

方正证券研究中心

商业旅游行业分析师：陈翀

TEL: (86571) 87782131

E-mail: chencong@foundersc.com

联系人：吴嘉蕾

TEL: (86571) 87782600

E-mail: wujialei@foundersc.com

历史表现



股票数据

总股本（万股）	23140
流通股（万股）	11536
第一大股东	北京首都旅游集团有限公司

盈利预测

	09E	10E	11E
每股收益（元）	0.75	0.86	0.95
每股净资产（元）	5.48	6.34	7.29
净利润（亿元）	1.73	1.98	2.20
市盈率	20.96	18.28	16.59

注：未考虑南山景区门票分成因素

酒店业务短期难具高估值

首旅股份(600258) 研究报告

公司研究·分析报告
2009.03.31 中性

旅游业

投资要点

大股东公司未来发展的定位是作为首旅集团整合酒店业务的平台，但酒店业务在短期难以给予高估值。参考首尔 1988 年奥运会的例子，在奥运会举办数年后，酒店的入住率才随着客房数量增长速度的放缓而逐渐回升。而从股价走势上看，奥运会后很长一段时间酒店类公司都无法跑赢大盘。

旅行社业务盈利能力较差。神舟国旅的业务中，入境游所占的比例较小，因此入境游人数在奥运会后出现的短期波动对公司旅游服务主业的影响相对较小。国内游的毛利率极低，对国民休闲计划等政策改变的敏感性不高。

南山景区发展势头良好，门票分成的影响暂时不考虑在我们的预测之中。预计南山景区在未来三年仍有望保持较快增长，成为稳定公司业绩的关键因素。但门票分成影响使得实际盈利状况将显著低于现在所做的盈利预测。

会展业务受到奥运会影响较大，预计要两年左右时间才能恢复到 2007 年时的水平。

一、酒店业务短期难以给予高估值

持有公司 60% 股权的大股东首旅集团，是中国最大的旅游企业集团之一，其业务涵盖酒店、旅行社、汽车、购物、餐饮、会展、娱乐、景区等多个领域。

据了解，大股东对首旅股份的定位主要还是在酒店经营方面，希望通过运作将酒店类资产逐步放入上市公司中来。

目前大股东投资及管理的酒店总数超过 100 家，包括由北京饭店、贵宾楼饭店、凯宾斯基等品牌管理的近 10 家五星级高档酒店、以首旅建国为品牌管理的数十家三、四星级中档酒店、以如家和欣燕都为品牌管理的近百家经济型酒店。从公司收购的前门饭店以及还在运作之中的和平饭店和新侨饭店来看，公司将先整合大股东旗下的四星级酒店。

收购和平饭店和新侨饭店的事项将于 2009 年重启，目前还在研究方案，但以公司自有资金难以完成，预计要融资。由于两家酒店牵涉外资股东，因此公司先收购了难度较小的前门饭店。

图表 1 首旅集团全资和控股的四星级酒店及五星级酒店

五星级酒店	北京饭店 贵宾楼饭店 凯宾斯基饭店 北京国际饭店 长富宫饭店 喜来登长城饭店 北京新世纪日航饭店 西苑饭店 兆龙饭店 河南兴亚建国饭店
四星级酒店	亮马河大厦 建国饭店 京伦饭店 民族饭店 北京诺富特和平宾馆 北京新侨诺富特饭店 香山饭店 西安建国饭店 前门建国饭店

数据来源：首旅集团网站 方正证券研究中心整理

公司选择收购标的主要考虑土地权属是否清楚、收益是否满足上市公司要求，以及其他的一些非商业因素。在股东利益最大化的基础上，还要妥善处理员工。据介绍，符合公司要求的酒店数量，并非像外界想象的那么多。首旅集团旗下的一些知名酒店，比如北京饭店、长富宫、贵宾楼、兆龙饭店、亮马河饭店等，暂时与公司的要求有一些出入。

参照前门饭店的情况，收购标的基本会按照净资产作价，收购价格不会比账面增值很多。一些建成时间较长的酒店，固定资产折旧较多，因此收购还是较为有利的。而在 2007 年 6 月 30 日的资产评估活动中，和平饭店的净资产为 3.31 亿元，新侨饭店的净资产为 2.24 亿元。

2008 年，民族饭店净利润同比增长 80%，由 2007 年的 2800 万增加至 5100 万元；平均房价 840 元，出租率 50% 多。京伦饭店净利润同比增长 37%，达到 3600 万元，平均房价也达到 800 多元，出租率 65%。奥运期间，两家酒店的平均房价上涨至 2000 多元，入住率超过 90%，因此大幅提升了 2008 年的净利润。但奥运后的这段时间，入住率和均价已经出现了明显回落。公司预计，两家酒店 2009 年的经营情况仅有望与 2007 年时持平。从公司编制的 2009 年预算来讲，民族饭店净利润约 3000 万，京伦饭店净利润约 2700

万。尽管两家饭店的地理位置均还可以，但在促销手段、营销活动等方面，还存在明显不足。与锦江等品牌平均 70% 的出租率相比，有较大的差距。

2008 年，前门饭店净利润 1500 万元，平均房价 500 多元，出租率略高于 60%。正常的年份，净利润 1000 多万元。收购前门饭店，将增厚公司酒店业务利润约 17%。前门饭店经评估的净资产为 3.35 亿元。据了解，春节前公司已支付第一笔收购款，预计进展将很快。

从 PE 的角度来说，相对而言并不便宜。由于大股东持股比例已经较高，公司很难通过向大股东定向增发的方式进行收购。而公司的货币资金相对较少，继续收购需要向二级市场融资或者向银行贷款，因此收购的步伐不会太快，并且收购五星级酒店的难度很大。因此酒店主业短期不具备爆发性增长的可能。

全球性的金融危机对酒店业产生了较大影响，从股票市场的走势看，以经营酒店为主的企业在 1 年时间内总体跑输大盘。这也与在此前经济繁荣时期酒店业的大举扩张以及获得的较高估值有关。

图表 2 全球酒店业上市公司股价表现

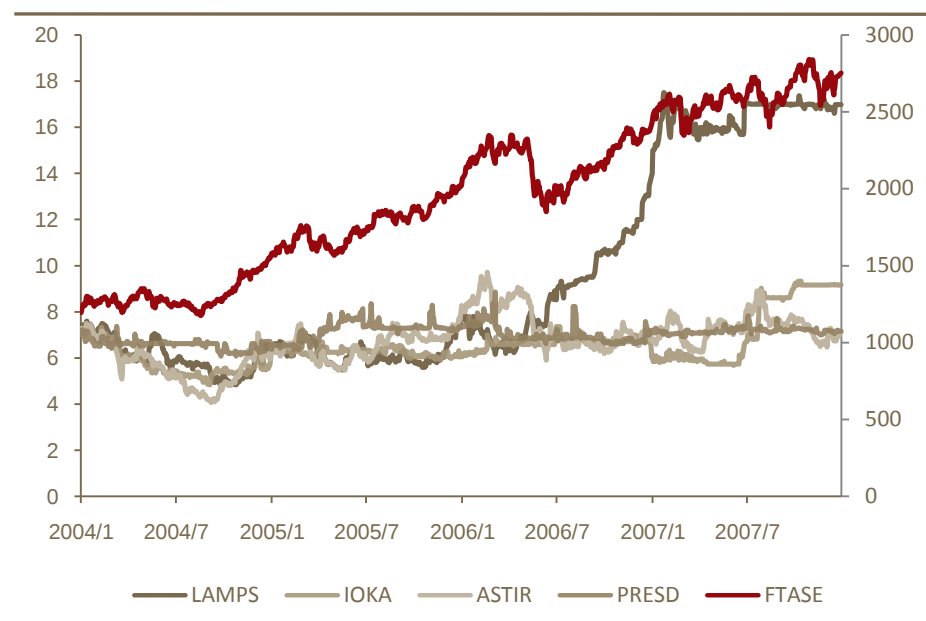
简称	1 年回报 %	销售收入增长 %	P/E	ROE:LF	股利收益 %	对应指数	相对指数 1 年回报 %
Average	-12.13	12.54	15.44	40.67	4.11		-1.11
Median	-16.95	7.06	10.43	13.14	3.14		-12.93
MARRIOTT INTL-A	-31.83	-0.85	8.72	25.77	2.64	SPX	-26.37
ACCOR SA	-22.46	-5.17	10.47	17.30	6.06	CAC	9.62
GENTING BHD	-9.73	7.06	21.73	4.59	2.19	KLCI	-22.46
RESORTS WORLD BH	-7.08	12.28	19.14	7.69	3.14	KLCI	-13.50
SHANGRI-LA ASIA	-4.60	21.57	9.73	9.00	3.06	HSI	-28.32
CITY DEVELOPS	-26.06	-5.18	7.45	11.28	1.59	FSSTI	-18.86
INTERCONTINENTAL	-16.95	4.95	7.64	483.43	6.33	UKX	-1.70
STARWOOD HOTELS	-43.35	-4.00	4.61	N.A.	8.88	SPX	-59.41
OVERSEAS UNI ENT	-7.38	-8.74	57.89	1.93	1.42	FSSTI	39.73
CHOICE HOTELS	-21.66	4.25	13.31	N.A.	3.14	SPX	37.36
HONGKONG SHANGHA	-23.21	22.20	1.71	18.47	4.11	HSI	-30.76
SHANGHAI JINJI-B	17.52	7.30	12.17	7.52	6.49	SHBSHR	11.95
MILLENNIUM & COP	-17.67	4.97	8.61	4.05	3.77	UKX	-28.72
ABU DHABI NAT HO	0.99	31.37	10.43	16.35	6.56	ADSMI	-12.93
IFA HOTELS & RES	-14.29	95.53	5.84	62.48	0.00	KWSEIDX	63.80
EIENDOMSSPAR AS	0.00	6.29	27.71	N.A.	2.25	OBX	40.67
EIH LTD	-20.78	15.31	17.39	18.72	1.84	SENSEX	13.70
GREAT EAGLE	5.57	10.86	1.61	15.00	6.04	HSI	-10.85
MANDARIN ORIENTL	-35.03	30.87	6.72	8.57	10.94	FSSTI	-34.75

注：统计数据截止 2009 年 3 月 4 日

数据来源：BLOOMBERG 方正证券研究中心整理

而从希腊的例子看，在奥运会举办的当年至奥运会结束后的两年这三年期间，酒店业上市公司总体跑输大盘。

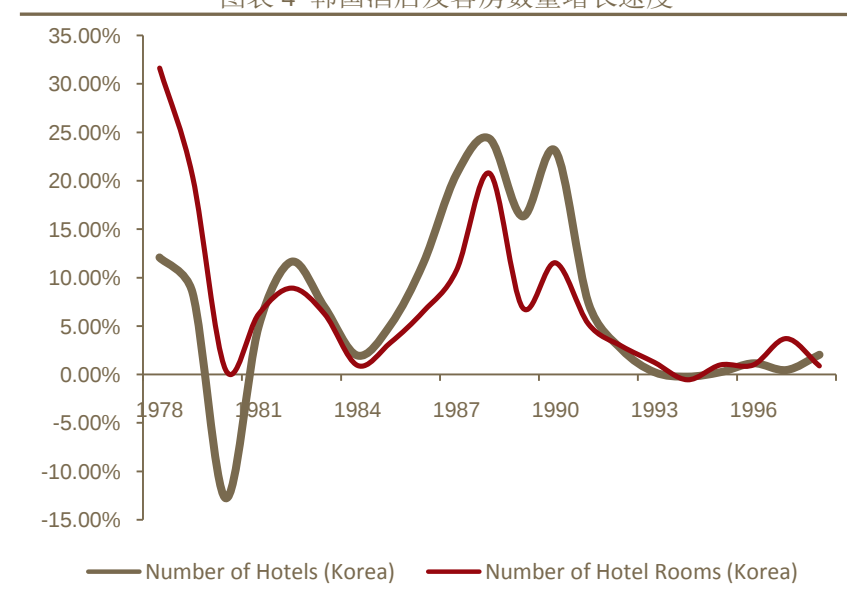
图表 3 希腊举办奥运会前后酒店业公司与指数 FTASE 对比



数据来源: BLOOMBERG 方正证券研究中心整理

从决定奥运会举办地到正式举办奥运会期间，举办国的酒店及客房数量将出现较快的增长，增长速度在奥运举办当年达到顶峰，其后逐渐回落。这其中即有政府接待奥运会与会人员及游客的安排，也有市场的合理需求。韩国在 1981 年获得奥运会举办权至 1988 年举办奥运会期间的真实情况，与我们的逻辑是一致的。

图表 4 韩国酒店及客房数量增长速度



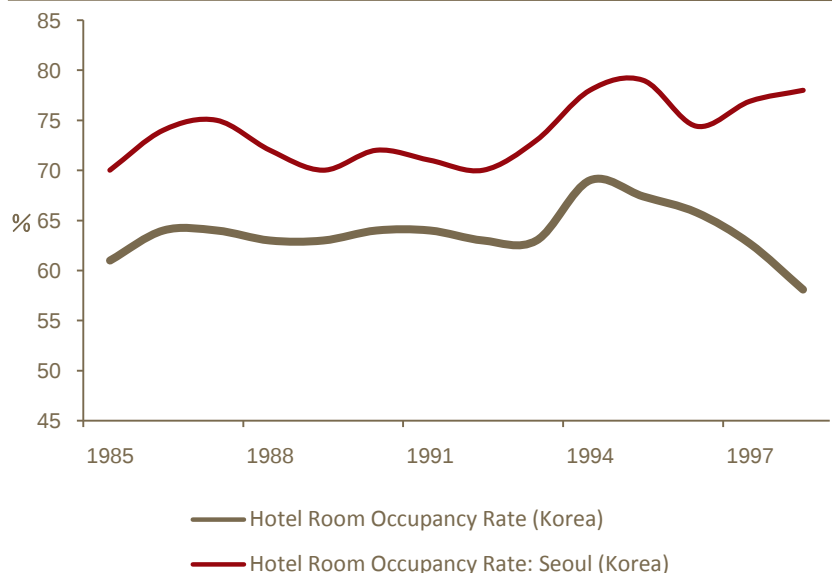
数据来源: CEIC 方正证券研究中心整理

奥运会举办以及其他不可抗拒的因素，一般仅会在一到两年对游客数量带来短期的冲击，而从长期来看游客数量总体保持平稳增

长的态势，很难出现持续的爆发性增长。因此，酒店及客房数量的迅速扩大也就意味着入住率的降低。

入住率的降低将影响酒店业的经营状况，投资于酒店的热情也将逐渐消退。同样参考韩国的情况，酒店及客房数量的增长速度从奥运结束后的 1989 年即开始迅速下滑，至 1993 年出现负增长。而部分竞争者的退出使得入住率于同期开始反弹。

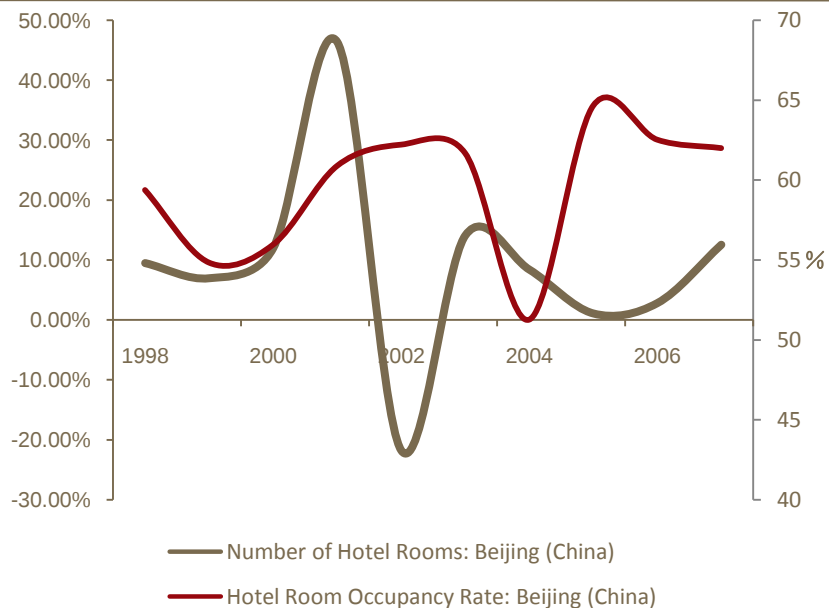
图表 5 韩国及首尔酒店入住率



数据来源：CEIC 方正证券研究中心整理

在 2001 年到 2007 年期间，北京投资于酒店的热情要相对温和一些。这是因为原有的客房数量已经比较庞大，且入住率一直维持在较低的水平。

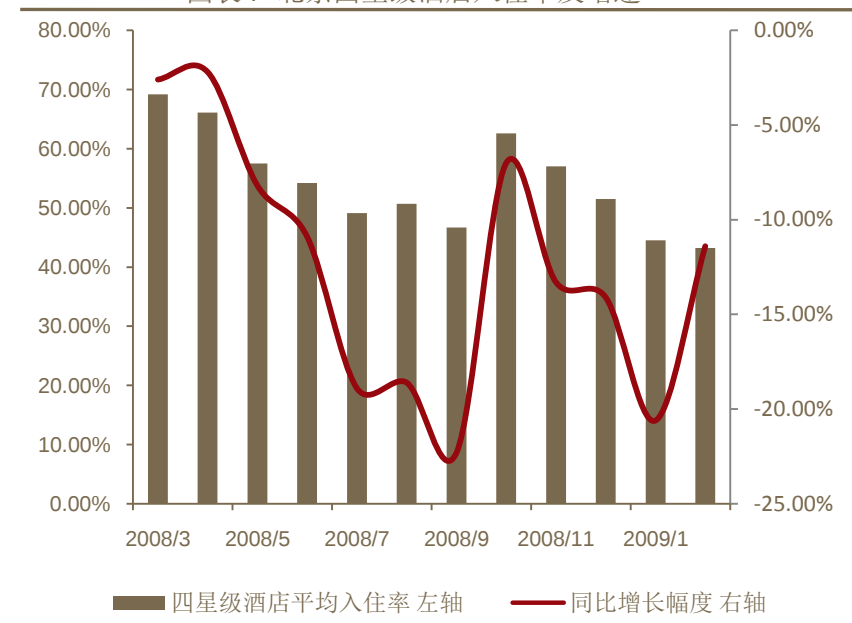
图表 6 北京酒店客房数量增长速度及入住率



数据来源：CEIC 方正证券研究中心整理

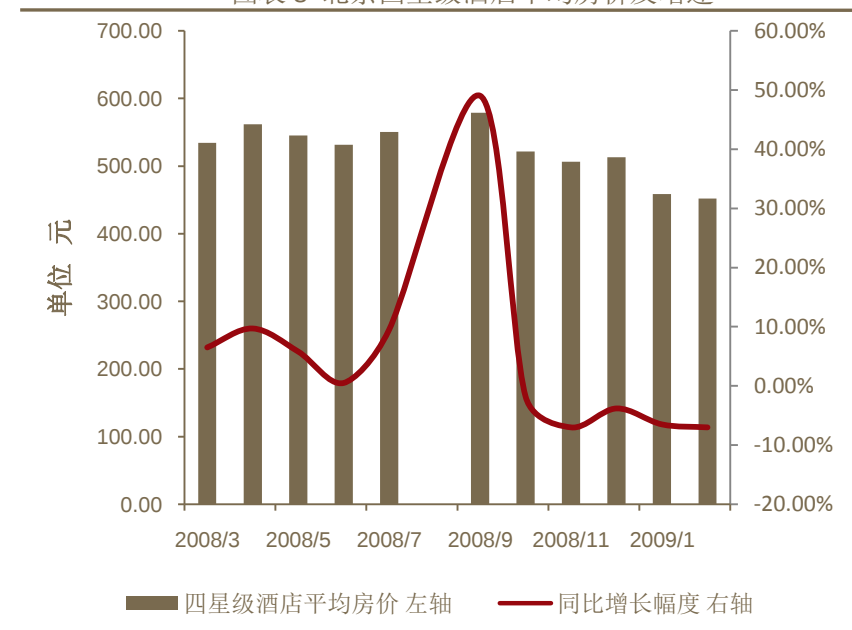
从 2008 年的月度数据看，除奥运举办的 8 月和 9 月外，北京的酒店入住率基本处于逐月下降态势，且一直小于 2007 年。这与政府采取的严格控制进京及入境人数有关。

图表 7 北京四星级酒店入住率及增速



数据来源：北京市旅游局 方正证券研究中心整理

图表 8 北京四星级酒店平均房价及增速



数据来源：北京市旅游局 方正证券研究中心整理

2009 年 1 月和 2 月，房价继续下降，而入住率的跌幅出现了收窄。正常情况下，入住率基本可反应酒店整体的经营状况，因此我们认为，在入住率出现反弹之前，公司的酒店业务短期难以给予高估值。

二、旅行社业务盈利能力较差

公司的旅行社业务由持股 51% 的神舟国旅经营，其毛利率仅有 6.29%，从近三年的数据看，处于亏损或微利的状态。

图表 9 公司旅游服务主业近年经营情况

报告期	营业收入	毛利率	毛利	净利
2008 年报	106177.53	6.26	6648.21	-74.22
2007 年报	118308.94	5.69	6727.49	353.88
2006 年报	97611.88	5.21	5082.76	-643.97

数据来源：公司公告 方正证券研究中心整理

公司未披露入境游、出境游及国内游相关的具体数据。参考中青旅北京地区这三项业务的毛利率分别为 14.3%、10.6%、10.1%，我们判断在神舟国旅的业务中，入境游所占的比例较小。因此入境游人数在奥运会后出现的短期波动对公司旅游服务主业的影响相对较小。国内游的毛利率极低，对国民休闲计划等政策改变的敏感性不高。

三、南山景区发展势头良好，门票分成的影响暂时不考虑在我们的预测之中

预计南山景区在未来三年仍有望保持较快增长，成为稳定公司业绩的关键因素。

大佛及相关资产移交是基于国家宗教事务局关于公司不能经营宗教财产的规定所达成的协议，协议双方（观音苑公司和三亚市政府）之间迟迟无法履行协议，是导致门票分成无法解决的原因。一旦资产移交后，公司就会按照约定的比例开始向三亚市政府支付门票分成，前 3 年为 60%，接下来的 2 年为 50%，最后 5 年为 40%。由于这一不确定因素，公司前期进行了对预计负债的计提，而 2008 年年报将冲回（约增厚 EPS 0.22 元），2009 年也将不再对此做会计处理。因此，门票分成的影响暂时不考虑在我们的预测之中

2008 年，南山景区接待游客 230 万人次，门票单价 158 元（对旅行社有部分折扣），共获得门票收入 1.88 亿元，增长约 24%。净利润 1.33 亿元，公司占有权益 74.805%。预计 2009 年门票将不会涨价，净利润将有所增长。

景区内会有会馆客房 200 多间，平均房价 500—600 元，但由于距离其他经典较远，因此主要用于会议接待。

四、会展业务受到奥运会影响较大，预计要两年左右时间才能恢复到 2007 年时的水平

2007 年，北展共举办展览 52 次，2008 年受奥运影响，举办展览仅 37 次，净利润下降 70%。由于展览行业的惯例是展览在某个场馆连续举办两次，因此 2008 年未在北展举办的展览移至其他场馆或城市举办后，2009 年继续在该处举行。这样一来，北展 2009 年举办的展览次数预计难以恢复至 2008 年时的水平。

五、盈利预测

图表 10 首旅股份营业收入预测

	单位：万元	旅游服务	酒店	景区	展览广告	总计
2008	销售收入	106177.53	36147.90	31142.06	5753.39	179220.88
	增长率 %	-10.25%	16.95%	23.96%	-19.44%	-1.25%
2009E	销售收入	100868.65	32533.11	37370.47	6041.06	176813.30
	增长率 %	-5.00%	-10.00%	20.00%	5.00%	-1.34%
2010E	销售收入	103894.71	32533.11	42976.04	6343.11	185746.98
	增长率 %	3.00%	0.00%	15.00%	5.00%	5.05%
2011E	销售收入	107011.55	33509.10	47273.65	6660.27	194454.57
	增长率 %	3.00%	3.00%	10.00%	5.00%	4.69%

数据来源：公司公告 方正证券研究中心整理

在做盈利预测时，我们未考虑南山景区门票分成的因素，因此实际盈利水平将显著小于我们的预测。我们也会密切关注事件发展的进度，及时修改盈利预测。

预计 2009 年至 2011 年，公司分别实现营业收入 17.68 亿元、18.57 亿元和 19.45 亿元。综合毛利率将为 42.33%、43.47%、44.32%。

预计 2009 年至 2011 年，公司分别实现净利润 1.73 亿元、1.98 亿元和 2.20 亿元，EPS 分别为 0.75 元、0.86 元和 0.95 元。

我们给予公司‘中性’评级。

财务预测表

利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E	现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1792.2	1768.2	1857.5	1944.6	经营活动产生的现金流				
主营业务成本、税金	1094.0	1080.6	1116.6	1152.3	净利润	222.5	173.5	197.9	219.8
主营业务利润	698.2	687.6	740.9	792.3	少数股东权益	(0.2)	24.9	28.4	31.5
其他业务利润	0.0	0.0	0.0	0.0	折旧及摊销	60.9	86.2	92.3	96.7
营业费用	217.8	214.8	225.7	236.3	坏帐准备	0.0	(0.1)	0.1	0.1
管理费用	200.8	201.2	210.8	220.1	应收帐款的减少/(增加)	(1.7)	0.3	(2.4)	(2.4)
财务费用	15.8	5.6	(0.3)	(3.2)	存货的减少/(增加)	(0.1)	0.2	(0.3)	(0.3)
营业利润	263.7	266.0	304.6	339.2	待摊费用和其他流动资产的减少	0.0	0.0	(0.5)	(0.5)
投资收益	14.9	12.6	12.6	12.6	其他长期资产的减少/(增加)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
补贴收入	0.0	0.0	0.0	0.0	应付帐款的增加/(减少)	(34.9)	(2.5)	2.2	2.3
营业外收支	(1.1)	0.0	0.0	0.0	预提费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	277.5	278.5	317.2	351.7	其他流动负债的增加/(减少)	16.5	(5.4)	6.4	6.5
减:所得税	55.3	55.1	62.5	68.9	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	49.8	49.9	56.8	63.0	其它	(14.9)	0.0	0.0	0.0
净利润	172.5	173.5	197.9	219.8	经营活动产生的现金流净额	247.8	277.2	324.0	353.7
					投资活动产生的现金流				
资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E	收回投资与投资收益	24.8	0.0	0.0	0.0
现金及现金等价物	290.3	150.0	198.7	328.1	资本投资	39.5	146.8	90.2	92.4
应收帐款净额	45.6	45.4	47.7	50.0	其它	0.9	0.0	0.0	0.0
存货净额	11.2	11.1	11.4	11.7	投资活动产生的现金流净额	(15.5)	(146.8)	(90.2)	(92.4)
其他流动资产	10.6	10.6	11.1	11.7	筹资活动产生的现金流				
流动资产合计	357.7	217.1	268.9	401.4	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	849.5	924.1	935.9	945.6	支付股利	104.0	104.1	118.7	131.9
无形资产	419.5	405.5	391.6	377.6	银行贷款的净增加	(35.0)	(166.6)	(66.4)	0.0
长期投资及其他	231.1	231.1	231.1	231.1	其它	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	1857.8	1777.7	1827.5	1955.7	筹资活动产生的现金流净额	(139.0)	(270.7)	(185.1)	(131.9)
短期借款	233.0	66.4	0.0	0.0	现金的净流入/(净流出)	93.0	(140.3)	48.7	129.4
应付帐款	77.1	74.6	76.8	79.1	现金期初余额	197.3	290.3	150.0	198.7
其他流动负债	184.5	179.1	185.5	192.0	现金期末余额	290.3	150.0	198.7	328.1
流动负债合计	494.6	320.1	262.3	271.1					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
其他长期负债	42.9	42.9	42.9	42.9	ROE	15.8%	14.9%	15.9%	16.5%
长期负债合计	42.9	42.9	42.9	42.9	ROA	9.3%	9.8%	10.8%	11.2%
负债合计	537.4	363.0	305.2	314.0	已获利息倍数	17.65x	48.56x	N.A	-106.32x
少数股东权益	225.7	250.6	279.0	310.6	资产负债率	28.9%	20.4%	16.7%	16.1%
股东权益	1094.7	1164.1	1243.3	1331.2	流动比率	72.3%	67.8%	102.5%	148.1%
负债和股东权益总计	1857.8	1777.7	1827.5	1955.7	固定资产/总资产	45.7%	52.0%	51.2%	48.4%

数据来源：公司数据及方正证券研究中心

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼（310006）
电话：	（86731）5832351	（86571）87782600
传真：	（86731）5832380	（86571）87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com