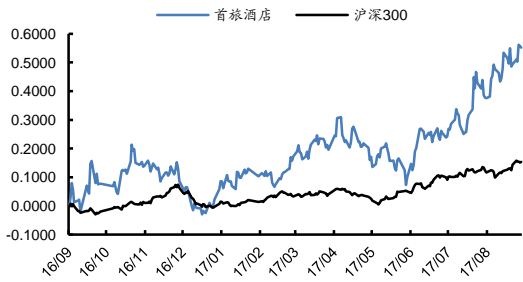


研究所

证券分析师：周玉华 S0350513110001
0755-83716906 zhouyh@ghzq.com.cn

如家并表促业绩大增，行业回暖带动新一轮成长 ——首旅酒店（600258）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
首旅酒店	12.7	41.2	64.6
沪深 300	3.3	9.9	15.6

市场数据

2017-09-01

当前价格（元）	28.91
52 周价格区间（元）	17.31 - 29.28
总市值（百万）	23583.12
流通市值（百万）	8027.73
总股本（万股）	81574.28
流通股（万股）	27768.00
日均成交额（百万）	67.53
近一月换手（%）	20.77

相关报告

《首旅酒店（600258）点评报告：新筑行业龙头，未来看点颇多（增持）*餐饮旅游*周玉华》
——2015-12-25

《首旅酒店（600258）年报点评：公司经营稳健，未来专注酒店业务发展（增持）*餐饮旅游*周玉华》
——2014-03-18

《首旅酒店（600258）调研简报：期待酒店业务新进展，南山关注尼泊尔馆（增持）*餐饮旅游*周玉华》
——2013-11-10

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司

事件：

公司发布半年报：2017 上半年公司实现营收 39.9 亿元，同比增 71.33%；实现归母净利润 2.4 亿元，同比增 16.3 倍；实现扣非后归母净利润 2.39 亿元，同比增 6.6 倍；EPS 为 0.33 元。公司业绩波动较大主要源于如家并表及统计口径等因素影响。

其中 Q2 实现营收 20.8 亿元，同比增 5.3%；实现归母净利润 2.1 亿元，同比增 28.8 倍。

投资要点：

■**如家并表促酒店业务占比大幅提升。**公司酒店和景区运营业务上半年分别实现营收 37.5 亿元和 2.4 亿元，分别贡献营收的 94%和 6%比重，相较于 2016 年同期的 91%和 9%比重，酒店板块占比持续提升，主要源于 2017 年上半年如家酒店全部实现并表，而 2016 年并表时间为 4-6 月，且并表比例为 66.14%。

■**如家酒店经营持续好转。**如家酒店集团今年上半年实现营收 33.3 亿元，贡献公司营收 83.6%比重；实现利润总额 3.8 亿元，实现净利润 2.4 亿元。整体看，公司上半年酒店 Revpar 为 142 元，同比增 5.8%，其中经济型酒店 Revpar 为 133 元，同比增 3.4%；中高端酒店 Revpar 为 241 元，同比增 5.4%，公司经营持续向好。

单季度看，如家酒店就按二季度经营 Revpar 为 150 元，同比增 6.7%，增速高于一季度 4.5%增速水平。其中经济型酒店 Revpar 为 141 元，同比增 4.2%，相较一季度 2.2%同比增速提升 2PCT；中高端酒店 Revpar 为 255 元，同比增速 2.7%，增速低于一季度 8.4%水平。但从 18 个月以上成熟店的情况看，二季度中高端酒店 Revpar 为 286 元，同比增 8.8%，我们分析可能是新开店较多原因导致中高端酒店二季度 Revpar 增速趋缓。

■**南山景区经营大幅好转。**受益于三亚旅游市场回暖影响，公司南山景区上半年业绩表现出色。2017 年 1-7 月共接待入园游客 264.6 万人次，同比增 24.8%；实现营收 2.4 亿元，同比增 14.3%；实现净利润 7970 万元，同比增 48.2%，亦是公司业绩增长重要因素之一。

■**如家首旅二者协同效应渐显，下半年新开店节奏有望加快。**首旅如家实现整合后，公司的酒店品牌覆盖了从经济型到中高端全部品牌，客户群体更加广阔，市场竞争力和规模迅速壮大。截至 6 月 30 日，公司酒店家数达 3472 家（其中中高端酒店数量占比达 10.2%），酒店总会员人数接近 9012 万。首旅酒店集团忠诚客户计划“首旅汇”与如家酒店集团忠诚客

已发行股份的 1%。

户计划“家宾会”实现贯通，会员订单已经在全部订单中占据优势。

新开店方面，公司今年上半年新开店 152 家，其中直营店 6 家，特许加盟店 146 家，新开加盟店比例为 96.1%；其中新开经济型酒店数量为 69 家，中高端酒店数量为 44 家；截止 6 月 30 日，公司已经签约未开业和正在签约的店为 483 家。根据薪酬激励考核方案，公司 2017 年计划开店目标为 400-450 家，若按此计划，我们预计下半年公司开店节奏将加快。

■盈利预测和投资评级：自去年下半年来，中高端酒店行业经营数据持续回暖，行业寡头垄断格局加速形成。公司酒店板块经过整合后逐渐发力，景区业务稳健增长。新一届董事会和高管团队引入了原如家团队成员及梁建章和沈南鹏等行业大佬，并实施了弹性的薪酬激励方式，未来在经营效率上存在提升空间。预计公司 2017 和 2018 年 EPS 分别为 0.73 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 40 倍和 32 倍，维持增持评级。

■风险提示：经济低迷；自然灾害；突发事件；财务风险；酒店板块整合效果低于预期

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	6523	8516	9714	11091
增长率(%)	389%	31%	14%	14%
净利润（百万元）	211	599	746	927
增长率(%)	111%	184%	24%	24%
摊薄每股收益（元）	0.31	0.73	0.91	1.14
ROE(%)	3.01%	7.75%	8.65%	9.54%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 公司酒店和景区板块业务收入和利润及构成情况

指标 (单位: 万元)	酒店业务	景区业务	合并报表
2017 年 1-6 月营业收入	374929	23895	398825
结构比	94.0%	6.0%	100.0%
2016 年 1-6 月营业收入	211881	20904	232785
结构比	91.0%	9.0%	100.0%
2017 年营业收入同比	77.0%	14.3%	71.3%
2017 比 2016 营业收入结构比变化	2.99	-2.99	0
2017 年 1-6 月利润总额	30477	10713	41190
结构比	74.0%	26.0%	100.0%
2016 年 1-6 月利润总额	8581	7123	15704
结构比	54.6%	45.4%	100.0%
2017 年利润总额同比	255.2%	50.4%	162.3%
2017 比 2016 利润总额结构比变化	19.35	-19.35	0

资料来源: 公司半年报, 国海证券研究所

表 2: 公司酒店板块品牌及经济型和中高端具体数据

	经济型		中高端		其他		合计	
	家数	客房间数	家数	客房间数	家数	客房间数	家数	客房间数
如家	2,944	307,400	254	28,870	115	8,393	3,313	344,663
首旅	59	4,298	100	25,978	-	-	159	30,276
合计	3,003	311,698	354	54,848	115	8,393	3,472	374,939

资料来源: 公司半年报, 国海证券研究所

表 3: 公司酒店板块细分子品牌及经济型和中高端具体数据

品牌	酒店数量			客房间数		
	2017 年 6 月末			2017 年 6 月末		
	合计	直营	特许	合计	直营	特许
经济型酒店	3,003	835	2,168	311,698	99,628	212,070
如家	2,355	645	1,710	247,392	72,531	174,861
莫泰	394	148	246	47,675	22,937	24,738
云上四季	34	20	14	3,033	2,243	790
蓝牌驿居	31	-	31	1,380	-	1,380
派柏云	94	-	94	5,728	-	5,728
睿柏云	36	-	36	2,192	-	2,192
欣燕都	25	19	6	2,061	1,658	403
雅客怡家	34	3	31	2,237	259	1,978
中高端酒店	354	105	249	54,848	15,814	39,034
和颐	91	35	56	12,493	5,920	6,573
如家精选	115	49	66	12,350	6,091	6,259
如家商旅	32	7	25	2,642	613	2,029
璞隐	1	1	-	166	166	-

扉纒	2	2	-	244	244	-
素柏云	4	-	4	404	-	404
金牌驿居	9	4	5	571	291	280
首旅建国	67	2	65	19,499	922	18,577
首旅南苑	5	4	1	1,080	966	114
首旅京伦	21	-	21	4,705	-	4,705
首旅寒舍	6	-	6	93	-	93
京伦饭店	1	1	-	601	601	-
其他	115	31	84	8,393	2,364	6,029
公寓	33	31	2	2,485	2,364	121
管理输出	82	-	82	5,908	-	5,908
小计	3,472	971	2,501	374,939	117,806	257,133

资料来源：公司半年报，国海证券研究所

表 4：如家酒店集团今年一季度和二季度经营数据

总体	Rvepar(元)	YOY	平均房价(元)	YOY	出租率(%)	YOY
2017Q1	133	4.5%	162	4.7%	81.8%	-0.13 PCT
2017Q2	150	6.70%	174	4.70%	86.10%	1.57PCT
经济型	Rvepar(元)	YOY	平均房价(元)	YOY	出租率(%)	YOY
2017Q1	126	2.20%	153	2.20%	82.40%	-0.01 PCT
2017Q2	141	4.20%	163	2.30%	86.60%	1.59PCT
中高端	Rvepar(元)	YOY	平均房价(元)	YOY	出租率(%)	YOY
2017Q1	224	8.40%	304	5.80%	73.70%	1.78 PCT
2017Q2	255	2.70%	318	2.10%	80.20%	0.46PCT

资料来源：公司季报及半年报，国海证券研究所

表：首旅酒店盈利预测表

证券代码:	600258.SH				股价:	28.91	投资评级:	增持		日期:	2017-09-01
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	3%	8%	9%	10%	EPS		0.31	0.73	0.91	1.14	
毛利率	94%	95%	95%	95%	BVPS		9.89	8.96	9.86	10.98	
期间费率	89%	86%	85%	84%	估值						
销售净利率	3%	7%	8%	8%	P/E		93.52	39.51	31.74	25.54	
成长能力					P/B		2.94	3.24	2.94	2.64	
收入增长率	389%	31%	14%	14%	P/S		3.02	2.78	2.44	2.13	
利润增长率	111%	184%	24%	24%							
营运能力					利润表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.38	0.51	0.58	0.65	营业收入	6523	8516	9714	11091		
应收账款周转率	16.07	17.62	17.62	19.50	营业成本	359	422	475	536		
存货周转率	-	-	-	-	营业税金及附加	106	139	158	181		
偿债能力					销售费用	3793	4952	5648	6449		
资产负债率	60%	53%	48%	43%	管理费用	1498	1957	2233	2550		
流动比	0.24	0.22	0.38	0.61	财务费用	405	285	211	137		
速动比	0.23	0.21	0.36	0.59	其他费用/(-收入)	106	195	155	175		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	467	957	1144	1413		
现金及现金等价物	1104	369	1077	1751	营业外净收支	61	60	60	60		
应收款项	406	483	551	569	利润总额	528	1017	1204	1473		
存货净额	54	77	84	99	所得税费用	195	275	306	369		
其他流动资产	305	483	454	630	净利润	333	741	898	1104		
流动资产合计	1870	1413	2166	3048	少数股东损益	122	142	152	177		
固定资产	2657	2414	2194	1997	归属于母公司净利润	211	599	746	927		
在建工程	159	149	139	129							
无形资产及其他	4085	4085	3678	3270	现金流量表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E	
长期股权投资	234	204	206	209	经营活动现金流	1482	1406	1735	1690		
资产总计	17293	16553	16671	16942	净利润	333	741	898	1104		
短期借款	4920	3420	2620	1820	少数股东权益	122	142	152	177		
应付款项	110	168	192	213	折旧摊销	351	674	650	587		
预收帐款	148	216	273	282	公允价值变动	0	0	0	0		
其他流动负债	2657	2657	2657	2657	营运资金变动	675	(406)	(126)	(238)		
流动负债合计	7835	6462	5742	4972	投资活动现金流	(6602)	284	227	204		
长期借款及应付债券	290	190	140	90	资本支出	(854)	254	229	207		
其他长期负债	2165	2165	2165	2165	长期投资	215	30	(2)	(3)		
长期负债合计	2455	2355	2305	2255	其他	(5963)	0	0	0		
负债合计	10290	8817	8047	7227	筹资活动现金流	4384	(1609)	(861)	(863)		
股本	680	816	816	816	债务融资	3273	(1600)	(850)	(850)		
股东权益	7003	7736	8624	9714	权益融资	3804	0	0	0		
负债和股东权益总计	17293	16553	16671	16942	其它	(2693)	(9)	(11)	(13)		
					现金净增加额	(735)	82	1102	1032		

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

周玉华，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

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唯一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。