

社会服务业—旅游/酒店

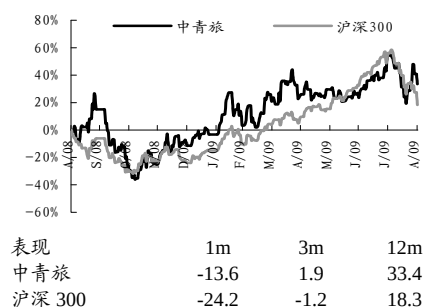
Social Work—Tourism/Hotel

2009 年 8 月 31 日

市场数据	2009 年 8 月 31 日
当前价格 (元)	11.53
52 周价格区间 (元)	5.52
总市值 (百万)	4789
流通市值 (百万)	4632
总股本 (万股)	41535
流通股 (万股)	40170
日均成交额 (百万)	168.1333197
近一月换手 (%)	99.7
Beta (2 年)	1.09
第一大股东	中国青年旅行社总社
公司网址	http://www.aoyou.com

盈利能力波动	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
毛利率	22.29	26.16	22.84	27.16
净利率	2.13	6.78	4.65	9.76

一年期收益率比较



吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

景区绘盈利亮点, 地产著丰厚利润

—中青旅 (600138) 深度调研报告

评级: 增持

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (万元)	458840	512990	538620	636338
净利润 (万元)	13005.99	18363.61	23937.32	26932.51
每股收益 (元)	0.31	0.44	0.58	0.65
净利润增长率%	-20.07	41.19	30.35	12.51
市盈率	36.8	26.2	19.9	17.7
P/EG	N.A	0.64	0.66	1.42

资料来源: 世纪证券研究所

- 公司是典型的多元化经营公司, 涵盖旅行社 (入境游、国内游、出境游)、企业会展服务、乌镇旅游、酒店、科技业务、福利彩票销售、房地产销售、物业出租等八类业务。公司多元战略定位清晰, 治理结构优良, 主业成长性明确, 其中乌镇旅游最具有成长性, 其分拆上市尤值得期待; 房地产业务丰厚利润可续未来三年。
- 乌镇西栅景区定位于商务会议及休闲度假, 是目前国内最完美的融合了观光体验与休闲度假功能的古镇景区。最大特点是搬迁出了原住民, 并在保护景区原有风貌的基础上, 改建出各类风格的民居特色客房和各种档次的度假酒店。随着枕河酒店和白莲酒店的开业, 乌镇旅游的住宿接待能力将在 2010 年上海世博会前大幅提高 68%, 是未来乌镇旅游盈利得以提升的渠道。预计未来三年乌镇旅游权益贡献规模居各业务之首, 约 2.02 亿元, 共增厚每股收益约 0.49 元。
- 房地产业务 2007 年以来贡献不菲利润, 截止 2009 年 6 月 30 日, 三个房地产项目累计销售 61.5 万平方米, 累计销售额达 29.22 亿元, 累计贡献权益利润 1.12 亿元。慈溪玫瑰园项目已于 5 月份开工, 预计三、四季度开盘预售, 2010 年少量结算, 2011、2012 年达到权益贡献高峰。预计未来三年乌镇旅游权益贡献规模约 1.95 亿元, 共增厚每股收益约 0.47 元。
- 预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.45、0.57、0.71 元, 当前股价下的动态市盈率分别为 25.6、20.2、16.2 倍, 处于行业估值低端, 估值优势明显。且虑及乌镇景区未来成长空间大, 尤其是未来分拆上市预期, 以及房地产业务依然可续雄厚贡献、旅行社业务景气回升、会展业务将重拾双位增势、科技业务持续回报可观、酒店业务盈利转善等因素。因此, 维持“增持”投资评级。
- 风险提示: 甲型 H1N1 流感的继续扩散; 外围经济继续萎靡; 房地产市场景气大幅下降。

近期我们对中青旅公司及其乌镇景区进行了实地调研，就公司各类业务发展现状及前景，尤其是西栅景区的游客增长情况、酒店入住率、新建酒店进度、商铺招商情况、未来发展规划等情况，与相关管理人员、景区服务人员、商户、游客等进行了沟通交流。

乌镇旅游步入高速增长期，分拆上市值得期待

乌镇区位优势显著，交通极为便捷

乌镇位于浙江省桐乡市北部，地处江南六大古镇的中心位置，杭嘉湖腹地，距上海 140 公里，距杭州、苏州均为 80 公里，距周围嘉兴、湖州、吴江三市分别为 27 公里、45 公里和 60 公里，为二省三市交界之处，地理位置十分优越。

乌镇交通极为便捷，沪宁、杭宁、沪杭、申嘉湖杭（2010 年全线通车，届时，上海-乌镇仅需 1 小时）、乍嘉苏等高速公路经过其边，京沪高铁 2012 年前建成通车（京沪两地直达时间在 4 小时内）。

Figure 1 乌镇交通区位优势



资料来源：中国乌镇网、世纪证券研究所

我们认为，乌镇凭借优越的地理位置和便捷的交通，将大大吸引游客赴乌镇体验江南水乡的热情。

乌镇东、西栅景区各有千秋，东栅着观光、西栅重休闲度假

Figure 2 东西栅景区定位、门票价格及特色

景区	定位	门票价格	特色
东栅	观光型	100 无/人	保留原有居民。景点有江南百床馆、江南民俗馆、三白酒作坊、宏源泰染坊、江南木雕陈列馆、文昌阁、茅盾纪念馆、茅盾故居、修真观、古戏台等。
西栅	观光、休闲 度假、商务活动	日游 120 元/人 夜游 80 元/人	搬迁出原住居民。景区在保护原有风貌的基础上，改建出各类风格的民居特色客房和各种档次的度假酒店，多家设施齐全的会议中心和高级商务会馆；游客服务中心、游览车、观光船、水上公交、直饮水、天然气、宽带网络、卫星电视、电子巡更、泛光照明、星级厕所和智能化旅游停车场等配套设施一应俱全。景点有益大丝号作坊、草木本色染坊、叙昌酱园、亦昌作坊、老邮局、水上戏台、三寸金莲展馆、乌将军庙、水上集市、茅盾纪念馆、茅盾陵园等。

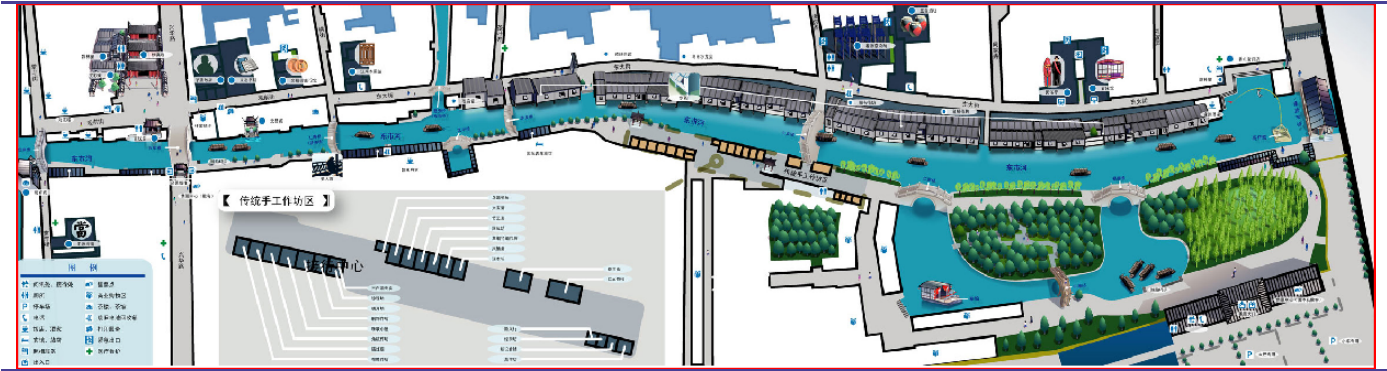
注：东西栅联票 150 元，西栅住宿仍需购票。

资料来源：中国乌镇网、世纪证券研究所

东栅定位于观光旅游，于 2001 年正式对外开放，景区面积约 0.46 平方公里，含东栅老街传统民居区和传统作坊区，保存了典型的江南水乡原貌，是浙江省年接待外宾数量最多的单个景点。

从东栅实地调研情况看，单票 100 元/人，保留原居民，游客流量大，且 80%以上以旅行社团体为主，内有江南百床馆、江南民俗馆、三白酒作坊、宏源泰染坊、茅盾故居、古戏台等景点。我们认为，虽然东栅对中低端或一日游的游客吸引力要大于西栅，但发展空间有限，且对目前公司主推西栅品牌有所损害，不过因开发早成本低，为西栅的发展提供了可观的现金流。

Figure 3 东栅景区



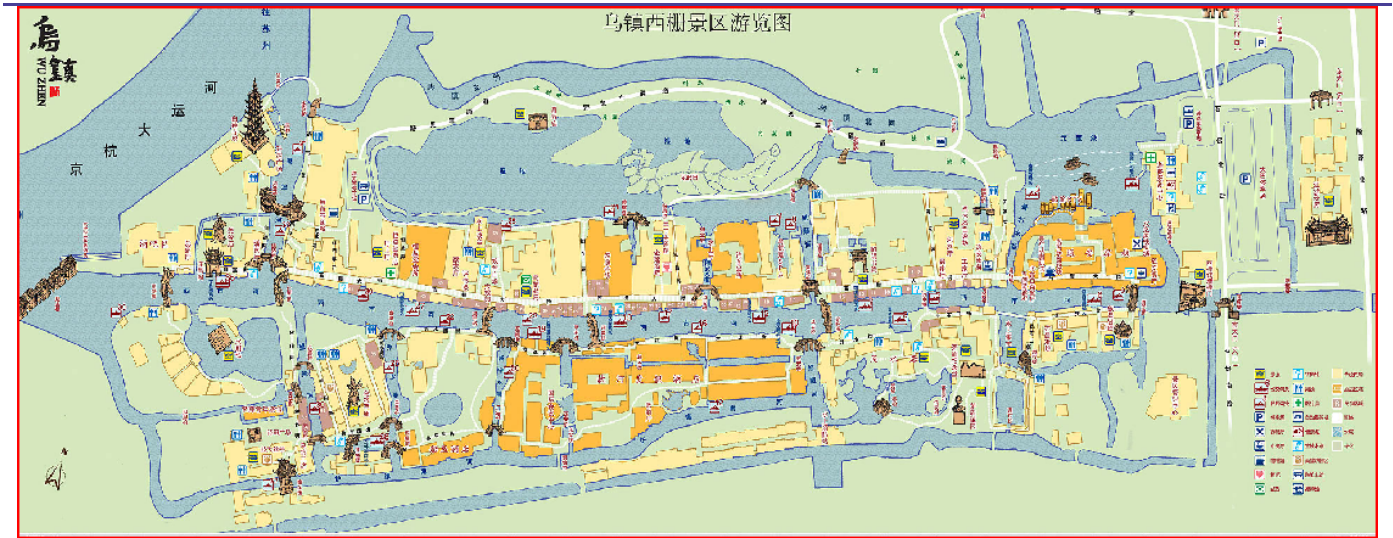
资料来源：中国乌镇网、世纪证券研究所

西栅定位于商务会议及休闲度假，可以说是目前国内最完美的融合了观光体验与休闲度假功能的古镇景区。西栅景区于 2007 年开放，占地面积 3 平方公里，毗邻古老的京杭大运河畔，由 12 个碧水环绕的岛屿组成，河流密度和石桥数量均为全国古镇之最。

与东栅不同，西栅则搬迁出了原住居民，景区在保护原有风貌的基

础上，改建出各类风格的民居特色客房和各种档次的度假酒店，多家设施齐全的会议中心和高级商务会馆，可供一千余人住宿。

Figure 4 西栅景区



资料来源：中国乌镇网、世纪证券研究所

2010 年世博会前，景区酒店将大大提高住宿接待能力

从我们实地调研看，西栅景区仍处于边开放边建设的阶段，现已开发的区域约占全部区域的 65%，有各种不同类型的酒店客房数 660 间，公司拟在 2010 年上海世博会前将枕河酒店和白莲酒店建设完毕并对外开放，届时西栅酒店客房数将增加 1100 间左右，加上东栅的客房数 100 余间，公司在乌镇景区所拥有的酒店客房总数将达到 1200 间左右，住宿接待能力显著提高 68%。

Figure 5 乌镇景区酒店情况

酒店标准	酒店名称	客房数量(间)	价格(元/日)	餐厅容纳能力(人)	会议容纳能力(人)	娱乐设施	酒店特色
西栅景区							
在营酒店							
超五星级	锦堂会所	34	1100-16800	68	40	音乐咖啡厅、健身房、茶室	占地 1.5 万平方米，为原乌镇百年豪宅改造，是目前三个会所中规模最大、装修最豪华的一家。拥有豪华单人间 30 间，套房 4 套，大小会议室 2 个，茶室和音乐厅各一个。
	盛廷会所	24	1188-10800	70	35	金莲酒吧、品雨轩、咖啡厅	占地 1 万平方米，为近百年历史的水乡豪宅改建而成，拥有园景套房 22

	恒益堂养生会所	26	828-948	60	-	兰林酒廊、养生吧、药膳	间，景观别墅 2 栋，并具董事会议厅、小型接待厅等高级会议设施。 占地约 1 万平方米，为典型明清园林建筑，客房和套房分布在 9 座单独的院落内。
						金莲主题酒吧、室外游泳池、景行枯咖啡馆、鹂坊船屋 KTV、五间堂盐浴、铁板烧、老石炉面包房等	
准五星级	通安客栈	170	528-5880	500	多功能会议室：400 人； 5 间小型会议室：20 人； 贵宾接待室：12 人		为典型的江南明清建筑群落。
特色型	昭明书舍	67	528-5880	100	大：200-250 人小：20-25 人	水市口茶餐厅	为三层古典中式建筑，坐落于深静院落，拥有 66 间特色双人小套房和 1 间大床套房，五星级标准。分布于西栅市河的南北两岸，或面水或临街，拥有标准双人房、大床房、家庭房等形式多样和装修风格各异的客房。
特色型	乌镇民宿	280	159-832				为面向背包族和学生的经济型旅馆。
经济型	紫藤青年旅舍	40	60/铺				
	小计	639	80	960			
在建酒店							
准五星级	枕河酒店	380					
准五星级	白莲酒店	70					
	小计	450					
	西栅酒店合计	1089					
东栅景区（外）							
特色型	林家客栈	43	210				
三星级	子夜大酒店	41	210-1400	400			位于乌镇东栅景区停车场对面。
准三星级	望佛客栈	36	140-180				为一座典型的江南四合院，位于东栅景区兴华桥入口处。
	东栅酒店合计	120					
	景区酒店总计	1209					

资料来源：实地调研、世纪证券研究所

西栅景区的酒店颇具浓郁江南水乡特色，且档次分布合理：有定位
于中档游客且饱涵江南风情水乡人家特色的“民宿”；有以接待中高端

团体客户和入境旅行团且具古朴典雅的度假型酒店“通安客栈”；有面向商务会议为主且具书式生活空间的“昭明书舍”；有超五星级且大隐隐于“锦堂”、“盛庭”、“恒益堂”的会所；有背包族与学生族爱住经济型“紫藤青年旅馆”。在我们实地走访中了解到，“民宿”入住率最高，上半年平均入住率约 54%；“通安客栈”居次，平均入住率在 51%左右；“昭明书舍”入住率约 38%；三大会所平均入住率在 24%左右。

而东栅景区外的酒店主要面向中低端旅行社团体及散客，且多为一日游游客，总体接待流量不高，入住率较低。

品质门槛高，导致西栅景区商铺招商进展缓慢

除了酒店外，西栅景区内还含商铺约 2 万平方米，自 2008 年 9 月 1 日正式开始招商以来，进展较慢，目前已完成签约的商铺占总商铺的数量约 1/4，据我们了解，这主要受公司对商铺的品质要求较高有关，景区要求进驻的店铺要做到“一店一品，一店一景”，并在商铺的经营区域上做了明确划分，以不影响景区整体安谧闲适的“文化慢生活”氛围。例如：女红街仅招商各类手工饰品、创意工艺品；水上集市只打造成风味小吃区；白莲街为环湖岛酒店娱乐区。

Figure 6 西栅商铺定位

商铺经营区域	商业定位	主要特色	已开业店铺
水上集市	特色风味小吃区	各地方特色小吃、精品小吃，如江南风味小吃、台湾小吃、广东小吃等	茅老太臭豆腐、日式咖喱餐吧、水市口茶餐厅、民国时代等
灵水居	特色餐饮区	各种特色餐饮	意浓咖啡厅、马来西亚私家餐厅等
女红街	创意品质商业区	各类手工饰品、品牌服饰皮具、创意工艺品等	兴穆手工（主营：各类手工牛皮本）、乌之屋语（主营：手工及各类精选饰品）、臻茶林（主营：各类中国茶及茶具）、浮世绘（主营：手绘 T-shirt）、天使私房绣（主营：人工刺绣）、林春记漆作（主营：各种漆制品）、青瓷苑（主营：浙江龙泉窑精品）、乌之屋语（主营：各种手工饰品）等
秀水廊	艺术创意区	各类画室、摄影工作室、雕刻工作室等	步步莲花摄影酒吧等
庙西街	古董珍玩区	各类古董珍玩等	
白莲街	环湖岛酒吧娱乐区	各类特色酒吧、主题化咖啡吧等	步步莲花酒吧、老木头酒吧、米粒—风景
西大街	传统风貌区	各种江南特色的民俗产品、各类传统手工艺	乌陶坊等

资料来源：中国乌镇网、世纪证券研究所

从我们实地调研情况看，目前商铺租金收益贡献薄弱，主要目的还

是为了营造西栅独特的文化娱乐氛围，进一步提升西栅休闲度假品质，完善西栅高品位旅游社区内涵，集聚人气。

相较而言，位于东栅景区停车场主入口大门两侧的新林家铺子招商进展非常顺利，其总建筑面积 8309 平方米，分为 A、B 两幢，共有商铺 113 间，汇聚了江南一带的土特产品，以“土、特、优”为市场特色。自 2009 年 1 月开始招商，目前已基本完成全部招商计划，并已按计划顺利开业。新林家铺子的开业弥补了东栅景区的商业空白以及游客购买土特色的需求，有利于进一步提升东栅景区的聚客能力。

Figure 7 东栅新林家铺子业态定位

业态定位	特色
品牌产品系列	民间及中华老字号产品、名优特产
土特产品系列	苏浙一带土特产品
餐饮小吃系列	地方特色餐饮小吃、特色连锁餐饮小吃
工艺产品系列	代表苏浙地方、地域特色的工艺品、挂件、装饰等
特色餐厅系列	苏浙一带特色菜系
便利休闲系列	市场配套，数码器材店、超市便利店等
综合特色系列	多家小型业态组成的专柜经营模式
皮革箱包系列	皮革制品

资料来源：中国乌镇网、世纪证券研究所

西栅游船业务火爆，有望随游客量增长而成长

实地调研中，我们发现西栅景区夜游船业务很火爆，认为该业务会随着游客人数的增长而快速成长。游船业务是旧式乌篷人工摇橹，每船配一船夫，月薪约一千余元。游览河道长约 2 公里，日游按 5 个渡头分段收费，每段 5 元/人；夜游按单船（不超过 6 人）单程收费 180 元，且往返程则收 200 元。西栅夜景水乡韵味十足，两暗水阁似琼楼玉宇，夜游船只可谓“鱼贯而行”。

成效显著的营销宣传手段推动乌镇景区快速成长

当然，乌镇景区的快速崛起，与其强大的营销宣传是分不开的，公司聘请台湾影星刘若英为形象代言人，且长期通过东方卫视落视全国，有效提升了乌镇的知名度；公司借助百度排名进行网络营销推广，并与携程网开展网络营销、酒店预订合作，同时打造自己的旅游预定网，“中国·乌镇”网除中文简、繁体版外，还含英、日、韩等三种外文版，内容丰富、细致、生动；公司还利用一批实名影视剧集中热播及主外景地，进一步提升乌镇印象，如《似水年华》、《美丽无声》、《暗算》、新版《红楼梦》等；公司推出的“童玩节”日渐火热，在吸引周边城市的人群带着孩子前来乌镇体验童玩的同时，也进一步扩大了乌镇整体品牌

效应。

乌镇旅游未来成长潜力大

乌镇分有东栅、南栅、西栅和北栅四个区块，除了目前已经开发的东栅和西栅外，公司已取得南栅的优先开发权（目前尚无具体开发计划）。我们认为对于已开发的西栅景区，仍存有较大拓深空间，包括提高景区消费附加值、提升景区管理水平、东西栅一体化经营等。

从西栅景区酒店的入住率看，三个高端会所的入住率较低，2009 年上半年约在 24% 左右，未来还有较大的提升空间：8 月 15 日乌镇景区已通过国家 5A 景区创建省级验收，下步将报国家级旅游局审批；7 月 30 日，乌镇景区赢得了 2009 年亚太旅游协会（PATA）生态旅游金奖，成为唯一一个获得该殊荣的中国大陆地区景区，也成为中国大陆地区首个 PATA 金奖的获奖单位；3 月 17 日，乌镇景区被选入长三角世博体验之旅的示范点，并作为“江南水乡古城之旅”的其中一站；3 月成功加入世界豪华小型酒店组织（Small Luxury Hotels of the World, SHL）会员，SHL 会员遴选标准非常严格，只有 5% 的申请获得通过，之前中国仅有上海首席公馆、上海璞邸精品酒店、苏州御庭精品酒店、仁安悦榕庄、杭州富春山居等 7 家 SLH 成员酒店，这反映出乌镇会所将随着消费者对精品豪华市场的增长而日益强大，且 SLH 在全球高端市场的品牌影响力及营销网络亦将提升乌镇景区品牌影响力和高端会所入住率。

更吸引我们关注的是，7 月，公司公告乌镇景区决定引入战略投资者——国际著名风险投资公司 IDG，以提升乌镇旅游实力和乌镇品牌的国际影响力，由 IDG 投资控股的两家香港公司以等值于人民币 1.05 亿美元的美元认缴乌镇旅游新增注册资本人民币 4412 万元，增资完成后，上市公司持股 51%，桐乡市乌镇古镇旅游投资有限公司持股 34%，IDG 投资控股的两家香港公司合计持股 15%，IDG 作为战略投资者入股后将作为乌镇旅游提供资金、经验、商务关系等方面的支持，将有力促进乌镇旅游的资本化运作及国际化发展，更为乌镇旅游未来几年可能分拆上市打开扇门。

在 IDG 入股乌镇旅游前，风投公司几乎很少问津国内景区。我们认为，乌镇景区能吸引到 IDG 这样的风投大腕，其在入股前也必经过详细的事前调查、风险评估和收益预测，从这也说明了乌镇旅游未来的发展前景很值得期待。

通过此次实地调研，我们深切体会到乌镇景区的核心竞争力所在——西栅“休闲度假”和东栅“旅游观光”相互结合、相得益彰，尤其是西

栅景区的规划水平和硬件设施。这也是为什么乌镇景区有别于周庄、西塘、同里等江南水乡，能够吸引到包括麦肯锡、中法文化遗产保护论坛、阿迪达斯、飞利浦、西门子、宜家、加拿大航空、东方卫视、浙江移动、苏泊尔、浙江电视台等在内的众多大型机构或企业在西栅举办年会或商务会议。

乌镇旅游逆市增长，预计未来三年权益利润贡献规模居首

近几年，乌镇旅游对公司的利润贡献快速增长。2009 年上半年旅游业在遭受经济危机和甲型流感的双重负面影响下，乌镇景区却逆市增长，依然保持高成长之势，共接待游客 151 万人次，同比增长 37%，其中东栅 114.5 万人次，同比增长 30%，西栅 36.4 万人次，同比增长 66%；实现销售收入 1.38 亿元，同比增长 28%，其中：门票收入 7336 万元、客房收入 2450 万元、餐饮收入 1350 万元；实现营业毛利 1.2 亿元，同比增长 30.55%；实现净利润 4798.71 万元，同比增长 28.86%；贡献权益利润 2879.23 万元，占公司净利润的比重达 27.08%；毛利率 86.25%，同比增加 1.48 个百分点。

我们认为乌镇旅游将成为权益利润贡献之首：随着 7、8 月暑期旅游旺季及“中秋节”小长假、“十一”长假的推动，尤其是全球经济逐步复苏和甲型流感疫情影响慢慢减弱，预计 2009 年下半年乌镇景区游客接待量将继续保持快速增长，全年增速约 30%，达到 328 万人次，其中东栅 229.6 万人次，同比增长 17%；西栅 98.4 万人次，同比增长 79%；实现销售收入 3.14 亿元，同比增长 30.5%，其中：门票收入 1.51 亿元、客房收入 7862 万元、餐饮游船等其他收入 8518 万元；净利润 9435 万元，同比增长 62.3%，对公司权益利润贡献 4812 万元，增厚每股收益约 0.12 元。2010 年，乌镇景区将凭借其优越的地理位置和便捷的交通充分受益于上海世博会（2010 年 5 月 1 日-2010 年 10 月 31 日，共 184 天）的举办，加之酒店接待能力的提高、商铺招商的推进，预计游客接待量增速有望达到 40%，景区收入增长 60.42%，权益利润贡献约 8234 万元，增厚每股收益约 0.20 元。2011 年，受 2010 年高基数影响，游客增速放缓到 5%，景区收入下降 7.41%，权益利润贡献约 7147 万元，增厚每股收益约 0.17 元。

Figure 8 乌镇景区收入及权益利润贡献预测

	2006A	2007A	2008A	2009H	2009E	2010E	2011E
游客接待量 (万人次)	159	200	252	151	328	459	482
YOY%		25.79%	26.00%	37%	30%	40%	5%
门票收入 (万元)	8812.00	9945.01	11755.00	7336	15069.60	22932.00	22152.31
YOY%		12.86%	18.20%		28.20%	52.17%	-3.40%
门票收入占比	100.00%	63.00%	48.80%	52.94%	47.92%	45.45%	47.42%
平均每人次门票收入	55.42	49.73	46.65	48.58	46.00	50.00	46.00
客房收入 (万元)		3637.44	5849.00	2450.00	7862.4	14676.48	12039.30
YOY%			60.80%		34.42%	86.67%	-17.97%
酒店收入占比		23.04%	24.28%	17.68%	25.00%	29.09%	25.77%
平均每人次客房收入		18.19	23.21	16.23	24.00	32.00	25.00
餐饮游船等其他收入 (万元)		2203.96	6485.49	4071.93	8517.60	12841.92	12520.872
YOY%			194.27%		31.33%	50.77%	-2.50%
其他收入占比		13.96%	26.92%	29.38%	27.08%	25.45%	26.80%
平均每人次其他收入		11.02	25.74	26.97	26.00	28.00	26.00
景区收入 (万元)	8812.00	15786.41	24089.49	13857.93	31449.60	50450.40	46712.48
YOY%		79.15%	52.60%	28.00%	30.55%	60.42%	-7.41%
净利润 (万元)		3606.00	6173.00	4799.00	9434.88	16144.13	14013.75
净利润率		22.84%	25.63%	34.63%	30.00%	32.00%	30.00%
中青旅权益比例		60.00%	60.00%	60.00%	51.00%	51.00%	51.00%
中青旅权益利润 (万元)		2163.6	3703.8	2879.4	4811.79	8233.51	7147.01
中青旅总股本 (万股)		31950	41350	41351	41535	41535	41535
EPS 贡献 (元)		0.07	0.09	0.06	0.12	0.20	0.17

资料来源：世纪证券研究所

房地产业务贡献卓著，未来三年仍丰厚利润

公司房地产业务主要通过公司持股 51%的浙江中青旅绿城公司运作，已开发及正在开发项目有四个：德清桂花城项目（浙江湖州）、德清西子百合公寓项目（浙江湖州）、郑州绿城百合公寓项目、浙江慈溪玫瑰园项目。

郑州绿城百合公寓、德清桂花城和德清西子百合公寓三个房地产项目总建筑面积 90 万平方米，截止 2009 年 6 月 30 日，已累计销售面积达 61.5 万平方米，尚有约 28.5 万平方米在 2009 年下半年和 2010 年进行结算。目前，公司参股 95%的德清桂花城项目已近尾声，参股 50%的德清西子百合公寓项目约有 200 多套在 09 年 9 月开盘，预计 2010 年上半年进行结算，参股 77%的郑州绿城百合公寓有可能在今年后半年和明年实现分期结算。

公司参股 100%的慈溪项目已定名慈溪玫瑰园，位居慈溪市中心区域。该项目分三期滚动开发建设平房官邸、联排别墅、小高层公寓，预计可销售面积 25 万平方米。09 年 5 月份已开工，预计三、四季度会开

盘预售，2010 年少量结算，2011、2012 年达到权益贡献高峰。我们判断，绿城地产打造的高端精品住宅，价格刚性甚强，销售潜力雄厚，保证公司未来三年权益利润贡献不菲。

从房地产业务 2009 年上半年经营情况看，受房地产市场回暖、成交活跃的影响，销售情况良好，共实现销售收入 6.52 亿元，同比增长 158.82%；实现营业毛利 2.2 亿元，同比增长 344.63%；贡献权益利润 4138 万元，同比增长 396.16%，占公司净利润的比重达 38.93%；毛利率 33.65%，同比增加了 14.06 个百分点。

我们预计，下半年在房地产销售继续转佳的推动下，2009 年全年销售收入约 10 亿元，权益利润贡献约为 6375 万元，增厚每股收益 0.15 元；2010 年和 2011 年销售收入分别为 7.2 亿元、13.5 亿元，权益利润贡献分别为 4590、8606 万元，增厚每股收益分别为 0.11 元、0.21 元。

Figure 9 公司已开发及正开发房地产项目

项目名称	开工时间	股权比例	首期竣工时间	预计全部竣工时间	预计总投资额 (万元)	预计可售面积 (万平方米)
德清桂花城	2004 年 12 月	95%	2007 年 12 月	2009 年 12 月	100000	23.48
德清西子百合公寓	2005 年 7 月	50%	2007 年 12 月	2008 年 11 月	67000	15.98
郑州绿城百合公寓	2005 年 6 月	77%	2007 年 4 月	2009 年 12 月	115000	34.24
慈溪玫瑰园	2009 年 5 月	100%	2011 年 6 月	2011 年 12 月	225000	25
合计					507000	98.7

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 10 房地产销售收入及利润贡献预测

	2007	2008	1H2009	2009E	2010E	2011E
销售面积 (万平方米)	33	11.5	17	20	12	15
销售收入 (万元)	101370	69177	65245	100000	72000	135000
销售成本 (万元)	82072	45474	43287	66000	47520	89100
当年销售均价 (元/平方米)	4770	6015	3838	5000	6000	9000
累计销售面积 (万平方米)	33	44.5	61.5	64.5	76.5	91.5
累计销售额 (亿元)	15.74	22.7	29.22	37.1	41.9	50.3
净利润 (万元)	4985	8857	8114	12500	9000	16875
中青旅权益利润 (万元)	2543	4517	4138	6375	4590	8606
总股本 (万股)	31950	41350	41350	41535	41535	41535
每股收益贡献 (元)	0.08	0.11	0.10	0.15	0.11	0.21

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

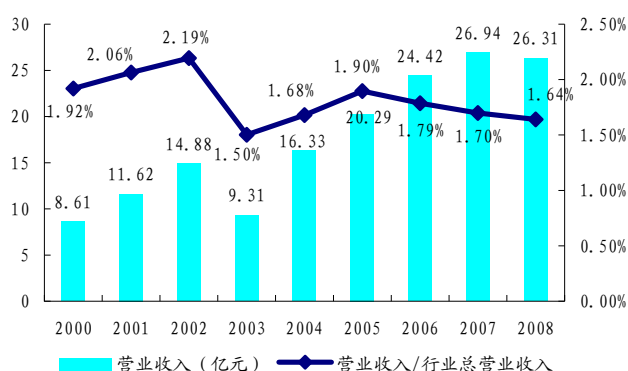
公司在慈溪项目后是否会继续与绿城集团合作，据我们了解，公司目前还没有一定规划，但我们分析，两者合作多年，且绿城集团土地储备很多，选择继续合作的可能性较大。若从公司本着策略投资业务给旅游主业让路的思路分析，也许在慈溪玫瑰园项目完成后公司会终止房地

产业务。

旅行社市场地位稳固，毛利率水平稳健提升

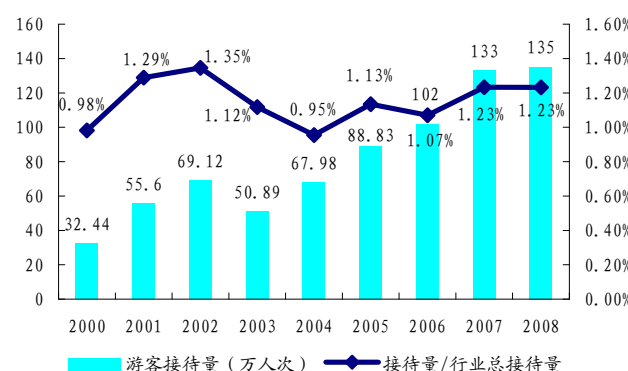
公司旅行社业务位居国内旅行社前三甲（国旅、中旅、中青旅）。旅行社业务包括入境游、国内游和出境游，2008 年公司旅行社业务营业收入 26.31 亿元，占全国旅行社总营业收入比重为 1.64%；接待游客 135 万人次，占全国旅行社总接待量比重为 1.23%，其中入境游客 53 万人次，占行业入境游总量的 4%、出境游客 35 万人次，占行业出境游总量的 3.21%、国内游客 47 万人次，占行业国内游总量的 0.56%。我们认为，近些年虽然我国旅行社行业总体保持了高速增长的态势，但是旅行社行业企业众多（2008 年全国旅行社总数量有 20110 家），没有形成层次分明的批零体系、同质化严重、竞争激烈、集中度低，公司旅行社业务占有的上述市场份额已属不易。

Figure 11 旅行社营业收入及占行业总营业收入比重



资料来源：历年全国旅行社业务年检情况通报、历年公司年报

Figure 12 旅行社游客接待量及占行业总接待量比重



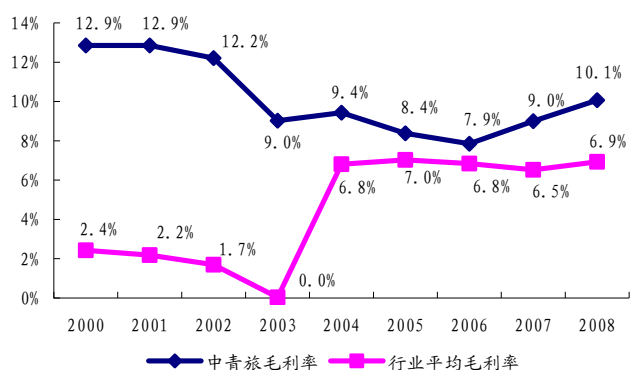
资料来源：历年全国旅行社业务年检情况通报、历年公司年报

注：上图中的旅行社营业收入中包括会展业务收入。

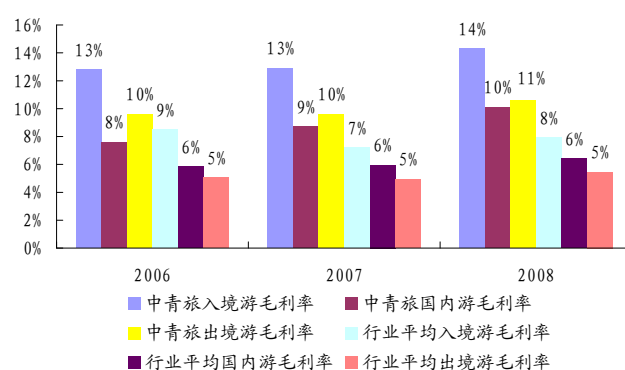
更重要的是，公司旅行社业务的毛利率一直高于行业平均水平，2008 年达 10.07%，远高于行业平均毛利率 6.42%，其中入境游毛利率 14.3%，而行业平均入境游毛利率为 7.94%；出境游毛利率 10.6%，而行业平均出境游毛利率为 5.45%；国内游毛利率 10.1%，而行业平均国内游毛利率为 6.42%。高毛利水平显示出公司具有较强的盈利能力。

Figure 13 中青旅毛利率远高于行业平均毛利率

Figure 14 中青旅出入境及国内游与行业平均比较



资料来源：历年全国旅行社业务年检情况通报、历年公司年报



资料来源：历年全国旅行社业务年检情况通报、历年公司年报

注：上图中的旅行社毛利率中包括会展业务。

从 2009 年上半年旅行社业务经营情况看，因受经济危机及甲型流感的严重影响，公司旅行社业务营业收入增速略下滑，实现营业收入 9.2 亿元，同比增速下降 5.96%；但毛利仍呈上升趋势，实现营业毛利 8003.16 万元，同比增长 6.35%；毛利率 8.69%，同比增加了 1.01 个百分点。分细项看：

- **入境旅游业务延续下降趋势。**其受国际金融危机及甲型流感影响最大，公司本部实现的入境游业务收入同比下降高达 41%，但毛利率仍维持业内高水平 17.3%，同比增长了 4.3 个百分点，体现了较强的抗风险能力。
- **出境旅游业务保持平稳运营。**由于国际油价、金融危机、汇率因素等共同作用导致出境游产品整体卖价在 2009 年上半年同比下降 10-15%，一定程度影响了销售收入，加之 5 月进入旺季以后受甲型流感影响较为明显，因此公司本部实现的出境游业务收入同比下降 8%，但公司持续提升采购能力，降低采购成本，致使毛利率达到 12% 高于去年同期 1 个百分点，此外上半年出境游新产品收入占到总收入近四成，实现了较好的创新价值，台湾、海岛等市场新产品销量显著增长。
- **国内旅游业务继续保持增长。**公司本部实现的国内游业务收入同比增长 24%，达到 5883 万元。公司通过建立二次询价机制，在一贯坚持服务品质的前提下，进一步降低采购成本，使得在收入规模较去年同期增长的同时，毛利水平继续提升到 9% 的水平。
- **百变自由行业务发展快速。**为顺应旅游市场散客化与自助化、休闲游与体验游的发展趋势，公司推出以“二元组织”理念专门建立了“百变自由行”业务，该业务迅速成长，2009 年上半年实现营业收入 3530 万元，较 2008 年下半年环比增长 52%。经过一年的磨合，公司自由行业务已成为集采购、产品、市场、网站、运营于一体的

综合系统，管理团队、操作团队趋于成熟。我们判断，该业务有望成为公司新的利润增长点，预计 2009 年全年可实现收入 1 亿元，毛利率达到 10% 的水平。

Figure 15 旅行社业务营业收入预测

	2007	2008	1H2009	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	241406.4	211938.6	94605.6	214982.8	229351.4	244727.9
YOY		-12.2%	-6.0%	1.4%	6.7%	6.7%
北京地区	122088.4	92486.7	51920.9	94336.4	99053.2	104005.9
YOY		-24.2%	-4.17%	2.00%	5.00%	5.00%
京外地区	119318.0	119451.9	42684.7	120646.4	130298.2	140722.0
YOY		0.1%	-8.72%	1.00%	8.00%	8.00%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

今年前 7 个月的旅游行业消费数据显示，入境游客的下滑幅度逐渐缩窄、国内游比较旺盛、出境台湾游热火。在此因素驱动下，预计公司旅行社业务 2009 年营业收入增速有望转正到 1.4%，达 21.5 亿元；2010 年和 2011 年营业收入增速约为 6.7%，收入贡献分别为 22.9、24.5 亿元。

会展业务具国内领先优势，含预期分拆上市可能

公司企业会展服务业务由控股 82% 的子公司中青旅（北京）国际会议展览有限公司运作，主要服务于中大型集团客户，如承接拜耳公司、中国移动、可口可乐、中国人寿等年会、峰会或 POA 会议等。

会展公司自 2002 年以来年均实现 20% 的增长，在国内 MICE 市场（商务奖励）中处于明显领先地位。但 2009 年上半年，受国际金融危机对客户缩支费用的影响，增速有所放缓，同比仅增长 8.21%，营业收入 2.26 亿元；贡献权益利润 1148.33 万元，占公司净利润比重达 10.8%。

会展公司是市场预期继乌镇旅游分拆上市后，另一具有分拆上市可能的公司。公司已经将会展业务定位于“去旅游化”，即以服务于企业营销需求为理念，打造不同于旅行社业务的企业高端会展及公关服务新业态，预计随着经济的逐渐复苏、2010 年上海世博会的带动，会展业务将重拾双位增速，2009-2011 年营业收入增速分别为 10%、18%、18%，权益利润分别为 2587、3561、4202 万元，增厚每股收益分别为 0.06、0.09、0.1 元。

Figure 16 企业会展服务业务收入、净利润和中青旅权益利润预测

	2007	2008	1H2009	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	25100.0	47800.0	23000.0	52580.0	62044.4	73212.4
YOY		93.6%	8.21%	10.0%	18.0%	18.0%
净利润率（万元）	7.75%	5.21%	6.09%	6%	7%	7%
净利润（万元）	1944.0	2491.9	1400.0	3154.8	4343.1	5124.9
中青旅权益比例	82%	82%	82%	82%	82%	82%
中青旅权益利润	1594.1	2043.4	1148.3	2586.9	3561.3	4202.4
每股收益贡献（元）	0.05	0.05	0.03	0.06	0.09	0.10

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

福彩业务稳定增长，未来三年仍是公司稳定的利润源

公司全资控股子公司北京中青旅风采科技有限公司拥有西南三省（云、贵、川）电脑福利彩票销售经营权。近几年，彩票销售成为公司稳定的利润来源。但彩票销售属于期限型业务，2011 年 6 月 9 日云南省彩票销售经营权将到期；2017 年 12 月 31 日贵州和四川的彩票销售经营权将到期。从目前看，我们还不能确定云南彩票经营权到期后，当地民政部门是否会收回彩票销售许可权。但我们分析，公司毕竟是云南福利彩票销售始起人，对云南福彩销售网络铺建贡献很大，民政部门对公司的依赖性也比较强，公司有很大可能会继续代理云南省的福彩销售。

从 2009 年上半年经营情况看，三省电脑福利彩票销量为 29 亿元，同比增长 31.82%；风采科技实现营业收入 7192 万元，同比 29.66%；实现净利润 2497 万元，同比增长 28.05%，占公司净利润的比重达 23.49%。

Figure 17 风采科技营业收入、净利润和中青旅权益净利润预测

	2007	2008	1H2009	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	11300.0	11500.0	7192.0	13225.0	15208.8	17490.1
YOY	0.0907	1.8%	29.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润率	51.05%	26.90%	34.72%	28.00%	28%	28%
净利润（万元）	5768.6	3093.3	2497.1	3703.0	4258.5	4897.2
中青旅权益比例	82%	82%	100%	100%	100%	100%
中青旅权益利润	4730.2	2800.2	2497.1	3703.0	4258.5	4897.2
每股收益贡献	0.15	0.07	0.06	0.09	0.10	0.12

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

假设公司仍能获得云南彩票销售经营权，预计 2009-2010 年，福利彩票继续贡献稳定收益，平均营业收入增速 15%，贡献权益利益分别为 3703、4289、4899 万元。

科技业务增长迅速，但盈利规模尚小

公司科技业务主要通过子公司中青旅创格科技及其控股的中青旅海天数码科技两家公司运作。2007 年 7 月创格科技和海天数码获得 H3C（华为 3COM）总代理权以来，业务增长迅速，市场份额和毛利率稳中有升。2009 年上半年因上游厂商思科受金融危机影响严重而出现较大缩减，使得创格及海天仅实现营业收入 2.95 亿元，同比增长 5.4%；净利润 504 万元，同比下降 18.8%。而 2008 年则实现营业收入 6.99 亿元，净利润 1068 万元，同比分别增长 67%和 24%。我们认为，随着上游厂商去库存化影响的消失以及需求的增长，该项业务会保持良性增长之势，但对增厚公司业绩影响较小，预计 2009-2011 年营业增速分别为 8%、10%、10%。

Figure 18 中青旅创格和中青旅海天营业收入和净利润预测

	2007	2008	1H2009	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	41856.3	69900.0	29500.0	75492.0	83041.2	91345.3
YOY		67.0%	5.4%	8.0%	10.0%	10.0%
净利润（万元）	861.3	1068.0	504.0	1283.4	1411.7	1552.9
净利润率	2.06%	1.53%	1.71%	1.70%	1.70%	1.70%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

中青旅大厦出租率稳定，盈利持续性强

公司以自有物业中青旅大厦向外出租。中青旅大厦位于东直门南大街 5 号，总层数 23 层，紧邻东直门交通枢纽，地理位置优越。该大厦是北京首座采用双层主动式内呼吸幕墙的 5A 甲级“观景”写字楼，15 层以上自用，其余对外出租。

Figure 19 中青旅大厦位置



资料来源：Baidu 搜索、世纪证券研究所

Figure 20 中青旅大厦楼宇



资料来源：Baidu 搜索、世纪证券研究所

近几年，该大厦出租率一直稳定在 95%以上。2008 年实现出租收入

4630 万元，同比增长 35.2%；2009 年上半年实现出租收入 2479.6 万元，同比增长 16%。我们认为，地处商业核心区的高级写字楼的租金回报持续性强，预计该业务出租收入仍维持平稳增势，未来三年平均增长率约 5%。

Figure 21 中青旅大厦租金收入预测

	2007	2008	1H2009	2009E	2010E	2011E
出租收入（万元）	3425	4630.0	2479.6	4861.5	5104.6	5359.8
YOY		35.20%	16%	5%	5%	5%
房屋租金	3760.0	4734.1	2584.6	5064.1	5317.3	5583.1
YOY		25.91%	14.16%	6.97%	5.00%	5.00%
出租收入/房屋租金	91.09%	97.80%	95.94%	96.00%	96.00%	96.00%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

酒店业暂停扩张，盈利正处改善期

公司酒店业务由控股 51%的中青旅山水酒店投资管理有限公司运营的 12 家中青旅山水酒店和控股 80%的 1 家桂林帝苑酒店。因受行业激烈竞争以及经济危机的影响，经营业绩略有欠佳。

山水酒店为高标经济型酒店，主要分布在北京、深圳、广州，共拥有 1811 间客房，2008 年实现营业收入 1.71 亿元，净利润 13.83 万元；2009 年上半年平均房价 223 元/间/夜，平均入住率 66%，北京地区的 3 家酒店经营要好于华南地区，平均入住率达到 81%，实现营业收入 8408 万元，净利润为负。桂林帝苑酒店为五星级涉外酒店，座落漓江东岸，靠近桂林民族风情园，共有客房 334 间，2008 年实现营业收入 2704.77 万元，净利润 584.23 元；2009 年上半年实现营业收入 806.53 万元，净利润为负。

预计随着经济好转，公司酒店业务收入总体有望实现小幅增长，2009-2011 年分别为 3%、5%、5%，净利润仍徘徊在盈亏边缘。

Figure 22 酒店业务营业收入预测

	2007	2008	1H2009	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	13005.5	19804.8	9214.5	20398.9	21418.9	22489.8
	24.74%	52.3%	3.0%	3.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

股票投资收益反亏为盈

公司股票由全资子公司中青旅香港公司操作，2009 年上半年，公司出售伊泰 B，获利 2801.17 万元。截止 2009 年 6 月 30 日，公司还余伊

泰 B 126 万股，按 2009 年 8 月 31 日收盘价 5.095 美元及美元：人民币汇率 6.83 折合人民币 34.80 元/股，账面价值达 4384.66 万元，净盈约 1874.06 万元。

据了解，公司计划下半年将该股全部出售完毕，预计全年实现可实现投资收益约 4500 万元左右，增厚每股收益约 0.03 元。该部分收益一部分将冲回 2008 年计提的可供出售金融资产减值准备 3710.42 万元，另一部分将用于在香港和日本置办公物业。

盈利预测

Figure 23 盈利预测假设

	2009E	2010E	2011E
旅行社业务	1.4%	6.7%	6.7%
会展服务业务	10.0%	18.0%	18.0%
乌镇景区	30.55%	60.42%	-7.41%
房地产业务	44.56%	-28.00%	87.50%
福利彩票业务	15.0%	15.0%	15.0%
科技业务	8.0%	10.0%	10.0%
中青旅大厦出租业务	5%	5%	5%
股票投资收益	不考虑 126 万股伊泰 B 股票可能收益		

资料来源：世纪证券研究所

Figure 24 营业收入预测

(单位：万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	453249.60	458840.09	512989.85	538619.55	636337.74
其中：乌镇景区	15786.41	24089.49	31449.60	50450.40	46712.48
房地产业务	101370.07	69177.25	100000.00	72000.00	135000.00
旅行社业务	241406.36	211938.58	214982.83	229351.37	244727.88
会展服务业务	25100.00	47800.00	52580.00	62044.40	73212.39
风采科技业务	11300.00	11500.00	13225.00	15208.75	17490.06
科技业务	41856.29	69900.00	75492.00	83041.20	91345.32
酒店业务	13005.47	19804.77	20398.91	21418.86	22489.80
中青旅大厦出租业务	3425.00	4630.00	4861.50	5104.58	5359.80

资料来源：世纪证券研究所

Figure 25 盈利预测表

(单位: 万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	453249.60	458840.09	512989.80	538619.50	636337.69
减: 营业成本	371278.84	355916.16	388846.26	399655.67	467708.21
营业税金及附加	11476.95	10312.00	13772.81	14460.92	17084.47
销售费用	27190.08	36743.25	40825.11	42864.80	50641.47
管理费用	15153.38	21266.73	22708.74	23843.30	28169.03
财务费用	997.84	1430.55	2243.92	2356.03	2783.47
资产减值损失	2465.36	3487.87	800.00	0.00	0.00
投资净收益	5312.64	39.44	2800.00	0.00	0.00
四、营业利润	29999.79	29722.96	46592.94	55438.78	69951.04
加: 营业外收入	814.86	1434.75	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	167.96	223.56	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	30646.69	30934.16	46592.94	55438.78	69951.04
减: 所得税	6973.60	7823.86	12681.74	13859.70	17487.76
六、净利润	23673.09	23110.30	33911.20	41579.09	52463.28
减: 少数股东损益	7401.01	10104.31	15210.30	18098.03	22835.56
归属于母公司所有者的净利润	16272.08	13005.99	18700.90	23481.06	29627.72
七: 每股收益 (元)	0.39	0.31	0.45	0.57	0.71

资料来源: 世纪证券研究所

估值优势显著

我们选取与公司业务较为接近的 5 家旅游上市公司进行 PE 估值比较。以 2009 年 8 月 31 日收盘价计算, 5 家上市公司的 2009、2010 年平均动态市盈率分别为 33.5、27 倍, 中青旅的动态市盈率分别为 25.6、20.2 倍, 处于行业估值低端。

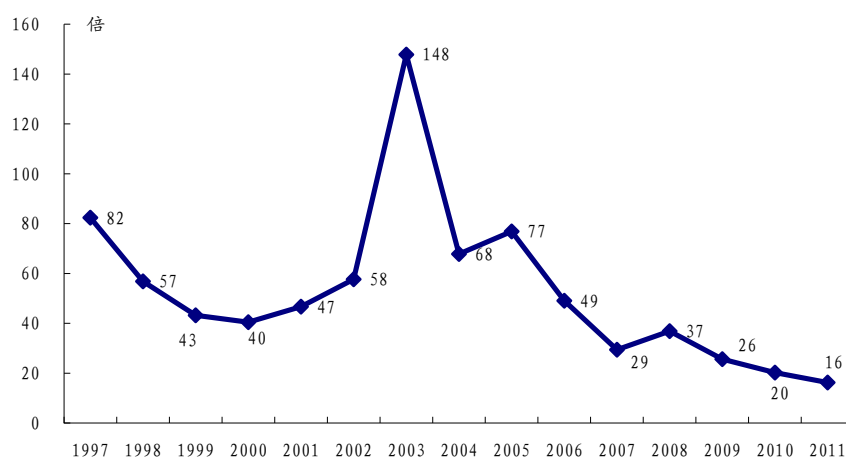
Figure 26 同行业估值比较

公司名称	090831 股价	EPS			PE		
		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
黄山旅游	14.16	0.40	0.46	0.58	35.4	30.8	24.4
峨眉山 A	10.05	0.09	0.30	0.48	111.7	33.5	20.9
丽江旅游	14.41	0.46	0.41	0.44	31.3	35.1	32.8
桂林旅游	10.37	0.13	0.24	0.30	79.8	43.2	34.6
首旅股份	18.78	0.75	0.76	0.82	25.0	24.7	22.9
平均					56.6	33.5	27.1
中值					35.4	33.5	24.4
中青旅	11.53	0.31	0.45	0.57	36.8	25.6	20.2

资料来源: 世纪证券研究所

从公司历史动态市盈率看, 目前 25.6 倍市盈率处于历史底部。

Figure 27 公司历史及预测估值水平 (按最新股本计算)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司虽然多元化经营，但战略定位清晰，治理结构优良，主业成长性明确。综合考虑，我们认为给予公司 33 倍的 PE 较为合理，对应的 2009-2011 年的目标价分别为 14.52、19.1、21.45 元。

维持“增持”投资评级

预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.45、0.57、0.71 元，当前股价下的估值优势明显。且虑及乌镇景区未来成长空间大，尤其是分拆上市预期，加之房地产业务依然可续雄厚贡献、旅行社业务景气回升、会展业务将重拾双位增势、科技业务持续回报可观、酒店业务盈利转善等因素。因此，维持“增持”投资评级。

风险提示

- 1、甲型 H1N1 流感的继续扩散；
- 2、外围经济继续萎靡；
- 3、房地产市场景气大幅下降。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 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;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.