

西藏旅游(600749)

公司研究/简评报告

景区支柱地位加固，盈利加速在即

—西藏旅游(600749) 年报暨一季报点评

民生精品---简评报告/旅游行业

2011 年 04 月 26 日

一、事件概述

西藏旅游(600749)公布2010年年报,2010年公司实现营业收入1.25亿元,同比增长27.45%;实现净利润2123.5万元,同比增长1934.5%,每股收益0.13元。基本符合我们预期。

公司同日公布2011年第一季度报告,一季度公司实现营业收入3657万,同比增长836%;亏损1492万,同比亏损增长39.4%,每股业绩-0.09元。

二、分析与判断

➤ 扣除非经常损益景区贡献445%业绩，支柱地位凸显

作为公司未来的战略主业,景区业务对主业的贡献越来越突出。2010年景区业务实现营业收入6249.50万元,较上年增长22.6%;去年巴松措景区受上游整改的影响比较大,错过了旺季行情。制约了景区业务收入和利润的较快增长。其中雅鲁藏布江景区游客超过13万人次,增幅在35%左右。

在业绩贡献方面,2010年景区净利润2935.25万元,贡献全年业绩的138%。扣除非经常性损益后,业绩贡献为总体业绩445%,成为公司绝对的利润贡献点。自09年以来,景区对业绩贡献的支柱地位得到进一步的确认和巩固。

➤ 净利率接近50%，景区盈利能力将得到持续改善

景区贡献净利润较上年增4.93%，增幅低于收入增长，主要是巴松措景区贡献出现暂时性下滑以及归入当期的期间费用率出现较大幅度的上涨造成的。从公司整体来看，销售费用率和管理费用率和去年基本持平，因此景区方面费用率的升高可能主要由于费用会计处理等短期因素造成的。

从年报分析可以估算出,09年公司景区的净利润率高达50%以上。2010年净利润下降到47%左右。我们预计,随着年内巴松措景区正常营业和整体游客量的增长,景区净利率将有望重新超过50%,业绩会出现比较明显的改善。一季度公司接待游客量增长超过100%,有了大好的开头。加上60周年大庆等活动刺激,全年游客量预计会有40%以上的增长。景区业绩高弹性的特点有望在今年得到较为充分的体现。

➤ “成长的烦恼”：广告、旅游服务等业务短期依然侵蚀利润

除景区外,公司的旅游服务、广告等业务也都处在转型期,多数依然亏损,对公司业绩形成侵蚀。去年其他业务对公司带来的亏损高达2000万左右,对业绩形成巨大压力。2011年一季度亏损较去年同期增长近4成,主要原因在于公司一季度毛利率较低的广告业务结算较多。一季度总体收入大幅增长8倍多,营业收入增长12倍。成本和费用的大幅提升造成一季度亏损增加。

我们认为其他业务作为景区的配套业务,在发展初期容易形成对业绩的拖累,属于“成长的烦恼”,随着景区业务的大幅增长,其他业务成本费用率得到不断稀释,以及这些业务达到规模效应开始盈利,将会改变目前的不利情况。

三、盈利预测与投资建议

公司增发项目顺利完成,打开了新的增长空间;西藏解放60周年大庆将临,西藏旅游业可能迎来爆发性增长的开始,公司的增长空间广阔。预计未来两年公司的业绩分别为0.27元和0.39元,快速增长的业绩将成为公司未来的一大看点之一。我们认为公司资源品质极佳、扩张能力极强,并已经初步完成西藏旅游资源的战略布局,未来数年甚至更长时间内生和外延式增长确定。三个月内合理估值应该在20元左右,维持“强烈推荐”评级。

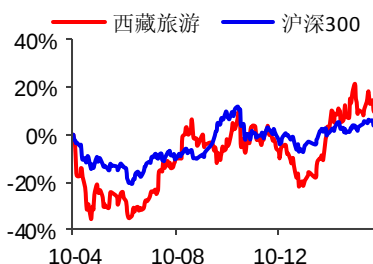
强烈推荐 维持评级

合理估值: 20元

交易数据(2011-04-25)

收盘价(元)	16.95
近12个月最高/最低	18.85/11.25
总股本(百万股)	165
流通股本(百万股)	165
流通股比例%	100
总市值(亿元)	28
流通市值(亿元)	28

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师: 史萍
执业证书编号: S0100511010003
电话: (8610)8512 7651
Email: shiping@mszq.com

分析师: 李振飞
执业证书编号: S0100511010004
电话: (8610)8512 7650
Email: lizhenfei@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层 100005

相关研究

- 1.《景区进入快车道,业绩迎来大反转》, 2010.10.19
- 2.《旅游业最后一块金矿的头汤食者》, 2010.11.04
- 3.《60周年大庆引爆旅游,规划提升资源价值》, 2011.2.25
- 4.《西藏未来景区资源的集大成者》, 2011.3.30

四、风险提示:

政治事件带来旅游市场大幅波动; 疾病、自然灾害等系统性风险;

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	98	125	184	230
增长率 (%)	88.8%	27.8%	47.2%	25.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1	21	51	75
增长率 (%)	-107%	1939.1%	95.9%	45.6%
每股收益 (元)	0.01	0.13	0.27	0.39
PE	--	113.5	63.0	43.6
PB	9.6	8.6	4.4	3.9

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	98	125	184	230
减：营业成本	37	48	50	61
营业税金及附加	4	5	6	7
销售费用	20	27	31	35
管理费用	22	28	31	35
财务费用	11	10	12	11
资产减值损失	(1)	(1)	0	0
加：投资收益	(2)	(2)	0	0
二、营业利润	3	6	54	82
加：营业外收支净额	(0)	15	6	6
三、利润总额	3	21	60	88
减：所得税费用	0	0	0	0
四、净利润	3	21	60	88
归属于母公司的利润	1	21	51	75
五、基本每股收益(元)	0.01	0.13	0.27	0.39
主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	0	0	49.87	35.87
成长能力:				
营业收入同比	88.8%	27.4%	47.2%	25.0%
营业利润同比	-108%	81.4%	206%	50.7%
净利润同比	-107%	601.0%	95.9%	45.6%
营运能力:				
应收账款周转率	3.21	3.33	3.97	4.55
存货周转率	16.26	17.44	40.44	41.44
总资产周转率	0.16	0.20	0.22	0.21
盈利能力与收益质量:				
毛利率	62.3%	61.6%	72.8%	73.5%
净利率	1.1%	17.0%	27.8%	32.4%
总资产净利率 ROA	0.5%	3.4%	7.1%	7.9%
净资产收益率 ROE	1.0%	6.8%	11.4%	11.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.79	1.26	14.75	15.63
资产负债率	53.0%	48.4%	26.6%	24.7%
长期借款/总负债	53.1%	48.0%	79.6%	78.8%
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	0.13	0.27	0.39
每股经营现金流量	0.35	0.69	0.17	0.75
每股净资产	1.78	1.91	3.87	4.33

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	99	77	534	650
应收票据	0	0	0	0
应收账款	44	31	55	46
预付账款	78	53	55	46
其他应收款	52	25	55	46
存货	7	8	5	6
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	279	194	705	794
长期股权投资	4	2	4	4
固定资产	123	135	138	140
在建工程	28	41	43	48
无形资产	188	233	177	172
其他非流动资产	1	1	1	1
非流动资产合计	347	417	363	365
资产总计	626	611	1,068	1,159
短期借款	57	45	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	22	13	20	24
预收账款	1	22	1	1
其他应付款	17	22	21	20
应交税费	6	6	5	5
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	156	154	48	51
长期借款	176	142	226	226
其他非流动负债	0	0	10	10
非流动负债合计	176	142	236	236
负债合计	332	296	284	287
股本	165	165	190	190
资本公积	131	130	456	456
留存收益	(12)	9	64	139
少数股东权益	11	11	26	39
所有者权益合计	295	315	735	823
负债和股东权益合计	626	611	1,019	1,110
现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	59	114	33	142
投资活动现金流量	(39)	(86)	(15)	(15)
筹资活动现金流量	(2)	(50)	363	(11)
现金及等价物净增加	18	(22)	381	116

分析师与行业专家简介

史萍，中国人民大学经济学硕士，具有证券投资咨询执业资格，07年加盟民生证券研究所，从事零售及旅游行业及上市公司研究3年以上，对行业有较深入的见解和认识，擅长行业景气周期研究，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。

李振飞，南开大学旅游管理硕士，具有证券投资咨询执业资格。08年加盟民生证券研究所，从事旅游行业及上市公司研究2年以上，对旅游行业有较深入的见解和认识。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。