

旅游综合III

署名人: 曾光

执业证书编号: S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

6-12个月目标价: 20.00元

当前股价: 17.21元

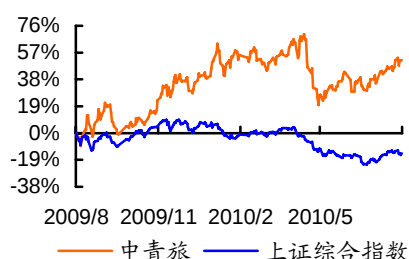
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2606.70
总股本(百万)	415
流通股本(百万)	333
流通市值(亿)	57
EPS (TTM)	0.63
每股净资产(元)	7.40
资产负债率	45.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中青旅	9.83	21.20	-0.96
上证综合指数	6.38	-3.83	-13.63



相关报告

《中青旅-2010-2011年业绩相对有保障 子业务具有分拆上市预期》2010-5-11

《中青旅-一季度各业务版块实现较快增长 业务分拆上市或成股价催化剂》2010-4-26

《中青旅-分拆上市将给公司带来发展新局面》2010-4-19

中青旅

600138

推荐

旅游主业保持良好增长 地产业务收益超预期

2010年1-6月,公司实现营业收入24.35亿元,同比增长0.54%;实现营业利润2.46亿元,同比下降4.96%;实现归属于母公司所有者的净利润1.17亿元,同比增长10.24%。基本每股收益0.282元,略超预期。

投资要点:

- **公司收入增速较一季度下滑主要归因于地产业务结算收入大幅下滑。**今年上半年,原有地产项目仅余尾盘结算,因此中青旅绿城结算收入大幅下降85.76%。但与此同时,公司旅游主业保持良好增长态势,特别是约占收入半壁江山的传统旅行社业务,其收入同比大幅增长29.45%,是营业总收入保持稳定增长的关键因素。其中,本部入境游、出境游、国内游以及百变自由行业务收入分别较09年同期增长-9%、59%、10%、138%。此外,上海世博利好公司会展和乌镇业务,其上半年收入分别增长64%和25%。创科科技因H3C分销业务增长超预期而使得公司产品销售与技术服务收入同比增长37%。
- **公司净利润增长略超我们预期也主要归因于地产业务。**市场一般认为今年公司在地产业务和证券投资收益将会大幅减少的背景下,各财报业绩将会明显下降,而我们此前一直认为2010年公司旅游主业将能实现较好增长,而策略投资贡献有增有减,公司整体业绩不会大幅下滑。实际情况看,公司中报业绩仍略超预期。对比公司中报各细分业务盈利和我们全年分业务预测(见附表4),地产业务是超预期关键。上半年,地产业务在收入同比大幅下滑同时,权益利润却基本持平,贡献EPS 0.10元。此外,证券投资业务投资收益同比下降71%,贡献EPS 0.02元,会展和乌镇业务填补了损失,而风采科技权益收益持平。
- **乌镇分拆境外上市取得实质性进展。**近日,公司股东大会已审议通过乌镇旅游在境外首次公开发行H股股票的相关预案,预计发行规模不少于经扩大后总股本的25%。乌镇旅游分拆上市有利于拓展其融资空间,有利于管理层股权激励推出,有利于提升乌镇的国际知名度,有利于景区业务的异地扩张,加快发展壮大步伐。而中青旅在乌镇旅游分拆上市后虽短期权益利润被摊薄,但中长期将因乌镇旅游的更快增长而获益。此外,2011年地产业务的大幅结算为公司短期业绩护航。
- **维持“推荐”投资评级。**在调高2010年地产业务权益收益和暂不考虑乌镇股本摊薄基础上,预测公司2010-2012年EPS分别为0.56、0.79、1.01元。我们看好公司的治理结构、创新能力与盈利前景,子业务的分拆上市与平台战略也将为公司带来更大的发展空间和投资价值。
- **风险提示:**乌镇旅游H股分拆上市带来的估值标准调整;宏观调控政策对地产业务带来的不确定性影响。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6191	5714	7499	9019
同比(%)	35%	-8%	31%	20%
归属母公司净利润(百万元)	253	231	329	420
同比(%)	94%	-9%	43%	28%
毛利率(%)	23.9%	22.1%	24.1%	25.5%
ROE(%)	11.8%	10.1%	12.5%	13.8%
每股收益(元)	0.61	0.56	0.79	1.01
P/E	28.30	30.97	21.72	17.00
P/B	3.33	3.11	2.72	2.35
EV/EBITDA	10	13	8	7

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 中青旅 2010 年中报各主要财务指标同比变化情况

指标 (单位: 百万元)	2010H1	2009H1	同比增加 (%)
旅游服务收入	1191.52	920.44	29.45%
企业会展服务收入	370.90	225.52	64.46%
酒店业收入	104.44	92.15	13.34%
产品销售与技术服务收入	459.62	366.73	36.97%
景区经营收入	189.81	138.58	25.33%
房地产销售收入	92.93	652.45	-85.76%
房屋租金	25.64	25.85	-0.79%
营业总收入	2435.37	2422.21	0.54%
营业总成本	2243.28	2190.92	2.39%
营业成本	1865.82	1801.13	3.59%
营业税金及附加	35.28	75.63	-53.35%
销售费用	213.14	191.56	11.26%
管理费用	125.23	102.18	22.56%
财务费用	3.48	13.64	-74.50%
资产减值损失	0.34	6.78	-95.01%
投资收益	54.16	27.80	94.84%
营业利润	246.25	259.09	-4.96%
营业外收入	17.80	13.59	31.00%
营业外支出	1.83	7.80	-76.58%
利润总额	262.22	264.87	-1.00%
所得税费用	58.50	72.09	-18.86%
净利润	203.72	192.78	5.68%
少数股东损益	86.53	86.47	0.07%
归属于母公司所有者的净利润	117.19	106.31	10.24%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2: 中青旅 2010 年中报重要财务比率的同比变化

指标	2010H1	2009H1	同比增减
旅游服务毛利率	8.41%	8.69%	-0.28%
企业会展服务毛利率	10.56%	12.37%	-1.81%
酒店业毛利率	76.69%	75.04%	1.66%
产品销售与技术服务毛利率	22.44%	25.08%	-2.63%
景区经营毛利率	81.70%	86.25%	-4.55%
房地产销售毛利率	82.71%	33.65%	49.06%
房屋租赁毛利率	56.41%	48.09%	8.33%
综合毛利率	23.39%	25.64%	-2.25%
销售费用率	8.75%	7.91%	0.84%
管理费用率	5.14%	4.22%	0.92%
财务费用率	0.14%	0.56%	-0.42%
期间费用率	14.04%	12.69%	1.35%
净资产收益率	5.42%	5.33%	0.08%

资料来源: 中投证券研究所

图 1: 中青旅 2005-2010 年中报营业收入

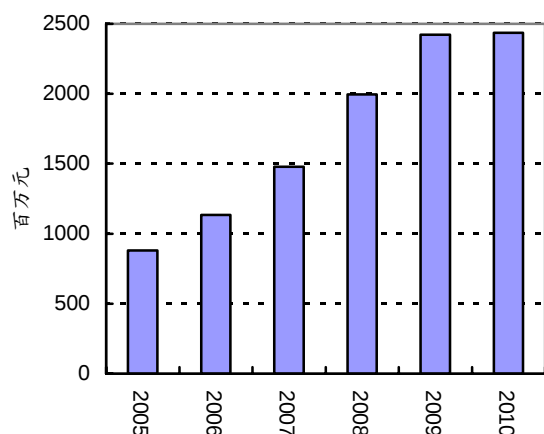
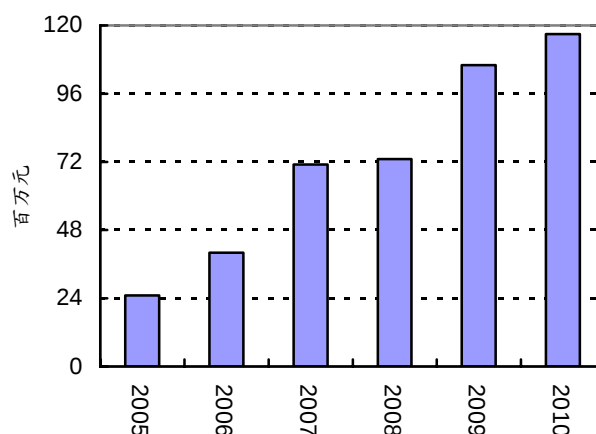


图 2: 中青旅 2005-2010 年中报净利润



资料来源: Wind、中投证券研究所

关键假设:

假设 2010-2012 年公司的传统旅行社业务收入分别同比增长 15%、12%、12%;

10-12 年企业会展服务业务收入分别同比增长 25%、5%、15%;

风采高科业务收入 10-12 年分别同比增长 25%、-5%、5% (假定 2011 年云南业务不续期);

乌镇旅游营业收入 10-12 年分别同比增长 40%、-2%、25%;

中青旅大厦业务收入 10-12 年年均增长 6%;

慈溪玫瑰园一期 9 万平米 2011 年结算, 二期 13 万平米 2012 年结算;

各公司所得税率维持现有预期。

表 3: 中青旅 2010-2012 年营业收入预测

主营业务类别	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)				
旅游产品服务	2319	2829	3112	3423
企业会展服务	529	661	694	798
酒店业	200	230	265	305
IT 产品销售与技术服务	973	1217	1156	1214
景区	304	425	417	521
房地产	1816	300	1800	2700
房屋租金	50	53	56	59
合计:	6191	5714	7499	9019
营业成本 (百万元)				
旅游产品服务	2127	2574	2825	3101
企业会展服务	465	575	600	689
酒店业	50	58	66	76
IT 产品销售与技术服务	789	986	936	983

景区	56	72	71	89
房地产	1201	165	1170	1755
房屋租金	23	24	26	28
合计:	4712	4454	5695	6720

资料来源: 中投证券研究所

表 4: 中青旅分业务 EPS 贡献预测

业务类别	2008	2009	2010E	2011E	2012E
企业会展服务	0.06	0.05	0.09	0.10	0.12
景区	0.09	0.13	0.18	0.17	0.20
风采科技	0.07	0.09	0.11	0.12	0.11
房地产	0.11	0.28	0.10	0.33	0.46
股票投资	-0.09	0.13	0.03	0.03	0.04
其他业务	0.08	-0.06	0.05	0.06	0.08
合计:	0.31	0.61	0.56	0.79	1.01

资料来源: 中投证券研究所

表 5: 假设乌镇旅游发行经扩大后总股本的 25% 的 H 股股份后股权结构变化

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
中青旅	15000	51 %	15000	38.25 %
桐乡市乌镇古镇旅游投资有限公司	10000	34 %	10000	25.50 %
Hao Tian Capital I, limited	1471	5 %	1471	3.75 %
Hao Tian Capital II, Limited	2941	10 %	2941	7.50 %
H 股公众股东	0	0	9804	25 %
合计	29412	100.00 %	39216	100 %

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3070	2772	3603	4476	营业收入	6191	5714	7499	9019
现金	585	487	632	956	营业成本	4712	4454	5695	6720
应收账款	406	405	530	623	营业税金及附加	202	143	187	244
其它应收款	427	264	370	494	营业费用	418	394	480	631
预付账款	236	299	386	415	管理费用	246	263	300	361
存货	1395	1317	1684	1988	财务费用	14	11	11	3
其他	20	0	0	0	资产减值损失	24	28	29	27
非流动资产	2578	2904	3078	3316	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	25	27	27	27	投资净收益	54	60	26	18
固定资产	1387	1533	1557	1667	营业利润	628	481	823	1051
无形资产	493	675	807	939	营业外收入	22	0	0	0
其他	672	670	688	683	营业外支出	13	0	0	0
资产总计	5647	5677	6682	7792	利润总额	637	481	823	1051
流动负债	2065	1824	2214	2535	所得税	176	130	206	263
短期借款	8	59	39	0	净利润	461	351	617	788
应付账款	661	535	715	865	少数股东损益	208	120	288	368
其他	1396	1230	1460	1670	归属母公司净利润	253	231	329	420
非流动负债	508	508	508	508	EBITDA	780	611	967	1194
长期借款	470	470	470	470	EPS (元)	0.61	0.56	0.79	1.01
其他	37	37	37	37					
负债合计	2573	2332	2721	3043	主要财务比率				
少数股东权益	928	1048	1336	1704	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	415	415	415	415	成长能力				
资本公积	898	898	898	898	营业收入	34.9%	-7.7%	31.2%	20.3%
留存收益	850	997	1326	1747	营业利润	111.3%	-23.4%	71.1%	27.7%
归属母公司股东权益	2146	2297	2625	3045	归属于母公司净利润	94.2%	-8.6%	42.6%	27.7%
负债和股东权益	5647	5677	6682	7792	获利能力				
					毛利率	23.9%	22.1%	24.1%	25.5%
					净利率	4.1%	4.0%	4.4%	4.7%
					ROE	11.8%	10.1%	12.5%	13.8%
					ROIC	15.5%	10.3%	15.8%	18.1%
					偿债能力				
					资产负债率	45.6%	41.1%	40.7%	39.0%
					净负债比率	26.35	32.80%	27.44	22.83%
					流动比率	1.49	1.52	1.63	1.77
					速动比率	0.81	0.79	0.86	0.98
					营运能力				
					总资产周转率	1.21	1.01	1.21	1.25
					应收账款周转率	15	13	15	14
					应付账款周转率	8.78	7.45	9.11	8.51
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.61	0.56	0.79	1.01
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	0.65	1.02	1.77
					每股净资产(最新摊薄)	5.17	5.53	6.32	7.33
					估值比率				
					P/E	28.30	30.97	21.72	17.00
					P/B	3.33	3.11	2.72	2.35
					EV/EBITDA	10	13	8	7

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、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 中国国旅、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、湘鄂情。

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