



社会服务业/社会服务

首旅股份 (600258)

置入优质资产 扫清后续融资障碍

——首旅股份资产置换方案点评

许娟娟
021-38676545
xujuanjuan@gtjas.com
编号 S0880511010028

本报告导读：

本次资产置换解决了同业竞争、扫清了后续融资障碍。方案整体较好，购买价格较低，置入资产的成长性和盈利能力较好，我们预计公司将加快融资发展酒店和景区业务。

事件：

- 2月6日，公司董事会审议通过了《关于公司与控股股东首旅集团进行资产置换的重大关联交易提案》、《关于变更公司一名董事的提案》。

评论：

- 低价置入优质资产，增厚公司业绩，改善公司成长性和盈利能力，并为后续融资扫清障碍。本次资产置换主要为了解决同业竞争、为后续融资扫清障碍。我们认为公司随后尽快启动再融资以扩大酒店业务、发展景区业务的可能性较大。本次置出了成长性和盈利能力较弱的资产，置入了成长性和盈利能力较强的经济型酒店和星级酒店管理公司，将增厚公司未来三年的业绩、提升整体的盈利能力和成长性。
- 向国际酒店集团的标准迈进。公司的业务更加明晰，在原有的星级酒店经营和景区投资基础上新增酒店管理业务，向国际酒店集团的目标发展，包括星级酒店经营、星级酒店管理、经济型酒店三部分业务。
- 南山景区现有业务增长情况不错，但二次开发的投资进展尚待政府的整体区域规划出炉，更有待南山的交通和旅游环境的改善。
- 盈利预测及投资建议。预计公司2011、2012年每股收益分别为0.48元、0.59元，本次资产置扫清了融资障碍，公司发展步伐将加快。看好南山二次开发和酒店管理业务的发展前景，南山客流增长情况较好，门票分成对公司的负面影响期将会缩短。建议给予提升2012年30倍PE，目标价18.6元，提升至“增持”评级。

评级：谨慎增持

上次评级：增持

目标价格：18.60

上次预测：18.60

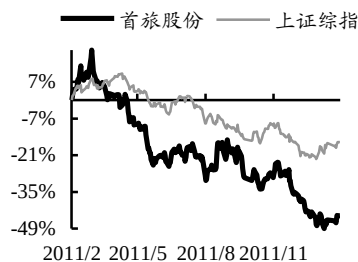
当前价格：12.32

2012.02.08

交易数据

52周内股价区间(元)	11.10-27.34
总市值(百万元)	2,832
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)	1
日均成交值(百万元)	16

52周内股价走势图



相关报告

《景区客流有待回升 酒店整合尚看方	2011.10.27
《基于稳健经营的后续发展空间即将打	2011.03.13
《业绩符合预期 等待价值体现》	2010.10.26
《等待价值体现》	2010.10.18
《南山景区业绩提升弥补酒店业绩下滑》	2009.08.20

1. 置入优质资产, 增厚公司业绩, 并为后续融资扫清障碍

整体观点。

- (1) 本次置入的资产包括两部分, 首旅酒店是为了解决同业竞争而成立的酒店管理公司, 托管集团旗下的星级酒店; 欣燕都经济型连锁和首旅酒店管理是集团旗下现有的、盈利能力较强的酒店管理业务, 外延式扩张能力较强。
- (2) 北展分公司对公司的收入和利润的贡献度不大, 由于行业竞争激烈, 业务扩展空间不大, 过去五年北展分公司的收入和利润均下降。剥离成长性较弱的资产, 注入成长性较好的经济型酒店和星级酒店管理公司, 有利于提升公司整体的成长性。
- (3) 公司主业清晰, 包括酒店管理、酒店运营、景区投资三方面。历史上, 公司的融资需求因南山门票分成、同业竞争而不断搁置, 本次资产置换扫清了公司后续融资障碍, 我们认为公司开始进入有序、快速发展期, 酒店业务方面将采取收购资产经营(集团和外部)、租赁经营、酒店管理三种方式并进, 景区方面融资开发南山二期是大概率事件。
- (4) **业绩影响。**根据保守测算, 2011 年置出的北展分公司贡献净利润 1000 万元, 置入的三家酒店公司净利润 1850 万元, 本次资产置换将增厚公司业绩 1000 万元以上。此外, 本次置出资产 2011 年 PE18 倍, 置入资产 10 倍左右, 价格较为优惠。
- (5) **南山景区现有业务增长情况不错, 但二次开发的投资进展尚待政府的整体区域规划出炉, 更有待南山的交通和旅游环境的改善。**
 - 集团对公司的定位是酒店品牌运营管理、酒店物业投资以及景区运营管理和投资。景区运营管理即南山文化子公司是市场关注的焦点, 其成长性和盈利能力好于酒店业务。
 - 春节期间, 受益于三亚旅游的火爆, 南山接待游客 23.7 万人次, 同比增长 14.2%, 增速较好。我们预计在较高的客流增速趋势下, 南山门票分成对公司业绩的负面影响期将缩短。
 - 我们认为南山景区的后续大发展应该在三亚市对南山景区的整体规划下进行, 具体时点、内容尚未确定。此外, 春节期间三亚旅游方面的负面报道体现出三亚在交通、旅游软环境方面发展较差, 无法与休闲度假的旅游需求相匹配, 公司的后续投资更多会考虑到交通和旅游软环境的改善。

资产置换方案概况。公司拟与首旅集团及其全资控股的首酒集团和旅店公司进行资产置换。置入资产为首旅建国 75% 股权、首旅酒店 100% 股权、欣燕都 100% 股权, 置出资产为北展分公司, 置入资产与置出资产差价 1825 万元, 由公司现金方式向首旅集团补齐。该方案尚需提交股东大会审议。

(1) 置出资产: 北展分公司

- 北展分公司主要运营北京展览馆。
- 截止 2011 年总资产 16,551 万元; 净资产 15,407 万元, 营业收入 6,094 万元, 利润总额 1,347 万元, 净利润率 18%。
- 北展分公司资产及相关负债, 按照重估后的净资产价值收购、增值 20%, 作价 18,542 万元。
- 按照 2010 年营业数据, 北展分公司收入占比为 3%, 净利润占比为 5%。

(2) 置入资产:

首旅建国

- 首旅建国定位于中高档商务酒店及假酒店, 以委托管理、特许经营和顾问咨询的方式在全国管理酒店 78 家(38 家管理、其他是技术支持服务), 客房数 23077 间。
- 截止 2011 年底, 总资产 4,085.68 万元, 净资产 2,538.31 万元; 营业收入 2,942.41 万元; 利润总额 892.57 万元, 净利润率 23%。
- 首旅建国按照收益法收购, 75% 股权作价 6037 万元, 增值率 217%。
- 收购完成后公司持 75%、香港北极星饭店持 10%、携程(香港)持 15%。

首旅酒店

- 首旅酒店受托管理首旅集团旗下 11 家酒店(剔除已由酒店品牌管理公司进行管理的酒店、非控股酒店和特殊原因的个别酒店), 包括 3 家五星, 1 家四星, 7 家三星酒店。托管期 20 年

(2012.1.1-2031.12.31)。收取的管理费分为基本管理费(营业收入的2%)和奖励管理费(扣除基本管理费后的GOP率递增收取)两部分。

- 首旅酒店为2012年初刚刚成立,为托管集团酒店资产而成立,总资产和净资产均为2000万元。
- 首旅酒店100%股权,按照收益法评估8230万元,增值率311.50%。

欣燕都

- 欣燕都经济型连锁酒店,业务范围为北京及周边地区,目前管理酒店24家,客房2,150间。
- 截止2011年底总资产8,841.65万元;净资产6,002.26万元;营业收入12,917.58万元;利润总额513.60万元,净利润率约3%。
- 欣燕都100%股权(其中:首旅集团持有86.6%、旅店公司持有13.4%),按照资产基础法评估,作价6100万元。

(3) 本次资产置出方给予了业绩承诺。

首旅建国净利润不低于:2012-2014年分别为661、693、729万元,投资回报率约8.7%,处于业内较高水平;
首旅酒店净利润不低于:2012-2014年分别为781、818、859万元,投资回报率约9.7%,处于业内较高水平;
欣燕都的净利润不低于:2012-2014年分别为308、338、377万元,投资回报率约5.7%,处于业内较高水平。

2. 公司现有董事长将因工作调动而请辞,不影响公司后续经营

公司董事长杨建民先生向公司董事会提出的申请辞去公司董事会董事长、董事职务的提案,推荐张润钢先生为本届董事会的董事候选人、董事长。张润钢先生现为首旅集团副总经理,北京首旅建国酒店管理有限公司董事长。

3. 盈利预测及投资建议

预计公司2011、2012年每股收益分别为0.48元、0.59元,本次资产置扫清了融资障碍,公司发展步伐将加快。看好南山二次开发和酒店管理业务的发展前景,南山客流增长情况较好、门票分成对公司的负面影响期将会缩短。建议给予提升2012年30倍PE,目标价18.6元,提升至“增持”评级。

作者简介:

许娟娟:

执业资格证书编号: S0880511010028

电话: 021-38676545

邮箱: xujuanjuan@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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, 需在允许的范围内使用, 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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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		