

社会服务行业

报告原因: 调研

中青旅

(000069)

买入

稳健发展有保证 创新灵活是核心

维持评级

2009 年 8 月 6 日

公司研究/调研简报

市场数据: 2009 年 8 月 5 日

总股本(亿股)	4.15
流通股本(亿股)	4.01
流通市值(亿元)	52.7
1 年内最高最低价(元)	16.8 元/5.3 元

基础数据: 2009 年 6 月 31 日

资产负债率	44.77%
毛利率	25.64%
净资产收益率(加权)	5.33%

相关研究:

《中青旅中报点评: 房地产销售和景区增势喜人 旅行社业务“两降一升”趋势明显》20090729

分析师:

加丽果

010-82190386

jialiguo@sxzq.com

联系人:

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686990
山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

事件概述:

2009 年 8 月 5 日, 我们会同民族证券、天相投资及银华基金共同走访了中青旅, 与公司战略投资部总监兼证券事务代表丁重阳先生进行了沟通交流, 就沟通交流的问题, 主要内容有以下几点: 1、对公司目前各项业务发展现状及未来发展前景和规划; 2、对于市场比较关注的公司房地产业务的未来可持续性发展和景区业务引进战略投资者的意图; 3、对于公司的高科技业务存在的有关高科技企业认定能否重新定位、云南彩票业务的经营期限到期后如何处理。以下是通过这次调研我们分析得到的主要观点:

- **房地产业务未来三年持续性将有一定的保证。**2009 年中报显示, 公司房地产业务占公司净利润比重达到 38%, 公司目前有利润贡献的三个项目可能于今年后半年和明年基本结束。资料显示, 这三项项目总建筑面积为 90 万平方米, 截止中报披露日止, 尚有约 28.5 万平方米在 2009 年后半年和 2010 年进行结算。目前, 参股 95% 的德清桂花城项目已经基本接近尾声, 而参股 50% 的德清西子项目可能有 200 多套将于 2009 年 9 月开盘, 我们估计可能于 2010 年上半年进行结算, 郑州百合公寓有可能在明年和今年后半年实现分期结算。公司参股 100% 的慈溪项目将于今年后半年预售, 可望在 2011 年到 2013 年实现结算, 实际建筑面积为 25 万平方米, 作为精品住宅, 销售前景看好。鉴于房地产市场目前销售良好和价格高企, 在没有发生什么突变性政策影响下, 公司 2010 年到 2013 年房地产业务方面的利润贡献持续性是有保证的。至于公司在慈溪项目后还会是否和绿城集团合作, 我们分析, 绿城集团的储备项目很多, 鉴于多年的合作关系, 在公司权衡自己的财务状况和需求后, 选择继续合作的可能性较大, 但就目前来说, 公司还没有一定的规划。
- **景区业务未来三年分拆上市可能性较小。**乌镇业务目前增长性良好, 尤其是引进战略投资者后, 市场对其分拆上市充满憧憬, 我们认为, 目前, 政策鼓励整体上市, 而不支持分拆上市, 有关分拆上市的法律和部门规章尚未明确, 尤其是乌镇业务净利润占公司总净利润比重达 20% 以上, 分拆上市有一定的障碍, 我们估计未来三年分拆上市可能性比较小。但引进 IDG, 对公司未来发展有一定的帮助。另外, 就乌镇西栅和北栅未来如何开发, 目前没有一定的规划, 要开发出象西栅那



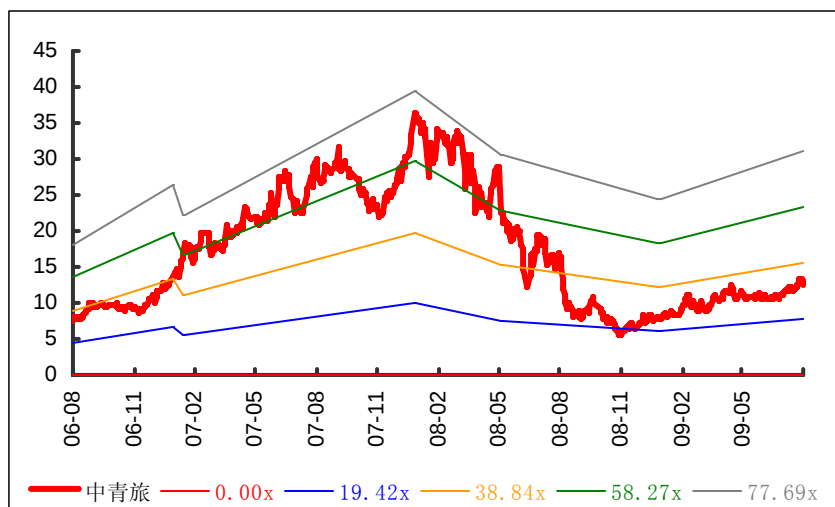
样的度假游和会展游有一定的难度，但不排除采取走出去的战略，收购或开发新的景点。由于西栅定位的准确性，鉴于市场需求，正在建立另外一家酒店，建成后，西栅接待规模将可能从目前的 770 多间房上升到 1000 多间房，我们认为，乌镇业务未来三年保持 15% 的增长率是相对保守的。鉴于同样理由，我们认为，公司的会展业务分拆上市可能性也较小。

- **山水酒店未来是否追求规模扩大存在争议。**公司目前拥有12家山水酒店，主要分布于北京、广州、深圳，定位于中低档商务客人，但由于缺乏规模效应和品牌效应，虽然出租率目前要低于一般的经济性酒店，要高于同类的商务类酒店，但市场占有率份额较小。目前，计划今年或明年扩张1-2家，未来是否进军酒店业尚存争议。
- **公司暂时没有计划继续涉足二级市场进行股票投资。**公司在今年上半年结束了伊泰B的投资后，目前没有继续进军股票投资的打算。
- **旅行社业务下半年或明年可能有一定的增长。**虽然旅行社业务竞争激烈，但公司这方面的竞争力要高于其他同类公司旅行业务，公司推出的百变自由行实现超常规的发展有一定的竞争优势，旅行社业务中国内游和出境游目前比较乐观，但入境游受金融危机影响，暂时恢复比较慢。
- **其他问题。**公司目前拥有的两家从事高科技企业能否再次获得高科技认定，获得所得税优惠，目前基本没有可能；对于云南彩票业务将于2011年6月到期，我们认为，公司会继续向有关部门争取的。

综述

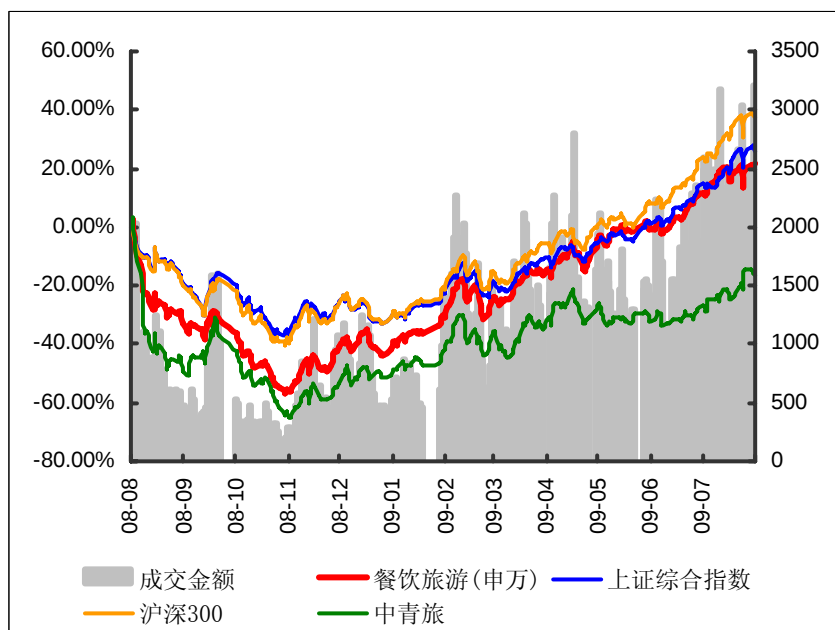
- 在旅游类上市公司依靠大股东拥有丰厚的资源背景下，今年上半年纷纷进行资产注入的背景下，中青旅由于大股东为社团组织，缺乏资源资产，进行规模扩张比较困难，但公司一直在市场上寻求机会，努力奋进，追求创新，有着灵活多变的优势，公司的主要业务竞争力比较突出，创新能力较强。鉴于公司目前各项业务发展良好，在未来可预见的三年，持续发展有一定的保证，为期半年的上海世博会将会对公司的业务有一定的带动作用，二级市场上，股价偏低，有一定的安全边际，维持“买入”评级。

图一：公司最近三年来的 PE-BAND 图



资料来源：山西证券研究所 wind 咨询

图二：公司最近一年来的股价走势图



资料来源：山西证券研究所 wind 咨询

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。