

旅游综合III

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

6-12个月目标价: 12.00元

当前股价: 9.65元

评级调整: 下调

基本资料

上证综合指数	2224.71
总股本(百万)	415
流通股本(百万)	333
流通市值(亿)	32
EPS (TTM)	0.30
每股净资产(元)	5.82
资产负债率	47.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中青旅	15.99	72.63	-34.58
上证综合指数	16.79	27.29	-14.62



相关报告

- 《会展和乌镇业务将成为09年业绩支撑》 2008.11.27
- 《证券投资收益大幅降低成业绩最大拖累 会展及乌镇表现依旧出色》 2008.10.27
- 《业绩基本符合预期 会展及景区业务表现抢眼》 2008.8.15
- 《地产收益推动净利润增长 奥运影响需从长计议》 2008.4.28

中青旅

600138

推荐

09年业务经营面临一定考验 乌镇景区增长可期成为亮点

投资要点:

- 证券投资收益锐减、策略投资利润贡献减速是08年公司业绩预期出现较大幅下滑的首要原因。08年前三季度，公司以证券投资为主的投资收益仅为1036万元，同比减少78%。我们预计08年全年投资收益只有约1200万元。07年投资收益占利润总额比重高达17%。07年风采高科贡献权益利润4731万元，同比增长29%，占当期净利润总额的29%；08年风采高科贡献的权益利润与07年大致相当。07年中青旅绿城确认销售收入10亿元，为公司贡献权益利润2542万元，占公司当期净利润的16%。由于房市调整，08年三个房地产项目结算进程大大低于预期，我们预计08年确认的地产销售收入仅能与07年持平达10亿元，主要来源于此前年度销售收入在本年度的确认。
- 会展业务和乌镇景区是公司08年业务经营的两大亮点，逐渐夯实了旅游主业的盈利能力。受益于北京奥运，公司的会展业务08年实现净利润将同比增长50%以上达到3000余万元。乌镇景区由于地处经济发达的长三角地区，区位优势非常明显。“会议休闲”的西栅和“传统观光”的东栅相结合成就了优于其他古镇的抗经济风险能力。随着内容物的丰富，08年西栅酒店客房入住率已达50%左右。08年乌镇景区实现净利润同比增长约一倍达7000万元左右。会展业务和乌镇景区使得公司旅游主业盈利能力不强的形象逐渐得到改观，虽然现在还不能算是公司盈利的支柱，但这两块业务还处于成长期，潜力巨大。
- 09年是公司经营再度面临考验的一年，乌镇景区预期仍可成为亮点。随着金融危机影响深入，公司各主营业务都将继续面临一定压力。以招牌业务——旅行社业务来讲，作为旅行社盈利主力的入境游08年同比下滑近两成，短期内尚无法走出低谷。公司目前将精力放在国内游和自由行上，但这两块业务短期内无法带来明显的盈利促进。至于着力发展的会展业务，由于08年“奥运效应”使该业务的盈利迅速拉高，因此09年可能面临短期回调风险，幅度在两三成左右。风采科技的福利彩票业务也逐渐进入稳定期，而且经济走弱也可能影响到大家购买彩票的积极性。09年中青旅绿城的三个房地产项目将进入现房销售状态，房市调整周期具有一定的不确定性。从我们的分析可以看出，上述业务09年的盈利贡献将有所下滑至多保持平稳。唯有乌镇景区我们仍旧相对看好。随着西栅商铺的招商工作逐步展开，内容物越来越丰富也将继续提升景区对长三角地区企业和居民的吸引力。此外，香港中青旅09年证券投资业务有望比08年表现稍好。
- 从我们此前11月27日调研简报“强烈推荐”到现在，公司股价已上涨接近50%，结合09年基本面的判断，我们调低评级至“推荐”。我们预测中青旅2008-2010年EPS分别为0.32、0.35、0.48元。给予公司未来6-10个月目标价12.00元，调低投资评级至“推荐”。

主要财务指标

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	4532	4799	4722	5934
同比(%)	56%	6%	-2%	26%
归属母公司净利润(百万元)	163	133	147	199
同比(%)	67%	-18%	11%	35%
毛利率(%)	18.1%	18.7%	20.6%	22.0%
ROE(%)	8.7%	6.6%	7.0%	8.7%
每股收益(元)	0.39	0.32	0.35	0.48
P/E	21.52	26.33	23.78	17.56
P/B	1.87	1.74	1.65	1.54
EV/EBITDA	10	12	10	8

资料来源: 中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

关键假设:

假设 2008-2010 年公司的旅行社业务收入分别同比增长 2%、2%、10%;

08-10 年中青旅山水开业酒店数分别为 12、19、25 家;

风采高科业务收入 08-10 年分别同比增长 3%、0、10%;

乌镇旅游营业收入 08-10 年保持年均 40% 的增长;

中青旅绿城 08-10 年结算收入分别为 10 亿元、6 亿元、12 亿元;

中青旅大厦业务收入 08-10 年分别同比增长 30%、10%、10%;

各公司所得税率维持现有水平。

表 1: 中青旅各主营业务增长预测

主营业务类别	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入 (百万元)				
旅游服务	2694	2748	2803	3083
酒店业	130	182	237	296
科技	499	599	719	863
景区	158	221	309	433
房地产	1014	1000	600	1200
房屋租金	38	49	54	59
合计:	4532	4799	4722	5934
主营成本 (百万元)				
旅游服务	2452	2514	2565	2821
酒店业	32	47	64	78
科技	361	461	546	647
景区	20	33	46	65
房地产	821	810	486	972
房屋租金	28	38	41	45
合计:	3713	3904	3749	4629

资料来源: 中投证券研究所

表 2: 中青旅盈利预测

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	4532	4799	4722	5934
营业成本	3713	3904	3749	4629
营业税金及附加	115	144	142	220
销售费用	272	322	349	421
管理费用	152	192	203	267
财务费用	10	24	25	28
资产减值损失	25	2	2	2
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	53	12	15	15
营业利润	300	224	267	382

加：营业外收入	8	15	3	3
减：营业外支出	2	2	2	2
利润总额	306	237	268	383
所得税费用	70	57	67	100
净利润	237	180	201	284
减：少数股东损益	74	47	54	84
归属于母公司所有者的净利润	163	133	147	199
每股收益（元）	0.52	0.32	0.35	0.48

注释：2008 年 5 月 9 日公司实施向全体股东每 10 股转增 3 股的股本转增方案

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	2022	2089	2014	2537	营业收入	4532	4799	4722	5934
现金	397	412	393	508	营业成本	3713	3904	3749	4629
应收账款	324	423	398	482	营业税金及附加	115	144	142	220
其它应收款	166	153	145	196	营业费用	272	322	349	421
预付账款	243	157	172	234	管理费用	152	192	203	267
存货	892	941	903	1114	财务费用	10	24	25	28
其他	0	4	3	3	资产减值损失	25	2	2	2
非流动资产	2558	2751	3114	3468	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	23	23	23	23	投资净收益	53	12	15	15
固定资产	1293	1598	1844	2045	营业利润	300	224	267	382
无形资产	522	715	857	996	营业外收入	8	15	3	3
其他	721	416	391	405	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	4580	4841	5128	6004	利润总额	306	237	268	383
流动负债	1782	1707	1916	2545	所得税	70	57	67	100
短期借款	371	250	391	821	净利润	237	180	201	284
应付账款	387	379	366	461	少数股东损益	74	47	54	84
其他	1024	1078	1159	1263	归属母公司净利润	163	133	147	199
非流动负债	382	532	452	452	EBITDA	408	346	410	551
长期借款	327	477	397	397	EPS（元）	0.52	0.32	0.35	0.48
其他	55	55	55	55	主要财务比率				
负债合计	2164	2239	2368	2997	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	544	592	645	730	成长能力				
股本	320	415	415	415	营业收入	56.4%	5.9%	-1.6%	25.7%
资本公积	1046	950	950	950	营业利润	145.7	-25.3%	19.0%	43.3%
留存收益	517	650	756	920	归属于母公司净利润	66.7%	-18.3%	10.7%	35.4%
归属母公司股东权益	1872	2012	2117	2280	获利能力				
负债和股东权益	4580	4841	5128	6004	毛利率	18.1%	18.7%	20.6%	22.0%
现金流量表					净利率	3.6%	2.8%	3.1%	3.4%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	8.7%	6.6%	7.0%	8.7%
经营活动现金流	673	306	437	250	ROIC	9.2%	6.4%	6.9%	8.2%
净利润	237	180	201	284	偿债能力				
折旧摊销	98	98	118	141	资产负债率	47.2%	46.3%	46.2%	49.9%
财务费用	10	24	25	28	净负债比率	42.87	40.78%	42.43	47.68%
投资损失	-53	-12	-15	-15	流动比率	1.13	1.22	1.05	1.00
营运资金变动	356	48	103	-206	速动比率	0.63	0.67	0.58	0.56
其它	26	-32	6	18	营运能力				
投资活动现金流	-431	-255	-481	-496	总资产周转率	1.14	1.02	0.95	1.07
资本支出	454	300	300	300	应收账款周转率	14	12	11	13
长期投资	38	-240	40	53	应付账款周转率	12.07	10.20	10.07	11.20
其他	61	-195	-141	-142	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-63	-37	25	361	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.32	0.35	0.48
短期借款	1	-121	141	430	每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	0.74	1.05	0.60
长期借款	152	150	-80	0	每股净资产(最新摊薄)	4.51	4.84	5.10	5.49
普通股增加	53	96	0	0	估值比率				
资本公积增加	441	-96	0	0	P/E	21.52	26.33	23.78	17.56
其他	-709	-65	-36	-69	P/B	1.87	1.74	1.65	1.54
现金净增加额	178	15	-19	115	EV/EBITDA	10	12	10	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年《新财富》社会服务业第五名。

主要研究覆盖公司: 中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434