

旅游综合III

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

中青旅

600138

推荐

乌镇景区将受益于国民休闲旅游计划与世博会

2008年度,公司实现营业收入45.88亿元,同比减少1.23%;实现利润总额3.09亿元,同比增长0.94%;实现归属母公司所有者的净利润1.30亿元,同比减少20.07%。基本每股收益0.31元,与我们预期的0.32元基本一致。

投资要点:

- 公司各业务表现与我们前期调研及分析结论基本一致,证券投资是造成净利润出现较大下滑的最主要因素。07年公司实现投资收益5312.64万元,其中证券投资收益5676.74万元;08年公司投资收益仅为39.44万元,同比减少99.26%,其中证券投资收益为67.29万元。08年资产减值损失达3487.87万元,同比增加41.48%,主要原因是08年新增可供出售金融资产减值准备3710.42万元。一增一减仅证券投资业务就对公司利润总额造成9319.87万元的波动。另外两个重要盈利来源的风采科技和中青旅绿城权益利润之和基本与07年持平。08年,风采科技实现营业收入1.15亿,同比略有增长;但由于投入增加以及所得税率从15%增至25%,使得风采科技08年贡献的权益利润为2800.24万元,同比减少41%。中青旅绿城实现销售收入6.92亿元,同比减少32%;公司实现权益利润4516.84万元,同比增加78%;其所得税率从08年起调降至25%。此外,因为公司本部不再被认定为高新技术企业,因此08年综合所得税率从22.75%提高至25.29%。
- 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。08年,传统旅行社业务遭遇了各种突发事件及国际金融危机影响,虽接待总人数达135万人次,创历史新高,但入境游、国内游、出国游营业收入分别同比下降了24.0%、20.6%、5.2%,不过毛利率都有一定提升,显示出较强的经营能力。08年公司因应市场趋势成立了自由行业务部。结合09年外部形势判断,公司将着重发展国内游和自由行业务,但这两块业务短期内无法带来显著收益。受益于北京奥运,08年会展业务实现营业收入4.78亿元,净利润3149万元,分别同比增长93.6%、56.9%,但09年业绩可能面临短期回调压力。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26.0%、52.6%、71.2%,且酒店业务增速明显快于门票收入增速。
- 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。09年,传统旅行社业务、会展业务、地产业务、彩票业务等都将面临挑战。但地处浙江的乌镇不仅将受益于浙江省试点国民休闲旅游计划以及上海世博会带来的辐射效应,而且独特的开发模式使其在市场竞争中的优势越来越明显。我们仍旧看好其增长潜力。此外,09年公司证券投资业务有望比08年要好。
- 维持“推荐”投资评级。我们预测中青旅2009-2011年EPS分别为0.35、0.56、0.57元。给予公司未来6-12个月目标价11.20元,相当于2010年20倍PE。

6-12个月目标价: 11.20元

当前股价: 9.75元

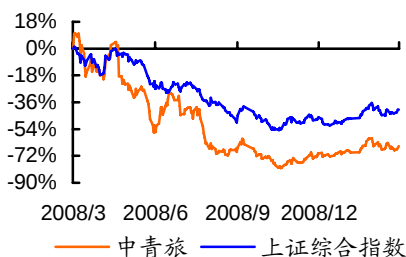
评级调整: 维持

基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2265.76 |
| 总股本(百万)   | 415     |
| 流通股本(百万)  | 333     |
| 流通市值(亿)   | 32      |
| EPS (TTM) | 0.31    |
| 每股净资产(元)  | 4.71    |
| 资产负债率     | 44.6%   |

股价表现

| (%)    | 1M   | 3M    | 6M    |
|--------|------|-------|-------|
| 中青旅    | 0.31 | 17.11 | 12.71 |
| 上证综合指数 | 0.63 | 10.32 | 17.30 |



相关报告

- 《中青旅-09年业务经营面临一定考验,乌镇景区增长可期成为亮点》 2009-2-10
- 《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

主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 4588  | 4717  | 6140  | 5907  |
| 同比(%)         | 1%    | 3%    | 30%   | -4%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 130   | 146   | 232   | 236   |
| 同比(%)         | -20%  | 13%   | 58%   | 2%    |
| 毛利率(%)        | 22.4% | 23.5% | 26.0% | 25.3% |
| ROE(%)        | 6.6%  | 6.9%  | 9.9%  | 9.1%  |
| 每股收益(元)       | 0.31  | 0.35  | 0.56  | 0.57  |
| P/E           | 31.14 | 27.65 | 17.46 | 17.19 |
| P/B           | 2.07  | 1.92  | 1.73  | 1.57  |
| EV/EBITDA     | 11    | 10    | 6     | 7     |

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 中青旅 08 年各主要财务指标变化情况

| 指标 (单位: 百万元)  | 08 年 | 07 年 | 同比增加 (%) |
|---------------|------|------|----------|
| 旅游服务收入        | 2631 | 2694 | -2.34%   |
| 酒店业收入         | 198  | 130  | 52.28%   |
| 产品销售与技术服务收入   | 779  | 499  | 56.13%   |
| 景区经营收入        | 241  | 158  | 52.60%   |
| 房地产销售收入       | 692  | 1014 | -31.76%  |
| 房屋租金          | 47   | 38   | 25.91%   |
| 营业总收入         | 4588 | 4532 | 1.23%    |
| 营业总成本         | 4292 | 4286 | 0.14%    |
| 营业成本          | 3559 | 3713 | -4.14%   |
| 营业税金及附加       | 103  | 115  | -10.15%  |
| 销售费用          | 367  | 272  | 35.13%   |
| 管理费用          | 213  | 152  | 40.34%   |
| 财务费用          | 14   | 10   | 43.37%   |
| 资产减值损失        | 35   | 25   | 41.48%   |
| 投资收益          | 0    | 53   | -99.26%  |
| 营业利润          | 297  | 300  | -0.92%   |
| 营业外收入         | 14   | 8    | 76.07%   |
| 营业外支出         | 2    | 2    | 33.10%   |
| 利润总额          | 309  | 306  | 0.94%    |
| 所得税费用         | 78   | 70   | 12.19%   |
| 净利润           | 231  | 237  | -2.38%   |
| 少数股东损益        | 101  | 74   | 36.53%   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 130  | 163  | -20.07%  |

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2: 中青旅 08 年重要财务比率的同比变化

| 指标             | 08 年   | 07 年   | 同比增减   |
|----------------|--------|--------|--------|
| 旅游服务业务营业利润率    | 10.07% | 9.02%  | 1.05%  |
| 酒店业务营业利润率      | 74.09% | 75.70% | -1.61% |
| 产品销售与技术服务营业利润率 | 19.78% | 27.75% | -7.97% |
| 景区业务营业利润率      | 84.16% | 87.09% | -2.93% |
| 房地产业务营业利润率     | 34.27% | 19.04% | 15.23% |
| 房屋租赁业务营业利润率    | 50.23% | 25.94% | 24.29% |
| 整体营业利润率        | 22.43% | 18.09% | 4.35%  |
| 销售费用率          | 8.01%  | 6.00%  | 2.01%  |
| 管理费用率          | 4.63%  | 3.34%  | 1.29%  |
| 财务费用率          | 0.31%  | 0.22%  | 0.09%  |
| 期间费用率          | 12.95% | 9.56%  | 3.39%  |
| 净资产收益率         | 6.64%  | 8.68%  | -2.04% |

资料来源: 中投证券研究所

#### 关键假设:

假设 2009-2011 年公司的旅行社业务收入分别同比增长-2%、10%、12%;

09-11 年中青旅山水开业酒店数分别为 12、15、20 家；

风采高科业务收入 09-11 年分别同比增长 0、10%、-10%；

乌镇旅游营业收入 09-11 年分别同比增长 25%、40%、30%；

中青旅绿城 09-11 年结算收入分别为 7 亿元、15 亿元、5 亿元；

中青旅大厦业务收入 09-11 年年均增长 10%；

各公司所得税率维持现有水平。

**表 3：中青旅 2009-2011 年营业收入预测**

| 主营业务类别    | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) |       |       |       |       |
| 旅游服务      | 2,631 | 2,578 | 2,836 | 3,176 |
| 酒店业       | 198   | 228   | 296   | 385   |
| 科技        | 779   | 857   | 1,029 | 1,235 |
| 景区        | 241   | 301   | 422   | 548   |
| 房地产       | 692   | 700   | 1,500 | 500   |
| 房屋租金      | 47    | 52    | 57    | 63    |
| 合计:       | 4,588 | 4,717 | 6,140 | 5,907 |
| 主营成本(百万元) |       |       |       |       |
| 旅游服务      | 2,366 | 2,320 | 2,544 | 2,843 |
| 酒店业       | 51    | 61    | 74    | 96    |
| 科技        | 625   | 688   | 825   | 990   |
| 景区        | 38    | 54    | 84    | 121   |
| 房地产       | 455   | 460   | 986   | 329   |
| 房屋租金      | 24    | 26    | 29    | 31    |
| 合计:       | 3,559 | 3,610 | 4,542 | 4,410 |

资料来源：中投证券研究所

**表 4：中青旅盈利预测**

| 单位：百万元     | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 4588 | 4717  | 6140  | 5907  |
| 营业成本       | 3559 | 3610  | 4542  | 4410  |
| 营业税金及附加    | 103  | 106   | 147   | 133   |
| 销售费用       | 367  | 401   | 522   | 502   |
| 管理费用       | 213  | 226   | 295   | 284   |
| 财务费用       | 14   | 19    | 17    | 15    |
| 资产减值损失     | 35   | 0     | 0     | 0     |
| 加：公允价值变动收益 | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益      | 0    | 5     | 15    | 15    |
| 营业利润       | 297  | 360   | 632   | 579   |
| 加：营业外收入    | 14   | 0     | 0     | 0     |
| 减：营业外支出    | 2    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额       | 309  | 360   | 632   | 579   |

|               |      |      |      |      |
|---------------|------|------|------|------|
| 所得税费用         | 78   | 91   | 160  | 146  |
| 净利润           | 231  | 269  | 472  | 432  |
| 减：少数股东损益      | 101  | 122  | 240  | 197  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 130  | 146  | 232  | 236  |
| 每股收益（元）       | 0.31 | 0.35 | 0.56 | 0.57 |

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           | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        | 会计年度            | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
| <b>流动资产</b>    | 2001        | 1991         | 2582         | 2492         | <b>营业收入</b>     | 4588        | 4717         | 6140         | 5907         |
| 现金             | 337         | 373          | 491          | 458          | 营业成本            | 3559        | 3610         | 4542         | 4410         |
| 应收账款           | 347         | 377          | 465          | 455          | 营业税金及附加         | 103         | 106          | 147          | 133          |
| 其它应收款          | 153         | 147          | 207          | 193          | 营业费用            | 367         | 401          | 522          | 502          |
| 预付账款           | 307         | 221          | 322          | 321          | 管理费用            | 213         | 226          | 295          | 284          |
| 存货             | 859         | 873          | 1097         | 1065         | 财务费用            | 14          | 19           | 17           | 15           |
| 其他             | 0           | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失          | 35          | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 2627        | 3020         | 3201         | 3505         | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 78          | 78           | 78           | 78           | 投资净收益           | 0           | 5            | 15           | 15           |
| 固定资产           | 1349        | 1486         | 1507         | 1614         | <b>营业利润</b>     | 297         | 360          | 632          | 579          |
| 无形资产           | 521         | 709          | 843          | 977          | 营业外收入           | 14          | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 679         | 748          | 774          | 837          | 营业外支出           | 2           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 4628        | 5011         | 5783         | 5998         | <b>利润总额</b>     | 309         | 360          | 632          | 579          |
| <b>流动负债</b>    | 1695        | 1804         | 2106         | 1889         | 所得税             | 78          | 91           | 160          | 146          |
| 短期借款           | 252         | 280          | 348          | 157          | <b>净利润</b>      | 231         | 269          | 472          | 432          |
| 应付账款           | 413         | 375          | 491          | 482          | 少数股东损益          | 101         | 122          | 240          | 197          |
| 其他             | 1031        | 1150         | 1268         | 1250         | <b>归属母公司净利润</b> | 130         | 146          | 232          | 236          |
| <b>非流动负债</b>   | 369         | 369          | 369          | 369          | EBITDA          | 435         | 484          | 771          | 728          |
| 长期借款           | 331         | 331          | 331          | 331          | EPS (元)         | 0.31        | 0.35         | 0.56         | 0.57         |
| 其他             | 38          | 38           | 38           | 38           | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 2065        | 2174         | 2476         | 2258         | <b>会计年度</b>     | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 少数股东权益         | 605         | 728          | 968          | 1165         | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 415         | 415          | 415          | 415          | 营业收入            | 1.2%        | 2.8%         | 30.2%        | -3.8%        |
| 资本公积           | 911         | 911          | 911          | 911          | 营业利润            | -0.9%       | 21.1%        | 75.6%        | -8.4%        |
| 留存收益           | 647         | 793          | 1025         | 1261         | 归属于母公司净利润       | -20.1%      | 12.6%        | 58.3%        | 1.6%         |
| 归属母公司股东权益      | 1958        | 2111         | 2340         | 2575         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 4628        | 5011         | 5783         | 5998         | 毛利率             | 22.4%       | 23.5%        | 26.0%        | 25.3%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率             | 2.8%        | 3.1%         | 3.8%         | 4.0%         |
| <b>会计年度</b>    | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | ROE             | 6.6%        | 6.9%         | 9.9%         | 9.1%         |
| <b>经营活动现金流</b> | 231         | 466          | 317          | 521          | ROIC            | 8.2%        | 9.1%         | 13.5%        | 11.3%        |
| 净利润            | 231         | 269          | 472          | 432          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 折旧摊销           | 123         | 106          | 123          | 134          | 资产负债率           | 44.6%       | 43.4%        | 42.8%        | 37.7%        |
| 财务费用           | 14          | 19           | 17           | 15           | 净负债比率           | 41.69       | 39.49%       | 37.59        | 33.10%       |
| 投资损失           | -0          | -5           | -15          | -15          | 流动比率            | 1.18        | 1.10         | 1.23         | 1.32         |
| 营运资金变动         | -167        | 126          | -302         | -40          | 速动比率            | 0.67        | 0.62         | 0.70         | 0.75         |
| 其它             | 29          | -49          | 22           | -5           | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b> | -253        | -409         | -254         | -357         | 总资产周转率          | 1.00        | 0.98         | 1.14         | 1.00         |
| 资本支出           | 204         | 200          | 100          | 200          | 应收账款周转率         | 13          | 12           | 14           | 12           |
| 长期投资           | -66         | 0            | 0            | 0            | 应付账款周转率         | 8.90        | 9.17         | 10.50        | 9.07         |
| 其他             | -115        | -210         | -154         | -157         | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| <b>筹资活动现金流</b> | -40         | -20          | 55           | -198         | 每股收益(最新摊薄)      | 0.31        | 0.35         | 0.56         | 0.57         |
| 短期借款           | -119        | 28           | 68           | -191         | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.56        | 1.12         | 0.76         | 1.26         |
| 长期借款           | 4           | 0            | 0            | 0            | 每股净资产(最新摊薄)     | 4.71        | 5.08         | 5.63         | 6.20         |
| 普通股增加          | 96          | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积增加         | -135        | 0            | 0            | 0            | P/E             | 31.14       | 27.65        | 17.46        | 17.19        |
| 其他             | 114         | -48          | -13          | -7           | P/B             | 2.07        | 1.92         | 1.73         | 1.57         |
| <b>现金净增加额</b>  | -61         | 36           | 118          | -34          | EV/EBITDA       | 11          | 10           | 6            | 7            |

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<br>邮编: 518048<br>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<br>邮编: 100031<br>传真: (010) 66276939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼<br>邮编: 200041<br>传真: (021) 62171434 |