

大陆与香港 — 消息快报

南山分成拖累首旅股份上半年净利润下降 47%

冯雪

首旅股份(600258.SS/人民币 18.36, 买入)2011 上半年实现营业收入 11.51 亿元, 同比增长 7%, 归属于上市公司股东的净利润 5,911 万元, 同比下降 47%, 合每股收益 0.255 元。收入增幅收窄、净利润下滑主要源于南山门票分成实施。若扣除上半年 1.05 亿元门票分成款的影响, 则公司收入约同比增长 17%, 净利润约同比增长 6%。酒店业务如期较快回暖, 但南山景区客流增长、北展和旅行社业务不够理想。

上半年, 景区、酒店、展览广告、旅游服务 4 大主业的收入占比约 14%、18%、2%和 65%, 利润总额占比约 62%、46%、3%和-10%。公司综合毛利率约 33.3%, 比上年同期下滑 8.5 个百分点, 主要原因是低毛利率的旅行社业务规模增长最快且南山分成造成景区业务毛利率小幅下降。上半年, 销售费用率和管理费用率基本维稳, 其中人工成本项各增长 19%, 体现一定的人工成本上涨压力。

南山上半年分成 1.05 亿元造成利润下滑和负债增加:

上半年, 三亚市接待过夜游客 511.98 万人次, 同比增长 7.5%, 旅游总收入 87.66 亿元, 同比增长 7%, 其中国内游客 486.69 万人次, 增长 7%; 入境游客 25.29 万人次, 增长 18.5%。上半年, 三亚凤凰机场游客吞吐量达 541.39 万人次, 同比增长 6.8%。

南山文化公司上半年实现主营业务收入 1.67 亿元, 同比下降 33%, 分部营业利润 5,835 万元, 同比下滑 61%, 毛利率 88.4%, 税前利润率 35.0%。上半年计提门票分成 1.05 亿元, 扣除此影响并假设南山文化公司按 24%缴纳所得税, 则粗略估计收入增长 8.6%, 利润总额下滑 8.5%——低于预期。估计上半年客流增长低于 10%, 与三亚国内游客增速基本一致。

同时, 公司上半年期末的净负债率约 42%, 比期初提高 32 个百分点, 主要是新增用于 3 亿元门票分成预付款的首旅集团 6.65%利率、5 年期长期借款 3.35 亿元, 2 季度利息支出明显高企。

酒店业务量价齐升符合预期：

2 季度酒店业务，如我们所预期的，持续较快增长。上半年，酒店主业收入同比增长 12.4% 至 2.10 亿元，分部营业利润同比增长 18%。收入增幅继续高于市场平均，体现较强的竞争力，其中民族饭店凭品牌、地段优势更优于京伦饭店和前门饭店；前门饭店受益于公司各酒店之间交流学习、菜品创新等。上半年，北京四星级饭店的平均出租率提高 2.2 个百分点至 58.5%，平均房价同比增长 7.2% 至 464.9 元，RevPAR 同比增长 11.4% 至 272 元。7 月份，北京 4 星级饭店景气度略涨，RevPAR 比上年同期增长 13.6% 至 280 元。收入增长显著提升利润率，故民族、京伦的利润增幅均在 20% 左右，而前门受益于去年低基数，利润增幅更高。

北展业绩下滑较严重：

北京展览馆后奥运时期市场竞争加剧的情况未有好转，高收益的展览被新建的、大型的场馆挤出。2011 上半年，展览收入下降 12.8%，分部营业利润下滑 53%。

旅行社增收不增利：

上半年神舟国旅营业收入增长 23%，毛利率下降 0.7 个百分点至 4.2%，分部业务利润比上年同期减少 343 万元至 -186 万元。今年上半年中国传统旅行社市场呈现“两平一超”格局，入境游市场受累自然灾害、政局等影响，出境游出现结构性变化，而国内游受益于红色旅游和居民消费升级趋势。2011 上半年，北京旅行社国内游人数增长 4.3%，入境游人数下降 1.6%，出境游人数增长 11.1%。

投资受益于宁夏沙湖拟上市：

上半年公司投资收益增长 54% 至 914 万元，其中宁夏沙湖 30% 股权投资收益比上年同期增加 316 万元至 91 万元。媒体称，沙湖旅游公司已启动上市工作。预计公司将从中受益。

估值：

我们暂维持公司 2011 年 0.56 元每股收益预测，期待 4 季度海南旺季之际（2010 年海南十一遭遇台风，促成低基数效应），南山客流增速加快。首旅股份是集团酒店业务的整合平台，也拥有海南重要 5A 景区资产，从证监局解决同业竞争的要求和北京国资委发展旅游业的战略出发，公司未来始终具有集团资产注入和业务结构优化的可能，需进一步关注方案进展。

业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年上半 年	11 年上半 年	同比变动 (%)	10 年 2 季度	11 年 2 季度	同比变动 (%)	备注
营业收入	1,076	1,151	7.0	503	546	8.6	1) 旅行社业务高速增长、酒店业务较快增长, 2) 南山分成减少景区业务收入
营业成本	(626) (768)		22.7	(300) (363)		20.9	
毛利润	450	383	(14.9)	203	183	(9.7)	
营业税金及附加	(22) (21)		(4.3)	(10) (10)		(0.1)	
销售费用	(118)	(133)	12.8	(60)	(68)	13.4	销售费用率增加 0.6 个百分点
管理费用	(119) (130)		9.3	(55) (62)		12.8	管理费用率增加 0.2 个百分点
财务费用	(11)	(14)	29.7	(5)	(9)	62.8	南山分成造成长期借款增加, 利息支出高企
资产减值损失	(1) (1)		(21.9)	(1) (0)		(37.6)	
投资收益	6	9	53.7	7	10	46.1	宁夏沙湖大幅扭亏
营业利润	185	93	(49.5)	79	45	(43.5)	
营业外收支净额	(0)	0	(184.4)	(0)	0	(169.8)	
利润总额	185	94	(49.2)	79	45	(42.8)	
所得税费用	(39)	(21)	(47.2)	(16)	(8)	(48.2)	
少数股东损益	(33) (14)		(57.9)	(12)	(6)	(52.4)	
净利润	112	59	(47.3)	51	31	(38.8)	
非经常性损益	0	(0) (130)	0	0	(0) (129)	0	
扣非后净利润	113	59	(47.6)	51	31	(39.3)	
盈利能力(%)							
毛利率	41.8	33.3		40.3	33.5		1) 低毛利率的旅行社业务比重增加, 2) 南山分成降低景区业务毛利率
营业利润率	17.2	8.1		15.8	8.2		
有效所得税率	21.2	22.0		20.2	18.3		
净利率	10.4	5.1		10.1	5.7		南山分成

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

各业务业绩摘要

	营收(人民币, 百万)			营业成本(人民币, 百万)		毛利率(%)		
	10 年上半年	11 年上半年	同比变动(%)	10 年上半年	11 年上半年	10 年上半年	11 年上半年	百分点变动
京伦饭店	61	70	14.0	5	6	91.1	90.8	(0.3)
民族饭店+前门饭店+酒店物业公司	126	140	11.6	21	24	83.0	83.2	0.2
酒店 小计	187	210	12.4	27	30	85.6	85.7	0.0
北京展览馆 27		24	(12.8)	0	0	100.0	100.0	(0.0)
旅游广告	-	-	n.a.	0	-	n.a.	n.a.	n.a.
展览广告 小计 27		24	(12.8)	0	0	100.0	100.0	(0.0)
景区(南山文化)	250	167	(33.4)	18	19	92.8	88.4	(4.4)
旅游服务(神舟集团)	612	751	22.8	581	719	5.0	4.2	(0.7)
其他	-	0	n.a.	-	-	n.a.	100	n.a.
合计	1,076	1,151	7.0	626	768	41.8	33.3	(8.5)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

北京4星级饭店月度经营指标



资料来源: 北京市统计局

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自复制或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621) 6860 4866
传真:(8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话:(8610) 6622 9000
传真:(8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话:(4420) 7022 8888
传真:(4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话:(1) 212 259 0888
传真:(1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65) 6412 8856 / 6412 8630
传真:(65) 6534 3996 / 6532 3371