

## 中青旅 (600138): 主业架构清晰 品牌影响力继续扩大 增持 (维持)

### 酒店旅游行业

当前股价: 30.47 元

报告日期: 2008 年 3 月 21 日

#### 主要财务指标 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	2866	4532	5453	5976
(+/-)	24.2%	58.2%	20.3%	9.6%
营业利润	122	3001	403	513
(+/-)	80.5%	145.7%	34.4%	27.3%
归属于母公司的净利润	98	163	233	297
(+/-)	58.1%	66.7%	43.3%	27.3%
每股收益 (元)	0.34	0.52	0.73	0.93
市盈率 (倍)	92	60	43	33

#### 公司基本情况 (2007 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	31950/25609
流通市值 (亿元)	99
每股净资产 (元)	5.86
资产负债率 (%)	47.27

#### 股价表现 (最近一年)



#### 天相消费品组

联系人—张丽华

010-66045569 zhanglh@txsec.com

联系人—施剑刚

服务热线 010-66045555

- 2007 年年报显示, 公司全年共实现营业收入 45.3 亿元, 同比增长 56.43%; 营业利润 3.00 亿元, 同比增长 145.68%; 归属于上市公司股东的净利润为 1.63 亿元, 同比增长 66.72%; 每股收益 0.52 元, 略低于我们前期预期的 0.54 元; 分配预案为: 每 10 股转增 3 股。
- 营业收入大幅增长的主要原因是: 1)、浙江中青旅绿城投资置业有限公司本期交付商品房确认销售收入 10.14 亿元; 2) 合并范围增加了桐乡市乌镇旅游开发有限公司, 乌镇景区 2007 年实现收入 1.58 亿元; 3) 北京中青旅创格科技有限公司科技产品代理业务的收入大幅增加, 产品销售与技术服务收入达到 4.99 亿。景区、房地产的毛利率较高使得公司净利润增幅超过收入增幅。
- 旅行社业务稳定发展: 2007 年该业务实现收入 26.94 亿元、同比增加 9.33%, 利润率达到 9%, 在行业内处于领先水平。2007 年全年组织接待游客 (不含单项服务) 人数达到 133 万人次, 其中入境游客 63 万人次, 国内游客 43 万人次, 出境游客 (含港澳) 27 万人次, 同比增长分别为 30.39%、14.54%、53.57%、42.11%。55% 的收入来源于北京市场, 该市场的收入同比增长 5.75%。国内其它地区旅游服务收入、境外旅游服务收入同比增长 12.17%、45.87%, 对收入贡献作用增大。公司提出“以中国旅行社行业第一品牌为目标, 未来不断强化旅行社业务在旅游主业中的核心地位”。2008 年作为奥运会服务接商, 公司的入境旅游、会展旅游有望取得较好的经营业绩, 公司整旅游服务整体可得到全面提升, 品牌知名度进一步扩大, 为未来发展奠定较好的基础。
- “景区”+“经济型酒店”两翼渐丰: 乌镇景区发展潜力巨大: 2007 年公司出资 3.55 亿元增资乌镇旅游景区, 景区全年实现营业收入 1.58 亿元, 实现净利润 3606 万元。东西栅景区接待游客首次突破 200 万人次。景区的品牌已逐步建立, 竞争优势开始显现。我们预测乌镇景区“休闲”+“观光”的经营模式未来将受到市场更大的认可, 景区潜力巨大。山水酒店夯实基础, 等待突破: 2007 年中青旅山水酒店全年实现营业收入 8782 万元, 实现净利润 1512 万元。目前, 中青旅山水开业酒店 12 家, 拥有客房数达 1768 间。我们预期山水酒店 08 年的扩张之路将有所放缓, 在基础得到夯实后, 扩张之势有望持续。

- **旅游相关战略投资业务进入平稳收获期：**2007 年福利彩票业务平稳经营，彩票销量为 42 亿元，实现营业收入 1.13 亿元，净利润 5769 万元。中青旅绿城的房地产进入结算期，全年确认销售收入 10.14 亿元，实现净利润 4985 万元。中青旅大厦物业经营情况良好，2007 年全年实现物业出租收入 3425 万元。除公司自用部分外，出租率已超过 85%。我们预期公司福利彩票业务、中青旅大厦收入趋于平稳，而绿城房地产业务在 2008 年结算比例相较 07 年将进一步增大。
- **盈利预测与评级：**公司以旅行社业务为主干，以景区、酒店等旅游相关业为两翼的旅游主业架构已经形成。我们预测 2008 年各项旅游主业将取得全面发展，其中入境旅游、会展旅游及北京地区的 3 家经济型酒店将直接受益奥运会的召开，而乌镇景区将进入跨越式发展阶段。由于房地产分成比例与我们之前预测有所不同，我们调整公司 08 年、09 年的盈利预测分别为 0.73 元，0.93 元。考虑到公司良好的发展前景，及奥运会对公司业绩产生的良好影响，我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**1) 旅游行业的系统性风险；2) 黄金周改革可能对公司的旅行社业务产生不利影响；3) 国家对房地产的宏观调控政策可能影响公司房地产收入。

图表 中青旅盈利预测（万元）

报告期间	2006A	2007A	2008E	2009E
一、营业收入	286,581	453,250	545,286	597,640
减：营业成本	247,718	371,279	441,876	479,993
毛利率	13.56%	18.09%	18.96%	19.69%
营业税金及附加	2,318	11,477	13,807	15,133
资产减值损失	286	2,465	0	0
销售费用	16,824	27,190	35,347	36,761
销售费用率	5.87%	6.00%	6.48%	6.15%
管理费用	11,553	15,153	15,911	16,388
管理费用率	4.03%	3.34%	2.92%	2.74%
财务费用	616	998	1,038	1,059
财务费用率	0.22%	0.22%	0.19%	0.18%
费用合计	28,993	43,341	52,296	54,208
费用率	10.12%	9.56%	9.59%	9.07%
投资净收益	3,830	5,313	3,000	3,000
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
二、营业利润	12,211	30,000	40,307	51,306
营业利润率	4.26%	6.62%	7.39%	8.58%
加：营业外收入	189	815	0	0
减：营业外支出	266	168	0	0
其中：非流动资产处置净损失	0	29	0	0
三、利润总额	12,133	30,647	40,307	51,306
减：所得税费用	1,693	6,974	7,255	9,235
四、净利润	10,440	23,673	33,051	42,071
净利润率	3.64%	5.22%	6.06%	7.04%
归属母公司所有者的净利润	9,760	16,272	23,318	29,681
少数股东权益	680	7,401	9,734	12,390
EPS(全面摊薄/元)	0.34	0.52	0.73	0.93

资料来源：天相投资顾问有限公司

## 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，任何人不得以进行任何形式传送、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：100032
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：100034
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：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014