

社会服务行业

报告原因: 季报点评

2009 年 10 月 29 日

市场数据: 2009 年 10 月 29 日

总股本(亿股)	2.31
流通股本(亿股)	1.15
流通市值(亿元)	19.51
1 年内最高最低价(元)	22.88/9.36

基础数据: 2009 年 9 月 30 日

资产负债率	30.57%
毛利率	46%
净资产收益率(摊薄)	10.82%

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)2008 年年报点评: 南山景区成为公司业绩增长的主要引擎》20090320

《首旅股份(600258)2009 年 1 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

《首旅股份(600258)2009 年中报点评: 南山景区支撑业绩》20090823

分析师:

加丽果

010-82190386

jialiguo@sxzq.com

联系人: 焦春成: 0351-8686990

sxzqyfz@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

首旅股份 (600258)

南山景区增长难以弥补酒店业务下滑

中性

维持评级

公司研究/点评报告

季报概况

公司第三季度实现营业收入达 3.99 亿元, 同比下降 5%, 实现营业利润 5484 万元, 比去年同期下降 27%, 实现归属于母公司股东的净利润 3721 万元, 比去年同期下降 20%。公司前三季度累计实现营业收入 11 亿元, 同比下降 16%, 实现归属于母公司股东的净利润 1.23 亿元, 比去年同期下降 7%, 实现每股收益 0.53 元。

季报点评

- **第三季度公司各项业务营业收入下滑趋势减缓。**公司第三季度单季度营业收入下滑 5%, 收入降幅减少, 但由于上半年公司酒店业务及旅行社和展览业务下滑严重, 导致三季度公司营业收入降幅达到 16%, 但比上半年降幅有所减轻。
- **第三季度旅游经济回暖, 各项业务均有所回升。**中报资料显示, 公司上半年酒店业务营业收入下滑严重, 旅行社业务和展览业务更难逃下滑厄运。2009 年上半年, 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%, 是公司上半年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, 对公司上半年营业收入下滑影响相对较小。三季报资料显示, 公司营业收入下滑趋势明显减轻到 16%, 我们估计公司的旅行社及展览和酒店业务在旅游经济第三季度的回暖趋势下, 第三季度各项业务均有所回升。
- **南山景区收入增长上半年支撑公司业绩, 四季度增长有望继续。**中报资料显示, 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%, 弥补了上半年公司酒店业务及旅行社业务下滑严重的趋势, 令公司上半年实现利润总额和净利润确基本与上年同期持平, 对公司上半年业绩形成强有力的支撑。我们估计, 第三季度是景区旅游淡季, 对公司业绩增长贡献不甚大, 但由于第四季度迎来景区旅游旺季, 2009 年全年收入增长还是非常值得期待。
- **投资收益同比上升, 弥补公司业绩下滑。**三季报资料显示, 公司净利润下滑幅度远远低于收入下滑幅度, 其中, 投资收益(主要是联营和合营企业的投资收益)占净利润比重由 2008 年的 8%上升到 12%左右,

请务必阅读正文之后的特别声明部分



增幅达到 52%，也充分弥补了公司前三季度期间费用率的小幅提升。

- **三家酒店收购完成营业收入虽然增长，但三家酒店目前业绩下滑比较严重。**（1）前门饭店收购完成但没并表，2009 年经营业绩下滑明显。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。季报显示，公司已支付收购款 20,090.04 万元。目前公司正在办理前门饭店的资产过户及工商变更注册等手续。由于变更手续尚未完成，因此公司没有合并前门饭店财务报表。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%。季报资料显示，2009 年 1-9 月，前门饭店实现营业收入 4,800.45 万元，利润总额 242.41 万元，平均房价 312.35 元，出租率 57.37%。其中，2-9 月前门饭店共实现收入 4,255.88 万元。而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 年季报前门饭店只实现净利润 181.81 万元，净利润率只有 4%左右，虽然第三季度，前门饭店的出租率和平均房价均有所回升，但受金融危机影响，业绩下滑比收购前严重。（2）**新侨饭店和和平宾馆负债率高，盈利下滑也比较严重。**公司董事会和股东会目前已经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。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%。而 2009 年 9 月，公司宣布调低了这两家酒店资产的盈利预测。公司将和平宾馆 2009 年的盈利预测下调至 158.26 万元，新侨饭店的盈利预测下调为亏损 997.55 万元。而今年 5 月发布的预案中，预计和平宾馆 2009 年实现净利润 961.86 万元，新侨饭店 2009 年预计会实现 193.02 万元的净利润。我们估计公司 2009 年这两家酒店的收购将可能在 2010 年收购完成。我们认为，公司三家酒店的收购中，前门饭店的收购可能将于 2009 年底完成，那么公司 2009 年的营业收入将可能增加 5000 万左右，营业利润大概增厚在 0.01 元/股的水平。另外两家酒店的收购将有可能在 2010 年并表。在 2010 年酒店整体经营环境有所改善的预期下，三家酒店可以为公司贡献一定的营业收入和利润，但力度估计不会很大。
- **风险提示：**（1）南山分成的不确定性，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；（2）甲型 H1N1 的第二波攻势影响的不确定性；（3）全球及国内经济回暖的不确定性；（4）其他系统性风险。
- **催化剂因素：**（1）南山景区受益海南旅游岛建设实现超预期增长；（2）

旅游经济的超预期回暖；（3）公司酒店业务的回暖；（4）酒店资产注入预期，公司作为集团酒店资产的整合平台，未来酒店资产注入值得期待。首旅集团旗下目前还有近十家五星级高档酒店，数十家三、四星级酒店，还有多家经济型连锁酒店等。

- **盈利预测和投资评级。**不考虑公司非公开增发完成和南山分成，我们稍微调整公司的收入，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。对应 PE 分别为 24、22。二级市场上，公司最近 1 年来股价要明显强于上证及沪深 300 指数和我们关注的旅游指数（见图 1），公司最近 5 年来的 PE-BAND 图显示（见图 2），公司 PE 目前处于历史中低水平，虽然公司的 PE 水平比同类上市公司要低，考虑到全球经济的回暖预期对公司各项业绩增长的推动，考虑到未来酒店带来的盈利和收入增长，考虑到南山分成的未来不确定性，仍维持公司“中性”评级。

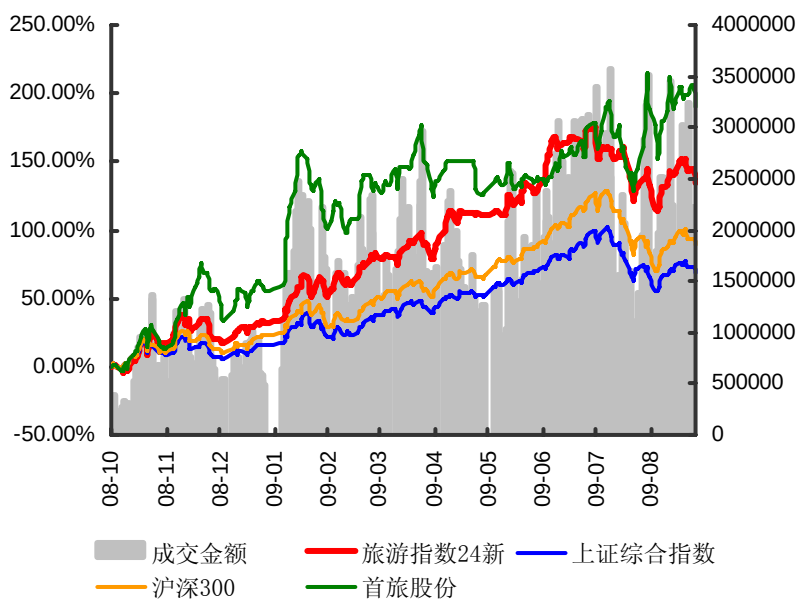
附

图 1：公司最近一年内股价与大盘、沪深 300 和旅游指数对比走势图

图 2：公司最近 5 年来 PE-BAND 图

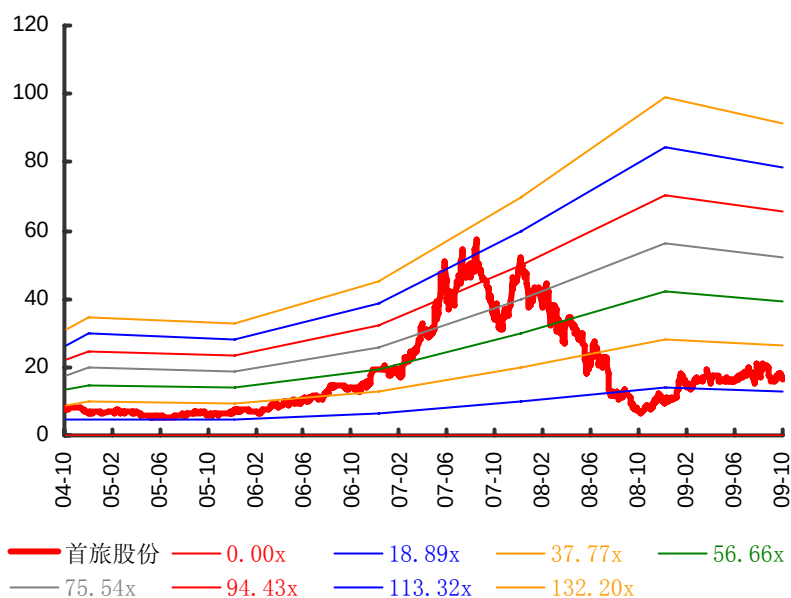
表 1：公司的盈利预测

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

图 2：公司最近 5 年来 PE-BAND 图



资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所



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。