

增长明确估值低

中青旅(600138.SH)点评报告

报告关键点：

- 市场对公司今年的出入境旅游业务本身就未予高期望，猪流感影响将非常有限；
- 内外因作用致使除景区和旅游服务以外的业务在去年跌出常态，随着市场环境转暖，旅游服务之外的业务在今年的增长更加明确；
- 投资收益巨亏的风险将不复存在，同时房地产新项目将有望在年内贡献利润；
- 调高投资评级至“增持_A”，维持盈利预测。

报告摘要：

- 市场对公司今年的出入境旅游业务本身就未予高期望，猪流感影响将非常有限：因为客源国经济在今年处于低谷，同时我国的经济形势虽然在复苏但并未进入正常轨道，故而国际间的出入境游在今年的情况将不乐观，市场对此业务的期望并不高；由于目前来看猪流感本身杀伤力不大，那么在原本预期出入境较差的情况下，猪流感的影响将非常有限。
- 内外因作用致使除景区和旅游服务以外的业务在去年跌出常态，随着市场环境转暖，旅游服务之外的业务在今年的增长更加明确：在前两次的报告中我们曾一再论述到公司除景区和旅游服务以外的业务在去年的比较异常的盈利情况中有很大部分与经营本身的关系不大，所以在今年若不再新增异常情况，那么业绩将体现为经营的真实情况。同时，随着市场环境转暖，行业风险将不再存在，则旅游服务之外的业务在今年的增长将更加明确，另外通过利润贡献权重上我们可以看到这部分的增长则完全可以覆盖旅游服务业务可能的损失。
- 投资收益巨亏的风险将不复存在，同时房地产新项目将有望在年内贡献利润：去年由于资本市场的一度下行，公司投资股票业务产生了巨大的减值损失，而今年随着股市回升浮亏已经可以完全实现冲回，至此对业绩有较大干扰的风险已经可以解除。另外，为了应对房产低迷，公司将慈溪房产项目分拆为三期滚动开发，这一新变动将使得新项目在今年贡献利润，成为预期之外的新增量，从而使得今年增长幅度更进一步。
- 调高投资评级至“增持_A”，维持盈利预测：与此前报告观点相比，除了认为旅游市场环境将转向外我们对其余判断仍是一致的，并且因为乌镇地处客源地周边并且正值享受资源周期的成长过程，所以环境变动对乌镇的真实业绩影响是有限的，故而我们维持盈利预测；但因市场风险消失，我们将投资评级从“增持_B”调高至“增持_A”。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-B

目标价格：
12.15 元

期限： 12 个月 上次预测： 12.15 元

现价： 10.49 元

报告日期：
2009-06-15

市场数据

总市值(百万元)	4,423.48
流通市值(百万元)	3,545.50
总股本(百万股)	415.35
流通股本(百万股)	332.91
12 个月最高/最低	5.30/21.00 元
十大流通股东(%)	28.01%
股东户数	95,949

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(14.02)	(20.82)	(29.54)
绝对收益	(6.24)	6.70	(45.85)

研究员

苏慧
助理行业分析师

021-68765913

suhui@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,532.5	4,588.4	5,552.0	6,606.8	7,597.9
Growth(%)	56.4%	1.2%	21.0%	19.0%	15.0%
净利润	236.7	231.1	296.6	317.6	346.0
Growth(%)	66.7%	-20.1%	50.5%	11.1%	11.3%
毛利率(%)	18.1%	22.4%	21.6%	21.1%	21.0%
净利率(%)	3.6%	2.8%	3.5%	3.3%	3.2%
每股收益(元)	0.39	0.31	0.47	0.52	0.58
每股净资产(元)	5.82	6.17	6.77	7.50	8.29
市盈率	30.2	37.7	25.1	22.6	20.3
市净率	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
净资产收益率(%)	9.8%	9.0%	10.5%	10.2%	10.0%
ROIC(%)	12.5%	8.3%	10.4%	11.2%	12.5%
EV/EBITDA	12.6	15.5	9.9	9.4	8.4
股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

中青旅：实际业绩增长可能要远好于账面

2009-04-27

中青旅：业绩和经营层面都有可能远好于预期

2009-04-23

中青旅：肯定性增长可期

2009-03-20

财务报表预测和估值数据汇总
单位 百万元 模型更新时间 2009-6-15

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,532.5	4,588.4	5,552.0	6,606.8	7,597.9	成长性					
减: 营业成本	3,712.8	3,559.2	4,352.7	5,212.8	6,002.3	营业收入增长率	56.4%	1.2%	21.0%	19.0%	15.0%
营业税费	114.8	103.1	124.9	148.7	171.0	营业利润增长率	145.7%	-0.9%	26.9%	10.9%	9.0%
销售费用	271.9	367.4	444.2	528.5	607.8	净利润增长率	66.7%	-20.1%	50.5%	11.1%	11.3%
管理费用	151.5	212.7	272.0	303.9	357.1	EBITDA 增长率	130.4%	0.1%	50.3%	0.7%	8.2%
财务费用	10.0	14.3	19.3	9.4	16.5	EBIT 增长率	141.6%	0.5%	27.3%	7.9%	10.5%
资产减值损失	24.7	34.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	122.7%	-1.1%	28.7%	4.3%	10.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	49.7%	2.0%	-2.5%	-1.7%	0.8%
投资和汇兑收益	53.1	0.4	38.5	15.0	13.1	净资产增长率	63.5%	6.1%	9.7%	10.7%	10.6%
营业利润	300.0	297.2	377.3	418.5	456.3	利润率					
加: 营业外净收支	6.5	12.1	13.0	5.0	5.0	毛利率	18.1%	22.4%	21.6%	21.1%	21.0%
利润总额	306.5	309.3	390.3	423.5	461.3	营业利润率	6.6%	6.5%	6.8%	6.3%	6.0%
减: 所得税	69.7	78.2	93.7	105.9	115.3	净利率	3.6%	2.8%	3.5%	3.3%	3.2%
净利润	236.7	231.1	296.6	317.6	346.0	EBITDA/营业收入	8.4%	8.3%	10.4%	8.8%	8.2%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	6.8%	6.8%	7.1%	6.5%	6.2%
货币资金	397.3	336.5	213.8	678.8	1,807.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	50.0	55.0	48.0	固定资产周转天数	80	104	86	69	57
应收帐款	490.5	499.4	344.2	376.6	417.9	流动营业资本周转天数	68	66	61	56	51
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	155	158	122	107	128
预付帐款	242.6	306.6	72.8	72.8	72.8	应收帐款周转天数	24	26	22	20	19
存货	891.8	858.7	863.5	711.9	602.6	存货周转天数	82	69	56	43	31
其他流动资产	0.0	-0.0	231.8	253.3	294.9	总资产周转天数	311	361	300	261	261
可供出售金融资产	104.6	47.3	-	-	-	投资资本周转天数	194	232	191	157	136
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	22.5	77.9	-	-	-	ROE	9.8%	9.0%	10.5%	10.2%	10.0%
投资性房地产	255.3	248.9	-	-	-	ROA	5.2%	5.0%	6.4%	6.4%	5.7%
固定资产	1,292.7	1,349.4	1,294.1	1,246.0	1,179.9	ROIC	12.5%	8.3%	10.4%	11.2%	12.5%
在建工程	290.1	133.2	79.9	47.9	28.8	费用率					
无形资产	522.3	520.6	525.9	535.5	544.4	销售费用率	6.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	70.4	249.7	937.4	997.4	1,044.8	管理费用率	3.3%	4.6%	4.9%	4.6%	4.7%
资产总额	4,580.4	4,628.2	4,613.4	4,975.1	6,041.2	财务费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%
短期债务	371.0	251.7	2,024.8	2,019.8	2,002.7	三费/营业收入	9.6%	13.0%	13.2%	12.7%	12.9%
应付帐款	481.2	567.7	348.2	338.8	360.1	偿债能力					
应付票据	179.9	112.3	-	-	-	资产负债率	47.2%	44.6%	39.0%	37.4%	43.0%
其他流动负债	749.9	763.6	596.1	570.5	503.7	负债权益比	89.5%	80.5%	64.0%	59.7%	75.4%
长期借款	326.7	331.1	-1,168.9	-1,068.9	-268.9	流动比率	1.13	1.18	0.60	0.73	1.13
其他非流动负债	55.2	38.4	-	-	-	速动比率	0.63	0.67	0.31	0.49	0.92
负债总额	2,163.9	2,064.8	1,800.2	1,860.2	2,597.6	利息保障倍数	31.06	21.78	20.51	45.51	28.74
少数股东权益	544.3	605.4	701.2	796.2	894.8	分红指标					
股本	319.5	415.4	415.4	415.4	415.4	DPS(元)	0.12	-	-	-	-
留存收益	1,563.3	1,557.9	1,696.6	1,903.3	2,133.4	分红比率	29.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2,416.6	2,563.4	2,813.1	3,114.9	3,443.6	股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	236.7	231.1	296.6	317.6	346.0	EPS(元)	0.39	0.31	0.47	0.52	0.58
加: 折旧和摊销	97.6	123.4	178.8	151.5	154.0	BVPS(元)	5.82	6.17	6.77	7.50	8.29
资产减值准备	21.5	34.9	-	-	-	PE(X)	30.2	37.7	25.1	22.6	20.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
财务费用	13.1	17.6	22.7	19.3	9.4	P/FCF	-	976.2	18.5	13.6	4.9
投资收益	-53.1	-0.4	-38.5	-15.0	-13.1	P/S	1.1	1.1	0.9	0.7	0.6
少数股东损益	74.0	101.0	100.8	100.1	103.8	EV/EBITDA	12.6	15.5	9.9	9.4	8.4
营运资金的变动	390.9	-185.1	-867.1	2.7	-66.6	CAGR(%)	10.3%	14.4%	2.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	673.2	230.8	-310.0	566.4	540.6	PEG	2.9	2.6	12.8	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-430.5	-252.7	63.6	-40.0	-29.9	ROIC/WACC	1.5	1.0	1.2	1.3	1.5
融资活动产生现金流量	-62.8	-39.8	-71.5	85.6	766.4	REP	1.1	2.1	1.6	1.5	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

苏慧，传媒、旅游行业研究员；毕业于上海财经大学，金融学学士；2 年证券研究经验，曾为天相投顾策略研究助理，后担任酒店旅游行业研究员；2007 年 10 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海
 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京
 北京市西城区金融大街 28 号盈泰国际大厦 10 层
 邮编: 100028