

苏 平 86-755-82943252
 suping@cmschina.com.cn
 林周勇 86-755-82943201
 linzy@cmschina.com.cn

2009年12月25日

中青旅(600138.SH)/15.33 元

顺利完成新老交替，维持积极扩张战略

投资评级： 强烈推荐-A

评级调整： 维持

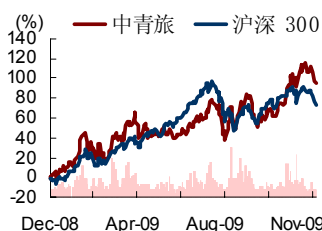
目标估值： 18 元

基础数据

总股本（万股）	41535
流通股本（万股）	33291
总市值（亿元）	60
流通市值（亿元）	48
52 周股价	7.6-16.1 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	35	78
相对表现	5	28	14



相关报告

在 12 月 21 日的股东会及董事会上，蒋建宁先生退出管理一线及公司董事会，改任公司首席顾问，张立军先生成为公司经营团队的核心。我们认为，管理层的新老交替不会改变公司既定的发展战略，继续看好公司的长期成长潜力。维持 09-11EPS 0.58、0.67、0.80 元的预测、强烈推荐评级及 18 元的目标价。

公司本次“两会”后，我们及部分机构投资者与蒋总、张总分别进行了交流。蒋总表示，他本人早已有意退出管理一线，公司内部对此也都有充分的准备。蒋总称自己今后仍是中青旅的人，会列席公司董事会、对公司的战略问题提出自己的建议，未来工作重点将会放在香港中青旅，不会高升、不会创业、不会去同业其他公司。张总也表示，公司对于新老交替早已充分的准备，未来仍将继续坚持品牌扩张战略。

本次调研主要内容整理如下：

□ 关于蒋建宁先生不再担任公司董事及 CEO 的问题

- 蒋总虽然不担任公司董事及 CEO，但仍将担任公司首席顾问，继续为公司的发展出谋划策；
- 此次蒋总职位的变动，是早已规划好的，也是蒋总多年来所期待的；
- 此次调整后，公司治理结构进一步的优化（此前公司同时设有 CEO 和总裁两个职位），有利于公司的持续稳定发展；
- 公司已经搭建了较为完备的管理体系，此次人事调整不会对公司的经营产生重大影响。

□ 关于公司后续发展战略和发展方向

- 公司未来发展战略和发展方向不会发生重大调整，即：未来仍将在现有的基础上，继续抓好“品牌建设”、“各部门之间的协同”、“掌控资源”；进而将中青旅打造成“国际知名的大型旅游资源运营商和批发商”。
- 在具体的业务中，在继续强化旅游主业的同时，加快两翼（景区和酒店）的发展，同时以策略性投资业务（房地产、彩票业务、IT 等）为必要的补充。

□ 公司的核心优势

- 公司已搭建较合理、较为有效的业务管理平台；各业务平台相对独立运作，激励合理、到位；
- 在业务模式上持续领先，特别是旅游主业方面，公司成功的实现了“前后台分离”，并通过“做宽前台、做深后台”，使公司运作进一步规范，从而树立了良好的口碑和市场形象。（做宽前台：解决诚信问题、成本问题；做深后台：大规模、标准化产品路线，采购和产品分开）

□ 关于景区业务的发展

- 公司一直认为：旅游业的竞争核心是旅游资源的竞争，旅游资源对中青旅未来的发展不可或缺。事实上，在投资乌镇之前，公司管理层已对全国景区进行全方位调研，且这种调研一直没有停止过。
- 乌镇景区建设获得成功，其中有一条很重要的经验值得后续发展作为借鉴，即：不仅要寻找合适的资源，同时要依托良好的管理团队。
- 围绕着公司的发展战略，公司将在景区方面继续加快发展。

□ 关于山水酒店

- 酒店业务是公司未来发展的两翼之一，中青旅山水酒店仍将是未来发展的重要单元；
- 山水酒店此前由于各种原因，发展速度略显缓慢，但目前正向好的方向转变，且公司也从中积累了宝贵的经验，同时吸取了教训，为后续的发展奠定了良好的基础；
- 未来山水酒店将稳健发展，重点发展华南及环渤海区域的市场；从产业发展的角度出发，将产品做好、做实，走效益发展道路。

□ 关于策略性投资

- 房地产业务将继续是策略性投资的重要组成部分，未来仍将持续发展；
- 彩票业务是公司利润的重要组成部分，目前发展良好；2011 年，云南省彩票业务合作期限到期，公司将尽力争取续签合同，但能否如愿，尚难定论；
- IT 方面仍将继续发展，但短期投资方面规模可能会缩小。

□ 关于世博会

- 公司关注世博会带来的机会，同时成立了“世博会领导小组”。
- 会展业务方面，公司更加注重与外资公司之间的沟通，切实把握客户的具体需求，从而有的放矢；乌镇景区也可能受世博会的正面影响，同时乌镇西栅 2010 年将新增约 400 间客房，但乌镇景区仍立足于长远的发展，不会因为世博会而在经营方面做重大调整。

□ 2010 年业务展望

- 2010 年，公司总体思想：抓市场、产品、服务、采购、市场协同。
- 从目前来看，国内旅游和出境旅游已恢复良好，入境游也在回复中；预计 2010 年：国内游和出境游有总体将比较乐观，特别是会奖旅游和自由行业务有望较快增长；入境游也将继续恢复，但全面恢复仍需假以时日；总体上看，旅游主业 2010 年将有望实现较快增长。
- 2010 年，地产业务和股票投资业务带来的利润水平可能不及 09 年。

我们认为，本次换届对公司属于正常的新老交替，公司仍将按照既定的战略持续发展，继续看好公司的长期价值和短期投资机会。我们对公司的主要判断如下：

- **董事会换届不会对公司发展产生负面影响。**公司对本次管理层的新老交替已经做好了充分的准备，前几年发展规划中就已经提出“队伍后继有人”，并在组织架构和人事上进行了相应的安排，新任总裁张立军先生在上一任董事会期间，便已担任公司总裁，在公司发展战略和发展思路方面，已与董事会及其他管理人员高度融合。

- **公司发展战略积极，各主要业务平台基础良好，后续的发展基础牢靠。**旅行社、会展业务、乌镇景区等旅游主业发展势头良好，管理架构合理、有效；策略性投资业务（地产、彩票业务等）盈利良好，可持续性得到加强。管理团队优秀、制度体系科学有效，为公司未来持续快速发展奠定良好的基础。
- **维持 09-11 EPS 0.58、0.67、0.80 元的预测，维持强烈推荐的投资评级，目标价 18 元。**随着旅游业的复苏，以及 2010 年乌镇将直接受益世博会，2010 年中青旅业绩仍有望较快增长，我们维持 09-11 EPS 0.58、0.67、0.80 元的预测，维持强烈推荐的投资评级，目标价 18 元，对应 09、10 PE 31、27 倍。

分析师简介

苏平，武汉城市建设学院景园建筑专业学士、北京大学人文地理专业硕士。目前为招商证券社会服务业分析师，8 年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区社会服务业第二名，07-09 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名，05、06 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名。率先发掘并持续推荐了华侨城等一批优质公司。

林周勇，硕士，07 年 3 月加入招商证券。07-09 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。