

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

地产集中结算 景区多元化模式值得关注

——中青旅(600138)点评报告

证券研究报告-公司点评

增持(维持)

发布日期: 2012年10月31日

报告关键要素:

公司传统旅游业务维持了较高增速,全年有望保持较高景气度,房地产业务受地产调控影响较大,今明两年将主要以结算收入为主,景区业务高毛利率特点将为公司业绩做出较大的正面贡献,古北水镇对乌镇多元化复合经营模式的复制未来值得持续关注。预计公司2012、2013年每股收益分别为0.77元、0.99元,按10月30日收盘价15.74元计算,市盈率分别为20倍和16倍,维持“增持”的投资评级。

事件:

- **公司发布2012年三季报:** 公司前三季度实现营业收入79.56亿元,同比增长34.15%,实现归属于上市公司股东的净利润2.63亿元,同比增长19.24%,每股收益为0.63元。其中,第三季度实现营业收入41.89亿元,同比增长43.09%,实现归属于上市公司股东的净利润1.57亿元,同比增长20.33%,每股收益为0.38元。

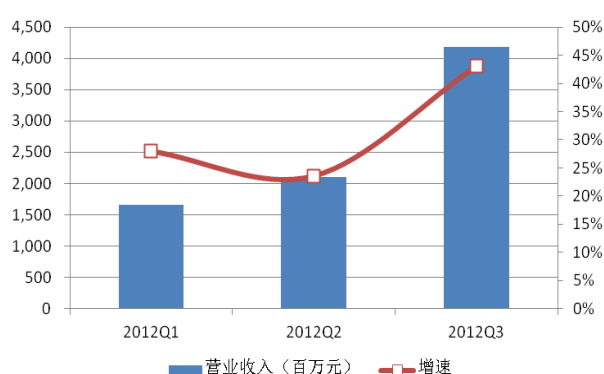
点评:

- **主业稳定增长。**报告期内,公司实现营业收入79.56亿元,同比增长34.15%,其中,第三季度实现营业收入41.89亿元,同比增长43.09%,增速较上半年有所提升。观光、度假、会展、商旅四大版块业务中,观光旅游业务整合效果明显,营业收入较去年同期增长40%;度假旅游业务保持快速增长,营业收入较去年同期增长49%;会展业务通过持续开拓新市场资源、新业务类型,继续领跑行业,营业收入较去年同期增长23.76%,商旅管理业务营业收入较去年同期增长29%。入境旅游业务逐渐显现好转迹象。公司旗下门户网站“遨游网”,异地出发城市已达18个,逐步增强对公司旅游业务的支持力度。
- **景区形势良好,收入结构不断优化。**乌镇景区继续保持良好的增长态势,游客人数、销售收入、净利润等多方面均创历史同期新高,分别增长16.57%、31.15%和16.8%。景区收入中,酒店、商贸等其他收入占公司整体收入的比例首次超过50%,收入结构进一步优化。乌镇和明年将正式营业的古北水镇虽不并表,但并不影响以投资收益形式增厚公司业绩。
- **山水酒店经营情况下滑。**中青旅山水连锁酒店三季度在营酒店27家,较上年同期增加了8家,但营业收入与去年基本持平,说明山水酒店经营情况较上年同期有较大幅度下滑,但由于该业务在公司整体营收中占比较小,因此对公司报告期营业收入影响不大。
- **策略投资方面,房地产项目三季度进入集中结算。**中青旅创格科技营业收入较去年同期略有增长;西南三省福利彩票营业收入较去年同期增长13.34%;中青旅绿城慈溪项目二期已实现竣工,第三季度进入集中结算期,上半年仅结算8800万元,前三季度共结算收入17亿元;中青旅大厦物业出租率基本保持在100%,盈利能力保持稳定。
- **景区新开客房致费用增加。**报告期内,公司销售费用5.24亿元,同比增长30.11%,销售费用率6.59%,

同比下滑0.2个百分点，管理费用2.52亿元，同比增长19.71%，管理费用率3.17%，同比减少0.38个百分点，财务费用2428.54万元，同比增长138.76%，财务费用率0.31%，同比增加0.14个百分点。费用增加部分是源于景区新开酒店客房等导致开办费等增加。

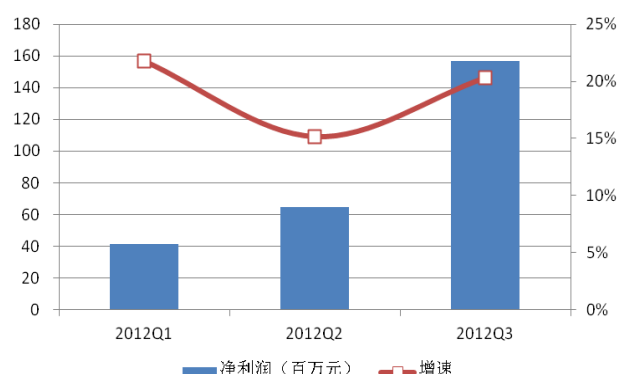
- **维持公司“增持”的投资评级。**公司传统旅游业务维持了较高增速，全年有望保持较高景气度，房地产业务受地产调控影响较大，今明两年将主要以结算收入为主，景区业务高毛利率特点将为公司业绩做出较大的正面贡献，古北水镇对乌镇多元化复合经营模式的复制未来值得持续关注。预计公司2012、2013年每股收益分别为0.77元、0.99元，按10月30日收盘价15.74元计算，市盈率分别为20倍和16倍，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**经济下滑，古北水镇项目进展放缓。

图1：公司单季度营业收入及增速



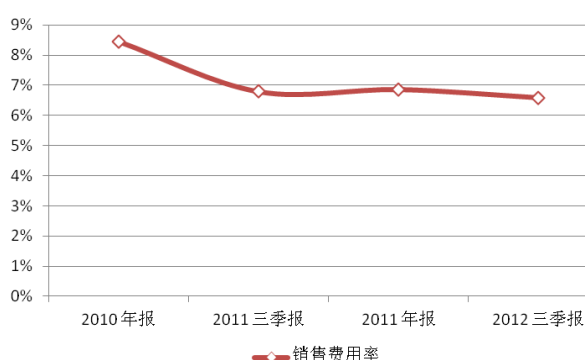
数据来源：公司公告 中原证券研究所

图2：公司单季度净利润及增速



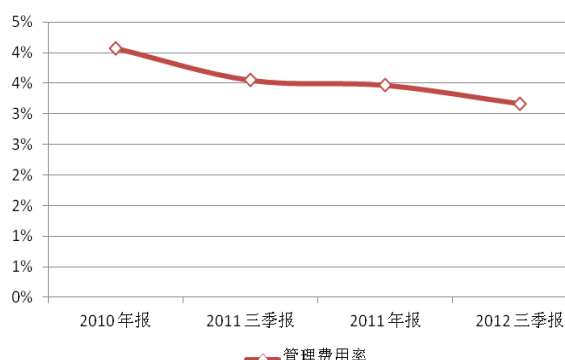
数据来源：公司公告 中原证券研究所

图3：公司销售费用率



数据来源：公司公告 中原证券研究所

图4：公司管理费用率



数据来源：公司公告 中原证券研究所

盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	60.84	84.21	111.46	142.42
增长比率 (%)	-1.73%	38.42%	32.36%	27.78%
净利润 (亿元)	2.65	2.67	3.21	4.13
增长比率 (%)	5.08%	0.68%	20.17%	28.46%
每股收益 (元)	0.64	0.64	0.77	0.99

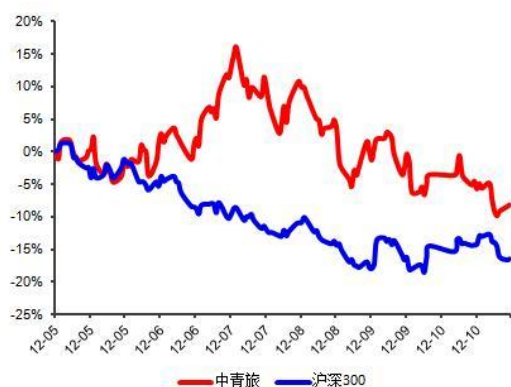
市场数据 (2012年10月30日)

收盘价 (元)	15.74
一年内最高/最低 (元)	20.18/13.30
沪深300 指数	2239.88
市净率 (倍)	2.31
流通市值 (亿元)	65.38

基础数据 (2012年09月30日)

每股净资产 (元)	6.81
每股经营现金流 (元)	0.22
毛利率 (%)	20.35
净资产收益率 (%)	9.87
资产负债率 (%)	43.32
总股本/流通股 (万股)	41535/41535
B股/H股 (万股)	/

个股走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。