

社会服务行业

报告原因：半年报点评

2011年8月11日

市场数据：2011年8月10日

总股本/流通股本(亿股)	4.15/4.15
收盘价(元)	14.12
流通市值(亿元)	58.73
1年内最高最低价(元)	18.5/12.0
PE/PB	23、2.47

基础数据：2011年6月30日

资产负债率	59.01%
毛利率	20.48%
净资产收益率(摊薄)	3.85%

相关研究

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760207120049

TEL: 010-82190386

Email: jialiguo@sxzq.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

中青旅

(600138)

买入

“滑”在地产和投资收益 其他业务均保
持增长势头

首次评级

公司研究/点评报告

半年报概况

- 2011年1-6月，公司实现营业收入300278.21万元，较去年同期增长23.30%；实现营业利润18852.31万元，较去年同期减少23.44%；实现归属于母公司所有者的净利润9029.31万元，较去年同期减少22.95%。

点评

- 旅行社业务占公司收入近半壁江山，同比增长18.8%。其中出境游国内游增幅喜人，入境游同比微滑。在报告期内，公司合并范围实现旅游服务收入14亿元，占公司收入比重为47.14%，较2010年同期增长18.8%。其中出境游业务方面，虽然受日本地震、欧洲冰雪灾害、北非动乱、澳洲洪水等各种挑战，但公司本部出境旅游营业收入较去年同期增长了7.3%，报告期内自由行业务继续保持快速增长的态势，公司本部自由行营业收入较去年同期增长38%。国内游方面，在红色旅游项目的强劲带动下，上半年公司本部国内旅游营业收入同比增长19.89%。入境游方面，在欧洲主权债务危机、人民币升值、国内CPI持续上升等因素持续作用下，尚未恢复，又遭遇日本核辐射、北非政乱等不利因素，上半年营业收入为去年同期的94%。整个旅行社业务板块毛利率同比去年减少0.28个百分点，毛利率水平只有8.13%，创下最近5年来最低毛利率水平。
- 乌镇继续保持着高盈利高增长态势，收入占比只有7.84%，利润占比高达近55%，是公司的主要利润来源。2010年上半年，乌镇旅游共接待游客219万人次，较去年同期增长45%；实现销售收入1.90亿元，较去年同期增长37%；实现净利润7,197万元，较去年同期增长50%。2011年上半年，乌镇旅游累计接待游客237万人次，较2010年同期增长8.36%，其中东栅164万人次，西栅73万人次，实现销售收入2.35亿元，较去年同期增长23.68%；实现净利润将近1亿元，较去年同期增长40%。毛利率为82.82%，同比去年增加了1.12个百分点。上半年公司实现归属于母公司利润为9029.31万元，我们估计乌镇权益利润就有5000万左右，占比重近55%左右。乌镇分拆上市目前还在有关部门审批之中。

请务必阅读正文之后的特别声明部分



- **福彩业务和高科技代理业务继续保持平稳增长。**这两项业务占公司收入比重达到 20.52%，同比去年增长 34.10%，实现净利润估计 4000 多万元，利润占比为 35%左右。毛利率同比减少了 1.77 个百分点。其中，中青旅创格科技有限公司实现累计实现营业收入同比增长 38%，中青旅风采科技有限公司在云、贵、川三省的电脑福利彩票业务经营稳定，6 月与云南省福彩中心续约成功，续约 3 年，服务费比例有所降低，上半年公司整体实现营业收入同比增长 11%。
- **会展继续保持高增长态势。**2010 年上半年此业务同比增长达到 64%，2011 年上半年中青旅会展继续延续 2010 年业务迅速增长的势头，营业收入较去年同期增长 54%，收入占比从去年同期的 15%提到 19%，毛利率略减少了 0.76 个百分点。
- **酒店业务平稳增长，占比较小。**报告期内，中青旅山水酒店连锁酒店增加至 18 家，上半年实现营业收入 11038 万元，比去年同期增长 16.11%。
- **房地产同比下滑严重拖累业绩。投资收益同比下滑雪上加霜。**房地产商半年销售收入同比减少了 87%，同时公司的投资收益里，房地产方面的投资收益去年同期达到 3967 万，今年却只有-85 万；处置长期股权投资产生的投资受益去年为 645 万，今年为 0；处置可供出售金融资产取得的投资收益去年为 803 万，今年只有-47.8 万。业绩同比下滑主要来源于这两方面的下滑。
- **慈溪房地产项目估计第四季度可能结算一部份。**期末公司预收帐款高达 27.29 亿，其中房地产项目公司预收预售房款 24.16 亿，而慈溪项目预售收入达到 23.78 亿元，我们估计慈溪项目整体项目可实现营业收入为 50 亿左右，于 2011 年到 2013 年结算完毕，预售收入目前达到总营业收入的将近一半，如果第四季度结算 10 亿，估计可实行权益利润 7500 万左右，比去年的房地产利润略有上升，贡献每股收益为 0.18 元左右。
- **古北水镇综合旅游度假区项目估计将于近期进行土地招牌挂程序。**
- **风险因素：**国内国际经济增长不确定因素；自然灾害等不可抗力因素；房地产结算不确定风险；其他风险。
- **盈利预测和估值：**上半年，除了房地产和其他经营收益（主要是出售可供出售金融资产和其他房地产收益），公司其他各项业务都保持



了良好增长态势。预计慈溪玫瑰园项目将于 2011 年到 2013 年结算，继续谱写房地产的精彩。我们预计第四季度，房地产结算有可能增加公司收入。业绩下滑只是暂时的，2011 年全年将有所上升。我们给予公司 2011 每股收益为 0.66 元/股，2012 年每股收益为 0.70 元/股。公司目前价格在 14.12 元附近。对应 PE 为 22 倍和 20 倍左右。我们认为公司合理价格应在 16 元左右，综合考虑，给公司评级为“买入”评级。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。