

## 社会服务行业

报告原因: 季报点评

2009 年 10 月 26 日

市场数据: 2009 年 10 月 26 日

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股)      | 4.15       |
| 流通股本(亿股)     | 4.02       |
| 流通市值(亿元)     | 49         |
| 1 年内最高最低价(元) | 14.27/7.52 |

基础数据: 2009 年 9 月 30 日

|            |      |
|------------|------|
| 资产负债率      | 50%  |
| 毛利率        | 25%  |
| 净资产收益率(摊薄) | 8.7% |

### 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

《中青旅调研简报-稳健发展有保证 创新灵活是核心》20090806

《中青旅(600138)深度调研报告: 地产继续谱写精彩 乌镇增长潜力巨大》2009-8-28

### 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

请务必阅读正文之后的特别声明部分

## 中青旅 (600138)

多元化稳健增长符合预期

业绩超预期来源于投资净收益

买入

维持评级

公司研究/点评报告

### 季报概况

- 公司第三季度实现营业收入达 12.5 亿元, 同比上升 28.5%, 实现营业利润 12212 万元, 比去年同期上升 300%, 实现归属于母公司股东的净利润 7360.88 万元, 比去年同期上升 340%。公司前三季度累计实现营业收入 36.7 亿元, 同比上升 24%, 实现归属于母公司股东的净利润 17992 万元, 比去年同期上升 101%, 实现每股收益 0.433 元。

### 季报点评

- 公司各项业务实现平稳增长导致公司三季报营业收入创5年来历史新高。公司三季报显示实现营业收入36.7亿元, 创公司最近5年来同比历史新高, 单季度实现营业收入达到12.5亿, 也创造了单季历史新高。三季报营业收入实现同比增长24%, 主要原因是公司各项业务增长势头平稳。**旅游主业方面:** 公司旅游主业正逐渐走出金融危机和甲型流感的双重影响。(1) 入境游业务正在逐步复苏, 前三季度营业收入恢复到2008 年同期68%, 毛利率较2008 年提高4 个百分点;(2) 公民业务基本恢复到正常年份的水平, 1-9 月份, 国内游营业收入同比增长49%, 出境游营业收入相当于2008 年同期75%, 自由行业务继续呈现快速增长之势;(3) 国庆黄金周期间, 国内游、出境游、自由行业务营业收入同比增幅分别为5%、46%和328%;(4) 联盟公司在国庆60 周年系列活动之第七届中国花卉博览会中提供门票销售服务累计超过 5.8 万人次;(5) 公司企业会展服务业务受客观环境不利因素的影响逐渐淡化, 1-9 月份营业收入同比增长12%;(6) 山水酒店业务1-3 季度营业收入同比增长6%。**策略性投资方面:** (1) 乌镇景区方面, 前三季度营业收入和接待人数同比增幅均分别为41%和39%, IDG 入股乌镇的相关政府报批手续履行完成;(2) 地产业务销售状况良好, 1-9 月实现销售收入8.2 亿元。河南项目、德清桂花城和德清西子三个房地产项目累计销售面积已达73 万平方米, 可售面积剩余8.7 万平方米;慈溪项目预售情况良好;(3) 西南三省电脑福利彩票业务销量继续保持在高位, 1-9 月份累计实现销量45 亿元, 较2008 年同期增幅为32%。
- 三季报投资净收益增长 393%是公司净利润增幅超过收入增幅的主要因素。三季报公司的投资收益占归属于母公司的净利润比重高达 28%, 实现同比增长 393%, 导致公司归属于母公司的净利润同比增长 101%, 远远高于公司营业收入的增速 24%。投资收益大幅增长的主要原因是公司转让可供出售金融资产实现的收益大幅增加所致。

- **盈利预测与投资评级：**鉴于公司投资净收益的大幅增长，我们调增公司2009年每股收益为0.50元，2010年0.57元/股，2011年0.93元，对应PE分别为24、21、13。我们认为，公司是多元化经营成功的旅游类上市公司，公司房地产业务方面，慈溪玫瑰园项目将继续谱写精彩；景区业务方面，乌镇西栅景区增长潜力还很大，2010年以后世博会有可能进一步促进景区业务的增长；福彩业务和高科技代理业务未来保持平稳增长值得期待；旅行社业务毛利率高于同行业；会展业务发展势头喜人。二级市场上公司最近一年来股价走势强于大盘但低于沪深300及我们关注的旅游餐饮指数(见图1:公司最近1年来股价走势图)，我们认为股价走势并没有反映公司的估值水平。分析公司最近5年来的PE-BAND图(见图2)，公司目前的PE水平处于公司历史中下水平，我们继续维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示：**(1) 房地产业务受政策影响波动较大；(2) 旅游服务业务受自然灾害、季节等不确定因素影响较大，脆弱而敏感。

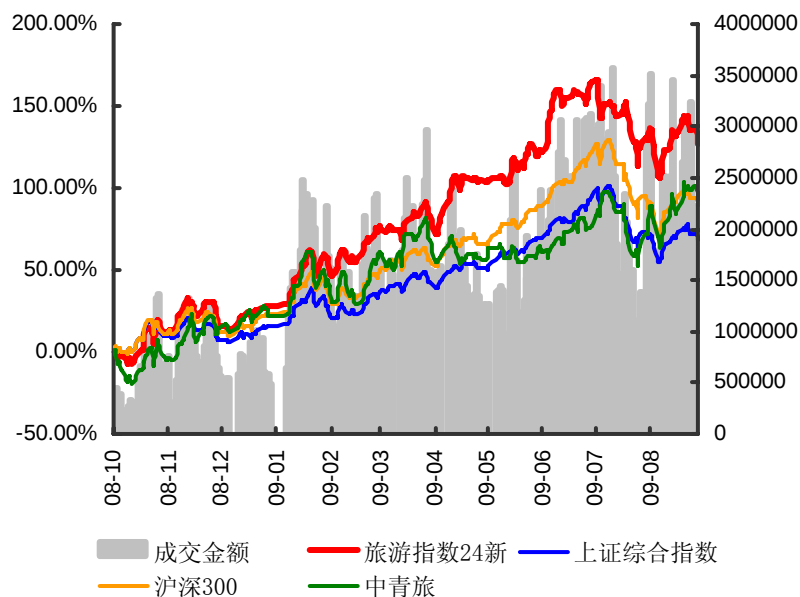
附：

图1： 公司最近1年来股价走势图

图2： 公司最近5年来的PE-BAND图

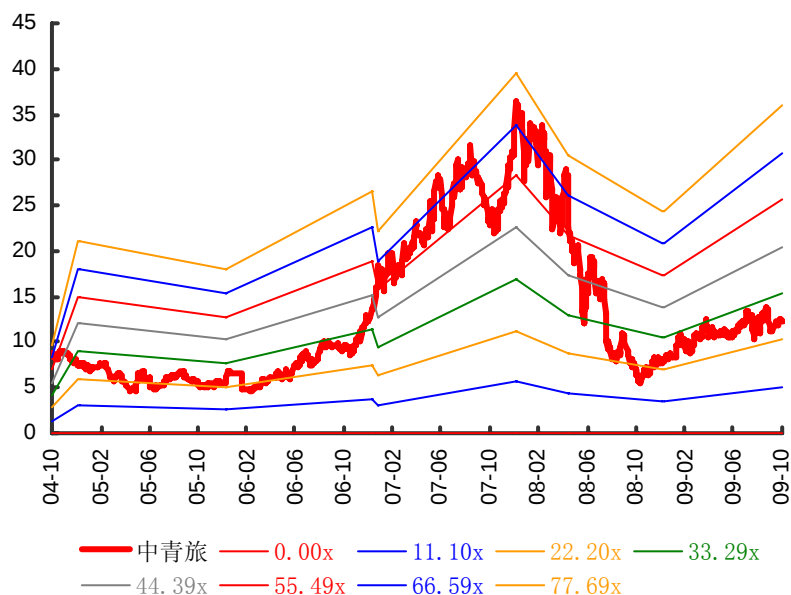
图3： 公司的盈利预测

图1：公司最近1年来股价走势图



资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

图2：公司最近5年来的PE-BAND图



资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

图3：公司的盈利预测

| 单位:百万元      | 2006 年报  | 2007 年报  | 2008 年报  | 2009 (E) | 2010 (E) | 2011 (E) |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 旅游服务业       | 2,442.33 | 2,694.04 | 2,630.88 | 2683.50  | 2978.68  | 3306.34  |
| 毛利率%        | 7.85     | 9        | 10.07    | 9%       | 9%       | 9%       |
| 增长率%        |          | 10.31%   | -2.34%   | 2%       | 11%      | 11%      |
| 房地产销售收入     |          | 1,013.70 | 691.77   | 800      | 738      | 1500     |
| 增长率%        |          |          | -31.76%  | 15.65%   | -7.75%   | 103.25%  |
| 毛利率%        |          | 19.04    | 34.27    | 35%      | 38%      | 40%      |
| 技术服务与产品销售   | 319.21   | 499.24   | 779.47   | 1215.97  | 1872.60  | 2921.25  |
| 毛利率%        | 37.32%   | 27.75%   | 19.78%   | 20%      | 20%      | 20%      |
| 增长率%        |          | 56.40%   | 56.13%   | 56%      | 54%      | 56%      |
| 景区经营收入      |          | 157.86   | 240.89   | 297.50   | 464.40   | 621.47   |
| 毛利率%        |          | 87.09%   | 84.16%   | 84.16%   | 84.16%   | 84.16%   |
| 增长率%        |          |          | 52.60%   | 23.50%   | 56.10%   | 33.82%   |
| 酒店          | 104.26   | 130.05   | 198.05   | 192.11   | 226.69   | 251.62   |
| 毛利率%        | 74.56%   | 75.70%   | 74.09%   | 74.09%   | 74.09%   | 74.09%   |
| 增长率%        |          | 24.74%   | 52.29%   | -3%      | 18%      | 11%      |
| 房屋租金        |          | 37.6     | 47.34    | 55       | 55       | 56       |
| 毛利率%        |          | 25.95%   | 50.23%   | 50.23%   | 50.23%   | 50.23%   |
| 增长率%        |          |          | 93.56%   | 16%      | 1%       | 1%       |
| 一、主营业务收入合计： | 2,865.80 | 4,374.63 | 4,347.51 | 5,244.00 | 6,335.83 | 8,656.70 |
| 增长率%        |          | 52.65%   | -0.62%   | 20.62%   | 20.82%   | 36.63%   |
| 旅游服务业       | 2,250.58 | 2,451.54 | 2,366.08 | 2441.98  | 2710.60  | 3008.77  |
| 房地产销售收入     |          | 820.72   | 454.74   | 520      | 457.56   | 900      |
| 技术服务与产品销售   | 200.08   | 360.7    | 625.31   | 972.78   | 1498.08  | 2337.00  |
| 景区经营收入      |          | 20.39    | 38.17    | 47.12    | 73.56    | 98.44    |
| 酒店          | 26.52    | 31.6     | 51.31    | 49.78    | 58.73    | 65.20    |
| 房屋租金        |          | 27.84    | 23.56    | 27.33    | 27.60    | 27.88    |
| 营业成本合计：     | 2,477.18 | 3,712.79 | 3,559.17 | 4,058.99 | 4,826.14 | 6,437.29 |
| 增长率%        |          | 49.88%   | -4.14%   | 14.04%   | 18.90%   | 33.38%   |
| 营业税金及附加     | 23.9     | 114.77   | 103.12   | 125.86   | 152.06   | 207.76   |
| 营业税金及附加率    | 0.83%    | 2.62%    | 2.37%    | 2.40%    | 2.40%    | 2.40%    |
| 销售费用        | 168.24   | 271.9    | 367.43   | 419.52   | 506.87   | 692.54   |
| 销售费用率%      | 5.87%    | 6.22%    | 8.45%    | 8.00%    | 8.00%    | 8.00%    |
| 管理费用        | 115.53   | 151.53   | 212.67   | 221.30   | 268.01   | 366.18   |
| 管理费用率%      | 4.03%    | 3.46%    | 4.89%    | 4.22%    | 4.23%    | 4.23%    |
| 财务费用        | 6.2      | 9.98     | 14.31    | 29.37    | 31.68    | 49.34    |
| 财务费用率       | 0.22%    | 0.23%    | 0.33%    | 0.56%    | 0.50%    | 0.57%    |
| 资产减值损失      | 2.86     | 24.65    | 34.88    | 0        | 0        | 0        |
| 二、营业总成本合计：  | 2,793.91 | 4,285.62 | 4,291.58 | 4,855.03 | 5,784.75 | 7,753.11 |



|                    |        |        |        |        |        |        |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务利润:            | 71.89  | 89.01  | 55.93  | 388.97 | 551.08 | 903.60 |
| 三、其他经营收益           |        |        |        |        |        |        |
| 公允价值变动净收益          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资净收益              | 38.3   | 53.13  | 0.39   | 51     | 0      | 0      |
| 其中:对联营企业和合营企业的投资收益 | -18.7  | -3.64  | 0.35   | 0      | 0      | 0      |
| 四、营业利润             | 122.11 | 300    | 297.23 | 438.97 | 551.08 | 903.60 |
| 加: 营业外收入           | 1.89   | 8.15   | 14.35  | 13.59  | 0      | 0      |
| 减: 营业外支出           | 2.66   | 1.68   | 2.24   | 7.8    | 0      | 0      |
| 五、利润总额             | 121.33 | 306.47 | 309.34 | 444.76 | 551.08 | 903.60 |
| 减: 所得税             | 16.93  | 69.74  | 78.24  | 106.19 | 137.77 | 225.90 |
| 所得税率               | 13.95% | 22.76% | 25.29% | 25%    | 25%    | 25%    |
| 六、净利润              | 104.4  | 236.73 | 231.1  | 338.57 | 413.31 | 677.70 |
| 减: 少数股东损益          | 6.8    | 74.01  | 101.04 | 136.98 | 177.72 | 291.41 |
| 少数股东权益率:           | 6.51%  | 31.26% | 43.72% | 43%    | 43%    | 43%    |
| 归属于母公司所有者的净利润      | 97.6   | 162.72 | 130.06 | 202.58 | 235.59 | 386.29 |
| 七、每股收益:            |        |        |        |        |        |        |
| (一) 基本每股收益(元)      | 0.37   | 0.52   | 0.313  | 0.50   | 0.57   | 0.93   |
| 八、总股本(百万)          | 267    | 319.5  | 415.3  | 415.3  | 415.3  | 415.3  |

### 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。