

景区业绩持续超预期

研究结论

- 公司构建了一体两翼的发展架构，即以旅行社业务为主干，以景区和酒店等相关旅游业为两翼；以旅游业为主干，以地产和福彩等投资为两翼的架构。从近年的发展来看，这种一体两翼的架构对公司提升收入与净利润的增长，加速对外扩张起到了非常好的效果。未来，公司将加大在景区和酒店业务上的投资，由此推动一体两翼架构更快发展，公司整体盈利能力有望继续提高。
- **乌镇业务保持持续快速发展。**公司将乌镇景区定位于旅游目的地的衔接和管理的复合商业模式，是一种观光和度假的结合。其中东栅景区以观光为主，而西栅则通过门票+酒店和餐饮等形成一种复合商业模式。目前东栅景区已经开发成熟，西栅 1/3 已经开发，目前酒店客房数近 750 间，2010 年下半年有望新增 400-500 间，由此将达 1100-1200 间。经营情况看，09 年预计全年接待量超过 300 万，收入预计 3 亿，同比增长近 30%，经营性净利润预计近 9000 万，同比增长近 100%。由于土地成本和人工协同作用等原因，明年一次性酒店开业的开办费不会很大，因此，游客数量增长，人均消费增长，和新增客房数将成为未来主要增长点。
- **乌镇景区后续发展空间巨大。**目前阶段，乌镇景区仍处于开发周期中，3 平方公里的土地，目前仅 1/3 已经开发，公司还持有北栅和南栅的优先开发权，在景区开发成熟前预计游客人次和销售收入业绩等仍处于快速增长中。2010 年，上海世博会预计有 7000 万参观人次，初步预计有 30% 将延伸至长三角区域旅游，乌镇作为江南水乡中具有枕水人家特色的景区，保存较完好，管理规划，美誉度较高，受到旅行社的推荐，预计这部分新增人群将成为公司 2010 年业绩增长的推动力。
- 慈溪项目共 22 万平方米建筑面积可供销售，一期 9.2 万平方米，预计 2010 年 6 月 30 日交付；二期 13 万平方米，预计 2010 年 12 月 30 日交付。从调研情况看，目前预售情况较好，首期 80 套房基本售完，收到预付金 3.8 亿元，均价 2.1 万元/平方。考虑到一期的房价相对便宜和项目将于 2011-2012 年全部结算，我们假设 2011 年结算以一期为主，则 2011 年慈溪项目净利润达 3.78 亿元，贡献每股收益 0.46 元。
- 我们预计 08-11 年，公司收入年复合增长率 16%，净利润年复合增长率 42%，近三年每股收益分别是 0.58 元，0.53 元和 0.90 元。目前股价 09 年动态市盈率 27 倍，给予 09 年 35 倍市盈率，目标价 20.3 元，维持增持评级。
- **催化剂：**公司下属乌镇景区是 2010 年上海世博会的受益者，随着世博会的临近，乌镇的接待人次有望出现快速增长，成为股价上涨的推动力；乌镇分拆上市有实质性启动或者类乌镇项目出炉。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游/轻工行业资深分析师

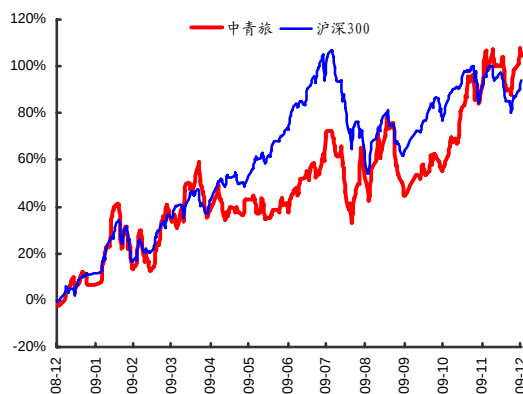
8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价 (09 年 12 月 30 日)	15.86 元
目标价格 (12 个月)	20.3 元
总股本/A 股 (万股)	41535/40170
A 股市值 (百万元)	66 亿元
国家/地区	中国
行业	旅游
报告日期	2009 年 12 月 30 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	13.03%	59.76%	104.72%
相对表现 (%)	10.45%	29.54%	10.61%

资料来源: WIND

财务预测

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	4588	5025	5380	7244
营业利润	297	372	340	582
净利润	130	241	222	375
EBITDA	435	501	473	717
每股收益	0.31	0.58	0.53	0.90
净资产收益率	6.6%	11.1%	9.5%	14.0%
每股经营现金流	0.56	0.72	0.86	0.94
市盈率	50.6	27.4	29.7	17.6

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资摘要

公司构建了一体两翼的发展架构，即以旅行社业务为主干，以景区和酒店等相关旅游业为两翼；以旅游业为主干，以地产和福彩等投资为两翼的架构。从近年的发展来看，这种一体两翼的架构对公司提升收入与净利润的增长，加速对外扩张起到了非常好的效果。**未来，公司将加大在景区和酒店业务上的投资，由此推动一体两翼架构更快发展，公司整体盈利能力有望继续提高。**

展望未来 3-6 个月，我们对行业的观点是看好。金融危机和甲流的影响总体是短期的局部的，随着影响的减弱，2010-2011 年旅游行业有望出现持续快速的的增长。我们预计 2010 年国内旅游业收入增幅在 20%以上，2011 年仍有望保持在 15%以上，入境游方面恢复可能慢于国内游，预计随着 2010 年上海世博会的召开将出现明显复苏，全年增幅有望达到 5-10%。景区、旅行社和酒店业绩有望全面复苏，其中景区将成为最大的受益者。

乌镇业务保持持续快速发展。公司将乌镇景区定位于旅游目的地的延接和管理的复合商业模式，是一种观光和度假的结合。其中东栅景区以观光为主，而西栅则通过门票+酒店和餐饮等形成一种复合商业模式。目前东栅景区已经开发成熟，西栅 1/3 已经开发（总计 100 多万平方米建筑），目前酒店客房数近 750 间，2010 年下半年有望新增 400-500 间，由此将达 1100-1200 间。经营情况看，09 年预计全年接待量超过 300 万（12 月上旬已达到），收入预计 3 亿，同比增长近 30%，经营性净利润预计近 9000 万，同比增长近 100%（08 年净利润中有 1000 余万非经常性）。由于土地成本和人工协同作用等原因，明年一次性酒店开业的开办费不会很大，因此，游客数量增长，人均消费增长，和新增客房数将成为未来主要增长点。

预计乌镇景区 2010 年游客人次同比增长 20%，2011 年同比增长 15%，则 2010-2011 年收入将分别为 4.01 亿和 4.9 亿元，同比增长 29%和 20%；净利润将分别达到 1.23 亿元和 1.52 亿元，同比增长 37%和 23%，贡献每股收益分别为 0.15 元和 0.19 元。

目前阶段，乌镇景区仍处于开发周期中，3 平方公里的土地，目前仅 1/3 已经开发，公司还持有北栅和南栅的优先开发权，在景区开发成熟前预计游客人次和销售收入业绩等仍处于快速增长中。2010 年，上海世博会预计有 7000 万参观人次，20%上海土地人，30%来自江苏和浙江，45%来自于其他省份，5%入境游。初步预计，这 7000 万人次中有 30%将延伸至长三角区域旅游，乌镇作为江南水乡中具有枕水人家特色的景区，保存较完好，管理规范，美誉度较高，受到旅行社的推荐，预计这部分新增人群将成为公司 2010 年业绩增长的推动力。

慈溪项目共 22 万平方米建筑面积可供销售，一期 9.2 万平方米，预计 2010 年 6 月 30 日交付；二期 13 万平方米，预计 2010 年 12 月 30 日交付。从调研情况看，目前预售情况较好，首期 80 套房基本售完，收到预付金 3.8 亿元，均价 2.1 万元/平方。考虑到一期的房价相对便宜和项目将于 2011-2012 年全部结算，我们假设 2011 年结算以一期为主，则 2011 年慈溪项目净利润达 3.78 亿元，贡献每股收益 0.46 元。

我们预计 08-11 年，公司收入年复合增长率 16%，净利润年复合增长率 42%，近三年每股收益分别是 0.58 元，0.53 元和 0.90 元。目前股价 09 年动态市盈率 27 倍，给予 09 年 35 倍市盈率，目标价 20.3 元，维持增持评级。

催化剂：公司下属乌镇景区是 2010 年上海世博会的受益者，随着世博会的临近，乌镇的接待人次有望出现快速增长，成为股价上涨的推动力；乌镇分拆上市有实质性启动或者类乌镇项目出炉。

主要风险：股票投资和地产收益对短期业绩影响较大。

1. 一体两翼的架构稳步发展

公司构建了一体两翼的发展架构，即以旅行社业务为主干，以景区和酒店等相关旅游业为两翼；以旅游业为主干，以地产和福彩等投资为两翼的架构。从近年的发展来看，这种一体两翼的架构对公司提升收入与净利润的增长，加速对外扩张起到了非常好的效果。

从 08 年报来看，旅行社业务是公司最主要的收入来源，占比达 57%，但由于该行业处于完全竞争状态，盈利能力较低。我们认为，如果长期将公司的发展寄托在旅行社业务，实际是限制了公司的发展，成长性是可以预期的。而目前这种一体两翼的发展模式，则充分发挥了旅行社在整个旅游产业链中的优势，通过旅行社业务的发展寻找到优质景区资源，酒店资源，从旅游产业链中低毛利的领域过渡到高毛利的领域，形成旅游产业的纵向一体化，并开始产生协同作用。从 08 年的业绩来看，这种一体两翼的发展模式对提升业绩作用非常明显。如，08 年，景区和酒店在收入构成中虽然仅占 9.6%，但在主营业务利润中占比高达 34%。未来，公司将加大在景区和酒店业务上的投资，由此推动一体两翼架构更快发展，公司整体盈利能力有望继续提高。

图 1：08 年主营业务收入构成

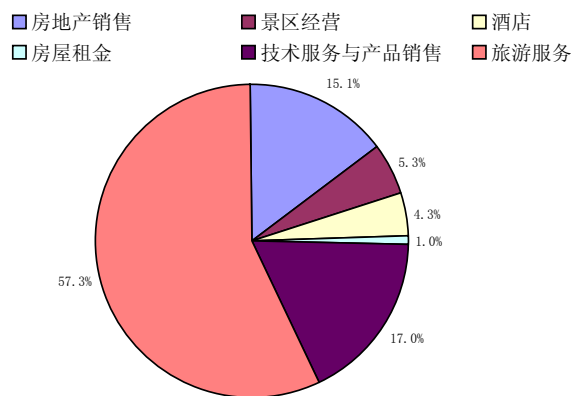


图 2：08 年主营业务利润构成

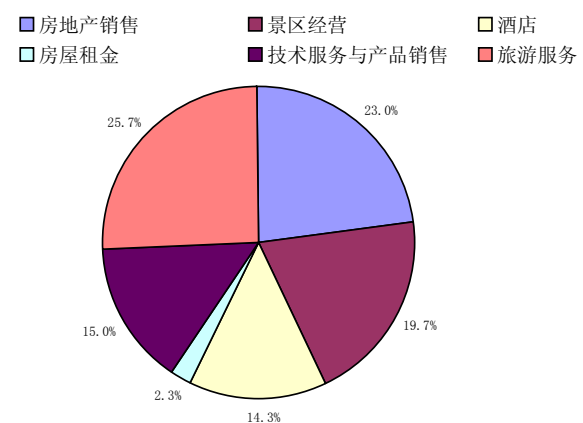


表 1：各项业务在主营业务收入与主营业务利润占比情况

年度	主营业务收入			主营业务利润		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
房地产销售	0.0%	22.4%	15.1%	0.0%	23.5%	23.0%
景区经营	0.0%	3.5%	5.3%	0.0%	16.8%	19.7%
酒店	3.6%	2.9%	4.3%	20.0%	12.0%	14.3%
房屋租金	0.0%	0.8%	1.0%	0.0%	1.2%	2.3%
技术服务与产品销售	11.1%	11.0%	17.0%	30.7%	16.9%	15.0%
旅游服务	85.2%	59.4%	57.3%	49.3%	29.6%	25.7%

资料来源：东方证券研究所

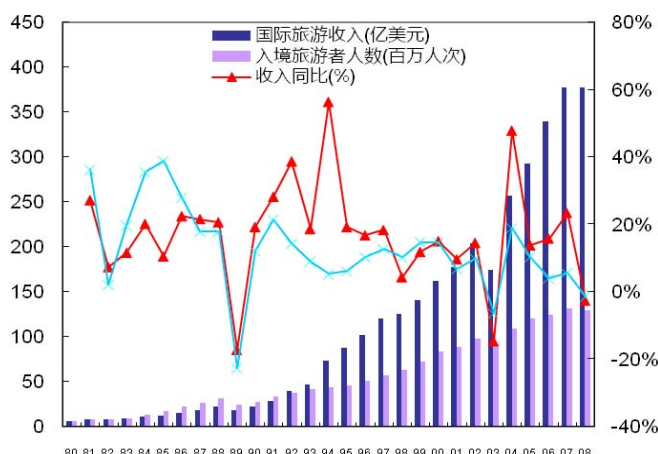
2. 2010-2011 年旅游行业前景看好

08-09 年国内旅游需求受到明显抑制

08 年以来受到一系列负面因素影响，旅游行业持续快速发展的态势被打破。虽然从旅游接待人次和旅游收入来看，行业整体仍保持快速的增长势头，但从微观主体来看，尤其是上市旅游公司来看，其收入和净利润受到的影响是明显的。

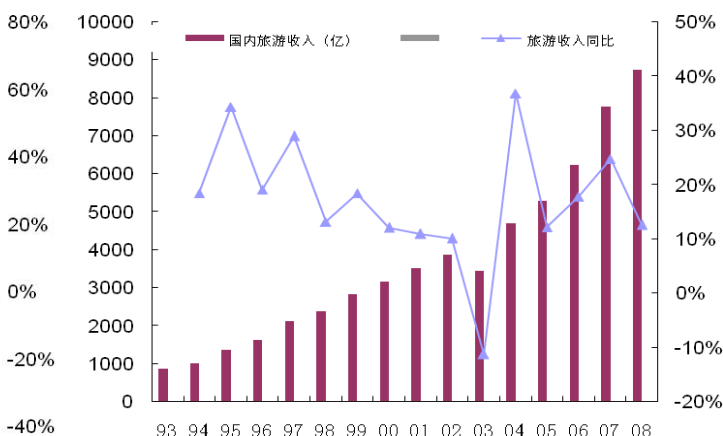
09 年，影响旅游行业的负面因素集中于金融危机和甲流。随着各类经济振兴计划的执行，国内外的经济出现一定复苏，而股市的持续上涨促进了旅游等高端消费的增长，金融危机的影响已经日渐减弱。甲流从四月开始影响逐步加剧，在度过了最初的恐慌期后，甲流的低死亡率和易治愈性使得其对国内旅游业的影响相对较小。09 年 8 月至今，我们观察得到国内旅游业的复苏步伐明显加快，主要景区基本达到或者超过 08 年同期水平，部分地区接近 07 年水平。

图 3： 入境旅游人次和收入情况



资源来源：东方证券研究所

图 4： 国内旅游收入情况



资源来源：东方证券研究所

入境游：受到负面影响最大

截止到 09 年 11 月，全国接待入境旅游人次累计达 1.15 亿人次，同比下降 3.03%，其中过夜旅游者人次累计达 4644.52 万人次，同比下降 4.75%。

虽然从数据看 09 年入境旅游同比下降幅度不大，但从旅游社和景区了解的情况是，截止到目前累计接待的入境旅游者人次同比下降仍在 20% 以上。和上半年近 40% 以上的下降相比，当前入境游市场仍出现一定程度恢复，但以外国人为主的实质性的恢复预计到 2010 年。

表 2：主要客源国入境旅游人次变化情况（09 年）

	计量单位 UNIT	11 月 NOV	同比增长(%) GROWTH(%)	1-11 月 JAN-NOV	同比增长(%) GROWTH(%)
入境旅游人数	万人次	1 039.56	-1.47	11 546.93	-3.03
# 外国人	万人次	189.27	-1.02	2 001.40	-11.35
香港同胞	万人次	631.26	-1.21	7 053.09	-1.4

澳门同胞	万人次	180.48	-5.55	2 080.49	-0.51
台湾同胞	万人次	38.56	14.02	411.94	1.59
过夜旅游人数	万人次	423.96	-0.72	4 644.52	-4.75
# 外 国 人	万人次	153.26	-1.33	1 613.84	-11.8
香港同胞	万人次	207.4	-1.33	2 325.95	-0.69
澳门同胞	万人次	30.56	-5.41	352.4	-0.2
台湾同胞	万人次	32.75	12.18	352.33	0.27
入境旅游（外汇）收入	亿美元	33.6	3.29	362.3	-3.9
# 外 国 人	亿美元	19.27	3.15	202.95	-7.78
香港同胞	亿美元	7.94	4.82	88.9	5.2
澳门同胞	亿美元	2.18	-22.99	25.16	-18.79
台湾同胞	亿美元	4.21	22.25	45.3	9.26

资料来源：东方证券研究所

一线城市高星级酒店 09 年收入降幅在 30%以上

由于一线城市高星级酒店客源 60%以上是入境客源，受入境客源减少影响，目前这一块市场恢复相地较慢。以北京为例，09 年 1-11 月，五星级酒店平均房价下降 40.2%，入住率平均 49.7%，平均下降 8.5%；四星级酒店降幅分别是 29.4%和 5.4%，以此测算 09 年北京高星级酒店的客房收入平均降幅在 30%以上。

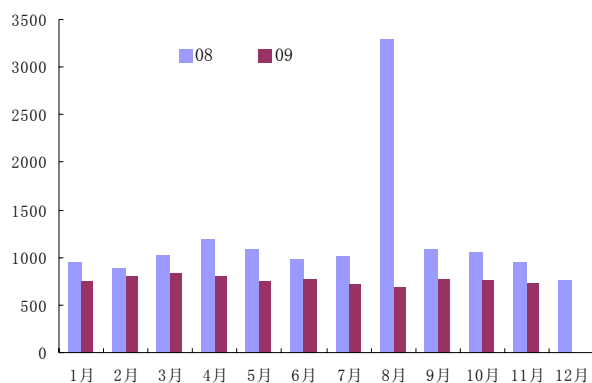
表 3：北京星级酒店接待情况

	2009 年 11 月	同比增长 (%)	2009 年 1-11 月	同比增长 (%)
接待住宿人数 (人次)	1677652	18.6	16632636	15.8
国内住宿者	1391350	18.6	13873967	20.1
入境住宿者	286302	18.5	2758669	-1.7
台湾同胞	15192	96	128475	31.1
澳门同胞	471	-63.7	6559	-19.9
香港同胞	24305	23.9	255157	24.3
外 国 人	246334	15.6	2368478	-5.1
接待住宿人天数 (人天)	3353464	14.9	33442405	13.3
国内住宿者	2692729	18.1	26849263	22.5
入境住宿者	660735	3.4	6593142	-13.3
台湾同胞	32515	69.4	291066	21.7
澳门同胞	1429	-32.8	15797	-8.9
香港同胞	53077	-0.6	590197	14.4
外 国 人	573714	1.7	5696082	-16.6

资料来源：东方证券研究所

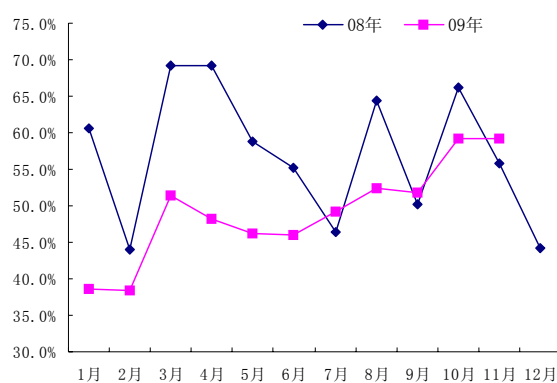
值得一提的是，今年中期开始，北京高星级酒店的房价和入住率出现明显的稳中有升的势头。至 11 月，五星级酒店虽然房价上升仍不明显，但平均入住率达 59.3%，好于历史同期水平，较 08 年同期上升 3.5 个百分点。我们认为，高星级酒店房价和入住率的回升，一方面表明商务市场的恢复，另一方面也是入境游回升的结果。

图 5： 北京五星级酒店平均房价变化情况



资料来源：东方证券研究所

图 6： 北京五星级酒店平均入住率变化情况



资料来源：东方证券研究所

2010-2011 年行业景气将明显回升

展望未来 3-6 个月，我们对行业的观点是看好

金融危机和甲流的影响总体是短期的局部的，随着影响的减弱，2010-2011 年旅游行业有望出现持续快速的增长。

虽然目前阶段甲流仍在蔓延，对出入境和国内旅游业造成负面影响，但是从半年多以来甲流的发展情况来看，社会公众受此的影响已经非常有限，即使在某一时期，如 1-2 个月感染人数明显增加，但对整体旅游市场的影响将非常有限。从近年行业发展来看，无论是金融危机还是甲流对行业的影响整体是有限的。09 年初，国家旅游局做了一份问卷调查，有高达 92% 的受访者有意愿在 2009 年进行旅游活动。从 09 年各地的运行情况来看，虽然人均消费受到一定的抑制，但游客人次平均增幅在 5-10%，个别地区仍保持近 20% 的增长（如北京星级酒店接待国内游客 1-11 月累计增幅 20.1%）。展望未来 3-6 个月，随着负面因素的减弱，春节等传统节假日的来临，旅游需求有望出现爆发式增长。

中长期，行业前景看好

世界旅游组织根据中国的发展预测，中国到 2015 年入境旅游要超过 1 亿人次，成为全球第一大入境国，因为中国增长速度快，2015 年出境旅游也将达到 1 亿人次，国人在海外消费预计将超过 1000 亿美元。到 2015 年国内旅游应该人均出游 2 次，按照 2006 年的基数就是 28 亿人次，2015 年国内旅游市场将有 30 亿人次。到时候国内旅游总收入就达到 2 万亿元。旅游将形成一个庞大的产业。从当前来看，08 年旅游业占 GDP 的比重是 4.05%，发达国家一般是 10%，日本已经是 10% 以上，考虑到旅游业的增值效应（世界旅游组织作出的测算，旅游业每直接收入 1 元，会给国民经济相

关行业带来 4.3 元增值效益) 和此次国务院将旅游业提升为国家级战略性支柱产业, 我们认为, 未来一系列行业刺激政策有望出台, 在 2020 年前行来有望长期保持快于同期 GDP5 个百分点以上的速度增长。

我们预计 2010 年国内旅游业收入增幅在 20% 以上, 2011 年仍有望保持在 15% 以上, 入境游方面恢复可能慢于国内游, 预计随着 2010 年上海世博会的召开将出现明显复苏, 全年增幅有望达到 5-10%。景区、旅行社和酒店业绩有望全面复苏, 其中景区将成为最大的受益者。

休闲度假景区缺口巨大

虽然中国是世界上旅游资源最丰富的国家之一, 但考虑到庞大的人口及日益增长的旅游需求, 国内景区在未来将长期保持稀缺性, 尤以休闲度假类景区为甚。从需求来看, 当前国内如北京、上海等部分一线城市和地区人均 GDP 在 5000 美元以上, 休闲度假类需求将出现快速增长, 保守估计近几年的增速在 20% 以上, 且随着富裕地区范围的扩大, 这部分需求的实际增速可能更快。供给来看, 在当前全国近 2 万个旅游景区中, 真正用于度假的预计仅 5%, 其中高品质的休闲度假类景区尤其稀缺。日益增长的旅游需求和相对短缺的景区供给是当前国内旅游业的主要矛盾。

公司旗下乌镇景区是城市周边, 集观光和休闲为一体的复合式景区, 从公司收购乌镇景区至今, 景区始终保持了较快的成长性, 09 年乌镇的收入有望达到 3 亿, 同比增长近 30%, 经营性净利润有望翻番。我们认为, 乌镇的快速发展正是迎合了周边人群对会务和休闲度假旅游的旺盛需求。当前乌镇景区尚处于开发周期中, 尚有 2/3 面积可供开发, 从这一点来讲, 乌镇未来前景看好。

3. 旅游主业未来二年均速在 20% 以上

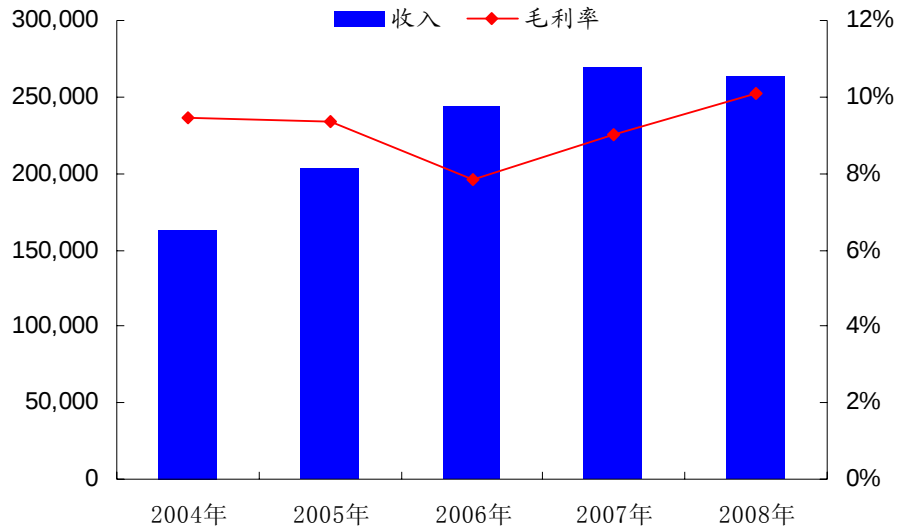
旅行社业务: 受益于 2010-2011 年行业性复苏

在旅行社主业上公司经过几年的发展, 形成当前八个专业化公司, 一个事业部的分工, 目前责权利统一, 运营情况较好。会奖业务是种创新, 是种突围, 目前公司已经形成一定品牌和销售。目前北京市场主要是康辉、中旅和中青旅处于领先水平, 09 年全年预计完成 7 亿销售, 未来几年将保持快速增长。自由行业务是第二个突围案例, 自由行实际上是度假业务, 在未来中国市场将面临快速发展, 公司 09 年预计销售收入 1 亿元, 2010 年, 目标是 1.8 亿元。会奖业务和自由行业务的毛利率一般较高, 近 10%, 是公司未来的发展重点。

对传统业务, 主要是规模化, 即做宽前台, 做深后台。总体来看, 公司地在不规范的市场中, 尽量做到规范经营, 将市场做大。未来, 公司的重点是抓协同效应, A 集中采购, 包括机票、酒店、地接等方面; B 市场推广, 包括线上线下; C 服务质量和客户系统, 公司刚完成 ERP 系统的升级, 构建功能更为强大的 CIM 系统, 能更好进行服务质量管理和客服系统管理。

2010-2011 年受益于行业景气回升, 旅行社业务有望同比增长 15-20%。08 年公司旅行社业务收入 26.31 亿元, 同比下降 2.3%, 毛利率 10.07%, 较 07 年提高 1.07 个百分点。09 年, 受到金融危机影响, 入境游受到影响较大, 一季度公司入境接待同比下降 40% 以上, 后来虽然有一定程度恢复, 但同比下降幅度仍较大。由于入境接待在公司旅行社业务中占到相当比重 (08 年入境接待人次占比达 39%), 09 年旅行社主业受到较大负面影响, 预计总体增长有限。随着旅游需求的回复, 2010 年国内旅游业将率先恢复, 到中期时入境旅游也将出现恢复性增长, 受此影响预计 2010-2011 年旅行社收入有望出现 15% 以上的增长。

图 7: 中青旅旅行社业务毛利率变动



资料来源：公司公告

乌镇业务保持持续快速发展

公司将乌镇景区定位于旅游目的地的延接和管理的复合商业模式，是一种观光和度假的结合。其中东栅景区以观光为主，而西栅则通过门票+酒店和餐饮等形成一种复合商业模式。目前东栅景区已经开发成熟，西栅 1/3 已经开发（总计 100 多万平方米建筑），目前酒店客房数近 750 间，2010 年下半年有望新增 400-500 间，由此将达 1100-1200 间。目前总资产 10 亿，净资产 8-9 亿元，3 亿股本。经营情况看，09 年预计全年接待量超过 300 万（12 月上旬已达到），收入预计 3 亿，同比增长近 30%，经营性净利润预计近 9000 万，同比增长近 100%（08 年净利润中有 1000 余万非经常性）。由于土地成本和人工协同作用等原因，明年一次性酒店开业的开办费不会很大，因此，游客数量增长，人均消费增长，和新增客房数将成为未来主要增长点。

目前阶段，乌镇景区仍处于开发周期中，3 平方公里的土地，目前仅 1/3 已经开发，公司还持有北栅和南栅的优先开发权，在景区开发成熟前预计游客人次和销售收入业绩等仍处于快速增长中。2010 年，上海世博会预计有 7000 万参观人次，20% 上海土地人，30% 来自江苏和浙江，45% 来自于其他省份，5% 入境游。初步预计，这 7000 万人次中有 30% 将延伸至长三角区域旅游，乌镇作为江南水乡中具有枕水人家特色的景区，保存较完好，管理规划，美誉度较高，受到旅行社的推荐，预计这部分新增人群将成为公司 2010 年业绩增长的推动力。

预计 2010 年游客人次同比增长 20%，2011 年同比增长 15%，则 2010-2011 年收入将分别为 4.01 亿和 4.9 亿元，同比增长 29% 和 20%；净利润将分别达到 1.23 亿元和 1.52 亿元，同比增长 37% 和 23%，贡献每股收益分别为 0.15 元和 0.19 元。

类乌镇景区收购进行中

公司收购类乌镇景区的预期较强，但从调研了解到，目前仍在寻觅中，真正实施尚待时日。拟收购景区原则是：A 有一支好的管理团队管理（未来仍以乌镇团队为核心）；B 产权清晰；C 市场环境好；D 具有文化旅游的特点（结合当地旅游的特色）。从这一点来讲，收购核心景区的可能性较小，在大城市周边搞些特色的观光+休闲相结合的景区的可能性相对较大。鉴于当前乌镇开发仍在进行中，后续项目如果开始至少需要 10 亿以上的投资，短期内进展不大。

考虑到公司正积极寻求乌镇景区的分拆上市，我们认为在上市前储备 1-2 个类乌镇景区，从而达到景区连锁的可能性较大。

表 4：乌镇盈利预测简表

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
游客人次 万人次	200	252	308	370	425
同比		26%	22%	20%	15%
人均消费	79	96	102	110	115
景区收入	15786	24089	31416	40656	48880
同比		53%	30%	29%	20%
毛利率	87%	84%	88%	88%	88%
净利润	3606	6177	9000	12290	15164
同比		71%	46%	37%	23%
净利润率	23%	26%	29%	29%	30%
权益净利润	2164	3706	4950	6268	7734
每股收益	0.05	0.09	0.12	0.15	0.19

资料来源：东方证券研究所

酒店：加快对山水的投资

公司酒店资产主要包括桂林帝苑大酒店和中青旅山水酒店（51%），前者是位于桂林的一家五星级酒店，受桂林入境游市场影响较大，近二年营收出现下滑。但考虑到 2010-2011 年国内游及入境游市场的恢复性增长，预计未来二年帝苑的效益有望好转。

中青旅山水酒店是一家以客房和物业租赁相结合的特色经济型酒店公司，目前有 12 家酒店，1811 间客房。08 年山水实现营业收入 1.71 亿元，其中物业租赁收入 4552 万元，微利。09 年山水情况没有得到明显改善。此次，公司重新制定战略规划，对山水为主的经济型酒店持肯定的态度，未来将加快这方面的投资。未来预计每年新店将以 5-6 家的速度增长，仍考虑以租赁为主，但如果项目特别好，可能考虑购买一些物业。

展望 2010-2011 年，我们认为山水出现持续增长的可能性较大。从目前经营来看，09 年的下降有些偶发因素，深圳等华南市场受到入境大幅下降影响，未来随着入境游的恢复华南市场将会明显起色。北京店，至今经营情况较好，表明以山水为主的经济型酒店仍有较大的发展空间，这也是公司坚持发展山水的重要原因。预计 2010-2011 年，山水贡献收益将会有较快发展，但对净利润贡献有限。

表 5：酒店业务营收预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
帝苑	3759	2705	3029	3272	3533
同比	0.8%	-28.0%	12.0%	8.0%	8.0%
山水	8782	17100	19152	22025	25329
同比	31.1%	94.7%	12.0%	15.0%	15.0%
酒店收入合计	13005	19805	22181	25296	28862
增长率（YOY）	24.7%	10.0%	12.0%	14.0%	14.1%

酒店毛利率	75.7%	74.1%	75.0%	78.0%	78.0%
-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：东方证券研究所

福彩业务：出现爆发式增长

持股 82%的风采公司主营云贵川三省福利彩票的发行，公司按照彩票销售一定比例提成。随着近几年西南三省对福利彩票认同度的提高，公司的福彩销售出现持续快速增长，加上投注点的增多等推动风采销售的快速增长。09 年风采销售更是出现井喷，前三季度三省福彩销售实现 45 亿元，同比增长 32%。虽然国内近年福彩市场出现长足的发展，预计总量近 400 亿，但与发达国家相比，总体规模仍较小，预计未来几年福彩销售仍有望保持 15-20%增长。

值得一提的是，目前风采科技与云南省签订的合同期限将于 2011 年 6 月 9 日到期，到时能否顺利续约？如果不能续约对公司的影响如何？这都是投资者非常关心的问题。调研了解到，目前风采与云南省新签了一种“以小拉大”的新的福彩参与方式。这种新式玩法，以 2 元/注，属即开式彩票，预计通过双方的合作，充分利用好现有网络和管理经验，经过几年的培养将获得快速发展。即使 2011 年云南省原风采业务到期不能续约，这种新的玩法也将弥补一部分市场的缺失。我们对这种新式福彩，持乐观态度。

我们预计云贵川三省 09-11 年风采销售收入增幅分别为 30%、20%和 15%，考虑云南省到期影响，暂不考虑新业务的贡献，预计 2011 年公司下属的风采科技销售收入将下降 13.7%，则 09-10 年风采科技的净利润增幅预计分别达 34.5%和 26.3%，2010 年贡献每股收益 0.10 元。

表 6：风采科技盈利预测

风采科技	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
福利彩票销售金额	370000	420000	468000	608400	730080	630000
同比		13.50%	11.40%	30.00%	20.00%	-13.7%
公司收入	10175	11300	11500	14602	17522	15120
分成比例	2.75%	2.69%	2.46%	2.40%	2.40%	2.40%
成本折旧等	4908	4513	7376	9053	10513	8770
成本费用率	48.24%	39.94%	64.14%	62.00%	60.00%	58.00%
利润总额	5267	6787	4124	5549	7009	6350
利润率	51.76%	60.06%	35.86%	38.00%	40.00%	42.00%
所得税	790	1018	1031	1387	1752	1588
所得税率	15.00%	15.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	4477	5769	3093	4161	5257	4763
同比		28.86%	-46.39%	34.54%	26.32%	-9.39%
权益净利润	3671	4730	2800	3412	4310	3905
每股收益（全面摊薄）	0.09	0.11	0.07	0.08	0.10	0.09

资料来源：东方证券研究所

表 7：风采科技三省签约期限

省份	到期日
云南	2011 年 6 月 9 日

四川 2017 年 12 月 31 日

贵州 2018 年 1 月 1 日

资料来源：东方证券研究所

地产业务：2011 年预计贡献 0.5 元每股收益

持有性物业：中青旅大厦增长稳定。大厦位于北京东二环商务区，临近首都机场快速轨道线，由公司进行管理，截止目前，大厦自用 1/3，2/3 出租，出租率 99%，平均租金 200-250 元/月平方米。年销售额 5000 万元。

公司通过持股比例 51%的中青旅绿城参与开发型房地产业务。目前正在进行三个楼盘的尾盘销售和业绩结算，另外慈溪项目一期已经开始进行销售，预计将成为 2011-2011 年重要利润来源。

09 年前三季度，中青旅绿城实现销售收入 8.2 亿元，销售状况较好。截止三季度末，河南项目、德清桂花城和德清西子三个房地产项目累计销售面积 73 万平方米，可售面积剩余 8.7 万平方米。09 年全年预计销售达 10 亿元，净利润 1 亿元以上。由于剩余是尾盘和会所等物业，我们预计 2010 年销售收入和利润率会有一定下降。

慈溪项目共 22 万平方米建筑面积可供销售，一期 9.2 万平方米，预计 2010 年 6 月 30 日交付；二期 13 万平方米，预计 2010 年 12 月 30 日交付。从调研情况看，目前预售情况较好，首期 80 套房基本售完，收到预付金 3.8 亿元，均价 2.1 万元/平方。考虑到一期的房价相对便宜和项目将于 2011-2012 年全部结算，我们假设 2011 年结算以一期为主，则 2011 年慈溪项目净利润达 3.78 亿元，贡献每股收益 0.46 元。

表 8：地产结算预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
地产收入	101370	69177	95000	65000	189000
同比		-31.8%	37.3%	-31.6%	190.8%
成本费用	86264	57368	81067	57200	138600
税前利润	15106	11809	13933	7800	50400
所得税	4985	2952	3483	1950	12600
净利润	4985	8857	10450	5850	37800
同比		77.7%	18.0%	-44.0%	546.2%
净利润率	4.9%	12.8%	11.0%	9.0%	20.0%
权益净利润	2542	4517	5330	2984	19278
每股收益	0.06	0.11	0.13	0.07	0.46

资料来源：东方证券研究所

3. 盈利预测与估值

我们预计 08-11 年，公司收入年复合增长率 16%，净利润年复合增长率 42%，近三年每股收益分别是 0.58 元，0.53 元和 0.90 元。

目前股价 09 年动态市盈率 27 倍，给予 09 年 35 倍市盈率，目标价 20.3 元，维持增持评级。

表 9：利润预测简表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4588	5025	5380	7244
营业成本	3559	3870	4177	5290
营业税金及附加	103	106	118	174
营业费用	367	462	484	652
管理费用	213	231	242	507
财务费用	14	49	44	39
资产减值损失	35	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	65	25	0
营业利润	297	372	340	582
营业外收入	14	11	13	12
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	309	382	351	592
所得税	78	95	88	148
净利润	231	286	264	446
少数股东损益	101	46	42	71
归属母公司净利润	130	241	222	375
EBITDA	435	501	473	717
EPS（元）	0.31	0.58	0.53	0.90

资料来源：东方证券研究所

催化剂：

公司下属乌镇景区是 2010 年上海世博会的受益者，随着世博会的临近，乌镇的接待人次有望出现快速增长，成为股价上涨的推动力；乌镇分拆上市有实质性启动或者类乌镇项目出炉。

主要风险：

股票投资和地产收益对短期业绩影响较大。

附表：

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2001	2410	2597	3360	营业收入	4588	5025	5380	7244
现金	337	644	717	942	营业成本	3559	3870	4177	5290
应收账款	347	399	431	578	营业税金及附加	103	106	118	174
其它应收款	153	184	192	262	营业费用	367	462	484	652
预付账款	307	293	338	414	管理费用	213	231	242	507
存货	859	890	919	1164	财务费用	14	49	44	39
其他	0	0	0	0	资产减值损失	35	0	0	0
非流动资产	2627	2571	2732	2753	公允价值变动收				
长期投资	78	80	50	64	益	0	0	0	0
固定资产	1349	1487	1551	1567	投资净收益	0	65	25	0
无形资产	521	521	521	521	营业利润	297	372	340	582
其他	679	483	610	601	营业外收入	14	11	13	12
资产总计	4628	4980	5329	6113	营业外支出	2	2	2	2
流动负债	1695	1808	1919	2303	利润总额	309	382	351	592
短期借款	252	320	330	350	所得税	78	95	88	148
应付账款	413	426	472	590	净利润	231	286	264	446
其他	1031	1062	1117	1362	少数股东损益	101	46	42	71
非流动负债	369	359	379	376	归属母公司净利润	130	241	222	375
长期借款	331	331	331	331	EBITDA	435	501	473	717
其他	38	28	48	45	EPS (元)	0.31	0.58	0.53	0.90
负债合计	2065	2167	2298	2678	主要财务比率				
少数股东权益	605	651	693	764	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	415	415	415	415	成长能力				
资本公积	911	911	911	911	营业收入	1.2%	9.5%	7.1%	34.6%
留存收益	647	837	1011	1342	营业利润	-0.9%	25.3%	-8.8%	71.3%
归属母公司股东权益	1958	2164	2339	2671	归属于母公司净利润	-20.1%	84.9%	-7.8%	69.0%
负债和股东权益	4628	4980	5329	6113	获利能力				
现金流量表					毛利率	22.4%	23.0%	22.4%	27.0%
单位: 百万元					净利率	2.8%	4.8%	4.1%	5.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	6.6%	11.1%	9.5%	14.0%
经营活动现金流	231	299	359	392	ROIC	10.9%	14.4%	12.7%	19.3%
净利润	231	286	264	446	偿债能力				
折旧摊销	123	79	89	97	资产负债率	44.6%	43.5%	43.1%	43.8%
财务费用	14	49	44	39	净负债比率				
投资损失	-0	-65	-25	0	流动比率	1.18	1.33	1.35	1.46
营运资金变动	-167	26	-36	-186	速动比率	0.67	0.84	0.87	0.95

其它	29	-76	22	-4	营运能力				
投资活动现金流	-253	84	-225	-115	总资产周转率	1.00	1.05	1.04	1.27
资本支出	204	150	120	96	应收账款周转率	13	13	13	14
长期投资	-66	-119	94	12	应付账款周转率	8.90	9.23	9.30	9.96
其他	-115	115	-11	-7	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-40	-75	-61	-51	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.58	0.53	0.90
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.72	0.86	0.94
短期借款	-119	68	10	20	每股净资产(最新摊薄)	4.71	5.21	5.63	6.43
长期借款	4	0	0	0	估值比率				
普通股增加	96	0	0	0	P/E	50.65	27.39	29.70	17.57
资本公积增加	-135	0	0	0	P/B	3.36	3.04	2.82	2.47
其他	114	-144	-71	-71	EV/EBITDA	13	12	12	8
现金净增加额	-61	307	73	226					

数据来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨春燕：造纸、旅游资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn