

社会服务行业

报告原因: 中报点评

2009 年 8 月 23 日

市场数据: 2009 年 8 月 20 日

总股本(亿股)	2.31
流通股本(亿股)	1.15
流通市值(亿元)	19.52
1 年内最高最低价(元)	20.34/6.55

基础数据: 2009 年 6 月 31 日

资产负债率	30.38%
毛利率	48.71%
净资产收益率(加权)	7.72%

相关研究:

《首旅股份(600258)深度研究报告: 今年休整 明年业绩值得期待》20090221
《首旅股份(600258)调研报告: 环球影城现无接触 前门收购改变负债结构 资产注入随时待发 南山分成锁历史分未来》20090220

《首旅股份(600258)年报点评: 南山景区成为公司业绩增长的主要引擎》20090320

《首旅股份(600258)季报点评: 收入同比下降 16% 利润小幅增长 10%》20090504

《首旅股份(600258)事件点评: 短期收购摊薄盈利 长期或带来增长潜力》20090522

分析师:

加丽果
010-82190386
jialiguo@sxzq.com

联系人:

焦春成
0351-8686990
sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686990
山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

首旅股份 (600258)

南山景区支撑业绩

中性

维持评级

公司研究/点评报告

中报概况:

- 2009 年上半年, 公司累计实现营业收入 69,649.31 万元, 较上年同期下降 21.79%; 累计实现利润总额 13,838.11 万元, 净利润 8,604.78 万元, 基本与上年同期持平。

公司 2009 年中报点评:

- 酒店业务上半年营业收入下滑严重。**符合我们的预期, 2009 年上半年, 公司拥有的酒店业务受全球金融危机和甲型 H1N1 流感的影响, 下滑严重, 公司拥有的酒店业务收入较上年下降 20.56%, 主要原因是公司拥有的酒店主要为日韩客人和欧美客人居多, 金融危机导致入境游和商务人数的下滑是公司酒店收入下滑的主要因素。
- 旅行社业务和展览业务更难逃下滑厄运。**旅行社收入一般占公司营业收入 60%以上, 2009 年上半年, 旅行社业务收入下降了 34.94%, 是公司营业收入下降的主要因素。展览广告行业收入虽然也下降 25.61%, 但由于所占比重大概只有 3%左右, 对公司营业收入下滑影响相对较小, 基本符合我们的预期。
- 南山景区收入增长支撑公司业绩。**虽然, 公司上述三项业务下滑严重, 但公司实现利润总额和净利润确基本与上年同期持平, 主要原因是南山景区上半年接待入园游客 146 万人次, 较去年同比增长 17.4%, 实现营业收入 19,679.98 万元, 同比增长 21.57%, 对公司业绩形成强有力的支撑。
- 三家酒店收购完成对公司未来业绩增长提出挑战。**(1) 前门饭店已收购完成, 短期经营业绩难以乐观。公司 2009 年 1 月份公告股东大会同意公司用自有资金 3.35 亿元收购净资产 1.25 亿的前门饭店。2009 年中报显示, 上半年, 前门饭店实现营业收入 3,047.45 万元, 利润总额 193.30 万元, 平均房价 310.47 元, 出租率 56.59%。按照交易双方协议, 2 月份以后的损益归属首旅股份, 2 月-6 月前门饭店共实现收入 2,546.23 万元。我们根据有关资料统计, 前门饭店 2009 年 1-3 月份的 REVPAR 只有 168 元, 远远低于北京市四星级酒店的前三月 REVPAR 平均水平 214 元, 前门饭店 2007 年 1-6 月公司的净利润率大概为 10.80%左右, 2008 年 1-9 月由于奥运会的因素和所得税由 33% 下降到 25%, 公司的净利润率上升到 15.33%, 但 2009 年一季报前门饭店只实现净利润 35 万元, 净利润率只有 2.38%。我们认为, 前门饭店的经营在金融危机的影响下, 下滑严重。(2) 新侨饭店和和平宾馆

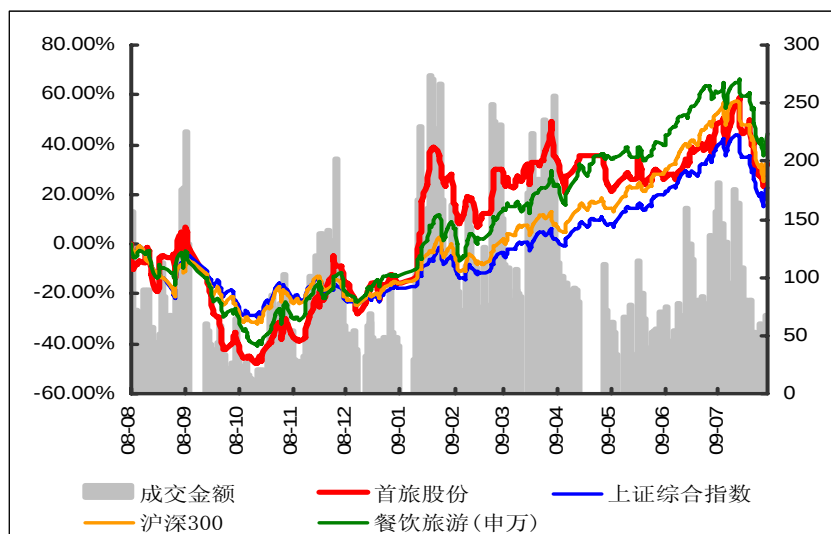
负债率高，合并报表将增收不增利。2009年5月21日，公司董事会通过了非公开增发收购新侨饭店100%的股权和收购和平宾馆77.68%的股权，募集资金将近9亿元，股本扩张6000万股。而新侨饭店和平宾馆的收购如果2009年完成，作为同一企业下的合并，将会带来公司合并营业收入的增加。但上半年新侨饭店和平宾馆酒店经营业绩差强人意，根据2009年5月21日公司公开资料看，公司欲收购的这两家酒店资产2009年一季度经营利润为负，同时资料显示，这两家酒店资产财务状况较差，负债比例都超过70%。如果2009年两家酒店可以实现并表，公司的营业收入将会增加，但利润可能会下滑，对公司短期经营带来压力。

- **南山分成的不确定性成为公司未来业绩能否保持增长的隐患。**根据我们的预测，如果南山分成2009年按照原来协议6:4比例分成，大概可以减少每股收益为0.25元左右，占公司净利润比重达33%，南山分成的时间和比例问题成为公司未来业绩增长的一大隐患。
- **盈利预测和投资评级。**不考虑公司非公开增发和南山分成，我们稍微调整公司的各项收入下滑比例，但仍然维持2009年每股收益为0.68元，2010年为0.74元/股的盈利预测。公司目前TTM市盈率和静态市盈率均为22倍左右，虽然低于同行业59倍的TTM市盈率水平，但如果公司酒店收购完成和南山分成实现，公司每股收益将可能减少到2009年0.38元/股，2010年0.44元/股的水平，动态市盈率将可能达到50倍左右。考虑到全球经济的回暖预期对公司各项业绩增长的推动和公司酒店资产注入序幕的拉开，暂维持公司“中性”评级。

附图 1：公司最近一年内股价与沪深 300 和旅游指数对比走势图

附表 1：公司盈利预测

附图 1：公司最近一年内股价与沪深 300 和旅游指数对比走势图



资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所



附表 1：公司盈利预测：

盈利预测假设：

收入增长率	2008	2009	2010
旅游服务	-9%	-18%	10%
展览广告	-18%	-26%	12%
酒店	20%	-20%	10%
景区	21%	20%	16%
企业所得税	2008	2009	2010
旅游服务	25.00%	25.00%	25.00%
酒店	25.00%	25.00%	25.00%
景区	18.00%	20.00%	22.00%
展览广告	25.00%	25.00%	25.00%
综合税率	22.76%	23.40%	24.04%

盈利预测：

单位：百万元、%

	2006	2007	2008	2009 (E)	2010 (E)
旅游服务	976.12	1183.09	1,061.78	870.66	957.73
展览广告	87.61	71.42	57.53	42.57	47.68
酒店	216.96	309.08	361.48	289.18	318.10
景区	183.77	251.23	311.42	373.70	433.50
主营业务收入合计	1464.46	1814.82	1792.21	1576.12	1757.01

营业成本	2006	2007	2008	2009 (E)	2010 (E)
旅游服务	925.29	1115.81	995.29	809.71	890.68
酒店	27.27	37.73	39.43	5.96	6.68
景区	11.52	17.91	21.35	20.24	22.27
展览广告	12.08	6.47	0.03	3.74	4.33
成本合计：	976.16	1177.92	1056.10	839.65	923.96

单位：百万元	2006 年报	2007 年报	2008	2009 (E)	2010 (E)
一、营业总收入	1464.46	1814.82	1792.21	1576.12	1757.01
营业收入	1464.46	1814.82	1792.21	1576.12	1757.01
二、营业总成本	1345.34	1603.77	1528.28	1312.66	1417.26
营业成本	976.16	1177.92	1056.14	839.65	923.96
营业税金及附加	26.99	33.68	37.88	36.35	32.61
销售费用	178.42	202.50	217.82	220.66	245.98
管理费用	144.74	173.23	200.82	200.00	196.88
财务费用	18.66	17.07	15.84	16.00	17.84
资产减值损失	(0.15)	(0.70)	-0.22	0.00	0.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益					
投资净收益	8.78	12.56	14.88	14.00	15.00



其中：对联营企业和合营企业的投资收益	8.13	10.79	13.15	14.00	15.00
四、营业利润	130.87	228.34	278.81	277.46	354.74
加：营业外收入	0.51	1.52	2.08	0.00	0.00
减：营业外支出	4.92	12.31	3.14	0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失	4.11	5.44	0.58	0.00	0.00
五、利润总额	126.47	217.55	277.74	277.46	354.74
减：所得税	38.51	54.08	55.28	66.00	85.28
六、净利润	87.96	163.47	222.46	211.46	269.46
减：少数股东损益	8.06	41.10	49.76	55.00	98.00
归属于母公司所有者的净利润	79.90	122.37	172.7	156.46	171.46
七、每股收益：					
（一）基本每股收益(元)	0.35	0.53	0.75	0.68	0.74



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。