

苏 平 86-755-82943252
 suping@cmschina.com.cn
 林周勇 86-755-82943201
 linzy@cmschina.com.cn

2009年3月18日

首旅股份(600258.SH)/14.84元

08年业绩良好，门票分成是最大隐患

可选消费·旅游

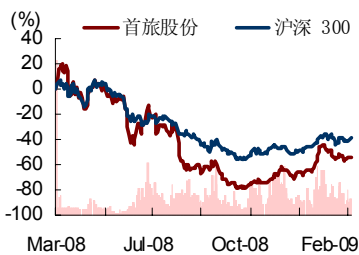
中性-B(维持)

基础数据

上证综指	2218
总股本(万股)	23140
已上市流通股(万股)	11536
总市值(亿元)	34
流通市值(亿元)	17
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	15.8
资产负债率	28.9%
主要股东	北京首都旅游集团
主要股东持股比例	60.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	22	-59
相对表现	-12	2	-17



相关报告

- 1、《首旅股份-南山分成超预期，股价面临压力》04/02/2008；
- 2、《首旅股份-奥运及后续资产注入预期仍将进一步推高股价》12/27/2007；
- 3、《首旅股份-注入酒店资产点评》9/13/2007；
- 4、《首旅股份-放眼奥运，战略布局》3/13/2006。

08EPS 0.75 元，增长 41%；09 年南山景区势头良好，全年有望增长 15%，但酒店压力较大，09 年经营利润将比 08 年大幅下降，不考虑门票分成及外运发展投资收益，预计 09-11 EPS 0.62、0.72、0.84 元，维持中性评级；但“环球影城”项目可能带来主题投资机会，建议风格投资者可继续关注。

- **08 年 EPS 0.75 元，拟 10 派 3.7 元：**08 年公司收入 18 亿，下降 1.5%。其中：酒店业务、南山景区、旅行社收入分别 3.6、3.1、10.6 亿，分别增长 17%、22%、-10%。不计提南山门票分成，净利润 1.73 亿，增长 41%，EPS 0.75 元。拟 10 派 3.7 元（含税）。
- **09 年南山景区势头良好，但酒店压力较大：**09 年以来，南山景区发展势头良好，春节期间游客比 07 年同期增长 60%，1 月份三亚机场旅客吞吐增长 40%，我们预计南山景区全年仍能保持 15% 的增长；北京酒店业的压力日益明显，1-2 月，北京四星级酒店平均入住率仅 43.9%，同比下滑 11.4 个百分点，REVPAR 更是下降 26%。
- **南山门票分成悬而未决，潜在风险不容忽视。**南山景区贡献的权益利润占公司净利润的一半以上，若按 08 年 3 月签订的协议及 08 年门票收入水平，门票分成将影响公司净利润约 6500 万元，即影响 EPS 0.28 元，相当于全年业绩的 38%。南山门票分成的问题一直悬而未决，未来对公司恐更加不利，投资者对这一风险因素必须给以足够的重视。
- **“环球影城”项目反复将带来交易性机会。**北京环球影城的传闻最近几经波折，现仍扑朔迷离，但我们认为落户北京及首旅集团参股都是大概率事件，进展中的反复可带来多次交易性机会。
- **预计 09-11EPS 0.62、0.72、0.84 元，维持“中性”投资评级。**不考虑门票分成及外运发展的投资收益，09-11 年 EPS 预计 0.62、0.72、0.84 元；估值在旅游股中较低，但考虑到南山门票分成巨大的潜在风险，仍维持中性-B 投资评级；风格投资者可关注环球影城概念带来的阶段性投资机会。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1820	1792	1664	1796	2073
同比增长	24%	-2%	-7%	8%	15%
营业利润(百万元)	228	279	239	284	339
同比增长	74%	22%	-14%	19%	20%
净利润(百万元)	122	173	142	167	195
同比增长	53%	41%	-18%	17%	17%
每股收益(元)	0.53	0.75	0.62	0.72	0.84
PE	28.1	19.9	24.1	20.6	17.6
PB	3.3	3.1	3.0	2.8	2.6

资料来源：招商证券

1、08 年 EPS 0.75 元，增长 41%，超过我们预期

(1) 总体情况

08 年，公司实现营业收入 17.92 亿元，同比下降 1.5%；利润总额 2.78 亿元，同比增长 27.7%；归属母公司所有者的净利润 1.73 亿元，同比增长 41.13%；EPS 0.75 元。

净利润比我们预期高出 2500 万元，主要差异在于：旅游广告公司 08 年亏 150 万，比 07 年少亏约 1300 万；公司实际所得税大幅下降（从 25% 降至 20%），所得税费用比我们预期少约 1000 万元。

10 派 3.7 元。公司拟以 23140 万股为基数，向全体股东每 10 股派送 3.7 元（含税）。

表 1：08 年公司总体经营情况

单位：百万元	2008	2007	同比 增减	同比 变化
一、营业总收入	1792	1820	(27)	-1.5%
二、营业总成本	1528	1604	(75)	-4.7%
营业成本	1056	1178	(122)	-10.3%
营业税金及附加	38	34	4	12.5%
销售费用	218	203	15	7.6%
管理费用	201	173	28	15.9%
财务费用	16	17	(1)	-7.2%
资产减值损失	(0)	(1)	0	-68.6%
三、投资净收益	15	13	2	18.5%
其中：对联营企业和合营企业的投资	13	11	2	21.9%
收益				
四、营业利润	279	228	50	22.1%
五、利润总额	278	218	60	27.7%
减：所得税	55	54	1	2.2%
六、净利润	222	163	59	36.1%
减：少数股东损益	50	41	9	21.1%
归属于母公司所有者的净利润	173	122	50	41.1%
七、每股收益	0.75	0.53	0.22	41.1%

资料来源：公司年报

(2) 分业务情况

表 2：公司分业务经营情况

单位：万元	08 年收入	收入增长	08 年毛利率	毛利率变动 (百分点)
酒店	36148	17.0%	89.1%	1.3
展览广告	5753	-19.4%	100.0%	9.0
景区	31142	24.0%	93.1%	0.3
旅游服务	106178	-10.3%	6.3%	0.6
合计	179221	-1.2%	41.1%	6.0

资料来源：公司年报

表 3: 公司主要经营实体经营情况

子公司 (万元)	持股 比例	收入			净利润		
		08 年	07 年	同比	08 年	07 年	同比
旅游广告	95%	7	51	-86.4%	-150	-1444	-
神舟集团	51%	106202	118309	-10.2%	-74	354	-
景区投资	95%	-	-	-	97	67	45.3%
南山文化	73.8%	31142	25597	21.7%	13268	11006	20.5%
京伦饭店	54%	17828	16238	9.8%	3626	2646	37.1%
民族饭店	100%	24043	21760	10.5%			

资料来源: 公司年报

酒店业务收入 3.6 亿, 增长 17%

08 年经营情况: 民族饭店 08 年收入 2.4 亿, 同比增长 10.5%, 其中酒店收入 1.83 亿, 增长 25%, 展览广告收入 5722 万, 下降 19.3%; 京伦饭店公司持股 54%, 08 年收入 1.78 亿, 同比增长 9.8%, 净利润 3626 万, 同比增长 37.1%。

奥运期间经营情况: 奥运期间(8 月 7 日-25 日), 民族和京伦共实现营业收入累计 5799 万元, 其中: 客房收入 4749 万元, 餐饮收入 1008 万元, 平均出租率达到 90%。

新收购前门饭店: 08 年 12 月 3 日, 公司收购首旅集团下的前门饭店, 收购金额 3.35 亿元。

南山景区收入增长 21.7%, 净利润增长 20.5%

08 年经营情况: 08 年南山景区接待游客 230 万人次, 同比增加 19%, 收入 3.11 亿元, 同比增长 21.7% (其中门票收入 1.89 亿, 增长 24.5%), 实现营业利润 1.62 亿元, 同比增加 25%, 实现净利润 1.33 亿元, 同比增长 20.5%。

门票分成转回: 08 年 3 月份, 公司与三亚国资委签署了《南山文化旅游区门票分成协议》, 但三亚市政府未批准, 因此, 08 年公司没有计提南山景区门票分成, 将 1-9 月计提的分成款全额冲回。

门票分成后续处理: 对于后续门票分成问题的处理, 公司在年报中明确: “南山文化在可预计的未来期间内不再单方面考虑门票分成事项, 而采取门票分成协议何时正式生效, 何时再对以后年度门票收入进行分成的处理原则。”

旅行社及广告业务受奥运影响, 经营情况下滑

奥运前, 进京限制增加, 旅行社业务受到较大影响, 神舟集团收入同比下降 10%, 全年亏损 74 万元 (07 年盈利 354 万元); 奥运前对北京户外广告牌的清理影响了公司的广告业务, 08 年广告收入下降 86%。

奥运期间, 神舟集团共接待国内外游客 9516 人。其中: 入境旅游者 3932 人, 国内旅游者 1563 人, 一日游游客 4021 人。

2、09 年酒店景区喜忧参半

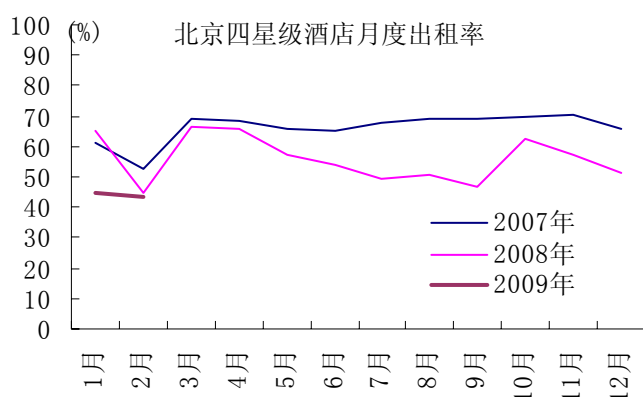
(1) 酒店业务压力较大

奥运后，金融危机的影响逐步扩散，北京酒店业的压力日益明显，特别是高星级酒店，09 年酒店业务盈利状况不容乐观。

北京旅游局数据显示：09 年 1-2 月，北京四星级酒店平均入住率仅 43.9%，同比下滑 11.4 个百分点，REVPAR 更是下降 26%。

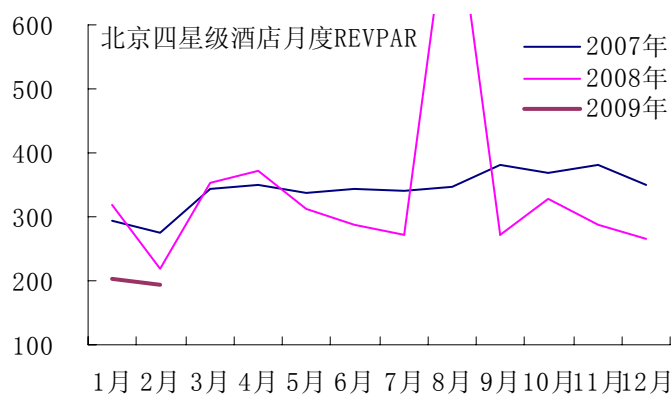
而且，公司 08 年底收购了前门饭店，可能拖累公司的资产回报水平。

图1：1-2月，北京四星级酒店出租率大幅下滑



资料来源：招商证券研发中心整理

图2：1-2月，北京四星级酒店 REVPAR 大幅下滑



资料来源：招商证券研发中心整理

(2) 南山景区发展势头良好

08 年南山游客、收入、净利润分别增长 19%、22%、21%，贡献权益利润 1 亿元，占 08 年净利润的 58%。

09 年以来，南山景区依然保持了良好的发展势头，春节期间游客比 07 年同期增长 60%；从月度数据看，金融危机对三亚旅游市场的冲击相对较小，预计今年全年南山景区仍能保持 15%左右的增长速度。

(3) 可供出售金融资产可平滑业绩

公司尚持有外运发展（600270）流通股股票 589 万股，投资初始成本约 300 万元，按 3 月 17 日收盘价 7.6 元计算，市值 4479 万元，尚有约 4200 万元浮盈，可成为平滑业绩的利润来源。

3、南山门票分成悬而未决，潜在风险不容忽视

南山景区贡献的权益利润已经占到公司净利润的一半以上，对业绩影响巨大，若按 08 年 3 月签订的协议及 08 年门票收入水平，门票分成将影响公司净利润约 6500 万元，即影响 EPS 0.28 元，相当于全年业绩的 38%。

南山门票分成的问题一直悬而未决，我们担心未来的正式协议可能对公司更加不利，投资者对这一风险因素必须给以足够的重视。

4、“环球影城”项目反复将带来交易性机会

关于北京环球影城的传闻最近几经波折，现仍扑朔迷离，按照 3 月 16 日《投资者报》报道：发改委希望在上海项目核准后，再研究京、津项目。报道认为，随着迪斯尼项目的推进，北京环球影城也将水落石出。

对于环球影城项目，我们认为落户北京及首旅集团参股都是大概率事件，一是因为项目谈判历时已久，因为短期因素终止项目的可能性极小；二是项目符合北京市产业结构调整 and 升级的方向，并不存在终止项目的有力理由。但在项目上报审批过程中必然会经过多次反复，股价也将随之出现多次交易性机会。

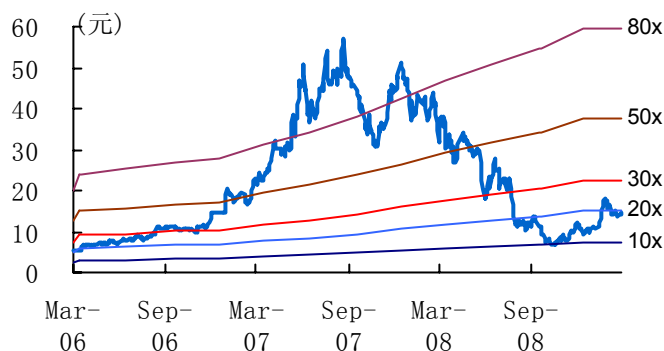
首旅股份并未直接参与项目，并且项目建成至少要到 2014 年之后，环球影城概念在可预见的 3、4 年内对公司都不会产生实质性影响，对于环球影城概念，仍应以主题投资的心态看待。

5、维持中性-B 的投资评级

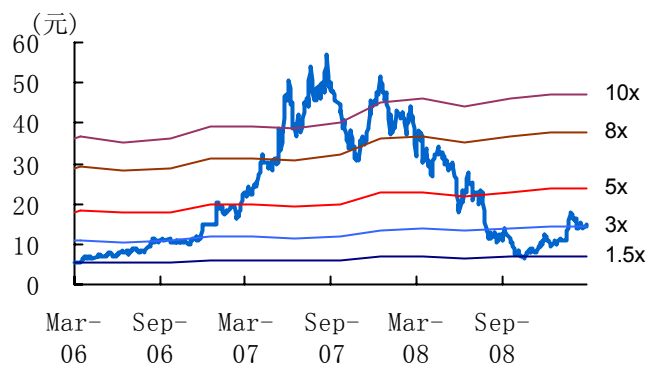
不考虑门票分成，09-11 年 EPS 预计 0.62、0.72、0.84 元。之前，我们按南山景区 60% 门票分成比例，预测未来利润情况。公司在年报中明确表示在达成正式协议前不再单方面考虑分成因素，我们也相应调整了预测的假设，不考虑门票分成因素，预计 09-11EPS 分别为 0.62、0.72、0.84 元（不考虑外运发展的投资收益）。

南山门票分成潜在风险较大，维持中性-B 评级。公司目前的估值水平在旅游股中处于较低水平，但考虑到南山门票分成巨大的潜在风险，谨慎起见，我们仍维持中性-B 投资评级。

风格投资者可关注环球影城概念带来的阶段性主题投资机会。

图 3: 首旅股份历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 4: 首旅股份历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

1、《首旅股份-南山景区门票分成导致业绩下降》08/29/2008

指出公司全年业绩压力较大。

2、《首旅股份-南山分成超预期，股价面临压力》04/02/2008;

指出南山景区门票分成对公司的业绩影响较大，同时指出公司估值水平偏高。

3、《首旅股份-南山门票未分成提升全年业绩》01/24/2008;

针对公司 07 年业绩快报点评指出南山门票分成未计提使得 07 年业绩超过我们预期，维持对公司中性-A 的投资评级

4、《首旅股份-奥运及后续资产注入预期仍将进一步推高股价》12/27/2007;

指出集团明确将首旅股份作为酒店资产注入的唯一平台，但南山门票分成问题没有解决将成为 07 年业绩增长的隐患，将公司评级下调至中性。

5、《首旅股份-业绩快速增长，主营业务继续向好》10/28/2007;

07 年三季度公司业绩增长 44%，我们在点评报告中指出“未来影响股价的正面因素包括新收购酒店对业绩的增厚、北京酒店房价及出租率的超预期增长，最主要的负面因素是南山景区门票分成；现在仍是积极因素占主导地位，公司股价存在进一步上涨的动力”

6、《首旅股份-注入酒店资产点评》09/13/2007;

针对公司增发收购集团资产事项，我们指出，“短期来看，支持股价上涨的 2 大因素——奥运和资产注入在目前的股价中都已经得到了充分体现。将公司短期评级下调为中性，建议稳健型投资者在 50 元以上逐步减持。”

7、《首旅股份-催化剂事件决定股价走势》06/21/2007;

指出“基于当前业务的公司估值已经偏高，维持“中性-B”的投资评级，但鉴于强烈的资产注入预期及 08 年奥运等因素的影响，股价仍存在上涨空间，激进的投资者仍可以继续关注。”

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	264	358	495	661	861
现金	197	290	434	596	786
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	34	35	33	35	41
其它应收款	14	10	9	9	10
存货	11	11	10	11	12
其他	8	11	9	10	11
非流动资产	1619	1500	1471	1446	1423
长期股权投资	215	210	210	210	210
固定资产	844	825	817	825	833
无形资产	379	367	331	298	268
其他	181	98	113	113	113
资产总计	1883	1858	1966	2107	2284
流动负债	515	495	447	455	476
短期借款	228	233	200	200	200
应付账款	92	77	77	81	93
预收账款	63	70	48	51	58
其他	132	115	122	123	125
长期负债	114	43	75	75	75
长期借款	20	0	0	0	0
其他	94	43	75	75	75
负债合计	629	537	522	530	551
股本	231	231	231	231	231
资本公积金	508	448	447	447	447
留存收益	219	316	463	547	644
少数股东权益	210	226	303	352	412
母公司所有者权益	1045	1095	1141	1225	1322
负债及权益合计	1883	1858	1966	2107	2284

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	250	248	281	287	328
净利润		173	142	167	195
折旧摊销		0	79	75	72
财务费用		0	9	7	6
投资收益		0	(15)	(15)	(15)
营运资金变动		0	2	4	11
其它		0	63	49	60
投资活动现金流	(69)	(16)	(43)	(40)	(40)
资本支出		0	(40)	(40)	(40)
其他投资		0	(3)	0	0
筹资活动现金流	(140)	(139)	(80)	(76)	(88)
借款变动		0	(43)	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	(1)	0	0
股利分配		0	(71)	(83)	(97)
其他		0	35	8	9
现金净增加额	42	93	158	172	200

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1820	1792	1664	1796	2073
营业成本	1178	1056	963	1014	1160
营业税金及附加	34	38	35	38	44
营业费用	203	218	225	242	280
管理费用	173	201	208	224	259
财务费用	17	16	9	7	6
资产减值损失	(1)	(0)	1	1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	13	15	15	15	15
营业利润	228	279	239	284	339
营业外收入	2	2	1	0	0
营业外支出	12	3	3	3	0
利润总额	218	278	237	281	339
所得税	54	55	51	65	85
净利润	163	222	186	216	254
少数股东损益	41	50	43	49	59
母公司所有者净利润	122	173	142	167	195
EPS (元)	0.53	0.75	0.62	0.72	0.84

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	24%	-2%	-7%	8%	15%
营业利润	74%	22%	-14%	19%	20%
净利润	53%	41%	-18%	17%	17%
获利能力					
毛利率	35.3%	41.1%	42.2%	43.5%	44.0%
净利率	6.7%	9.6%	8.6%	9.3%	9.4%
ROE	11.7%	15.8%	12.5%	13.6%	14.7%
ROIC	12.3%	15.2%	11.8%	12.6%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	33.4%	28.9%	26.5%	25.2%	24.1%
净负债比率	13.2%	13.1%	10.2%	9.5%	8.8%
流动比率	0.5	0.7	1.1	1.5	1.8
速动比率	0.5	0.7	1.1	1.4	1.8
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	0.8	0.9	0.9
存货周转率	96.2	94.6	89.9	96.7	100.6
应收帐款周转率	53.4	51.9	48.8	52.6	54.3
应付帐款周转率	12.5	12.5	12.5	12.8	13.3
每股资料(元)					
每股收益	0.53	0.75	0.62	0.72	0.84
每股经营现金	1.08	1.07	1.21	1.24	1.42
每股净资产	4.51	4.73	4.93	5.29	5.71
每股股利	0.27	0.37	0.31	0.36	0.42
估值比率					
PE	28.1	19.9	24.1	20.6	17.6
PB	3.3	3.1	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	19.2	16.4	17.8	15.9	13.9

分析师简介

苏平，武汉城市建设学院景园建筑专业学士、北京大学人文地理专业硕士。目前为招商证券社会服务业分析师，6 年证券从业经验。07 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名，05、06 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名。率先发掘并持续推荐了华侨城等一批优质公司。

林周勇，硕士，07 年 3 月加入招商证券。07 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。