

酒店旅游行业 2009年4月14日

张学鹏

010-660458158 zhangxp@txsec.com

事件描述：

2009年4月13日，我们参加了中青旅在北京中青旅大厦举办的“分析师与机构投资者交流会”，就公司发展的有关问题与公司高管作了沟通交流，公司副董事长、首席执行官蒋建宁先生、公司副总裁、董事会秘书刘广明先生及公司其他主要领导参加了此次交流会。

评论：

- 发展战略清晰，管理规范可控。**公司坚持以旅行社业务为主干，以景区、酒店业务为两翼的旅游主业架构，发展战略非常清晰，在管理上，公司坚持规范发展，走专业化道路。我们认为，一个公司是否有清晰的发展战略至关重要，而能否有效推进战略的实施则是决定战略能否成功的关键。从中青旅1997年上市以来的发展过程看，公司具备较强的战略规划能力和执行力，公司已由单一的旅行社业务服务商发展成为旅行社、景区、酒店等综合旅游服务提供商。
- 旅行社业务：巩固传统，重在创新。**在传统的旅行社业务模式下，公司通过对细分市场的研究把握，及时推出新的业务品种，其中，“中青旅百变自由行”就是顺应旅游市场散客化与自助化、休闲游与体验游的发展趋势而推出的新业务，推出后半年期间就获得了迅速成长，该项业务在2009年有望成为公司新的利润增长点，此外，公司加大了对高端休闲产品、深度游的开发力度，提升了产品的附加值，相应的也提高了旅游服务业务的毛利率。2008年公司旅行社业务毛利率为10.07%，较上年提升了1.07个百分点，远高于行业平均水平。我们认为旅行社业务已处于完全竞争的市场状态，市场集中度非常低，未来的发展方向将是细分市场、专业化以及服务品质的竞争，中青旅已经走在行业发展的前列。
- 会展业务：服务机构客户，细化服务对象。**公司会展业务发展迅速，定位也较为明确，主要是为机构客户提供营销服务，在业务模式上，公司同样遵循市场细分的原则，致力为每一行业的客户提供专业化的会展旅游服务。
- 景区业务：乌镇景区尚具较大发展空间。**公司集中力量打造乌镇景区，计划用5年左右的时间将该景区打造成国内一流的集观光、休闲、商务、度假旅游为一体的大型旅游景区。2008年，乌镇西栅景区接待了包括麦肯锡大型年会、中法文化遗产保护论坛、茅盾文学奖颁奖典礼等在内的数十项重要大型会议，同时，作为《暗算》、《美丽无声》、新版《红楼梦》等电视剧的主外景地，乌镇的知名度进一步得到提升，预计随着公司对景区投入的进一步增加，乌镇景区的游客接待量、景区吸引力、景区服务水平等将会有大幅提高，景区业务对公司未来的利润贡献度将进一步增加（2008年景区毛利占比为19.7%）。在景区未来发展规划上，为了提高景区管理水平，完善治理结构，公司可能会考虑引进国际战略投资者，我们认为这一点对乌镇景区的未来发展将非常重要。



5. **山水酒店：暂缓拓展新店，全力经营好已有酒店。**公司经济型酒店目前有12家，2008年公司已做出暂缓投资新店的决定，主要考虑到其时经济型酒店市场在各路资本纷纷介入的情况下，投资成本已被抬高，继续投资面临较大风险。目前随着房地产市场的回落，投资成本已有所下降，但经过几年的发展，经济型酒店的供给量大幅增加，客源市场却没有同步跟上，入住率有下滑趋势，为了控制风险，公司目前仍无拓展新店计划，2009年将致力于提升已有酒店的经营水平和盈利能力。
6. **房地产业务：论证充分，风险可控。**作为策略性投资的一块主要业务，公司房地产投资备受投资者关注。主要原因一方面在于房地产业务毛利在2007、2008年公司毛利占比中均达到了23%的水平，另一方面在于市场较为关心公司作为一家旅游类公司是否能够控制房地产投资的风险，尤其在目前房地产业整体陷入低迷的大环境下。从交流中我们得知，公司在房地产投资上还是较为谨慎的，在投资之前对于相关项目进行了充分的论证，并不是盲目投资，如对宁波慈溪项目，公司每月都要作一次市场变动情况分析，以决定是否投入该项目。公司目前在售的房地产项目预计在2009、2010年仍可为公司贡献不低于2008年的净利润。总体判断，我们认为公司在房地产投资业务上还是比较理性的，风险可控。
7. **彩票销售业务：稳定增长。**公司的彩票销售业务主要经营云、贵、川三省的福利彩票销售，这一块的经营非常稳定，利润基本会保持平稳增长。
8. **证券投资业务：非常规行为。**公司的证券投资业务是公司子公司香港中旅出于多种考虑而进行的投资行为，并不是公司的常规业务决策，而且去年的证券投资亏损只是浮亏，随着市场的回暖，该部分投资目前已经有所盈利。我们判断公司并无意在证券市场上进行投资操作，这方面的风险是可控的。
9. **我们的看法：**通过与公司高管的直接交流，我们认为公司在发展战略、管理能力、执行效率、主业优势、风险控制等方面表现较好，公司管理层均有多年的旅游业管理经验，对旅游业的现状及未来发展趋势有清晰的判断与把握。目前我国旅游市场正处于发展的关键节点上，个性化、高端旅游市场的需求逐步增加，公司在市场竞争上已经走在行业前列，未来有望继续保持竞争优势和领先优势。
10. **上调盈利预测，维持“增持”评级。**根据最新交流的信息及我们的判断，我们上调公司2009、2010年EPS至0.41、0.60元，以4月14日收盘价11.53计算的动态PE分别为28倍和19倍，我们认为给予公司30倍PE较为合理，对应目标价格分别为13元和18元，维持“增持”评级。（我们3月20日上调公司评级至“增持”，至4月13日收盘公司股价涨幅已达20.31%，同期天相流通指数涨幅为10.81%。）

图表：调整后主要财务指标

单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	4,532	4,588	4,785	5,524
(+/-%)	56.4%	1.2%	4.3%	0.0%
营业利润	300	297	370	549
(+/-%)	145.7%	-0.9%	24.5%	0.0%
归属于母公司净利润	163	130	171	247
(+/-%)	66.7%	-20.1%	31.7%	0.0%
每股收益（元）	0.52	0.31	0.41	0.60
市盈率（倍）	22	37	28	19

数据来源：公司年报，天相投顾



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100