

评级：强烈推荐
餐饮旅游行业
公司研究报告

第一创业证券研究所

分析师：任文杰 S1080207050038

联系人：冯佳

电话：0755-82485184

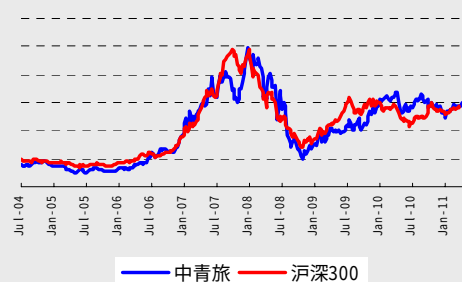
邮件：fengjia@fcsc.cn

交易数据

52 周内股价区间(元)：	13.24-19.57
总市值（百万元）：	6,811.74
流通股本（百万股）：	415.35
流通股比率（%）：	100.0%

资产负债表摘要

股东权益（百万元）：	2,327.90
每股净资产：	5.60
市净率：	2.93
资产负债率：	57.5%

股价与沪深 300 指数比较


中青旅（600138）2010 年年报点评

——景区经营进一步，盈利能力强化中

事件：

中青旅 4 月 23 日发布公告称,公司 2010 年实现营业收入 608,383.85 万元,同比减少 1.73%;利润总额 54,529.90 万元,较 2009 年减少 14.42%;归属于上市公司股东的净利润 26,546.46 万元,同比增长 4.53%;基本每股收益(元/股) 0.64,相对 2009 年的 0.61 元/股增加 4.53%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2 元(含税),共计 8307 万元。

点评：

- 旅游主业贡献上升三成** 2010 年公司的旅游服务主业收入增幅超过 31%,超过同年全国旅游业总收入 21.7%的增速;2011 年 1-3 月公司旅游主业实现营业收入较去年同期增长 18.6%。该板块 2010 年营收超过 36.56 亿元,在总收入规模占比升至 50.08%,2009 年这一比重仅为 37.45%。同期旅游服务板块的综合毛利空间略有提升,至 8.82%,主要由于年内公司本部出境旅游业绩再创历史新高,营业收入较 2009 年同期增长 78%;2011 年一季度组团出境旅游业务收入较去年同期增加 10%,自由行出境业务收入较去年同期增长 26%。其中,定位于中高端人群、提供一站式服务的公民出境游“百变自由行”产品在一线城市取得了高度的市场认可,提高了在出境游中的比重。
- 乌镇喜讯不断,收入大增超过七成** 公司持股 51%的乌镇旅游公司在 2010 年可谓喜讯连连,先是在 4 月被评为国家 5A 级景区;后又借力上海世博会向世界宣传乌镇;继而 10 月份沪杭高铁开通,其中桐乡站与乌镇无缝衔接,使上海、杭州客源到达时间分别缩短到 1 个小时及 30 分钟以内。2010 年乌镇景区累计接待游客 575 万人次,较 2009 年同期增长 77.5%,实现销售收入 4.88 亿元,较 2009 年同期增长 61%;毛利率回升至 84%以上,实现净利润 1.85 亿元,较 2009 年同期增长 104%,贡献每股收益 0.26 元。2010 年一季度乌镇旅游延续火爆势头,,接待游客人次及业务收入较 2010 年同期分别增长 25%、37%。目前公司正着手于乌镇保护与旅游开发二期工程,已投资 1.4 亿元,并启动了分拆乌镇旅游登陆 H 股的审批工作;此举将疏通融资渠道,打响国际声誉,有利于乌镇旅游向纵深发展。
- 地产项目短期无忧,年内预售 19 亿元** 尽管旅游服务业务增收又增利,但 2009 年为公司贡献营收 18.16 亿元的房地产销售业务今年仅结算了



郑州百合项目及德清桂花城、西子项目的尾盘，收入规模锐减 94.4%，至 1.02 亿元，贡献权益利润 0.45 亿元，增厚每股收益 0.11 元。由于公司合营的德清绿城西子房地产盈利能力增长，2010 年公司投资收益增加 16.75%，达到 6,266.72 万元，使公司在收入规模微降的形势下归属于上市公司股东的净利润不降反增。目前公司处于预售期的慈溪玫瑰园项目销售情况良好，截至 2010 年年底已实现预售收入 19 亿元；将分批在 2011 年三季度及 2012 年一季度结算收入，短期内地产板块业务持续盈利能力无忧。

- **会展、技术板块快速增长，综合毛利略有降低** 公司会展业务在上海世博会、广东亚运会期间为众多客户提供企业会展服务，2010 年企业会展收入增长 71.3%，达到 9.06 亿元；年内，公司旗下的华为 3COM 公司在全中国总代理商的市场规模继续保持排名第一，带动技术服务营收规模扩大 29.3%，为 12.59 亿元，成为第二大收入板块。但以上两个板块业务毛利水平较低，分别为 10.6% 和 18%，因而其收入比重的提升反而拉低了公司综合毛利率，2010 年由前期的 23.9% 下降至 21.3%。
- **积极拓展“类乌镇模式”的异地开发** 2010 年，公司与密云县人民政府签署战略合作协议，投资 3.2 亿元设立全资子公司，北京古北水镇旅游有限公司。力争在 3—5 年内，建立起北京近郊观光与度假并重的“文化旅游化”目的地。截止 2010 年末，项目已投入建设 4,834.77 万元，建成并进入成熟运营期后的经营目标是实现年接待游客 400 万人次，旅游综合收入 10 亿元。此举为公司复制乌镇的成功模式，实现大都会近郊度假景区连锁经营更上一台阶。
- **“强烈推荐”评级** 公司的旅游服务和酒店业绩稳步提升的同时，景区盈利能力的增强将有效提高公司估值空间；目前公司估值在综合旅游服务商中处于最低水平，对应 2010 年业绩的 PE 不足 26 倍。低估值水平及稳健的盈利能力将带动公司股价，我们预计公司 2011 年到 2013 年的每股净利润将分别是 0.82 元、1.01 元、0.86 元，对应 4 月 22 日收盘价的市盈率分别为 20 倍、16 倍、19 倍，给予“强烈推荐”评级。

表 1、盈利预测（单位：万元）

单位：万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	619,087	608,384	746,020	866,319	917,533
同比 (%)	34.9%	-1.7%	22.6%	16.1%	5.9%
营业毛利	147,883	129,719	155,104	190,183	200,950
同比 (%)	43.7%	-12.3%	19.6%	22.6%	5.7%
归属母公司净利润	25,262	26,546	34,117	42,114	35,706
同比 (%)	94.2%	5.1%	28.5%	23.4%	-15.2%
总股本 (万股)	41,535.0	41,535.0	41,535.0	41,535.0	41,535.0
每股收益 (元)	0.61	0.64	0.82	1.01	0.86
ROE	11.8%	11.4%	12.8%	13.6%	10.4%
P/E (倍)	27.0	25.7	20.0	16.2	19.1

资料来源：第一创业证券研究所



表 2、公司主营业务合并预测（单位：万元）

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	619,087.2	608,383.9	746,020.5	866,318.5	917,533.2
增长率%	34.9%	-1.7%	22.6%	16.1%	5.9%
其中：旅游服务	231,860	304,675	350,377	385,414	423,956
增长率%	-11.9%	31.4%	15.0%	10.0%	10.0%
景区	30,359.9	48,808.5	36,606.4	42,097.3	46,307.1
增长率%	26.0%	60.8%	-25.0%	15.0%	10.0%
酒店	20,022.5	22,891.0	25,180.1	27,698.1	30,467.9
增长率%	1.1%	14.3%	10.0%	10.0%	10.0%
二、营业毛利	147,882.8	129,718.9	155,103.8	190,182.7	200,950.3
增长率%	43.7%	-12.3%	19.6%	22.6%	5.7%
综合毛利率	23.9%	21.3%	20.8%	22.0%	21.9%
三、主业盈利	61,230.3	47,414.1	56,076.0	77,741.5	83,595.0
增长率%	77.0%	-22.6%	18.3%	38.6%	7.5%
主业盈利/收入	9.9%	7.8%	7.5%	9.0%	9.1%
财务费用	1,401.7	663.1	3,225.7	3,265.7	3,345.7
付息债务费用率	2.1%	1.3%	6.3%	6.4%	6.6%
资产减值损失	2,390.0	1,829.7	-978.5	315.4	123.1
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	5,367.7	6,266.7	0.0	2,288.2	2,288.2
四、利润总额	63,716.1	54,529.9	57,140.1	67,262.8	59,152.1
减：所得税	17,634.4	12,528.6	11,999.4	14,125.2	12,421.9
实际税率	27.7%	23.0%	21.0%	21.0%	21.0%
五、归属母公司净利	25,261.9	26,546.5	34,116.8	42,113.7	35,706.3
增长率%	94.2%	5.1%	28.5%	23.4%	-15.2%
销售净利率%	4.1%	4.4%	4.6%	4.9%	3.9%
六、总股本(万股)	41,535.0	41,535.0	41,535.0	41,535.0	41,535.0
七、摊薄每股收益	0.61	0.64	0.82	1.01	0.86

资料来源：第一创业证券研究所

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120