

## 首旅股份 (600258.SH)

## 酒店餐饮行业

评级: 买入 维持评级

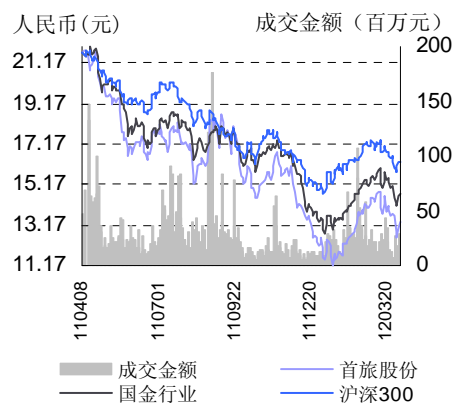
公司研究简报

市价(人民币): 13.34元  
目标(人民币): 15.00-16.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	231.40
总市值(百万元)	3,086.88
年内股价最高最低(元)	21.79/11.17
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



## 相关报告

- 《业绩符合预期,重组后将进入稳步发展期》, 2012.3.20
- 《明确酒店与景区投资、管理平台定位》, 2012.3.5
- 《酒店管理置入符合预期,理顺架构利在长远》, 2012.2.7

苏超

联系人  
(8621)61357581  
suchao@gjzq.com.cn

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号: S1130511030004  
(8621)61038317  
maozhr@gjzq.com.cn

## 收购资产尚须磨合, 南山门票存提价预期

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.809	0.422	0.497	0.598	0.694
每股净资产(元)	4.44	4.38	4.83	4.69	5.31
每股经营性现金流(元)	1.38	-0.13	0.97	1.35	1.49
市盈率(倍)	27.65	29.79	26.85	22.31	19.22
行业优化市盈率(倍)	50.67	42.15	42.15	42.15	42.15
净利润增长率(%)	17.20%	-47.85%	17.82%	20.35%	16.11%
净资产收益率(%)	18.22%	9.62%	10.28%	12.74%	13.08%
总股本(百万股)	231.40	231.40	231.40	231.40	231.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **三大酒店管理品牌定位差异化细分市场, 然运营磨合还尚须时日:** 此次置换进入上市公司的三大酒店管理品牌-首旅建国、欣燕都、首旅酒店分别定位于高星级(4星以上)商务酒店、经济型酒店和中端商务酒店, 面向不同的细分市场。首旅建国相对成熟, 委托管理或技术支持的酒店数达到78家, 其中收取管理费的有40家左右, 预计今年旗下酒店将发展到100家; 首旅酒店为去年12月新成立, 目前管理集团旗下尚无酒店管理品牌进驻的11家3、4、5星级酒店。总体来看, 酒店管理公司进入上市公司后, 运营管理上的磨合还尚需时日。
- **原有三家酒店经营状况良好, 有望继续保持平稳增长:** 公司原先经营的民族、京伦、前门三家酒店, 经营情况良好, 平均房价稳步上升, 入住率继续维持在作为商务型酒店70~80%的较高水平。尤其是前门饭店在公司接手后通过客房、餐厅逐步改造, 房价上涨显著, 经济效应逐步体现。
- **南山景区保持平稳发展, 门票提价存预期:** 2011年南山景区接待游客254万人次, 同比增长13.5%, 在高基数基础上继续保持平稳增长。南山公司经营的环保车票价今年初从20元提高到30元, 同时, 缘起楼改造完成, 将增加南山景区高端餐饮的供给, 以上两项措施将对今年的景区经营产生积极影响。而时隔近6年后, 景区门票提价也已经提上议事日程, 如能有效推进, 将对公司股价和实际经营业绩均带来十分明显的催化作用。

## 投资建议

- 经过此次调研, 公司作为首旅集团酒店与景区投资、管理平台的定位得到进一步明确, 但从长远发展来看, 上市公司对新进入的酒店管理业务尚须磨合, 以形成整合效应。公司股价在经历近期调整后, 估值水平已显著回落, 加之, 启动再融资、南山景区门票提价或将成为推动股价上涨的催化剂, 我们继续给予公司“买入”的投资评级。

## 估值

- 鉴于收购资产进入股份公司后尚须磨合, 在不考虑南山景区门票提价的情况下, 我们维持公司2012~2014年EPS分别为0.497元、0.598元和0.694元, 动态市盈率分别为26.85倍、22.31倍和19.22倍, 我们给予公司6~12个月15~16.5元的目标价, 对应2012年30-33倍PE。

## 风险

- 北京7月1日起全面推行营业税改增值税, 对公司影响目前暂无法判断;
- 启动再融资、景区门票提价在时间进度上具有一定的不确定性。

## 首旅股份调研纪要

- 公司未来的发展战略以品牌建设和景区投资为主。
- 酒店板块定位于酒店投资、酒店管理（打造未来品牌经营为主要发展方向）。品牌经营的架构有高中低的品牌体系。首旅建国定位于市场化和完善的四星级酒店之酒店管理公司；欣燕都定位于经济型酒店连锁品牌；首旅酒店则定位于并没有酒店管理公司管理的三星级、四星级、五星级酒店。
  - 首旅建国情况：目前收入 3000 多万，纯市场化运营，其运营成本比首旅酒店高。收取管理费的店数约 40 家，其余 30 家处于前期业务的开展，如筹备筹办合作等。70 家酒店中有 5 家为集团的四星级酒店，分别为北京建国、前门建国、西安建国(规模较大，刚经过装修)、郑州建国和广州建国。其余均为外部酒店，都是四星偏高的商务酒店。以北京为主。
  - 欣燕都：目前有 24 家门店，后续发展以租赁为主要方式。经济型酒店行业因物业租金上涨、人力资本大量增长、能耗费用等也在增长，经营压力增加。公司现有欣燕都经营的酒店中一些店所有权是集团的。
- 公司目前不考虑出售三家酒店物业。民族饭店经营情况超过集团大部分饭店，其净资产回报率接近 18%。京伦饭店约为 17%，前门饭店略低一些。前门饭店处于一个重要的转折期，纳入上市公司后，公司已经对饭店三层楼进行改造，去年还改造了个餐厅，内在的客房档次提升，去年也开始做客源结构的调整(逐渐走出低价团市场)，今年 1-2 月份平均房价增长约 30%（原有房价在 380 元左右）。此外，京伦饭店的平均房价也上涨了，此前主要通过低价提升出租率来驱动收入增长。分销渠道提供饭店收入占比为 10%-15%，民族饭店的分销比例低一些，所以其房价高一些。
- 景区：集团内部和外部的景区筹备，包括福建土楼，野生动物园。
- 南山景区未来的看点：1.提价，已经提到议事日程，还是需要当地物价部门的批准，也要考虑公司经营的情况。此前景区提过一次票价，导致景区非常萧条，因为还是旅行社团队居多(占比 60%)。2.游客增长，一般年份人数增速为 20%，今年 1-2 月份 35%，达到 99 万人次。3.南山新增利润增长点，可进一步增加景区内的收益点。首先是南山二期开发，在园区内增加景点内容，投资比较大，也希望能够带来收入，但有些时候投资只是提升整个景区的文化内涵，未必能增收。其次是在南山周边打造大南山概念，但是这方面受很多因素制约，包括规划，合作方，土地等。
- 电瓶车票价已经从 20 元涨至 30 元。缘起楼已经改造完毕，春节期间投入运营，为偏高端餐厅。南山酒店的整体入住率为 60%，平均房价 400 元。
- 旅行社-神舟主要市场是日本市场，去年日本地震对其经营影响较大。国旅系的旅行社去年亏损很多。因旅行社业务成本中包括景点，航空，住宿的费用支出，业务对实际利润的影响有限。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)					
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,649</b>	<b>2,305</b>	<b>2,540</b>	<b>2,789</b>	<b>3,077</b>	<b>3,381</b>	货币资金	210	230	250	427	395
增长率	39.7%	10.2%	9.8%	10.3%	9.9%		应收款项	38	42	37	46	49
<b>主营业务成本</b>	<b>-880</b>	<b>-1,438</b>	<b>-1,754</b>	<b>-1,841</b>	<b>-2,019</b>	<b>-2,211</b>	存货	15	15	25	20	23
%销售收入	53.3%	62.4%	69.0%	66.0%	65.6%	65.4%	其他流动资产	15	19	301	316	297
<b>毛利</b>	<b>770</b>	<b>866</b>	<b>786</b>	<b>948</b>	<b>1,059</b>	<b>1,170</b>	流动资产	277	305	613	809	764
%销售收入	46.7%	37.6%	31.0%	34.0%	34.4%	34.6%	%总资产	14.7%	16.0%	27.8%	32.8%	30.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-39</b>	<b>-44</b>	<b>-44</b>	<b>-63</b>	<b>-69</b>	<b>-76</b>	长期投资	274	290	291	290	293
%销售收入	2.4%	1.9%	1.7%	2.3%	2.3%	2.2%	固定资产	877	867	866	931	988
<b>营业费用</b>	<b>-239</b>	<b>-270</b>	<b>-303</b>	<b>-349</b>	<b>-381</b>	<b>-417</b>	%总资产	46.5%	45.4%	39.2%	37.7%	39.9%
%销售收入	14.5%	11.7%	11.9%	12.5%	12.4%	12.3%	无形资产	455	443	430	428	427
<b>管理费用</b>	<b>-234</b>	<b>-252</b>	<b>-265</b>	<b>-321</b>	<b>-351</b>	<b>-383</b>	非流动资产	1,610	1,607	1,595	1,657	1,714
%销售收入	14.2%	10.9%	10.4%	11.5%	11.4%	11.3%	%总资产	85.3%	84.0%	72.2%	67.2%	69.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>258</b>	<b>300</b>	<b>174</b>	<b>216</b>	<b>258</b>	<b>294</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,887</b>	<b>1,912</b>	<b>2,208</b>	<b>2,467</b>	<b>2,478</b>
%销售收入	15.6%	13.0%	6.9%	7.7%	8.4%	8.7%	短期借款	75	228	314	100	90
<b>财务费用</b>	<b>-18</b>	<b>-22</b>	<b>-38</b>	<b>-44</b>	<b>-47</b>	<b>-51</b>	应付款项	218	240	292	284	298
%销售收入	1.1%	0.9%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	其他流动负债	44	36	26	37	51
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	流动负债	337	504	632	421	438
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	330	127	337	672	662
<b>投资收益</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	其他长期负债	17	15	10	12	13
%税前利润	6.1%	6.7%	14.0%	11.5%	10.4%	9.9%	<b>负债</b>	<b>683</b>	<b>647</b>	<b>980</b>	<b>1,106</b>	<b>1,113</b>
<b>营业利润</b>	<b>255</b>	<b>296</b>	<b>158</b>	<b>192</b>	<b>232</b>	<b>268</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>973</b>	<b>1,027</b>	<b>1,014</b>	<b>1,118</b>	<b>1,086</b>
营业利润率	15.4%	12.9%	6.2%	6.9%	7.5%	7.9%	少数股东权益	230	238	214	243	278
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>-7</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,887</b>	<b>1,912</b>	<b>2,208</b>	<b>2,467</b>	<b>2,478</b>
<b>税前利润</b>	<b>255</b>	<b>302</b>	<b>151</b>	<b>192</b>	<b>232</b>	<b>267</b>	<b>比率分析</b>					
利润率	15.5%	13.1%	5.9%	6.9%	7.5%	7.9%		2009	2010	2011	2012	2013E
<b>所得税</b>	<b>-52</b>	<b>-64</b>	<b>-32</b>	<b>-48</b>	<b>-58</b>	<b>-67</b>	<b>每股指标</b>					
所得税率	20.5%	21.3%	21.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.690	0.809	0.422	0.497	0.598
<b>净利润</b>	<b>203</b>	<b>237</b>	<b>118</b>	<b>144</b>	<b>174</b>	<b>200</b>	每股净资产	4.207	4.437	4.384	4.830	4.695
<b>少数股东损益</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>21</b>	<b>29</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	每股经营现金净流	1.182	1.380	-0.126	0.973	1.346
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>160</b>	<b>187</b>	<b>98</b>	<b>115</b>	<b>138</b>	<b>161</b>	每股股利	0.600	0.450	0.000	0.050	0.100
净利率	9.7%	8.1%	3.8%	4.1%	4.5%	4.8%	<b>回报率</b>					
							净资产收益率	16.40%	18.22%	9.62%	10.28%	12.74%
							总资产收益率	8.46%	9.79%	4.42%	4.66%	5.58%
							投入资本收益率	12.63%	14.47%	7.24%	7.56%	9.08%
							<b>增长率</b>					
							主营业务收入增长率	-7.97%	39.73%	10.23%	9.80%	10.31%
							EBIT增长率	-7.84%	16.50%	-42.00%	24.02%	19.29%
							净利润增长率	-7.55%	17.20%	-47.85%	17.82%	20.35%
							总资产增长率	1.57%	1.32%	15.50%	11.71%	0.47%
							<b>资产管理能力</b>					
							应收账款周转天数	6.8	4.2	3.7	4.0	3.8
							存货周转天数	5.4	3.8	4.1	4.0	4.2
							应付账款周转天数	34.0	23.5	22.8	21.0	20.5
							固定资产周转天数	191.5	135.4	120.0	110.2	100.3
							<b>偿债能力</b>					
							净负债/股东权益	16.23%	9.90%	32.69%	25.38%	26.18%
							EBIT利息保障倍数	14.0	13.8	4.6	5.0	5.4
							资产负债率	36.21%	33.83%	44.37%	44.84%	44.93%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	4	5	7	13
买入	0	9	12	18	23
持有	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	1	1	1	1
评分	0	2.00	1.97	1.93	1.88

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-23	买入	21.09	N/A
2 2011-03-14	买入	22.80	N/A
3 2011-08-29	买入	18.26	N/A
4 2012-02-07	买入	12.32	N/A
5 2012-03-05	买入	14.51	16.30 ~ 17.30
6 2012-03-20	买入	13.81	N/A

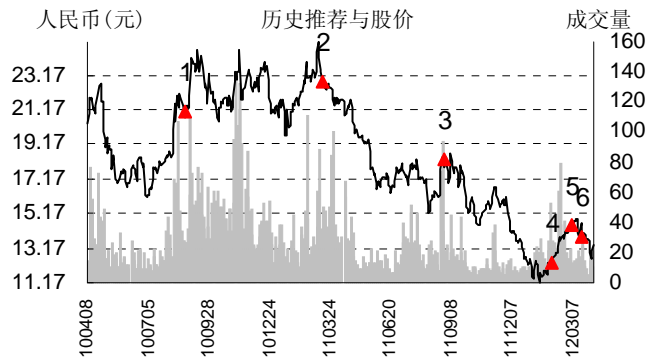
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B