03
减：少数股东损益	8.06	41.10	58.00	68.00	98.00
归属于母公司所有者的净利润	79.90	122.37	162.15	156.45	165.03
七、每股收益：					
(一) 基本每股收益(元)	0.35	0.53	0.70	0.68	0.71

6、大小非解禁分析

分析表四，公司将于 2010 年达到解禁高峰，但大股东是否真正在二级市场抛售可能对市场产生影响。

表四：公司大小非解禁时间表

股东名称	可流通起始日	可流通数量(百万股)	占总股本比例(%)
北京首都旅游集团有限责任公司	2010-1-18	116.04	50.15
北京首都旅游集团有限责任公司	2009-1-19	11.57	5
北京首都旅游集团有限责任公司	2008-1-18	11.57	5
北京城乡贸易中心股份有限公司	2008-1-18	0.30	0.13
北京聚全餐饮有限责任公司	2008-1-18	0.30	0.13
北京市昌平区十三陵特区旅游服务开发总公司	2008-1-18	0.30	0.13
同方股份有限公司	2008-1-18	0.30	0.13

数据来源：Wind 资讯

7、2010 年的机遇

2010 年 5 月-10 月底的上海世博会和 2010 年 11 月的广州亚运会合计长达大半年之久，将会给公司的旅游服务和酒店业务带来一定机遇。作为中国的首都和政治文化中心，北京是外国游客到中国旅游首选城市，而公司的酒店如前门饭店和京伦饭店及民族饭店都有可能带来象奥运会那样很大的增幅，旅行社业务估计也有一定的增长。

8、投资建议

不考虑南山门票到期的分成和公司收购前门饭店的并表，我们给予公司 2008 年、2009、2010 的 EPS 分别为：0.70 元、0.68 元、0.71 元。综合考虑，但鉴于公司 2009 年有可能出现业绩下滑，2010 年才有可能恢复，并且目前二级市场本月和近三月相对行业增幅分别达 30%和 56%，近三月已有 90%的涨幅，有借市场环球影城概念炒作的嫌疑，综合考虑，市场价格偏高，故暂时给予公司“中性”评级，长期关注。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686990
山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。