

强烈推荐-A (维持)

首旅酒店 600258.SH

目标估值: 35.44-38.24 元

当前股价: 27.0 元

2017年04月28日

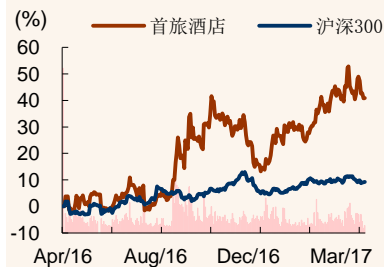
酒店板块全面复苏, 继续强烈推荐

基础数据

上证综指	3152
总股本(万股)	67979
已上市流通股(万股)	23140
总市值(亿元)	184
流通市值(亿元)	62
每股净资产(MRQ)	9.9
ROE(TTM)	3.5
资产负债率	58.7%
主要股东	北京首都旅游集团有
主要股东持股比例	36.74%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	1	40
相对表现	-1	-2	31



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《首旅酒店(600258)——经济型回暖中端发力, 如家归来再续传奇》  
2017-03-28

董广阳

021-68407471  
donggy1@cmschina.com.cn  
S1090512070001

联系人

梅林

meilin@cmschina.com.cn

事件:

首旅酒店发布一季报, 收入 19.1 亿元/增长 437%; 归属净利润 3481 万元/增长 396%; 扣非后归属净利润 3779 万元/增长 249%。业绩与此前预告相一致, 符合预期。

评论:

**1、首旅业绩大增, 主要来自:** 1) 新增如家并表影响, 如家 Q1 经营数据继续向上, 扣掉公允价值影响和贷款利息后 (4431 万元), 贡献增量利润总额 3718 万元; 2) 旅游市场企稳回升, 首旅原有酒店及景区业务稳步增长。

**2、如家 Q1 利润总额 8149 万元, 扣除所得税后, 可比净利润为 6-7 千万元, 较上年同期增长明显。**如家经济型延续复苏态势, 中端酒店放量崛起, 整体 RevPAR/平均房价/入住率分别增长 2.5%/2.5%/-0.06pct, 其中经济型 1.9%/2.1%/-0.1pct, 中高端 12.1%/10.3%/1.23pct。

**3、首旅原有中高端酒店同步复苏。**RevPAR/平均房价/入住率分别增长 7.7%/2.7%/2.38pct, 首旅合并如家后, 利用如家的渠道和会员优势, 原有中高端酒店提升显著, 未来拓展有望提速。公司 Q1 共新开店 36 家, 已签约未开业和正在签约店为 473 家。

**4、投资建议:** 经济企稳+旅游消费升级提振酒店业需求, 供给端竞争优化, 行业供需关系正在改善, 其中经济型回暖, 中端市场崛起。近期华住、锦江、如家的经营数据不断印证我们对酒店业整体复苏的判断。如家 Q1 可比净利润 6-7 千万元, 而华住 16Q1 主业贡献净利润约 5 千万 (全年约 6.2 亿), 预计如家 17 年的利润有望超过 16 年的华住。我们维持对如家今年净利润 6-7 亿的判断, 首旅 17-18 年净利润预计 6.5/9.2 亿, PE 估值 28x/20x, 近两年每年业绩内生增速有望超 40%, 给予今年 40 倍目标估值, 继续强烈推荐。

表 1: 2017 年一季度如家开业 18 个月以上酒店三项指标统计表

项目	酒店数量	Revpar		均价		出租率	
		2017 年 1 至 3 月	同比%	2017 年 1 至 3 月	同比%	2017 年 1 至 3 月	同比增减百分点
经济型酒店	2,548	127	1.9%	152	2.1%	83.0%	-0.10
直营	821	115	1.7%	143	2.1%	79.9%	-0.31
特许管理	1,727	133	2.0%	157	2.0%	84.7%	0.01
中高端酒店	67	243	12.1%	315	10.3%	77.2%	1.23
直营	40	250	12.7%	324	11.0%	77.3%	1.15
特许管理	27	229	10.9%	298	8.9%	76.9%	1.39
小计	2,615	130	2.5%	157	2.5%	82.8%	-0.06
直营	861	122	2.8%	153	3.1%	79.8%	-0.23
特许管理	1,754	135	2.3%	159	2.2%	84.6%	0.03

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 2017 年一季度首旅存量酒店三项指标统计表

项目	Revpar		均价		出租率	
	2017 年 1 至 3 月	同比%	2017 年 1 至 3 月	同比%	2017 年 1 至 3 月	同比增减百分点
经济型酒店	97	5.0%	143	-1.8%	67.5%	4.41
直营	123	9.4%	189	3.1%	65.0%	3.78
特许管理	74	4.1%	105	-2.8%	69.8%	4.63
中高端酒店	237	7.7%	465	2.7%	51.0%	2.38
直营	307	9.6%	533	2.2%	57.5%	3.89
特许管理	226	7.2%	452	2.7%	49.9%	2.10
小计	210	7.0%	389	1.3%	54.1%	2.87
直营	226	11.1%	372	4.3%	60.8%	3.71
特许管理	206	5.9%	393	0.5%	52.4%	2.68

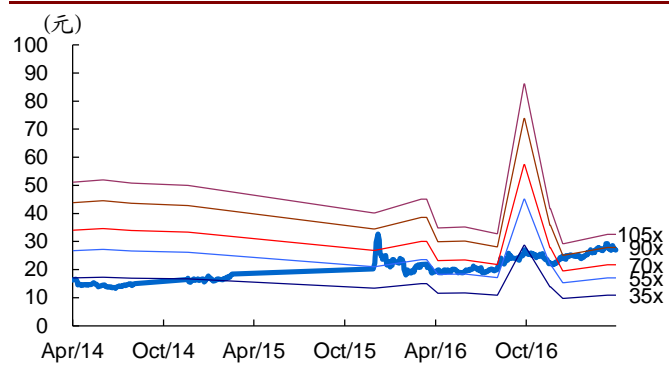
资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 各季度业绩回顾

(百万元)	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	356	1,972	2,176	2,019	1,913
营业毛利	308	1,886	2,062	1,908	1,815
营业费用	95	1,181	1,204	1,313	1,169
管理费用	126	414	563	394	459
财务费用	33	177	105	90	57
投资收益	-2	65	99	10	-9
营业利润	33	115	258	61	106
归属母公司净利润	7	7	143	54	35
EPS (元)	0.03	0.03	0.62	0.08	0.05
<b>主要比率</b>					
毛利率	86.6%	95.6%	94.8%	94.5%	94.9%
营业费用率	5.1%	2.3%	0.6%	1.6%	0.7%
管理费用率	26.7%	59.9%	55.3%	65.0%	61.1%
营业利润率	9.2%	5.9%	11.9%	3.0%	5.6%
有效税率	45.6%	58.3%	25.0%	40.4%	53.3%
净利率	5.0%	2.6%	9.5%	2.9%	2.5%
<b>YoY</b>					
收入	3%	579%	542%	466%	437%
归属母公司净利润	-76%	-43%	466%	64%	396%

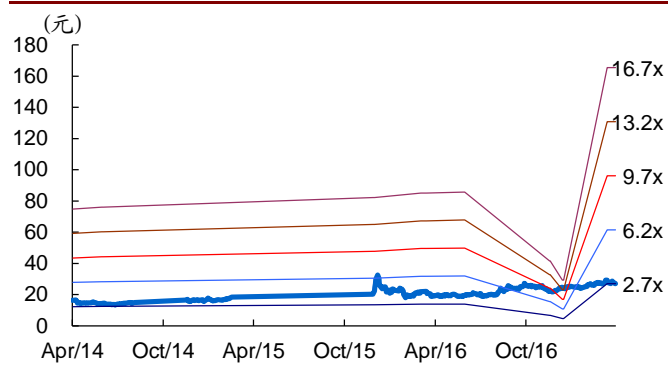
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 首旅酒店历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 首旅酒店历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	378	1870	1328	1427	1822
现金	167	1104	441	483	831
交易性投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	35	177	187	205	221
其它应收款	14	229	298	314	332
存货	23	54	46	49	50
其他	138	305	356	375	388
<b>非流动资产</b>	3583	15424	15139	14735	14364
长期股权投资	449	234	246	258	271
固定资产	1888	2657	2516	2366	2208
无形资产	763	4085	3962	3843	3728
其他	483	8447	8415	8268	8157
<b>资产总计</b>	<b>3961</b>	<b>17293</b>	<b>16466</b>	<b>16162</b>	<b>16186</b>
<b>流动负债</b>	1713	7835	6416	5212	4219
短期借款	1319	4920	3953	2600	1505
应付账款	83	110	141	149	154
预收账款	83	148	200	219	236
其他	228	2657	2122	2244	2325
<b>长期负债</b>	841	2455	2427	2490	2406
长期借款	618	290	290	290	190
其他	223	2165	2137	2200	2216
<b>负债合计</b>	<b>2555</b>	<b>10290</b>	<b>8843</b>	<b>7702</b>	<b>6626</b>
股本	231	680	680	680	680
资本公积金	161	5076	5068	5062	5057
留存收益	794	965	1582	2412	3501
少数股东权益	220	283	293	306	323
归属于母公司所有者权益	1186	6720	7330	8153	9237
<b>负债及权益合计</b>	<b>3961</b>	<b>17293</b>	<b>16466</b>	<b>16162</b>	<b>16186</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	364	1482	1638	2199	2302
净利润	113	333	674	955	1251
折旧摊销	165	781	982	924	878
财务费用	109	372	228	166	101
投资收益	(96)	(171)	0	0	0
营运资金变动	79	176	(226)	90	53
其它	(7)	(9)	(19)	65	19
<b>投资活动现金流</b>	(56)	(6602)	(697)	(520)	(507)
资本支出	(33)	(375)	(697)	(520)	(507)
其他投资	(23)	(6227)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(389)	6120	(1605)	(1637)	(1447)
借款变动	(221)	2673	(1328)	(1352)	(1196)
普通股增加	0	448	0	0	0
资本公积增加	(25)	4909	(8)	(6)	(5)
股利分配	(30)	71	(28)	(92)	(121)
其他	(113)	(1982)	(242)	(186)	(125)
<b>现金净增加额</b>	<b>(81)</b>	<b>937</b>	<b>(663)</b>	<b>42</b>	<b>348</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1333	6523	8814	9662	10393
营业成本	181	359	462	487	503
营业税金及附加	71	106	44	19	16
营业费用	475	3793	5037	5425	5731
管理费用	451	1498	2148	2291	2361
财务费用	118	405	228	166	101
资产减值损失	(1)	65	9	3	3
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	96	171	0	0	0
<b>营业利润</b>	133	467	886	1272	1678
营业外收入	19	93	96	106	115
营业外支出	6	32	46	51	55
<b>利润总额</b>	147	528	936	1327	1738
所得税	34	195	262	372	487
<b>净利润</b>	113	333	674	955	1251
少数股东损益	13	122	24	34	41
<b>归属于母公司净利润</b>	100	211	650	922	1210
<b>EPS (元)</b>	0.43	0.72	0.96	1.36	1.78

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-52%	389%	35%	10%	8%
营业利润	-21%	251%	90%	44%	32%
净利润	-16%	196%	102%	42%	31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	86.4%	94.5%	94.8%	95.0%	95.2%
净利率	8.5%	5.1%	7.6%	9.9%	12.0%
ROE	8.2%	7.9%	9.2%	11.9%	13.9%
ROIC	4.4%	5.8%	6.6%	8.9%	11.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.5%	59.5%	53.7%	47.7%	40.9%
净负债比率	49.8%	32.2%	25.8%	17.9%	10.5%
流动比率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
存货周转率	2.3	2.3	2.3	2.6	2.5
应收帐款周转率	11.5	14.9	11.8	12.0	11.9
应付帐款周转率	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.43	0.72	0.96	1.36	1.78
每股经营现金	1.57	2.18	2.41	3.24	3.39
每股净资产	6.08	10.30	11.21	12.44	14.06
每股股利	0.15	0.01	0.05	0.14	0.18
<b>估值比率</b>					
PE	62.4	37.5	28.2	19.9	15.2
PB	4.4	2.6	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	72.2	15.2	11.0	9.8	8.7

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**董广阳：**食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

**梅林：**社会服务业分析师，南京大学/上海交通大学管理学学士/硕士，2015-2017 年在中银国际证券从事社会服务业研究，作为核心成员，所在团队获得 2015、2016 年新财富最佳分析师第三、第四名，2017 年 3 月加入招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。