

旅游综合 III

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

中青旅

600138

推荐

各业务均可圈可点 地产业务成业绩超预期最大功臣

2009 年上半年, 公司实现营业总收入 22.24 亿元, 同比增长 21.44%; 实现营业利润 2.59 亿元, 同比增长 124.80%; 实现归属于母公司所有者的净利润 1.06 亿元, 同比增长 46.13%。基本每股收益 0.26 元。

投资要点:

- **“一体两翼”业务模式彰显魅力。**虽然受国际金融危机和甲型 H1N1 流感疫情的双重冲击, 许多旅游企业经营情况受到较大影响, 但中青旅作为一个综合性的旅游控股公司, 多元化的业务发展模式给公司提供较强的风险抵御能力, 超预期的半年报可使投资者重新认识中青旅的业务发展模式。
- **地产业务是公司收入和净利润快速增长的重要因素。**随着房地产行业回暖, 09 年上半年, 中青旅绿城实现销售收入 6.52 亿元, 同比增长 159%; 贡献权益利润 4138 万元, 同比增长 396%, 占公司当期净利润的比重为 39%, 09 年上半年的利润贡献已快接近去年全年水平。
- **旅游主业表现也可圈可点。**受国际金融危机和甲型 H1N1 流感疫情影响, 传统旅游服务收入同比下降 6%, 但入境游、出境游、国内游业务的毛利率分别提升了 4.3 个、1 个、0.2 个百分点, 显示出较强的抗风险能力。09 年上半年, 会展业务实现营业收入与净利润同比分别增长了 8% 和 5%, 显示出比传统旅游业务更强的成长性。09 年上半年, 乌镇旅游游客接待量同比增长 37%。其中, 东栅同比增长 30%; 西栅同比增长 66%。销售收入和净利润分别同比增长 28% 和 29%。乌镇旅游给上市公司贡献的权益利润占当期净利润的比重为 27%。IDG 的入股十分有益于乌镇旅游的资本化运作及国际化发展。
- **股票投资收益将在 09 年年报中得到体现。**公司计划在 09 年下半年出售剩余的伊泰 B 股, 我们预计全年公司实现投资收益总额约 4300 万元左右。加上 08 年计提可供出售金融资产减值准备 3700 余万元, 09 年和 08 年相对照, 仅股票投资业务就将产生约 8000 万元的利润差额。
- **维持“推荐”投资评级。**不考虑慈溪项目前提下, 我们预测中青旅 2009-2011 年 EPS 分别为 0.55、0.65、0.60 元。在策略性投资业务保障公司业绩同时, 以会展公司和乌镇旅游为代表的旅游主业的盈利能力的不断增强。给予公司未来 6-12 个月目标价 16.25 元, 相当于 2010 年 25 倍 PE, 良好的中报业绩、强化的增长预期将成为股价补涨的催化因素。

6-12 个月目标价: 16.25 元

当前股价: 12.60 元

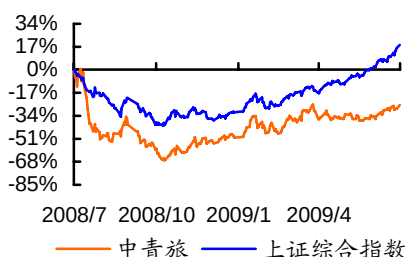
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3438.37
总股本(百万)	415
流通股本(百万)	333
流通市值(亿)	41
EPS (TTM)	0.38
每股净资产 (元)	6.17
资产负债率	44.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中青旅	15.60	19.35	52.52
上证综合指数	17.31	40.47	91.89



相关报告

《中青旅-金融危机影响公司营业收入 但净利润依旧取得正增长》2009-4-27

《中青旅-旅游主业不断夯实 策略投资仍会发热》2009-4-20

《中青旅-乌镇景区将受益于国民休闲旅游计划与世博会》2009-3-20

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4588	5448	6125	5408
同比(%)	1%	19%	12%	-12%
归属母公司净利润(百万元)	130	228	272	251
同比(%)	-20%	75%	19%	-8%
毛利率(%)	22.4%	26.8%	27.7%	26.6%
ROE(%)	6.6%	10.6%	11.3%	9.4%
每股收益(元)	0.31	0.55	0.65	0.60
P/E	40.24	22.94	19.26	20.88
P/B	2.67	2.44	2.17	1.97
EV/EBITDA	14	8	7	8

资料来源: 中投证券研究所

“一体两翼”模式显示出较强的业绩稳定性

我们知道，过去国内旅游产业处于相对不成熟阶段，能够满足投入产出比的较大规模的旅游投资项目不是很多，以对股东的盈利回报作为诉求同时不影响旅游主业经营的策略性投资成为公司的一时之选。

曾经我们将中青旅现阶段下的业务框架形象地描述为“一体两翼”模式：以旅游业为主体，以风采科技所代表的福彩业务和房地产业务（包括中青旅大厦出租业务）为两翼。

虽然受国际金融危机和甲型 H1N1 流感疫情的双重冲击，许多旅游企业经营情况受到较大影响，但中青旅作为一个综合性的旅游控股公司，多元化的业务发展模式也给公司提供较强了风险抵御能力，这也从一个侧面显示出公司短期进行多元化经营的有利之处。

09 年上半年，除传统的旅游服务之外，其他主营业务营收均成稳定良好的增长态势，特别是景区、福利彩票、商业地产等业务都表现突出，为公司在恶劣的外部环境中取得超预期的业绩增长奠定了基础。

表 1：中青旅 09 年中报各主要财务指标同比变化情况

指标（单位：百万元）	09H1	08H1	同比增加
旅游服务收入	920.44	978.77	-5.96%
企业会展服务收入	225.52	208.41	8.21%
酒店业收入	92.15	89.50	2.95%
产品销售与技术服务收入	366.73	334.58	9.61%
景区经营收入	138.58	108.00	28.32%
房地产销售收入	652.45	252.09	158.82%
房屋租金	25.85	22.64	14.16%
营业总收入	2422.21	1994.53	21.44%
营业总成本	2190.92	1903.90	15.08%
营业成本	1801.13	1606.31	12.13%
营业税金及附加	75.63	39.15	93.15%
销售费用	191.56	156.35	22.52%
管理费用	102.18	98.51	3.73%
财务费用	13.64	7.31	86.46%
资产减值损失	6.78	-3.74	281.08%
投资收益	27.80	24.61	12.95%
营业利润	259.09	115.25	124.80%
营业外收入	13.59	12.42	9.40%
营业外支出	7.80	1.32	490.94%
利润总额	264.87	126.35	109.64%
所得税费用	72.09	26.01	177.20%
净利润	192.78	100.3	92.12%
少数股东损益	86.47	27.59	213.40%
归属于母公司所有者的净利润	106.31	72.75	46.13%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2: 中青旅 09 年上半年重要财务比率的同比变化

指标	09H1	08H1	同比增减
旅游服务毛利率	8.69%	7.68%	1.01%
企业会展服务毛利率	12.37%	12.25%	0.12%
酒店业毛利率	75.04%	73.62%	1.42%
产品销售与技术服务毛利率	25.08%	21.10%	3.97%
景区经营毛利率	86.25%	84.78%	1.48%
房地产销售毛利率	33.65%	19.59%	14.06%
房屋租赁毛利率	48.09%	41.98%	6.11%
主营业务毛利率	25.64%	19.46%	6.18%
销售费用率	7.91%	7.84%	0.07%
管理费用率	4.22%	4.94%	-0.72%
财务费用率	0.56%	0.37%	0.20%
期间费用率	12.69%	13.14%	-0.45%
净资产收益率	5.24%	3.84%	1.40%

资料来源：中投证券研究所

旅游主业羽翼渐丰

1. 传统旅行社业务毛利率仍能保持稳步提升

入境游方面。受国际金融危机和甲型 H1N1 流感疫情影响，我国入境游市场持续低迷，公司本部实现的入境游业务收入较去年同期下降 41%，但上半年入境游业务平均毛利率 17.3%，较去年同期增长 4.3 个百分点，显示出较强的抗风险能力。

出境游方面。5 月份后出境游旺季受甲型 H1N1 流感疫情影响明显，公司本部实现的出境游业务收入较去年同期下降 8%，但也应看到，受多重因素影响出境游产品整体卖价在今年上半年比去年同期下降了 10-15%。在降低采购成本背景下，出境游业务毛利率达到 12%，高于去年同期 1 个百分点。

国内游方面。受益于较为坚挺的国内需求，相比入境游和出境游，公司国内游业务受冲击较小。2009 年上半年，公司本部实现的国内游业务收入较去年同期增长 24%。在降低采购成本背景下，国内游业务毛利水平从去年同期的 8.8% 提升到今年上半年的 9%。

自由行业务。公司以“二元组织”理念专门建立的百变自由行业务延续迅速成长势头，报告期内实现营业收入 3530 万元，较 2008 年下半年环比增长 52%，高增长的背后是该业务迎合了国内旅游市场散客化、个性化的趋势。

2. 企业会展服务业务二季度受疫情影响明显

09 年一季度，公司会展业务营收同比增长 30% 以上。二季度，在国际金

融危机和甲型 H1N1 流感疫情影响下，会展业务增速明显放缓。09 年上半年，会展业务实现营业收入 22552 万元、实现净利润 1400 万元，与去年同期相比分别增长了 8%和 5%。08 年北京奥运对公司会展业务帮助巨大，09 年下半年在继续受到外围不利影响情况下，我们预计会展业务可能出现 10%-20%的下降。

中青旅会展公司现已将业务拓展至公关策划、境内外活动管理、会议管理等企业高端营销服务领域，继续扩大国内会展服务龙头优势。

3. 乌镇景区正处高速增长期

“休闲度假”的西栅和“旅游观光”的东栅相结合的乌镇景区在本次金融危机和甲型 H1N1 流感疫情中的抗风险能力得到了充分的验证。

2009 年上半年，乌镇旅游共接待游客 151 万人次，比去年同期增长 37%。其中，东栅 114.5 万人次，同比增长 30%；西栅 36.4 万人次，同比增长 66%。实现销售收入 1.38 亿元，较去年同期增长 28%，其中：门票收入 7336 万元、客房收入 2450 万元、餐饮收入 1350 万元。实现净利润 4799 万元，较去年同期增长 29%。乌镇旅游给上市公司贡献的权益利润达 2879 万元，占净利润的比重为 27%。

报告期内，IDG 投资控股的两家香港公司以等值于人民币 104,561,765 元的美元认缴乌镇旅游新增注册资本人民币 44,120,000 元（相当于溢价 137%，与中青旅 2006 年入股乌镇旅游的溢价水平一致，并不高），增资完成后，中青旅控股股份有限公司持股 51%，桐乡市乌镇古镇旅游投资有限公司持股 34%，IDG 投资控股的两家香港公司合计持股 15%。从 IDG 的入股价可以看出，中青旅比较看重的是后续 IDG 为乌镇旅游带来的资金、经验、商务关系等方面的支持，乌镇旅游的资本化运作及国际化发展成为引进 IDG 的重要原因。我们认为，IDG 所持有的 15%股权中有部分未来将成为乌镇旅游管理层激励的来源。

4. 中青旅山水处于战略模糊期

2009 年上半年，中青旅山水实现营业收入 8408 万元，较去年同期增长 11.3%。上半年，中青旅山水酒店平均房价 223 元/间/夜，平均入住率 66%；北京地区 3 家酒店经营好于华南地区，平均入住率达到 81%。中青旅山水目前仍是 12 家店面，营收增长的一个重要原因是新开店面逐渐成熟。上半年，中青旅山水处于亏损状态。

受多重因素影响，中青旅山水的扩张步伐一直慢于此前预定计划。目前在上市公司的盈利结构上，中青旅山水也处于微乎其微的状态。在目前中青旅的工作中心上，中青旅山水暂处于被边缘化状态，后续如何进行战略部署目前暂没有明晰的方案。

策略性投资业务成“业绩稳定器”

1. 风采科技增长超预期

08 年，风采科技实现营业收入 1.15 亿，同比略有增长；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%。我们原本预计风采科技将进入平稳发展期。

但 09 年上半年风采科技增长超乎预料。2009 年上半年，云、贵、川三省电脑福利彩票销量为 29 亿元，较去年同期增幅为 32%，风采科技实现营业收入 7192 万元，实现净利润 2497 万元，同比分别增长 30% 和 28%。

云南省彩票经营合同 2011 年到期，但我们也了解到，续签到 2017 年（贵州和四川 2017 到期）的可能性也存在。

2. 地产业务成为中报超预期的关键力量

09 年年初，在整个房地产行业未来走势依旧模糊不清的背景下，公司和我们都对今年的地产结算持相对谨慎的态度，认为 09 年地产营收将会跟 08 年大致相当。

随着二季度政策推动下的国内地产市场进入新一轮的高景气周期，公司的地产业务也明显好于此前预期。2009 年上半年，中青旅实现销售收入 6.52 亿元，为公司贡献权益利润 4138 万元，占公司当期净利润的比重为 39%，09 年上半年的利润贡献已快接近去年全年水平。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的累计销售面积已达 61.5 万平方米，慈溪项目已定名慈溪玫瑰园，上半年已开工，预计下半年将开盘预售。

中青旅大厦物业经营情况良好，出租率稳定在 95% 以上，2009 年上半年实现出租收入 2479.6 万元，较去年同期增长 16%。中青旅大厦物业租赁已成为公司一块稳定的盈利来源。

股票投资收益将在 09 年年报中得到体现

09 年上半年，公司出售伊泰 B 股 1,545,424 股获得投资收益 28,041,711 元，同比增长 20%。08 年全年公司从事股票投资获得的收益仅为 672,905 元，而且还计提了可供出售金融资产减值准备 37,104,243 元。

公司目前仍有 1,260,000 股的伊泰 B 股，截至 09 年 6 月底，约有账面浮盈 1500 万元。公司计划在 09 年下半年出售剩余全部的股权，我们预计下半年将至少实现 1500 万元的投资收益。公司投资收益基本来自于股票投资，我们预计全年公司实现投资收益总额约 4300 万元左右。08 年和 09 年相对照，仅股票投资就将产生 8000 万元的利润差额。

公司目前计划是港青今后不再从事股票投资业务。

盈利预测及投资建议

关键假设:

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

09-11 年企业会展服务业务收入分别同比增长-15%、25%、25%;

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 30%、15%、15%;

乌镇旅游营业收入 09-11 年分别同比增长 30%、40%、25%;

由于数据缺乏,暂不考虑慈溪项目,中青旅绿城现有 3 个项目 09-10 年结算完毕,结算收入分别为 15 亿、15 亿;

中青旅大厦业务收入 09-11 年年均增长 12%;

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)				
旅游产品服务	2153	2110	2363	2647
企业会展服务	478	406	508	635
酒店业	198	208	270	378
IT 产品销售与技术服务	779	857	986	1134
景区	241	313	438	548
房地产销售	692	1500	1500	0
房屋租金	47	53	59	67
合计:	4588	5448	6125	5408
主营成本(百万元)				
旅游产品服务	1945	1895	2115	2361
企业会展服务	421	356	445	557
酒店业	51	52	68	95
IT 产品销售与技术服务	625	642	739	850
景区	38	43	60	75
房地产销售	455	975	975	0
房屋租金	24	26	30	33
合计:	3559	3990	4431	3970

注释: 2008 年的旅游产品服务和企业会展服务的收入和成本为模拟拆分而来

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	5448	6125	5408

营业成本	3559	3990	4431	3970
营业税金及附加	103	158	165	135
销售费用	367	441	478	433
管理费用	213	251	282	249
财务费用	14	17	14	10
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	43	0	0
营业利润	297	634	755	611
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	634	755	611
所得税费用	78	184	219	177
净利润	231	450	536	434
减：少数股东损益	101	222	264	183
归属于母公司所有者的净利润	130	228	272	251
每股收益（元）	0.31	0.55	0.65	0.60

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

不考虑慈溪项目前提下,我们预测中青旅 2009-2011 年 EPS 分别为 0.55、0.65、0.60 元。作为一家综合性旅游控股公司,公司短期内的业绩受系统性风险影响相对较小,业绩具有较强的保障性。在策略性投资业务保障公司业绩同时,以会展公司和乌镇旅游为代表的旅游主业的盈利能力的不断增强。给予公司未来 6-12 个月目标价 16.25 元,相当于 2010 年 25 倍 PE,维持“推荐”投资评级,良好的中报业绩、强化的增长预期将成为股价补涨的催化因素。

风险因素分析

甲型 H1N1 流感疫情在 09 年下半年的走势具有一定的不确定性,这将对公司的经营环境造成极大的影响。

风采科技政策风险。随着云、贵、川福利彩票行业的迅速发展,未来存在一定的地方政府的政策性风险。

房地产经营风险。从中青旅绿城三个地产项目的结算经验来看,整个房地产行业走势与政策面紧密相关,未来地产行业存在一定的政策调整风险。

证券投资风险。公司仍有 1,260,000 股的伊泰 B 股有待出售,投资收益与 B 股股价走势直接相关。

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
流动资产	2001	2245	2544	2414	营业收入	4588	5448	6125	5408
现金	337	431	490	572	营业成本	3559	3990	4431	3970
应收账款	347	436	464	417	营业税金及附加	103	158	165	135
其它应收款	153	170	206	177	营业费用	367	441	478	433
预付账款	307	244	314	289	管理费用	213	251	282	249
存货	859	965	1070	959	财务费用	14	17	14	10
其他	0	0	0	0	资产减值损失	35	0	0	0
非流动资产	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	43	0	0
固定资产	1349	1486	1507	1614	营业利润	297	634	755	611
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
资产总计	4628	5265	5746	5919	利润总额	309	634	755	611
流动负债	1695	1927	1874	1613	所得税	78	184	219	177
短期借款	252	257	133	0	净利润	231	450	536	434
应付账款	413	414	479	434	少数股东损益	101	222	264	183
其他	1031	1255	1262	1180	归属母公司净利润	130	228	272	251
非流动负债	369	369	369	369	EBITDA	435	757	891	755
长期借款	331	331	331	331	EPS (元)	0.31	0.55	0.65	0.60
其他	38	38	38	38					
负债合计	2065	2296	2243	1983	主要财务比率				
少数股东权益	605	827	1091	1275	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	415	415	415	415	成长能力				
资本公积	911	911	911	911	营业收入	1.2%	18.7%	12.4%	-11.7%
留存收益	647	825	1097	1347	营业利润	-0.9%	113.2%	19.1%	-19.0%
归属母公司股东权益	1958	2143	2412	2662	归属于母公司净利润	-20.1%	75.4%	19.1%	-7.7%
负债和股东权益	4628	5265	5746	5919	获利能力				
					毛利率	22.4%	26.8%	27.7%	26.6%
					净利率	2.8%	4.2%	4.4%	4.6%
					ROE	6.6%	10.6%	11.3%	9.4%
					ROIC	8.2%	14.7%	15.3%	11.4%
					偿债能力				
					资产负债率	44.6%	43.6%	39.0%	33.5%
					净负债比率	41.69	36.40%	31.92	29.77%
					流动比率	1.18	1.17	1.36	1.50
					速动比率	0.67	0.66	0.78	0.90
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	1.10	1.11	0.93
					应收账款周转率	13	13	13	11
					应付账款周转率	8.90	9.65	9.92	8.70
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.55	0.65	0.60
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	1.34	1.11	1.42
					每股净资产(最新摊薄)	4.71	5.16	5.81	6.41
					估值比率				
					P/E	40.24	22.94	19.26	20.88
					P/B	2.67	2.44	2.17	1.97
					EV/EBITDA	14	8	7	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