

中青旅(600138.sh)

旅游主业抗风险能力强；房地产销售、结算超预期

王鼎 研究员
电话: 020-87555888-627
eMail: wd@gf.com.cn

张皓 研究助理
010-68083328-1820
eMail: zh17@gf.com.cn

传统旅行社业务平稳恢复

年初至年中入境游接待游客数量同比下降幅度在40%左右，三季度以来，入境游接待游客情况出现缓慢复苏的迹象，同比下降幅度有所收窄，达到同比下降20%左右。公民游业务则呈现稳定增长。

会展服务业务有望超越08年高峰业绩

09年上半年，公司会展服务业务增长速度有所放缓，实现营业收入2.25亿元、净利润1400万元，分别同比增长8%和5%。就季节性而言，四季度将是会展服务业的旺季，我们判断下半年公司的会展服务业务将超过上半年。考虑到2008年8月奥运会举办期间所接待会议项目的不可比性，我们保守预计认为2009年全年有望实现3%左右的增长幅度，净利润实现3200万元。随着2010年世博会的召开以及全球经济的回复，2010年-2011年增长幅度分别为10%、15%。

乌镇景区达到30%以上增长速度

在2008年252万的基础上，预计2009年接待游客总人次将达到328万人次，同比增长幅度达到30%。受益于西栅景区的日益成熟以及夜游项目被市场的广泛接受，相较接待人次的增长幅度，我们预计到景区业务收入增长幅度更高，2009年景区将实现2.76个亿的营业收入。由于9月份起，公司的持股比例将降低至51%，我们预计景区给公司全年带来权益净利润约4800万元，2010-2011年，景区接待人次增长幅度保持20%、15%的增长规模。

房地产业务09年结算速度超预期

郑州绿城百合公寓、德清桂花城、德清西子百合三个项目处于回报收益期，随着销售进度的加快，预计2009年将结算完毕三个项目的大部分。公司09年新开工的慈溪新地产项目已定名为玫瑰园，项目拟推出的集平层官邸、联排别墅、小高层公寓三种类型产品为一体的高端楼盘，其利润贡献将在2011年以后逐步体现。据最新了解情况，玫瑰园一期80余套房源已售罄，成交面积6773平米，成交金额为1.51亿，平均售价达到2.23万元/平米，二期预计春节前后推出。

福彩业务继续稳定增长

预计09-11年EPS分别为0.55、0.57和0.67元。按照2010年0.57元业绩，25倍市盈率计算，12个月目标价为14.25元，会展业务与景区业务将是业绩持续稳定增长主要动因。策略投资业务方面，地产业务结算速度将超预期，而风采科技业务也将出现一定的超预期增长。

风险提示 甲型H1N1流感在全球范围内的继续扩散以及大规模传播的潜在可能将快速抑制国内旅游需求，从而直接影响公司业务。全球经济的恢复情况与旅游业发展正相关。

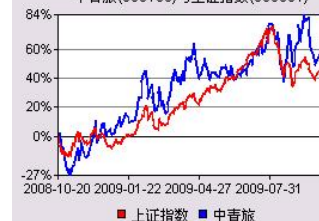
公司评级

买入

当前价格(元)	12.03
目标价格(元)	14.25
前次评级	买入

股价走势

中青旅(600138)与上证指数(000001)



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-10.62%	-0.58%	67.73%
上证综指	2.55%	-4.75%	57.37%

股票数据

总股本(万股)	41,535.00
流通A股(万股)	40,170.00
主要股东:	

中国青年旅行社总社

主要股东持股比例	16.56%
流通A股比例	96.71%

财务比率

ROE	6.64%
ROA	2.81%
资产负债率	44.61%
每股净资产(元)	4.71

2008 年报数据。

传统旅行社业务平稳恢复

公司传统旅行社业务主要包括入境游与公民游两块业务，基于中青旅作为旅行社行业龙头企业之一的地位，公司自成立以来所大力发展的入境游业务成为传统旅行社业务利润贡献的主要来源。

由于公司国内旅行社门店所覆盖的省市并不多，公民游散客客源地也主要是来自北京、浙江、江苏以及广州等地区，同时受公民游业务行业集中度低、同行竞争激烈、产品趋同等因素的影响，公司的公民游业务尚处于盈亏平衡点附近，给公司贡献的净利润非常有限。

三季度公司入境游业务恢复迹象明显。受金融危机以及甲型H1N1流感的双重负面影响，年初至年中入境游接待游客数量同比下降幅度在40%左右，三季度以来，入境游接待游客情况出现缓慢复苏的迹象，同比下降幅度有所收窄，达到同比下降20%左右。

公民游业务保持稳定增长，我们预计公司全年出境游业务增长幅度在10%以内；国内游业务平稳增长，增幅在10%左右。2009-2011年旅行社业务营业收入的增长幅度为-3%、8%、5%。由于入境游业务占利润比重较高，预计09年传统旅行社业务的营业利润将有10%左右的下降。

企业会展服务业务保持增长态势

近年来，公司在企业会展服务业务上取得了快速发展，确立并巩固了市场上的优势地位。受益于夏季奥运会在北京的举办，08年会展服务业务实现营业收入4.78亿元，净利润3149万元，分别同比增长93.6%和56.9%。

09年上半年，受金融危机和流感疫情的负面影响，公司会展服务业务增长速度有所放缓，实现营业收入2.25亿元、净利润1400万元，分别同比增长8%和5%。就季节性而言，四季度将是会展服务业的旺季，与上半年相比，我们判断下半年公司的会展服务业务仍将保持一定幅度的增长。考虑到2008年8月奥运会举办期间所接待会议的同比不可比性，我们保守预计认为2009年全年有望实现3%左右的增长幅度，净利润实现3200万元。随着2010年世博会的召开以及全球经济的回复，2010年-2011年增长幅度分别为10%、15%。

乌镇景区业务继续超预期增长

乌镇共分东栅、西栅、南栅和北栅等景区，目前开放的是东栅和西栅景区，南栅和北栅所指的“老乌镇”，也是未进行保护修缮的两条老街。东栅开放较早，景区较小，餐饮购物较为繁华，消费便宜。西栅为2007年新开发景区，面积大，河道长，集中了一批高档的住宿、娱乐会所，在古宅深巷中还隐藏着时尚的酒吧和SPA会所。东栅景区的稳定客流量是乌镇接待的基础，而西栅景区客流量增加则是乌镇景区未来的主要增长空间。

金融危机并未给乌镇景区带来太多负面影响，相反，由于三天小长假的增加以及短途游的持续升温，乌镇正进入快速增长期。09年上半年乌镇旅游共接待游客151万人次，同比增长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，

同比增长28%，实现净利润4799万元，同比增长29%。1-9月景区接待游客的数据仍然良好，游客接待数量同比增幅在30-40%之间。

根据嘉兴旅游局所做统计，国庆黄金周期间乌镇景区接待游客24.32万人次，日均接待人数超过3万，同比增长幅度为11.6%。考虑到游客由单一的观光活动向休闲度假转变的趋势明显，我们继续看好乌镇尤其是西栅景区的后续发展。

从全年景区总接待看，在2008年252万的基础上，预计2009年接待游客总人次将达到328万人次，同比增长幅度达到30%。受益于西栅景区的日益成熟以及夜游项目被市场的广泛接受，相较接待人次的增长幅度，我们了解到景区业务收入增长幅度更高。保守预计2009年景区将实现2.76个亿的营业收入，由于9月份起，公司的持股比例将降低至51%，我们预计景区给公司全年带来权益净利润约4800万元，EPS贡献约0.12元。2010-2011年，景区接待人次增长幅度保持20%、15%的增长规模。

酒店业务短期难有明显起色

公司酒店业务主要由控股51%的中青旅山水酒店投资管理有限公司运营的12家酒店和控股80%的桂林帝苑酒店。

经济型连锁酒店山水酒店保持了12家的原有规模，并未有新的酒店拓展计划。受经济与流感的不利影响，09年上半年山水酒店出租率在66%左右，平均房价为223元/间夜左右，实现营业收入8408万元，净利润为负。

五星级桂林帝苑酒店坐落在漓江东岸，有客房334间，08年实现营业收入2705万元，净利润584万元；09年上半年实现营业收入807万元，净利润为负。就全年看，酒店业务对公司业绩贡献仍然不明显，我们预计2009年的经营情况与2008年相比将略有增长。2010-2011年随全球经济的回复，在未考虑新增经济型酒店的前提下，酒店业务有望恢复实现1500-2000万左右的净利润，增加公司权益净利润1000万左右。

房地产业务09年结算超预期

公司房地产业务主要通过持股51%的浙江中青旅绿城公司运作，目前郑州绿城百合公寓、德清桂花城、德清西子百合三个项目处于回报收益期，随着销售进度的加快，预计2009年将结算完毕三个项目的大部分，德清西子百合项目将剩余少量尾盘到2010年结算完毕。郑州绿城百合公寓、德清桂花城和德清西子百合公寓三个项目合计建筑面积约90万平米，累计销售面积截止09年6月30日已达61.5万平米，其中09年上半年确认销售面积达到17万平米。

公司09年新开工的慈溪新地产项目已定名为玫瑰园，项目拟推出的集平层官邸、联排别墅、小高层公寓三种类型产品为一体的高端楼盘。其利润贡献将在2011年以后逐步体现。据最新了解情况，玫瑰园一期80余套房源已售罄，成交面积6773平米，成交金额为1.51亿，平均售价达到2.23万元/平米，二期预计春节前后推出。预计绿城玫瑰园项目可销售面积在25-26万平米之间，由于工期进展等因素限制，该项目将对2011、2012年公司业绩形成有效支持。按照郑州项目8000元/平米，德清项目6000元

/平米的均价计算，预计2009-2011年，三个项目的房地产业务给公司贡献的权益净利润约1.2亿。

此外，09年上半年中青旅大厦的出租收入达到2479万元，同比增长16%，出租率已经达到95%，预计未来三年保持2200万/年利润贡献。

福彩业务继续稳定增长

公司全资控股子公司北京中青旅风采科技有限公司拥有云、贵、川三省的电脑福利彩票销售经营权。2011年6月9日公司在云南省的彩票销售经营权将到期，而2017年12月31日在贵州和四川的彩票销售经营权也将到期，目前尚无任何到期续约的说法。

09年上半年三省彩票销售量为29亿元，同比增长31.82%，风采科技实现净利润2497万元，同比增长28%。销售增长的主要原因还是新玩法刺激了彩票销售。目前彩票销售行业没有正式运营牌照的概念，上市公司主要通过外包的形式进行操作。我们判断公司在西南三省的彩票行业进入时间较长，参与程度较深，因此合约期满后合作的可能性大，但实现对其他省市的外延式扩张则就目前来看不是非常现实。

表 1: 风采科技业务营业收入预测

单位:百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
彩票销售额	4200	4680	5850	6727.5	7736.625
增长	13.51%	11.43%	25%	15%	15%
收入提取比率	2.69%	2.46%	2.48%	2.50%	2.50%
营业收入	113	115	145	168	193
成本以及费用	45.1	72.39	79.79	94.19	108.31
利润总额	67.9	42.6	65.29	74.00	85.10
实际所得税率	15%	25%	25%	25%	25%
净利润	57.70	31.96	48.96	55.50	63.83
净利润率	51.07%	27.79%	33.75%	33.00%	33.00%
权益利润	47.31	26.93	48.96	55.50	63.83
每股收益贡献 (元)	0.15	0.07	0.12	0.13	0.15

数据来源：公司公告、广发证券研发中心

提高09年盈利预测，维持“买入”评级

表2: 分部权益利润贡献预测

单位：万元

项 目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
乌镇	2164	3703	4800	6500	6820
会展服务	1594	2043	3200	3520	3872
物业出租	1195	2280	2520	2646	2778
风采科技	4730	2800	4896	5550	6383
房地产	2543	4517	8000	4000	8000
EPS贡献(元)	0.38	0.37	0.56	0.53	0.67

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

另外，公司还通过子公司中青旅创格科技及其控股的中青旅海天数码科技公司运作的科技业务。07年7月上述两家公司获得H3C（化为3COM）总代理以来，业绩一直保持稳定增长。我们预计09-11年营业收入增速为7.5%、10%和10%，实现净利润1200万、1400万和1500万。

基于09年地产业务的结算速度以及风采科技业务增长超过我们的预期，我们适当调整了之前对2009与2010年的盈利预测，同时基于09年9月公司慈溪地产项目的实际进展以及项目一期预售完毕的情况，我们增加了对2011年地产业务的盈利预测。

预计09-11年EPS分别为0.55、0.57和0.67元。按照2010年0.57元业绩，25倍市盈率计算，12个月目标价为14.25元，会展业务与景区业务将是业绩持续稳定增长主要动因。策略投资业务方面，09年地产业务结算速度将超预期，而风采科技业务也将出现一定的超预期增长。

风险提示

甲型H1N1流感在全球范围内的继续扩散以及大规模传播的潜在可能将快速抑制国内旅游需求，从而直接影响公司业务。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

中青旅(600138)行情走势



相关研究报告

中青旅(600138.sh)	张皓	2009-06-29
----------------	----	------------

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。