

买入(首次)

目标价格:

30.00 元

当前价格:

19.39 元

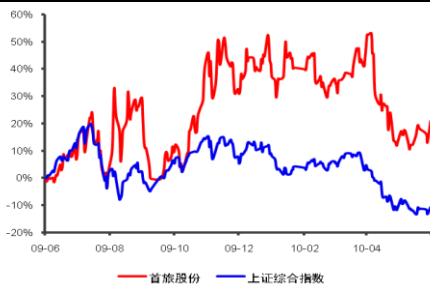
市场数据

商业零售指数	3500
三个月涨跌幅	-10.6%
上证综合指数	2586
沪深 300 指数	2780

基础数据

每股净资产(元)	4.50
资产负债率(%)	34.2%
总股本(百万)	231
流通股(百万)	231

相对股价表现



相关研究

研究员:

李项峰 (S0120109030554)

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

刘晓华(联系人)

8621-68761616-8515

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26

楼,200122

http://www.tebon.com.cn

南山如此多娇,群店荟萃终有时

报告摘要:

景区业务:公司目前持有南山文化 74.805%股权,南山文化是海南三亚南山景区的唯一经营实体。2009 年南山景区接待游客量达 280 万人次,同比增幅为 21.7%。07-09 年南山景区为公司累计贡献净利超过 3 个亿,约占公司净利润合计的 67.6%。南山景区已经成为公司最为重要的利润来源。基于海南国际旅游岛建设规划正式获批,海南旅游市场获得了前所未有的发展机遇,公司南山景区作为海南核心景区,是主要受益者之一。我们判断,10 年南山景区购票游客数量将增长 20.4%,届时将为公司带来超过 1.5 个亿的净利润。

酒店业务:公司三大酒店民族饭店、京伦饭店和前门饭店在 09 年平均房价和出租率均出现不同程度的下滑。进入 10 年以后,北京市星级酒店快速景气回暖,目前来看公司旗下民族饭店和前门饭店的客房出租率均在 60%-70%之间,京伦饭店也在 50%以上,与 09 年相比,上升幅度较为明显。基于星级酒店较大的业绩弹性,在 09 年低基数的基础上预计公司酒店业绩 10 年有望出现超预期反弹。

旅行社和展览广告:公司目前持有神舟国旅 51%股权。公司旅行社业务规模偏小且毛利率较低,我们预计 10 年该业务收入增幅在 20%左右。北展馆租金收入相对稳定,但旅游广告业务仍处暂停状态。

盈利预测及投资评级:我们预计公司 2010-2012 年收入分别增长 19.6%、10.6%和 10.3%,EPS 分别为 0.89 元/1.02 元/1.16 元。给予公司目标价格为 30 元/股,对应 10 年/11 年/12 年 PE 分别为 34 倍/29 倍/26 倍。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012 E	2013E	2014E
营业收入	1649	1973	2181	2406	2645	2901
(+/-,%)	-8.0%	19.6%	10.6%	10.3%	10.0%	9.7%
净利润	160	206	235	269	296	324
(+/-,%)	-7.6%	28.9%	14.3%	14.2%	10.2%	9.6%
毛利率(%)	46.7%	46.8%	47.3%	47.7%	47.9%	48.0%
ROE(%)	16.4%	19.8%	20.6%	21.3%	21.3%	21.4%
EPS(元)	0.69	0.89	1.02	1.16	1.28	1.40

目 录

1.公司业务构架	1
2.景区业务	2
2.1 南山景区受益于海南国际旅游岛规划.....	2
2.2 景区业务支撑公司绝大部分业绩	3
2.3 南山门票分成问题依然无法在短期内解决.....	4
2.4 南山景区业务盈利预测	5
3.酒店业务	6
3.1 2010 年公司三大星级酒店业绩有望大幅回升.....	6
3.2 集团拥有大量优质酒店资产,未来有望逐步注入公司.....	7
4.旅行社业务	8
5.展览广告业务	9
6.其它投资业务	9
7.盈利预测	10

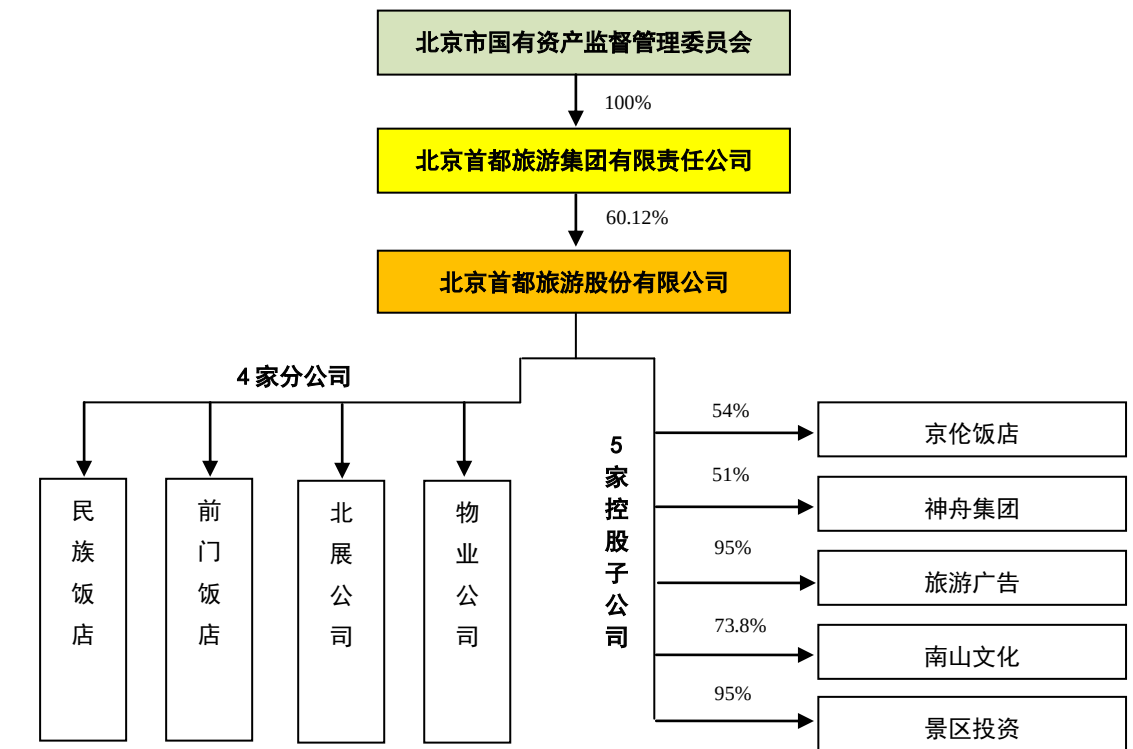
图 表

图表 1 公司的股权结构及主要分子公司	1
图表 2 公司主营业务的收入比例变化情况	2
图表 3 公司各项业务盈利能力比较	2
图表 4 三亚接待过夜游客人数持续增长	3
图表 5 三亚旅游收入快速增长	3
图表 6 景区收入规模正持续快速扩大	4
图表 7 景区已成为公司最重要的盈利增长点.....	4
图表 8 南山景区对公司业绩贡献持续扩大	4
图表 9 南山文化公司盈利预测	5
图表 10 公司酒店经营收入随市场环境而大幅波动.....	7
图表 11 公司酒店业务毛利率水平居行业前列.....	7
图表 12 北京市四星级酒店房价及出租率.....	7
图表 13 首旅集团旗下酒店资源及酒店管理公司.....	8
图表 14 旅行社业务规模提升缓慢	9
图表 15 首旅、国旅、中青旅毛利率比较.....	9
图表 16 公司主要投资业务	10
图表 17 公司分业务收入预测表	11

1.公司业务构架

公司目前下设 4 家分公司（民族饭店、前门饭店、北展馆、物业公司）和 5 家子公司（京伦饭店、神舟集团、旅游广告、南山文化、景区投资），业务涉及景区、酒店、旅行社和展览广告等多个领域(如下表所示)。

图表 1 公司的股权结构及主要分子公司

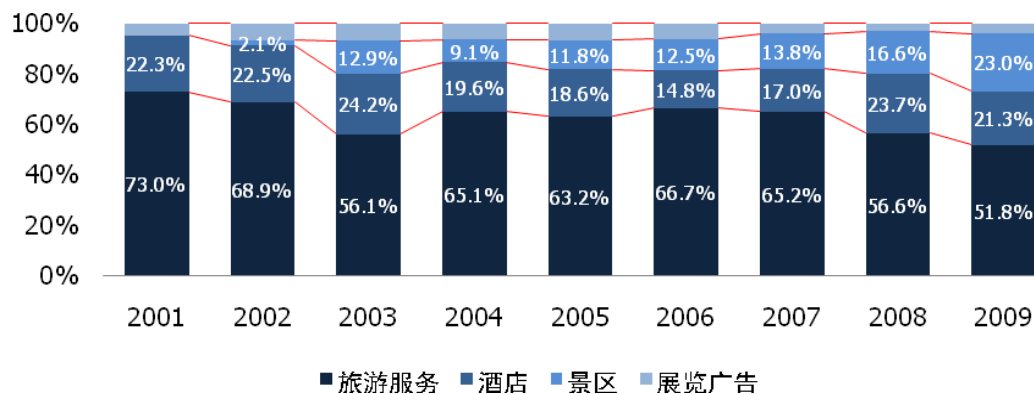


资料来源:公司公告, 德邦研究

收入结构来看,旅行社业务尽管依旧占据主要位置,但其占比已呈逐年下滑趋势,即从 2001 年的 73%降至 2009 年的 51.8%,降幅超过 20 个百分点。酒店业务占据主业收入的比重相对稳定,目前基本维持在 21%左右。2002 年公司投资收购了海南南山文化旅游开发公司 74%的股权,至此开始景区业务便成为了公司一大新的核心主业。02-09 年南山景区的游客数量和收入规模持续扩大,截至 2009 年南山景区接待游客 280 万人次,其贡献的收入约占公司收入总额的 23%,超越了酒店业务,已成为近年来公司最大的收入来源。

基于业务的盈利性差异及其对宏观经济环境的依赖程度不同,08-09 年公司各项业务的利润贡献已呈非常不均衡之分布。旅行社尽管占据收入比重的大头,但由于毛利率偏低且受外部环境冲击较大,已连续几年出现了亏损,08 年/09 年分别为-44 万元和-487 万元。公司景区业务营业利润率超过 50%,远高于酒店、展览广告等其它业务,08 年/09 年景区贡献了公司 53.9%和 82.7%的营业利润。景区业务已经成为公司未来业绩增长的最大支撑。

图表 2 公司主营业务的收入比例变化情况



资料来源: 德邦研究

图表 3 公司各项业务盈利能力比较

	景区			旅游服务			酒店			展览广告			合计
	2008	2009	+/-	2008	2009	+/-	2008	2009	+/-	2008	2009	+/-	2009
营业收入(万元)	31,142	37,984	22.0%	106,202	85,533	-19.5%	44,492	35,195	-20.9%	5,729	6,272	9.5%	164,937
营业费用(万元)	6,873	7,747	12.7%	4,787	4,389	-8.3%	9,066	8,849	-2.4%	2,811	2,892	2.9%	23,860
营业利润(万元)	16,397	21,088	28.6%	-44	-487	-	12,191	4,795	-60.7%	1,851	2,169	17.2%	25,475
营业利润率(%)	52.7%	55.5%	-	0.0%	-0.6%	-	27.4%	13.6%	-	32.3%	34.6%	-	15.4%
折旧摊销(万元)	2,515	2,627	4.5%	166	155	-6.5%	3,348	3,445	2.9%	824	822	-0.3%	7,122

2. 景区业务

南山景区简介:南山景区位于海南省三亚市西南 40 公里,是融热带海洋风光、中国佛教文化、福寿文化、历史古迹于一体,生态旅游和休闲度假于一身的大型主题园区。景区作为三亚热带海滨国家重点风景名胜区的组成部分,总规划面积达 50 平方公里,其核心景点包括“三园一寺一谷一湾”,即观音文化苑、慈航普渡园、吉祥如意园、南山寺、长寿谷、南山湾。

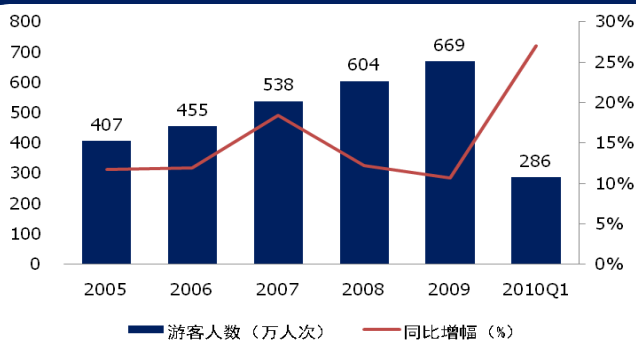
2.1 南山景区受益于海南国际旅游岛规划

公司的景区业务主要是指位于海南省三亚市的南山景区,据统计,南山目前是海南省接待游客量最大的旅游景区,已经入围国家第一批 5A 级景区(2007 年 5 月)。

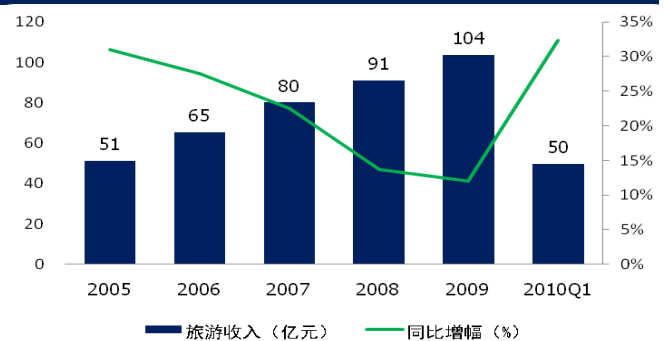
海南省近年的旅游业呈现跨域式发展,目前已确定超过云南省,成为国内旅游第一目的地,公司南山景区受益于海南旅游市场繁荣的外部环境。2009 年,海南省接待旅游过夜人数

达到 2250 万人次,同比增长 9.2%。2010 年 6 月,《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》正式获批,将为海南旅游产业的持续扩张提供充分的政策支持和优越的外部环境。三亚市是海南省内重要旅游市场,约占全省接待游客人数的 30%,2009 年三亚市共计接待旅游过夜人数达 669 万人次,同比增长 10.7%,增幅要高于海南省的平均水平。2010 年 1 季度,三亚市游客接待量、旅游收入分别同比增幅达到 27%和 32%,三亚境内酒店出租率也从 09 年的 62%上升至目前的 85%,区域旅游市场呈现繁荣景气态势。

图表 4 三亚接待过夜游客人数持续增长



图表 5 三亚旅游收入快速增长



资料来源:德邦研究

07-09 年公司旗下南山景区接待游客规模分别为 193 万人次、230 万人次和 280 万人次,占到同期三亚游客接待数量的 35.9%、38.1%、41.9%,说明南山景区在三亚乃至海南旅游市场具有举足轻重的地位和影响力。

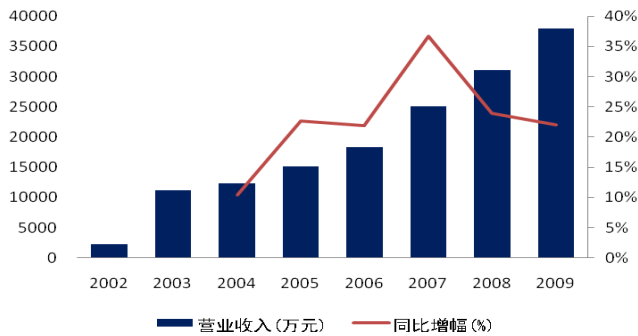
2.2 景区业务支撑公司绝大部分业绩

公司于 2002 年 9 月以自筹资金 3.3 亿元收购了海南南山旅游发展有限公司持有的南山文化旅游开发有限公司 74%的股权,后者即为南山景区的唯一经营主体。2003 年由于其他股东增资原因,公司直接持股比例由原来的 74%降至现在的 73.808%。目前,公司直接和间接合计持有南山文化旅游开发公司 74.805%的股权(其中公司控股子公司景区投资持有南山文化 0.997%股权)。

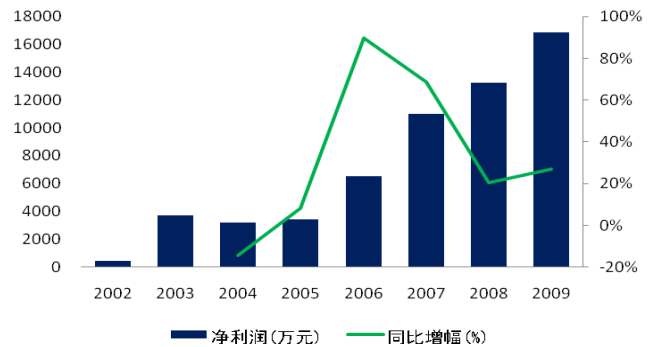
自收购南山景区以来,公司主业收入和利润持续扩大,景区业务已成为公司目前最重要的盈利增长点。03-09 年南山景区业务收入复合增长率达到 22.67%,远远超过同期公司主业的收入增幅(11.33%)。景区业务收入占比也从 02 年的 2.1%、03 年的 12.9%上升至 08 年的 16.6%和 09 年的 23%。

目前景区业务的毛利率高达 93%,高出公司的综合毛利率水平近一倍之多。以 09 年为例,景区业务占到公司主业收入的 23%,但该业务实际贡献的营业利润则高达 82.78%。若以目前 74.805%的持股比例计算,07-09 年公司从该景区累计获得权益净利超过 3 亿元,即相当于贡献了公司归属于母公司所有者净利润的 67.6%。

图表 6 景区收入规模正持续快速扩大

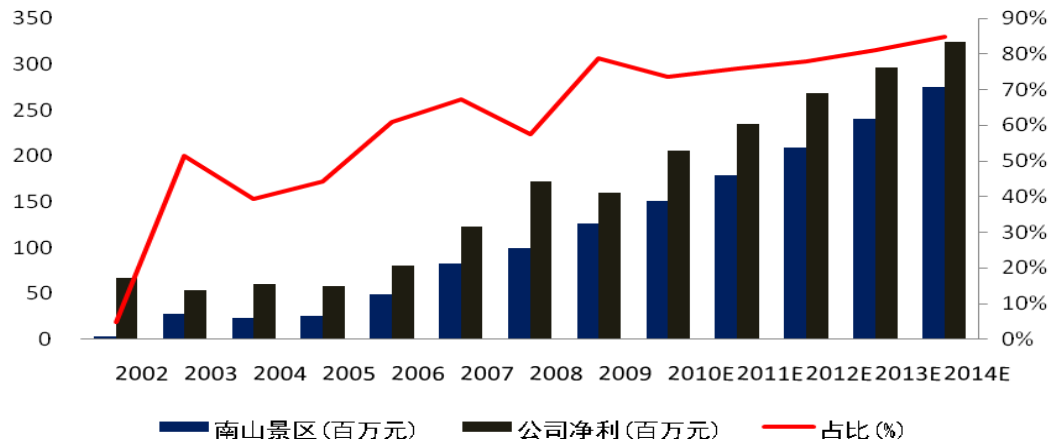


图表 7 景区已成为公司最重要的盈利增长点



资料来源:德邦研究

图表 8 南山景区对公司业绩贡献持续扩大



资料来源:德邦研究

2.3 南山门票分成问题依然无法在短期内解决

南山门票分成问题由于景区内核心景点观音苑大佛资产的权属最终没有确定(观音苑大佛资产并非南山文化公司所有,但根据“一门一票”收费原则,南山观音苑与南山文化旅游区实行统一门票,目前景区门票由南山文化公司统一收取),致使公司至今无法确定门票分成主体,也无法形成正式的分成协议,因此无法对南山门票分成款进行准确计量,更无法实行计提和支付。

公司、首旅集团曾与三亚市国资公司及海上观音圣像建设单位对于南山景区门票分成问题进行过多次协商,但因三亚市国资公司与海上观音圣像建设单位对圣像资产权属未能达成共识,导致协商未取得实质性进展。2008年11月,公司董事会审议通过了《关于南山门票收入分成的议案》,决议门票分成协议今后何时正式生效何时再对以后年度门票收入进行分成,且对以前年度公司收取的全部门票收入不再追溯分成。

我们认为,南山景区门票分成协议何时能够正式签署,在短期内依然无法确定。目前门票收入约占景区总收入的 60%-65% (07-09 年分别为 59.2%、60.6%、65.2%)。若以公司 08 年提议的 4:6 的分成比例计算,08-09 年南山景区的营业收入将分别减少 36.4%和 39.1%,扣除所得税因素后直接影响景区净利润减少 17.0%和 18.1%。

2.4 南山景区业务盈利预测

目前南山景区的收入主要由门票、住宿、餐饮及旅游车等构成。基于该景区当前的实际经营境况判断,我们认为,南山未来几年游客接待数量尚存较大增长空间,预计 10-12 年景区实际购票人数分别为 337 万人次、392 万人次、453 万人次,同比增长 20.4%、16.4%和 15.3%。此外,景区有效票价在 09 年基础上略有提升。

以 74.81%的持股比例计算,预计 10-12 年景区产生的权益净利润分别为 1.51 亿元、1.78 亿元和 2.09 亿元,为同期公司贡献 EPS 分别为 0.65 元/0.77 元/0.90 元。

图表 9 南山文化公司盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
购票游客 (万人次)	193	230	280	337	392	453	517	586
(+/-,%)		19.2%	21.7%	20.4%	16.4%	15.3%	14.3%	13.3%
有效票价 (元/人次)	79	82	88	90	91	92	93	94
门票收入 (万元)	15,163	18,877	24,755	30,346	35,706	41,636	48,113	55,092
其它收入 (万元)	10,434	12,265	13,229	16,340	19,226	22,419	25,907	29,665
收入总计 (万元)	25,597	31,142	37,984	46,686	54,932	64,055	74,020	84,757
(+/-,%)	36.7%	21.7%	22.0%	22.9%	17.7%	16.6%	15.6%	14.5%
净利润 (万元)	11,006	13,268	16,831	20,217	23,884	27,976	32,112	36,771
(+/-,%)		20.5%	26.9%	20.1%	17.9%	17.3%	14.8%	14.5%
持股比例(%)	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%
权益净利 (万元)	8,233	9,925	12,591	15,124	17,837	20,927	24,022	27,506
EPS(元)	0.36	0.43	0.54	0.65	0.77	0.90	1.04	1.19

资料来源:德邦研究

3. 酒店业务

3.1 2010 年公司三大星级酒店业绩有望大幅回升

公司目前拥有 3 家四星级酒店,分别是民族饭店、京伦饭店和前门饭店。

民族饭店:1959 年正式对外营业,是建国十周年十大建筑之一,毗邻北京西单商业区和金融街。民族饭店共 11 层,拥有客房 516 间,目前以商旅客人为主,团队客人较少。

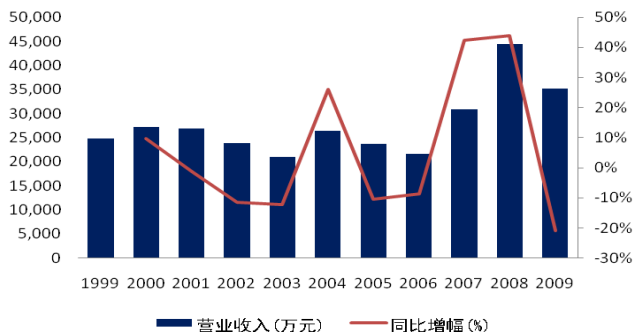
京伦饭店:位于北京东长安街,地处建国门外 CBD 地区,于 1984 年 9 月正式对外营业,是北京市最早的四星级合资酒店之一。目前,公司直接持有京伦饭店 54%的股权。

京伦饭店以接待日韩客人为主,首旅日航作为公司关联方,为酒店提供日常管理服务,08-09 年京伦饭店向首旅日航支付的管理费分别为 340 万元和 211 万元。

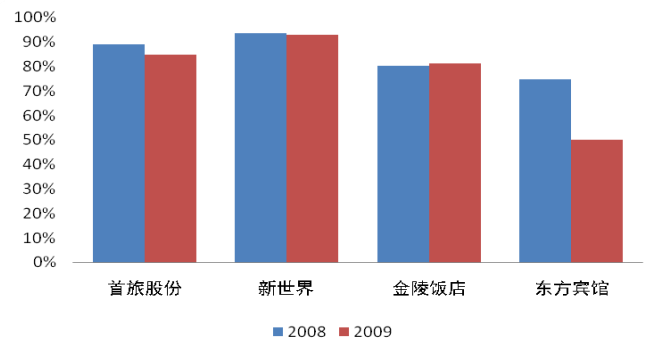
前门饭店:2009 年 1 月公司以 3.35 亿元价格收购了前门饭店。前门饭店系首旅集团控股子公司首酒集团所属分公司,于 1956 年 7 月正式对外营业,该酒店经营面积 3.24 万 m^2 ,客房 410 套,中、西餐厅及宴会厅共计 11 个,不同规格的会议室、多功能厅 10 个。前门饭店作为有着 50 余年历史的老饭店,经过多年的不断发展,经济效益逐年稳步增长。目前,该饭店在欧美传统市场中具有较强的市场竞争力,欧美客人所占比例高达 50%以上。2009 年,前门饭店平均房价为 303 元,出租率为 60.15%,全年实现营业收入 6567 万元,利润总额 50 万元。

酒店业务是公司的核心主业,09 年贡献了公司 21.3%的主业收入和 18.8%的营业利润。2009 年由于受到国内外宏观经济环境影响,公司酒店的出租率和客房价均出现不同程度的下降。进入 2010 年以来,国内星级酒店景气度明显回升。以北京市为例,2010 年 1-4 月份四星级酒店平均房价约为 430 元,出租率也达到 55%,与 09 年相比均有比较明显的提升。公司三家星级酒店在北京地区具有较高的品牌优势和美誉度,客房价和出租率均要高于地区行业平均水平。民族饭店目前平均房价在 600 元/间以上,相比 09 年增幅在 20%左右;京伦饭店平均房价比民族饭店略低,但也超过 500 元/间,与 09 年均价相比,提升幅度也是非常明显的。前门饭店 09 年平均房价为 303 元/间,预计 10 年提升空间也相当可观。此外,从客房出租率来看,三家酒店目前均维持在 50%以上,其中民族饭店和前门饭店较高,达到 60%-70%之间。基于国内星级酒店市场环境趋于回暖以及公司三家酒店当前的实际经营情况,我们判断 2010 年公司酒店业务业绩有望出现较大幅度反弹,预计酒店营业收入增幅将超过 17%。

图表 10 公司酒店经营收入随市场环境而大幅波动

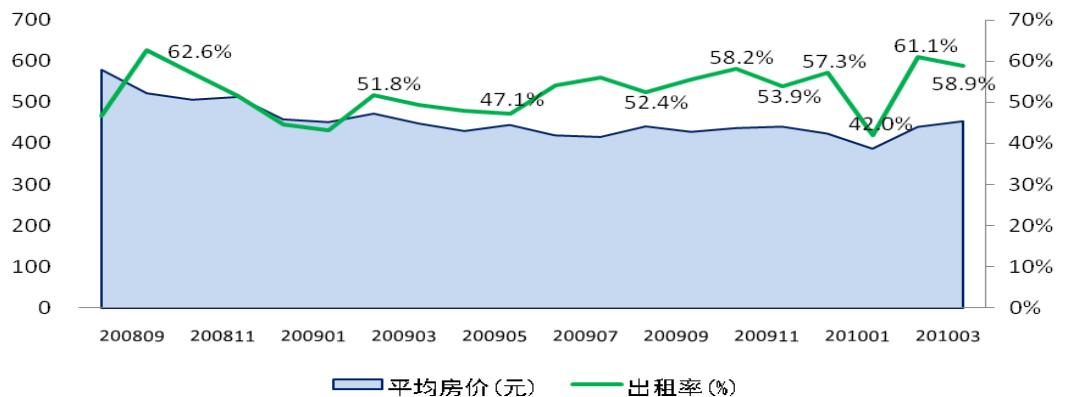


图表 11 公司酒店业务毛利率水平居行业前列



资料来源:德邦研究

图表 12 北京市四星级酒店房价及出租率



资料来源:德邦研究

3.2 集团拥有大量优质酒店资产,未来有望逐步注入公司

公司目前已提出酒店主业的长远发展规划,确立成为以北京地区酒店投资及景区经营为主业的上市公司。因此,提高公司在北京地区星级酒店的市场份额是其未来几年内的主要发展战略。

我们认为,收购集团旗下的优质酒店资源将成为公司今后业务拓展的基本路径。公司控股股东-首旅集团是国内大型旅游产业集团,在全国旅游服务行业中居于前列,旗下拥有的全资、控股(含间接控股)参股的在京酒店,除本公司的民族饭店、京伦饭店和前门饭店外,还有 20 余家星级酒店,主要集中在长安街沿线、西苑、燕莎商圈等地。首旅集团之前已明确提出,要通过首旅股权这一资本平台加快酒店资产证券化进程,将下属酒店资产逐步注入到公司当中来。

2009 年 6 月,公司向证监会提交了非公开发行股票申请,拟收购集团旗下的和平宾馆 77.68%股权和新侨饭店 100%股权。和平宾馆成立于 1984 年,现有客房 401 间,是一家

四星级的合资酒店。酒店地处紫禁城畔，毗邻王府井大街，交通十分便利。2008 年和 2009 年 1-3 月份，和平宾馆分别实现净利润 2279.6 万元和-246.8 万元。新侨饭店成立于 1986 年，为四星级的合资酒店。酒店位于北京繁华的崇文门十字路口，占地 9308 m²，建面 59267 m²，现有客房 700 间，2008 年和 2009 年 1-3 月份新侨饭店实现净利润 769.6 万元和-908.5 万元。由于南山门票分成问题无法在近期内予以解决，公司目前已经撤回了非公开发行股票的申请报告。

我们认为,南山门票分成问题只是影响公司酒店资产重组进程的一个短期性因素,从长远来看,首旅集团整合旗下的酒店资源之意图和方向已是非常明确,因此建议重点把握公司未来酒店业务的扩张前景。

图表 13 首旅集团旗下酒店资源及酒店管理公司

五星级饭店	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
四星级饭店	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 香山饭店 西安建国饭店 前门饭店 新侨饭店
三星级及以下星级饭店	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
酒店管理公司	首旅建国 首旅酒店集团 首旅日航 凯燕国际饭店管理有限公司 如家酒店集团 欣燕都经济型酒店连锁 新京伦酒店管理有限公司 北京谭阁美饭店管理有限公司

资料来源:德邦研究

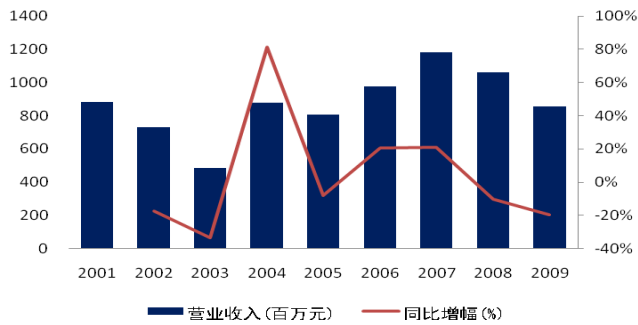
4.旅行社业务

公司旅行社业务主要是神舟国旅,目前公司直接持有神舟国旅 51%股权,神舟国旅业务范围包括入境游、出境游和国内游等。

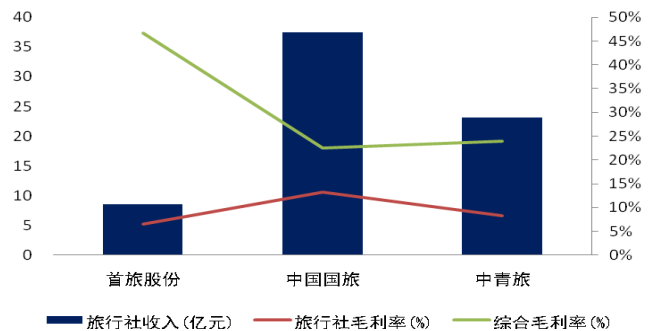
神舟国旅的业务主要集中在北京地区,而从近年情况来看,北京旅行社市场竞争非常激烈,这在很大程度上制约了公司旅行社业务的发展。下图表明,与中国国旅、中青旅相比,公司旅行社的收入规模依然偏小。

从盈利水平来看,公司 09 年旅游服务毛利率仅为 6.49%,远低于中青旅和中国国旅的水平,但由于公司的竞争优势主要在于景区和酒店,因此其综合毛利率要高于后者。实际上,尽管公司 08 年/09 年旅行社业务出现了阶段性亏损,但对其整体业绩的影响并非那么明显。

图表 14 旅行社业务规模提升缓慢



图表 15 首旅、国旅、中青旅毛利率比较



资料来源:德邦研究

5. 展览广告业务

目前公司展览广告业务收入主要来源于北展馆的租金收入,旅游广告公司贡献比例很小。北展馆经营相对稳定,07-09 年产生收入分别达到 7090 万元、5722 万元、6206 万元,每年贡献净利在 1000 万元左右。

公司直接持有旅游广告公司 95% 股权,旅游广告公司主要经营户外广告业务。由于奥运会前期北京市政府开展全面清理整顿户外媒体的行动,公司所属旅游广告公司所有户外广告牌均被拆除,目前公司旅游广告业务仍处暂停状态。

6. 其它投资业务

公司投资收益主要来源于 4 家联营企业,具体包括首汽股份 (18.28%)、宁夏沙湖 (30%)、胡同游 (34%)、北京国旅 (49%),另外还持有北京星辰方舟国际旅行社 30% 股权。

首汽股份业务范围主要为汽车出租及修理,盈利能力较为稳定,09 年贡献净利 1500 万元,构成目前公司投资收益的最大部分。公司于 03 年 12 月参股收购了宁夏沙湖旅游股份有限公司 30% 股权,宁夏沙湖是国家三十五个王牌景区之一的 4A 级风景区,09 年分别实现收入和净利 1.4 亿元和 1511 万元,同比增幅达到 28.5% 和 67.5%,该景区目前经营状况良好,我们认为,10 年有可能成为提升公司业绩增长的又一大亮点。其它如北京国旅和胡同游等盈利规模均偏小,星辰方舟处于亏损状态。

图表 16 公司主要投资业务

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
首汽股份	持股比例(%)	20.19%	20.19%	20.19%	20.19%	18.28%	18.28%	18.28%	18.28%	18.28%
(1999-03)	贡献净利(万元)	479	784	1164	589	470	504	700	822	1502
宁夏沙湖	持股比例(%)			30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
(2003-12)	贡献净利(万元)			345	396	302	345	413	271	453
胡同游	持股比例(%)	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
(2001-08)	贡献净利(万元)	-5	13	16	16	17	16	20	30	1
北京国旅	持股比例(%)					49%	49%	49%	49%	49%
(2000-05)	贡献净利(万元)					49	73	91	33	34

资料来源:公司公告, 德邦研究

7. 盈利预测

公司酒店业务09年受宏观经济影响,平均房价和出租率均出现大幅下滑,10年以来正处于景气回升的通道中,基于当前公司三大酒店的实际经营状况判断,我们认为公司酒店业务在10年业绩快速反弹将成为大概率事件,预计全年酒店收入在09年较低基数的基础上同比增幅为17.7%。

预计南山景区的游客接待量在2010年继续快速增长,主要逻辑在于:1)海南国际旅游岛建设规划正式获批,2010年海南旅游市场将迎来新的发展机遇,公司南山景区作为当地核心景区,是主要受益者之一。2)南山景区经过几年培育,目前正步入成熟阶段,景区内各项基础设施和服务设施日益完善。3)与09年相比,国内旅游景区外部环境有较为明显的改善。

公司神舟旅行社在经历前期的经营困境之后,在10年受行业整体景气回暖刺激下,有望出现一定幅度的反弹,谨慎预计20%的增幅。北展馆未来几年经营相对稳定。

综合以上分析,我们认为10-12年公司营业收入分别为19.7亿元/21.8亿元/24.1亿元,同比分别增长19.6%、10.6%、10.3%;归属于母公司所有者净利润分别为2.06亿元/2.35亿元/2.69亿元,同比分别增长28.9%、14.3%、14.2%;EPS分别为0.89元/1.02元/1.16元。

图表 17 公司分业务收入预测表

		2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
酒店	收入额(万元)	23,722	21,696	30,908	36,148	35,158	41,370	43,348	45,021	46,315	47,208
	(+/-, %)		-8.5%	42.5%	17.0%	-2.7%	17.7%	4.8%	3.9%	2.9%	1.9%
	毛利率(%)			87.8%	89.0%	84.7%	86.0%	86.5%	87.0%	87.5%	88.0%
景区	收入额(万元)	15,082	18,377	25,123	31,142	37,984	46,686	54,932	64,055	74,020	84,757
	(+/-, %)		21.9%	36.7%	24.0%	22.0%	22.9%	17.7%	16.6%	15.6%	14.5%
	毛利率(%)			92.9%	93.2%	93.2%	93.2%	93.2%	93.2%	93.2%	93.2%
展览广告	收入额(万元)	8,186	8,761	7,142	5,753	6,297	6,600	7,000	7,350	7,650	7,900
	(+/-, %)		7.0%	-18.5%	-19.4%	9.5%	4.8%	6.1%	5.0%	4.1%	3.3%
	毛利率(%)			90.9%	100.0%	99.3%	99.3%	99.3%	99.3%	99.3%	99.3%
旅游服务	收入额(万元)	80,855	97,612	118,309	106,178	85,498	102,598	112,858	124,144	136,558	150,214
	(+/-, %)		20.7%	21.2%	-10.3%	-19.5%	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率(%)			5.7%	6.3%	6.5%	6.5%	6.7%	6.9%	7.1%	7.3%
合计	收入额(万元)	127,844	146,445	181,481	179,221	164,937	197,254	218,137	240,570	264,543	290,078
	毛利额(万元)	46,734	48,829	63,692	73,578	76,974	92,312	103,205	114,732	126,804	139,347
	毛利率(%)	36.5%	33.3%	35.1%	41.1%	46.7%	46.8%	47.3%	47.7%	47.9%	48.0%
	成本额(万元)	81,110	97,616	117,789	105,643	87,964	104,942	114,933	125,838	137,739	150,732

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
流动资产	277	560	744	872					
现金	290	467	659	761					
应收账款	35	46	34	54					
其他应收款	10	14	15	17					
预付款项	11	16	17	19					
存货	11	17	19	21					
其他流动资产	-80	0	0	0					
非流动资产	1,610	1,564	1,514	1,465					
长期股权投资	210	218	218	218					
固定资产	825	835	801	767					
无形资产	367	398	386	373					
其他非流动资产	208	113	110	108					
资产总计	1,887	2,124	2,259	2,337					
流动负债	337	451	588	634					
短期借款	233	150	250	270					
应付账款	77	88	103	106					
其他流动负债	27	213	235	258					
非流动负债	347	346	176	16					
长期借款	0	330	160	0					
其他非流动负债	347	16	16	16					
负债合计	683	797	764	650					
少数股东权益	226	286	350	422					
股本	231	231	231	231					
资本公积	448	252	252	252					
留存收益	416	555	660	779					
归属母公司股东权益	1,095	1,039	1,143	1,263					
负债和股东权益	1,887	2,122	2,257	2,335					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流	274	327	393	387					
净利润	203	261	299	341					
折旧摊销	71	49	49	49					
财务费用	18	22	20	14					
投资损失	-15	-18	-19	-20					
营运资金变动	-2	13	44	2					
投资活动现金流	-360	16	19	19					
资本支出	46	0	0	0					
长期投资	25	3	0	0					
其他投资现金流	-290	19	19	19					
筹资活动现金流	-1	-85	-221	-304					
短期借款	5	-83	100	20					
长期借款	-20	330	-170	-160					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	-60	-195	0	0					
其他筹资现金流	74	-137	-151	-164					
现金净增加额	-88	257	192	103					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
营业收入	1,649	1,973	2,181	2,406					
营业成本	880	1,049	1,149	1,258					
营业税金及附加	39	47	52	58					
营业费用	239	256	286	315					
管理费用	234	266	294	325					
财务费用	18	22	20	14					
资产减值损失	0	0	0	0					
公允价值变动净收益	0	0	0	0					
投资净收益	15	18	19	20					
汇兑净收益	0	0	0	0					
营业利润	255	349	398	455					
营业外净收支	0	0	0	0					
利润总额	255	349	398	455					
所得税	52	87	100	114					
未确认的投资损失	0	0	0	0					
净利润	203	261	299	341					
少数股东损益	43	56	64	73					
归属母公司净利润	160	206	235	269					
EBITDA	344	420	468	519					
EPS (元)	0.69	0.89	1.02	1.16					

主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
成长能力									
营业收入	-8.0%	19.6%	10.6%	10.3%					
营业利润	-8.6%	36.8%	14.3%	14.2%					
归属于母公司净利润	-7.6%	28.9%	14.3%	14.2%					
盈利能力									
毛利率(%)	46.7%	46.8%	47.3%	47.7%					
净利率(%)	9.7%	10.4%	10.8%	11.2%					
ROE(%)	16.4%	19.8%	20.6%	21.3%					
偿债能力									
资产负债率(%)	36.2%	37.5%	33.8%	27.8%					
流动比率	0.82	1.24	1.27	1.37					
速动比率	0.79	1.20	1.23	1.34					
营运能力									
总资产周转率	0.88	0.98	1.00	1.05					
净资产周转率	1.60	1.96	2.00	2.00					
每股指标(元)									
EPS	0.69	0.89	1.02	1.16					
每股净资产	4.21	4.49	4.94	5.46					
每股经营现金流	1.18	1.41	1.70	1.67					
估值比率									
P/E	28.10	21.81	19.09	16.71					
P/B	4.61	4.32	3.92	3.55					
P/S	2.72	2.27	2.06	1.87					
EV/EBITDA	13.45	11.03	9.90	8.93					

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能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本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。