

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

## 主业稳健增长 关注酒店管理业务发展

——首旅股份（600258）调研简报

### 证券研究报告——调研简报

增持（维持）

发布日期: 2012年5月23日

#### 报告关键要素:

公司资产置换后,作为集团酒店资产整合平台的作用进一步明确,三家酒店管理品牌面向不同细分市场,轻资产运作也更有利于公司降低经营风险。南山景区作为公司另一主要业绩来源,将在客流量增长及电瓶车提价推动下实现业绩增长。预计公司2012-2013年每股收益分别为0.53元、0.63元,按5月22日收盘价13.05元计算,市盈率分别为25倍和21倍,维持公司“增持”的投资评级。

#### 事件:

- 近期我们赴公司进行了实地调研,就公司资产置换情况和未来发展进行了沟通。

#### 点评:

- **公司原有三家酒店稳健发展。**公司在北京市CBD核心区域及商业中心拥有三家酒店:民族饭店、京伦饭店和前门饭店,地段优越。2011年,三家酒店平均房价分别为约670元、530元和340元,客房出租率约73%、80%、和70%,平均房价较上年有明显提高,民族饭店和京伦饭店客房出租率分别较上年提升4个百分点,前门饭店客房出租率小幅下滑。公司旗下三家酒店已在房价和客房出租率之间找到平衡,房价稳步小幅提升,预计每年可保持5%左右的增幅,基本可以覆盖成本上涨的压力。未来,随着商务旅游及会议等商贸活动增加,将为公司酒店带来持续稳定的优质客户。
- **资产置换简况。**公司2012年一季度与首旅集团及北京市旅店公司进行资产置换,首旅股份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、首旅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%股权,置出下属北京首都旅游股份有限公司北京市北展展览分公司的全部资产及负债给首旅集团。本次资产重组,置入资产评估价20367.56万元,置出资产评估价18542.29万元,差价1825.27万元,由首旅股份以现金方式向首旅集团补齐。

表 1: 本次置入资产未来三年承诺净利润

单位: 万元

|      | 2012    | 2013    | YOY   | 2014    | YOY    |
|------|---------|---------|-------|---------|--------|
| 首旅建国 | 661.19  | 692.98  | 4.81% | 728.96  | 5.19%  |
| 首旅酒店 | 780.94  | 818.32  | 4.79% | 858.64  | 4.93%  |
| 欣燕都  | 307.66  | 337.88  | 9.82% | 376.84  | 11.53% |
| 合计   | 1584.49 | 1675.94 | 5.77% | 1782.20 | 6.34%  |

数据来源: 公司公告 中原证券研究所

- ◆ **首旅建国。**首旅建国定位于中高档商务酒店及度假酒店,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、海南等地管理酒店已达78家,管理客房23077

间，并将建立辐射全国的酒店品牌网络，2012年将管理约100家酒店，2011年实现净利润逾400万元。

- ◆ **首旅酒店。**首旅酒店2012年初成立，目前受托管理首旅集团旗下11家酒店，其中包括三家五星级、一家四星级以及七家三星级酒店，托管期20年，至2031年12月31日。管理费为基本管理费（营业收入的2%）和奖励管理费（照扣除基本管理费后的GOP率递增收取）。
- ◆ **欣燕都。**欣燕都定位国内大众化住宿市场，着力发展经济型连锁酒店，目前主要布局北京及周边市场，现管理着24家欣燕都连锁酒店，共有2150间客房，2011年实现净利润逾300万元。
- **本次资产置换主要是解决公司和集团之间的同业竞争问题，清除公司后续融资障碍。**资产置换完成后，公司将理顺酒店业务板块布局，轻重资产并重，突出以酒店和景区为主的业务结构，强化公司核心竞争力。目前，公司资产置换正在推进中，预计5月可以完成。公司控股股东首旅集团旗下拥有多家优质高星级酒店，经营状况良好，未来将有可能成为公司整合集团酒店资产的标的。

表 2：首旅集团酒店资产情况

| 酒店名称      | 客房数  | 星级 |
|-----------|------|----|
| 西苑饭店      | 1380 | 5  |
| 北京国际饭店    | 916  | 5  |
| 喜来登长城饭店   | 827  | 5  |
| 新世纪日航饭店   | 712  | 5  |
| 北京饭店      | 700  | 5  |
| 凯宾斯基饭店    | 526  | 5  |
| 长富宫饭店     | 500  | 5  |
| 兆龙饭店      | 270  | 5  |
| 贵宾楼       | 217  | 5  |
| 三亚悦榕庄     | 49   | 5  |
| 合计        | 6097 |    |
| 亮马河大厦     | 714  | 4  |
| 西安建国饭店    | 647  | 4  |
| 建国饭店      | 468  | 4  |
| 诺富特和平饭店   | 344  | 4  |
| 香山饭店      | 285  | 4  |
| 新桥诺富特饭店   | 700  | 4  |
| 合计        | 3158 |    |
| 永安宾馆      | 530  | 3  |
| 华都饭店      | 516  | 3  |
| 燕翔饭店      | 369  | 3  |
| 新北纬饭店     | 366  | 3  |
| 宣武门商务酒店   | 359  | 3  |
| 展览馆宾馆     | 345  | 3  |
| 崇文门饭店     | 300  | 3  |
| 东方饭店      | 288  | 3  |
| 和平里和平里大酒店 | 200  | 3  |
| 远东饭店      | 158  | 3  |

|      |       |   |
|------|-------|---|
| 上园饭店 | 128   | 3 |
| 合计   | 3559  |   |
| 合计   | 12814 |   |

数据来源：中原证券研究所

- **酒店管理业务值得关注。**酒店管理业务输出管理的模式更加适合国内快速增长的高星级酒店市场，与自建酒店的资金压力相比，特许经营和输出管理成为快速扩张的一条捷径，有利于强化一线城市布局，抢占二、三线城市的市场先机，稳固公司酒店业务的市场强势地位。
- **关于南山景区。**2012年第一季度，由于元旦和春节距离较近，在一定程度上形成了两节变一节效应，带动南山景区的客流量同比增长约10%，其中，团队客流占70%以上。目前，南山景区收入60%来源于门票收入，其余由餐饮、电瓶车、商品销售以及酒店等构成，随着南山门票分成问题的解决，未来门票收入占比将有所缩减。  
**预计景区门票暂不提价。**南山景区目前票价为150元/张（旅游团队138元/张，国家优抚对象78元/张），在海南地区较有竞争力，且已符合5A级景区门票提价的条件，但景区门票提价负面因素较多，且景区在2005年提价之后，客流量下滑速度较快，因此，景区门票提价的时间选择将很重要，我们认为公司暂不会考虑南山景区门票提价事宜。  
**未来，南山景区业绩增长主要依靠电瓶车提价及客流量提升。**电瓶车提价：南山景区入园游客基本上都会选择乘坐电瓶车，尽管目前电瓶车收入占比不高，但随着南山景区收入结构改善，电瓶车收入规模呈缓慢上升的趋势，电瓶车收入占比将逐渐提升，2012年，南山景区电瓶车已从20元提价至30元，另外，公司也将提升景区内餐饮档次和商品销售规模。客流量提升：预计南山景区2012年客流量增速可保持在10%以上，同时，随着景区内人均消费的提升，可推动营业收入达到约20%的增速。
- **公司或考虑剥离旅行社业务。**公司旅行社业务主要是神舟旅行社，2011年，公司旅行社业务实现营业收入17.32亿元，同比增长22.28%，占公司营业收入68.19%。但从利润贡献角度来讲，旅行社业务毛利率持续下滑，2011年度仅4.55%，为公司旅行社业务近年来最低水平，处于增收不增利的局面。从旅行社业务现状来看，目前以国内游为主，同时，高端产品业务量较少，未来对公司业绩贡献也相对有限，未来，公司或将旅行社业务剥离。
- **维持公司“增持”的投资评级。**公司资产置换后，作为集团酒店资产整合平台的作用进一步明确，三家酒店管理品牌面向不同细分市场，轻资产运作也更有利于公司降低经营风险。南山景区作为公司另一主要业绩来源，将在客流量增长及电瓶车提价推动下实现业绩增长。预计公司2012-2013年每股收益分别为0.53元、0.63元，按5月22日收盘价13.05元计算，市盈率分别为25倍和21倍，维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**员工薪酬上涨；高星级酒店竞争加剧。

### 盈利预测

|            | 2010A   | 2011A   | 2012E   | 2013E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 2304.64 | 2540.38 | 2982.37 | 3267.93 |
| 增长比率 (%)   | 39.73   | 10.23   | 17.40   | 9.58    |
| 净利润 (百万元)  | 187.12  | 97.58   | 122.13  | 145.48  |
| 增长比率 (%)   | 17.20   | -47.86  | 25.16   | 19.12   |
| 每股收益 (元)   | 0.81    | 0.42    | 0.53    | 0.63    |

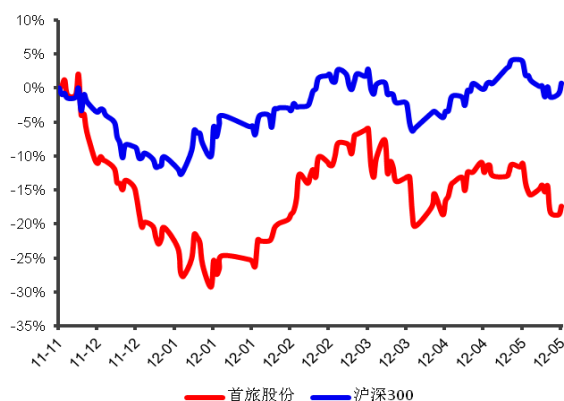
### 市场数据 (2012年05月22日)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元)      | 13.05       |
| 一年内最高/最低 (元) | 19.47/11.10 |
| 沪深300 指数     | 2627.53     |
| 市净率 (倍)      | 2.88        |
| 流通市值 (亿元)    | 30.20       |

### 基础数据 (2012年03月31日)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 每股净资产 (元)    | 4.54        |
| 每股经营现金流 (元)  | 0.36        |
| 毛利率 (%)      | 32.83       |
| 净资产收益率 (%)   | 2.93        |
| 资产负债率 (%)    | 43.65       |
| 总股本/流通股 (万股) | 23140/23140 |
| B股/H股 (万股)   |             |

### 个股走势



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。