

首旅股份(600258)

公司研究/简评报告

置入资产举“轻”若重，看好未来

—首旅股份(600258)点评报告

民生精品---简评报告/旅游行业

2012 年 02 月 08 日

一、事件概述

公司近日发布公告，将与集团进行重大资产置换：置入“首旅建国”75%股权、“首旅酒店”100%股权、欣燕都 100%股权，置入公司股权合计为 2.03 亿元；同时置出北展所有资产和负债，评估值为 1.85 亿元，其中差价为 1825.27 万元，由首旅股份以现金方式向首旅集团补齐。

二、分析与判断

➤ 有别于市场预期，本次置入资产较“轻”

与此前市场预期的高星级酒店等重资产注入不同，此次置入的资产以“轻资产”为主，包括以酒店管理输出业务为主的“首旅建国”（75%股权），以集团旗下 11 家酒店管理为主的“首旅酒店”，以及经济性连锁酒店品牌欣燕都。三者均以酒店品牌建设和管理为主，三者净资产相加不足一个亿，具有典型的“轻资产”特征。品牌和管理输出业务业绩稳定，增长前景较好，对公司短期和长期业绩均构成较大的利好。

➤ 置入资产增值率约1倍，市盈率约10倍左右，有利于公司发展

此次你置入的资产较轻，其中首旅建国和首旅酒店均属管理公司，资产较少，均采用收益法估值，资产增值率分别为 217%和 312%，欣燕都采用资产法评估，增值率仅 1.6%。总体增值率为 105%，从资产属性和未来的发展来看，溢价比较低，对公司非常有利。从 2011 年三项业务的盈利情况来看，估计总权益利润在 2200 万左右，置入资产市盈率则在 10 倍左右，目前酒店业务平均市盈率在 20 倍左右，酒店管理业务和经济型酒店业务估值更高，因此置入资产估值对公司发展比较有利。

➤ 置入资产有较强的扩张能力，打开新的增长空间

我国酒店业发展迅速，投资增长迅猛，但与之相反管理能力仍有很大不足，酒店管理输出未来有较好的发展前景。首旅建国作为国内最大的酒店管理品牌之一，未来机会很大；经济型酒店市场仍有很多细分市场空间，欣燕都也有较大的发展机遇，轻资产业务的扩张能力将是公司未来的一大看点之一。

三、盈利预测与投资建议

我们认为其余酒店以管理公司形式注入，有助于为这些注入条件尚不成熟的酒店争取整改时间。因此，此次整合只是序幕。同时北京大力推进旅游产业升级，预计公司将有较多的机会，维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

经济大幅波动的风险；疾病、自然灾害等系统性风险。

拟置入资产置换内容 (万)

拟置入资产	账面价值	评估价值	增值率	营业收入 (2011)	利润总额 (2011)
首旅建国	2,538.31	8,050.00	217.14%	2,942.41	892.57
1、首旅建国 75%	1,903.73	6,037.50	217.14%		669.43
2、首旅酒店	2000	8,230	311.50%		
3、欣燕都	6,002.26	6,100.06	1.63%	12,917.58	513.6
置入资产总计	9,905.99	20,367.56	105%		
拟置出资产					
北展北京分公司	15,407.00	18,542.29	20.35%	6,094.60	1,347.62

资料来源：民生证券研究所

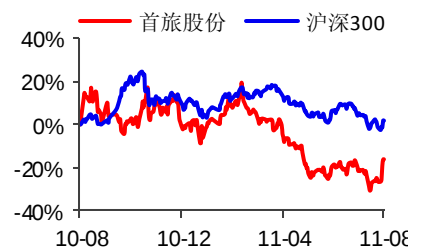
强烈推荐 维持评级

合理估值： 16 元

交易数据 (2012-02-06)

收盘价(元)	12.24
近 12 个月最高/最低	26.64/12.24
总股本(百万股)	231.40
流通股本(百万股)	231.40
流通股比例%	100.00%
总市值(亿元)	28.32
流通市值(亿元)	28.32

该股与深成指走势比较



分析师

分析师：李振飞
执业证书编号：S0100511010004
电话：(8610)8512 7650
Email: lizhenfei@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 16 层 100005

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,305	2,500	2,700	3,000
减：营业成本	1,438	1,750	1,880	2,080
营业税金及附加	44	48	52	58
销售费用	270	288	302	330
管理费用	252	263	284	300
财务费用	22	15	19	18
资产减值损失	2	2	2	2
加：投资收益	20	30	30	35
二、营业利润	296	165	192	247
加：营业外收支净额	5	5	5	4
三、利润总额	302	170	197	251
减：所得税费用	64	39	47	63
四、净利润	237	131	149	189
归属于母公司的利润	187	103	118	149
五、基本每股收益 (元)	0.81	0.45	0.51	0.64

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	0	18.92	16.17	13.08
成长能力:				
营业收入同比	39.7%	8.5%	8.0%	11.1%
营业利润同比	16.4%	-44.3%	16.1%	29.1%
净利润同比	17.0%	-44.8%	14.2%	26.1%
营运能力:				
应收账款周转率	86.07	74.77	65.67	66.57
存货周转率	154.65	131.23	111.70	46.40
总资产周转率	1.21	1.17	1.10	1.12
盈利能力与收益质量:				
毛利率	37.6%	30.0%	30.4%	30.7%
净利率	8.1%	4.1%	4.4%	5.0%
总资产净利率 ROA	12.5%	6.1%	6.1%	7.1%
净资产收益率 ROE		14.7%	8.1%	9.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.60	1.71	2.04	2.35
资产负债率	33.8%	36.7%	35.4%	34.2%
长期借款/总负债	19.6%	37.7%	36.3%	34.3%
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	0.45	0.51	0.64
每股经营现金流量	1.38	1.51	0.59	0.65
每股净资产	0.00	7.68	8.33	9.14

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	230	735	878	1,038
应收票据	0	8	8	9
应收账款	27	40	43	47
预付账款	17	18	108	150
其他应收款	14	100	108	120
存货	15	23	25	104
其他流动资产	0	0	0	4
流动资产合计	305	923	1,170	1,473
长期股权投资	232	232	232	232
固定资产	855	798	741	684
在建工程	13	16	21	29
无形资产	398	389	379	369
其他非流动资产	5	5	5	5
非流动资产合计	1,607	1,440	1,378	1,319
资产总计	1,912	2,363	2,548	2,792
短期借款	55	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	98	210	226	250
预收账款	82	245	263	291
其他应付款	59	62	62	62
应交税费	22	23	23	24
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	504	540	574	627
长期借款	127	327	327	327
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	127	327	327	327
负债合计	647	867	901	954
股本	231	231	231	231
资本公积	257	257	257	257
留存收益	131	234	352	501
少数股东权益	1,027	1,055	1,086	1,126
所有者权益合计	0	1,777	1,927	2,115
负债和股东权益合计	0	2,644	2,828	3,069

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	319	348	137	151
投资活动现金流量	(47)	27	25	27
筹资活动现金流量	(252)	130	(19)	(18)
现金及等价物净增加	20	505	143	160

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

李振飞，南开大学旅游管理硕士，有两年多大型咨询公司工作经验。08年加盟民生证券研究所，本人有较深的旅游行业教育背景，从事旅游行业及上市公司研究3年以上，对旅游行业有较深入的认识。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyang@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。