



# 酒店运营管理平台初建成 薪酬绩效考核促业绩释放

增持

——首旅股份（600258）深度研究报告——

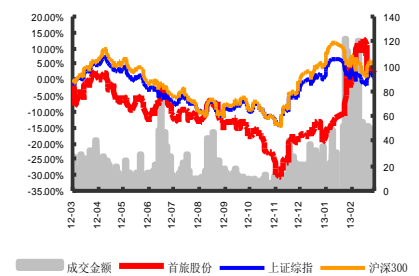
## 内容摘要:

- **业绩符合预期 盈利能力略有上升。**12年实现营收30.4亿，同比增长13%。实现利润1.85亿，同比增长12.06%。EPS0.49元。分配预案：拟10股派2.5元（含税）。业绩基本符合预期。12年末，总资产报酬率6%，同比增加0.16个百分点，资产盈利能力略有提升。利润贡献主要来源于酒店和景区板块，其中酒店板块实现利润1.2亿元，占比65.27%；景区板块实现利润7363万元，占比39.9%。
- **酒店运营与管理营收占比22%。**2012年公司资产重组，置换出北展分公司，置入首旅建国、欣燕都、首旅酒店三家酒店管理公司，业务结构发生明显变化。新置入的三家管理公司12共计实现营业收入20,514万元，同比增长29.35%。公司还有产权酒店3家12年酒店运营和酒店管理在营业收入贡献率上全计占比为22%。
- **南山景区游客增长8.1%。**12年南山公司实现营收3.33亿，同比增长10.13%，实现利润7363万元，同比增长9.58%；人均综合消费同比增长1.9%。门票和客运营收占比分别为44%和21%。其余各项收入依次占比为：餐饮18%，商品8%，客房5%、其他4%。南山“尼泊尔馆”项目正在顺利进行中，项目公司设立已经完成，首期出资已经到位，并已开始施工，预计在一年内完工。
- **《经营者绩效考核及薪酬管理办法》出台。**该办法旨在建立健全激励与约束相结合的中长期激励机制，调动经营者的积极性和创造性，利于提升首旅股份整体发展的竞争能力及盈利水平。该《办法》适用于总经理助理及以上职务的领导班子成员。经营者年度收入构成：收入=基薪+风险收入+特别奖励。
- **业绩预测与估值。**我们预测13年、14年EPS分别为0.59元和0.67元。相对应13、14PE分别为23.79X和20.83X。维持评级“增持”。

## 分析师

潘红敏  
执业证号：S1250511110001  
电话：010-57631226  
邮箱：phm@swsc.com.cn

## 市场表现



## 基础数据 (2013.03.27)

收盘价	14.05
52周内高	16.12
52周内低	9.22
总市值(百万元)	3251.17
流通市值(百万元)	3251.17
总股本(百万股)	231.40

单位:百万元	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	2540.38	3040.76	3305.00	3696.97
增长率(%)	10.23%	19.70%	8.69%	11.86%
归属母公司股东净利润	97.58	112.38	136.63	156.06
增长率(%)	-47.85%	15.17%	21.58%	14.22%
每股收益(EPS)	0.422	0.486	0.59	0.67

## 目 录

<b>一、公司简介</b> .....	<b>1</b>
1.1 公司控股股东及实际控制人情况.....	1
1.2 公司主要子公司.....	1
1.3 公司主营业务.....	3
<b>二、公司经营业务分析</b> .....	<b>3</b>
2.1 酒店运营与管理板块：12 年营收贡献 22%.....	4
2.2 南山景区游客增长 8.1% .....	6
2.3 其他：神舟集团运营趋于好转 权益投资稳定.....	8
2.4 费用控制良好 综合毛利率微降.....	9
<b>三、绩效考核及薪酬管理办法出台 利于业绩释放</b> .....	<b>10</b>
<b>四、公司所处行业简况及行业地位</b> .....	<b>10</b>
4.1 产业发展现状及趋势.....	10
4.2 供给现状及产业集约化程度.....	12
4.3 公司主要竞争对手.....	13
4.4 2013 年国内旅游市场预测.....	15
<b>五、公司业绩预测与估值</b> .....	<b>16</b>
<b>六、投资风险</b> .....	<b>18</b>

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 插图目录

图 1: 公司股权结构图.....	1
图 2: 公司 12 年营业收入构成.....	4
图 3: 12 年南山营收构成优化.....	7
图 4: 2008-2012 年南山景区接待量情况.....	7
图 5: 2008-2012 年南山景区收入情况.....	8
图 6: 公司 08-12 年毛利率情况.....	9
图 7: 全国星级酒店 04-11 年营业额 (单位: 亿元).....	11
图 8: 全国星级酒店 04-11 年营业额组成 (单位: 亿元).....	11
图 9: 10 年-12 年住宿与餐饮业投资指数与同比增长.....	12
图 10: 国内酒店品牌风云榜 (13 年 2 月份).....	13
图 11: 10-12 年住宿与餐饮业经营指数与同比增长.....	15
图 12: 中国国内旅游接待情况 (万人次).....	16
图 13: 中国国内旅游接待收入 (亿元).....	16
图 14: 首旅股份近 3 年 PE-BAND.....	16
图 15: 首旅股份近 3 年 PB-BAND.....	17

## 表格目录

表 1: 公司主要控股子公司 (截止 12 年底).....	2
表 2: 12 年参控公司经营情况.....	2
表 3: 首旅股份 09-11 年主营业务收入构成 (单位: 元).....	3
表 4: 公司近三年主要利润构成.....	3
表 5: 首旅建国股权结构图.....	4
表 6: 主营业务收入情况 (单位: 万元).....	4
表 7: 公司酒店板块业务简况.....	4
表 8: 首旅股份直接运营的酒店及 12 年运营情况.....	5
表 9: 重大资产置换情况.....	5
表 10: 首旅建国、首旅酒店、欣燕都 2012 年实际盈利情况.....	6
表 11: 奖励管理费按照扣除基本管理费后的 GOP 率 (GOP/营业收入) 递增收取.....	6
表 12: 南山景区近 3 年运营情况.....	7
表 13: 三亚市近 3 年游客接待情况.....	8
表 14: 公司 10-12 费用构成.....	9
表 15: 五星级酒店 (按季) 情况.....	12
表 16: 四星级酒店 (按季) 情况.....	13
表 17: 经济型酒店情况 (按年).....	14
表 18: 经济型酒店 2 月品牌排行榜.....	14
表 19: 经济型酒店品牌指数.....	14
表 20: 报表预测.....	17

## 一、公司简介

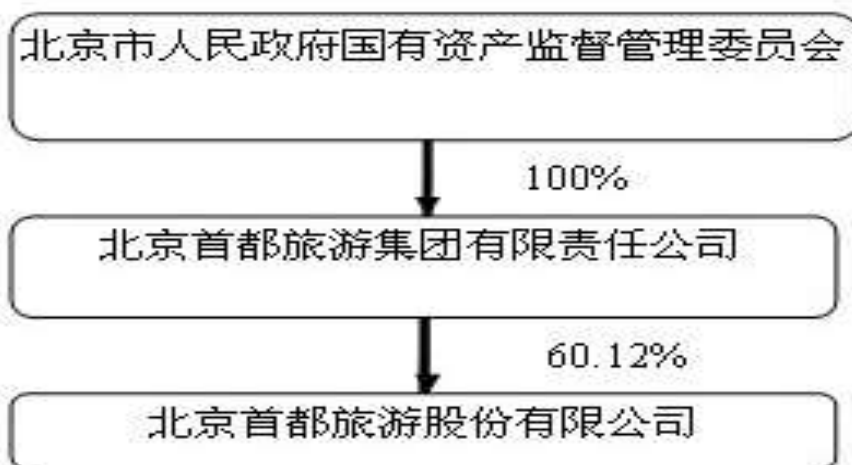
公司是国内大型综合性旅游上市公司，从事酒店管理、景区、旅行社等经营，定位以酒店经营管理为主营业务的系列品牌发展平台。

### 1.1 公司控股股东及实际控制人情况

公司控股股东是北京首都旅游集团有限责任公司。首旅集团成立于1998年1月24日，公司注册资本236,867万元，经营范围为：受市政府委托对国有资产进行经营管理；项目投资；饭店管理；信息咨询；旅游资源开发；旅游服务；房地产项目开发；商品房销售。

2012年旅游集团营业收入370亿元，在中国旅游业、服务业和整体实业的企业中分别位列第5、第87和第268名。首旅集团构建了中长期发展战略规划体系。其中主要内容有：把首旅集团打造成全价值链的综合品牌运营商，力争到“十二五”末，实现总收入500亿元、总资产500亿元和利税25亿元的目标；到“十三五”末，再翻一番。

图1：公司股权结构图



资料来源：公司公告 西南证券研发中心

### 1.2 公司主要子公司

截止2012年底，公司下设民族饭店分公司、前门饭店分公司和物业分公司等3家分公司，并拥有7家直接控股子公司及7家间接控股子公司。

**表 1: 公司主要控股子公司 (截止 12 年底)**

公司全称	公司简称	经营业务
<b>直接控股子公司</b>		
北京市京伦饭店有限责任公司	京伦饭店	酒店运营
北京首旅景区投资管理有限公司	景区投资	投资管理
北京神舟国际旅行社集团有限公司	神舟集团	旅游服务
海南南山文化旅游开发有限公司	南山公司	景区运营
北京首旅建国酒店管理有限公司	首旅建国	酒店管理
北京首旅酒店管理有限公司	首旅酒店	酒店管理
北京欣燕都酒店连锁有限公司	欣燕都	酒店运营及管理
<b>间接控股子公司</b>		
北京神舟方舟国际会议展览有限公司	神舟会展	旅游服务
北京神舟国旅票务有限公司	神舟票务	票务代理
北京市中国旅行社有限公司	北京中旅	旅游服务
北京神舟国旅广告有限公司	神舟广告	广告制作
北京海外旅游有限责任公司	北京海外	旅游服务
北京首旅雅高旅行社有限公司	首旅雅高	旅游服务
北京神舟环球出入境服务有限公司	神舟环球	旅游服务

资料来源: 公司公告 西南证券研发中心

**表 2: 12 年参控公司经营情况**

被参控公司	投资额 (万元)	参股 比例(%)	被参控股公司 总资产(万元)	被参控股公司 净利润(万元)	被参控公司 主营业务
宁夏沙湖旅游股份有限公司	#	30	45651.58	3577.02	旅游 旅游资源和旅游项目的开发经营,宾馆,酒店,房地产开发经营等
海南南山文化旅游开发有限公司	32786.16	74.81	92452	5480	旅游
北京中国国际旅行社有限公司	#	49	8130.71	96.86	旅游
北京星晨旅游有限公司	#	30	441.94	-92.6	旅游
北京欣燕都酒店连锁有限公司	6172.11	100	8245	440	经营客房,餐饮
北京首汽(集团)股份有限公司	#	18.28	225624.26	9953.46	汽车出租及修理
北京首旅雅高旅行社有限公司	344.58	51	#	#	入境及国内游
北京首旅酒店管理有限公司	8487.55	100	3494	1208	酒店管理
北京首旅景区投资管理有限公司	4931.58	95	#	#	投资管理,投资咨询
北京首旅建国酒店管理有限公司	6275.63	75	5083	920	饭店管理及咨询
北京市中国旅行社有限公司	640	100	#	#	入境,出境及国内游
北京市京伦饭店有限责任公司	2503.79	54	17489	1792	经营客房,餐饮
北京神舟环球出入境服务有限公司	132.6	51	#	#	出,入境中介服务
北京神舟国旅票务有限公司	1000	100	#	#	客,货运销售代理
北京神舟国旅广告有限公司	50	100	#	#	广告制作,摄影摄像
北京神舟国际旅行社集团有限公司	3472.3	51	24605	180	入境,国内旅游;特许经营中

被参控公司	投资额 (万元)	参股 比例(%)	被参控股公司 总资产(万元)	被参控股公司 净利润(万元)	被参控公司 主营业务
北京神舟方舟国际会议展览有限公司	1000	100	#	#	国公民出国旅游
北京胡同文化游览有限公司	#	34	225.62	6.48	入境,出境及国内游
北京海外旅游有限责任公司	30	100	#	#	旅游
					入境,出境及国内游

资料来源:公司公告 西南证券研发中心

### 1.3 公司主营业务

公司属旅游行业,经营范围:项目投资及管理;旅游服务;饭店经营及管理;旅游产品开发、销售;承办展览展示活动;设计、制作、代理、发布国内及外商来华广告;信息咨询;技术开发、技术咨询、技术服务;出租商业用房;物业管理;健身服务等。

表 3: 首旅股份 09-11 年主营业务收入构成(单位:元)

报告期	2009 年报	2010 年报	2011 年报	2012 年报
营业收入	#	#	#	#
旅游服务(元)	854,984,047.36	1,416,739,489.44	1,732,403,833.09	2,022,308,828.94
酒店运营(元)	#	#	#	465,563,432.93
景区运营(元)	#	#	#	333,175,872.31
酒店管理(元)	#	#	#	203,469,525.32
展览广告(元)	62,974,553.42	61,750,041.48	60,946,045.62	16,240,462.82
酒店(元)	351,575,235.72	405,512,761.90	444,507,558.18	#
景区(元)	379,839,140.43	420,636,976.74	302,521,586.52	#

资料来源:公司公告 西南证券研发中心

表 4: 公司近三年主要利润构成

利润占比	酒店板块	景区板块
2010 年	24.51%	72.28%
2011 年	58.26%	40.80%
2012 年	65.27%	39.9%

资料来源:公司公告 西南证券研发中心

## 二、公司经营业务分析

2012 年 4 月份发生资产重组,置入首旅集团持有的首旅建国 75% 股权、首酒集团持有的首旅酒店 100% 股权、首酒集团持有的欣燕都 86.6% 股权和旅店公司持有的欣燕都 13.4% 的股权,并置出下属北展分公司的全部资产及负债给首旅集团。资产重组后,公司成为集团酒店运营与管理平台。

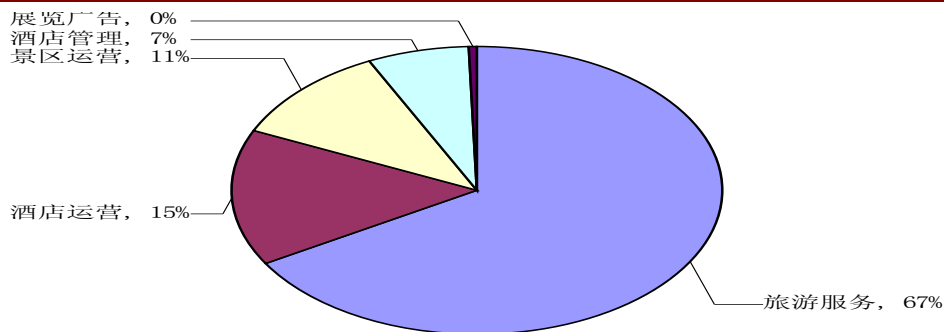
12 年年底,公司公告,公司收购北京首旅建国酒店管理有限公司外方所持 25% 股权,合计金额:2,245 万元。其中:收购携程旅行网(香港)有限公司持有的首旅建国 15% 股权(转让价格 1,347 万元);收购北极星饭店有限公司持有首旅建国 10% 股权(转让价格 898 万元),前述两家外方股东合计持有首旅建国 25% 股权。

**表 5: 首旅建国股权结构图**

(万元)	收购前	收购后	交易价格
首旅股份	75%	100%	#
携程旅行网(香港)	15%	0	1,347
北极星饭店	10%	0	898
合计	100%	100%	2,245

资料来源: 公司公告 西南证券研发中心

12 年公司各业务板块收入贡献率从大到小依次为: 旅游服务 66.51%、酒店运营 15.31%、景区运营 10.96%、酒店管理 6.69%、展览广告 0.53%。

**图 2: 公司 12 年营业收入构成**


资料来源: 公司公告 西南证券研发中心

**表 6: 主营业务收入情况(单位: 万元)**

利润占比	酒店板块	景区板块
2010 年	24.51%	72.28%
2011 年	58.26%	40.80%
2012 年	65.27%	39.9%

资料来源: 公司公告 西南证券研发中心

## 2.1 酒店运营与管理板块: 12 年营收贡献 22%

在酒店产业方面, 目前公司有产权酒店 3 家, 酒店物业管理公司 3 家。12 年酒店运营和酒店管理在营业收入贡献率上全计占比为 22%。

**表 7: 公司酒店板块业务简况**

名称	名称	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长
酒店管理公司	首旅建国	3448 万元	17.18%	1239 万元	38.84%
	首旅酒店	2503 万元	#	1611 万元	#
	欣燕都	1.46 亿元	12.74%	569 万元	10.70%
产权酒店	民族饭店	2.02 亿元	-0.81%	4702 万元	4.33%
	京伦饭店	1.58 亿元	5.58%	2382 万元	3.86%
	前门饭店	8872 万元	15%	404 万元	11.41%

名称	名称	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长
物业分公司	物业分公司	1711 万元	12.78%	1140 万元	10.21%

资料来源：公司公告 西南证券研发中心

### 2.1.1 直接运营三家酒店：民族饭店、前门饭店和京伦饭店

公司直接进行运营的酒店有三家：民族饭店、前门饭店和京伦饭店。民族饭店和前门饭店是公司全资饭店拥有产权 100%；京伦饭店公司持有 54%的产权。三家酒店均为四星级酒店，经营近几年保持较为平稳的增长。

**民族饭店：**拥有客房 516 间（套）。**前门饭店：**客房总数 405 间（套）。京味更浓，可容纳 1000 人的梨园剧场颇有名。12 年开始调整客源结构后，客房价格有所提升，从均价 380 元提至目前的 420 元。

表 8：首旅股份直接运营的酒店及 12 年运营情况

酒店名称	持有股份	客户数 (间/套)	营业收入 (万元)	同比增长 (%)	净利润 (万元)	同比增长 (%)
民族饭店	100%	516				
京伦饭店	54%	600	15,838	5.58	1,792	6.09
前门饭店	100%	405				

资料来源：公司相关网站 西南证券研发中心

**京伦饭店**主要从事酒店运营服务，注册资本为 1200 万美元。客房总数 600 间（套），出租率在 77-80%之间。

京伦饭店 2012 年实现营业收入 15,838 万元，比上年增长 5.58%；实现利润总额 2,382 万元，比上年增长 3.86%；实现净利润 1,792 万元，比上年增长 6.09%。京伦饭店 2012 年末总资产 17,489 万元，净资产 10,252 万元，资产负债率 41.38%。

### 2.1.2 酒店物业管理公司：营收同比增长 29.35%

12 年置换进来三家酒店物业管理公司，首旅酒店、首旅建国和欣燕都酒店物业管理公司。新置入的三家管理公司 12 年共计实现营业收入 20,514 万元，同比增长 29.35%。

表 9：重大资产置换情况

项目	换入资产			换出资产 #
	首旅建国	首旅酒店	欣燕都	北展分公司
账面价值	21,418,618.92	22,575,457.23	60,743,095.89	154,070,048.30
公允价值	62,756,274.39	84,875,457.23	61,721,083.45	185,422,889.17
备注	上述资产置换时，换入资产和换出资产的公允价值之差 23,929,925.90 元由本公司以现金补齐			

资料来源：公司公告 西南证券研发中心

**首旅建国：**首旅建国主要从事饭店管理及咨询服务，注册资本 2,269.43 万元。首旅建国 2012 年实现营业收入 3,448 万元，比上年增长 17.18%；实现利润总额 1239 万元，比上年增长 38.84%；实现净利润 920 万元，比上年增长 40.33%。其中：同一控制下企业合并前累计形成的净利润 317.5 万元。首旅建国 2012 年末总资产 5,083 万元，比年初增长 24.41%；净资

产 3,459 万元，比年初增长 36.26%。

**首旅酒店：**首旅酒店主要从事饭店管理及咨询服务，注册资本 2,000 万元。首旅酒店 2012 年实现营业收入 2,503 万元，实现利润总额 1,611 万元，实现净利润 1,208 万元，其中：同一控制下企业合并前形成的净利润 257.55 万元。首旅酒店 2012 年末总资产 3,494 万元，比年初增长 74.69%；净资产 3,208 万元，比年初增长 60.39%。

**欣燕都。**欣燕都主要从事酒店运营及管理服务，注册资本 5,000 万元。欣燕都 2012 年实现营业收入 14,563 万元，比上年增长 12.74%；实现利润总额 569 万元，比上年增长 10.7%；实现净利润 440 万元，比上年增长 21.81%。其中：同一控制下企业合并前形成的净利润 72 万元。欣燕都 2012 年末总资产 8,245 万元，比年初下降 6.75%；净资产 6,442 万元，比年初增长 7.33%。

表 10: 首旅建国、首旅酒店、欣燕都 2012 年实际盈利情况

#	营业收入	利润总额	净利润
首旅建国	34,478,917.85	12,392,496.89	9,204,287.99
首旅酒店	25,028,528.92	16,106,921.03	12,078,109.15
欣燕都	145,634,932.21	5,685,427.83	4,397,083.23

资料来源：公司公告 西南证券研发中心

公司在进行重大资产置换时，有激励措施，利于激发高管运营者的积极性。物业运营激励：管理费用分基本管理费和奖励管理费两块。基本管理费按营业收入的 2% 计提；奖励管理费按照扣除基本管理费后的 GOP 率（GOP/营业收入）递增收取：

表 11: 奖励管理费按照扣除基本管理费后的 GOP 率（GOP/营业收入）递增收取

GOP 率（=GOP/营业收入）	奖励管理费率	奖励管理费金额
>=0%	1%	GOP*1%
>=20%	2%	GOP*2%
>=30%	4%	GOP*4%
>=40%	6%	GOP*6%
>=50%	7%	GOP*7%

资料来源：公司公告 西南证券研发中心

## 2.2 南山景区游客增长 8.1%

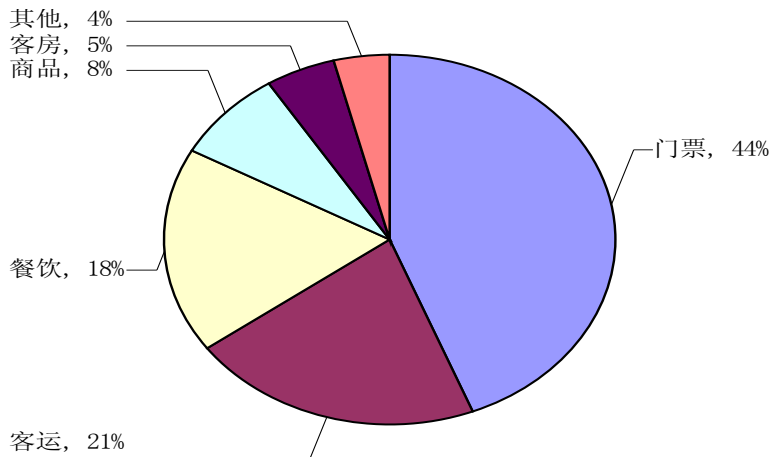
南山公司主要从事景区运营服务，注册资本 38,600 万元。南山公司 2012 年末总资产为 92,452 万元，净资产 53,353 万元，资产负债率 42.29%。

2012 年南山公司实现营业收入 3.33 亿元，较上年增长 10.13%，实现利润 7363 万元，较上年增长 9.58%；人均综合消费 87.03 元，较上年增长 1.9%。南山公司收入贡献主要来源于门票和客运，分别占比为 44% 和 21%。其余各项收入依次占比为：餐饮 18%，商品 8%，客房 5%，其他 4%。南山公司收入和利润增长主要是由于入园人数增加，同时电瓶车价格从 20 元提到 30 元、缘起楼投入运营、4S 店散客营销等全方位的促销活动，使南山景区人均综合消费进一步提高。南山公司 2011 年门票分成之后，收入构成有了明显变化，2012 年

南山公司积极改变收入结构, 门票收入 14683 万元, 占比 44.07%, 公司通过提高人均综合消费水平达到提升整体盈利能力目的。

南山"尼泊尔馆"项目正在顺利进行中, 项目公司设立已经完成, 首期出资已经到位, 并开始施工, 预计在一年内完工。

图 3: 12 年南山营收构成优化



资料来源: 公司公告 西南证券研发中心

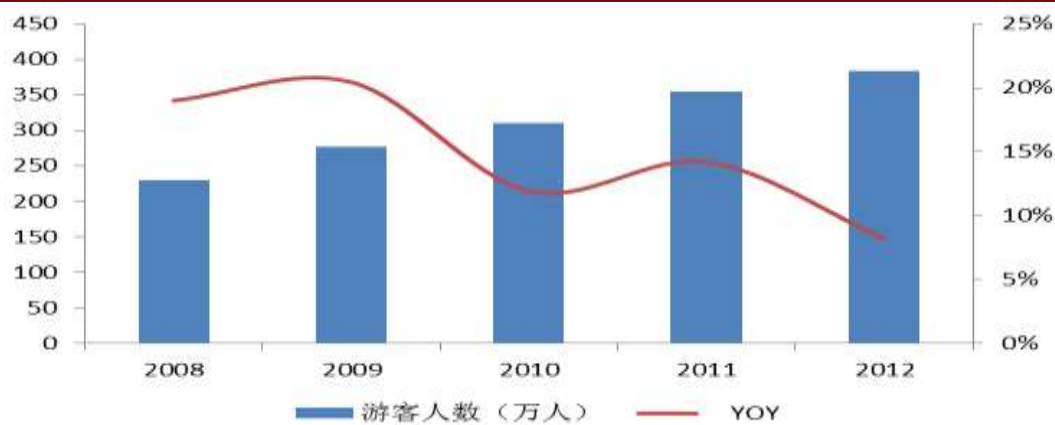
表 12: 南山景区近 3 年运营情况

时间	营业收入 (亿)	同比增长	利润总额 (万)	同比增长
2010 年	4.2	10.74%	#	
2011 年	3.03	-28.08%	6720	-70.25
2012 年	3.33	10.13%	7,363	9.58%

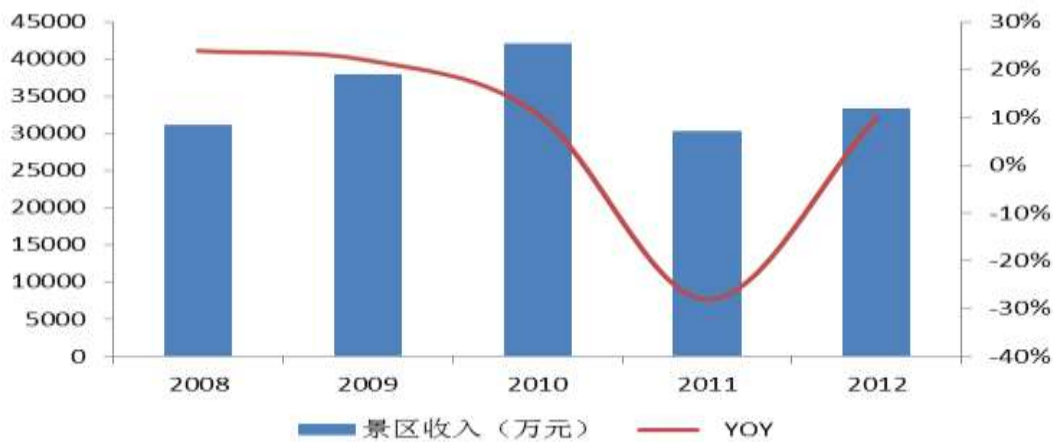
备注 11 年剔除门票分成因素影响, 南山公司营业收入和利润总额分别同比增长 16.4%、16.5%

资料来源: 公司公告 西南证券研发中心

图 4: 2008-2012 年南山景区接待量情况



资料来源: 公司公告 西南证券研发中心

**图 5: 2008-2012 年南山景区收入情况**


资料来源: 公司公告 西南证券研发中心

三亚市全年接待过夜游客 1100 万人,比去年同期增长了 7.9%。南山公司较上年增长 8.1%,增幅高于三亚市的整体水平,其中散客接待量同比增长了 11.5%;团队接待量同比增长了 5.1%。

**表 13: 三亚市近 3 年游客接待情况**

项目	2010 年	2011 年	2012 年
接待过夜游客人数 (万人次)	883	1021	1102
同比增长率 (%)	#	15.70%	8.00%
接待过夜国内游客 (万人次)	841	968	1054
同比增长率 (%)	#	15.10%	8.90%
接待过夜入境游客 (万人次)	42	53	48
同比增长率 (%)	#	27.20%	-9.00%
接待过夜游客人天数 (万人天)	1495	1746	1863
同比增长率 (%)	#	16.80%	7.00%
接待过夜国内游客 (万人天)	1359	1576	1711
同比增长率 (%)	#	15.90%	8.60%

数据来源: 国家旅游局 西南证券研发中心

### 2.3 其他: 神舟集团运营趋于好转 权益投资稳定

神舟集团主要从事旅游服务,注册资本为 6807.53 万元。神舟集团 2012 年实现营业收入 20.24 亿元,比上年增长 16.81%;实现利润总额 220 万元,比上年增长 244.2%;实现净利润 180 万元,比上年增长 512.59%,其中归属母公司净利润 193 万元,比上年增长 228.42%。神舟集团 2012 年末总资产 24,605 万元,净资产 6,678 万元,其中归属母公司净资产 6,438 万元;资产负债率 72.86%。

公司主要参股企业有首汽股份和宁夏沙湖。

首汽股份:主要从事汽车销售、出租及修理服务,注册资本 21,009.76 万元。首汽股份 2012 年实现营业收入 57.11 亿元,比上年增长 8.21%;实现归属母公司净利润 6779 万元,较上年

下降 6.49%。2012 年公司对首汽股份的投资收益为 1239 万元，比上年同期下降 6.49%。

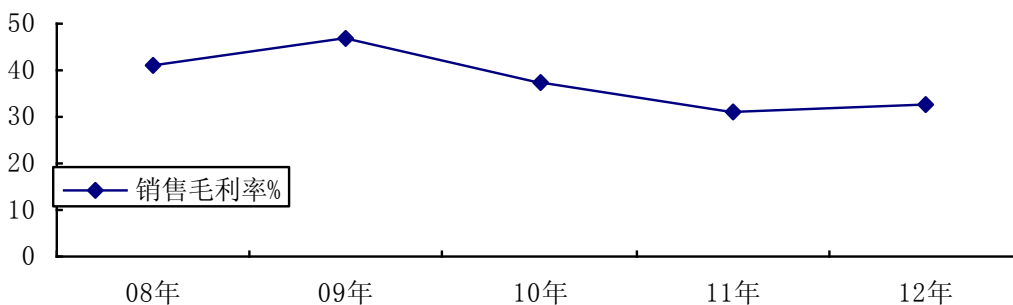
首汽股份 2012 年末总资产为 22.56 亿元，净资产 8.34 亿元，资产负债率 63.03%。

宁夏沙湖：主要从事景区运营服务，注册资本 6800 万元。宁夏沙湖 2012 年加强了系列活动的营销力度，例如一季度的冰雪节、第二季度的观鸟节等，使得入园人数同比增幅较大，为景区带来可观收益。宁夏沙湖 2012 年入园人数 117 万人，较上年增长 23%；实现营业收入 2.55 亿元，比上年增长 19.87%；实现净利润 3577 万元，比上年增长 39.60%。2012 年公司对宁夏沙湖的投资收益为 885 万元，比上年增长 26.76%。宁夏沙湖 2012 年末总资产为 4.57 亿元，净资产 2.63 亿元，资产负债率 42.50%。

## 2.4 费用控制良好 综合毛利率微降

12 年综合毛利率为 32.84%，比 2011 下降 2 个百分点，酒店运营和酒店管理板块毛利率较上年有所提高，分别增加 1.12、0.61 个百分点，系收入结构发生变化，餐饮、商品销售收入占比下降，成本相应下降，导致综合毛利率上升。其他业态毛利率较上年有所下降。下降最多的是旅游服务板块，旅行社受国内和出境旅游市场竞争激烈、机票涨价等多重因素影响，毛利率较上年减少 0.32 个百分点。景区运营和展览广告板块的毛利率均较上年减少 0.02 个百分点。

图 6：公司 08-12 年毛利率情况



数据来源：Wind 西南证券研发中心

12 年公司整体费用控制良好，销售和财务费用率稳中有降，而管理费用率提高近 2 个百分点，主要是本期进行资产重组事宜导致中介顾问费增加 104%。

表 14：公司 10-12 费用构成

单位 (%)	10 年	11 年	12 年
净资产收益率 ROE(加权)	18.93	9.73	10.98
营业总成本 / 营业总收入	88.0108	94.6163	94.6502
营业费用 / 营业总收入	11.7306	11.9355	11.8217
管理费用 / 营业总收入	10.9152	10.4201	12.3456
财务费用 / 营业总收入	0.9417	1.4771	1.4467

单位 (%)	10 年	11 年	12 年
销售期间费用率	23.5875	23.8327	25.614
大旅游期间费用占营业收入比率 (行业平均值)		30.2	
大旅游净资产收益率		5.3	

数据来源: Wind 西南证券研发中心

### 三、绩效考核及薪酬管理办法出台 利于业绩释放

与年报同步发布的还有《首旅股份:经营者绩效考核及薪酬管理办法》。该办法旨在建立健全激励与约束相结合的中长期激励机制,调动经营者的积极性和创造性,利于提升首旅股份整体发展的竞争能力及盈利水平。

该《办法》适用于总经理助理及以上职务的领导班子成员。

经营者年度收入构成为: 收入 = 基薪 + 风险收入 + 特别奖励

以当年归属于母公司所有者的净利润为基数、年度经营管理目标考核结果为系数,按照董事会审定的计提比例核定的“基薪 + 风险收入”的薪酬部分。基薪是首旅股份经营者的基本收入,根据首旅股份的经营规模、盈利能力等因素确定,按月发放。核定的首旅股份经营者年度收入中,扣除基薪后的收入所得。特别奖励: 对于在重大项目组织策划实施、企业发展与创新、资本市场运作等工作中做出突出贡献的经营者,发放特别奖励。基薪、风险收入的分配系数: 首旅股份总经理的分配系数为 1; 专职党委书记的基薪分配系数为 1、风险收入的分配系数为 0.9; 首旅股份副职的分配系数根据工作责任及贡献,在 0.9 ~ 0.65 之间确定。(二) 特别奖励的分配,根据经营者的业绩贡献由董事会另行核定。

经营管理团队“基薪+风险收入”总额=当年归属于母公司所有者的净利润 × 计提比例 × 年度考核系数。

### 四、公司所处行业简况及行业地位

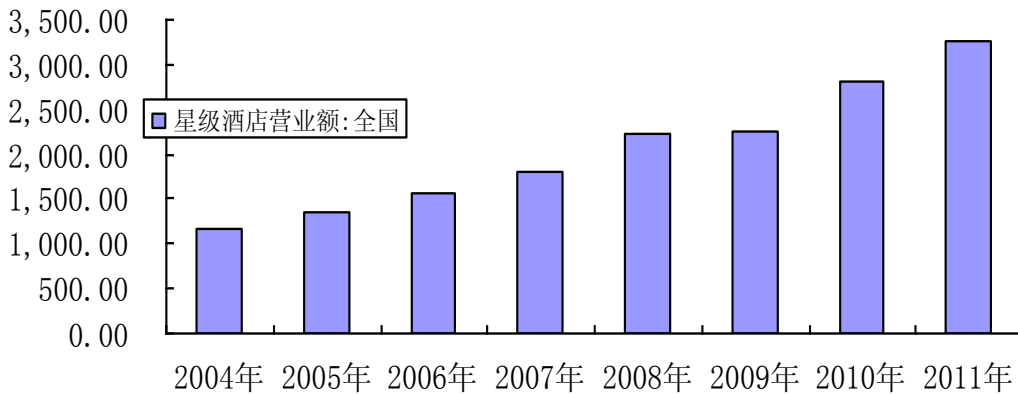
公司属于旅游酒店行业。进入二十一世纪以来,我国的地产业及旅游业持续发展,酒店行业中形成了两大需求市场: 酒店住宿者市场和酒店投资者市场。前者由酒店消费者构成,他们的需求是“酒店中的过夜房间及其配套服务”; 后者由不一定具备酒店管理经验及技术的发展商或物业所有者构成,他们的需求是“体系化、规范化、连锁化的酒店运营管理技术服务”。与此相对应,为了满足住宿者市场的需求,市场中形成了众多层次类型不同、大小各异的酒店等住宿设施; 为了满足投资者市场的需求,市场中形成了以品牌为核心价值的酒店管理公司。上述两大需求市场的发展意味着中国酒店行业的品牌化、连锁化经营的时代已经来临。酒店消费者和酒店物业所有者构成了首旅股份酒店业务扩张的重要市场。

#### 4.1 产业发展现状及趋势

中国经济高速发展带来了巨大商机。目前,中国的发展状况与西方发达国家 20 世纪 70 年代初期非常相似: 经济连续多年高速增长、公路网得到完善且汽车保有量急剧上升、人均年收入处于 5 千到 1 万美元的发展区间、居民的出游率快速上升,大大促进了酒店消费需求的持

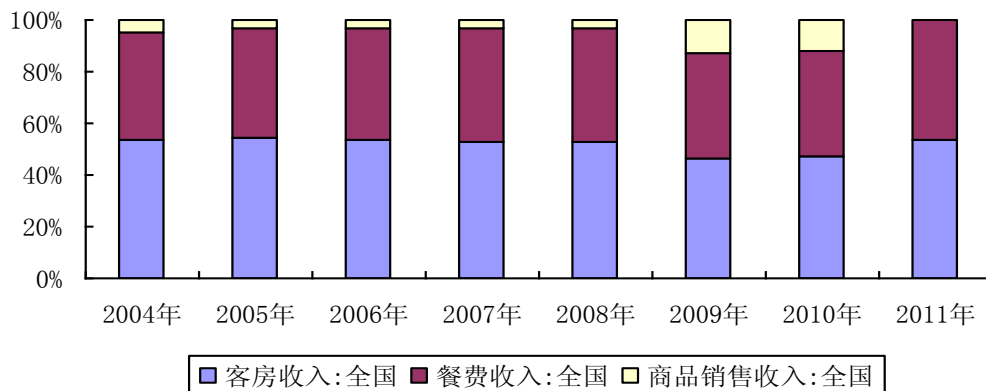
续旺盛；根据测算，到 2020 年中国将拥有全球最大规模的酒店设施，酒店消费市场需求总量预计达到 600 万间。特别是，消费需求趋于细分与差异化，不再局限于原有星级分类。

图 7：全国星级酒店 04-11 年营业额（单位：亿元）



资料来源：Wind 西南证券研发中心

图 8：全国星级酒店 04-11 年营业额组成（单位：亿元）



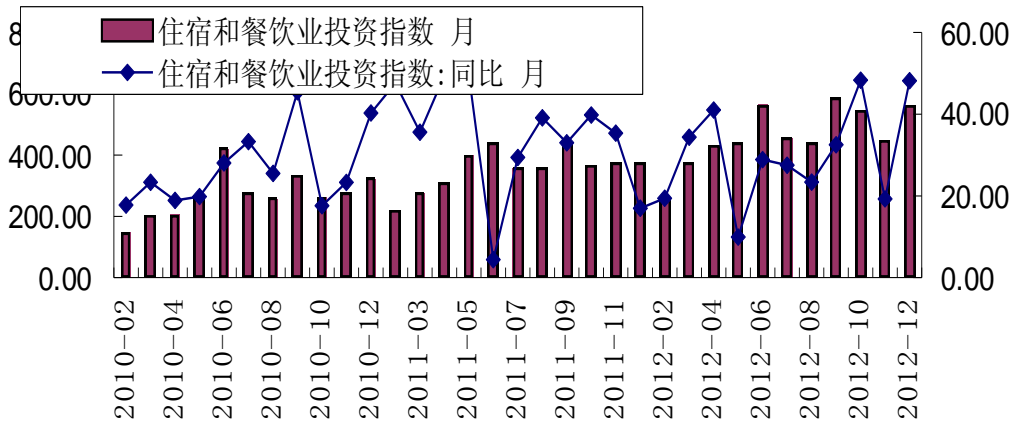
资料来源：Wind 西南证券研发中心

**高档酒店：**高档酒店的投资需求将来自于城市重点区域的房地产综合开发项目；目前，开发热潮已从一、二线城市向三、四线城市扩展，投资需求持续强劲。此外，由于酒店物业具有保值增值特征，成为社会闲散资金投资的方向。未来，尚未拥有五星级酒店的三四线城市将成为国内酒店管理集团的重要市场。

**中档酒店：**中档酒店存量已显相对庞大，经济效益普遍不够理想，且基本上没有出现引人注目的品牌化和连锁化经营的案例。未来中档酒店的投资出路有可能集中在对既有存量的功能和品质的提升方面，而不一定都是通过加大增量来完成。

**经济型酒店：**经济型酒店市场在中国正处于一个快速成长阶段。虽然已经出现少数优势企业，并且按照客房规模大小排列前 10 位的经济型连锁酒店集团所占市场份额合计已占较大比重。据中国经济型酒店网的统计，在 2000 年至 2011 年间，中国经济型连锁酒店的家数从 23 家快速增加至 7,314 家，客房数从 3,236 间快速增加至 747,045 间。

图 9: 10 年 - 12 年住宿与餐饮业投资指数与同比增长



资料来源: Wind 西南证券研发中心

## 4.2 供给现状及产业集聚化程度

一是豪华酒店市场（标准五星级及其以上）国际品牌实力雄厚，客房总量约 12 万间，产业集聚化程度高达 95%，机会较小；二是在高档酒店市场中本土品牌管理公司是主要的控制者，客房量约 21 万间，产业集中度只有 30%，机会较大；三是在中档市场基本没有形成酒店品牌，客房总量约 90 万间，集约化程度只有 5%，机会很大；四是在经济型酒店市场中由如家等新兴企业高度垄断，客房总量约 63 万间，集约化程度高达 68%，仍有机会，但较小。（根据《中国本土饭店管理公司（集团）30 强年度发展报告（2011 年）》及《2011 年度全国星级饭店统计公报》中数据整理计算得出）

表 15: 五星级酒店（按季）情况

指标名称	星级饭店:四星级:数量	星级饭店:四星级:平均房价	星级饭店:四星级:平均出租率
2010-09	485.00	661.73	63.56
2010-12	492.00	696.87	64.32
2011-03	556.00	677.00	56.01
2011-06	589.00	685.49	62.76
2011-09	578.00	668.39	64.39
2011-12	608.00	699.23	63.85
2012-03	624.00	728.53	54.37
2012-06	658.00	709.84	60.92
2012-09	658.00	698.08	61.79
2012-12	654.00	696.65	61.12

资料来源: Wind 西南证券研发中心

中档市场中的品牌竞争态势的主要特点是市场中存量较大，约 6000 多家酒店，品牌化程度低，主要从事单体经营，缺乏连锁品牌和规范运营，潜力巨大（根据《2011 年中国星级饭店统计公报》、《中国经济型酒店网》测算）。

**表 16: 四星级酒店（按季）情况**

指标名称	星级酒店:四星级:数量	星级酒店:四星级:平均房价	星级酒店:四星级:平均出租率
频率	季	季	季
2010-09	1,859.00	344.14	65.56
2010-12	1,817.00	357.76	64.70
2011-03	2,009.00	331.50	56.86
2011-06	2,088.00	344.14	63.76
2011-09	2,123.00	349.76	66.70
2011-12	2,172.00	359.81	63.65
2012-03	2,207.00	355.96	55.91
2012-06	2,242.00	363.15	61.65
2012-09	2,214.00	369.72	64.90
2012-12	2,201.00	364.76	61.87

资料来源: Wind 西南证券研发中心

### 4.3 公司主要竞争对手

首旅股份国内中高端酒店市场主要竞争者是锦江酒店、港中旅酒店和开元酒店。在地域影响力方面，首旅股份和锦江酒店基本完成了全国性布局，开元酒店则以华东地区为主，港中旅酒店则表现为散点开花特征。

**图 10: 国内酒店品牌风云榜（13 年 2 月份）**

2 月排名	品牌名称	品牌指数	环比变化率	位次变化
1	开元	33.58	-1.12%	—
2	建国	31.79	-4.04%	—
3	海航	23.24	9.42%	↑
4	华天	23.19	-12.23%	↓
5	金陵	20.09	-22.28%	↓
6	锦江	14.4	1.12%	—
7	海天	5.93	-6.61%	—
8	雷迪森	5.72	-7.14%	—
9	君澜	5.47	5.60%	—
10	粤海	4.87	1.67%	—

数据来源: 迈点网 西南证券研发中心

据中国经济型酒店网数据，2012 年底，全国共有 419 经济型酒店品牌，8646 家门店，87.92 万间客房。首先，本土企业成为主流品牌，如家、七天、汉庭和锦江之星占据了市场大部分份额；其次，国际品牌速八、宜必思和国内区域性品牌广西城市便捷、山东银座佳驿、湖南莫林风尚等，也在加快布局速度和范围向外拓展，但是市场影响力有限，无法与前者相比，市场份额较低。

**表 17: 经济型酒店情况 (按年)**

指标名称	经济型酒店:酒店数:全国	经济型酒店:酒店数:全国:同比	经济型酒店:客房数:全国	经济型酒店:客房数:全国:同比
2000	23.00	#	3,239.00	41.25
2001	36.00	56.54	4,744.00	46.51
2002	50.00	38.92	6,048.00	27.57
2003	87.00	77.00	10,294.00	70.17
2004	166.00	90.80	19,199.00	86.54
2005	522.00	214.46	56,854.00	196.13
2006	906.00	73.56	98,817.00	73.81
2007	1,698.00	87.42	188,788.00	91.05
2008	2,805.00	65.19	312,930.00	65.76
2009	3,757.00	33.94	412,840.00	31.93
2010	5,120.00	36.28	544,210.00	31.82
2011	7,314.00	42.85	747,045.00	37.27

资料来源: Wind 西南证券研发中心

首旅股份的经济型酒店品牌欣燕都是本土的区域性品牌,在北京地区的经营与几大品牌直接进行竞争,但品牌影响力、发展规模和扩张速度尚无法与其竞争。

**表 18: 经济型酒店 2 月品牌排行榜**

品牌	2 月排名	1 月排名	变化位次
如家快捷	1	1	0
锦江之星	2	2	0
汉庭	3	3	0
7 天连锁	4	4	0
格林豪泰	5	5	0
布丁	6	6	0
莫泰 168	7	8	1
速 8	8	7	-1
桔子	9	9	0
国际青年旅舍	10	10	0

数据来源: 迈点旅游研究院 西南证券研发中心

**表 19: 经济型酒店品牌指数**

品牌	2 月品牌指数	1 月品牌指数	增减 (%)
如家快捷	101.63	107.27	-5.26%
锦江之星	97.77	92.96	5.17%
汉庭	79.44	74.28	6.95%
7 天连锁	53.99	56.91	-5.13%
格林豪泰	51.83	50.72	2.19%
布丁	21.99	21.6	1.81%
莫泰 168	17.89	21.45	-16.60%

品牌	2月品牌指数	1月品牌指数	增减(%)
速8	19.98	19.05	4.88%
桔子	15.14	18.87	-19.77%
国际青年旅舍	12.62	15.21	-17.03%

数据来源: 迈点旅游研究院 西南证券研发中心

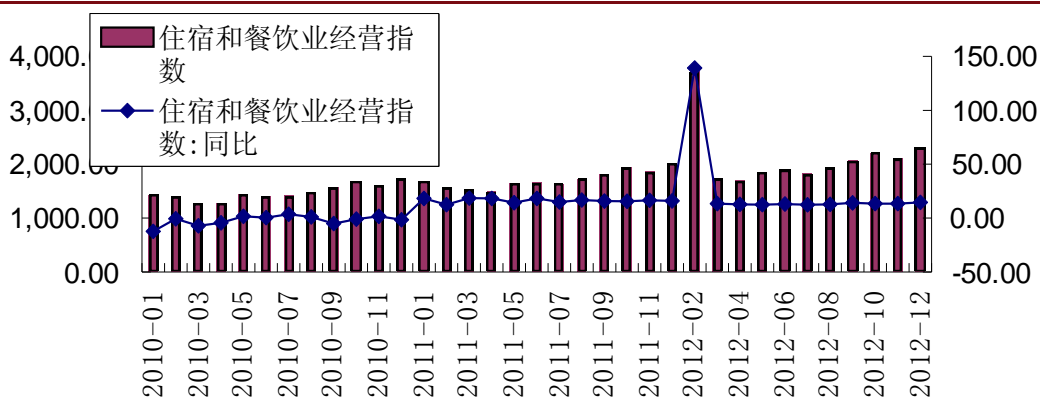
#### 4.4 2013 年国内旅游市场预测

当前和今后一个时期,是我国全面建设小康社会和实现社会主义现代化建设第三步战略目标的关键期,也是我国旅游业的黄金发展期和转型升级期。随着工业化、信息化、城镇化、市场化、国际化建设步伐加快,我国旅游业发展面临新的机遇。

《国务院关于加快发展旅游业的意见》提出明确要求:到 2015 年,我国旅游市场规模进一步扩大,国内旅游达到 33 亿人次,入境过夜旅游 9,000 万人次,出境旅游 8,300 万人次。旅游消费稳步增长,旅游消费相当于居民消费总量的 10%。经济社会效益更加明显,旅游业总收入年均增长 12%以上,旅游业增加值占全国 GDP 的比重提高到 4.5%,占服务业增加值的比重达到 12%。旅游服务质量明显提高,市场秩序明显好转,可持续发展能力明显增强,力争到 2020 年,我国旅游产业规模、质量、效益基本达到世界旅游强国水平。根据《国务院关于加快发展旅游业的意见》,于 2013 年 2 月,国务院办公厅正式发布《国民旅游休闲纲要(2013-2020)》,将进一步促进中国旅游休闲产业的健康发展。

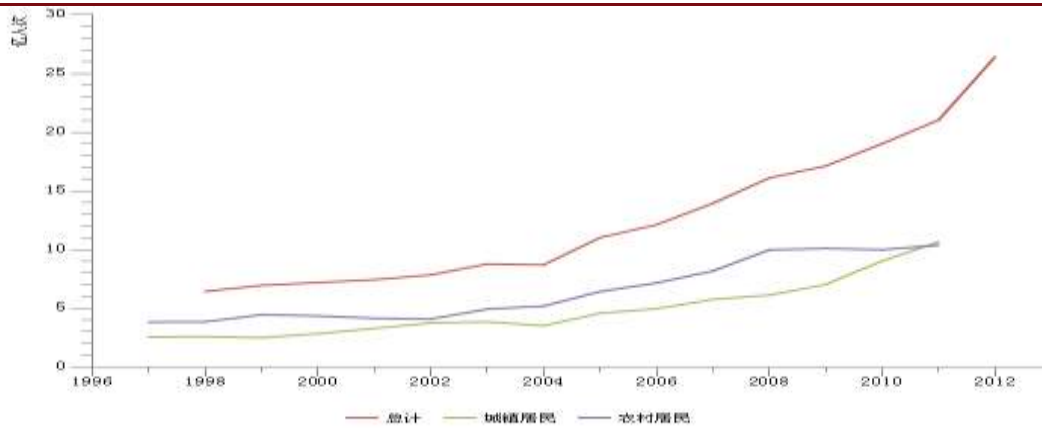
国家旅游局相关信息显示,2013 年我国旅游业发展的相关预期目标是:国内旅游人数 32 亿人次,同比增长 10%;国内旅游收入 2.49 万亿元,同比增长 12%;入境旅游人数 1.34 亿人次,同比增长 1%;入境过夜旅游人数 5,850 万人次,同比增长 2%;旅游外汇收入 500 亿美元,同比增长 3%;旅游业总收入 2.85 万亿元,同比增长 11%。

图 11: 10-12 年住宿与餐饮业经营指数与同比增长



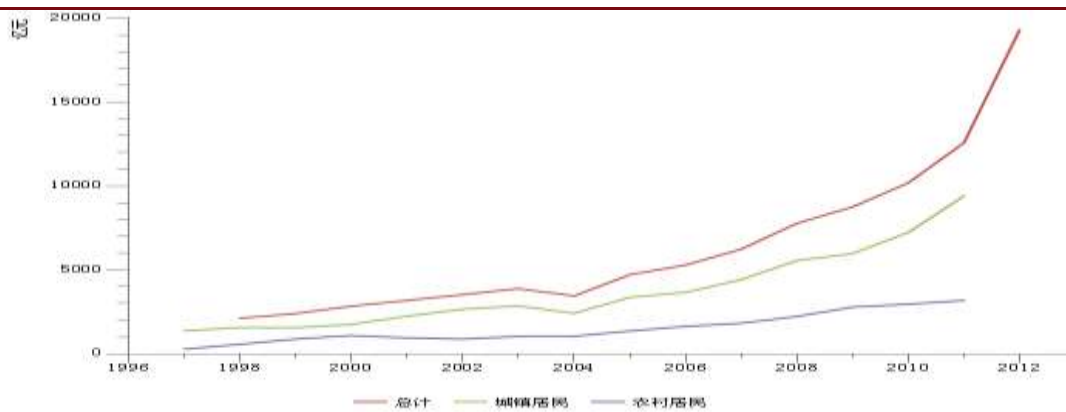
资料来源: Wind 西南证券研发中心

图 12: 中国国内旅游接待情况 (万人次)



资料来源: Wind 西南证券研发中心

图 13: 中国国内旅游接待收入 (亿元)

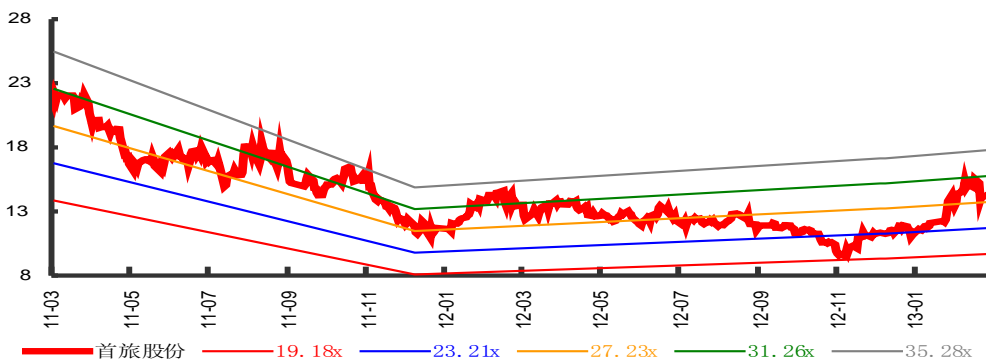


资料来源: Wind 西南证券研发中心

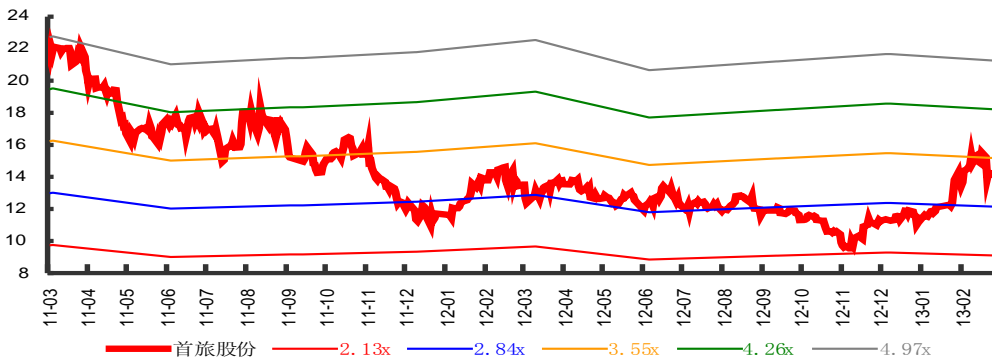
## 五、公司业绩预测与估值

我们预测 13 年、14 年 EPS 分别为 0.59 元和 0.67 元。维持评级“增持”。

图 14: 首旅股份近 3 年 PE - BAND



资料来源: Wind 西南证券研发中心

**图 15: 首旅股份近 3 年 PB - BAND**


资料来源: Wind 西南证券研发中心

**表 20: 报表预测**

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	2304.64	2540.38	3040.76	3305.00	3696.97
减: 营业成本	1438.40	1753.96	2042.16	2207.41	2476.60
营业税金及附加	44.17	44.42	56.70	61.63	68.94
营业费用	270.35	303.21	359.47	390.71	437.04
管理费用	251.56	264.71	375.40	408.02	456.41
财务费用	21.70	37.52	43.99	12.98	1.84
资产减值损失	2.15	-0.20	0.36	0.00	0.00
加: 投资收益	20.10	21.07	22.76	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	296.41	157.83	185.43	224.25	256.14
加: 其他非经营损益	5.24	-7.19	-0.87	0.00	0.00
利润总额	301.64	150.64	184.56	224.25	256.14
减: 所得税	64.23	32.37	46.22	56.06	64.03
净利润	237.42	118.27	138.34	168.19	192.10
减: 少数股东损益	50.29	20.69	25.96	31.56	36.04
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	183.57	217.29	357.35	738.03	608.87
应收和预付款项	58.73	337.56	321.98	-108.20	347.73
存货	15.07	24.75	21.16	27.25	27.06
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	232.29	250.98	263.32	263.32	263.32
投资性房地产	5.83	5.43	5.02	3.53	2.03
固定资产和在建工程	867.47	865.75	739.42	610.63	481.85
无形资产和开发支出	441.20	428.52	415.86	366.69	317.52
其他非流动资产	58.92	43.47	77.41	61.36	45.31

资产总计	1863.09	2173.73	2201.53	1962.61	2093.69
短期借款	55.00	190.00	313.00	0.00	0.00
应付和预收款项	239.96	291.54	355.80	362.83	417.35
长期借款	127.00	337.32	295.00	295.00	295.00
其他负债	175.96	126.47	1.97	1.97	1.97
负债合计	597.92	945.32	965.77	659.81	714.32
股本	231.40	231.40	231.40	231.40	231.40
资本公积	256.97	250.52	164.85	164.85	164.85
留存收益	538.45	532.44	612.46	647.94	688.47
归属母公司股东权益	1026.81	1014.36	1008.70	1044.19	1084.71
少数股东权益	238.36	214.05	227.06	258.61	294.66
股东权益合计	1265.17	1228.41	1235.76	1302.80	1379.37
负债和股东权益合计	1863.09	2173.73	2201.53	1962.61	2093.69

**现金流量表**

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
经营性现金净流量	323.33	-23.75	343.43	807.81	-11.79
投资性现金净流量	-47.24	-66.16	-99.33	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-251.90	115.29	-152.99	-427.13	-117.37
现金流量净额	24.16	25.35	91.11	380.67	-129.16

资料来源: Wind 西南证券研发中心

## 六、投资风险

- 1、宏观经济下行风险。
- 2、成本上升风险。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

## 西南证券投资评级说明

### 西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

### 西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 7 楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

## 主要研究人员联系方式

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材
崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理	贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材
张仕元	zsy@swsc.com.cn	宏观研究	申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业