



社会服务业/社会服务

首旅股份 (600258)

等待价值体现

——首旅股份深度报告


 许娟娟
 021-38676545
 xujuanjuan@gtjas.com
 S0880209110635

本报告导读:

公司低估值源于市场对南山门票分成后利润漏出的担忧,我们考虑多方因素,认为影响不大,且预期中的酒店资产注入将提升公司价值,目前股价低估,建议增持。

投资要点:

- **景区酒店是利润的主要来源。**公司主要经营旅行社、景区、酒店以及展览广告四块业务,分别由神舟集团子公司、南山文化子公司、两家酒店分公司+京伦饭店子公司、北展展览分公司经营。其中,旅行社是公司收入的主体,景区酒店是利润的主体。不考虑政策和门票分成,南山景区收入增速将维持 20% 左右。
- **基于我们的假设,综合考虑南山门票分成和海南国际旅游岛落成,公司 2010 年利润受此影响不大。**公司目前正在集团的协同下促成南山门票分成问题的解决。假设南山门票于 2012 年分成,2010 年海南国际旅游岛落成,则 2012 年景区业务的利润同比下滑幅度不明显,公司仍将维持约 12% 的净利润增速。
- **集团酒店资产注入尚待南山景区门票分成问题的解决,酒店资产注入的意义在于资产重估后的公司价值提升。**公司是集团酒店资产的整合平台,预计公司未来仍会选择股权收购集团酒店资产,而南山景区门票分成未决影响了公司酒店业务的发展。根据 09 年集团酒店资产注入方案,预计未来集团酒店资产注入后,酒店资产重估将为公司价值提升提供支撑。
- **盈利预测及投资建议:**预计 2010-2012 年,公司净利润增速分别为 25%、28%、12%,EPS 分别为 0.86、1.1、1.23 元。按照 10 年 10 月 15 日收盘价 21.7 元计算 2011-2013 年 PE 分别为 25、20、18 倍,远低于行业 39、32、27 倍的整体估值水平。公司目前的低估值源于市场对南山门票分成引起的利润漏出的担忧,我们综合分析多方面因素后认为目前股价过多地反映了市场的担忧,建议参考公司 2011 年业绩,按照分部估值给予目标价 32.5 元,提升至“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,792	1,649	2,268	2,566	2,814
(+/-)%	-2%	-8%	38%	13%	10%
经营利润 (EBIT)	280	258	376	501	604
(+/-)%	20%	-8%	46%	33%	20%
净利润	172.71	159.66	198.85	254.41	283.86
(+/-)%	41%	-8%	25%	28%	12%
每股净收益 (元)	0.75	0.69	0.86	1.10	1.23
每股股利 (元)	0.37	0.60	0.43	0.55	0.61

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	15.6%	15.6%	16.6%	19.5%	21.5%
净资产收益率 (%)	15.8%	16.4%	16.8%	19.4%	19.5%
投入资本回报率 (%)	20.3%	17.7%	19.3%	21.4%	24.3%
EV/EBITDA	13.8	14.2	10.9	8.3	6.9
市盈率	29.1	31.5	25.3	19.7	17.7
股息率 (%)	1.7%	2.8%	2.0%	2.5%	2.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 32.50

上次预测: 18.00

当前价格: 21.70

2010.10.18

交易数据

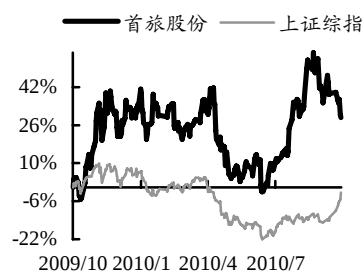
52 周内股价区间 (元)	15.88-26.32
总市值 (百万元)	5,021
总股本/流通 A 股 (百万股)	231/231
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	73

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	938
每股净资产	4.05
市净率	5.4
净负债率	41%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.22	0.27
Q2	0.15	0.22
Q3	0.16	0.19
Q4	0.16	0.19
全年	0.69	0.86

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-16%	21%	31%
相对指数	-27%	-2%	31%

相关报告

- 《首旅股份公司 2010-09-13 调研提纲》
2010.09.06
- 《南山景区业绩提升弥补酒店业绩下滑》
2009.08.20
- 《受益于奥运高房价, 08 年业绩稳定增长》
2009.03.18
- 《南山门票分成重新计入公司利润》
2008.11.11
- 《三季度业绩改善受益于奥运酒店高房...》
2008.10.27

模型更新时间: 2010.10.18

股票研究

社会服务

社会服务业

首旅股份 (600258)

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 32.50

上次预测: 18.00

当前价格: 21.70

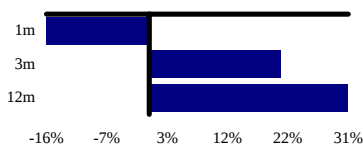
公司网址

www.bct2000.com

公司简介

首旅股份目前主要经营旅游饭店、旅游景区、旅行社、旅游产品开发及销售、承办展览展示活动等。旗下拥有3家分公司、5家控股公司和多家参股公司,拥有京伦饭店、民族饭店、神舟国旅旅行社和海南南山景点等知名品牌。公司拟2008年上半年完成公司公开增发的再融资工作,收购和平宾馆、新侨饭店、前门饭店。收购完成公司将拥有4家4星级酒店,1家3星级酒店,5家酒店均为奥运签约饭店。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

15.88-26.32

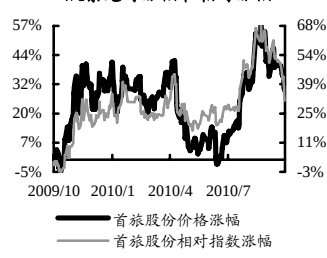
市值 (百万)

5,021

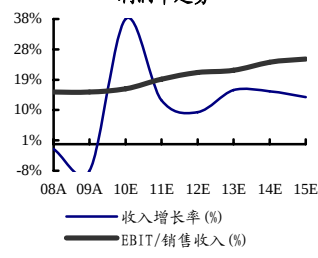
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
主营业务	1,792	1,649	2,268	2,566	2,814	3,270	3,786	4,320
税金及附	1,056	880	1,322	1,444	1,547	1,779	1,979	2,222
主营业务	38	39	54	61	67	78	90	103
其他业务	698	731	892	1,061	1,200	1,414	1,716	1,995
营业费用	0	0	0	0	0	0	0	0
管理费用	218	239	328	358	385	447	517	590
EBIT	201	234	188	201	212	244	271	305
财务费用	280	258	376	501	604	723	928	1,100
营业利润	16	18	22	40	48	37	53	52
所得税	279	255	354	462	556	686	875	1,049
少数股东	55	52	75	102	139	172	219	262
净利润	50	43	82	106	134	165	210	252
资产	173	160	199	254	284	350	447	535
货币	290	210	340	385	422	392	416	432
其他流动	67	67	99	112	123	143	165	188
长期投资	210	218	218	218	218	218	218	218
固定资产	871	905	1,293	1,567	1,578	2,176	2,519	2,999
无形及其	420	459	500	545	595	649	709	775
资产合计	1,898	1,915	2,506	2,883	2,991	3,634	4,084	4,669
流动负债	495	337	633	776	609	912	928	993
长期负债	35	334	334	334	334	334	334	334
股东权益	1,095	973	1,187	1,314	1,456	1,631	1,854	2,122
投入资本	1,104	1,162	1,566	1,870	1,914	2,536	2,904	3,416
现金流量								
NOPLA	224	205	302	400	465	551	709	838
折旧与摊	61	71	72	92	108	114	145	166
流动资金	(56)	15	26	15	16	31	35	34
资本支出	(69)	(144)	(501)	(411)	(168)	(766)	(547)	(712)
自由现金	(130)	(119)	(501)	(411)	(168)	(766)	(547)	(712)
经营现金	228	292	400	507	590	697	889	1,039
投资现金	(130)	(119)	(501)	(411)	(168)	(766)	(547)	(712)
融资现金	(137)	(26)	232	(51)	(384)	40	(318)	(312)
现金流净	(39)	146	131	45	37	(30)	24	16
财务指标								
成长性								
收入增长	-1.5%	-8.0%	37.5%	13.1%	9.6%	16.2%	15.8%	14.1%
EBIT 增	20.2%	-7.9%	46.1%	33.3%	20.4%	19.8%	28.3%	18.6%
净利润增	41.1%	-7.6%	24.5%	27.9%	11.6%	23.4%	27.5%	19.9%
利润率								
毛利率	41.1%	46.7%	41.7%	43.7%	45.0%	45.6%	47.7%	48.6%
EBIT 率	15.6%	15.6%	16.6%	19.5%	21.5%	22.1%	24.5%	25.5%
净利润率	9.6%	9.7%	8.8%	9.9%	10.1%	10.7%	11.8%	12.4%
收益率								
净资产收	15.8%	16.4%	16.8%	19.4%	19.5%	21.5%	24.1%	25.2%
总资产收	9.3%	8.5%	8.0%	8.9%	9.6%	9.7%	11.0%	11.5%
投入资本	20.3%	17.7%	19.3%	21.4%	24.3%	21.7%	24.4%	24.5%
运营能力								
存货周转	3.86	5.38	4.83	5.46	5.67	5.58	5.81	5.95
应收账款	7.03	6.81	5.52	6.42	6.52	6.34	6.35	6.39
总资产周	385.05	421.88	355.73	383.28	381.05	369.79	372.08	369.70
净利润现	1.32	1.83	2.01	1.99	2.08	1.99	1.99	1.94
资本支出	-4%	-9%	-22%	-16%	-6%	-23%	-14%	-16%
偿债能力								
资产负债	28.9%	36.2%	39.5%	39.3%	32.2%	34.9%	31.4%	28.9%
净负债率	20.4%	41.6%	54.3%	57.8%	38.8%	50.1%	41.9%	36.9%
估值比率								
PE	29.1	31.5	25.3	19.7	17.7	14.3	11.2	9.4
PB	4.6	5.2	4.2	3.8	3.4	3.1	2.7	2.4
EV/EBI	13.8	14.2	10.9	8.3	6.9	5.9	4.6	3.9
P/S	2.80	3.04	2.21	1.96	1.78	1.54	1.33	1.16
股息率	1.7%	2.8%	2.0%	2.5%	2.8%	3.5%	4.4%	5.3%

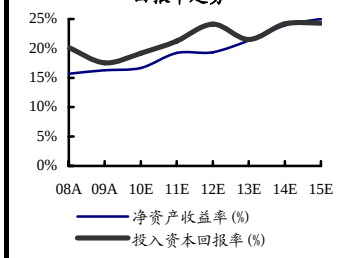
股票绝对涨幅和相对涨幅



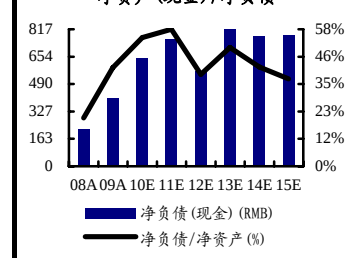
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 投资要点.....	4
2. 公司经营现状.....	5
3. 景区和酒店决定未来发展方向.....	6
3.1. 旅行社业务收入增速加快 然行业现状决定盈利能力不强.....	6
3.2. 不考虑政策和门票分成,未来 2-3 年南山景区收入增速将维持 20%左右.....	8
3.3. 酒店业务受装修周期和事件性因素影响较大, 前门饭店短期增收不增利.....	9
3.4. 展览业务稳定增长 旅游广告发展停滞.....	10
3.5. 权益投资较为稳定 平缓主业波动.....	11
4. 尽快促成南山问题的解决 等待进入发展快通道.....	12
4.1. 综合考虑门票分成和旅游岛落成 南山文化利润变化不大.....	12
4.2. 集团酒店资产注入进程的启动尚待南山门票分成问题解决.....	13
5. 盈利预测及投资建议.....	13
图 1: 公司收入构成 (2010 年上半年).....	5
图 2: 公司主营业务利润构成 (2010 年上半年).....	5
图 3: 公司股权及业务结构.....	5
图 4: 公司旅行社收入及同比增速 (2002-2010 上半年).....	7
图 5: 同类公司的旅行社营业收入同比增速 (2004-2010 上半年).....	7
图 6: 公司景区业务收入及同比增速 (2003-2010 上半年).....	9
图 7: 公司景区业务盈利能力 (2003-2010 上半年).....	9
图 8: 公司酒店业务收入及同比增速 (2001-2010 上半年).....	10
图 9: 公司酒店业务毛利率与同行对比 (2006-2009 年).....	10
表 1: 公司分业务净利润占比 (2007-2009 年).....	6
表 2: 公司与同行的旅行社业务收入构成及增速.....	7
表 3: 公司与同行的旅行社业务对比 (2009 年).....	8
表 4: 公司展览广告业务的收入及净利润 (2007-2009 年).....	11
表 5: 母公司投资收益构成 (2007-2009 年).....	11
表 6: 公司景区业绩业务测算.....	12
表 7: 公司 EPS 构成及估值.....	14
表 8: 同类公司盈利及估值对比.....	15

1. 投资要点

公司主要经营旅行社、景区、酒店以及展览广告四块业务，分别由神舟集团子公司、南山文化子公司、两家酒店分公司+京伦饭店子公司、北展展览分公司经营。其中，旅行社是公司收入的主体，景区和酒店是利润的主体。

公司的旅行社业务盈利能力不强，对其他业务的引导消费作用不明显。南山景区若不考虑海南国际旅游岛落成和门票分成实施，该业务未来2-3年将维持20%左右的收入增速。

综合考虑南山门票分成和海南国际旅游岛落成，基于我们的假设，公司当年利润受此影响不大。公司目前正在首旅集团的协同下促成南山门票分成问题的解决，假设南山门票于2012年实施分成，2011年海南国际旅游岛落成，则2012年景区业务的净利润下降幅度较事件发生前下降20%，公司整体仍将维持12%左右的净利润增速。

集团酒店资产注入尚待南山景区门票分成问题的解决，注入的意义在于酒店资产重估提升了公司价值。公司是集团酒店资产的整合平台，由于集团旗下酒店资产的价值较大，预计公司将采用股权收购方式，南山景区门票分成未决影响了集团酒店资产的注入。

盈利预测及投资建议：预计2010-2012年，公司净利润增速分别为25%、28%、12%，EPS分别为0.86、1.1、1.23元。按照2010年10月15日收盘价21.7元，对应2011-2013年PE分别为25倍、20倍、18倍，远低于行业39、32、27倍的整体估值水平。

公司估值较低主要原因是投资者预期南山门票分成迟早会解决，届时公司利润会大幅下降；而我们综合考虑南山门票分成的解决对景区收入的漏出以及海南国际旅游岛落成对景区游客数量的提升后，认为公司2012年净利润仍能同比增长12%；此外门票分成的解决将加快集团酒店资产的低价注入进程，而酒店资产重估将带动公司价值的提升。

我们根据公司2011年业绩、按照分部估值计算出目标价32.5元，给予“增持”评级。

2. 公司经营现状

北京首都旅游股份有限公司（以下简称“公司”）系 1999 年，由北京旅游集团有限责任公司，联合北京城乡、清华同方、全聚德集团、北京十三陵开发总公司共同发起成立的。

公司主要经营旅行社、景区、酒店以及展览广告四块业务，旅行社业务由神舟集团子公司经营，景区业务由南山文化子公司经营，酒店业务即民族饭店分公司、前门饭店分公司、京伦饭店子公司及母公司的写字楼出租，展览广告业务即北展展览分公司和旅游广告子公司。

公司于 2000 年 6 月在 A 股上市，目前公司第一大股东北京首都旅游集团有限责任公司（以下简称“首旅集团”）持有公司 60.12% 股权，持股比例较高。其余股权中，机构投资者占 16.67%，持股比例亦较高。

旅行社是公司收入的主体，景区是利润的主体。公司主业包括旅行社、景区、酒店以及展览广告四部分，2010 年上半年旅行社、景区、酒店以及展览广告四类业务收入占比分别为 57%、23%、17%、3%；主营业务利润占比分别为 7%、52%、36%、0%。

图 1：公司收入构成（2010 年上半年）

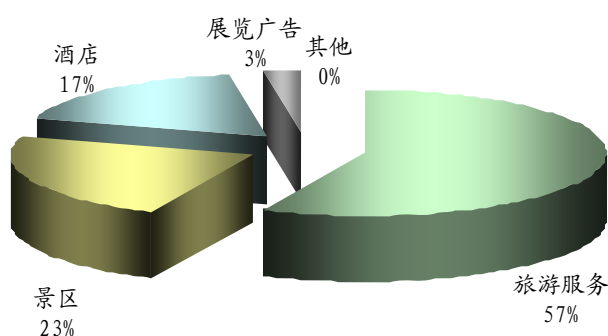
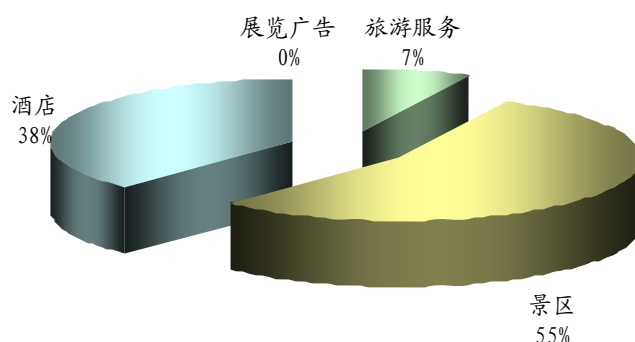


图 2：公司主营业务利润构成（2010 年上半年）

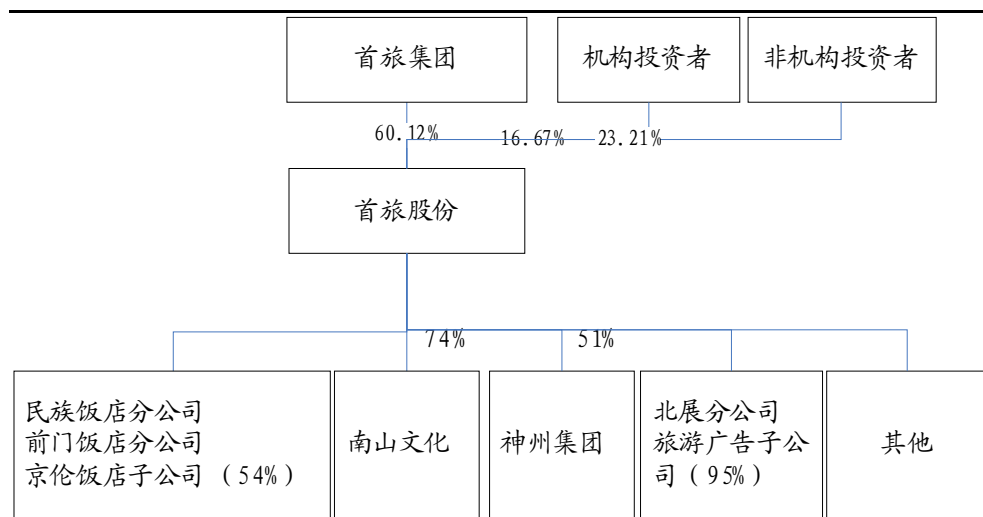


数据来源：公司公告、国泰君安证券销售交易总部

数据来源：公司公告、国泰君安证券销售交易总部

景区贡献大部分净利润，母公司权益投资收益稳定。08、09 年旅行社受到经济危机、灾害影响，盈利数据较差，无法反应正常经营水平，我们用 2007 年数据分析。2007 年公司的净利润结构中，旅行社低于 1%、景区占 67%、饭店及写字楼出租占 25%、母公司的权益投资收益占 7%、展览广告占 1%。

图 3：公司股权及业务结构



数据来源：公司公告、国泰君安证券销售交易总部

表 1：公司分业务净利润占比（2007-2009 年）

经营主体		2007	2008	2009
旅游服务	神州集团子公司	0%	0%	-3%
景区	南山文化子公司	67%	57%	74%
酒店业务合计		25%	29%	23%
	京伦饭店子公司	12%	11%	4%
酒店	民族饭店分公司	5%	9%	8%
	前门饭店分公司			
	写字楼出租	8%	9%	8%
展览广告	北展分公司、旅游广告子公司	1%	8%	9%
投资收益	母公司	7%	6%	7%
内部抵扣				-14%

数据来源：公司公告、国泰君安证券销售交易总部

注：2009 年业务净利润占比已考虑内部抵消

3. 景区和酒店决定未来发展方向

3.1. 旅行社业务收入增速加快 然行业现状决定盈利能力不强

公司的旅行社业务由其控股 51% 的神舟集团经营，神舟集团是国旅集团的旅行社运营平台，最初由集团将旗下诸多不同规模的旅行社整合而成立。目前集团旗下共有两大旅行社子公司，其中一个 是 神舟集团，另一个是康辉旅行社。

国内游是旅游业务的收入来源，公司在北京地区国内游市场的影响力较大。公司旅行社业务包括传统三游、票务代理及会奖业务，其中三游是旅行社收入的主要来源。传统三游业务中，国内游是公司旅行社收入的主要来源，全国按区域划分，公司在华东、海南旅游目的地的市场份额占比较高；从市场影响力看，公司在北京地区国内游市场的影响力较大。出境游方面，台湾目的地的旅行社业务收入约占公司出境游业务的 50%。入境游方面，公司入境游业务收入占三游业务收入的比重很低。（中青旅在会展旅游市场的影响力较大，中国国旅在出境游市场的影响力较大，

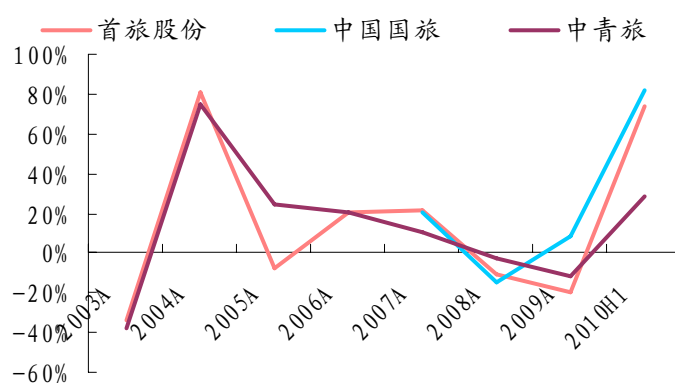
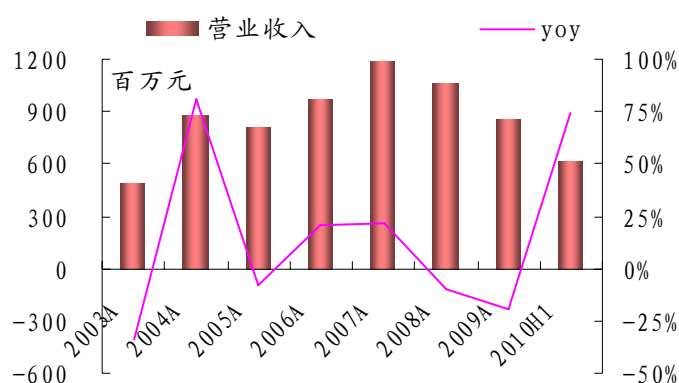
从全国范围看公司国内游影响力不是最大,但在北京地区国内游市场的影响力较大)

2010 上半年,旅行社行业持续复苏,公司的旅行社业务收入大幅增长。2010 上半年,公司旅行社收入为 6.1 亿元,同比增长 74%,增速较快,主要原因是 08 年底、09 上半年,旅行社行业受到经济危机以及灾难天气影响、收入同比大幅下降;09 年下半年开始行业逐步复苏,10 年上半年持续恢复,从而 10 年上半年公司的旅行社业务收入实现了低基数上的快速增长。(中国国旅和中青旅的变化趋势亦相同)

受益于公司出境游业务的高速增长,公司旅行社收入规模将快速提升。随着人们收入水平的提升,出境游目前已经呈现出较快的发展势头,预计未来两年,我国出境游的增速将高于公民游。2010 上半年公司旅行社业务收入同比增速高达 74%,仅次于行业龙头中国国旅,这主要归功于公司旅行社业务中出境游的快速增长。尽管公司旅行社业务收入规模低于行业龙头中国国旅和中青旅,出境游规模也低于后二者,然而低基数带来的快速增长已经体现,预计未来 2-3 年公司旅行社收入规模将因出境游的快速增长而提升。

图 4: 公司旅行社收入及同比增速 (2002-2010 上半年)

图 5: 同类公司的旅行社营业收入同比增速 (2004-2010 上半年)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部

数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部

表 2: 公司与同行的旅行社业务收入构成及增速

		2010 上半年		
		中青旅	中国国旅	首旅股份
收入同比	三游合计	29%	82%	74%
	国内游	10%	66%	
	出境游	59%	104%	
	入境游	-9%	32%	
		2009 年		
		中青旅	中国国旅	
收入构成	国内游	20%	34%	
	出境游	52%	42%	
	入境游	28%	24%	

数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部

公司的旅行社业务盈利能力不强，对其他业务的引导消费作用不明显。

- ✧ 目前我国的旅行社行业企业数量多，竞争激烈，三游综合毛利率约 10%，企业的旅行社业务基本维持微利或略亏。我们判断未来的 3-5 年行业仍将维持微利的现状，旅行社企业只能通过做大规模，向上游争取利润。
- ✧ 旅行社业务对于旅游类企业的作用还体现在引导消费方面，旅行社业务为旅游产业链带来客源，引导游客前往企业的其他业务消费，例如酒店、餐饮、零售网点等，为旅游类企业的其他业务创造收入。
- ✧ 相对中国国旅和中青旅，公司的旅行社业务收入规模很小，不具备规模效应，表现为旅游服务业的毛利率明显低于二者，进而净利润率较低，低于 5%。此外，公司其他业务中只有酒店业务受益于旅行社行业，然而公司现有的三家酒店均为商务酒店，旅行社客源并非其目标客群，因此旅行社对公司其他业务的引导消费作用不明显。

表 3：公司与同行的旅行社业务对比（2009 年）

	旅行社业务收入(百万元)	旅行社业务综合毛利率
中青旅	2,319	8.3%
中国国旅	3,747	13.3%
首旅股份	855	6.5%

数据来源：公司公告、国泰君安证券销售交易总部

3.2. 不考虑政策和门票分成, 未来 2-3 年南山景区收入增速将维持 20%左右

公司的景区业务由控股 74%的南山文化经营，目前南山文化主要从事海南三亚南山文化旅游区的开发，宾馆、酒店以及旅游纪念品的经营，以及工艺品开发和销售（除观音苑）。

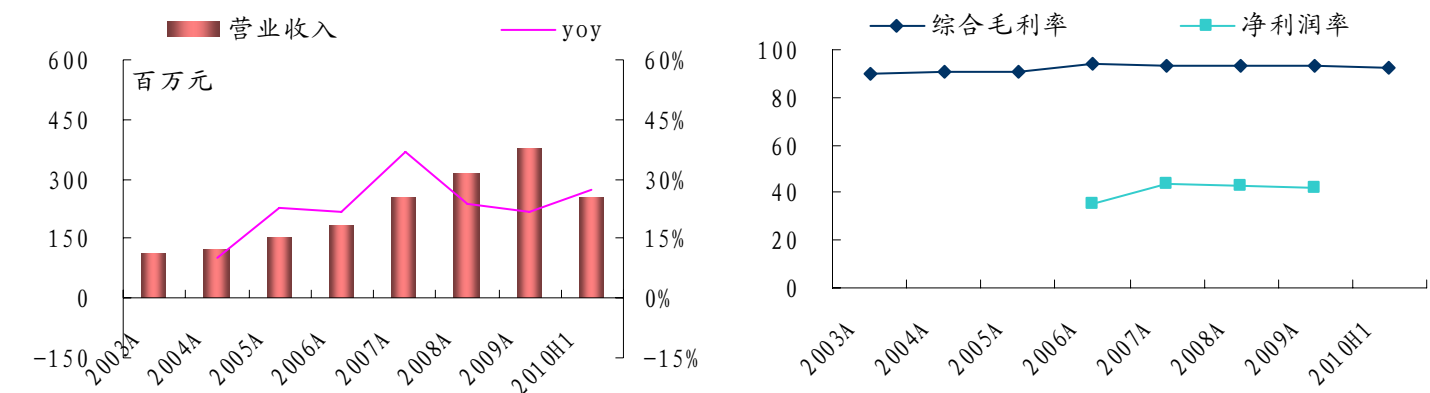
南山文化收入占比不高，但利润占比较高。2010 年上半年南山文化实现收入 2.5 亿元，占公司收入的 23%；主营业务利润 2.3 亿元，占公司主营业务利润的 52%；权益净利润约 7500 万元，占并表后归属母公司所有者的净利润的 67%（按照历年平均净利润率计算）。

不考虑政策因素，未来两年南山文化入园人数和收入增速将维持 20%左右。2002 年底公司收购南山文化股权，2005 年至 2010 上半年，南山文化维持较高的收入增速，复合增速为 26%。其中，2007 年 5 月，受益于海南南山景区正式挂牌成为国家第一批 5A 景区，当年游客数量大幅增长 30%以上，业务收入增长 37%；2008 年、2009 上半年，南方雪灾、汶川地震、海啸谣传对三亚游客量有所压制，然而四川、西藏游受限对海南旅游有所提振，综合而言 08、09 年南山文化受到的影响不大，入园人数同比增速分别为 19%、18%，门票均价分别提升 5%、12%，业务收入分别提升 24%、22%；2010 年上半年，在同比低基数效应和负面因素影响消除的共同作用下，南山景区入园人数和业务收入分别同比增长 26.7%、27%；预计下半年开始，随着行业步入正常发展轨道，在不考虑其他政策因素的前提下，南山景区入园人数和收入同比增速将维持 20%左右。

南山文化毛利率和净利润均较为稳定。2006 至 2010 上半年，南山文化

毛利率稳定在 93% 左右, 净利润率稳定在 40% 左右, 需要注意的是, 南山文化的所得税率将在五年内, 由 2008 年的 18% 逐步过渡到 25%, 2009 年为 20%, 对公司未来两年的权益利润有所影响。

图 6: 公司景区业务收入及同比增速 (2003-2010 上半年) 图 7: 公司景区业务盈利能力 (2003-2010 上半年)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部

数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部

未来景区业务的增长将来自入园人数和门票均价的提升。南山景区盈利能力较强, 目前公司持有其管理公司南山文化 74% 股权。我们根据 2010 年中报计算出的人均门票价格为 89 元, 由于旅行社返点等因素, 导致计算值低于市场价格 (市场价约 160 元), 未来门票价格还有提升的空间。综合而言, 我们认为未来景区业务收入的增长将来自入园人数和门票均价的提升 (详见第四部分)。

3.3. 酒店业务受装修周期和事件性因素影响较大, 前门饭店短期增收不增利

公司的酒店业务包括三家四星级酒店和一家写字楼出租。公司目前控制北京市 3 家四星级酒店, 分别为民族饭店分公司、前门饭店分公司以及京伦饭店子公司 (持有 54% 股权)。其中民族饭店和京伦饭店均为 2000 年公司成立时集团注入的资产, 前门饭店为 2009 年公司自筹资金收购。

2009 年, 公司的酒店业务实现收入 3.51 亿元, 占营业收入的 21%; 毛利率 84.7%, 净利润率约 10%, 净利润约占公司并表权益利润的 23%。公司现有的三家酒店中, 前门饭店由于 09 年 11 月才并表, 可以认为 2010 年前公司的酒店业务经营数据只反应了民族饭店和京伦饭店的经营情况。

京伦饭店对公司酒店业务的收入和净利润贡献均较大。2009 年, 公司酒店业务收入为 3.5 亿元, 其中民族饭店、京伦饭店、写字楼出租收入占比分别为 46%、46%、9%。2009 年, 公司酒店业务净利润为 3590 万元, 其中京伦饭店贡献、民族饭店、写字楼出租分别贡献 38%、20%、42%。其中民族饭店分公司由于要承担母公司费用, 利润率较低。

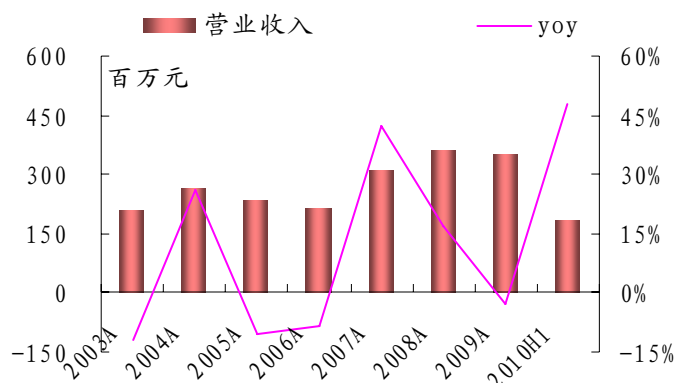
受装修周期和重大事件影响, 酒店业务收入增速波动较大; 今年将实现 30% 以上同比增长。2003 年至 2010 上半年, 受酒店的装修周期影响和重大事件影响, 公司的酒店业务收入增速波动幅度很大, 其中 03 年受非典影响, 收入同比大幅下降 12%; 2004 年在低基数基础上同比增长 26%; 2005 年民族饭店停业改造, 收入同比下降 10%; 2006 年京伦饭店停业改

造, 收入同比下降 9%; 2007 年, 京伦饭店装修后客源质量数量提升, 平均房价提升 30% 以上, 公司酒店业务在低基数上高速增长 42%; 2008 年, 在奥运的带动下, 实现了高基数上增长 17%; 2009 年, 在经济危机影响下, 酒店业务上半年收入同比下滑 25%, 下半年开始逐步好转, 全年收入下降 3%; 2010 年上半年, 经济危机影响消除后, 公司的酒店业务实现了低基数上的大幅增长, 同比增速高达 48%。公司 09 年 11 月并表了前门饭店, 10 年将实现全年并表, 预计 2010 年公司酒店业务收入将同比增长 30% 以上。

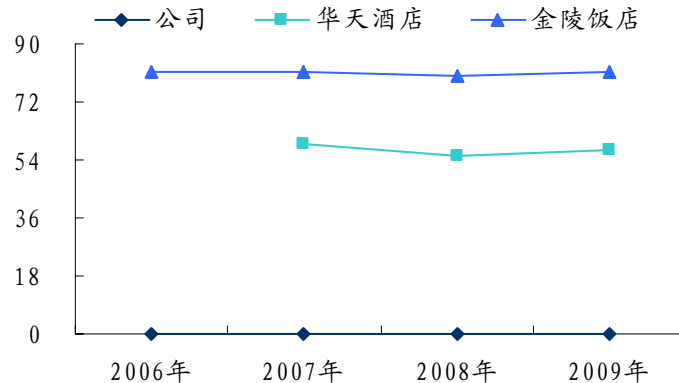
公司酒店业务的盈利水平较为稳定, 盈利能力低于同行。

2001 年至今, 公司酒店业务毛利率均维持较高水平, 介于 85%-90%, 与金陵饭店类似, 高于华天酒店; 由于酒店每 5-6 年需要重新装修, 产生较大的费用摊销, 导致其净利润率周期性波动。

图 8: 公司酒店业务收入及同比增速 (2001-2010 上半年) 图 9: 公司酒店业务毛利率与同行对比 (2006-2009 年)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部



数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部

前门饭店并表将大幅提升 2010 年酒店业务收入, 对利润提升效果不明显。前门饭店主要接待团队客户, 平均房价低于商旅客户, 此外前门饭店于 09 年进行了装修改造, 产生了部分费用摊销, 从而其盈利能力较低。2009 年前门饭店实现营业收入 6567 万元, 实现净利润 38 万元, 净利润率只有 0.58%, 远低于公司现有京伦饭店 15% 以上的净利润率。目前前门饭店正在逐步向商务性酒店转型, 但盈利能力的提升将是一个长期过程, 我们判断未来的 2-3 年内, 前门饭店对公司的利润贡献较低。

3.4. 展览业务稳定增长 旅游广告发展停滞

公司的展览广告业务分为展览和广告两部分, 其中展览业务由北展分公司经营, 广告业务由其控股 95% 的北京市旅游广告子公司 (以下简称“旅游广告”) 经营。

展览广告业务对公司的利润贡献较大。2009 年, 公司的展览广告业务实现收入 6297 万元, 占公司营业收入的 4%; 净利润约 1500 万元, 占并表后归属母公司净利润的 9%。

北展分公司是展览广告业务的收入和利润主体。2009 年公司展览广告业务收入 6297 万元中, 其中北展分公司贡献 6292 万元, 旅游广告子公司仅贡献 5 万元; 2009 年公司展览广告业务净利润 1500 万元中, 北展分

公司盈利 1700 万元, 旅游广告子公司亏损约 200 万元。回顾 2007 至 2009 年, 北展分公司一直是公司展览广告业务收入和利润的主体。

表 4: 公司展览广告业务的收入及净利润 (2007-2009 年)

	营业收入			净利润		
	2007 年	2008 年	2009 年	2007 年	2008 年	2009 年
北展分公司	5421	5746	6292	1464	1523	1701
旅游广告子 公司	51	7	5	(1444)	(150)	(200)

数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部

旅游广告业务发展停滞, 对公司未来 3-5 年的收入利润影响较小。旅游广告子公司主要从事户外媒体广告业务, 2007 年北京市全面清理整顿户外媒体, 公司所有广告牌全部被拆除, 导致当期收入和利润同比均大幅下降, 当期收入为 7 万元, 净亏损 1444 万元; 08 年广告业务依然略亏 150 万元, 09 年略亏 200 万元。目前公司的旅游广告发展处于停滞状态, 预计未来 2-3 年维持盈亏平衡或微亏, 对公司的收入和利润贡献较小, 几乎不予考虑。

北京市场会展业务竞争趋于激烈, 北展分公司收入将维持低速增长。北展分公司以北京展览馆为经营实体, 主要承办各类展览, 其大部分业务来自附近的中关村科技园区。由于有稳定的业务来源, 北展分公司的收入增速和盈利能力均较为稳定, 过去 3 年, 北展分公司收入复合增速为 5%-10%, 毛利率为 99%, 净利润率约 27%。考虑到北京市场会展业务竞争趋于激烈, 我们预测未来 2-3 年北展分公司收入增速将低于 5%, 营业利润率略有下降。

3.5. 权益投资较为稳定 平缓主业波动

在公司的净利润构成中, 母公司投资收益对公司的利润贡献不低, 2007 至 2009 年该部分净利润占比高达 7% 左右, 稳定的投资收益平滑了公司旅行社和酒店业务的盈利波动。公司较高的权益投资主业归功于首汽股份, 09 年公司持有其 18.3% 股权, 权益净利润高达 1000 万元, 预计首汽股份将继续保持较高的利润增速, 为公司带来较好的投资收益。

表 5: 母公司投资收益构成 (2007-2009 年)

	持股比例	2007 年	2008 年	2009 年
权益法核算的长期股权投资收益		1,032	1,132	1,432
首汽股份	18.28%	701	887	1,046
胡同游	34%	24	43	14
宁夏沙湖	30%	308	202	372
持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益		177	206	59
外运发展		177	206	59
母公司的权益投资收益合计		1,209	1,338	1,491
并表后归属母公司净利润		12,237	17,271	15,966
投资收益的净利润贡献		7%	6%	7%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部

4. 尽快促成南山问题的解决 等待进入发展快通道

4.1. 综合考虑门票分成和旅游岛落成 南山文化利润变化不大

海南三亚南山文化旅游区是依托南山建成的佛教文化主题旅游区，是国家首批AAAAA景区，其规划面积50平方公里，其中海域面积10平方公里。海南三亚文化旅游区分为南山文化景区和观音苑景区两部分，公司控股74%的南山文化仅对南山文化苑有经营权。

公司将尽快促成南山景区门票分成问题的解决，然解决时点尚无法确定。南山文化景区于96年建造，观音苑景区为后来修建，为便于管理，两个景区共收一张门票，而后进行门票分成。至今观音苑大佛资产归属没有明确，致使公司没有合适的对象商谈门票分成事宜，无法确定门票的分成比例，亦更无法实行计提和支付。目前集团正在帮助公司督促当地政府尽快落实观音苑资产的归属，然而，该问题解决的时点和南山景区门票的分成比例均无法确定。

假设南山门票于2012年分成，2011年海南国际旅游岛落成，则2012年景区权益利润同比下滑幅度不明显。

- ✧ 南山文化与三亚国资公司于2008年3月30日曾签署过《南山文化旅游区门票分成协议》，协议约定了门票分成比例为40%，此协议由于分成比例未通过三亚市政府批准而作废。目前公司董事会决定该协议何时生效，何时再对门票收入进行分成，并对之前年度门票收入不进行分成追溯调整。
- ✧ 我们假设2012年进行门票收入分成，分成比例为40%，并按照董事会意见对以前年度门票收入不追溯调整，则2012年公司的景区业务权益净利润在门票分成后较分成前下降28%。
- ✧ 我们和市场普遍预期海南国际旅游岛细则将于今年年底或明年一季度出台，将带动三亚游客的提升，我们假设该事件将带动2012-2014年南山文化旅游区游客数量同比分别增长45%、40%、30%，综合考虑海南国际旅游岛落成以及门票分成，2012年景区业务的权益净利润较事件发生前下降20%；较2011年下降1%，然2013、2014年分别同比增长34%、29%。

表 6：公司景区业绩业务测算

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
景区业务总收入（万元）	31,142	37,984	48,801	60,959	60,861
yoy	24%	22%	28%	25%	0%
其中: 门票收入（万元）	18,877	23,000	29,771	39,075	35,695
yoy	25%	22%	29%	31%	-9%
人均门票价格	82	85	89	94	99
	5%	4%	5%	5%	5%
购票入园游客（万人次）	230	270	333	416	604
yoy	19%	18%	23%	25%	45%
其中: 其他收入（万元）	12,265	14,984	19,030	21,884	25,167
yoy	23%	22%	27%	15%	15%

税前利润	16,180				
净利润 (万元)	13,268	15,194	20,008	24,993	24,953
yoy	25%		32%	25%	0%
净利润率	43%	40%	41%	41%	41%
所得税率	18%	20%	22%	23%	25%
权益净利润 (万元)	9,818	11,243	14,806	18,495	18,465
折合成 EPS	0.43	0.49	0.64	0.80	0.80

数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部

注: 假设门票分成 40%; 海南国际旅游岛细则 2011 年落实、2012 年受益

4.2. 集团酒店资产注入进程的启动尚待南山门票分成问题解决 公司是集团酒店资产的整合平台

- ✧ 首旅集团组建于 1998 年, 定位是全国性的战略型控股集团, 其主业为旅游业及现代服务业, 同时涵盖酒店服务业、旅游商业、餐饮服务业、旅游旅行服务业、汽车服务业、景区服务业和旅游地产等。截止 2008 年底, 集团在岗职工合计 40367 人, 拥有总资产 285.5 亿, 实现营业收入 222 亿元、利润总额 12.57 亿元。目前集团旗下已上市的企业包括公司、全聚德、西单商场。
- ✧ 目前集团控股的北京地区三星级酒店有 20 多家, 与公司的酒店存在一定程度的同业竞争 (由于酒店位于不同的区域、同一区域酒店的定位不同, 因此同业竞争幅度有限), 为了解决同业竞争问题、并实现集团酒店资产的保值增值, 集团现已明确将公司作为集团酒店资产的运营平台, 计划尽快将北京地区酒店陆续注入。

集团酒店资产注入尚待南山景区门票分成问题的解决

- ✧ 公司于 2009 年初以现金收购了集团旗下的前门饭店 (非公开募集资金投向中的一家酒店), 并于年底并表。考虑到集团旗下酒店资产的价值较大, 我们认为公司用现金收购集团 20 多家酒店资产的可行性不高, 预计未来公司仍将选择股权收购集团酒店资产的方式。
- ✧ 2009 上半年, 公司启动了非公开募集资金收购集团旗下三家四星级酒店的方案, 然而由于南山景区门票分成问题没有解决, 发行方案被否决, 因而我们认为南山景区门票分成未决影响了公司酒店业务的发展。

集团酒店注入的意义在于酒店资产重估后的公司价值提升。在 2009 年公司非公开发行收购集团三家酒店资产的方案中, 三家酒店资产的估值均较低, 若酒店物业按照市值计算, 该部分资产将有很大的升值空间。

风险因素

南山景区门票分成比例高于我们的假设
 海南国际旅游岛对客流量的推动作用低于我们的预期
 公司酒店业务受到经济危机等因素影响, 入住率大幅下滑

5. 盈利预测及投资建议

盈利假设

旅行社业务：2010 年下半年年基于正常基数，收入增速将放缓至 15%，2010 全年收入同比增长 43%；预计未来高毛利率的出境游业务的需求将快速提升，而公司的出境游收入占比较低，因此公司 2011 年开始旅行社收入增速难有较大提升，2011、2012 年分别为 8%、12%；考虑到旅行社业务不是公司发展核心，预计未来三年公司的旅行社业务的毛利率将维持现有水平；净利润 1%左右。

景区业务：假设海南国际旅游岛 2011 年落成、门票分成 2012 年实施，2010-2012 年景区业务收入增速分别为 28%、25%、0%；净利润率维持现有水平。

酒店业务：2010 上半年民族饭店和京伦饭店总收入同比增长 20%，预计下半年收入增速放缓，全年同比增长 18%。结合前门饭店全年并表，以及公司写字楼出租收入 3000 万元，预计 2010 年公司的酒店业务收入同比增长 38%；2011、2012 年收入增速逐步趋于正常；毛利率维持现有水平；考虑到民族饭店定位不同，公司酒店业务净利润率将低于正常年份 20%的水平，但仍将高于 09 年。

展览广告：展览业务 2010 收入增长 20%，2011、2012 年收入增速维持 5%-10%，净利润率维持 25%-32%；广告业务略有盈亏，对公司收入和利润影响均不大。

投资收益：预计首汽股份利润增长较快，公司整体投资收益维持稳定增长，增速 10%左右。

盈利预测及投资建议

预计 2010-2012 年，公司净利润增速分别为 25%、28%、12%，EPS 分别为 0.86、1.1、1.23 元。按照 2010 年 10 月 15 日收盘价 21.7 元，对应 2011-2013 年 PE 分别为 25 倍、20 倍、18 倍，远低于行业 39、32、27 倍的整体估值水平。

公司估值较低主要原因是投资者预期南山门票分成迟早会解决，届时公司利润会大幅下降；而我们综合考虑南山门票分成的解决对景区收入的漏出以及海南国际旅游岛落成对景区游客数量的提升后，认为公司 2012 年净利润仍能同比增长 12%；此外门票分成的解决将加快集团酒店资产的低价注入进程，酒店资产的增值将促动公司市值的提升。

我们根据公司 2011 年业绩、按照分部估值计算出目标价 32.5 元，给予“增持”评级。

表 7：公司 EPS 构成及估值

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	PE	目标价
旅游服务	(0.01)	(0.01)	0.00	0.00	15	0.0
景区	0.51	0.63	0.80	0.82	35	28.0
酒店	0.16	0.20	0.24	0.33	25	6.0
展览广告	0.07	0.08	0.08	0.09	15	1.2
母公司投资收益	0.06	0.07	0.07	0.08	1	0.1
内部抵消	(0.09)	(0.09)	(0.09)	(0.09)		(2.8)
合计	0.69	0.86	1.10	1.23		32.5

数据来源：公司公告、国泰君安证券销售交易总部

表 8：同类公司盈利及估值对比

代码	简称	收盘价 10-15	总市值 百万元	EPS				PE			
				2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
600258.SH	首旅股份	21.7	5021	0.75	0.69	0.86	1.10	1.23	31	25	20
601888.SH	中国国旅	22.5	19791	0.25	0.36	0.50	0.61	89	63	45	37
600138.SH	中青旅	15.5	6417	0.31	0.61	0.55	0.76	49	25	28	20

数据来源：WIND、国泰君安证券销售交易总部

作者简介:

许娟娟:

复旦大学经济学硕士，2007 年进入国泰君安证券，2007-2009 从事商贸零售行业研究，2010 开始从事旅游行业和食品饮料行业研究，现为旅游行业研究员兼食品行业研究员。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		