

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

2009年3月23日

中青旅(600138.SH)/10.65元

业绩低点已过，长期投资价值显现

可选消费·旅游

目标估值：11.7-12.2元

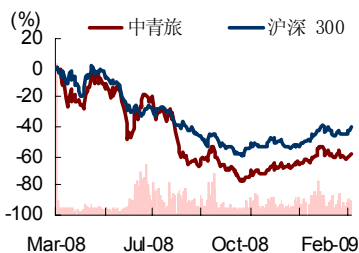
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2266
总股本(万股)	41535
已上市流通股(万股)	33291
总市值(亿元)	40
流通市值(亿元)	32
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	8.2
资产负债率	44.6%
主要股东	中国青年旅行社总社
主要股东持股比例	16.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	15	-51
相对表现	-2	0	-12



相关报告

08EPS 0.31 元，超过我们 0.26 元的预期，主要在于房地产利润超出预期。09 年预计总体经营利润与 08 年相当，但 08 年发生的 3700 万股票投资损失可能不会发生，因此，09 年业绩将比 08 年有所增长，我们预计 09-11 EPS 0.38、0.45、0.53 元。业绩低点已过，长期投资价值显现，短期维持“审慎推荐”的投资评级。

- **08 年净利润 1.3 亿，下降 20%，EPS 0.31 元。**公司 08 年实现收入 45.9 亿，增长 1.2%，实现营业利润 3.0 亿元，同比下降 0.9%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.3 亿元，同比下降 20.1%，EPS 0.31 元。业绩超出我们预期，主要在于：地产净利润超出我们预期 2761 万元。
- **分业务情况：（1）收入方面：**传统旅游服务收入 21.5 亿元，下降 12%；会展业务收入 4.8 亿元，增长 94%；乌镇收入 2.4 亿元，增长 53%；山水酒店收入 2.0 亿元，增长 52%；房地产收入 6.9 亿元，下降 32%；中青旅大厦租金收入 4734 万元，增长 26%；**（2）权益利润方面：**乌镇 3704 万元，增长 71%；物业出租 2378 万元，增长 144%；创格 1068 万元，增长 24%；风采科技 2815 万元，下降 41%（主要缘于所得税率从 15%调为 25%）；房地产 4517 万元，增长 78%；会展业务 3149 万元，增长 57%。
- **09 年经营业务利润与 08 年基本相当：**公司提出：09 年收入力争不低于 08 年，管理费用努力控制在 08 年的水平以内。结合 08 年情况及目前经济形势，我们认为：09 年经营利润达到 08 年水平是可以实现的。考虑到 08 年股票投资亏损 3700 万元在 09 年可能不会发生，因此，09 年盈利状况将好于 08 年。
- **上调盈利预测，维持“审慎推荐”投资评级：**我们将 09EPS 由 0.35 上调至 0.38 元，预计 09-11EPS 分别为 0.38、0.45、0.53 元；公司业绩低点已过，长期投资价值显现。若按 2.5 倍的行业 PB 估值，合理价 11.7 元；若按分业务估值，合理价 12.2 元。综合评估，股票的合理价值期间为 11.7-12.2 元，短期维持审慎推荐投资评级。

□ **风险提示：**金融危机对会展业务的影响需观察，地产业务短期不确定性较大。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	4532	4588	4954	5318	5379
同比增长	56%	1%	8%	7%	1%
营业利润(百万元)	300	297	342	397	451
同比增长	146%	-1%	15%	16%	13%
净利润(百万元)	163	130	159	187	221
同比增长	67%	-20%	22%	18%	18%
每股收益(元)	0.51	0.31	0.38	0.45	0.53
PE	19.2	31.3	25.6	21.7	18.4
PB	1.7	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：招商证券

1、净利润 1.3 亿，下降 20%，EPS 0.31 元

公司 08 年实现收入 45.9 亿，增长 1.2%，实现营业利润 3.0 亿元，同比下降 0.9%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.3 亿元，同比下降 20.1%，EPS 0.31 元。

公司净利润超出我们的预期约 2200 万元，主要缘于我们之前对房地产业务的谨慎预期：我们之前预期房地产业务贡献权益利润 1756 万元，而年报的结果为 4517 万元，比我们预期高出 2761 万元。

本报告期公司董事会拟定每 10 股派发现金股利 1.2 元（含税）。

表1：公司08年总体经营情况

单位：百万元	2008	2007	同比变动	变动幅度
一、营业总收入	4588	4533	56	1.2%
二、营业总成本	4292	4286	6	0.1%
营业成本	3559	3713	(154)	-4.1%
营业税金及附加	103	115	(12)	-10.2%
销售费用	367	272	96	35.1%
管理费用	213	152	61	40.3%
财务费用	14	10	4	43.4%
资产减值损失	35	25	10	41.5%
三、投资净收益	0	53	(53)	-99.3%
其中：对联营企业和合营企业的				
投资收益	0	(4)	4	-109.6%
四、营业利润	297	300	(3)	-0.9%
五、利润总额	309	306	3	0.9%
减：所得税	78	70	9	12.2%
六、净利润	231	237	(6)	-2.4%
减：少数股东损益	101	74	27	36.5%
归属于母公司所有者的净利润	130	163	(33)	-20.1%
七、每股收益	0.31	0.52	-0.21	-39.8%

资料来源：公司年报

2、乌镇、会展增势良好，传统旅行社等业务受影响较大

08 年各业务收入情况：传统旅游服务收入 21.5 亿元，下降 12%；会展业务收入 4.8 亿元，增长 94%；乌镇收入 2.4 亿元，增长 53%；山水酒店收入 2.0 亿元，增长 52%；房地产收入 6.9 亿元，下降 32%；中青旅大厦租金收入 4734 万元，增长 26%。

08 年各业务贡献权益利润：乌镇 3704 万元，增长 71%；物业出租 2378 万元，增长 144%；创格 1068 万元，增长 24%；风采科技 2815 万元，下降 41%（主要缘于所得税率从 15%调为 25%）；房地产 4517 万元，增长 78%；会展业务 3149 万，增长 57%；传统旅行社、酒店及总部行政部门合计亏损约 900 万元，07 年为亏损约 2300 万元；股票投资损失 3700 万元，07 年为盈利 5313 万元。

（1）旅游服务业务

公司 2008 年实现旅游服务收入 26.31 亿元,较 2007 年下降-2.3%,平均毛利率 10.07%,较 2007 年提高 1.07 个百分点;全年组织接待游客(不含单项服务)人数达到 135 万人次,其中入境游客 53 万人次,国内游客 47 万人次,出境游客(含港澳)35 万人次。

其中,会展旅游实现营业收入 4.78 亿元,净利润 3149 万元,比 2007 年分别增长 93.6%、56.9%;奥运会期间,成功承接了可口可乐、中国移动等知名集团客户规模达数万人的奥运接待活动,巩固了专业领先地位。

（2）乌镇

08 年乌镇旅游共接待游客 252 万人次,实现销售收入 2.41 亿元,净利润 6173 万元,分别较 2007 年增长 52.6%、71.2%。门票收入 11755 万元,酒店收入 5849 万元,分别比 2007 年增长 18.2%、60.8%。

商务会议业务势头良好:08 年,乌镇西栅相继接待了包括麦肯锡大型年会、中法文化遗产保护论坛、茅盾文学奖颁奖典礼在内的数十项重要大型会议,获得了各方的一致好评。

（3）房地产业务

08 年,中青旅绿城实现销售收入 6.92 亿元,净利润 8857 万元。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累计销售面积已达 44.5 万平方米,累计销售额 22.7 亿元。此外,慈溪二棉项目地块,现已支付土地订金 1 亿元。

（4）中青旅大厦

中青旅大厦 08 年实现出租收入 4630 万元,较 2007 年增长 35.2%,目前出租率稳定在 95%左右。

（5）创格及风采科技

中青旅创格是华为 3COM 总代理,同时兼营 CISCO、HP 等产品,08 年获 H3C 优秀总代理奖。全年实现营业收入 6.99 亿元,净利润 1068 万元,分别同比增长 67%和 24%。

风采科技 08 年彩票销量为 46.8 亿元,实现营业收入 1.15 亿元。由于自 08 年起不再享受高新技术企业的优惠税率,净利润较 07 年下滑 46%,为 3093 万元。

（6）山水酒店

目前中青旅山水共拥有客房数 1811 间,08 年实现营业收入 1.71 亿元,其中客房收入 1.25 亿元,物业出租收入 4552 万元。经营业绩低于年初预期,由于经济环境变化较大,山水酒店拓展步伐将放缓。08 年桂林帝苑酒店收入 2700 万元。

表2：公司主要业务收入情况

单位：万元	2008 年	2007 年	同比变动	变动幅度
酒店	19805	13005	6799	52.3%
乌镇	24089	15786	8303	52.6%
物业出租	4734	3760	974	25.9%
创格、风采	77947	49924	28023	56.1%
房地产	69177	101370	(32193)	-31.8%
会展业务	47800	24690	23110	93.6%
传统旅游服务	215300	244714	(29414)	-12.0%
合计	458840	453250	5590	1.2%

资料来源：招商证券

表3：公司主要业务毛利率情况

毛利率情况	2007 年	2008 年	同比变动（百分点）
酒店	75.7%	74.1%	(1.6)
乌镇	87.1%	84.2%	(2.9)
物业出租	26.0%	50.2%	24.3
创格、风采	27.8%	21.0%	(6.8)
房地产	19.0%	34.3%	15.2
会展业务	12.0%	13.0%	1.0
传统旅游服务	8.7%	9.4%	0.7
合计	18.1%	22.4%	4.3

资料来源：招商证券

表4：公司权益利润来源及构成

单位：万元	2008 年	2007 年	同比变动	变动幅度
乌镇	3704	2164	1540	71.2%
物业出租	2378	976	1402	143.7%
创格	1068	861	207	24.0%
风采科技	2815	4731	-1916	-40.5%
房地产	4517	2542	1975	77.7%
会展业务	3149	2007	1142	56.9%
股票投资收益	-3710	5313	-9023	-169.8%
传统旅行社、酒店等	-914	-2321	1407	-60.6%
合计	13006	16272	-3266	-20.1%

资料来源：招商证券

3、09 年业务展望

（1）09 年公司经营目标是与 08 年基本持平

公司在年报中提出，2009 年预计收入力争与 2008 年持平；乌镇旅游预计继续保持一定增长，山水酒店全力改善经营绩效，策略性投资收益贡献总体力求增长，合并主营业务收入力争不低于 2008 年的水平，合并管理费用努力控制在 2008 年的水平以内。

（2）传统旅行社业务预计小幅下降

传统旅行社业务中，受金融危机影响，我们预计 09 年入境收入将下降 30%左右，但国内、出境游有望取得 10%左右的增长，旅行社主业收入基本持平，但由于入境业务在利润中占比较高，预计营业利润将有 5-10%左右的下降。

(3) 新兴业务将逆势增长

乌镇景区：08 年乌镇旅游共接待游客 252 万人次，实现销售收入 2.41 亿元，净利润 6173 万元，分别增长 52.6%、71.2%。乌镇商务会议挖掘空间较大，市场前景看好，我们预计 09 年乌镇收入、净利润仍有望增长 20-30%。

(4) 09、10 年房地产贡献利润合计将超过 9000 万元

公司三个房地产项目合计建筑面积约 90 万平米，目前公司未结算面积超过 45 万平米，如果房地产市场回暖的趋势能够延续，我们预计 09、10 年仍将至少为公司贡献 9000 万元左右的利润。

2011 年以后房地产业务能否持续，则要看后续项目的进展情况（08 年中，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）。

表5：预计未来三年各业务利润情况

权益利润构成（万元）	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
山水	771	7	84	275	575
乌镇	2164	3704	3694	5346	7207
物业出租	976	2378	2378	2378	2449
创格	861	1068	1000	1000	1000
风采科技	4731	2815	3450	3450	3450
房地产	2542	4517	4590	4590	3672
会展业务	2007	3149	3621	3983	4382
股票投资收益	5313	(3710)	0	0	0
传统旅行社、酒店等	(3092)	(922)	(2896)	(2306)	(660)
合计	16272	13006	15922	18717	22075

资料来源：招商证券

4、上调 09 年盈利预测，维持“审慎推荐”投资评级

最近一些迹象显示，宏观经济形势及旅游市场环境要好于之前的悲观预期，公司旅游主业有望保持平稳发展的态势，同时房地产业务也将明显受益于市场回暖，据此，我们上调 09、10 年 EPS 至 0.38、0.47 元（原 0.35、0.45 元）。

公司业绩低点已过，长期投资价值显现。若按 2.5 倍的行业 PB 估值，合理价 11.7 元；若按分业务估值，合理价 12.2 元。综合评估，公司股票的合理价值期间为 11.7-12.2 元，短期维持审慎推荐投资评级。

表6: 按业务估值情况

单位: 万元	09 年权益 利润	PE	估值	估值方法
乌镇	3694	30	110820	市盈率
物业出租	2378	20	47560	
风采科技	3450	8	27600	
房地产	4590	15	68850	
会展业务	3464	30	103920	
酒店	84		59511	按 2 倍 PB
旅行社			48755	按 1 倍 PB
对外投资、金融资产、冗余 现金			39626	帐面价值
合计	17660		506642	
总股本			41535	
每股价值 (元)			12.20	

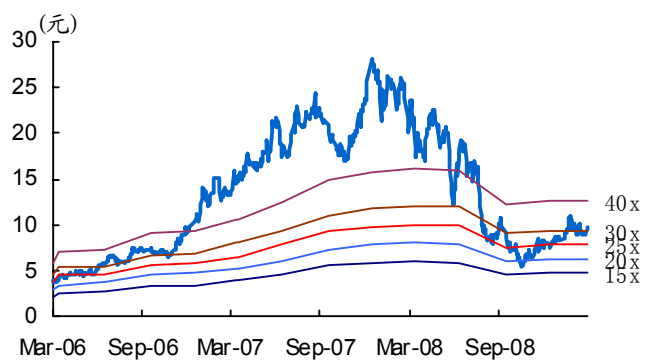
资料来源: 招商证券

表 5: 各季度业绩回顾

(百万元)	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
营业收入	515	963	1161	1894	928	1067	972	1622
营业毛利	109	196	188	326	173	215	217	597
营业费用	50	64	73	86	76	81	89	123
管理费用	26	41	37	47	42	57	52	62
财务费用	6	1	6	-2	6	2	16	-9
投资收益	13	9	25	6	8	17	-14	-10
营业利润	34	77	88	101	40	75	30	152
所得税	6	15	19	30	5	21	10	42
归属母公司 净利润	28	43	55	37	32	40	17	41
EPS (元)	0.09	0.13	0.17	0.11	0.10	0.13	0.05	0.13
主要比率								
毛利率	21%	20%	16%	17%	19%	20%	22%	37%
营业费用率	10%	7%	6%	5%	8%	8%	9%	8%
管理费用率	5%	4%	3%	2%	4%	5%	5%	4%
营业利润率	7%	8%	8%	5%	4%	7%	3%	9%
有效税率	18%	19%	22%	29%	11%	28%	34%	28%
净利率	6%	4%	5%	2%	4%	4%	2%	3%
YoY								
收入	7%	47%	22%	133%	80%	11%	-16%	-14%
归属母公司 净利润		74%	94%	27%		-5%	-70%	11%

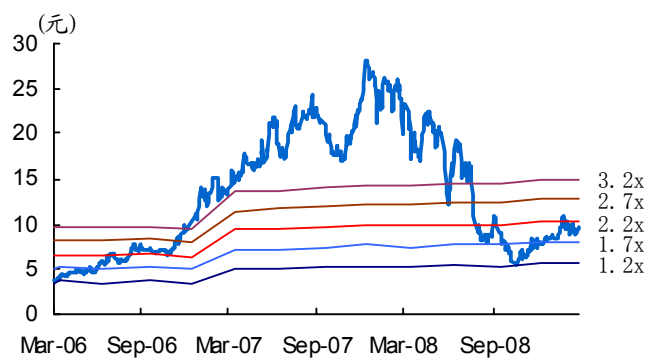
资料来源: 招商证券

图 1: 中青旅历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 中青旅历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2022	2001	1937	2307	2635
现金	397	337	160	408	729
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	324	347	374	402	407
其它应收款	166	153	308	329	329
存货	892	859	930	992	991
其他	243	307	165	177	179
非流动资产	2558	2627	2448	2328	2220
长期股权投资	23	78	78	78	78
固定资产	1293	1349	1405	1348	1296
无形资产	522	521	469	422	379
其他	721	679	497	480	467
资产总计	4580	4628	4386	4635	4855
流动负债	1782	1695	1262	1290	1251
短期借款	371	252	50	50	50
应付账款	387	413	428	436	415
预收账款	471	440	457	467	446
其他	553	591	327	338	340
长期负债	382	369	369	369	369
长期借款	327	331	331	331	331
其他	55	38	38	38	38
负债合计	2164	2065	1631	1659	1621
股本	320	415	415	415	415
资本公积金	1046	911	911	911	911
留存收益	418	539	727	839	972
少数股东权益	544	605	701	810	936
母公司所有者权益	2417	2563	2754	2976	3234
负债及权益合计	4580	4628	4386	4635	4855

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	673	231	390	391	478
净利润	163	130	159	187	221
折旧摊销	98	123	180	170	158
财务费用	10	14	21	19	18
投资收益	(53)	(0)	0	0	0
营运资金变动	200	(16)	(66)	(94)	(46)
其它	95	44	97	109	126
投资活动现金流	(431)	(253)	(3)	(50)	(50)
资本支出	(1237)	(192)	(50)	(50)	(50)
其他投资	(108)	(20)	47	0	0
筹资活动现金流	(63)	(40)	(564)	(94)	(107)
借款变动	182	52	(480)	0	0
普通股增加	53	96	0	0	0
资本公积增加	479	(135)	0	0	0
股利分配	0	0	(64)	(75)	(88)
其他	43	(14)	(21)	(19)	(18)
现金净增加额	180	(62)	(177)	248	321

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4532	4588	4954	5318	5379
营业成本	3713	3559	3853	4110	4109
营业税金及附加	115	103	119	128	129
营业费用	272	367	396	425	430
管理费用	152	213	223	239	242
财务费用	10	14	21	19	18
资产减值损失	25	35	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	53	0	0	0	0
营业利润	300	297	342	397	451
营业外收入	8	14	2	2	0
营业外支出	2	2	3	3	0
利润总额	306	309	341	396	451
所得税	70	78	86	100	104
净利润	237	231	255	296	347
少数股东损益	74	101	95	109	126
母公司所有者净利润	163	130	159	187	221
EPS (元)	0.51	0.31	0.38	0.45	0.53

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	56%	1%	8%	7%	1%
营业利润	146%	-1%	15%	16%	13%
净利润	67%	-20%	22%	18%	18%
获利能力					
毛利率	18.1%	22.4%	22.2%	22.7%	23.6%
净利率	3.6%	2.8%	3.2%	3.5%	4.1%
ROE	8.7%	6.6%	7.8%	8.6%	9.6%
ROIC	7.7%	7.4%	8.6%	9.3%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	47.2%	44.6%	37.2%	35.8%	33.4%
净负债比率	20.3%	18.6%	8.7%	8.2%	7.8%
流动比率	1.1	1.2	1.5	1.8	2.1
速动比率	0.6	0.7	0.8	1.0	1.3
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	3.6	4.1	4.3	4.3	4.1
应收帐款周转率	15.2	13.7	13.7	13.7	13.3
应付帐款周转率	12.1	8.9	9.2	9.5	9.7
每股资料(元)					
每股收益	0.51	0.31	0.38	0.45	0.53
每股经营现金	2.11	0.56	0.94	0.94	1.15
每股净资产	5.86	4.71	4.94	5.21	5.53
每股股利	0.00	0.00	0.15	0.18	0.21
估值比率					
PE	19.2	31.3	25.6	21.7	18.4
PB	1.7	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	16.6	15.6	12.5	11.5	10.8

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，7 年证券从业经验。07 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 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

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

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

免责条款

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。