

旅游行业

报告原因: 事件点评

2009 年 5 月 22 日

分析师:

加丽果

jialiguo@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

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>

首旅股份 (600258)

短期收购摊薄盈利
长期或带来增长潜力

中性

下调评级

公司研究/点评报告

事件:

2009 年 5 月 21 日公告, 公司拟 15.53 元向北京国有资本经营管理中心非公开发行 6000 万股, 北京国有资本经营管理中心认购的股票自发行结束之日起 36 个月内不得转让。募集资金总额 91200 万元, 在扣除相关发行费用后的募集资金约 89200 万元, 拟 28341.78 万元收购和平宾馆 77.68% 股权及 24280.33 万元新侨饭店 100% 股权, 完成收购新侨饭店 100% 股权后对其增资 27373 万元, 补充公司流动资金约 9204.89 万元。

点评:

- 公司在 2007 年欲公开增发收购集团 3 家酒店流产, 在通过发审委通过, 却因为南山分成的不确定性和市场持续低迷而放弃。用公司的话讲, 为了表示集团酒店资产注入的决心, 公司 2008 年用自有资金 3.35 亿元收购了净资产 1.25 亿的前门饭店, 今年, 又改公开增发两家酒店资产为非公开增发, 同时把新侨饭店的收购比例从 51% 增加到 100%, 把和平宾馆的收购比例从原来的 51% 增加到 77.68%, 募集资金规模也扩大到 6000 万股。
- 短期来看, 公司的酒店资产经营压力颇大, 盈利能力远远低于目前公司拥有的资产盈利水平, 短期将会摊薄公司的盈利能力, 但是随着注入资产财务结构的逐步改善, 财务费用将大幅下降, 长期看, 全球经济回暖的预期将会给目前低迷的北京酒店业带来一定的增长潜力。
- 对这次非公开增发, 我们基本看好, 我们认为这次增发实质是国家注入资金支持企业做大做强, 但短期可能对公司的盈利能力带来一定的压力, 另外, 由于这次收购仍然没有提到南山分成, 所以, 虽然看好这次收购, 但市场也担忧会不会因为南山分成的问题再重蹈 2007 年公开增发的覆辙, 我们认为由于是非公开增发, 不会直接涉及到中小股东, 基本会得到有关部门的认可。但是由于收购的二家酒店资产 2009 年一季报净利润均为负值, 加上前门饭店 1 季度经营状况也下滑严重, 我们认为公司目前股价偏高, 暂时下调公司评级为“中性”, 但长期来看, 未来 3-5 年后, 随着注入的酒店资产的逐渐成熟, 加上南山景区收益于海南国际旅游岛的建设可能带来的长期增长, 如果未来 3 年内股价低于 15 元以下, 可以逢低吸纳

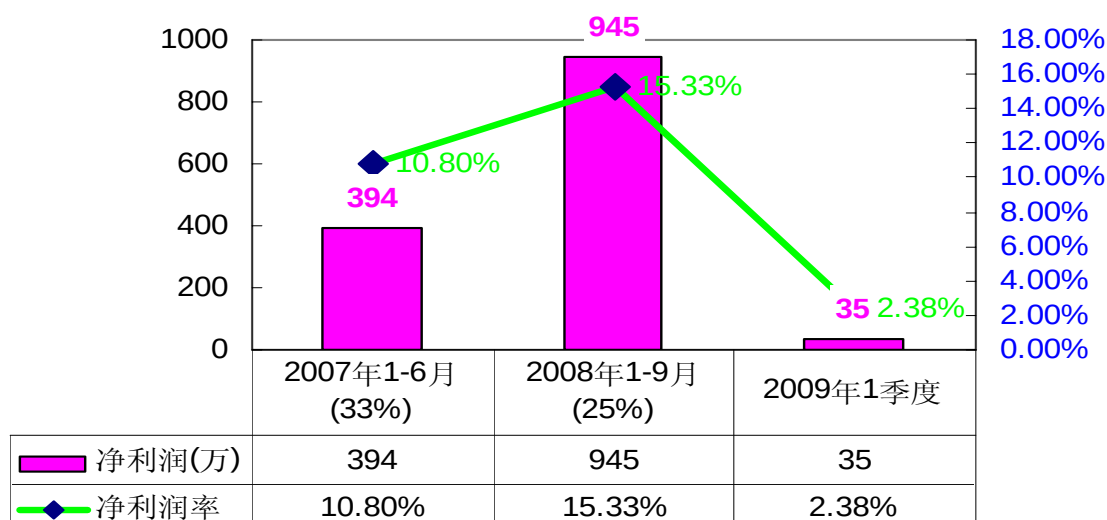
短期来看，公司注入的 3 家酒店资产 2009 年盈利难以乐观

根据北京市旅游局统计, 截止 4 月底, 北京市入境游客人外国人同比下降达 13% 左右 (见图表二: 北京市 2009 年 1-4 月入境游情况), 欧美客人同期下降 20% 左右 (见图表三: 世界各地游客来京统计情况), 截止 3 月底, 北京四星级酒店 REVPAR 同比下降 30% 左右 (图表六: 北京星级酒店 REVPAR 一季度同比增长), 而公司要注入的三家酒店资产的客源市场定位基本是欧美客人和亚洲客人 (见图表四: 首旅股份 5 家饭店目前各自客源市场定位)。

根据公司公开资料, 前门饭店 2009 年 1-3 月份的 REVPAR 只有 168 元, 远远低于北京市四星级酒店的前三月 REVPAR 平均水平 214 元 (见图表五: 一季度前门饭店和北京同类星级饭店的 REVPAR 比较图), 根据公司一季度季报看, 前门饭店 2007 年 1-6 月公司的净利润率大概为 10.80% 左右, 2008 年 1-9 月由于奥运会的因素和所得税由 33% 下降到 25%, 公司的净利润率上升到 15.33%, 但不幸的是, 2009 年一季报前门饭店的只实现净利润 35 万元, 净利润率只有 2.38% (见图表一: 前门饭店的经营情况)。根据 5 月 21 日公司公开资料看, 公司欲收购的另外两家酒店资产 2009 年一季度经营利润为负 (分别见图表八: 新侨饭店的经营情况和图表九: 和平饭店的经营情况), 同时资料显示, 这两家酒店资产财务状况较差, 负债比例都超过 70%, 我们认为财务费用高的状况在未来短期内暂时难以改变。

综合分析, 我们认为, 2009 年, 北京酒店业受金融危机的冲击相当大, 但分析首旅股份三家酒店资产 1 季度的经营状况, 我们认为首旅股份业务下滑相当明显, 国际金融危机回暖的不确定性令首旅股份的酒店业务 2009 年全年盈利难以乐观。

图表一: 前门饭店的经营情况



资料来源: 山西证券研究所 公司公开资料

图表二：北京市 2009 年 1-4 月入境游情况

	入境过夜旅游者(万)	同期增长	外国人	同期增长	香港	同期增长	澳门	同期增长	台湾	同期增长
1 月	21.2	-19.60%	16.83	-27.50%	2.9	40.90%	0.19	136.55%	1.3	27.20%
2 月	22.5	-1.50%	18.7	-2.50%	2.5	-4.50%	0.09	-65.40%	1.2	22.90%
3 月	33.7	-4.80%	28.1	-10.80%	3.8	34.20%	0.11	99.70%	1.7	68.10%
4 月	37	-3.90%	30.4	-12.40%	4.6	120%	0.07	-25.90%	1.9	18.90%
截止 4 月合计	114.4	-7.10%	94.03	-13.40%	13.8	43.90%	0.46	62.40%	6.1	32.30%

资料来源：山西证券研究所 北京旅游局

图表三：世界各地游客来京统计情况

	亚洲游客同期增加	美洲游客同期增加	欧洲游客同期增加	大洋洲游客同期增加	非洲游客同期增加
截止 1 月底	-36.60%	-8.60%	-23.70%	-15.10%	-15.40%
截止 2 月底	-24.10%	5%	-12.40%	-8.60%	5.80%
截止 3 月底	-17%	-0.20%	-16.20%	-7.60%	4.70%
截止 4 月底	-13.70%	-1.30%	-18.70%	-10.10%	-2.30%

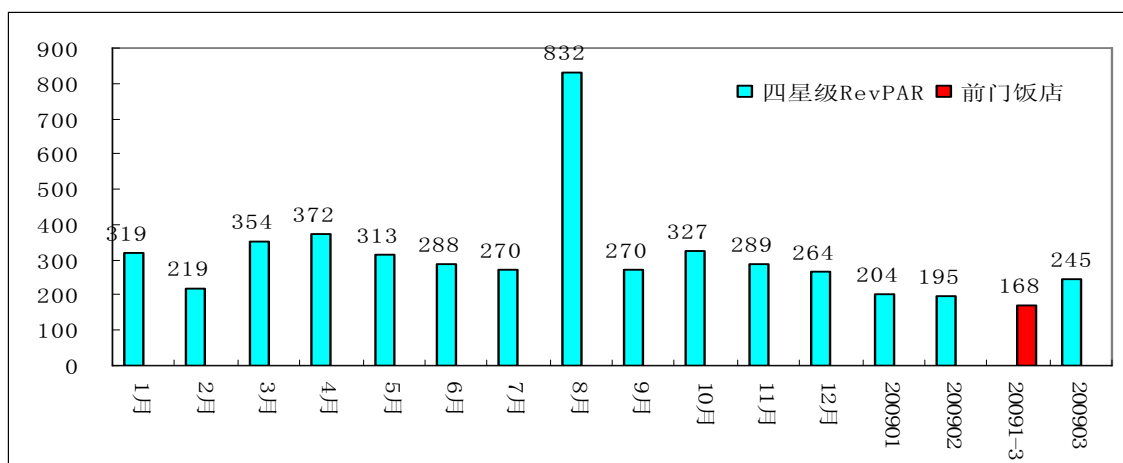
资料来源：山西证券研究所 北京旅游局

图表四：首旅股份 5 家饭店目前各自客源市场定位

前门饭店：	52%来自欧美客人，截止 4 月底欧美客人比同期减少 20%.
京伦饭店：	中外合资，由日航国际饭店管理集团管理，主要以日本韩国等亚洲客人为主，亚洲游客同期减少 13.7%，其中，日本减少 18.25，韩国减少 22%
民族饭店：	国内高档商务客人，影响不大，受益两会.
新侨饭店：	中外合资，由法国雅高管理集团管理，主要以欧美客人为主，法商会常驻. 法国人截止 4 月底比同期减少 17.38%，欧美客人比同期减少 20%.
和平宾馆：	中外合资，由法国雅高管理集团管理，主要以欧美客人为主，. 法国人截止 4 月底比同期减少 17.38%，欧美客人比同期减少 20%.

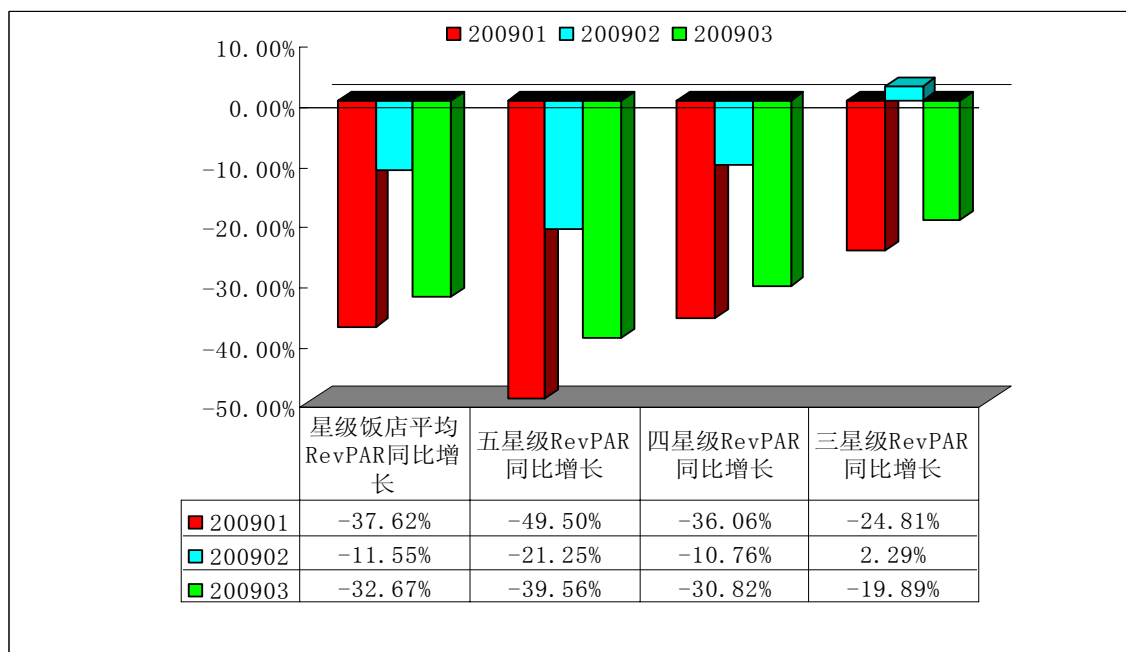
资料来源：山西证券研究所 公司公开资料

图表五：一季度前门饭店和北京同类星级饭店的 RevPAR 比较图



资料来源：山西证券研究所 北京旅游局

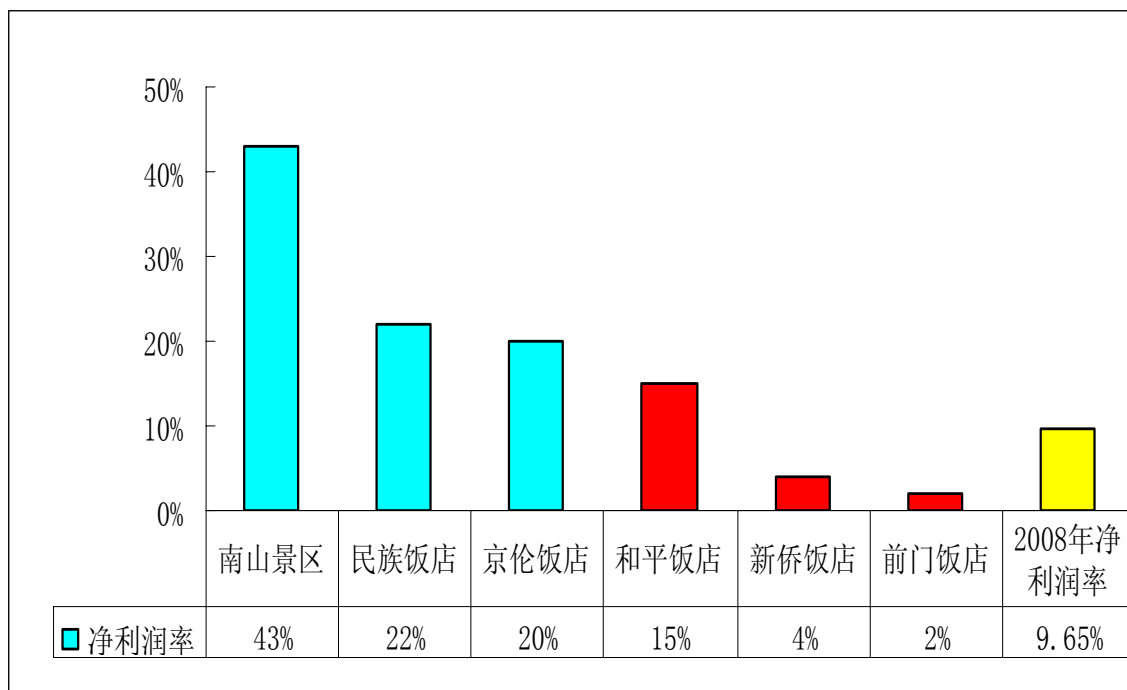
图表六：北京星级酒店 RevPAR 一季度同比增长



资料来源：山西证券研究所 北京旅游局



图表七：公司收购的三家酒店资产盈利能力低于目前拥有的资产水平



资料来源：山西证券研究所 公司公开资料

图表八：新侨饭店的经营情况

	2006 年	2008 年 12 月 31 日	2009 年 3 月 31 日	2009 年预计全年利润(万)
总资产		38335.33	38925.37	
所有者权益		-10520.63	-11429.08	
营业收入(万)	13767	13960.91	2285.93	
净利润(万)	573	769.57	-908.45	
净利润率	4.16%	5.51%	0	193

资料来源：山西证券研究所 公司公开资料

图表九：和平宾馆的经营情况

	2006	2008 年 12 月 31 日	2009 年 3 月 31 日	2009 年预计全年利润(万)
总资产	10300	22293.67	21270.82	



所有者权益	675	4110.49	3863.68	
营业收入(万)	5492	14274.85	2071.64	
净利润(万)	850	2279.62	-246.81	
净利润率:	15.48%	15.97%		961.56

资料来源：山西证券研究所 公司公开资料

长期看，全球经济回暖的预期将会给目前低迷的北京酒店业带来一定的增长潜力

短期来看，公司的酒店资产经营压力颇大，盈利能力远远低于目前公司拥有的资产盈利水平（见图表七：公司收购的三家酒店资产盈利能力低于目前拥有的资产水平），短期将会摊薄公司的盈利能力，但是随着注入资产财务结构的逐步改善，财务费用将大幅下降，我们认为，公司非公开增发募集资金规模（见图表十：公司募集资金规模）的用途最主要的看点是可以改善目前这两家酒店资产的财务状况。

长期看，目前北京酒店业处于低谷，全球经济回暖的预期脚步逐渐迈进将会给目前低迷的北京酒店业带来一定的增长潜力。

图表十：公司募集资金规模

新侨饭店的收购资金情况: 亿	
2.85	0.51
2.43	100.00%
和平宾馆的收购资金情况: 亿	
1.68	0.51
2.83	77.68%
收购资金合计:	5.26
增资新侨饭店归还大额长期应付款:	2.74
补充公司流动资金:	0.92
总计:	8.92
发行费用:	0.20
募集资金总计:	9.12
自停牌以来公司 20 日均价(4 月 7 日-5 月 6 日)的 90%: 元	15.53

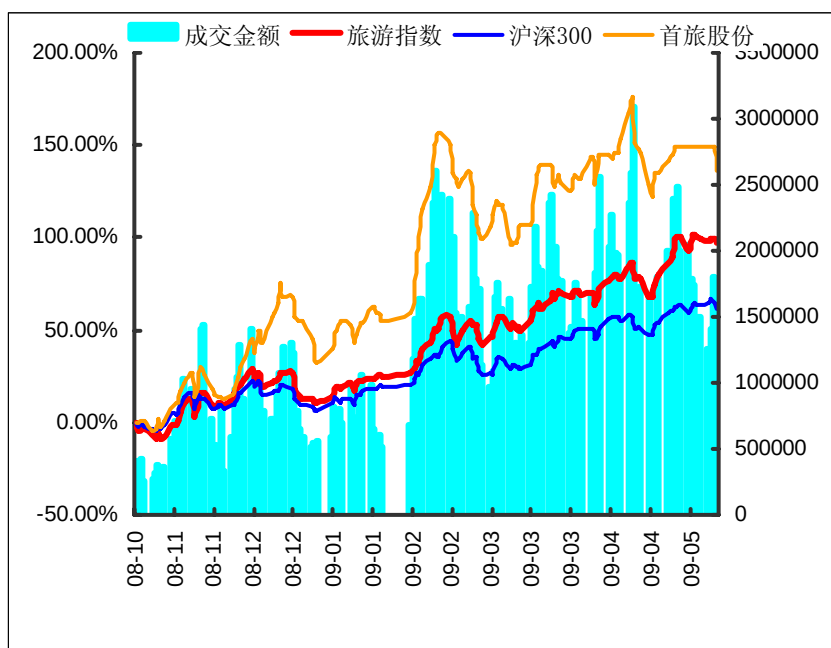
募集股数: 万	6000.00
原股数:	23100.00
总股数:	29100.00
占比:	20.62%

资料来源: 山西证券研究所 公司公开资料

看好这次非公开增发，公司酒店资产注入序幕已拉开

对这次非公开增发，我们基本看好，我们认为这次增发实质是国家注入资金支持企业做大做强，但短期可能对公司的盈利能力带来一定的压力，另外，由于这次收购仍然没有提到南山分成，所以，虽然看好这次收购，但市场也担忧会不会因为南山分成的问题再重蹈 2007 年公开增发的覆辙，我们认为由于是非公开增发，不会直接涉及到中小股东，基本会得到有关部门的认可。但是由于收购的二家酒店资产 2009 年一季度报净利润均为负值，加上前门饭店 1 季度经营状况也下滑严重，我们认为公司目前股价偏高，暂时下调公司评级为“中性”，但长期来看，未来 3-5 年后，随着注入的酒店资产的逐渐成熟，加上南山景区收益于海南国际旅游岛的建设可能带来的长期增长，如果未来 3 年内股价低于 15 元以下，可以逢低吸纳

图表十一：公司最近股价走势猛于旅游指数和沪深 300



资料来源: 山西证券研究所

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

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。