

旅游综合 III

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

6-12 个月目标价: 16.00 元

当前股价: 16.31 元

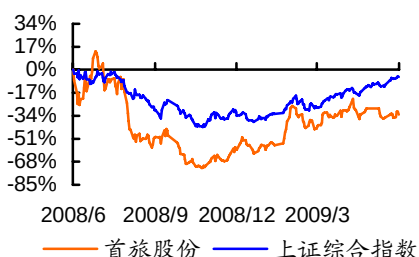
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2797.32
总股本(百万)	231
流通股本(百万)	115
流通市值(亿)	19
EPS (TTM)	0.76
每股净资产 (元)	5.71
资产负债率	28.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
首旅股份	-4.10	21.18	62.96
上证综合指数	8.43	30.78	37.69



相关报告

《首旅股份-盈利增长来自于景区业务 热点与隐忧并存》2009-4-24

《首旅股份-年报报喜 未来藏忧》2009-3-18

《首旅股份-南山景区: 驱使公司未来业绩增长或者下滑的双刃剑》2009-2-10

首旅股份

600258

中性

资产收购大幕徐徐拉开 本次定向增发指示性意义大于业绩贡献

近日, 公司股东大会审议通过了《关于公司向特定对象非公开发行股票方案的提案》。公司拟以 15.20 元的价格向北京国有资本经营管理中心定向发行 6000 万股募集 9.12 亿元, 用于收购和平宾馆 77.68% 股权和新侨饭店 100% 股权等项目。

投资要点:

- **本次定向增发对公司短期内业绩拉升作用有限。**本次收购完成后, 上市公司在北京地区的四星级酒店将从 3 家增加到 5 家。09 年 2 家拟收购酒店将能贡献权益利润 940 万元, 2010 年贡献权益利润 2350 万元。在不考虑南山景区门票分成情况下, 分别增厚 09-10 年业绩 5% 和 11%。而定向增发 6000 万股将使上市公司总股本增厚 26%。
- **重启增发宣示上市公司酒店资产整合平台地位不变, 未来前景更具想象空间。**根据相关承诺, 首旅股份将成为首旅集团控股的、唯一的以北京地区酒店投资及景区经营为主业的上市公司。本次重启再融资收购资产议案充分体现了首旅集团把首旅股份做大做强的力度和决心。首旅集团表示如果本次非公开发行方案能够得以成功实施, 将尽最大努力创造条件, 争取在未来 3 至 5 年内 (有些工作难度大的利用更长时间), 尽快完成北京地区下属酒店业务的整合工作。首旅集团位于北京地区的 22 家酒店资产未来注入上市公司也成可以期待之事。
- **维持“中性”投资评级。**在不考虑门票分成和 09 年完成本次定向增发条件下, 我们预期公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.66、0.81、1.00 元。在未来三年南山景区门票按四六分成和 09 年完成本次定向增发条件下, 则公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.38、0.48、0.58 元。目前公司股价对应 2010 年两种情形下的 PE 分别为 20 倍和 34 倍。如果不考虑门票分成, 目前公司估值水平相对整个板块仍然偏低, 但 09 或 10 年门票分成事宜可能尘埃落定毫无疑问将对股价造成打压。不过鉴于未来资产收购工作将循序渐进展开, 公司中长期发展依旧具有较大看点。风险偏好型投资者可在股价调整后适度参与。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1792	1786	1981	2207
同比(%)	-2%	0%	11%	11%
归属母公司净利润(百万元)	173	182	212	262
同比(%)	41%	5%	17%	23%
毛利率(%)	41.1%	42.9%	43.5%	44.2%
ROE(%)	15.8%	14.2%	15.2%	16.8%
每股收益(元)	0.75	0.79	0.92	1.13
P/E	22.98	21.81	18.70	15.18
P/B	3.63	3.11	2.84	2.55
EV/EBITDA	11	10	9	7

资料来源: 中投证券研究所

前次公开增发与本次定向增发方案比较

2007年9月,公司董事会曾拟公开增发A股股票总量不超过2500万股(含2500万股),募集资金7.91元用于收购和平宾馆、新侨饭店、前门饭店(已通过自筹资金收购)。由于证券市场极度低迷,按当时市场状况所募集资金远远不能满足公开增发申请方案中融资需求,因此公司最终决定撤回公开增发申请。本次定向增发议案即为前次公开增发议案的延续。

表 1: 首旅股份前次公开增发募集资金投向

序号	项目	所需资金(亿元)
1	收购北京首都旅游集团有限责任公司与香港紫大国际投资有限公司所持有的北京和平宾馆有限公司的28.68%、22.32%股权(共计51%)	1.69
2	对北京市新侨饭店有限公司进行增资,取得其增资完成后的51%股权	2.85
3	收购北京首旅国际酒店集团有限公司前门饭店整体经营性资产(含负债)并交纳土地出让金	3.37
合计		7.91

资料来源:公司公告、中投证券研究所

表 2: 首旅股份本次定向增发募集资金投向

序号	项目	所需资金(亿元)
1	收购和平宾馆(四星级)77.68%股权	2.83
2	收购新侨饭店(四星级)100%股权	2.43
3	完成收购新侨饭店100%股权后对其增资	2.74
4	补充公司流动资金	0.92
合计		8.92

资料来源:公司公告、中投证券研究所

预计本次定向增发成功实施后,首旅集团持有公司的股权比例从60.15%下降至47.76%,仍为公司第一大股东。本次特定发行对象北京国资中心将持有公司总股本的20.59%,成为第二大股东。

定向增发对上市公司短期内业绩贡献有限

1.和平宾馆

和平宾馆是四星级酒店,1952年开业,作为中外合资公司成立于1984年,位于北京王府井商业区,距紫禁城步行只需15分钟,距火车站10分钟车程,距北京首都国际机场45分钟车程,交通便捷,地段十分优越。宾馆2001年进行过装修,现有客房383间,由法国雅高管理集团进行经营管理,会议厅配有

先进的视听及上网服务系统，功能完善，可承办各类会议。

2008 年度和 2009 年 1-3 月分别实现净利润 2279.62 万元和-246.81 万元。公司预计 2009 年全年预计净利润为 961.86 万元。

表 3：和平宾馆收购完成后股权结构

收购前		收购后	
股东名称	持股比例	股东名称	持股比例
香港紫大国际投资有限公司	49%	首旅股份	77.68%
首旅集团	28.68%	比利时雅高亚洲公司	22.32%
比利时雅高亚洲公司	22.32%		
合计	100%	合计	100%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.新侨饭店

新侨饭店是四星级酒店，1954 年开业，作为中外合资公司成立于 1986 年，位于北京市东城区崇文门路口西北侧，是交通便利的市中心地带，距天安门广场、故宫、天坛等名胜古迹、政府各主要部门和主要办公区只有十几分钟路程，交通便捷，是商务旅游的理想下榻之地。饭店于 2002 年进行过装修，现拥有客房 700 间，由法国雅高管理集团进行经营管理。**新侨饭店是唯一一家位于北京市中心并拥有天然温泉的酒店**，对于越来越注重健康休闲的宾客来说，是良好的选择。

新侨饭店现有股东为首旅集团、佳德世纪投资有限公司，分别持有 75%、25%股权。目前，首旅集团与佳德世纪签订《股权转让协议》，佳德世纪将其持有的新侨饭店 25%的股权转让给首旅集团。然后再由上市公司收购首旅集团所持有的 100%股权。

2008 年度和 2009 年 1-3 月分别实现净利润 769.57 万元和-908.45 万元。公司预计新侨饭店 2009 年全年净利润为 193.02 万元。

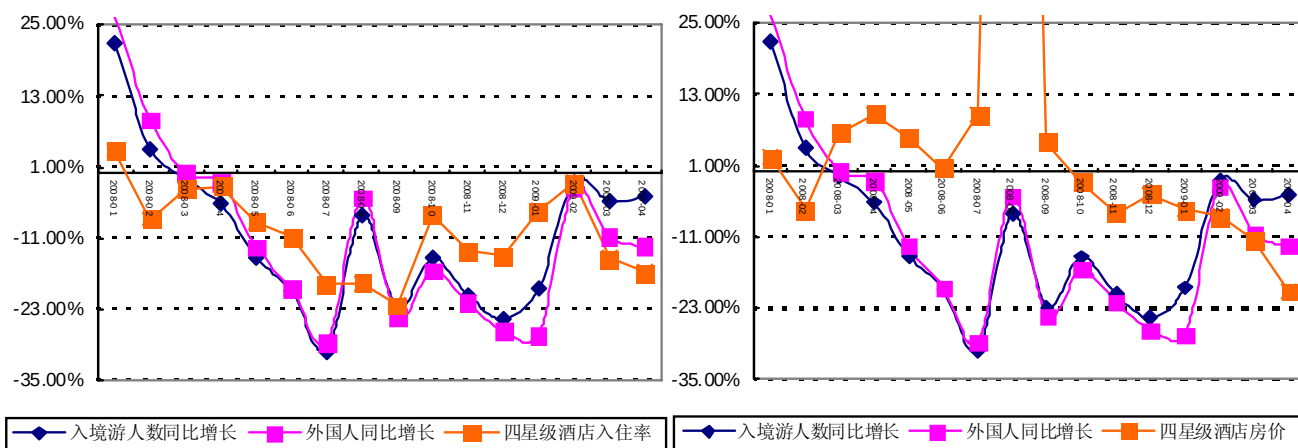
3.本次定向增发短期内对上市公司业绩拉升作用有限

2008 年四季度以来，受到国际金融危机等多重因素影响，我国宏观经济运行进入下行通道。虽然目前市场一致预测我国 GDP 从二季度开始将逐步步入复苏通道，但突如其来的甲型 H1N1 流感疫情使得旅游行业再次陷入考验之中。以入境游客作为重要客源之一的国内高星级酒店的经营形势不容乐观。

2009 年前 4 个月，北京四星级酒店平均房价同比下降 12.1%，平均入住率下滑 13.4 个百分点，Revpar 指标下降 31.5%，经营压力巨大。即使预计下半年随着宏观经济向好以及甲型 H1N1 流感疫情得到稳步控制，我们预计北京四星级酒店市场 Revpar 指标也至少有 10%以上的下滑。2010 年后，随着宏观经济的复苏以及甲型 H1N1 流感疫情的解决，北京四星级酒店市场预计将迎来恢复性增长。

图 1: 08.1-09.4 北京市四星级酒店单月入住率走势

图 2: 08.1-09.4 北京市四星级酒店单月房价走势



资料来源: 北京市旅游局、中投证券研究所

表 4: 定向增发后权益利润增加情况 (单位: 万元)

	09E		10E		11E	
	净利润	权益利润	净利润	权益利润	净利润	权益利润
和平宾馆	961	747	2000	1554	2300	1787
新侨饭店	193	193	800	800	1100	1100
合计		940		2354		2887

注释: 假定 09 年资产收购完成, 并按全年进行并表

资料来源: 中投证券研究所

重启增发宣示上市公司资产整合平台地位不变

首旅股份的发展目标是成为在中国资本市场上有影响力的以北京地区酒店投资及景区经营为主业的上市公司。但是公司虽然以酒店业为主导, 但尚未形成核心的、突出的、具备很强竞争力的主业, 特别是酒店数量、资产规模、盈利总量都有待进一步增加和提高。连同正在办理资产交割手续的前门饭店, 公司在北京地区目前仅有 3 家四星级酒店。

在上市公司此前股权分置改革过程中, 母公司首旅集团曾表示, 将通过利用自身资源优势, 积极支持首旅股份快速发展, 将首旅股份打造成为在中国资本市场上有影响力的旅游类上市公司。本次重启再融资收购资产议案充分体现了首旅集团把首旅股份做大做强的力度和决心。首旅集团明确提出, 如果本次非公开发行方案能够得以成功实施, 首旅集团将尽最大努力创造条件, 争取在未来 3 至 5 年内 (有些工作难度大的利用更长时间), 尽快完成北京地区下属酒店业务的整合工作, 将首旅股份最终打造成为首旅集团控股的、唯一的以北京地区酒店投资及景区经营为主业的上市公司。通过逐步整合, 最终消除首旅集团与首旅股份之间存在的业务重叠的问题。

目前, 首旅集团拥有的全资、控股 (含间接控股) 参股的在京酒店, 除上市公司的民族饭店、京伦饭店和前门饭店外, 还有 22 家酒店。由于受各种客观

条件的限制，首旅集团难以一次性完成下属酒店业务的整合工作。但集团公司提出了“成熟一批、注入一批”的对酒店业务进行整合的思路，因此本次非公开发行收购首旅集团下属的两家优质酒店仅仅是资产整合大戏的开篇。

表 5：首旅集团旗下酒店资产

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	和平宾馆
新侨饭店	香山饭店	西安建国饭店	前门建国饭店	
三星级酒店：				
华都饭店	燕翔饭店	永安宾馆	崇文门饭店	北京东方饭店
新北纬饭店	北京展览馆宾馆	远东饭店	上园饭店	宣武门商务酒店
和平里大酒店				

资料来源：首旅集团网站，中投证券研究所

盈利预测及投资建议

关键假设：

先不考虑本次定向增发；

考虑 09 年前门饭店并表，酒店业务收入 09-11 年的增长率分别为 6%、10%、12%；

不考虑门票分成，景区业务收入 09-11 年的增长率为 8%、15%、15%；

展览广告业务收入 09-11 年的增长率分别为 0%、10%、10%；

旅游服务业务收入 09-11 年的增长率分别为-5%、10%、10%；

综合考虑税率政策调整以及南山景区过渡期优惠税率，假设 09-11 年公司的实际综合税率分别为 22%、23.5%、25%。

表 6：首旅股份 2009-2011 年营业收入预测

主营业务类别	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)				
酒店业务	361	383	421	472
展览广告业务	58	58	63	70
景区业务	311	336	387	445
旅游服务业务	1062	1009	1110	1221
合计：	1792	1786	1981	2207
主营成本（百万元）				
酒店业务	39	43	45	50
展览广告业务	0	5	5	6
景区业务	21	24	26	30
旅游服务业务	995	948	1043	1147
合计：	1056	1019	1120	1232

资料来源：中投证券研究所

表 7: 首旅股份盈利预测

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1792	1786	1981	2207
营业成本	1056	1019	1120	1232
营业税金及附加	38	38	44	49
销售费用	218	223	238	247
管理费用	201	200	218	225
财务费用	16	16	14	11
资产减值损失	-0	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	15	13	15	16
营业利润	279	303	363	459
加: 营业外收入	2	0	0	0
减: 营业外支出	3	0	0	0
利润总额	278	303	363	459
所得税费用	55	67	85	115
净利润	222	236	278	344
减: 少数股东损益	50	55	65	83
归属于母公司所有者的净利润	173	182	212	262
每股收益 (元)	0.75	0.79	0.92	1.13

资料来源: 中投证券研究所

假设定向增发在 09 年顺利完成并实现被收购酒店资产的并表。

情景分析一: 未来三年南山景区并没有进行门票分成

表 8: 不考虑门票分成情况下本次定向增发完成前后业绩对比

	09E	10E	11E
目前净利润 (百万元)	182	212	262
合计净利润 (百万元)	191	236	291
净利润增厚幅度	5%	11%	11%
目前总股本 (百万股)	2.31	2.31	2.31
合计总股本 (百万股)	2.91	2.91	2.91
总股本增厚幅度	26%	26%	26%
目前 EPS (元)	0.79	0.92	1.13
合计 EPS (元)	0.66	0.81	1.00

资料来源: 中投证券研究所

情景分析二: 南山门票分成问题 09 年获得解决, 上市公司获得门票收入 40%

表 9: 考虑门票分成情况下本次定向增发完成前后业绩对比

	09E	10E	11E
目前净利润 (百万元)	102	116	139
合计净利润 (百万元)	111	140	168
净利润增厚幅度	9%	20%	21%
目前总股本 (百万股)	2.31	2.31	2.31
合计总股本 (百万股)	2.91	2.91	2.91
总股本增厚幅度	26%	26%	26%

目前 EPS (元)	0.44	0.50	0.60
合计 EPS (元)	0.38	0.48	0.58

资料来源：中投证券研究所

在不考虑门票分成和 09 年完成本次定向增发条件下，我们预期公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.66、0.81、1.00 元。在未来三年南山景区门票按四六分成和 09 年完成本次定向增发条件下，则公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.38、0.48、0.58 元。目前公司股价对应 2010 年两种情形下的 PE 分别为 20 倍和 34 倍。如果不考虑门票分成，目前公司估值水平相对整个板块仍然偏低，但 09 或 10 年门票分成事宜可能尘埃落定毫无疑问将对股价造成打压。不过鉴于未来资产收购工作将循序渐进展开，公司中长期发展依旧具有较大看点。风险偏好型投资者可在股价调整后适度参与。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	358	429	554	716
现金	290	363	483	635
应收账款	35	37	39	44
其它应收款	10	12	12	14
预付账款	11	7	8	10
存货	11	11	12	13
其他	0	0	0	0
非流动资产	1500	1693	1736	1801
长期投资	210	350	350	350
固定资产	825	870	958	1038
无形资产	367	347	325	303
其他	98	127	103	110
资产总计	1858	2123	2289	2518
流动负债	495	453	433	423
短期借款	233	180	150	130
应付账款	77	77	83	92
其他	184	196	200	201
非流动负债	43	113	113	113
长期借款	0	70	70	70
其他	43	43	43	43
负债合计	537	566	546	536
少数股东权益	226	280	346	428
股本	231	231	231	231
资本公积	448	448	448	448
留存收益	416	598	719	874
归属母公司股东权益	1095	1277	1398	1553
负债和股东权益	1858	2123	2289	2518

现金流量表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	248	324	357	418
净利润	222	236	277	343
折旧摊销	61	63	69	77
财务费用	16	16	15	12
投资损失	-15	-13	-15	-16
营运资金变动	-37	25	9	1
其它	0	-2	2	0
投资活动现金流	-16	-243	-101	-128
资本支出	39	83	146	143
长期投资	13	181	-20	10
其他	37	21	24	25
筹资活动现金流	-139	-95	-136	-138
短期借款	5	-53	-30	-20
长期借款	-20	70	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-60	0	0	0
其他	-64	-112	-106	-118
现金净增加额	93	-13	120	152

利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1792	1786	1981	2207
营业成本	1056	1019	1120	1232
营业税金及附加	38	38	44	49
营业费用	218	223	238	247
管理费用	201	200	218	225
财务费用	16	16	14	11
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	15	13	15	16
营业利润	279	303	363	459
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	278	303	363	459
所得税	55	67	85	115
净利润	222	236	278	344
少数股东损益	50	55	65	83
归属母公司净利润	173	182	212	262
EBITDA	356	382	447	547
EPS (元)	0.75	0.79	0.92	1.13

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	-1.5%	-0.4%	10.9%	11.4%
营业利润	22.1%	8.6%	19.5%	26.5%
归属于母公司净利润	41.1%	5.2%	16.5%	23.3%
获利能力				
毛利率	41.1%	42.9%	43.5%	44.2%
净利率	9.6%	10.2%	10.7%	11.8%
ROE	15.8%	15.3%	16.1%	17.8%
ROIC	22.3%	23.9%	26.3%	30.6%
偿债能力				
资产负债率	28.9%	27.8%	24.8%	22.1%
净负债比率	45.22	44.18%	40.30	37.30%
流动比率	0.72	0.76	1.08	1.49
速动比率	0.70	0.73	1.05	1.46
营运能力				
总资产周转率	0.96	0.92	0.93	0.95
应收账款周转率	49	47	50	50
应付账款周转率	12.51	13.24	14.00	14.06
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.79	0.91	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.40	1.54	1.81
每股净资产(最新摊薄)	4.73	5.15	5.67	6.34
估值比率				
P/E	21.85	20.78	17.83	14.46
P/B	3.45	3.17	2.88	2.57
EV/EBITDA	10	10	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年《新财富》社会服务业第五名。

主要研究覆盖公司: 中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434