

## 分成主体确定，资产注入即将拉开帷幕

李项峰 SAC 执业证书编号:S0120109030554  
Lixf@tebon.com.cn 8621-68761616-8316  
刘晓华 Liuxh@tebon.com.cn 8621-68761616-8515

### 事项:

公司所属海南南山文化旅游开发有限公司收到三亚市国有资产管理公司发给三亚南山观音苑建设发展有限公司《关于同意启动南山文化旅游区门票分成谈判事宜的函》。文件中，同意观音苑公司作为南山文化旅游区门票分成主体。

### 简评:

**分成主体确定，分成议案有可能变化。** 2008年11月，公司董事会审议通过了《关于南山门票收入分成的议案》，决议门票分成协议今后何时正式生效何时再对以后年度门票收入进行分成，且对以前年度公司收取的全部门票收入不再追溯分成，公司08年提议的是4:6比例分成。此次分成主体确定，是分成协议能最终落地的积极信号。此番董事长亲自带队进入谈判全面接触阶段，但是由于谈判主体和08年不同，原有的议案有可能发生变化。目前谈判刚刚启动，达成最终协议仍需时日。

**分成对收入影响有限。** 收入分成如果是追溯过往，对2011年带来的影响除了以前年度调整影响的资产负债表中的未分配利润，最大的当然是根据分成比例确认的销售收入。但是我们认为综合来看收入应该可以维持一个增长态势，原因如下：1) 南山景区有提价预期。南山景区自05年起一直维持150元的价格，公司实际票价还有很大提升空间。2) 非门票收入贡献有望提高。非门票收入包括餐饮住宿以及观光车收入占比40%左右，景区酒店定位假日型酒店，目前1-2期建设已经完成，房间达到200多间，均价300元左右，价格远低于海南同类别的酒店，有一定的提升空间。3) 旅游人次增加带来收入增加。南山景区资产优质，海南岛作为“一省、一岛、一市”国家旅游综合改革发展试验区，在离岛免税政策刺激下，有望获得更多的度假旅游人次。

**南山景区开展二次开发。** 南山景区目前开发面积占总体规划面积的10%，分成确立后，项目后续开发也有望开展，届时将是两个门票分成主体共同投资开发。

**酒店资产分期分批注入。** 分成解决后，公司有望重启酒店资产注入，实现公司致力于打造中高端商务酒店品牌的目标。首旅集团旗下现有二十多家星级酒店，其中五星级酒店10家。预计已经评估过的新侨饭店和和平宾馆将在第一批资产注入名单之中，接下来将优先选择高星级、盈利佳的酒店资产注入。自09年后，北京星级酒店逐步处于恢复阶段，入住率达到60%以上。我们预计集团注入的酒店类资产价格比市场优惠，这些酒店位于北京长安街沿线、西苑、燕莎商圈等极佳的地理区域，未来资产升值潜力很大。

图表 1 首旅集团旗下酒店资源及酒店管理公司

|            |                                                                           |
|------------|---------------------------------------------------------------------------|
| 五星级饭店      | 北京饭店 贵宾楼饭店 凯宾斯基饭店 北京国际饭店 长富宫饭店 喜来登长城饭店 北京新世纪日航饭店 西苑饭店 兆龙饭店 河南兴亚建国饭店       |
| 四星级饭店      | 亮马河大厦 建国饭店 京伦饭店 民族饭店 北京诺富特和平宾馆 香山饭店 西安建国饭店 前门饭店 新侨饭店                      |
| 三星级及以下星级饭店 | 华都饭店 燕翔饭店 永安宾馆 崇文门饭店 北京东方饭店 新北纬饭店 北京展览馆宾馆 远东饭店 上园饭店 宣武门商务酒店 和平里大酒店        |
| 酒店管理公司     | 首旅建国 首旅酒店集团 首旅日航 凯燕国际饭店管理有限公司 如家酒店集团 欣燕都经济型酒店连锁 新京伦酒店管理有限公司 北京谭阁美饭店管理有限公司 |

资料来源:德邦研究

**其他业务保持稳定。**公司的竞争优势主要在于景区和酒店。旗下的神舟国旅的收入规模和毛利率水平都不如中国国旅和中青旅。目前公司主要是对其内部挖潜,没有明确扩张意向。公司投资收益主要来源于4家联营企业,具体包括首汽股份(18.28%)、宁夏沙湖(30%)、胡同游(34%)、北京国旅(49%),另外还持有北京星辰方舟国际旅行社30%股权。这部分业务基本保持稳定。

**风险提示:**分成谈判进展艰难。

#### 盈利预测:

我们假设从2011年1月1日起实施5:5分成比例,不考虑后续酒店资产注入和景区提价,预计公司10-12年EPS分别为0.89、0.64和0.75元,对应目前股价的PE为26、36、30倍。2011年的业绩影响将是最不确定的,但是多方催化因素可以考虑2011年更高的PE。维持“买入”评级。

## 投资评级

### 一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数  
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平  
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

### 二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$   
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $10\%-20\%$   
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $-10\% - +10\%$   
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

## 特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。