

上市公司调研报告

旅游业

## 09 年税后利润创历史新高

中青旅 (600138)

**旅游主业“8+1”浮出水面。**目前，公司旅游主业由八个业务板块（入境旅游、出境旅游、国内旅游、会奖旅游、旅游营销、电子商务、联盟旅游、旅游汽车）和一个“自由行事业部”组成。这是继旅游业务单团核算、公民旅游前后台分离之后，中青旅再度领先于行业的创新运作模式。2009 年，预计入境游市场需求继续下降，出境游略有增长，国内游增长明显，整体呈现增长势头。此外，“百变自由行”产品在 2009 年有望成为公司新的增长点。

**风采科技业绩贡献有增长。**风采科技 2008 年度增收不增利的主要原因是公司所得税率由 7.5% 上升至 25%。2008 年 6 月，公司收购风采科技 18% 的股权，这部分资产将在 2009 年提升风采科技对公司的利润贡献。

**可供出售金融资产将成为公司 09 年业绩的主要搅动因子。**08 年底，中青旅香港公司持有 2,805,424.00 股伊泰 B (900948 SH.)。2009 年一季度，伊泰 B 股价上涨 93.27%。与 2008 年度相比，可供出售金融资产将增厚公司每股收益 0.15 元。

**估值及投资建议。**自由行事业部的设立以及“百变自由行”新产品的推出体现公司一贯的“创新求变”的精神。旅行者消费习惯的改变正在汇聚成一股强大的力量，推动旅游行业的升级。我们认为，只有那些根据消费者的变化而修正公司发展战略，同时坚守理念的企业，才能在未来的竞争中不断发展壮大。我们预测公司 09 年的每股收益为 0.47 元，市盈率不到 25 倍。再考虑到诸如山水酒店出售、乌镇旅游引入战略投资者、会展公司和中青旅海天分拆上市等“催化剂”因素，我们调升公司投资评级至“增持”。

## 预测和比率

|            | 2008A   | 2009F    | 2010F    | 2011F    |
|------------|---------|----------|----------|----------|
| 主营收入（百万）   | 4,588   | 4,920.76 | 5,547.40 | 6,543.85 |
| 主营收入增长率    | 1.23%   | 7.24%    | 12.73%   | 17.96%   |
| EBITDA（百万） | 401     | 575.63   | 571.33   | 602.54   |
| EBITDA 增长率 | 15.86%  | -8.96%   | -0.75%   | 5.46%    |
| 净利润（百万）    | 130     | 195.75   | 184.17   | 200.70   |
| 净利润增长率     | -20.07% | 50.51%   | -5.92%   | 8.97%    |
| ROE        | 6.64%   | 9.19%    | 8.09%    | 8.23%    |
| EPS（元）     | 0.31    | 0.471    | 0.443    | 0.483    |
| P/E        | 37.30   | 24.78    | 26.34    | 24.17    |
| P/B        | 2.48    | 2.28     | 2.13     | 1.99     |
| EV/EBITDA  | 12.70   | 8.85     | 8.54     | 7.85     |

调升

增持

沈周翔

shenzhouxiang@csc.com.cn  
010-021-68825009

当前股价：11.68 元

目标价格 6 个月：15.00 元

调研日期：2009 年 04 月 17 日

分析日期：2009 年 04 月 17 日

## 主要数据

## 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月          | 3 个月      | 12 个月       |
|---------------|-----------|-------------|
| 31.5/18.6     | 40.9/12.8 | -39.1/-16.8 |
| 12 月最高/最低价（元） |           | 29.75/0     |
| 总股本（万股）       |           | 41,535      |
| 流通 A 股（万股）    |           | 33,291      |
| 总市值（亿元）       |           | 48.51       |
| 流通市值（亿元）      |           | 38.88       |
| 近 3 月日均成交量（万） |           | 1,972       |
| 主要股东          |           |             |
| 中国青年旅行社总社     |           | 16.56%      |

## 股价表现



## 相关研究报告

|          |                                   |
|----------|-----------------------------------|
| 09.01.19 | 旅游行业：地方政府纷纷发放旅游消费券                |
| 08.12.08 | 旅游行业 2009 年投资展望：需求下降 首选低负债股       |
| 08.11.12 | 旅游行业：“十大措施 四万亿元投资”等重大政策出台对旅游行业的影响 |

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

## 调研目的

公司于4月13日召开投资者见面会。参加此次会议的公司高管有蒋建宁先生（CEO）、张立军先生（总裁）、刘广明先生（副总裁兼董事会秘书）、焦正军先生（副总裁兼财务部总经理）、袁浩先生（副总裁兼会展公司总经理）、高志权先生（总裁助理兼出境公司经理）、丁重阳先生（战略投资部总监兼证券事务代表）。

我们主要想了解公司最近发展战略及经营状况。

## 旅游主业“8+1”浮出水面

目前，公司旅游主业由八个业务板块（入境旅游、出境旅游、国内旅游、会奖旅游、旅游营销、电子商务、联盟旅游、旅游汽车）和一个“自由行事业部”组成。“8+1”均已建立起子公司或模拟法人公司形式的专业化运作架构。这是继旅游业务单团核算、公民旅游前后台分离之后，中青旅再度领先于行业的创新运作模式。专业化公司的运作模式有助于细分市场精准定位，有助于提升旅游服务水准，有助于业务单元责权利体系的明晰，对公司控股型旅游企业战略定位的实现具有十分重要的意义。

目前，“8+1”中只有“自由行事业部”和“联盟旅游”没有利润考核指标。

表 1：中青旅分子公司一览表

| 分子公司名称            | 业务类型 | 分类  | 专业化板块 | 控股比例    | 表决权比例   |
|-------------------|------|-----|-------|---------|---------|
| 中青旅国际旅游有限公司       | 旅行社类 | 子公司 | 入境旅游  | 40.00%  | 100.00% |
| 中青旅（北京）国际会议展览有限公司 | 旅行社类 | 子公司 | 会奖旅游  | 82.00%  | 82.00%  |
| 中青旅天津国际旅行社有限公司    | 旅行社类 | 子公司 |       | 100.00% | 100.00% |
| 广西中青旅旅行社有限公司      | 旅行社类 | 子公司 |       | 80.00%  | 100.00% |
| 中青旅江苏国际旅行社有限公司    | 旅行社类 | 子公司 |       | 51.00%  | 51.00%  |
| 浙江省中青国际旅行社有限公司    | 旅行社类 | 子公司 |       | 51.00%  | 51.00%  |
| 中青旅新疆国际旅行社有限责任公司  | 旅行社类 | 子公司 |       | 51.00%  | 51.00%  |
| 中青旅广州国际旅行社有限公司    | 旅行社类 | 子公司 |       | 60.00%  | 60.00%  |
| 中青旅上海国际旅行社有限公司    | 旅行社类 | 子公司 |       | 80.00%  | 100.00% |
| 山西省中国国际旅行社有限责任公司  | 旅行社类 | 子公司 |       |         |         |
| 中国青年旅行社（香港）有限公司   | 旅行社类 | 子公司 |       | 100.00% | 100.00% |
| 中青旅日本株式会社         | 旅行社类 | 子公司 |       |         |         |
| 中青旅加拿大国际旅游发展有限公司  | 旅行社类 | 子公司 |       |         |         |
| 深圳中青旅国际会议展览有限公司   | 旅行社类 | 子公司 | 会奖旅游  |         |         |
| 中青旅出境旅游公司         | 旅行社类 | 分公司 | 出境旅游  |         |         |
| 中青旅国内旅游公司         | 旅行社类 | 分公司 | 国内旅游  |         |         |
| 中青旅国际商务公司         | 旅行社类 | 分公司 |       |         |         |
| 遨游旅行网             | 旅行社类 | 分公司 | 电子商务  |         |         |

|                    |       |     |      |        |         |
|--------------------|-------|-----|------|--------|---------|
| 中青旅北京销售公司          | 旅行社类  | 分公司 | 旅游营销 |        |         |
| 中青旅联盟旅游公司          | 旅行社类  | 分公司 | 联盟旅游 |        |         |
| 中青旅控股股份有限公司旅游服务分公司 | 旅游相关类 | 分公司 | 旅游汽车 |        |         |
| 桂林帝苑酒店有限公司         | 旅游相关类 | 子公司 |      | 80.00% | 80.00%  |
| 中青旅山水酒店投资管理有限公司    | 旅游相关类 | 子公司 |      | 51.00% | 51.00%  |
| 桐乡市乌镇旅游开发有限公司      | 旅游相关类 | 子公司 |      | 60.00% | 60.00%  |
| 山西旅游发展有限公司         | 旅游相关类 | 子公司 |      | 59.00% | 59.00%  |
| 北京中青旅创格科技有限公司      | 高科技类  | 子公司 |      | 80.00% | 100.00% |
| 北京中青旅海天数码科技有限公司    | 高科技类  | 子公司 |      |        |         |
| 北京万家安全系统有限公司       | 高科技类  | 子公司 |      |        |         |
| 北京积水创格医疗科技有限公司     | 高科技类  | 子公司 |      |        |         |
| 北京中青旅风采科技有限公司      | 高科技类  | 子公司 |      | 82.00% | 100.00% |
| 浙江中青旅绿城投资置业有限公司    | 房地产类  | 子公司 |      | 51.00% | 51.00%  |

资料来源：公司网站及年报

注：交叉持股情况。截至2008年12月31日，北京中青旅创格科技有限公司持有广西中青旅旅行社有限公司20%的股权、中青旅上海国际旅行社有限公司20%的股权、北京中青旅风采科技有限公司18%的股权；广西中青旅旅行社有限公司持有北京中青旅创格科技有限公司20%的股权；中国青年旅行社（香港）有限公司持有中青旅国际旅游有限公司60%的股权。

### 2009年三大旅游市场整体将出现增长

2008年，由于上半年受到冰雪灾害、西藏事件、汶川大地震、洪灾等一系列突发事件，以及下半年受到全球金融危机等因素的影响，公司入境游接待量仅为53万人次，比上一年度减少15.9%。但是，公民旅游业务在2008年虽然也受到了自然灾害等诸多非常规事件的不利影响，但是仍保持了稳健发展的势头。例如，2008年，国内游接待量47万人次，比上一年度增长9.3%；出境游接待量35万人次，比上一年度增长29.6%。这充分说明我国居民生活水平大幅提高，旅游需求极其旺盛。

表2：中青旅2006年-2008年三大旅游市场游客接待量

|                | 2006年  | 2007年 | 2008年  |
|----------------|--------|-------|--------|
| 入境游人数(百万人次)    | 0.55   | 0.63  | 0.53   |
| 增长率            | 42.7%  | 14.5% | -15.9% |
| 出境游人数(百万人次)    | 0.19   | 0.27  | 0.35   |
| 增长率            | 54.0%  | 42.1% | 29.6%  |
| 国内游人数(百万人次)    | 0.28   | 0.43  | 0.47   |
| 增长率            | -26.2% | 53.6% | 9.3%   |
| 旅游接待人数合计(百万人次) | 1.02   | 1.33  | 1.35   |
| 增长率            | 14.8%  | 30.4% | 1.5%   |

资料来源：公司历年年报

在展望2009年三大旅游市场的发展前景时，公司管理层认为，入境游市场由于受金融危机影响比较大，所以市场需求将进一步下降；出境游市场前景不明朗，可能会略有上升；国内游市场由于没有汶川大地震那种级别的非常规事件的不利影响，今年将出现比较明显的增长。整体来说，2009年三大旅游市场将呈现增长势头。

## “百变自由行”在 2009 年有望成为公司新的增长点

为顺应散客化与自助化、休闲游与体验游发展趋势，公司在 2008 年以“二元组织”的战略与组织理念，成了专门的自由行业务部，大力培育自由行创新业务，以出境自由行为先发重点，同步培育国内自由行，自由行业务发端于传统团队业务的优势积累，辅之以富于变化的服务形态，便利丰富的地接资源，持之以恒的专业水准，更适应现代旅游者的心理需求，致力于为玩家提供既自由又安全的旅游体验，在半年期间就获得了迅速成长。2009 年以来，自由行业务继续保持良好的发展势头。

2008 年 11 月 20 日，中青旅在 2008 年中国国际旅游交易会上举办主题为“十年创新路 百变自由行”的新产品发布会。笔者受邀参加了此次大会。

首席执行官蒋建宁先生在此次大会上表示，在未来的 3 年至 5 年内，在经济形势不确定的情况下，旅游者将更加注重自助游、休闲游与体验游。在这种情况下，寻找自助旅游与组团旅游的结合点对企业来说至关重要。传统的旅游方式，安全但不够自由；以互联网为载体的“机票+酒店”预订服务，自由但不够安全。作为国内旅游企业的领军品牌，中青旅控股借鉴国外企业成功经验，推出全新业务单元“百变自由行”，以满足消费者所期望实现的“安全又自由的旅游体验”。

另有一点，值得投资人关注。目前，遨游网已经并入自由行业务部，作为自由行业务部的专业网站来运作。新版遨游网已于 2009 年 4 月 1 日正式启动。此外，公司电子商务总部已于 2008 年解散，其相关职能亦归属于自由行业务部。

## 会展公司伺机分拆上市

公司会奖旅游业务运作平台是中青旅（北京）国际会议展览有限公司。该公司下属三家子公司，深圳中青旅国际会议展览有限公司、中青旅（上海）国际会议展览有限公司、中青旅联科（北京）公关顾问有限公司（2007 年通过并购手段设立的）。

北京会展公司注册资本 2200 万元，年销售额 4.78 亿元，年税后利润 2491.92 万元，完全符合创业板的上市要求。其障碍主要来自于“上市公司分拆”的政策还没有出台。

我们发现，北京会展公司另外剩余的 18%的股权为管理层持股。可以这样说，北京会展公司分拆上市，可谓“万事具备，只欠政策东风”。

与传统旅行社业务相比，会奖旅游业务的优势是可以节省大量的销售费用，比如它不需要广告投放，不需要连锁店的销售终端。但是，传统旅行社的“类金融模式”（即占用客户资金）却是会奖旅游业务所不具备的，因为该业务的开展经常需要为客户垫资。这正是携程发展 MICE 业务艰难之所在，也是小旅行社开展此业务的一大障碍。

金融危机对公司的会奖旅游业务的影响比较明显。目前，公司客户结构中有 80%以上来自跨国公司。这些公司的各项预算均在削减。此外，会奖旅游业务具有明显的季节性特征，每年一季度是淡季，四季度是旺季，四季度的销售额一般占到全年的 40%，偶尔甚至高达 50%。

### 差旅管理业务还不是公司重点扶持的业务单元

中青旅国际商务分公司在 2008 年实现营业收入 1.66 亿，开始实现盈利。通过 2008 年的有效整合，在资源采购和差旅管理两大核心业务上的能力显著提高。2008 年，公司突破性地签约多家大型跨国企业集团的差旅业务，同时获得多家航空公司授予的最佳销售旅行社、优秀代理人荣誉，还荣获 21 世纪报业《商旅旅行》杂志颁发的 2008 年度最受商旅人士欢迎的旅行社称号。

为了应对金融危机的影响，各级政府部门及国有企业正在严控费用开支，国际商务分公司受此冲击比较大。

## 山水酒店暂缓扩张计划，最终结局可能被出售

高标经济型酒店项目是公司 2007 年定向增发的主要募投项目，计划在 3 年内新建 20 家中青旅山水酒店连锁店。截至 2008 年底，中青旅山水酒店家数已经扩张至 12 家（2008 年仅新开一家店）。公司管理层明确表示，山水酒店暂缓扩张计划，今后的出路或出售或自营。我们认为，山水酒店最终的结局可能是被出售。下面详细分析之。

表 3：中青旅山水酒店连锁店一览表

| 旗下酒店         | 地址                      | 客房数量（间） | 开业日期   |
|--------------|-------------------------|---------|--------|
| 山水时尚酒店（梅林店）  | 深圳市福田区上梅林中康路 25 号       | 104     | Jul-03 |
| 山水时尚酒店（华发店）  | 深圳市福田区华发北路一号            | 197     | Dec-04 |
| 山水时尚酒店（罗湖店）  | 深圳市罗湖区沿河南路 1098 号（昌湖大厦） | 195     | May-05 |
| 山水时尚酒店（肇庆店）  | 肇庆市西江北路 36 号山水时尚酒店      | 155     | Dec-06 |
| 山水时尚酒店（航天桥店） | 北京市海淀区阜成路 10 号          | 117     | Dec-06 |
| 山水时尚酒店（花都店）  | 广州花都区新街大道 50 号          | 83      | Jan-07 |
| 山水时尚酒店（黄埔店）  | 广州市黄埔区黄埔东路 727 号        | 231     | Oct-07 |
| 山水时尚酒店（东站店）  | 广州市天河区东路 1 号            | 160     | Oct-07 |
| 东莞设计师酒店      | 东莞市东城区东纵大道 189 号        | 126     | Dec-07 |
| 山水时尚酒店（芍药居店） | 北京朝阳区芍药居北里甲 207         | 94      | Dec-07 |
| 山水时尚酒店（坂田店）  | 深圳市龙岗区坂田坂雪岗大道山水时尚酒店     | 142     | Dec-07 |
| 山水时尚酒店（六里桥店） | 北京市丰台区太平桥路 44 号         | 164     | Jan-08 |
| 合计           |                         | 1768    |        |

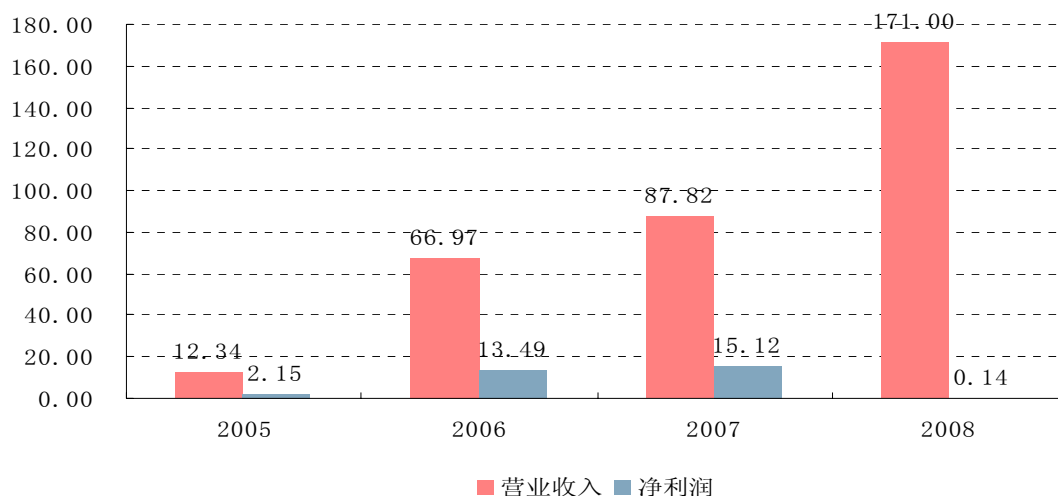
资料来源：公司网站

### 规模不经济的酒店管理公司

中青旅山水酒店投资管理有限公司注册资本 1 亿元，共管理 12 家酒店，1768 间客房。对于一个酒店管理公司来说，这样的规模不太经济，12 家酒店每年的管理费用需要 700 多万元。公司管理层目前决定暂缓扩张计划，这会加大酒店管理公司的业绩波动幅度，不利于对中央预订系统、财务结算系统、客户服务系统、员工培训系统的升级换代。2008 年，酒店管理公司的业绩大幅萎缩至 14 万元。

图 1：中青旅山水酒店投资管理有限公司历年营业收入及净利润

单位：百万元



资料来源：公司历年年报

### 我国经济型酒店行业的竞争格局已经初步形成

我国经济型酒店行业经过六年左右时间的高速发展，其竞争格局已经初步确立。国内六大品牌（如家、锦江之星、莫泰、7天、汉庭、格林豪泰）和国外两大品牌（速8、宜必思）开始浮出水面，它们已经在旅客心目中形成了一定程度的品牌影响力。业内其他参与者开始寻求其他的出路。例如，万好万家（600576）在北斗星和维也纳酒店的竞购中落败之后便完全丧失了斗志，开始寻求重组出路。我们认为，在竞争激烈的环境之中，如果企业不能做到“与狼共舞”，其结局可能就是“被狼给吃了”。

表 4：2007 年中国经济型饭店市场供应前十强企业

| 排名 | 企业                    | 品牌                         | 成立时间    | 已开业客房数 | 已开业饭店数 |
|----|-----------------------|----------------------------|---------|--------|--------|
| 1  | 上海如家酒店管理有限公司          | 如家酒店连锁                     | 2002.6  | 32718  | 266    |
| 2  | 锦江之星旅馆有限公司            | 锦江之星                       | 1996    | 26098  | 181    |
| 3  | 上海莫泰酒店管理有限公司          | 莫泰 168、莫泰 268、驿居、新概念酒店（QQ） | 2003.5  | 23278  | 120    |
| 4  | 7天酒店连锁集团              | 7天连锁酒店                     | 2005.3  | 12800  | 121    |
| 5  | 汉庭酒店集团                | 汉庭酒店、汉庭快捷                  | 2005    | 11520  | 96     |
| 6  | 格林豪泰酒店（上海）有限公司        | 格林豪泰酒店                     | 2004.11 | 9427   | 72     |
| 7  | 河南中州快捷酒店投资管理公司        | 中州快捷                       | 2004    | 6280   | 40     |
| 8  | 速伯艾特（北京）国际酒店有限公司      | 速8                         | 2004.9  | 6240   | 65     |
| 9  | 万里路国际青年酒店连锁管理（北京）有限公司 | 青年酒店、青年旅舍、红灯笼客栈            | 2002.12 | 4842   | 106    |
| 10 | 天津雅高酒店管理有限公司          | 宜必思                        |         | 2693   | 13     |

资料来源：《中国经济型饭店调查报告 2008》

## 乌镇旅游公司谋求境外上市

面对 2008 年包括雪灾、地震等因素对行业的不利影响，乌镇旅游各项业务仍取得了不同程度的增长。与上一年度相比，2008 年乌镇旅游公司游客接待量增长 26.0%、销售收入增长 52.6%、净利润增长 71.2%、门票收入 18.2%、酒店收入增长 60.8%。

乌镇东栅景区定位于观光旅游，目前已经相当成熟，成长空间不大。乌镇西栅景区定位于休闲度假旅游和高端会议接待，目前仍在开发之中。该景区 2008 年转固资产高达 63,112,105.67 元，年末尚余 96,704,120.36 元“在建工程”。

未来乌镇景区投资集中在三块。第一，在现有景区内投资，进一步优化资产结构。2009 年计划投资 1 亿元。第二，在东栅景区和西栅景区之间开辟一条旅游景观通道，实现一体化经营。第三，开发乌镇三期。历史上，乌镇有东栅、西栅、南栅、北栅，但是目前北栅已经没有了。乌镇三期的开发，实际上就是开发南栅。公司希望在政府的主导下做这件事情，希望政府能够先拿出规划。整体开发思路是将其做成古镇保护示范区，居民不外迁。

公司管理层希望乌镇旅游在今年能够引进国际战略投资者，其目的有三个：一是完善法人治理结构，二是实施激励计划，三是谋求境外上市。

表 5：桐乡市乌镇旅游开发有限公司 2006 年-2008 年经营情况

单位：百万元

|             | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 88.12  | 157.86 | 240.89 |
| 游客接待量（百万人次） | 1.59   | 2.00   | 2.52   |
| 门票收入        | 88.12  | 99.45  | 117.55 |
| 人均票价(元/人次)  | 55.42  | 49.73  | 46.65  |
| 酒店收入        |        | 36.37  | 58.49  |
| 客房数(间)      |        | 746    | 746    |
| 平均房价        |        | 360    | 380    |
| 平均出租率       |        | 32.21% | 56.37% |
| 其他收入        |        | 22.04  | 64.85  |
| 净利润         |        | 36.06  | 61.77  |

资料来源：公司历年年报、中信建投证券研究发展部

## 风采科技业绩贡献有增长，中青旅海天有可能分拆上市

2008 年，北京中青旅风采科技有限公司的西南三省（云、贵、川）电脑福利彩票业务稳定经营，三省全年电脑福利彩票销量为 46.8 亿元，同比增长 11.4%，风采科技实现营业收入 1.15 亿元，同比增长 1.8%，但是仅实现净利润 3093 万元，同比却下降了 46%。增收不增利的主要原因是随着国家对企业所得税政策的统一调整，

自 2008 年起公司不再享受高新技术企业的优惠税率，公司的所得税率由 7.5% 上升至 25%。

2008 年 6 月，北京中青旅创格科技有限公司以 4,355 万元的价格收购了深圳市创意港投资有限责任公司持有的北京中青旅风采科技有限公司 18% 的股权，使得公司对风采科技的表决权达到 100%。该资产 2008 年为公司贡献的净利润占利润总额的比例达到 0.85%。假设风采科技 2009 年的业绩与上一年度相同，18% 的股权将给公司带来新增税后利润 294 万元，增厚每股收益 0.007 元。当然，在福利彩票销量增加情况，18% 股权的业绩贡献率将更大。公司管理层预测，2009 年西南三省（云、贵、川）电脑福利彩票销售量将超过 50 亿元。

表 6：风采科技 2006 年-2008 年经营情况

单位：百万元

|       | 2006 年   | 2007 年   | 2008 年   |
|-------|----------|----------|----------|
| 营业收入  | 103.60   | 113.00   | 115.00   |
| 彩票销售额 | 3,700.00 | 4,200.00 | 4,680.00 |
| 佣金比例  | 2.8%     | 2.7%     | 2.5%     |
| 净利润   | 44.77    | 57.69    | 30.93    |

资料来源：公司历年年报、中信建投证券研究发展部

2008 年，中青旅创格实现营业收入 6.99 亿元，净利润 1068 万元，分别同比增长 67% 和 24%。中青旅创格业绩高速增长主要得益于控股子公司中青旅海天数码科技有限公司的高速发展。2008 年，中青旅海天的 H3C（华为 3COM）总代理业务发展迅速，该年度以销量、周转率、投资回报率等综合评价结果，荣获 2008 年度 H3C 优秀总代理奖；同时，以 CISCO、HP 产品为导向的集成业务，在数据通信领域经过几年的发展，在客户资源和厂商关系上均有了一定的积累，业务保持平稳发展。公司管理层透露，中青旅海天有可能分拆上市。

## 宁波慈溪项目之后，公司将退出房地产行业

2008 年，中青旅绿城的房地产业务整体平稳，在房地产市场整体低迷的情况下全年仍实现销售收入 6.92 亿元，净利润 8857 万元。2008 年，郑州绿城百合公寓、德清桂花城和德清西子百合公寓三个房地产项目实现销售面积 11.5 万平方米、销售额 6.96 亿元。这三个项目虽然销售面积和销售额有所下降，但是由于销售价格大幅上升，项目的盈利能力得以大幅提升，销售净利率提高了近 8 个百分点，净利润增长 77.7%。

表 7：中青旅绿城主要房地产项目介绍

| 项目名称     | 控股比例 | 开工时间        | 预计首期<br>竣工时间 | 预计全部<br>竣工时间 | 预计总投资额<br>(万元) | 预计可售面积<br>(万平米) |
|----------|------|-------------|--------------|--------------|----------------|-----------------|
| 德清桂花城    | 95%  | 2004 年 12 月 | 2007.12      | 2009.12      | 100,000        | 23.48           |
| 郑州绿城百合公寓 | 77%  | 2005 年 6 月  | 2007.04      | 2009.12      | 115,000        | 34.24           |
| 德清西子百合公寓 | 50%  | 2005 年 7 月  | 2007.12      | 2008.11      | 67,000         | 15.98           |
| 合计       |      |             |              |              | 282,000        | 73.70           |

资料来源：公司历年年报、中信建投证券研究发展部

表 8：中青旅绿城主要经营指标

|             | 2007 年 | 2008 年 | 剩余   |
|-------------|--------|--------|------|
| 销售面积(万平方米)  | 33     | 11.5   | 29.2 |
| 销售额(亿元)     | 15.74  | 6.96   |      |
| 平均售价(元/平米)  | 4770   | 6052   |      |
| 结算的营业收入(亿元) | 10.14  | 6.92   |      |
| 净利润(万元)     | 4985   | 8857   |      |
| 销售净利率       | 4.92%  | 12.80% |      |

资料来源：公司历年年报、中信建投证券研究发展部

2008 年，中青旅绿城取得慈溪二棉项目地块，现已支付土地订金 1 亿元。该项目至少分三期滚动开发，以减轻资金压力。中青旅绿城将密切关注市场变化，把控好项目开发、销售、拓展的节奏。公司管理层透露，宁波慈溪项目完成之后，公司将退出房地产行业。

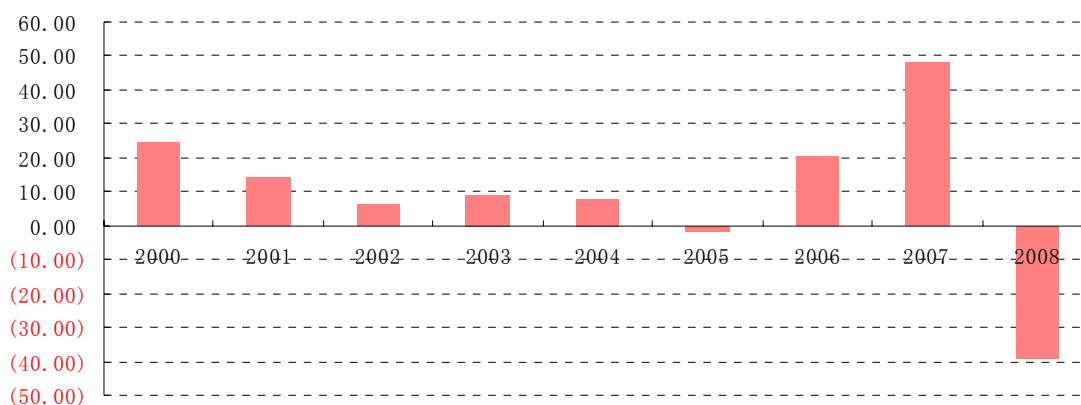
根据计划安排，房地产业务未来三年（2009 年-2011 年）对公司利润的贡献将不低于 2008 年。

## 可供出售金融资产将成为公司 09 年业绩的主要搅动因子

2008 年底，中青旅香港公司持有 2,805,424.00 股伊泰 B（900948 SH.），其公允价值低于账面投资成本 37,104,243.02 元，公司将其差额全部计提了可供出售金融资产减值准备 37,104,243.02 元。伊泰 B（900948 SH.）的股价从 2008 年 12 月 31 日的 2.465 美元暴涨至 2009 年 3 月 31 日的 4.764 美元，涨幅高达 93.27%。考虑到 2009 年一季度期间美元升值 0.16%，我们可以计算出，公司在 2009 年一季度将获得公允价值变动收益 44,147,766.30 元。与 2008 年度相比，可供出售金融资产 2009 年一季度将增厚公司每股收益 0.15 元。由于股市的剧烈波动，可供出售金融资产将成为公司 2009 年业绩的主要搅动因子。

图 2：中青旅香港公司 2000 年-2008 年净利润

单位：百万元



资料来源：公司历年年报

中青旅香港是公司海外扩张的平台，目前控股中青旅日本株式会社和中青旅加拿大国际旅游发展有限公司。2009 年，中青旅香港公司计划在港购置办公场所。由于受全球金融危机的影响，中青旅香港暂缓海外扩张计划，美国公司和欧洲公司的设立一并延迟。

---

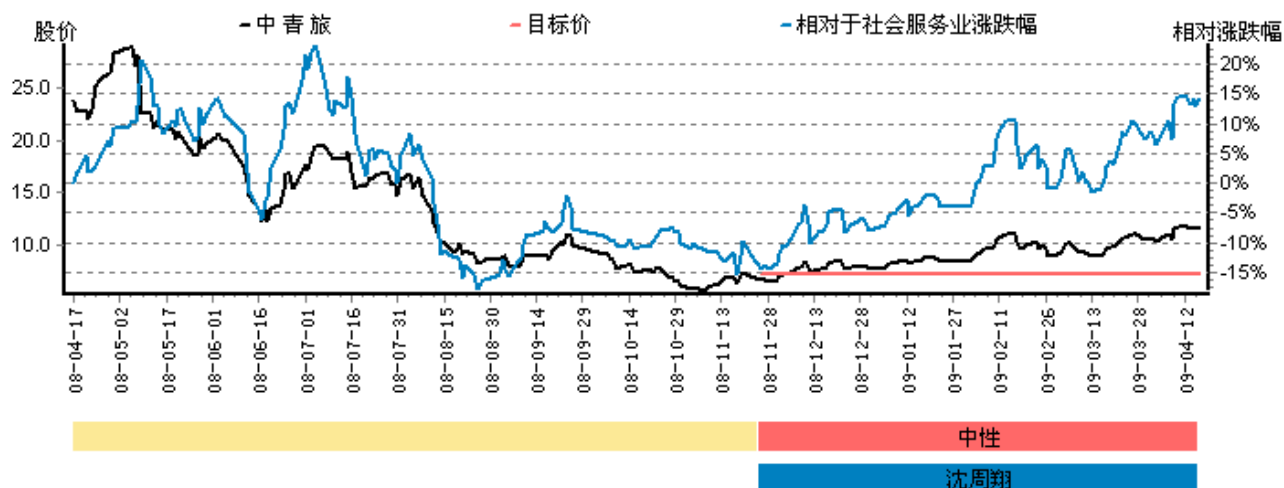
## 估值及投资建议

自由行事业部的设立以及“百变自由行”新产品的推出体现了公司一贯的“创新求变”的精神。旅行者消费习惯的改变正在汇聚成一股强大的力量，推动旅游行业的升级。我们认为，只有那些根据消费者的变化而修正公司发展战略，同时坚守理念的企业，才能在未来的竞争中不断发展壮大。我们认为，中青旅就是这样的企业。我们的业绩预测模型显示，公司 2009 年的每股收益为 0.47 元，市盈率不到 25 倍。再考虑到诸如山水酒店出售、乌镇旅游引入战略投资者、会展公司和中青旅海天分拆上市等“催化剂”因素，我们调升公司投资评级至“增持”。

## 报表预测

|                   | 2007A    | 2008A    | 2009F    | 增长率     | 2010F    | 增长率     | 2011F    | 增长率     |
|-------------------|----------|----------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| <b>利润表（百万元）</b>   |          |          |          |         |          |         |          |         |
| 营业收入              | 4,532.50 | 4,588.40 | 4,920.76 | 7.24%   | 5,547.40 | 12.73%  | 6,543.85 | 17.96%  |
| 营业成本              | 3,712.79 | 3,559.16 | 3,797.61 | 6.70%   | 4,294.24 | 13.08%  | 5,112.36 | 19.05%  |
| 营业费用              | 271.90   | 367.43   | 394.05   | 7.24%   | 444.23   | 12.73%  | 524.02   | 17.96%  |
| 管理费用              | 151.53   | 212.67   | 228.07   | 7.24%   | 257.12   | 12.73%  | 303.30   | 17.96%  |
| 财务费用              | 9.98     | 14.31    | 35.35    | 147.09% | 30.58    | -13.50% | 22.61    | -26.04% |
| 投资收益              | 53.13    | 0.39     | 0.39     | 0.00%   | 0.39     | 0.00%   | 0.39     | 0.00%   |
| 营业利润              | 300.00   | 297.23   | 399.49   | 34.41%  | 396.97   | -0.63%  | 434.89   | 9.55%   |
| 利润总额              | 306.47   | 309.34   | 399.49   | 29.14%  | 396.97   | -0.63%  | 434.89   | 9.55%   |
| 所得税               | 69.74    | 78.24    | 99.87    | 27.65%  | 99.24    | -0.63%  | 108.72   | 9.55%   |
| 净利润               | 236.73   | 231.10   | 299.62   | 29.65%  | 297.73   | -0.63%  | 326.16   | 9.55%   |
| 归属母公司所有者的净利润      |          |          |          | 50.51%  |          | -5.92%  |          | 8.97%   |
| 利润                | 162.72   | 130.06   | 195.75   |         | 184.17   |         | 200.70   |         |
| <b>资产负债表（百万元）</b> |          |          |          |         |          |         |          |         |
| 货币资金              | 397.32   | 336.51   | 360.88   | 7.24%   | 406.84   | 12.73%  | 479.92   | 17.96%  |
| 交易性金融资产           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A     |
| 应收帐款              | 324.14   | 346.73   | 371.85   | 7.24%   | 419.20   | 12.73%  | 494.50   | 17.96%  |
| 预付款项              | 242.62   | 306.62   | 374.90   | 22.27%  | 452.12   | 20.60%  | 544.04   | 20.33%  |
| 存货                | 891.83   | 858.75   | 916.28   | 6.70%   | 1,036.11 | 13.08%  | 1,233.50 | 19.05%  |
| 流动资产合计            | 2,022.27 | 2,001.30 | 2,187.67 | 9.31%   | 2,498.87 | 14.23%  | 2,969.73 | 18.84%  |
| 非流动资产             | 2,558.16 | 2,626.87 | 2,485.98 | -5.36%  | 2,342.19 | -5.78%  | 2,197.16 | -6.19%  |
| 资产总计              | 4,580.44 | 4,628.17 | 4,673.65 | 0.98%   | 4,841.06 | 3.58%   | 5,166.88 | 6.73%   |
| 短期借款              | 371.00   | 251.67   | 270.30   | 7.40%   | 104.35   | -61.39% | 24.75    | -76.28% |
| 应付帐款              | 386.62   | 412.76   | 434.38   | 5.24%   | 491.18   | 13.08%  | 584.76   | 19.05%  |
| 预收款项              | 471.01   | 439.93   | 439.93   | 0.00%   | 439.93   | 0.00%   | 439.93   | 0.00%   |
| 流动负债合计            | 1,782.01 | 1,695.33 | 1,465.10 | -13.58% | 1,371.63 | -6.38%  | 1,411.42 | 2.90%   |
| 非流动负债             | 381.85   | 369.45   | 369.45   | 0.00%   | 369.45   | 0.00%   | 369.45   | 0.00%   |
| 少数股东权益            | 544.28   | 605.36   | 709.23   | 17.16%  | 822.78   | 16.01%  | 948.25   | 15.25%  |
| 母公司股东权益           | 1,872.29 | 1,958.03 | 2,129.87 | 8.78%   | 2,277.20 | 6.92%   | 2,437.76 | 7.05%   |
| 净营运资本             | 240.26   | 305.97   | 722.56   | 136.15% | 1,127.24 | 56.01%  | 1,558.31 | 38.24%  |
| <b>现金流量表（百万元）</b> |          |          |          |         |          |         |          |         |
| 净利润               | 236.73   | 231.10   | 299.62   | 29.65%  | 297.73   | -0.63%  | 326.16   | 9.55%   |
| 折旧摊销              | 251.30   | 320.73   | 0.00     | N/A     | 143.79   | N/A     | 145.04   | 0.87%   |
| 净营运资金增加           | (63.45)  | 65.71    | 416.59   | 534.03% | 404.68   | -2.86%  | 431.06   | 6.52%   |
| 经营活动产生现金流         | 510.38   | 538.21   | 298.52   | -44.54% | 278.92   | -6.56%  | 215.04   | -22.91% |
| 投资活动产生现金流         | (153.07) | (283.70) | 44.49    | N/A     | 0.39     | -99.11% | 0.39     | 0.00%   |

附:



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 中信建投精神

### 我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉  
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界  
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断  
注重研究、沟通、推介能力的全面发展

## 关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构  
第一家与保险公司签约的证券研究机构  
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构  
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构  
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名  
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名  
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点  
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点  
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点  
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

## 作者简介

**沈周翔：**复旦大学理学硕士，十二年证券从业经验。2008 年，被今日投资、《中国证券报》、CCTV《中国证券》共同评选为“娱乐和媒体行业最佳分析师”。

## 地址

|                       |                        |
|-----------------------|------------------------|
| <b>北京 中信建投证券研究发展部</b> | <b>上海 中信建投证券研究发展部</b>  |
| 中国 北京 100010          | 中国 上海 200120           |
| 朝内大街 188 号 4 楼        | 世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室 |
| 电话：(8610) 8513-0588   | 电话：(8621) 6880-5588    |
| 传真：(8610) 6518-0322   | 传真：(8621) 6880-5010    |