

中青旅 (600138)

主业快速恢复 策略投资锦上添花

增持/ 首次评级

股价: RMB17.47

吴红光

+0755-82492069

wuhg@lhqz.com

李珊珊

+0755-82364411

liss@lhqz.com

耿邦昊

+0755-82080081

gengbh@lhqz.com

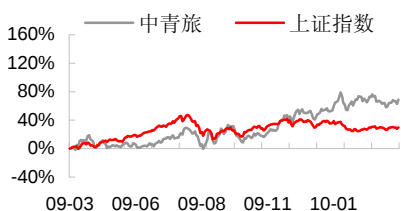
相关研究

基础数据

总股本(百万股)	415
流通A股(百万股)	333
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	5816

- 2009 年公司实现营业收入 62 亿元, 同期增长 34.9%; 净利润 2.5 亿元, 折合 EPS0.61 元, 同比增长 95%。其中, 公司 4 季度实现营业收入 25.19 亿元, 同比增长 55.34%; 归属母公司净利润 7270 万元, 同比增长 79.2%。
- 公司旅游主业逐步走出金融危机和甲流的影响, 入境旅游和出境旅游销售收入恢复至 08 年的 69%和 75%, 实现销售收入 2.24 亿和 3.29 亿元; 国内旅游较去年同期增长 28%, 实现销售收入 1.65 亿元。会展业务在 2009 年实现营业收入 5.3 亿元, 净利润 2044 万元。
- 公司策略投资表现抢眼, 成为净利润增长的主要来源。报告期内, 公司转让可供出售金融资产实现 5368 万元投资收益, 以及房地产项目确认收入大幅增加, 实现净利润 2.27 亿元, 同比增长 165%。
- 乌镇景区业务继续快速增长, 09 年乌镇共接待游客 324 万人次, 同比增长 29%; 其中西栅接待游客 83 万人次, 同比增长 51%。西栅游客的快速增长带动景区平均票价上升至 50 元/人。景区实现净利润 9065 万元, 较 2008 年同期增长 47%, 景区净利润率从 08 年的 26%上升至 31%。IDG 入股乌镇的增资款已全部到位, 乌镇旅游的公司类型变更为中外合资经营企业。
- 2010 年在行业景气度回升和世博会等一系列事件的刺激下, 公司的旅行社业务和景区业务有望迅速提升, 2010 年业绩增长将回归主业。我们预测 2010 年公司旅游服务业务和乌镇景区项目合计实现净利润为 4951 万和 1.6 亿元, 同比增长 34%和 72%。
- 郑州和德清项目结算已接近尾声, 而慈溪项目预计最快将于 2011 年进入结算期。结算面积的下降, 房地产业务销售收入 2010 年将出现较大幅度的下滑, 成为拖累公司 2010 年业绩增长的主要原因。
- 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.60/0.82/0.92 元, 结合各业务分类估值和 DCF 估值, 公司的合理价值为 19.2 元左右。考虑到旅游行业的盈利低基数效应, 世博会带来乌镇游客超预期增长, 我们给予公司“增持”的投资评级。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4588.4	6190.9	5709	8103	9158
(+/-%)	1.2	34.9	-7.8	41.9	13.0
归属母公司净利润(百万元)	130.1	252.6	249	343	380
(+/-%)	-20.1	94.2	-1.6	37.8	11.0
EPS(元)	0.31	0.61	0.60	0.82	0.92
P/E(倍)	55.8	28.7	29.2	21.2	19.1

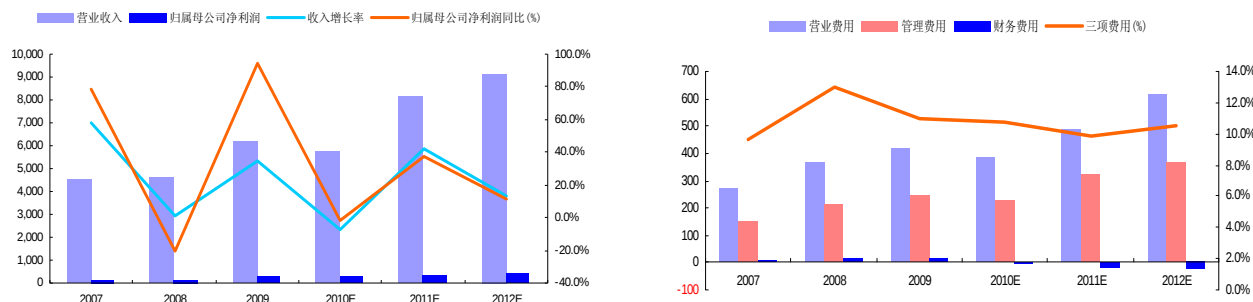
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

2009 年业绩回顾—主业快速恢复、策略投资锦上添花

公司 09 年全年实现主营业务收入 62 亿元，较 2008 年同期增长 34%；归属母公司净利润 2.5 亿元，较 2008 年同期增长 95%。其中，公司 4 季度实现营业收入 25.19 亿元，同比增长 55.34%；归属母公司净利润 7270 万元，同比增长 79.2%。

2010 年净利润大幅增长主要来自报告期内转让可供出售金融资产实现 5368 万元投资收益，以及房地产业务实现 1.2 亿元的投资收益。

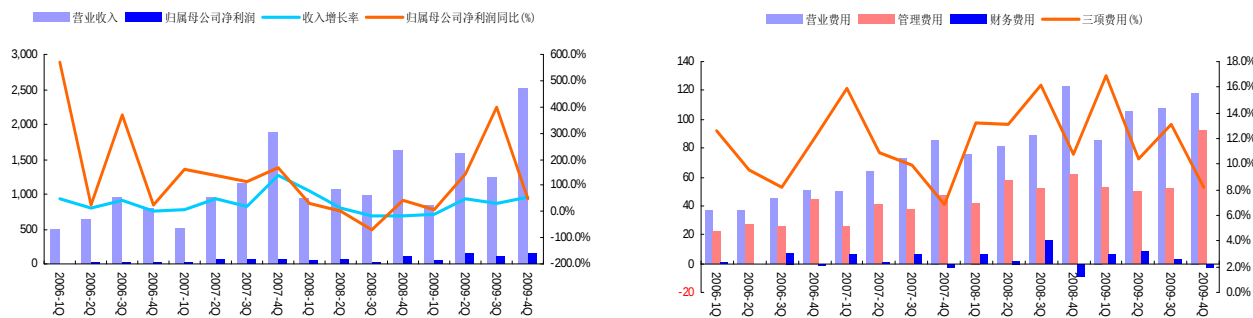
图 1：公司经营情况及预测



资料来源：华泰联合证券研究

资料来源：华泰联合证券研究

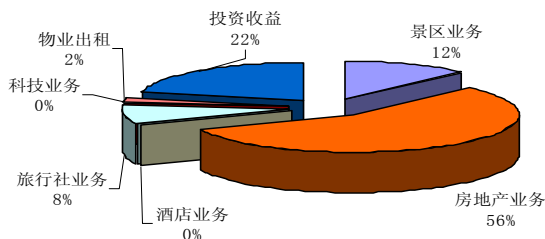
图 2：公司季度经营情况及预测



资料来源：华泰联合证券研究

资料来源：华泰联合证券研究

图 3：09 年净利润增长构成



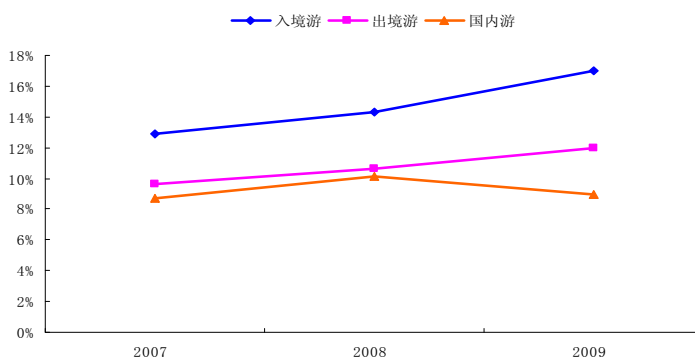
资料来源：华泰联合证券研究

旅游主业快速恢复

旅游主业正逐步走出金融危机和甲流的影响。公司本部的入境旅游和出境业务 09 年全年营业收入恢复至 08 年同期的 69%和 75%；国内旅游销售收入同比增长 28%，实现销售收入 1.65 亿元。

公司“三游业务”在采购整合、产品创新、营销创新、渠道拓展等方面取得一定成绩，在旅游行业遭遇较大的困难下，公司出境游和入境游的毛利率出现不同程度的上升，本部入境游业务从 08 年的 14.73%上升至 17%；出境游毛利率从 10.6%上升至 12%。

图 4：出境游和入境游毛利率延续上升趋势

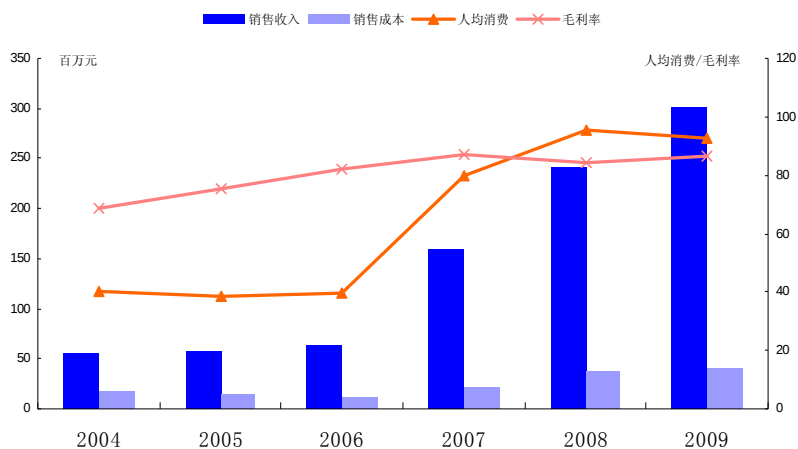


资料来源：华泰联合证券研究

乌镇景区 09 年共接待游客 324 万人次，比去年同期增长 29%，其中东栅 241 万人次，西栅 83 万人次；实现销售收入 3.04 亿元，较 2008 年同期增长 26%，其中门票收入 1.62 亿元，综合收入 1.38 亿元，基本实现了从“单一门票型”向“综合型目的地”的业务模式的成功转型，实现净利润 9065 万元，较 2008 年同期增长 47%。

IDG 入股乌镇的增资款已全部到位，乌镇旅游的公司类型变更为中外合资经营企业，引入境外战略投资者，意味着乌镇公司境外 IPO 或将成为可能。这也将成为公司未来股价表现的重要催化剂。

图 5:乌镇景区经营情况



资料来源：华泰联合证券研究

策略投资表现抢眼

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超过 73 万平方米,实现销售收入 18.3 亿元,实现净利润 2.27 亿元,同比增长 165%。

09 年公司股票投资收益 5234 万元,折合 EPS0.13 元,其中 2、3 季度共实现投资收益 4900 万元。

表 1: 公司房地产项目简介

项目名称	中青旅绿城持股比例 (%)	上市公司最终权益占比	可售建筑面积 (平方米)	总投资 (百万)
德清百合公寓	50	26	165,000.00	678.00
德清桂花城	95	48	237,000.00	1,030.00
郑州绿城百合公寓	77	39	340,000.00	1,200.00
慈溪玫瑰项目	100	51	222,000.00	225.00

资料来源：公司公告、联合证券研究所整理

2010 年展望-盈利增长回归主业

在行业景气度回升和世博会等一系列事件的刺激下,公司的旅行社业务和景区业务 2010 年有望迅速提升,2010 年业绩中有超过 80%来自经常性收益。我们预测 2010 年公司旅游服务业务和乌镇景区项目合计实现净利润为 4951 万和 1.6 亿元,同比增长 34%和 72%。

公司郑州和德清项目结算已接近尾声,慈溪项目预计最快将于 2011 年底进入结算期。2010 年房地产结算面积的下滑,将成为拖累公司 2010 年业绩增长的主要原因

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.60/0.82/0.92 元,结合各业务分类估值和 DCF 估值,公司的合理价值为 19.2 元左右。考虑到旅游行业的盈利低基数效应,世博会带来乌镇游客超预期增长,我们给予公司“增持”的投资评级。

盈利预测

资产负债表					利润表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3070	2980	3835	4637	营业收入	6191	5709	8103	9158
现金	585	867	864	1094	营业成本	4712	4359	6262	7057
应收账款	406	402	553	681	营业税金及附加	202	186	264	299
其他应收款	427	165	236	310	营业费用	418	388	486	618
预付账款	236	376	413	608	管理费用	246	228	324	366
存货	1395	1171	1769	1945	财务费用	14	-2	-16	-22
其他流动资产	20	0	0	0	营业利润	628	549	782	839
非流动资产	2578	2538	2435	2336	营业外收入	22	0	0	0
长期投资	25	21	21	21	营业外支出	13	0	0	0
固定资产	1387	1476	1491	1473	利润总额	637	549	782	839
无形资产	493	447	401	355	所得税	176	121	184	184
其他非流动资产	672	594	521	486	净利润	461	428	598	654
资产总计	5647	5518	6270	6973	少数股东损益	208	179	255	274
流动负债	2065	1842	2130	2346	归属于母公司净利润	253	249	343	380
短期借款	8	0	0	0	EBITDA	780	647	874	929
应付账款	661	578	835	938	EPS (元)	0.61	0.60	0.82	0.92
其他流动负债	1396	1264	1295	1408					
非流动负债	508	158	108	78	主要财务比率				
长期借款	470	120	70	40		2009	2010E	2011E	2012E
其他非流动负债	37	37	37	37	成长能力				
负债合计	2573	2000	2238	2424	营业收入	34.9%	-7.8%	41.9%	13.0%
少数股东权益	928	1107	1362	1636	营业利润	111.3%	-12.7%	42.5%	7.3%
股本	415	415	415	415	归属于母公司净利润	94.2%	-1.6%	37.8%	11.0%
资本公积	898	898	913	913	获利能力				
留存收益	850	1098	1341	1584	毛利率 (%)	23.9%	23.6%	22.7%	22.9%
归属于母公司股东权益	2146	2412	2670	2913	净利率 (%)	4.1%	4.4%	4.2%	4.2%
负债和股东权益	5647	5518	6270	6973	ROE (%)	11.8%	10.3%	12.8%	13.0%
					ROIC (%)	15.5%	15.0%	17.6%	17.8%
现金流量表					偿债能力				
	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率 (%)	45.6%	36.2%	35.7%	34.8%
经营活动现金流	587	671	130	397	净负债比率 (%)	26.35%	17.56%	13.34%	10.92%
净利润	461	428	598	654	流动比率	1.49	1.62	1.80	1.98
折旧摊销	138	101	108	112	速动比率	0.81	0.98	0.97	1.15
财务费用	14	-2	-16	-22	营运能力				
投资损失	-54	0	0	0	总资产周转率	1.21	1.02	1.37	1.38
营运资金变动	-13	141	-576	-363	应收账款周转率	15	13	16	14
其他经营现金流	40	3	16	15	应付账款周转率	8.78	7.04	8.87	7.96
投资活动现金流	-167	-63	-11	-18	估值比率				
资本支出	97	93	63	53	P/E	28.72	29.19	21.19	19.09
筹资活动现金流	-171	-327	-121	-149	P/B	3.38	3.01	2.72	2.49
现金净增加额	248	282	-2	230	EV/EBITDA	10	12	9	9

数据来源：华泰联合研究所。

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com