

# 首旅酒店 (600258)

## 强烈推荐

行业：旅游综合

### “品牌+资本”扩张正式开启

事件：公司出售神舟国旅并购入宁波南苑股份。

#### 投资要点：

✦ **出售神舟国旅减亏并获得 1039 万投资收益。** 本次出售神舟国旅 51% 股权的交易作价为 4,029 万元。不仅可以帮助公司减亏 ( 神舟国旅 2014 年 1-8 月、2013/2012 年度归属于母公司的净利润分别为 -154.78 万元、-420.94 万元和 193.29 万元。 ) ,本次出售将为上市公司带来 1,039 万元的一次性投资收益并回笼现金做大做强酒店主业。

✦ **收购宁波南苑：增厚 15-17 年业绩并实现区域战略扩张。** 南苑股份 70% 股权的交易作价为 2.8 亿元。由于巨额负债 ,南苑股份 2013 年亏损 8473 万元 ,账面净资产 -3.81 亿元。

公司将借此实现在长三角的战略布局：南苑集团在酒店市场排名第 41 位 ,布局主要在浙江 ,在华东地区有一定的影响力。南苑集团已将旗下 7 家主要酒店资产纳入南苑股份 ,并承诺将南苑集团旗下剩余 3 家酒店交由南苑股份管理。

2017 年业绩将有 35% 增厚。虽然收购将拖累 2014 年业绩 ( 预计降低 53.39% ) ,但公司将与南苑集团共同降低南苑股份负债规模与负债率、降低南苑股份债务利率、扩大管理酒店范围、定位转型、新酒店效益逐渐显现、南苑股份与首旅酒店及首旅集团的协同效应等改善下 ,配合幅度较高的激励与业绩承诺不达标的惩罚措施 ,预计公司将在 2015-17 年分别实现合并报表归属于母公司股东的净利润：500/2,600/4,100 万元以上。

✦ **首旅酒店：步入“品牌+资本”扩张期。** 本次收购只是开始 ,上市公司将继续实施“品牌+资本”战略。公司规划 2015 年底酒店成员规模达到 200 家 ,并将充分利用南苑股份在宁波地区的影响力 ,争取在宁波乃至华东地区吸纳更多成员酒店。公司将紧跟本次国有企业改革浪潮 ,积极推动混合所有制、股权激励机制、市值管理等方面方案的制定与实施。

✦ **投资建议：** 暂不考虑 2014 年的业绩冲击 ,预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.5/0.65/0.95 元 ,首次覆盖给予强烈推荐评级 ,目标价 20 元。

✦ **风险提示：** 不能有效降低南苑有息负债规模以及银行利率、以致业绩承诺实际降低或不能实现的风险；国企改革进展不达预期等。

#### 主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2965	2912	1059	1214
收入同比(%)	-3%	-2%	-64%	15%
归属母公司净利润	118	116	150	219
净利润同比(%)	5%	-2%	30%	46%
毛利率(%)	32.3%	32.2%	91.5%	91.8%
ROE(%)	11.0%	10.3%	11.7%	14.7%
每股收益(元)	0.51	0.50	0.65	0.95
P/E	29.89	30.47	23.52	16.07
P/B	3.30	3.13	2.76	2.36
EV/EBITDA	12	13	11	9

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

#### 作者

署名：刘越男

S0960514070001

0755-82026744

liuyuenan@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 20

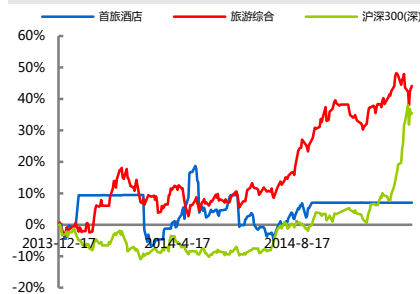
当前股价： 15.24

评级调整： 首次

#### 基本资料

总股本(百万股)	231
流通股本(百万股)	231
总市值(亿元)	35
流通市值(亿元)	35
成交量(百万股)	3.58
成交额(百万元)	54.30

#### 股价表现



#### 相关报告

## 一、出售神舟国旅：减亏并获得 1039 万投资收益

### 交易核心数据：

截至 2014 年 8 月 31 日，神舟国旅母公司净资产账面价值为 6,002.59 万元，采用资产基础法评估后的净资产价值为 7,900.12 万元，增值额为 1,897.53 万元，增值率为 31.61%；采用收益法评估后的净资产价值为 7,146.95 万元，增值额为 1,144.36 万元，增值率为 19.06%。神舟国旅 51% 股权的交易作价为 4,029 万元。

### 出售神舟国旅的意义在于：

其一、剥离亏损资产。神舟国旅 2014 年 1-8 月、2013 年度和 2012 年度归属于母公司的净利润分别为 -154.78 万元、-420.94 万元和 193.29 万元。由于神舟国旅在 2013 年度、2014 年 1-8 月均处于亏损状态，本次出售后上市公司净利润将有所提升。

其二、解决上市公司与首旅集团在旅行社业务方面的同业竞争问题。此次交易完成后，上市公司不再经营旅行社业务，将较为彻底地解决与首旅集团在旅行社业务方面的同业竞争问题，使得上市公司运行更加规范，有利于保护投资者利益，并有助于首旅酒店后续利用资本市场平台发展壮大。

其三、本次出售神舟国旅将为上市公司带来 1,039 万元的一次性投资收益并收回 4,029 万元现金。

## 二、收购宁波南苑：增厚 15-17 年业绩并实现区域战略扩张

### 交易核心数据：

截至 2014 年 8 月 31 日，南苑股份母公司净资产账面价值为 -8,198.96 万元，采用资产基础法评估的评估价值为 40,042.18 万元，增值额为 48,241.14 万元，采用收益法评估的评估价值为 38,030.00 万元，增值额为 46,228.96 万元。南苑股份 70% 股权的交易作价为 2.8 亿元。

### 影响之一：公司将借此实现在长三角的战略布局：

经历了近 30 年的高速发展时期，自 2013 年始，中国酒店行业进入了整合布局与谋求创新的年代。根据中国饭店业协会发布的“2012 年最具规模的 30 家本土饭店集团”榜单，首旅酒店与南苑集团均位列其中；根据其发布的“2013 年度中国饭店集团 60 强”，依据门店数量以及客房间数计，首旅酒店排名第 17 位，南苑集团排名第 41 位。本次收购完成后将提升首旅酒店在酒店行业的整体排名，提高行业集中度，促进行业整合。

首旅酒店旗下现有自有、租赁及管理的酒店共 165 家，其中有 5 家酒店位于浙江，而南苑集团旗下酒店主要位于浙江，因此本次交易将有利于上市公司增强在华东的战略布局。南苑集团已将旗下主要酒店资产纳入南苑股份，通过本次收购交易，首旅酒店旗下酒店规模将增加 7 家，在浙江地区的酒店规模将增加 6 家。同时，南苑集团与乐志明

已经承诺将南苑集团旗下剩余 3 家酒店( 宁波南苑花博园度假酒店、宁波南苑会展酒店、台州南苑商务酒店 ) 交由南苑股份管理。

此外，宁波市政府已出具《关于宁波新芝宾馆管理合同签订事宜的函》，说明已就宁波新芝宾馆合作协议的主要条款基本达成了口头共识，将待本次交易结束后与南苑股份就合同细则进一步完善，以期尽早签订委托管理合同。若前述交易顺利完成，则首旅酒店旗下酒店数量、管理酒店数量及客房数都将进一步增加，首旅酒店在华东地区与浙江的酒店规模将进一步增强，从而形成群聚效应，为后续开拓华东地区市场打下坚实基础。

**表 1 南苑酒店主要酒店**

时间	所有方式	事件	开业时间	规模	定位
南苑饭店	自有产权	宁波市中心城区	--	客房 384 间	五星级
南苑环球酒店	自有产权	宁波市鄞州新城区商圈，毗邻万达广场和鄞州区政府	2010 年 3 月	客房 264 间	白金五星级
新城酒店	自有产权	宁波市鄞州区商务核心区域	2012 年 11 月	客房 205 间	中档城市商务型酒店
宁海南苑温泉山庄	自有产权	宁波宁海县国家级森林公园天明山卧龙谷景区	2004 年 9 月	客房 51 间	集度假客房、豪华别墅、餐饮、森林温泉、高尔夫推杆练习场为一体的度假型酒店
宁波南苑五龙潭度假酒店	自有产权	宁波市鄞州区国家 AAAA 级景区五龙潭景区		别墅 10 栋，客房 143 间	
嘉兴平湖南苑国际酒店( 筹 )	自有产权	平湖市服装城核心商圈	--	客房 156 间	四星级标准商务酒店
北京宁波宾馆	管理	北京市和平门	--	客房 85 间	--

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 影响之二：显著拖累 14 年业绩，15-17 业绩实现增厚：

南苑股份在 2014 年 1-8 月、2013 年度和 2012 年度营业收入分别为 2.45 亿元、3.98 亿元和 4.43 亿元，是首旅酒店同期营业收入的 13.68%、13.43%和 14.57%。本次收购后上市公司营业收入将出现一定程度上升。

**2014 年备考业绩将显著下滑：**南苑股份在 2014 年 1-8 月、2013 年度和 2012 年度净利润分别为-6,586.63 万元、-8,453.35 万元和-2,296.60 万元。由于报告期内南苑股份模拟报表处于亏损状态，此次收购后上市公司备考净利润将出现下滑。本次收购前，上市公司 2013 年和 2014 年 1-8 月的归属于母公司净利润为 11,797.01 万元和 7,857.40 万元。本次收购完成后，上市公司经审计的备考财务报表归属于母公司净利润下降为 5,125.71 万元和 3,662.73 万元，分别下降 6,671.30 万元和 4,194.67 万元，下降的比例分别为 56.55%和 53.39%。

**激励充分，2017 年业绩将有至少 35%增厚。**南苑集团及其实际控制人乐志明先生与首旅酒店已在《股权收购协议》中约定，在南苑股份及其子公司的银行借款年实际平均利率不高于 6% ( 含 6% )，并采用首旅酒店的折旧政策的前提下，南苑集团和乐志明

先生承诺南苑股份 2015 年、2016 年、2017 年三个年度的合并报表归属于母公司股东的净利润分别不低于：500 万元、2,600 万元、4,100 万元（2013 年上市公司业绩的 35%）。

若实际平均银行借款利率高于 6% 则按超出部分利息金额相应调减承诺利润数字，南苑股份 2015 年、2016 年、2017 年各年度的合并报表归属于母公司股东的净利润未达到承诺业绩的，南苑集团/乐志明先生将以现金或其他资产 100% 向首旅酒店补偿。若南苑股份 2015 年、2016 年、2017 年合并归属于母公司股东的净利润高于上述承诺业绩，则各年将超出部分全部给予南苑股份经营管理层团队作为业绩奖励。上述业绩奖励将在当年计提，并计入当期费用。

#### **保障业绩实现扭亏的措施包括：**

1) 完善的激励措施。根据《股权收购协议》，若南苑股份 2015 年、2016 年、2017 年各年合并报表归属于母公司股东的净利润高于承诺业绩，则各年超出部分将全部给予南苑股份经营管理层团队作为业绩奖励。

2) 降低南苑股份负债规模与负债率。截至 2014 年 8 月 31 日，南苑股份的负债规模 17.03 亿元，资产负债率为 134%。负债规模高是南苑股份业绩较差的主要原因，其 2013 年利息支出高达 1.09 亿元。因此，改善南苑股份业绩的首要方法是降低资产负债率。首旅酒店拟通过增资、偿债等方式降低南苑股份负债率。

3) 降低南苑股份债务利率。南苑股份实际利率水平高于首旅酒店，基于南苑股份当前的有息负债规模，利率每降低 1 个百分点，则业绩增长约 1,500 万元。

4) 扩大管理酒店范围 本次收购完成后，乐志明与南苑集团承诺将旗下其他 3 家酒店全部交由南苑股份管理；同时宁波市政府已出具承诺，在本次收购完成后，将与南苑股份进一步洽谈宁波新芝宾馆的管理协议的细节；此外，南苑股份将与首旅酒店一起积极开拓华东市场管理酒店规模，以提升盈利。上述新酒店的加入预计将提升南苑股份的业绩水平。

5) 多种举措改善现有酒店经营水平。经营重点将从商务、公务消费更多转向休闲度假、商务出行、婚庆、本地商业活动、餐饮并举等多个细分市场并举，同时将加大对于居民消费的开发。此外，对于客房与办公楼层的配置亦将根据市场对住宿与办公物业的需求而进行灵活调整。

6) 新酒店效益逐步显现，带来收入提升。南苑股份旗下新城酒店开业未满 2 年，且入住率呈现逐步上升趋势；宁波南苑五龙潭度假酒店处于试运营期间；而嘉兴南苑平湖国际大酒店尚未开业。上述酒店将为南苑股份的业绩增长带来新的收入与利润贡献点。

7) 南苑股份与首旅酒店及首旅集团的协同效应。首旅集团旗下拥有餐饮、商业、汽车租赁、景点、旅游等多个业务板块，同时首旅集团下属子公司已获第三方支付牌照。预计未来南苑股份将通过与首旅集团及首旅酒店的协同效应获益，包括但不限于在商业销售、汽车租赁、旅游业务、支付等业务方面的合作。

### 三、首旅酒店：步入“品牌+资本”扩张期

本次收购只是开始，上市公司将继续实施“品牌+资本”战略，以酒店品牌运营为核心，借鉴国际化酒店集团运营模式，把主要精力放在酒店品牌连锁发展上。公司规划2015年底酒店成员规模达到200家，通过收购兼并和自己创建酒店品牌等形式，实施高、中、低端酒店品牌齐头并进发展。在对外开拓成员酒店方面，上市公司将充分利用南苑股份在宁波地区的影响力，争取在宁波乃至华东地区吸纳更多成员酒店。

与此同时，公司在酒店规模发展中还在运营体系上进行不断投入建设，包括营销体系、人力资源体系、培训体系、产品创新、会员管理体系等，这些体系建设是品牌顺利发展的支撑和保障。

除上述战略实施和运营体系建设外，**公司将紧跟本次国有企业改革浪潮，积极推动混合所有制、股权激励机制、市值管理等方面方案的制定与实施。**

对大股东旗下资产的整合承诺：“首旅集团承诺，对于尚未注入首旅酒店的酒店管理公司，在盈利能力达到上市公司要求并取得合作方同意的情况下将注入上市公司。对于目前由第三方管理公司管理的酒店，除北京市北京饭店、北京贵宾楼饭店有限公司、北京市上园饭店外，在第三方管理合同结束后，首旅集团将在其他股东同意且首旅酒店能提供合适酒店品牌的情况下，优先提供给首旅酒店进行管理，若首旅酒店放弃管理权力，则首旅集团可继续将酒店交由第三方酒店管理集团管理。”

### 四、风险因素

- 1、不能有效降低南苑有息负债规模以及银行利率、以致业绩承诺实际降低或不能实现的风险；
- 2、除17亿元的负债外，宁波南苑还承担2.49亿元的对外担保；
- 3、国企改革进展不达预期等。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	623	760	815	1128
现金	299	441	778	1086
应收账款	52	51	19	21
其它应收款	16	16	6	7
预付账款	236	232	11	12
存货	19	18	1	1
其他	2	2	2	2
<b>非流动资产</b>	1548	1484	1419	1354
长期投资	346	346	346	346
固定资产	689	628	565	501
无形资产	361	361	361	361
其他	152	149	147	147
<b>资产总计</b>	2172	2243	2234	2482
<b>流动负债</b>	658	654	474	481
短期借款	289	289	289	289
应付账款	116	113	5	6
其他	253	251	180	186
<b>非流动负债</b>	221	221	221	221
长期借款	205	205	205	205
其他	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	878	874	695	702
少数股东权益	225	242	262	284
股本	231	231	231	231
资本公积	165	165	165	165
留存收益	668	726	876	1096
归属母公司股东权益	1069	1127	1277	1496
<b>负债和股东权益</b>	2172	2243	2234	2482

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	239	209	343	312
净利润	137	133	170	241
折旧摊销	96	65	65	65
财务费用	34	38	38	38
投资损失	-27	-28	-32	-34
营运资金变动	4	2	104	2
其它	-3	-0	-2	0
<b>投资活动现金流</b>	-134	28	32	34
资本支出	54	0	0	0
长期投资	-89	0	0	0
其他	-169	28	32	34
<b>筹资活动现金流</b>	-215	-95	-38	-38
短期借款	-24	0	0	0
长期借款	-90	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-102	-95	-38	-38
<b>现金净增加额</b>	-110	142	337	308

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	2965	2912	1059	1214
营业成本	2008	1973	90	99
营业税金及附加	54	53	19	22
营业费用	347	340	351	386
管理费用	372	364	380	417
财务费用	34	38	38	38
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	27	28	32	34
<b>营业利润</b>	176	172	214	286
营业外收入	1	0	5	24
营业外支出	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	176	172	219	310
所得税	39	38	49	69
<b>净利润</b>	137	133	170	241
少数股东损益	19	18	20	22
<b>归属母公司净利润</b>	118	116	150	219
EBITDA	306	274	317	389
EPS (元)	0.51	0.50	0.65	0.95

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-2.5%	-1.8%	-63.6%	14.7%
营业利润	-5.0%	-2.6%	24.8%	33.7%
归属于母公司净利润	5.0%	-1.9%	29.6%	46.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.3%	32.2%	91.5%	91.8%
净利率	4.0%	4.0%	14.2%	18.1%
ROE	11.0%	10.3%	11.7%	14.7%
ROIC	14.6%	15.4%	22.0%	30.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.4%	39.0%	31.1%	28.3%
净负债比率	56.25%	56.50%	71.06%	70.41%
流动比率	0.95	1.16	1.72	2.35
速动比率	0.92	1.13	1.72	2.34
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.34	1.32	0.47	0.51
应收账款周转率	63	53	29	57
应付账款周转率	15.03	17.23	1.51	18.27
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.50	0.65	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	0.90	1.48	1.35
每股净资产(最新摊薄)	4.62	4.87	5.52	6.47
<b>估值比率</b>				
P/E	29.89	30.47	23.52	16.07
P/B	3.30	3.13	2.76	2.36
EV/EBITDA	12	13	11	9

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

刘越男,中投证券研究所餐饮旅游行业分析师,北京大学管理学硕士,香港大学金融学硕士

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434