

旅游综合 III



中青旅 (600138)

推荐 (维持)

地产平稳过渡、旅游主业快速增长

市场数据

报告日期	2010-8-16
收盘价(元)	17.21
总股本(百万股)	415.35
流通股本(百万股)	332.91
总市值(百万元)	7148.17
流通市值(百万元)	5729.40
净资产(百万元)	2187.30
总资产(百万元)	5589.76
每股净资产	5.27

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6191	5028	5400	5914
同比增长(%)	34.9%	-18.8%	7.4%	9.5%
净利润(百万元)	253	227	267	334
同比增长(%)	94.2%	-10.3%	17.9%	24.9%
毛利率(%)	23.9%	26.1%	24.5%	22.7%
净利率(%)	4.1%	4.5%	5.0%	5.6%
净资产收益率(%)	11.77%	9.83%	10.76%	12.32%
每股收益(元)	0.61	0.55	0.64	0.80
每股经营现金流(元)	1.41	0.23	0.59	0.71

相关报告

《连锁景区经营迈出关键一步》2010-6-7

《各主业均呈快速增长之态》2010-4-26

《第三季度保持利润高速增长》2009-10-27

投资要点

事件:

中青旅 2010 年中报显示, 公司本期实现收入 24.35 亿, 同比增长 0.54%; 实现归属母公司净利润 11719 万元, 同比增长 10%; 扣除非经常性损益后得净利润为 10480 万元, 同比增长 34.22%。上半年实现每股收益 0.282 元。

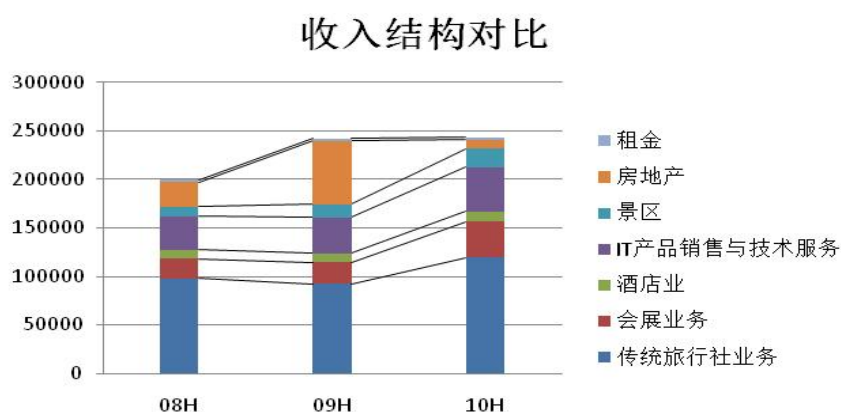
点评:

- 总体而言, 公司的旅游相关业务——乌镇景区、北京会展公司、旅行社、山水酒店本期快速增长; 其余策略投资类业务——房地产、创格科技、风采科技等保持平稳; 证券投资收益同比减少 2000 万元, 这也是扣除非经常性损益后净利润增幅大于净利润增幅的主因。
- 乌镇景区权益净利增加 1200 万、财务费用减少 1000 万、房地产业务结算利润同比保持平稳, 是本期利润实现同比增长的三个关键因素。
- 山水酒店尽管利润贡献的绝对额不高(中青旅持股 51%, 本期贡献权益净利 371 万), 但较去年同期已成功扭亏, 随经济状况好转酒店业务经营向好, 是本期旅游主业的一大亮点。

刘璐丹 S0190210060005
021-3856 5944

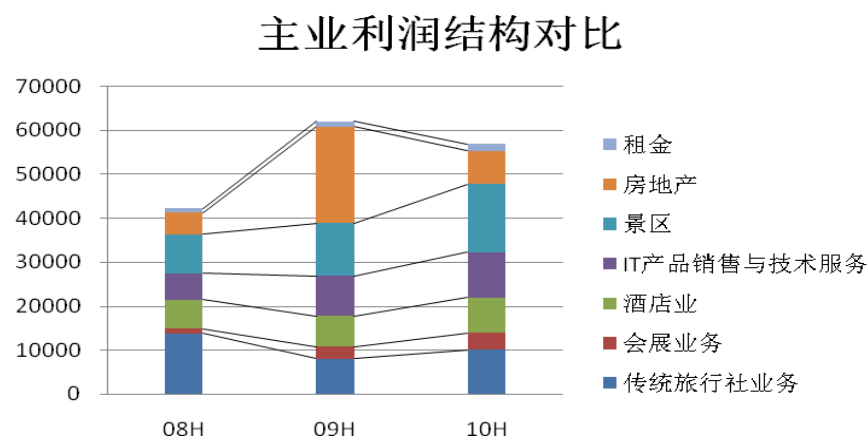
- **收入和利润结构：**房地产收入 9293 万，同比减少 86%，毛利率 83%，同比提升 50 个百分点；因而尽管收入大幅下降，但地产净利润与 09 年中期持平。**传统旅行社、会展、科技业务、景区收入**分别同比增长 29%、64%、25%、37%，这些业务收入的显著增长填补了地产业务下滑部分，令收入总额基本持平。利润额方面，地产毛利额下降了 1.43 亿；但由于旅行社接待快速反弹、乌镇景区和会展业务都增长良好，其余业务的毛利额合计增长 8100 万。

图 1、收入结构对比



数据来源：兴业证券研发中心

图 2、分业务利润结构对比



数据来源：兴业证券研发中心

- **乌镇：**接待量增长 45%、净利润增长 50%，实现市场预期内的高增长。预计下半年在旅游旺季和世博的双驱动下，增速有望再提。随西栅景区的快速增长，乌镇接待量大增 45%，达 219 万，较 09 年中期增速提升了 8 个百分点。景区总收入 1.89 亿，同比增长 31%；净利润 7197 万元，同比增长 50%。景

区净利率提升 3.3 个百分点。

6 月份以来，乌镇西栅的酒店一直在供不应求的状态，工作日入住率也能维持在 80%以上。我们预计三季度乌镇仍将保持高增长，全年利润增速有望高于上半年。

表 1、各期乌镇景区收益

	2008H	2009H	2010H	2007A	2008A	2009A
景区总收入（万人）	10800	13824	18939	15786	24089	30445
乌镇净利润（万人）	3724	4798	7197	3606	6173	7548
人数（万人）	110	151	219	200	252	324
净利率	34.48%	34.71%	38.00%	22.84%	25.63%	24.79%
权益净利润 （09 年以前 60%， 之后为 51%）	2234	2447	3670	2164	3704	3850

资料来源：兴业证券研发中心

- **会展：**上半年会展业务营收同比增长 64%，较 09 年同期的增速大幅提升，会展业务在沪深两地顺利展开。本期毛利率为 10.56%，同比下降了 1.8 个百分点，我们认为这是随着更多竞争者进入会展领域，行业的整体趋势。由于公司承接的大型会展业务主要在出境游领域，该业务仍将维持较高毛利率。

表 2、各期会展业务收益

	2008H	2009H	2010H	2007A	2008A	2009A
总收入（万元）	20881	22552	37090	25100	47800	52884
增速	78.00%	8.00%	64.46%	-----	90.44%	10.64%
毛利率	-----	12.37%	10.56%	-----	-----	12.08%

资料来源：兴业证券研发中心

- **房地产业务：**收入下滑 85%，但净利润与去年同期基本持平。慈溪项目预售 5.39 亿元，地产业务利润有望平稳过渡。

地产利润与去年同期基本持平，我们认为有两个原因：1、公司上半年集中确认郑州、德清尾盘的利润；2、后期确认收益的楼盘单价较之前更高，利润率提升。

目前浙江慈溪项目已实现预售 5.39 亿元，预计自明年下半年开始确认收益。今年郑州、德清项目结算基本完成，明年慈溪项目承接上，公司房地产业务有望实现平稳过渡，避免了对总利润的过大扰动。

表 3、各期房地产业务收益

	2008H	2009H	2010H	2007A	2008A	2009A
--	-------	-------	-------	-------	-------	-------

房地产收入（万元）	25209.00	65245.02	9293.36	101370.00	69177.00	180960.00
净利润（万元）	1572.55	8114.40	8063.00	4985.00	8857.00	22711.68
毛利率	19.59%	33.65%	82.71%	18.51%	34.26%	33.82%
净利润率	6.24%	12.44%	86.76%	4.92%	12.80%	12.55%
权益净利润	802	4138	4112	2542	4517	11583

资料来源：兴业证券研发中心

- **其余业务保持平稳**，风采科技净利润持平、创格科技净利润 1636 万，同比增长 225%，净利率为 4.31%，大幅提升了 2.6 个百分点。

表 4、各期风采科技业务收益

	2008H	2009H	2010H	2007A	2008A	2009A
总收入（万元）	5547	7192	7958	11298	11500	12636
净利润（万元）	2600	2497	2499	5769	3093	4178
净利率	46.87%	34.72%	31.40%	51.06%	26.90%	33.06%
权益净利润	2132	2497	2499	4731	2815	4178

资料来源：兴业证券研发中心

- **下半年业绩展望**：我们认为**乌镇**下半年在三季度旅游旺季和世博效应的共同带动下，仍有望保持高速增长；**旅行社和会展业务**也随行业景气维持增速；科技业务相对平稳。但**地产业务**下半年利润有不确定性---09 年下半年确认了 1.46 亿净利润，是 09H 的 180%--从今年上半年地产的利润率来看，我们认为下半年确认与去年同期相当的利润有难度。
- **假设乌镇于下半年在香港联交所上市**，公司权益比例自 2011 年起稀释至 40%；中青旅绿城的慈溪项目于 2011 年起确认收益，地产项目平稳过渡，维持公司 2010-2012 年盈利预测分别为 0.54 元、0.64 元、0.79 元。维持“推荐”评级。
- 风采科技的云南彩票业务 2011 年底经营权到期，我们判断下半年公司将就此与相关单位协商，续签的可能性较大。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3070	2470	2820	3249
货币资金	585	585	735	942
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	406	351	375	408
其他应收款	427	260	294	330
存货	1395	1033	1157	1288
非流动资产	2578	2529	2414	2309
可供出售金融资产	61	50	30	0
长期股权投资	25	44	38	40
投资性房地产	242	245	244	244
固定资产	1387	1387	1346	1285
在建工程	149	75	37	19
油气资产	0	0	0	0
无形资产	493	493	493	493
资产总计	5647	4999	5234	5558
流动负债	2065	1159	1159	1206
短期借款	8	0	0	0
应付票据	66	0	0	0
应付账款	661	0	0	0
其他	1330	1159	1159	1206
非流动负债	508	470	470	470
长期借款	470	470	470	470
其他	37	0	0	0
负债合计	2573	1629	1629	1676
股本	415	415	415	415
资本公积	898	898	898	898
未分配利润	756	895	1066	1286
少数股东权益	928	1063	1122	1172
股东权益合计	3074	3370	3605	3882
负债及权益合计	5647	4999	5234	5558

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	253	227	267	334
折旧和摊销	138	75	78	80
资产减值准备	-14	-17	3	5
无形资产摊销	43	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	14	29	25	18
投资损失	-54	-6	-5	-4
少数股东损益	208	135	59	51
营运资金的变动	127	310	195	185
经营活动产生现金流量	426	95	243	296
投资活动产生现金流量	63	1	31	32
融资活动产生现金流量	-259	-95	-124	-122
现金净变动	230	0	150	206
现金的期初余额	337	585	585	735
现金的期末余额	566	585	735	942

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6191	5028	5400	5914
营业成本	4712	3717	4077	4569
营业税金及附加	202	147	164	177
销售费用	418	427	471	397
管理费用	246	235	237	249
财务费用	14	29	25	18
资产减值损失	24	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	54	6	5	4
营业利润	628	479	431	508
营业外收入	22	5	5	5
营业外支出	13	1	1	1
利润总额	637	483	435	512
所得税	176	121	109	128
净利润	461	362	326	384
少数股东损益	208	135	59	51
归属母公司净利润	253	227	267	334
EPS (元)	0.61	0.55	0.64	0.80

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	34.9%	-18.8%	7.4%	9.5%
营业利润增长率	111.3%	-23.8%	-10.0%	18.0%
净利润增长率	94.2%	-10.3%	17.9%	24.9%
盈利能力(%)				
毛利率	23.9%	26.1%	24.5%	22.7%
净利率	4.1%	4.5%	5.0%	5.6%
ROE	11.8%	9.8%	10.8%	12.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	45.6%	32.6%	31.1%	30.1%
流动比率	1.49	2.13	2.43	2.69
速动比率	0.81	1.24	1.43	1.62
营运能力(次)				
资产周转率	1.10	1.01	1.03	1.06
应收帐款周转率	15.13	12.14	13.67	13.88
每股资料(元)				
每股收益	0.61	0.55	0.64	0.80
每股经营现金	1.41	0.23	0.59	0.71
每股净资产	5.17	5.55	5.98	6.52
估值比率(倍)				
PE	30.84	34.38	29.15	23.35
PB	3.63	3.38	3.14	2.88

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。