

社会服务

行业重大事件快评

**超配**

(维持评级)

2018年11月20日

## 板块商誉来源较为集中，实际风险相对可控

证券分析师：曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003
证券分析师：钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
联系人：姜甜	0755-81981367	jiangtian@guosen.com.cn	

### 事由：

结合金融界、证券时报等媒体的报道，11月16日，证监会发布了《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，从商誉减值的会计处理及信息披露、商誉减值事项的审计和与商誉减值事项相关的评估三方面，就常见问题和监管关注事项进行说明。

证监会此次风险提示主要包括以下要点：1. 明确合并形成的商誉每年必须进行减值测试，不得以并购方尚在业绩承诺期间为由，不进行测试。2. 要求公司应合理将商誉分摊至资产组或资产组组合进行减值测试，一个会计核算主体并不简单等同于一个资产组。3. 商誉所在资产组或资产组组合存在减值，应分别抵减商誉的账面价值及资产组或资产组组合中其他各项资产的账面价值。4. 公司应在年度报告、半年度报告、季度报告等财务报告中披露与商誉减值相关的所有重要、关键信息。5. 会计师事务所应结合商誉减值事项的重要程度及不确定性程度，恰当认定其风险性质，以确定其是否为认定层次的重大错报风险。6. 评估机构不得以股权、企业价值的评估报告代替以财务报告为目的的评估报告。

### 评论：

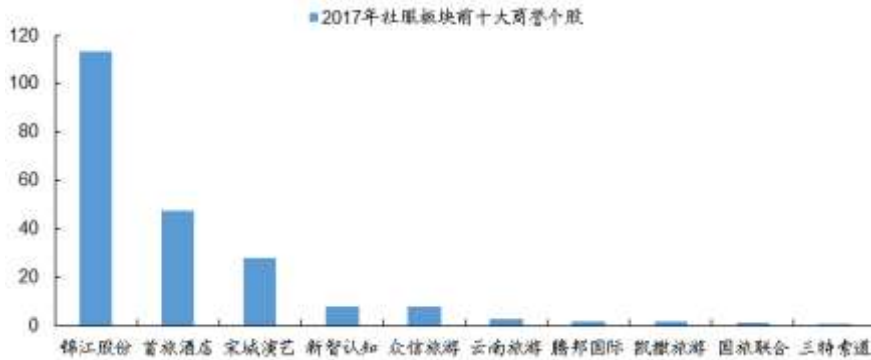
#### ■ 社服板块整体商誉风险相对可控，适当关注酒店、演艺和出境游板块

结合本次证监会所发布的《会计监管风险提示第8号——商誉减值》及相关要点，核心在于揭示商誉后续计量环节的有关会计监管风险，严格减值测试方式、缩短商誉及其减值情况披露周期、提高信息公开透明度，核心在于加强对商誉风险的管控，从而可能会对商誉值较高且存在减值风险的企业产生一定的业绩压力。

鉴于此，我们对旅游板块上市公司的商誉问题进行了统一的梳理。考虑到商誉的产生主要是由于并购时，非同一控制企业在合并财务报表下，购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，确认为商誉。换言之，不并购无商誉，故商誉主要存在于有较多收购行为的上市公司。整体而言，社服板块17年商誉占净资产的比重以及业绩的比重分别为21.19%和235%，剔除酒店和演艺板块个股后，社服板块17年商誉占净资产及业绩比重分别为3.99%和42%，整体仍然相对可控。

具体到各旅游子板块，目前相对主要集中在有限服务酒店、演艺及出境游三大板块，其他景区、免税板块影响相对较小。

图 1: 酒店、演艺、出境游板块的商誉较为集中 (截至 2017 年底, 亿元)



资料来源: 公司年报、Wind, 国信证券经济研究所整理

**酒店板块:** 目前来看, 有限服务酒店两个龙头**首旅酒店**和**锦江股份**的商誉规模体量相对较大, 一旦重点收购标的商誉减值, 则对上市公司影响相对较大。但我们认为, 目前两大酒店龙头的商誉风险仍相对可控, 主要是因为: 1) 目前国内有限服务酒店竞争格局相对稳定, 龙头优势地位明显; 2) 收购标的时, 被收购标的本身经营表现处于低谷期、或外部大环境相对欠佳, 估值并非基于过于乐观的基本面假设, 有一定回旋余地; 3) 考虑国企管理层的主观能动性, 上述重大收购若出现商誉减值风险, 可能会对国企管理层考核产生较大影响, 因此国企本身也有动力积极推动收购标的稳健良好运行。

当然, 我们同样需要关注, 若未来经济出现重大不利影响, 则可能对上述酒店龙头收购标的的经营基本面产生持续不利影响, 收购标的品牌或有重大受挫风险。

表 1: 酒店板块上市公司商誉情况分析 (截至 2017 年底, 亿元)

证券简称	商誉 (扣除减值)	商誉减值准备	商誉账面原值	归母净利润	净资产	商誉/净资产	形成原因	未来是否存在商誉减值风险
锦江股份	113.48	0.23	113.71	8.82	146.16	78%	主要系公司由于收购卢浮、铂涛和维也纳形成的商誉, 分别为 48.40、57.67、6.69 亿元, 其他主要是收购金广快捷和时尚之旅形成, 但相对非常少。	1、由于锦江收购卢浮、铂涛和维也纳各标的自身均系其所处低谷之时, 估值基于其相对较差经营所进行的判断, 相对而言, 只要行业自身运营不发生重大变化, 相对而言目前商誉减值风险较可控。2、但是, 如果经济持续危机或者卢浮、铂涛和维也纳品牌重大受挫时, 不排除可能存在商誉减值风险。其中铂涛的商誉最高, 且铂涛收购时据了解存在一定竞价情况导致其估值相对略高, 相对需要关注其经营情况变化。3、上述并购涉及到国企管理层决策问题, 且并购标的规模较大, 因此现有管理层不变时有较强主观动力推动收购标的业务顺利推进。不过即使管理层换届, 考虑国企经营特点及收购标的估值情况, 一般而言也有积极推动其有序经营的动力。4、金广快捷和时尚之旅的商誉可能存在一定减值风险, 二者商誉合计 0.73 亿元。
首旅酒店	47.68	0.00	47.68	6.31	76.27	63%	主要系如家私有化回归时产生的商誉 45.17 亿元及公司收购南苑时产生的商誉 1.94 亿元。	1、由于如家私有化回归首旅酒店时, 如家本身经营情况相对平平, 估值基于其相对较差经营所进行的判断, 相对而言, 只要行业自身运营不发生重大变化, 相对而言目前商誉减值风险较可控。2、但是, 如果经济持续危机或者如家品牌重大受挫时, 不排除可能存在商誉减值风险。3、上述并购涉及到国企管理层决策问题, 尤其如家规模较大, 因此现有管理层不变时有较强主观动力推动收购标的业务顺利推进。4、南苑规模相对不大, 未来不排除存在一定的商誉减值风险, 需要观察。
华天酒店	0.00	0.00	0.00	1.09	29.16	0%	无商誉	影响太小, 可忽略
大东海 A	0.00	0.00	0.00	0.03	0.77	0%	无商誉	影响太小, 可忽略
金陵饭店	0.00	0.00	0.00	1.03	21.48	0%	无商誉	影响太小, 可忽略

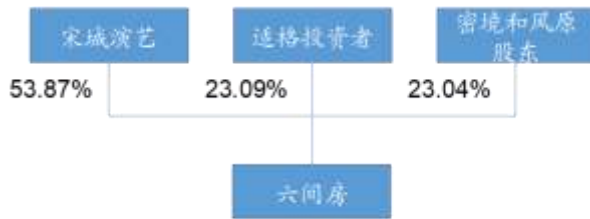
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

**演艺板块:** 主要是**宋城演艺**, 此前其收购**六间房**带来的商誉问题一直是市场关注的重点, 上市公司目前已经公告相关出表安排, 预计在今年底和明年 4 月 30 日之前分两步走, 通过换股和部分老股转让的方式使其对六间房持股比例低于 30%, 从而有望在明年解决商誉问题 (转为长期股权投资科目, 需要减值测试, 但相对明显好于商誉风险), 建议持续跟踪进度。

**表 2: 演艺板块上市公司商誉情况分析 (截至 2017 年底, 亿元)**

证券简称	商誉 (扣除减值)	商誉减值准备	商誉账面原值	归母净利润	净资产	商誉/净资产	形成原因	未来是否存在商誉减值风险
宋城演艺	27.87	0.00	27.87	10.68	74.78	37%	主要系公司收购六间房时产生的商誉 23.70 亿元及六间房收购灵动时空时产生的商誉 3.71 亿元, 此外有公司收购藏秘时产生的商誉 0.46 亿元。	1、由于互联网直播行业竞争压力和监管压力变化, 六间房及灵动时空确实存在商誉减值风险, 公司已经公告拟通过换股+部分出让的方式进行控制。2、公司拟 18 年底实现花椒与六间房的部分换股, 并转让部分老股, 使其对六间房持股降为 53%左右, 2019 年 4 月 30 日之前 (六间房完成三年业绩对赌, 审计报告确认后), 公司进行第二步操作, 最终使上市公司对花椒新主体的持股在 30%以内。若上述操作顺利完成, 则未来商誉风险可以有效消除, 不过公司对花椒新主体的投资, 按照成本法计算, 作为长期股权投资科目, 有每年减值测试的压力。但长期股权投资的减值测试压力相对明显弱于商誉风险。3、建议跟踪六间房老股转让和换股情况, 目前来看仍处于积极推进中。

资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 2: 首次交割及库存股转让完成后六间房股权结构**


会计处理: 宋城对六间房并表

**图 3: 首次交割及库存股转让完成后花椒股权结构**


会计处理: 六间房对花椒不并表

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**出境游板块:** 主要包括众信旅游、凯撒旅游和腾邦国际等, 相对而言并购较多但比较零散。出境游行业具有高度竞争的特点, 相关标的可能由于局部目的地风险, 经营方面出现重点不利改变, 故可能存在收购标的商誉减值风险。其中, 建议关注其规模较大的收购标的的经营情况, 部分零散收购由于规模较小, 即使单一主体波动, 对上市公司整体的影响也比较有限, 除非出现系统性风险, 较多单一主体同时发生经营不利改变。

**表 3: 出境游板块上市公司商誉情况分析 (截至 2017 年年底, 亿元)**

证券简称	商誉 (扣除减值)	商誉减值准备	商誉账面原值	归母净利润	净资产	商誉/净资产	形成原因	未来是否存在商誉减值风险
众信旅游	8.07	0.00	8.07	2.33	24.39	33%	收购竹园带来 4.91 亿元商誉, 收购悠哉、开元带来 1.46、0.52 亿元商誉, 其他系收购其他规模较小旅行社所致	1、考虑旅行社行业的高度竞争特点, 不排除收购标的经营发生重大变化导致商誉减值风险, 需要持续跟踪。2、具体来看, 竹园影响最大, 18 年虽有东南亚因事件等影响有压力但品牌及后续发展趋势尚未发生根本变化, 短期商誉风险预计相对可控, 但需要持续跟踪。而悠哉、开元前者主要系线上类 OTA (后续与公司官网业务持续整合), 后者系地接业务, 需要跟踪其发展趋势。3、其他规模零散的收购经营不确定相对更大, 但若仅单个而言对公司业绩影响相对可控
腾邦国际	1.87	0.03	1.90	2.84	29.15	6%	主要系非同一控制收购重庆新干线、天津达哲等旅行社等产生	1、收购标的旅行社由于行业高度竞争, 确实存在商誉减值风险, 但目前来看预计除喜游外单一标的商誉较小 (多数一千万以下), 故仍相对可控, 主要建议跟踪喜游未来发展情况及系统性风险带来其收购标的的整体风险
凯撒旅游	1.65	0.66	2.32	2.21	21.89	8%	主要系凯撒同盛收购 CAISSA TOURISTIC DMC 产生商誉 1.12 亿元及收购天天商旅 0.99 亿元 (已计提减值 0.66 亿元) 等	旅行社行业高度竞争, 确实存在商誉减值风险, 目前来看天天商旅的商誉已经部分计提, 其他收购标的商誉风险规模较小, 仅凯撒同盛所收购标的需要关注, 该标的主要系公司境外欧洲地接业务之一, 目前来看经营情况良好, 但需要关注目的地风险和系统性风险对标的经营情况的影响

资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

**其他: 新智认知,** 主要收购新智时产生的商誉, 但新智是公司目前主要的盈利主体, 经营较为良好, 商誉风险目前

可控；科锐国际，主要是今年收购 Investigo 带来的商誉相对较多，但目前经营良好，商誉风险可控；云南旅游：需关注收购江南园林带来的可能商誉减值风险，关注园林公司情况。

**表 4：其他有商誉上市公司商誉情况分析（截至 2017 年年底，亿元）**

证券简称	商誉(扣除减值)	商誉减值准备	商誉账面原值	归母净利润	净资产	商誉/净资产	形成原因	未来是否存在商誉减值风险
新智认知	8.14	0.00	8.14	2.70	37.86	21%	主要系收购新智认知时产生商誉 6.96 亿元、渤海长通 0.61 亿元、秦皇岛游船 0.50 亿元	新智认知商誉占主导，但新智认知目前已经成为公司最核心盈利来源，目前经营情况良好，商誉风险可控，其他渤海长通和秦皇岛游船目前经营正常，但关注系统性风险及区域情况变化对其经营的影响以及由此可能带来的商誉风险，但两者总体影响不大
云南旅游	2.88	0.12	2.99	0.72	19.28	15%	主要系收购江南园林产生	考虑园林公司经营环境变化，存在商誉减值风险，17 年已经计提减值 0.11 亿元，18 年估计仍有商誉减值风险
国旅联合	1.21	0.00	1.21	0.32	6.23	19%	主要系公司收购北京新线中视形成 0.88 亿、收购北京粉丝科技形成 0.25 亿商誉。	目前新线中视运转较好，粉丝科技 18H1 亏损，建议关注其未来经营状况
三特索道	0.84	0.03	0.87	0.06	8.69	10%	主要系收购千岛湖索道产生商誉 0.51 亿元和华山三特 0.19 亿元	目前主要商誉来源千岛湖和华山索道运转良好，其他标的商誉规模不大，故商誉风险预计非常有限
中青旅	0.75	0.00	0.75	5.72	74.87	1%	主要系山水酒店收购个别酒店品牌带来商誉 0.33 亿元及凤采科技对外收购产生商誉 0.27 亿元	目前来看商誉规模不大，且单个标的商誉对业绩影响相对较小，商誉风险可控
科锐国际	0.43	0.00	0.43	0.74	6.50	7%	主要系主业并购扩张所致	1、18 年之前收购标的体量相对较小，商誉较分散，目前经营良好，无减值迹象；2、18 年上半年收购 Investigo 及融睿，截至 Q3 商誉为 1.48 亿元，其中主要系收购 Investigo 产生较大商誉，从三季报来看 Investigo 目前经营稳健，但需要关注英国及欧洲的就业状况、汇率风险及其他系统性风险对标的经营情况的影响
全聚德	0.32	0.21	0.54	1.36	16.03	2%	主要系收购新疆全聚德产生 0.43 亿商誉	商誉总体价值不高，风险可控
丽江旅游	0.26	0.00	0.26	2.04	24.49	1%	收购牦牛坪索道产生	目前经营正常，风险可控
桂林旅游	0.19	0.14	0.33	0.53	15.70	1%	主要系收购银子岩时产生商誉，其他商誉减值已提。	银子岩目前经营良好，是公司最主要业绩贡献，商誉风险可控
*ST 藏旅	0.05	0.00	0.05	-0.79	4.56	1%	收购藏鲁朗旅游景区产生 493 万商誉	影响非常有限
中国国旅	0.02	0.00	0.02	25.31	150.11	0%	主要系国旅总社并购扩张导致	对公司业绩（17 年 25 亿，18 年预计 35-37 亿）影响太小，可以忽略
岭南控股	0.01	0.02	0.03	1.77	25.77	0%	主要系广之旅对外并购时产生	规模极小，基本可忽略
西安旅游	0.0027	0.0000	0.0027	-0.19	8.19	0%	收购西安中旅国际旅行社和西安草堂奥特莱斯购物广场产生	规模极小，基本可忽略
号百控股	0.00	0.02	0.02	2.51	48.34	0%	主要系收购北京盘古国际旅行社有限公司产生 189 万商誉，收购上海翼游国际旅行社有限公司产生 9.5 万商誉。	计提完减值后商誉为零，影响基本可忽略
张家界	0.00	0.04	0.04	0.67	15.61	0%	张国际酒店并购时产生	影响非常有限
大连圣亚	0.00	0.01	0.01	0.55	6.41	0%	并购大连新世界会展服务有限公司时产生	影响太小，可忽略

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

**表 5：无商誉上市公司情况（截至 2017 年年底，亿元）**

证券简称	商誉(扣除减值)	商誉减值准备	商誉账面原值	归母净利润	净资产	商誉/净资产	形成原因	未来是否存在商誉减值风险
曲江文旅	0.00	0.00	0.00	0.62	9.50	0%	无商誉	否
西安饮食	0.00	0.00	0.00	-0.11	6.69	0%	无商誉	否
峨眉山 A	0.00	0.00	0.00	1.97	22.19	0%	无商誉	否
黄山旅游	0.00	0.00	0.00	4.14	42.03	0%	无商誉	否
广州酒家	0.00	0.00	0.00	3.40	17.13	0%	无商誉	否
长白山	0.00	0.00	0.00	0.71	9.50	0%	无商誉	否
天目湖	0.00	0.00	0.00	0.84	8.16	0%	无商誉	否
九华旅游	0.00	0.00	0.00	0.83	10.24	0%	无商誉	否

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

## ■ 投资建议

总结来看,商誉减值会计监管风险提示加强了对商誉减值及披露的管理。17年社服板块上市公司商誉占净资产21%,但剔除酒店及演艺后仅4%,**整体相对可控**。具体来看,酒店板块格局稳定,管理层主动谋发展;宋城演艺积极推进**六间房出表**;出境游公司商誉较为**分散**,单一标的经营受困对上市公司影响有限;其他公司则商誉规模较小,对其经营影响不大。整体需重点关注**系统性风险**对收购标的经营情况的影响,关注商誉集中标的是否存在减值风险。

**维持板块中长线“超配”评级,短期有不确定性**。总体来看,在宏观经济放缓背景下,短期关注风格灵活型或关注市场风格阶段性转换,关注前期股价跌幅较大且估值弹性相对较大的重点个股:如**众信旅游**、**腾邦国际(停牌)**、**凯撒旅游**、**科锐国际**、**三特索道**等。中长线继续坚定看好竞争格局占优/商业模式可复制,且业绩增长较确定的优质白马品种,建议调整中逐步增配**中国国旅**(免税龙头,国内外机场+市内免税店有望齐发力)、**宋城演艺**(演艺龙头,新一轮项目扩张期+国内市场容量有望突破)、**锦江股份/首旅酒店**(酒店龙头,加盟扩张支撑业绩,但短期与宏观经济走势联动),中长期稳健亦可关注**中青旅**等。

## ■ 风险提示

- 1、宏观经济波动、重大自然灾害、传染疫情等系统性风险;
- 2、政策利好,收购整合、外延扩张等可能低于预期;
- 3、区域旅游整治风险等。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 18-11-19	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
601888	中国国旅	买入	55.42	1.29	1.89	2.40	42.96	29.32	23.09	6.04
300144	宋城演艺	买入	22.39	0.73	0.85	1.10	30.67	26.34	20.35	3.70
600754	锦江股份	买入	24.18	0.92	1.10	1.16	26.28	21.98	20.84	2.38
300662	科锐国际	买入	29.39	0.67	0.81	0.97	43.87	36.28	30.30	7.14
600258	首旅酒店	买入	17.60	0.64	0.88	0.90	27.50	20.00	19.56	3.00
002159	三特索道	买入	20.25	0.04	0.95	0.31	506.25	21.32	65.32	3.16
300178	腾邦国际	买入	9.70	0.46	0.61	0.75	21.09	15.90	12.93	3.08
600138	中青旅	买入	14.49	0.78	0.86	0.98	18.58	16.85	14.79	2.70
002707	众信旅游	增持	7.56	0.26	0.27	0.31	29.08	28.00	24.39	4.14
000796	凯撒旅游	增持	8.15	0.27	0.50	0.62	30.19	16.30	13.15	5.61
000888	峨眉山 A	增持	6.38	0.37	0.39	0.38	17.24	16.36	16.79	2.57
000978	桂林旅游	增持	5.92	0.15	0.28	0.35	39.47	21.14	16.91	1.97
600054	黄山旅游	增持	10.07	0.55	0.56	0.44	18.31	17.98	22.89	2.58
002033	丽江旅游	增持	6.34	0.37	0.43	0.49	17.14	14.74	12.94	2.15

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告:

- 《全球免税行业专题：广阔增量市场，龙头逆风飞翔》 ——2018-09-20
- 《9月投资策略：板块估值有所回调，择机把握优质龙头》 ——2018-09-14
- 《餐饮旅游2018年中报总结：板块业绩持续高增长，龙头助力业绩提升》 ——2018-09-04
- 《餐饮旅游行业8月投资策略：把握回调良机，聚焦优质龙头》 ——2018-08-15
- 《18年中报前瞻暨7月投资策略：坚守优质龙头，中报有望持续支撑》 ——2018-07-16

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032