

## 社会服务行业

报告原因：调研

2011年1月24日

市场数据：2011年1月24日

总股本/流通股本(亿股)	2.31/2.31
收盘价(元)	22.13
流通市值(亿元)	51.21
1年内最高最低价(元)	26.7/15.88
PE/PB	30/5.18

基础数据：2010年9月31日

资产负债率	34.99%
毛利率	37.24%
净资产收益率(摊薄)	15.53%

### 相关研究

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760207120049

TEL: 010-82190386

Email: jialiguo@sxzq.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

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)

南山分成影响或要好于预期

增持

维持评级

公司研究/点评报告

- 1月24日，我们对公司进行了调研，主要投资观点如下：

### 投资亮点

- 我们认为公司在旅游类公司中属于业务结构相对比较合理，产业链相对比较完善，同时也不涉及房地产，主业突出，经营稳健的公司。公司旅游类业务有景点类投资（海南南山文化）、有酒店（三家四星级酒店）、有旅行社业务（神州国旅）、还有会展服务（北京展览馆），产业链完善，合理分布在上下游。同时公司的业务南北对峙，相互互补，业务主要分布在中国的南北两极：北京和海南，填补了旅游类上市公司的季节性因素的不利影响。
- 公司的分红政策一直比较稳健。公司从2001年来一直保持着高比例的分红政策。2010年每股分红为6元。
- 2010年公司酒店业恢复景气明显。三家酒店平均出租率均超过北京同类星级酒店水平，平均房价虽然没有恢复到2008年的水平，但比2009年有所增长，公司酒店业2010年收入增长比较明显。
- 南山文化增长可能小于20%。由于海南10月、11月份受到自然灾害的影响，基础设施遭到破坏，南山文化第四季度旺季旅游人次受到了一定影响，导致全年利润增速低于中期增长25%的水平，并且由于路基的破坏，元旦、春节的旅游人次还会有一定的不利影响。虽然环城高铁开通，但是由于下了高铁后，还需要公路运输，所以自然灾害对海南旅游业务的影响估计恢复还需一段时间。但2010年全年南山文化旅游人次突破300万人次，利润增速将有可能保持在10%-15%之间。
- 旅行社业务2010年保持了高速增长趋势。虽然旅行社业务保持了高速增长，但由于净利率水平较低，对利润贡献增速贡献较小。
- 南山门票5年来没有过提价，从提价的条件讲，有着很强的提价预期。如果按照提价比例讲，最高提价比例可达25%。假设谈判协议达成五五分成，同时启动景区提价，提价比例在25%，那么在南山文化旅游人次增长2011年增长比例达到20%的情况下，南山分成对公司业绩的不利影响将有可能减少。

### 投资风险

- 门票分成有了谈判主体后，如果谈判协议在2011年达成，公司业绩有可能在2011年进入下滑拐点，但是一旦谈判协议达成，公司有可能立即启动资产注入方案，注入盈利性强的资产来弥补公司经营下滑压力。作为集团酒店资产注入平台，公司注入酒店类资产的价格还需看市场的反应。

- 南山文化的分成协议形成方案的博弈有可能对公司形成不利影响,对公司的业绩造成恶劣影响。

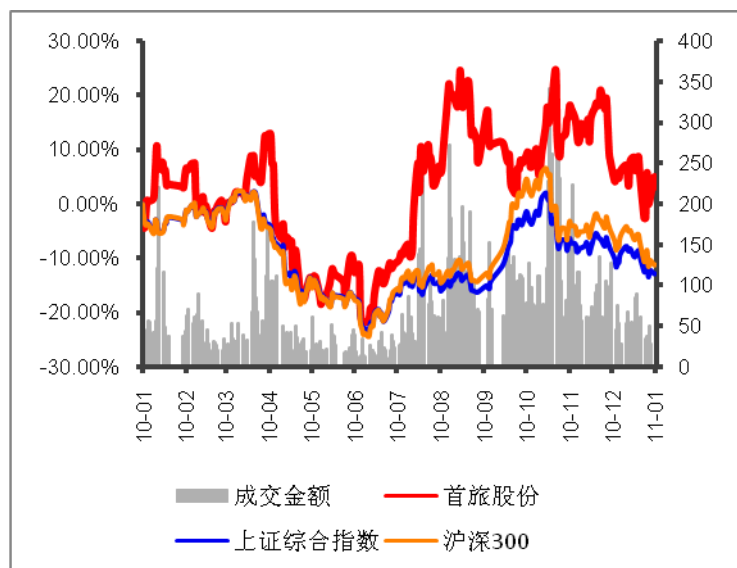
### 催化因素

- 酒店资产注入。
- 南山门票提价,南山的深度开发和受益海南国际旅游岛的建设旅游人次的增长超预期。同时南山文化酒店、餐饮和电瓶车的收入占比将可能在目前收入占比达到 35%的基础上,由于营销策略的改变而提高,降低门票分成的不利影响。
- 公司参股 30%的宁夏沙湖将有可能重新启动上市程序。

### 估值与投资评级

- 我们假设公司 2011 年谈判协议以五五分成,假设公司南山文化门票提价 25%,南山旅游人次自然增长 20%,假设公司持股的外运发展不出售实现投资收益,资产注入方案没有完成,我们预计公司 2010 年每股收益为 0.8 元,2011 年每股收益为 0.5 元、2012 年每股收益为 0.7 元。公司目前股价为 22.13 元,对应 PE 为 28、44 和 32。目前估值相对比较合理,考虑到公司有着很强的资产注入预期,我们给公司“增持”投资评级。

表 1: 公司最近 1 年来二级市场走势



资料来源: 山西证券研究所 Wind 资讯

### 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

### 特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。