

# 中青旅(600138.SH) 综合旅游行业

评级：买入 维持评级

公司点评

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号: S1130208070237  
 (8621)61038317  
 maozhr@gjzq.com.cn

## 乌镇上市成关键，旅行社主业发展提速

### 事件

今年春节黄金周期间，乌镇接待游客约 12 万人次，较上年同期增长 15.38%，而收入增幅近 50%，节假日散客化趋势日益显著，人均消费持续攀升，呈现出良好的发展趋势。为此，我们近期再次走访乌镇，并结合此前对公司旅行社主业运营模式的重大调整，对中青旅 2011 年的发展态势整体形成以下几方面的观点：

### 评论

**2011 年乌镇接待游客规模下滑难扭转，盈利水平将有所下降：**尽管 2011 年春节黄金周乌镇整体表现优异，营业收入实现较大幅度的增长，但全年来看，由于乌镇 2010 年的经营充分受益于上海世博会的举行，尤其是下半年，全年接待游客人数预计在 570 万人次左右，在此前较高的基数水平上仍实现高达 75% 的增长。从游客增长的构成来看，参观完世博分流过来的团队游客成为增长的主要动力，这从东栅更高的增速就可见一斑(东栅历来以接待团队游客为主，前几年的增速均低于 07 年开业的西栅)。然而，从今年的发展态势来看，世博因素对乌镇经营的“拔苗助长”在今年无论如何是难以弥补的，游客下滑的情况难以扭转，尤其是团队游客的规模。我们预计，2011 年乌镇接待游客量将同比下降 14.56%，为 485 万人次，尤以东栅游客量下滑更为显著；而整体的盈利水平，由于在游客下降的同时，还要面临(酒店)入住率、平均单价下降以及成本上升的压力，因此，即使假设公司可能进行一定程度的“削峰填谷”，盈利水平还是会出现小幅下滑(见图表 1)。

**乌镇上市一事成关键，2、3 季度或见分晓：**2010 年 3 月，乌镇正式启动香港上市工作，而 2010 年经营业绩的优异表现也为乌镇上市奠定了坚实基础。然而，鉴于国内资产在香港 H 股上市需经过中国证监会审核通过，而目前正处于 2010 年报审计阶段(中青旅年报披露预计在 4 月 23 日)，乌镇上市也需进一步补充材料，因此，乌镇上市一事需要在 2-3 季度方见分晓。中青旅股价在去年 6 月乌镇正式对外宣布香港上市后一直表现低迷，在相当程度上受到乌镇上市进程的影响。我们认为，乌镇无论上市成功与否，都将对中青旅估值产生正面影响。乌镇如若香港上市成功，打通直接融资渠道，自身将获得更好的发展，而短期盈利也将获得当地政府补贴的进一步支持；若上市不成功，中青旅则保留一块盈利能力最强的资产股权比例不稀释，市场对这部分资产的较高估值也将整体抬升中青旅的估值水平。而且，鉴于国内创业板分拆政策已颁布，如若乌镇能回归 A 股上市，则无论在估值层面，还是在市场效应上，对中青旅的影响将更为正面。因此，我们判断，中青旅股价很可能出现，实现香港上市“小涨”、上市不成功“中涨”、回归 A 股上市“大涨”的情况。

**统一前后台，延伸渠道，旅行社主业发展提速：**公司从上市之初的收购各地青旅，到中期的各个业务板块进行事业部管理，再到如今的统一产品设计、资源采购(后台)，统一品牌形象、市场推广，形成以遨游网、实体门店(直营或代理销售产品)为复合销售渠道的全新运营模式，在自由行、出境游、会奖等重点业务上实现垂直管理，前后台同步运行。我们认为，公司在旅游服务主业经营模式上的积极进取将进一步增强公司的核心竞争力，在稳定主业盈利能力的情况下实现主业的快速发展。

### 投资建议

根据此次调研的情况，我们调整了对公司 2010~2012 年每股盈利预测，分别为 0.664 元、0.625 元和 0.735 元。尽管世博效应减退将对公司今年乌镇等旅游业务盈利产生负面影响，而慈溪房地产项目的结算则将在一定程度上弥补盈利的大幅下滑。公司股价对应市盈率分别为 21.59 倍、24.14 倍和 20.53 倍，处在旅游板块估值区间的最低端，我们继续维持对公司“买入”的投资评级，而乌镇上市一事明朗化将成为股价上涨的重要催化剂。

**图表1：中青旅乌镇项目分析、预测(2004-2015F)**

| (千元)                   | 2004          | 2005          | 2006          | 2007           | 2008           | 2009H          | 2009           | 2010H          | 2010Q3         | 2010F          | 2011F          | 2012F          | 2013F          | 2014F          | 2015F          |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>旅游销售·门票及导游</b>      | <b>53,930</b> | <b>57,170</b> | <b>62,810</b> | <b>103,793</b> | <b>119,720</b> | <b>73,360</b>  | <b>162,490</b> | <b>112,250</b> | <b>210,500</b> | <b>286,240</b> | <b>243,830</b> | <b>269,187</b> | <b>292,010</b> | <b>313,957</b> | <b>334,530</b> |
| 增长                     |               | 6.01%         | 9.87%         | 65.25%         | 15.35%         |                | 35.73%         | 53.01%         |                | 76.16%         | -14.82%        | 10.40%         | 8.48%          | 7.52%          | 6.55%          |
| <b>接待游客(千人次)</b>       | <b>1,373</b>  | <b>1,481</b>  | <b>1,590</b>  | <b>2,180</b>   | <b>2,510</b>   | <b>1,509</b>   | <b>3,240</b>   | <b>2,200</b>   | <b>4,330</b>   | <b>5,680</b>   | <b>4,853</b>   | <b>5,310</b>   | <b>5,725</b>   | <b>6,117</b>   | <b>6,474</b>   |
| 增长                     |               | 7.88%         | 7.39%         | 37.11%         | 15.14%         | 37.00%         | 29.08%         | 45.79%         |                | 75.31%         | -14.56%        | 9.43%          | 7.81%          | 6.83%          | 5.85%          |
| <b>导游收入</b>            |               |               |               | <b>1,880</b>   | <b>2,180</b>   | <b>1,200</b>   | <b>2,300</b>   | <b>1,700</b>   |                | <b>3,500</b>   | <b>2,850</b>   | <b>2,900</b>   | <b>3,000</b>   | <b>3,100</b>   | <b>3,200</b>   |
| <b>东栅</b>              | <b>53,930</b> | <b>57,170</b> | <b>62,810</b> | <b>78,838</b>  | <b>81,690</b>  | <b>46,945</b>  | <b>100,015</b> | <b>69,300</b>  | <b>133,200</b> | <b>176,095</b> | <b>144,376</b> | <b>156,648</b> | <b>167,614</b> | <b>177,671</b> | <b>186,554</b> |
| 接待游客(千人次)              | 1,372.5       | 1,480.6       | 1,590.0       | 1,855.0        | 1,960.0        | 1,145.0        | 2,410.0        | 1,650.0        | 3,330.0        | 4,295.0        | 3,564.9        | 3,867.9        | 4,138.6        | 4,386.9        | 4,606.3        |
| 增长                     |               | 7.88%         | 7.39%         | 16.67%         | 4.30%          | 30.00%         | 15.50%         | 44.10%         |                | 78.22%         | -17.00%        | 8.50%          | 7.00%          | 6.00%          | 5.00%          |
| <b>ARPU(元/人次)</b>      | <b>40.0</b>   | <b>38.6</b>   | <b>39.5</b>   | <b>42.5</b>    | <b>41.7</b>    | <b>41.0</b>    | <b>41.5</b>    | <b>42.0</b>    | <b>40.0</b>    | <b>41.0</b>    | <b>40.5</b>    | <b>40.5</b>    | <b>40.5</b>    | <b>40.5</b>    | <b>40.5</b>    |
| <b>西栅</b>              |               |               |               | <b>23,075</b>  | <b>35,850</b>  | <b>25,215</b>  | <b>60,175</b>  | <b>41,250</b>  | <b>77,300</b>  | <b>106,645</b> | <b>96,604</b>  | <b>109,639</b> | <b>121,396</b> | <b>133,187</b> | <b>144,776</b> |
| 接待游客(千人次)              |               |               |               | 325.0          | 550.0          | 364.0          | 830.0          | 550.0          | 1,000.0        | 1,385.0        | 1,288.1        | 1,442.6        | 1,586.9        | 1,729.7        | 1,868.1        |
| 增长                     |               |               |               |                | 60.00%         | 66.00%         | 38.00%         | 51.10%         | 43.50%         | 66.87%         | -7.00%         | 12.00%         | 10.00%         | 9.00%          | 8.00%          |
| <b>ARPU(元/人次)</b>      |               |               |               | <b>71.0</b>    | <b>65.2</b>    | <b>69.3</b>    | <b>72.5</b>    | <b>75.0</b>    | <b>77.3</b>    | <b>77.0</b>    | <b>75.0</b>    | <b>76.0</b>    | <b>76.5</b>    | <b>77.0</b>    | <b>77.5</b>    |
| <b>酒店管理中心</b>          |               |               |               | <b>40,162</b>  | <b>58,988</b>  | <b>37,980</b>  | <b>79,678</b>  | <b>62,640</b>  | <b>98,393</b>  | <b>143,800</b> | <b>132,628</b> | <b>160,026</b> | <b>170,165</b> | <b>181,073</b> | <b>191,895</b> |
| <b>住宿收入</b>            |               |               |               | <b>26,562</b>  | <b>37,728</b>  | <b>24,503</b>  | <b>51,076</b>  | <b>39,150</b>  | <b>60,393</b>  | <b>89,317</b>  | <b>85,018</b>  | <b>100,645</b> | <b>106,353</b> | <b>112,467</b> | <b>118,454</b> |
| 会所-锦堂、盛庭、恒益堂           |               |               |               | 5,655          | 6,481          | 3,577          | 7,705          | 5,451          | 8,791          | 14,288         | 11,721         | 12,701         | 13,390         | 14,304         | 15,997         |
| 年均客房数                  |               |               |               | 84             | 84             | 84             | 84             | 84             | 84             | 84             | 84             | 84             | 84             | 84             | 84             |
| 平均房价                   |               |               |               | 1100           | 893            | 910            | 910            | 1030           | 1020           | 1050           | 1020           | 1050           | 1080           | 1100           | 1150           |
| 入住率                    |               |               |               | 17%            | 24%            | 26%            | 28%            | 35%            | 38%            | 45%            | 38%            | 40%            | 41%            | 43%            | 46%            |
| <b>通安客栈</b>            |               |               |               | 7,668          | 12,092         | 7,529          | 15,522         | 10,466         | 15,484         | 21,104         | 16,440         | 16,440         | 16,908         | 17,383         | 17,864         |
| 年均客房数                  |               |               |               | 124            | 150            | 177            | 177            | 177            | 177            | 177            | 177            | 177            | 177            | 177            | 177            |
| 平均房价                   |               |               |               | 409            | 417            | 422            | 420            | 450            | 450            | 460            | 430            | 430            | 435            | 440            | 445            |
| 入住率                    |               |               |               | 42%            | 54%            | 56%            | 58%            | 73%            | 72%            | 72%            | 60%            | 60%            | 61%            | 62%            | 63%            |
| <b>民宿、枕河人家、昭明书社</b>    |               |               |               | 10,674         | 16,976         | 12,450         | 25,895         | 21,263         | 33,161         | 47,880         | 54,121         | 68,625         | 73,103         | 77,757         | 81,497         |
| 年均客房数                  |               |               |               | 288            | 325            | 375            | 390            | 450            | 460            | 500            | 720            | 920            | 950            | 980            | 980            |
| 平均房价                   |               |               |               | 355            | 339            | 348            | 348            | 350            | 356            | 350            | 360            | 370            | 375            | 380            | 385            |
| 入住率                    |               |               |               | 29%            | 43%            | 53%            | 53%            | 75%            | 75%            | 76%            | 58%            | 56%            | 57%            | 58%            | 60%            |
| <b>子夜大酒店、望佛客栈、青年旅社</b> |               |               |               | 2,565          | 2,179          | 947            | 1,953          | 1,971          | 2,957          | 6,044          | 2,736          | 2,880          | 2,952          | 3,024          | 3,096          |
| 年均客房数                  |               |               |               | 87             | 97             | 97             | 100            | 100            | 100            | 100            | 100            | 100            | 100            | 100            | 100            |
| 平均房价                   |               |               |               | 210            | 195            | 155            | 155            | 150            | 150            | 230            | 200            | 200            | 200            | 200            | 200            |
| 入住率                    |               |               |               | 39%            | 32%            | 35%            | 35%            | 73%            | 73%            | 73%            | 38%            | 40%            | 41%            | 42%            | 43%            |
| <b>餐饮收入</b>            |               |               |               | <b>13,600</b>  | <b>21,260</b>  | <b>13,477</b>  | <b>28,602</b>  | <b>23,490</b>  | <b>38,000</b>  | <b>54,483</b>  | <b>47,610</b>  | <b>59,381</b>  | <b>63,812</b>  | <b>68,605</b>  | <b>73,441</b>  |
| 增长                     |               |               |               |                | 56.32%         |                | 34.54%         | 74.30%         |                | 90.48%         | -12.62%        | 24.72%         | 7.46%          | 7.51%          | 7.05%          |
| 对住宿收入比例                |               |               |               | 51.20%         | 56.35%         | 55.00%         | 56.00%         | 60%            | 63%            | 61%            | 56%            | 59%            | 60%            | 61%            | 62%            |
| <b>景区管理公司</b>          |               |               |               | <b>14,540</b>  | <b>18,720</b>  | <b>8,566</b>   | <b>22,761</b>  | <b>13,917</b>  | <b>25,100</b>  | <b>35,816</b>  | <b>33,277</b>  | <b>37,288</b>  | <b>41,293</b>  | <b>45,318</b>  | <b>49,285</b>  |
| 其中：游船                  |               |               |               | 6,800          | 8,000          | 3,018          | 10,433         | 7,260          | 14,100         | 21,016         | 16,257         | 18,056         | 19,753         | 21,408         | 22,984         |
| 增长                     |               |               |               |                | 17.65%         | 10.00%         | 30.41%         | 140.56%        | 70.00%         | 101.44%        | -22.64%        | 11.06%         | 9.40%          | 8.38%          | 7.36%          |
| <b>ARPU(元/人次)</b>      |               |               |               | 3.12           | 3.19           | 2.00           | 3.22           | 3.30           | 3.50           | 3.70           | 3.35           | 3.40           | 3.45           | 3.50           | 3.55           |
| <b>租金、影视拍摄、停车场、自营店</b> |               |               |               | 7,740          | 10,720         | 5,548          | 12,328         | 6,657          | 11,000         | 14,800         | 17,020         | 19,233         | 21,541         | 23,910         | 26,301         |
| 增长                     |               |               |               |                | 38.50%         | 15.00%         | 15.00%         | 20%            |                | 20%            | 15%            | 13%            | 12%            | 11%            | 10%            |
| <b>经营公司-商铺</b>         |               |               |               | <b>5,530</b>   | <b>6,750</b>   | <b>3,713</b>   | <b>7,425</b>   | <b>4,195</b>   | <b>18,000</b>  | <b>22,500</b>  | <b>24,750</b>  | <b>27,225</b>  | <b>29,948</b>  | <b>32,942</b>  | <b>36,236</b>  |
| 增长                     |               |               |               |                | 22.06%         |                | 10.00%         | 13.00%         |                | 203.03%        | 10.00%         | 10.00%         | 10.00%         | 10.00%         | 10.00%         |
| <b>房产部及其他</b>          | <b>1,010</b>  |               |               |                | <b>36,770</b>  | <b>11,250</b>  | <b>22,500</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>银杏小区</b>            |               |               |               |                | 10,520         | 3,000          | 6,000          |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 其中：住宅                  |               |               |               |                |                | 1,100          | 2,200          |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 销售面积(平米)               |               |               |               |                |                | 1,000          | 2,000          |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 商铺-银杏小区                |               |               |               |                |                | 1,900          | 3,800          |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 销售面积(平米)               |               |               |               |                |                | 1,000          | 2,000          |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 商铺-新林家铺子               |               |               |               |                | 26,250         | 8,250          | 16,500         |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 销售(元/平米)               |               |               |               |                | 6,000          | 5,500          | 5,500          |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 销售面积(平米)               |               |               |               |                | 5,000          | 1,500          | 3,000          |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>景区经营收入</b>          | <b>54,940</b> | <b>57,170</b> | <b>62,810</b> | <b>164,025</b> | <b>240,948</b> | <b>138,000</b> | <b>303,599</b> | <b>193,003</b> | <b>351,993</b> | <b>488,356</b> | <b>434,485</b> | <b>493,726</b> | <b>533,415</b> | <b>573,290</b> | <b>611,946</b> |
| 营业成本                   | 17,350        | 13,970        | 11,110        | 21,183         | 38,100         | 18,970         | 56,224         | 31,845         | 51,039         | 74,230         | 73,862         | 82,452         | 88,014         | 92,873         | 97,911         |
| <b>综合毛利率</b>           | <b>68.42%</b> | <b>75.56%</b> | <b>82.31%</b> | <b>87.09%</b>  | <b>84.19%</b>  | <b>86.25%</b>  | <b>81.48%</b>  | <b>83.50%</b>  | <b>85.50%</b>  | <b>84.80%</b>  | <b>83.00%</b>  | <b>83.30%</b>  | <b>83.50%</b>  | <b>83.80%</b>  | <b>84.00%</b>  |
| 营业税金及附加                |               |               |               | 9,513          | 10,288         | 6,210          | 13,055         | 7,720          | 14,080         | 19,534         | 17,379         | 19,749         | 21,337         | 22,932         | 24,478         |
| 营业税金及附加比率              |               |               |               | 5.80%          | 4.27%          | 4.50%          | 4.30%          | 4.00%          | 4.00%          | 4.00%          | 4.00%          | 4.00%          | 4.00%          | 4.00%          | 4.00%          |
| <b>主营业务利润</b>          | <b>37,590</b> | <b>43,200</b> | <b>51,700</b> | <b>133,329</b> | <b>192,559</b> | <b>112,820</b> | <b>234,320</b> | <b>153,437</b> | <b>286,874</b> | <b>394,592</b> | <b>343,243</b> | <b>391,525</b> | <b>424,065</b> | <b>457,486</b> | <b>489,557</b> |
| 营业、管理费用                |               |               |               | 79,100         | 99,870         | 50,769         | 107,319        | 65,978         | 111,881        | 169,674        | 144,162        | 164,440        | 177,259        | 190,314        | 202,187        |
| 营业管理费率                 | 27,280        | 30,510        | 49,160        | 48.22%         | 41.45%         | 45.00%         | 45.80%         | 43.00%         | 39.00%         | 43.00%         | 42.00%         | 42.00%         | 41.80%         | 41.60%         | 41.30%         |
| 财务费用                   |               |               |               | 8,610          | 21,720         | 7,000          | 13,000         | 5,000          | 7,000          | 9,500          | 3,500          | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 费用比率                   | 49.65%        | 53.37%        | 78.27%        |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>营业利润</b>            | <b>10,310</b> | <b>12,690</b> | <b>2,540</b>  | <b>45,619</b>  | <b>70,969</b>  | <b>55,051</b>  | <b>114,002</b> | <b>82,459</b>  | <b>167,993</b> | <b>215,417</b> | <b>195,581</b> | <b>227,084</b> | <b>246,806</b> | <b>267,172</b> | <b>287,370</b> |
| 补贴收入                   | 25,650        |               |               | 5,500          | 11,540         | -8,978         | 11,825         | 16,000         | 16,000         | 16,000         | 19,500         | 19,000         | 20,000         | 21,000         | 22,000         |
| <b>利润总额</b>            | <b>35,960</b> | <b>12,690</b> | <b>2,540</b>  | <b>51,119</b>  | <b>82,509</b>  | <b>64,029</b>  | <b>125,827</b> | <b>98,459</b>  | <b>183,993</b> | <b>231,417</b> | <b>215,081</b> | <b>246,084</b> | <b>266,806</b> | <b>288,172</b> | <b>309,370</b> |
| 所得税                    |               |               |               | 16,869         | 20,670         | 16,039         | 31,520         | 24,664         | 46,090         | 57,970         | 53,878         | 61,644         | 66,835         | 72,187         | 77,497         |
| 所得税率                   |               |               |               | 33.00%         | 25.05%         | 25.05%         | 25.05%         | 25.05%         | 25.05%         | 25.05%         | 25.05%         | 25.05%         | 25.05%         | 25.05%         | 25.05%         |
| <b>净利润</b>             | <b>35,960</b> | <b>12,690</b> | <b>2,540</b>  | <b>34,249</b>  | <b>61,839</b>  | <b>47,990</b>  | <b>94,307</b>  | <b>73,795</b>  | <b>137,903</b> | <b>173,447</b> | <b>161,203</b> | <b>184,440</b> | <b>199,971</b> | <b>215,985</b> | <b>231,873</b> |
| 增长                     |               | -64.71%       | -79.98%       | 1248.40%       | 80.56%         | 40.12%         | 52.50%         | 53.77%         |                | 83.92%         | -7.06%         | 14.41%         | 8.42%          | 8.01%          | 7.36%          |
| 净利润率                   | 65.45%        | 22.20%        | 4.04%         | 20.88%         | 25.67%         | 34.78%         | 31.06%         | 38.24%         | 39.18%         | 35.52%         | 37.10%         | 37.36%         | 37.49%         | 37.67%         | 37.89%         |
| <b>中青旅权益</b>           |               |               |               | <b>20,550</b>  | <b>37,104</b>  | <b>28,794</b>  | <b>52,416</b>  | <b>37,636</b>  | <b>70,330</b>  | <b>88,458</b>  | <b>82,214</b>  | <b>94,065</b>  | <b>101,985</b> | <b>110,152</b> | <b>118,255</b> |
| 投资回报率                  |               |               |               | 5.79%          | 10.45%         | 8.11%          | 14.76%         | 10.60%         | 19.81%         | 24.92%         | 23.16%         | 26.50%         | 28.73%         | 31.03%         | 33.31%         |

来源：国金证券研究所

**图表 2：中青旅盈利预测详表(2004-2012F)**

| 单位：百万元               | 2004           | 2005           | 2006           | 2007           | 2008           | 2009           | 2010F          | 2011F          | 2012F          |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业总收入</b>         | <b>1,744.9</b> | <b>2,307.5</b> | <b>2,897.4</b> | <b>4,532.5</b> | <b>4,588.4</b> | <b>6,190.9</b> | <b>6,061.1</b> | <b>7,007.5</b> | <b>7,766.5</b> |
| 旅游服务                 | 1,597.7        | 2,028.6        | 2,442.3        | 2,694.0        | 2,630.9        | 2,318.6        | 2,898.2        | 3,333.0        | 3,732.9        |
| 企业会展服务业              |                |                |                |                |                | 528.8          | 793.3          | 987.6          | 1,170.3        |
| 酒店业                  | 35.0           | 62.2           | 104.3          | 130.1          | 198.0          | 200.2          | 256.9          | 245.8          | 261.2          |
| 景区经营                 |                |                |                | 157.9          | 240.9          | 303.6          | 488.4          | 434.5          | 493.7          |
| 房地产销售                |                |                |                | 1,013.7        | 691.8          | 1,815.6        | 525.0          | 902.4          | 1,012.8        |
| 产品销售与技术服务            | 112.1          | 229.1          | 319.2          | 499.2          | 779.5          | 973.5          | 1,046.8        | 1,050.8        | 1,040.0        |
| 房屋租金                 |                |                |                | 37.6           | 47.3           | 50.9           | 52.5           | 53.5           | 55.6           |
| <b>营业总成本</b>         |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>营业成本</b>          | <b>1,568.9</b> | <b>2,041.7</b> | <b>2,496.8</b> | <b>3,712.8</b> | <b>3,559.2</b> | <b>4,712.0</b> | <b>4,711.7</b> | <b>5,566.7</b> | <b>6,159.2</b> |
| 旅游服务                 | 1,450.9        | 1,838.6        | 2,250.6        | 2,451.5        | 2,366.1        | 2,127.4        | 2,651.9        | 3,048.0        | 3,411.9        |
| 企业会展服务业              |                |                |                |                |                | 464.9          | 698.1          | 870.1          | 1,032.2        |
| 酒店业                  | 17.9           | 23.8           | 26.5           | 31.6           | 51.3           | 62.7           | 68.1           | 66.9           | 69.7           |
| 景区经营                 |                |                |                | 20.4           | 38.2           | 56.2           | 74.2           | 73.9           | 82.5           |
| 房地产销售                |                |                |                | 820.7          | 454.7          | 1,201.5        | 333.4          | 597.4          | 633.0          |
| 产品销售与技术服务            | 100.1          | 184.0          | 200.1          | 360.7          | 625.3          | 788.7          | 856.4          | 880.0          | 898.9          |
| 房屋租金                 |                |                |                | 27.8           | 23.6           | 29.2           | 29.7           | 30.5           | 31.0           |
| <b>毛利率</b>           | <b>10.09%</b>  | <b>11.52%</b>  | <b>13.82%</b>  | <b>18.09%</b>  | <b>22.43%</b>  | <b>23.89%</b>  | <b>22.26%</b>  | <b>20.56%</b>  | <b>20.69%</b>  |
| 旅游服务                 | 9.19%          | 9.36%          | 7.85%          | 9.00%          | 10.07%         | 8.25%          | 8.50%          | 8.55%          | 8.60%          |
| 企业会展服务业              |                |                |                |                |                | 12.08%         | 12.00%         | 11.90%         | 11.80%         |
| 酒店业                  | 48.88%         | 61.69%         | 74.56%         | 75.70%         | 74.09%         | 68.70%         | 73.50%         | 72.80%         | 73.30%         |
| 景区经营                 |                |                |                | 87.09%         | 84.16%         | 81.48%         | 84.80%         | 83.00%         | 83.30%         |
| 房地产销售                |                |                |                | 19.04%         | 34.27%         | 33.82%         | 36.50%         | 33.80%         | 37.50%         |
| 产品销售与技术服务            | 10.72%         | 19.69%         | 37.32%         | 27.75%         | 19.78%         | 18.98%         | 18.19%         | 16.26%         | 13.57%         |
| 房屋租金                 |                |                |                | 25.95%         | 50.23%         | 42.52%         | 43.45%         | 42.92%         | 44.20%         |
| 营业税金及附加              | 10.0           | 15.3           | 23.9           | 114.8          | 103.1          | 201.9          | 142.4          | 164.7          | 194.2          |
| 主营业务税金及附加            | 0.57%          | 0.66%          | 0.82%          | 2.53%          | 2.25%          | 3.26%          | 2.35%          | 2.35%          | 2.50%          |
| <b>主营业务利润</b>        | <b>166.0</b>   | <b>250.5</b>   | <b>376.6</b>   | <b>704.9</b>   | <b>926.1</b>   | <b>1,277.0</b> | <b>1,206.9</b> | <b>1,276.2</b> | <b>1,413.1</b> |
| 其他业务利润               | 0.0            | 0.0            | 0.0            |                |                |                |                |                |                |
| 销售费用                 | 70.4           | 95.5           | 168.2          | 271.9          | 367.4          | 418.2          | 430.3          | 497.5          | 535.9          |
| 销售费用率                | 4.04%          | 4.14%          | 5.81%          | 6.00%          | 8.01%          | 6.75%          | 7.10%          | 7.10%          | 6.90%          |
| 管理费用                 | 82.1           | 110.1          | 115.5          | 151.5          | 212.7          | 246.5          | 260.6          | 297.8          | 318.4          |
| 管理费用率                | 4.70%          | 4.77%          | 3.99%          | 3.34%          | 4.63%          | 3.98%          | 4.30%          | 4.25%          | 4.10%          |
| 财务费用                 | 2.5            | 0.3            | 6.2            | 10.0           | 14.3           | 14.0           | 10.0           | 13.0           | 16.0           |
| 资产减值准备               |                |                | 2.9            | 24.7           | 34.9           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>其他经营收益</b>        |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 投资净收益                | 47.6           | 1.5            | 38.3           | 53.1           | 0.4            | 53.7           | 28.0           | 23.0           | 26.8           |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益   |                |                | (18.7)         | (3.6)          | 0.3            | (4.4)          |                |                |                |
| <b>营业利润</b>          | <b>77.7</b>    | <b>67.6</b>    | <b>122.1</b>   | <b>300.0</b>   | <b>297.2</b>   | <b>628.1</b>   | <b>534.0</b>   | <b>490.8</b>   | <b>569.6</b>   |
| 营业外收支净额              | 0.5            | 1.7            | (0.8)          | 6.5            | 12.1           | 9.1            | 15.0           | 18.0           | 20.0           |
| <b>利润总额</b>          | <b>78.2</b>    | <b>69.3</b>    | <b>121.3</b>   | <b>306.5</b>   | <b>309.3</b>   | <b>637.2</b>   | <b>549.0</b>   | <b>508.8</b>   | <b>589.6</b>   |
| 所得税                  | 9.4            | 16.5           | 16.9           | 69.7           | 78.2           | 176.3          | 137.2          | 127.2          | 147.4          |
| 实际所得税率               | 12.06%         | 23.81%         | 13.95%         | 22.75%         | 25.29%         | 27.68%         | 25.0%          | 25.0%          | 25.0%          |
| <b>净利润</b>           | <b>68.7</b>    | <b>52.8</b>    | <b>104.4</b>   | <b>236.7</b>   | <b>231.1</b>   | <b>460.8</b>   | <b>411.7</b>   | <b>381.6</b>   | <b>442.2</b>   |
| 减：少数股东损益             | (3.5)          | (9.6)          | 6.8            | 74.0           | 101.0          | 208.2          | 135.9          | 122.1          | 137.1          |
| 少数股东损益比例             | -5.15%         | -18.21%        | 6.52%          | 31.26%         | 43.72%         | 45.18%         | 33.00%         | 32.00%         | 31.00%         |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>72.2</b>    | <b>61.7</b>    | <b>97.6</b>    | <b>162.7</b>   | <b>130.1</b>   | <b>252.6</b>   | <b>275.9</b>   | <b>259.5</b>   | <b>305.1</b>   |
| 增长                   | 122.03%        | -14.46%        | 58.11%         | 66.72%         | -20.07%        | 94.23%         | 9.20%          | -5.93%         | 17.58%         |
| 净利润率                 | 4.14%          | 2.68%          | 3.37%          | 3.59%          | 2.83%          | 4.08%          | 4.55%          | 3.70%          | 3.93%          |
| <b>每股收益</b>          | <b>0.174</b>   | <b>0.149</b>   | <b>0.235</b>   | <b>0.392</b>   | <b>0.313</b>   | <b>0.608</b>   | <b>0.664</b>   | <b>0.625</b>   | <b>0.735</b>   |

来源：国金证券研究所

**历史推荐和目标定价(人民币)**

|   | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价           |
|---|------------|----|-------|---------------|
| 1 | 2009-07-17 | 买入 | 11.79 | 13.34 ~ 14.45 |
| 2 | 2009-07-29 | 买入 | 12.06 | 13.50 ~ 15.00 |
| 3 | 2010-01-18 | 买入 | 17.76 | 21.60 ~ 23.50 |
| 4 | 2010-03-28 | 买入 | 17.36 | N/A           |
| 5 | 2010-06-04 | 买入 | 15.50 | 18.00 ~ 19.00 |
| 6 | 2010-07-20 | 买入 | 16.28 | 18.00 ~ 19.00 |
| 7 | 2010-08-15 | 买入 | 17.21 | 18.50 ~ 20.00 |
| 8 | 2010-10-26 | 买入 | 16.34 | 18.00 ~ 20.00 |

来源：国金证券研究所


**投资评级的说明:**

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 921 室