

首旅股份(600258)

研究员: 张芸 执业证书编号: S0570510120017

☎ 025-83290884 ✉ zylt4463@sina.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/4097

重组方案拉开未来资产整合序幕

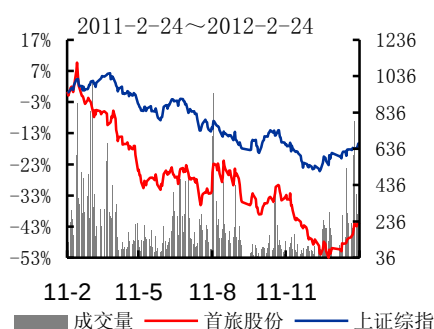
投资评级: 推荐(维持)

旅游综合 II

当前价格(元): 13.72

目标价格(元): 18.33

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 公司近期公布了重大资产重组公告，拟置入：首旅集团持有的北京首旅建国酒店管理有限公司 75%股权；首酒集团持有的北京首旅酒店管理有限公司 100%股权和北京欣燕都酒店连锁有限公司 86.6%股权；旅店公司持有的欣燕都 13.4%的股权。同时，置出公司下属的北京市北展展览分公司的全部资产及负债给首旅集团。我们认为此次公司通过资产置换方式，置入轻资产酒店管理类公司、置出业绩下滑的展览公司，对上市公司未来盈利能力及净资产收益率均有小幅度的提高。预计 2012-2014 年分别对 EPS 提高：0.02-0.03 元。

◆ 2011 年南山景区全年客流达 350 万，增速为 13%，基本符合我们此前的预期。景区门票分成事宜虽然对上市公司业绩直接有负面影响，但问题的解决无论对景区未来自身的纵深开发，还是公司整体的再融资发展都扫清了障碍。预计 2011 年业绩贡献 0.29 元。

◆ 三家酒店 RevPAR 经营性指标（入住率*房价）较好的是民族和京伦。其中民族饭店在 2005 年及 2007 年整体大修后房价超过京伦，于 2011 年达到 670 元的水平。我们预计 2011-2012 年酒店业务营收将达 4.48-4.9 亿，年均增速在 10%左右。酒店业务发展较为稳定。

◆ 此次资产置换事件本身对公司盈利能力提升有限，公司在整合的过程中以“先易后难”原则逐步开展工作。因此，我们认为资产置换是拉开了未来酒店整合的序幕，其意义大于事件本身。我们预计 2011-2012 年公司将实现 EPS: 0.48 元、0.63 元，对应 PE: 28.58 倍、21.78 倍。2012 年估值优势已经显现，维持“推荐”评级。12 个月目标价 18.33 元。

公司基本资料

总股本(万)	23140.00
流通 A 股(万)	23140.00
52 周内股价区间(元)	11.1-27.34
总市值(亿)	31.75
总资产(亿)	216158.91
每股净资产(元)	4.31

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	23.05	24.82	29.39	34.97
+/-%	39.73	7.7	18.4	19
净利润(百万)	187.12	112	146	180
+/-%	17.03	-40.3	30.7	23.4
EPS(元)	0.81	0.48	0.63	0.78
P/E	16.97	28.58	21.78	17.64

重组方案公布，未来资产整合序幕拉开

重组方案主要内容

公司近期公布了重大资产重组公告，公告如下：公司拟与首旅集团及其全资控股的北京首都旅游国际酒店集团有限公司和北京市旅店公司通过资产置换的形式实现资产重组。置入资产包括：首旅集团持有的北京首旅建国酒店管理有限公司75%股权；首酒集团持有的北京首旅酒店管理有限公司100%股权和北京欣燕都酒店连锁有限公司86.6%股权；旅店公司持有的欣燕都13.4%的股权。同时，置出公司下属的北京市北展展览分公司的全部资产及负债给首旅集团。

三家置入资产经评估后作价如下：拟置入的首旅建国75%股权评估值为6,037.50万元、首旅酒店100%股权评估值为8,230.00万元，欣燕都100%股权评估值为6,100.06万元，三家公司交易标的股权合计为20,367.56万元。置出资北展分公司的评估值为18,542.29万元，与拟置入资产合计的评估值产生的差价为1,825.27万元，由首旅股份以现金方式向首旅集团补齐。

置换完成后，公司将下设民族饭店分公司、前门饭店分公司、和物业分公司三家分公司，并拥有八家子公司直接控股及七家间接控股子公司。

图表 1：置换后公司旗下控股子/孙公司

公司全称	公司简称	经营业务	持股比例
直接控股子公司：			
北京市京伦饭店有限公司	京伦饭店	酒店经营	54.00%
北京首旅景区投资管理有限公司	景区投资	投资咨询	95.00%
北京旅游广告有限责任公司	旅游广告	广告发布	95.00%
北京神舟国际旅行社集团有限公司	神舟集团	旅游服务	51.00%
海南南山文化旅游开发有限公司	南山文化	景区旅游	74.00%
北京首旅建国酒店管理有限公司	首旅建国	酒店管理	75.00%
北京首旅酒店管理有限公司	首旅酒店	酒店管理	100.00%
北京欣燕都酒店连锁有限公司	欣燕都	经济型酒店管理	100.00%
间接控股子公司（通过神州集团控制的孙公司）：			
北京神舟方舟国际会议展览有限公司	方舟国际	旅行社	100.00%
北京神舟国旅票务有限公司	神舟票务	旅游服务	80.00%
北京市中国旅行社有限公司	北京中旅	旅行社	80.00%
北京神舟环球出入境服务有限公司	环球出入境	旅游服务	51.00%
北京海外旅游有限责任公司	海外旅游	旅行社	95.00%
北京首旅雅高旅行社有限公司	首旅雅高	旅行社	51.00%
北京神舟国旅广告有限公司	神舟广告	旅游服务	100.00%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

置入/置出资产主要情况

◆ 首旅建国

首旅建国以委托管理、特许经营、和顾问咨询的方式在北京、上海、重庆、山东、河南、陕西、四川、云南、宁夏、青海、海南等地管理酒店已达71家，并将建立辐射全国的酒店品牌网络。首旅建国总部设在北京，并在香港、东京等地设立办事处。管理客房21358间。另外，酒店在全国在建的托管酒店数量达30家，全部为中高档商务及度假酒店。我们认为该酒店管理集团在北部区域内具有很高的品牌影响力，且未来在全国范围内仍有一定的扩张能力。预计2012-2014酒店管理公司将为公司贡献不低于600-800万的收入。

图表 2：首旅建国委托管理酒店全国分布图



资料来源：公司网站、华泰证券研究所

◆ 首旅酒店

北京首都旅游国际酒店集团是以酒店业为主体的大型实业集团，注册资本4.68亿元人民币，是首都旅游集团的二级核心层实体。目前首旅集团旗下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外，共有11家酒店全部由首旅酒店管理公司进行为期20年的受托管理。这11家酒店包括：1、五星级酒店三家：西苑饭店、国际饭店、和兆龙饭店；2、四星级酒店一家：香山饭店；3、三星级酒店七家：东方饭店、永安宾馆、崇文门饭店、和平里大酒店、新北纬饭店、宣武门商务酒店以及北京展览馆宾馆。预计2012-2014年酒店管理公司将为公司贡献不低于780-850万的收入。

◆ 欣燕都

北京欣燕都旅馆连锁有限公司成立于2002年6月，公司以“欣燕都”为品牌，以发展经济型旅馆为方向，采用资源、信息共享的现代连锁经营方式；实施统一品牌形象、统一装饰布局、统一物品配送、统一管理

标准。目前欣燕都经济型酒店有24家直营门店、2000多家客房，其北京门店所处位置基本在三环以内（房价200-300元不等），地理位置较有优势，在北京及周边区域有较好的品牌效应及稳定的客源，区域内发展较为成熟。预计2012-2014年贡献净利不低于300-400万。

◆ 北展公司

此次置出资产北展分公司经营范围为：举办展览、美术装饰、展品储存、承办展览销售、为举办展览提供服务、销售百货、装饰材料等。公司2011年实现营业收入6,094.60万元，利润总额1,347.62万元。公司置出该子公司主要由于2008年奥运后北京新建了数家会展中心，软硬件设施均优于北展，且由于交通问题，近几年北展公司利润水平呈下降趋势。因此，此次将其置出上市公司。

此次资产置换从集团角度来看，近期战略目标是推进六大板块实体化，每个板块将以一家上市公司或一个主导品牌为核心，作为集团旗下唯一的酒店类上市平台。从上市公司角度来看，在去年解决完南山景区门票分成问题后，目前又解决了集团与公司在高端酒店同业竞争的问题，未来通过增发等方式将优质酒店或酒店管理公司注入上市公司是未来发展主线。我们认为此次公司通过资产置换方式，置入轻资产酒店管理类公司、置出业绩下滑的展览公司，对上市公司未来盈利能力及净资产收益率均有小幅度的提高。

图表 3: 此次资产置换对公司业绩影响预测

		评估价值	净资产	PB	2012E	2012PE	2013E	2014E
置入资产	首旅建国（75%）	6037.50	2538.31	2.38	661.19	9.13	692.98	728.96
	首旅酒店（100%）	8230.00	2000.00	4.12	780.94	10.54	818.32	858.64
	欣燕都（100%）	6100.06	6002.26	1.02	307.66	19.83	337.88	376.84
	总计	20367.56			1749.79		1849.18	1964.44
置出资产	北展分公司	18542.29	15407.00	1.20	1347.62	13.76	1347.62	1347.62
	首旅股份现金补足	1825.27						
	增厚 EPS				0.02		0.02	0.03

资料来源：华泰证券研究所

原有业务稳健发展

2011年南山景区客流达350万

2011年全年南山景区全年客流达350万，增速为13%，基本符合我们此前的预期。景区门票分成事宜虽然对上市公司业绩直接有负面影响，但问题的解决无论对景区未来自身的纵深开发，还是公司整体的再融资发展都扫清了障碍。

景区门票仍停留在6年前的水平（上次提价为2005年11月），但景区内部设施及环境在国内5A级景区中较为领先。作为三亚知名的南山佛教文化景区我们认为150元的票价上调空间较大。未来，随着三亚市“大南山”景区规划的实施，交通通达性将得以提高，而景区客流整体容量有望进一步被突破（目前单日最高接待量4万人）。

图表 4：南山景区盈利预测表

南山景区	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
收入（万元）	25,232.24	31,142.06	37,983.91	42,063.70	25,537.04	32,087.13	40,370.75
增长（%）	37%	23.42%	21.97%	10.74%	-39%	26%	26%
入园人数(万人)	198.00	230.00	285.00	310	350	403	475
增长（%）	80%	16.16%	23.91%	8.77%	13%	15%	18%
人均消费（元）	127	135	133	136	138	159	165
其中：门票消费（元）	102	108	107	109	108	120	125
其他消费（元）	25	27	27	27	30	32	35
成本(万元)	1791.12	2,134.71	2,603.19	3,002.10	3,064.44	3,529.58	4,037.08
毛利率（%）	92.90%	93.15%	93.15%	92.86%	88%	89%	90%
净利润（万元）	11,006.00	13,254.00	16,870.00	17,362.80	8,937.96	11,551.37	15,340.89
净利率（%）	43.62%	42.56%	44.41%	41.28%	35.00%	36.00%	38.00%
权益净利润	8254.50	9940.50	12483.80	13022.10	6703.47	8663.53	11505.66
影响 EPS	0.36	0.43	0.54	0.56	0.29	0.38	0.50

资料来源：华泰证券研究所

原有酒店发展基本符合预期

2011年三家酒店RevPAR经营性指标（入住率*房价）较好的是民族和京伦。其中民族饭店在2005年及2007年整体大修后房价超过京伦，于2011年达到670元的水平。另外，在和北京四星级酒店平均数据对比后发现，民族和京伦远超行业平均水平，在房价上民族甚至接近五星级平均水平。从接待客源上来看，三家酒店在各自的细分市场中形成差异化竞争，民族主要客源来自政府及大型企事业，京伦由于其合资背景更受外籍商旅客欢迎，而前门由于地理位置不及前两家在价位上与之形成差异。因此，在入住率上，京伦2011年略高于其他两家。我们预计2011-2012年酒店业务营收将达4.48-4.9亿，年均增速在10%左右。基本符合我们原先的预期

维持“推荐”评级

此次资产置换事件本身对公司盈利能力提升有限，公司在整合的过程中以“先易后难”原则逐步开展工作。因此，我们认为资产置换是拉开了未来酒店整合的序幕，其意义大于事件本身。此次置入轻资产酒店管理类公司、置出业绩下滑的展览公司，对上市公司净资产收益率也将有一定程度的提高。另外，景区业务及在京的酒店业务保持稳定增速。我们预计2011-2012年公司将实现EPS: 0.48元、0.63元，对应PE: 28.58倍、21.78倍。2012年估值优势已经显现，维持“推荐”评级。12个月目标价18.33元。

风险提示

- 1、外资酒店进入北京市高星级酒店市场导致市场竞争加剧，对公司经营造成一定压力。
- 2、全球经济增长乏力影响高星级酒店商旅客的入住率。

单位: 百万
元**资产负债表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	305	329	473	697
现金	230	233	361	567
应收账款	27	36	40	47
其他应收款	14	15	18	22
预付账款	17	22	26	30
存货	15	21	25	29
其他流动资产	2	2	2	2
非流动资产	1607	1618	1623	1624
长期投资	232	224	226	226
固定资产	855	882	895	904
无形资产	398	393	393	382
其他非流动资产	121	119	110	111
资产总计	1912	1947	2096	2321
流动负债	504	475	488	547
短期借款	55	68	59	60
应付账款	98	135	158	183
其他流动负债	351	272	271	304
非流动负债	142	168	189	218
长期借款	127	146	170	200
其他非流动负债	15	21	19	19
负债合计	647	643	677	765
少数股东权益	238	269	311	363
股本	231	231	231	231
资本公积	257	257	257	257
留存收益	537	544	618	703
归属母公司股东权益	1027	1034	1108	1193
负债和股东权益	1912	1947	2096	2321

单位: 百万
元**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	319	264	253	319
净利润	237	143	188	232
折旧摊销	13	57	61	64
财务费用	22	23	24	24
投资损失	-20	-23	-26	-30
营运资金变动	4	72	-1	31
其他经营现金流	64	-7	8	-2
投资活动现金流	-47	-30	-50	-33
资本支出	56	60	60	60
长期投资	0	-13	4	0
其他投资现金流	9	16	13	28
筹资活动现金流	-252	-231	-74	-80
短期借款	-20	13	-9	1
长期借款	-203	19	23	30
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	5	0	0	0
其他筹资现金流	-33	-263	-88	-111
现金净增加额	20	3	128	206

单位: 百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2305	2482	2939	3497
营业成本	1438	1705	2006	2371
营业税金及附加	44	53	62	73
营业费用	270	285	332	388
管理费用	252	258	297	364
财务费用	22	23	24	24
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	20	23	26	30
营业利润	296	180	244	306
营业外收入	7	5	5	5
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	302	183	247	310
所得税	64	40	59	77
净利润	237	143	188	232
少数股东损益	50	31	41	52
归属母公司净利润	187	112	146	180
EBITDA	331	260	328	394
EPS (元)	0.81	0.48	0.63	0.78

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	39.7%	7.7%	18.4%	19.0%
营业利润	16.4%	-39.2%	35.2%	25.7%
归属于母公司净利润	17.2%	-40.3%	30.7%	23.4%
获利能力				
毛利率(%)	37.6%	31.3%	31.8%	32.2%
净利率(%)	8.1%	4.5%	5.0%	5.2%
ROE(%)	18.2%	10.8%	13.2%	15.1%
ROIC(%)	22.7%	15.2%	19.3%	24.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	33.8%	33.0%	32.3%	33.0%
净负债比率(%)	54.89%	39.05%	40.33%	40.85%
流动比率	0.60	0.69	0.97	1.27
速动比率	0.57	0.65	0.92	1.22
营运能力				
总资产周转率	1.21	1.29	1.45	1.58
应收账款周转率	84	77	75	77
应付账款周转率	15.55	14.63	13.71	13.92
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.48	0.63	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	1.38	1.14	1.09	1.38
每股净资产(最新摊薄)	4.44	4.47	4.79	5.16
估值比率				
P/E	29.89	50.03	38.29	31.03
P/B	5.45	5.41	5.05	4.69
EV/EBITDA	17	22	17	14

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。