

2010-02-10

酒店、度假村与豪华游轮

中青旅 600138.SH

具有相对估值优势的世博受益股

◆以乌镇景区为代表的旅游业务将受益于 2010 年上海世博会

2010 年乌镇景区将显著受益于上海世博会，游客数量增长 27%（而且很有可能超越预期），实现净利润 1.29 亿，为公司贡献 EPS 约 0.16 元；入境游业务有望率先受益于上海世博会期间入境游客数量的增长，预计 2010 年公司入境游客增长 14.4%、利润贡献 2500 万左右；商务会奖旅游业务也将有望分享世博会商机，预计 2010 年全年销售收入 7.8 亿元，实现净利润约 4844 万，为公司贡献 EPS0.10 元，预计未来几年公司商务会奖旅游业务仍将快速增长。

◆乌镇景区分拆上市和景区资源扩张短期内进展不大

在 2010 年的高基数下，2011 年及以后年度乌镇景区的增长将主要来自西栅景区，但难以维系高增长；2009 年主动降低乌镇景区持股比例引入战略投资者 IDG 的举动或意味着乌镇景区分拆上市迈出了第一步，但受制于监管机构分拆上市规定尚未明朗，分拆上市的实质性启动估计尚待时日；景区资源扩张是大势所趋，但受制于资金压力和景区收购的复杂性，估计短期内进展不会太大。

◆2009 年和 2011 年地产项目利润贡献显著，但 2010 年或拖累公司业绩

2009 年郑州百合、德清西子和德清桂花三个地产项目结算收入 11.8 亿元左右，利润贡献约 1.30 亿元；2010 年主要是三个项目的剩余尾盘结算，地产业务收入和利润贡献同比将出现 50%以上的大幅下降，拖累公司 2010 年业绩表现；建筑面积 22.5 万平方米的慈溪玫瑰园项目进展顺利、销售状况良好，预计 2011 年慈溪项目一期 9.2 万平方米大部分将结算，贡献收入约 15 亿元，实现净利润 2.26 亿元。

◆西南三省彩票销售业务利润贡献稳定增长，但是否能续约仍待关注

相继于 2011 年中期和 2017 年底到期的西南三省彩票销售业务是否能续约仍待关注，预计 2009-2011 EPS 贡献分别为 0.10 元、0.12 元和 0.11 元。

◆投资建议

预计 2009-2011 年公司净利润分别为 2.43 亿元、2.26 亿元和 3.12 亿元，净利润增长率分别 86.58%、-6.7%和 37.6%，对应的 EPS 分别为 0.58 元、0.55 元和 0.75 元，对应的 PE 分别为 31 倍、33 倍和 24 倍，低于同期旅游行业上市公司 50 倍、37 倍和 29 倍的估值水平。按 2010 年地产行业 15 倍 PE 和旅游行业 37 倍 PE 计算合理股价应为 20.95 元，距离目前 17.88 元的价格尚有 17.17%的空间，给予“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	4,532	4,588	5,323	5,589	7,095
营业收入增长率	56.43%	1.23%	16.02%	4.98%	26.96%
净利润（百万元）	163	130	243	226	312
净利润增长率	66.72%	-20.07%	86.58%	-6.70%	37.60%
EPS（元）	0.39	0.31	0.58	0.55	0.75
ROE	8.69%	6.64%	11.28%	9.89%	12.38%
P/E	46	57	31	33	24
P/B	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	22	20	16	16	11

光大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。

维持

买入

当前价格	17.88 元
目标价格	20.95 元
目标期限	6 个月

分析师：

蒋小东

021-22169122

jiangxd@ebcn.com

林玉红

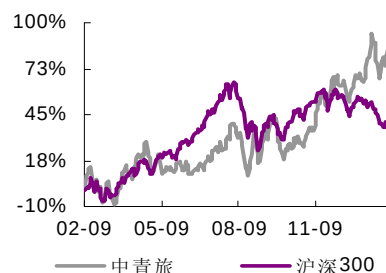
021-22169115

linyh@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	415
总市值(百万元)	7,414
流通比例(%)	80.15%
12 个月最高/最低(元)	19.07/8.53
近 3 月日均成交量(百万股)	14.48
主要股东	中青旅集团
	团公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	21.84	45.59	48.94
绝对收益	12.90	36.24	86.93

相关报告：

投资要件

关键假设

我们对中青旅进行盈利预测的关键假设包括：2009-2011 年，乌镇景区游客数量增速分别为 23.51%、27.24%和 0.69%，人均消费增速分别为-2.26%、12.09%和-5.37%，毛利率为 88%；2009-2011 年商务会奖旅游业务收入增速分别为 25.5%、30%和 15%，毛利率为 12%；2009 年地产结算收入贡献约 11.8 亿元，2010 年主要是剩余尾盘结算，地产业务收入将下降 50%以上，2011 年慈溪项目结算贡献收入约 15 亿元，毛利率分别为 29%、25%和 30%；2009-2011 年彩票销售收入增速分别为 26.2%、21%和-3.3%，毛利率分别为 38%、40%和 42%。2009-2011 年公司营业费用占营业收入比重为 5.8%、5%和 5%，管理费用占营业收入的比重分别为 4%、3.5%和 3.4%，实际税率分别为 25%、23%和 23%。

我们区别于市场的观点

我们区别于市场的观点主要包括以下两方面：一是受益于上海世博会，2010 年乌镇景区游客数量将出现 27%左右的高增长，而且极有可能超越预期，但 2011 年之后这种高增长将难以维持，在乌镇景区引入战略投资者后乌镇景区分拆上市和景区资源扩张的步伐均可能提速，但受制于监管、资金压力和景区收购的复杂性，上市和收购短期内的进展均不会太大。二是公司与绿城集团已合作开发地产项目的成功为双方后续合作奠定了良好的基础，绿城集团丰富的土地储备及公司充裕的现金流将为中青旅地产业务的可持续性提供保证，但目前中青旅旅行尚未有新项目提上日程，因此持续性依然待关注。

股价上涨的催化因素

乌镇景区、入境游和商务会奖等旅游业务均受益于 2010 年上海世博会，世博会期间乌镇景区游客数量的超预期增长将成为股价上涨的催化剂；此外，乌镇景区分拆上市的实质性启动、景区资源扩张取得实质性进展、彩票销售如期续约或经营范围得以扩张等因素均将成为公司股价表现的催化剂。

估值和目标价格

我们预计 2009-2011 年公司净利润分别为 2.43 亿元、2.26 亿元和 3.12 亿元，净利润增长率分别 86.58%、-6.7%和 37.6%，对应的 EPS 分别为 0.58 元、0.55 元和 0.75 元。其中，2009-2011 年旅游等非地产业务 EPS 贡献大约为 0.42 元、0.50 元和 0.47 元，按照行业 2010 年 37 倍的 PE 计算，对应的合理价格为 18.5 元；2009-2011 年地产业务 EPS 贡献分别为 0.16 元、0.05 元和 0.28 元，平均 EPS0.16 元，按地产行业 15 倍 PE 计算对应的股价为 2.45 元；因此，中青旅的合理价格应为 20.95 元，距离目前 17.88 元价格尚有 17.17%的空间，给予“买入”评级。

投资风险

乌镇景区游客数量增长大幅低于预期；慈溪项目二期销售情况受宏观调控影响大幅低于预期；西南三省彩票销售业务到期不能续约；疾病流行、自然灾害等非可控因素对公司旅游业务造成重大损失等。

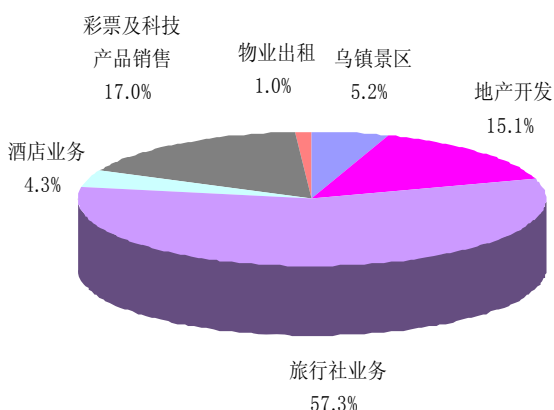
1、以积极的姿态推进以旅游为主体的多元化经营战略

1.1 良好的业务构架和业务模式为公司持续发展奠定基础

以旅游业务为主体前提下进行多元化经营以应对行业内部的激烈竞争。目前，国内排名前三位的国旅总社、中国旅行社和中国青年旅行社合计市场份额不足7%，旅行社行业处于完全竞争的状态，由于旅行社业务的实际收入来自于销售旅游产品的百分之几甚至千分之几的佣金收入，在竞争激烈、进出壁垒极低的行业背景下，旅行社业务的盈利能力极低。正是意识到这一点，公司管理层高瞻远瞩，积极推进以旅游业务为主体的多元化经营道路，目前公司已经从97年上市之初的单一旅行社公司转变成为一家以旅行社业务为主体，以景区营运和酒店营运为两翼、以旅游业务为主体、以地产开发和彩票及高科技产品销售等盈利丰厚的策略性投资业务为两翼的多元化经营的控股型企业。目前，包含商务会奖旅游在内的旅行社业务占公司营业收入比重57.3%，乌镇景区和酒店业务占比分别为5.2%和4.3%，地产开发及销售收入占比15.1%、彩票及科技销售占比17%，即旅游及旅游相关业务以近7成的比重占据了收入的主导地位。

图表 1：以旅游业务为主体的业务结构

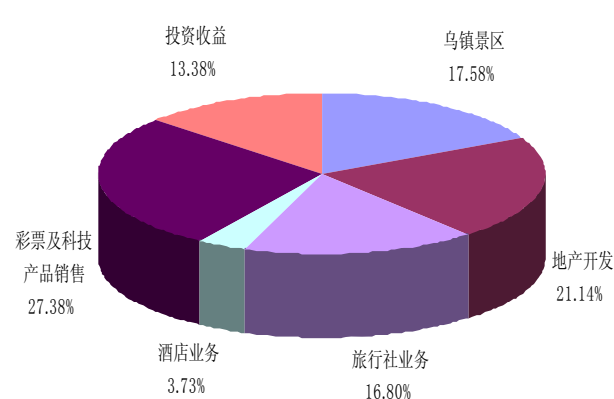
2008 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图表 2：旅游主业和策略投资业务利润贡献比较均衡

2007 年、2008 年公司平均利润构成



资料来源：公司年报、光大证券研究所

多元化经营下，公司盈利能力得以提升且有效规避旅游业务业绩的异常波动。在利润贡献方面，以 2007 和 2008 年分别实现净利润 1.78 亿元和 1.56 亿元为计算基础，各项业务贡献较为均衡，其中彩票及科技产品销售以 27.38% 的利润贡献比例占据首位，其次依次是地产开发业务利润贡献占比 21.14%、乌镇景区占比 17.58%、旅行社业务占比 16.80%、投资收益占比 13.38% 和酒店业务占比 3.73%，由于景区经营和彩票及科技产品销售等策略性投资业务的盈利能力、业绩持续性相对较高，有利于提升公司的盈利能力且平滑旅游业务业绩的异常波动。

行业领先的“前后台分离”业务模式。在业务模式上，公司的旅游业务实行“前后台分离”，一方面，通过解决诚信和成本问题“做宽前台”，从而使公司旅行社业务有效的规避了国内旅行社行业普遍存在的不规范经营问题，令“中青旅”品

牌在业内树立起良好的口碑和市场形象；另一方面，通过规模化采购和标准化的产品路线“做深后台”，规模效应得以充分发挥，领先于同行的业务模式使中青旅成为处于完全竞争状态的旅行社行业内盈利能力最强的企业之一，2008年在行业普遍亏损的情况下，公司旅行社业务仍贡献利润3000万左右。

1.2 积极推进既定发展战略和方向

新老管理团队顺利交替后将继续推进既定发展战略和方向。2009年12月21日的股东会及董事会上，公司管理团队顺利实现了新老交替，公司上市十年来跑步前进的领军人物蒋建宁先生退出管理一线及公司董事会，改任公司首席顾问，上一届董事会期间已担任公司总裁的张立军先生成为公司管理团队的核心。公司表示，本次管理层新老交替后公司发展战略和发展方向不会发生重大调整，未来仍将在强化旅行社、会奖旅游主业品牌建设的同时，加快掌控旅游景区资源及推进酒店业务的发展，实现各旅游部门之间的协同效应，将中青旅打造成“国际知名的大型旅游资源运营商和批发商”，同时积极与绿城合作进行中高端地产项目开发、积极参与云贵川彩票销售，以提升公司盈利能力。

逐步到位的激励制度是推动各项业务迅速发展的推手。作为共青团中央的下属企业，公司的国资背景令其与所有国资企业一样，在激励制度方面似乎都落后于其他类型所有制的企业。但是，由于目前公司各业务部门之间实行独立运作，公司计划逐步将激励措施落实到各业务部门，如激励措施已基本到位的商务会奖旅游部门，2008年收入在2007年2.51亿元基础上增长90.4%至4.78亿元，预计2009年会奖旅游部门将实现收入6亿元，同比增速25.5%，利润贡献在2007和2008年2000-3000万的基础上进一步上升至3000-4000万。未来，各业务部门激励措施的逐步到位将成为公司各项业务迅速发展的推手。

2、 旅游业务 2010 年将受益于上海世博会

2.1 乌镇景区受益于上海世博会，分拆上市和景区资源短期进展不大

东栅景区游客增长将受制于生态承受能力，未来游客数量增长将主要来自西栅景区。乌镇景区目前定位于观光和度假，其中，东栅景区的定位于与其它古镇类似的“观光型”景区，目前，景区开发已经成熟，2008年游客数量达到200万，相对于景区0.46平方公里的面积而言，游客接待水平已经接近饱和状态。2007年开放的西栅景区是国内唯一定位于“观光加休闲体验型”的古镇景区，景区占地面积约3平方公里，已开发面积约占1/3，拥有高档会所、高星级酒店和特色酒店等近750间客房，目前通安客栈、白莲酒店等酒店建设项目进展顺利，有望于2010年世博会之前投入运营，届时西栅将拥有近1200间酒店客房，接待能力大幅提升；西栅景区内保存有精美的明清建筑25万平方米，横贯景区东西的西栅老街长度达1.8公里，两岸临河水阁绵延1.8公里余，内有纵横交叉的河道近万米，形态各异的古石桥72座，河流密度和石桥数量均在全国古镇罕见，景区北部区域则是五万多平方米的天然湿地，完美的融合了观光与

度假功能。随着东栅景区接待量的迅速增加，定位于中高端家庭节假日休闲旅游、商务会议、培训基地的西栅景区游客数量出现了快速增长，2008 年西栅景区待游客数量 55 万人次，同比增长 69.23%，远高于同期东栅景区 5.66% 的增长，预计 2009-2011 年西栅景区游客增长分别为 36%、50% 和 15%，显著高于同期东栅景区约 20%、20% 和 -5% 的增长水平。整个乌镇景区接待能力和定位来看，未来乌镇景区游客数量的增长的将主要来自西栅景区。

图表 3：西栅景区游客数量增长将快于东栅景区

2007 年-2011 年乌镇东栅和西栅景区游客数量增速比较

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
东栅	159.00	185.50	196.00	235.20	282.24	268.13
yoy	7.39%	16.67%	5.66%	20.00%	20.00%	-5.00%
西栅	/	32.50	55.00	74.80	112.20	129.03
yoy	/	/	69.23%	36.00%	50.00%	15.00%
合计	159.00	218.00	251.00	310.00	394.44	397.16
yoy	7.39%	37.11%	15.14%	23.51%	27.24%	0.69%

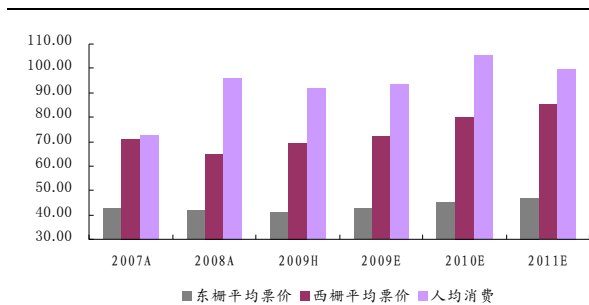
资料来源：公司年报、光大证券研究所

在景区完整产权基础上对景区资源进行有效整合以提升人均消费是未来的主要看点。游客数量的增长将直接体现为门票收入的增长，但是我们观察到 2007-2009 年中期，东栅景区平均门票价格从 42.5 元下降至 41 元，西栅景区门票价格从 71 元下降至 69 元，即门票价格呈现小幅下降趋势，因此，单纯的依靠门票收入的增长模式势必会受到景区生态承受能力的限制。不过目前公司持股 51% 的桐乡市乌镇旅游开发有限公司拥有乌镇景区资源的完整产权，有别于其他景区经营公司的特许经营模式，因此，可以以景区资源为依托有效的整合酒店、餐饮和游船等业务以提升人均消费水平。相对于主要以门票收入为主的东栅景区，2007 年以酒店、餐饮、门票和游船等为多项业务为收入来源的西栅景区开放后，整个乌镇景区人均消费从 2007 年从 72.4 元上升至 2009 年中期 91.8 元，增长 26.73%。目前，西栅景区各项业务呈现出良好的发展态势，未来人均消费提升空间值得期待，预计 2009-2011 年人均消费将分别达到 93.8 元、105 元和 95 元。

在酒店、餐饮等带来人均消费提升的同时，景区收入结构将出现明显变化。2007 年景区门票收入占比 63.23%，2008 年下降至 48.8%，2009 年中期小幅上升至 52.94%，景区收入对门票收入的依赖呈现小幅下降趋势，预计 2009-2011 年门票收入比例分别为 52.90%、52.6% 和 59.64%；同期客房收入占比从 14.24% 上升至 17.68%、餐饮收入占比从 8.62% 上升至 9.73%，均呈现上升趋势，预计 2009-2011 年景区客房收入占比分别为 17.54%、25.31% 和 20.16%，餐饮收入占比分别为 9.65%、13.92% 和 11.09%。

图表 4：各项业务有效整合下人均消费呈上升趋势

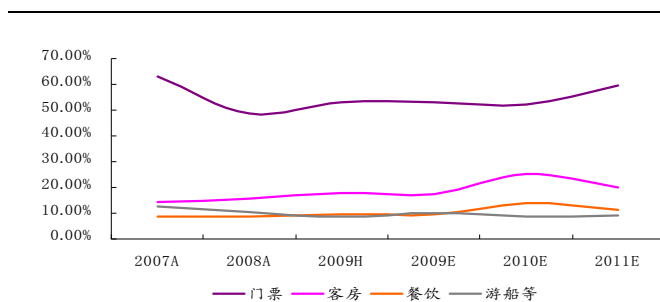
2007-2011 年乌镇景区门票价格与人均消费水平比较



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图表 5：酒店、餐饮收入比重呈上升趋势

2007-2011 年景区收入构成



资料来源：公司年报、光大证券研究所

2010 年乌镇景区将显著受益于上海世博会，游客数量增长 27%，贡献 EPS 约 0.16 元。举世瞩目的上海世博会 2010 年 5 月 1 日正式开园，世博会官方保守估计在 5 月 1 日至 10 月 31 日的 6 个月展出期间上海的国内外游客将达到 7000 万人次，为正常年份上海同期游客数量的 1.75 倍左右，其中 5% 来自境外，20% 来自上海本市，30% 来自长三角地区，其余 45% 则来自全国其他地区；市场各方乐观估计游客数量达到 8000-9000 万。我们保守预计，7000 万规模的世博游客将有至少 10% 的游客会将其旅游路线将延伸至上海周边旅游城市，乌镇作为毗邻上海的保存较为完好的具有浓郁江南水乡特色的景区有望分享世博会巨量游客带来的商机，并借此良机进一步提升景区的知名度。在公司积极进行市场推广、提升公司美誉度、增加酒店客房数量等一系列的努力下，我们预计 10% 的延伸游客中至少有 15% 左右即 85 万游客将流入乌镇景区，以 2009 年游客数量 310 万计算，不考虑其他新增客流，2010 年乌镇景区游客数量同期增长约 27% 达到 395 万人次，而且我们预计游客数量的增长很有可能远超我们的预期。预计 2010 年乌镇景区人均消费受益于酒店入住率和房价的提升而上升至 105 元，在 88% 的毛利率和 31% 的净利润率的假设下，2010 年乌镇景区将实现利润 1.29 亿元，为公司贡献利润 6556 万元，利润贡献占比上升至 24.67%，折 EPS 0.16 元。（前文的对游客数量及人均消费的预测已包含世博会因素的影响）。

图表 6：2009-2011 年乌镇景区利润贡献

2007-2011 年景区收入构成

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
接待游客数量（万人次）	218.00	251.00	310.00	394.44	397.16
人均消费（元/人次）	72.41	95.97	93.80	105.15	99.50
景区营业收入（百万元）	157.86	240.89	290.79	414.75	395.18
毛利率	87.1%	84.2%	88.0%	88.0%	88.0%
净利率	22.84%	25.64%	31.00%	31.00%	31.00%
净利润（百万元）	36.06	61.77	90.15	128.57	122.50
持股比例	60.00%	60.00%	60.00%	51.00%	51.00%
利润贡献（百万元）	21.64	37.06	54.09	65.57	62.48
利润贡献占比	12.16%	23.74%	21.53%	24.67%	14.73%
EPS 贡献（元/股）	0.07	0.09	0.13	0.16	0.15

资料来源：公司年报、光大证券研究所

乌镇景区分拆上市迈出第一步。2009 年 7 月份公司持股 60%的乌镇旅游开发公司股东会同意授予乌镇旅游公司管理层 15%的期权，由 IDG 投资控股的两家香港公司分别予以认缴。增资完成后，乌镇旅游公司股权结构变更为：公司持股 51%；桐乡市乌镇古镇旅游投资有限公司持股 34%；IDG 控股的两家香港公司持股 15%。乌镇景区主动降低股权引入战略投资者，或可看作其筹划已久的乌镇景区分拆上市的景区资源资本运作战略迈出了第一步，未来乌镇景区 IPO 进程逐步明朗后带来的公司权益增值将成为公司股价的重要催化剂。

景区资源扩张是大势所趋，但预计短期内进展不大。2010 年乌镇景区收入和业绩的快速增长在较大程度上受益于世博会客源激增的影响，基数的提高将导致乌镇 2011 年及以后年度增速出现明显放缓。2009 年乌镇景区引入战略投资者的或可看作启动乌镇景区分拆上市的举动，除了实现公司权益的增值外，还将为公司景区资源扩张提供良好的融资平台。目前，谋求景区资源的外延式扩张已逐步提上议事日程，我们预测，出于公司在乌镇景区经营上的成功经验、公司商务会奖旅游业务与乌镇景区业务的良好协同效应及围绕乌镇景区的一系列资本运作将为景区资源扩张提供融资平台等因素的考虑，未来公司景区资源扩张很有可能收购类似乌镇这样的在大都市辐射范围内、有一定可供开发的人文和自然景区资源的、产权清晰的半成熟景区。由于目前乌镇西栅景区已开发面积仅 1/3，而且公司还持有北栅和南栅的优先开发权，后续项目开发尚需要 10 亿元以上的投资，加之收购景区资源的过程较为复杂，因此，我们认为景区资源扩张在短期内进展不会太大。

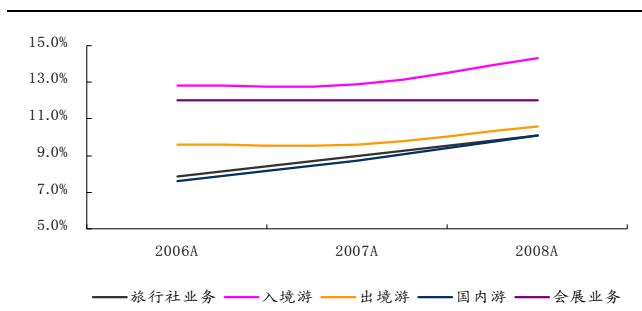
2.2 2010年入境游业务借世博会契机率先恢复

入境游业务盈利能力高于其他旅行社业务。2008 年公司入境游业务毛利率达到 14.3%，高于同期出境游和国内游业务 10.6%和 10.1%的毛利率水平。目前，三项业务毛利率均呈上升趋势，其中，入境游业务仍然是公司传统旅行社业务中盈利能力最强的业务，正常年份公司入境游业务利润贡献 2000-3000 万，而出境游和国内游业务仍在培育阶段，短期仍将保持微利状态。

入境游业务借上海世博会契机率先恢复。2008 年公司“三游”业务游客数量增长均逊于行业平均水平，其中入境游游客数量下降 15.87%，下降幅度 2 倍于行业平均水平（-6.54%），预计 2009 年入境游客数量下降 20%，略低于行业 23.29% 的下降水平。据世博会官方公布的预测数据，世博会期间上海将迎来新增入境游客数量 350 万左右，而 2007 年和 2008 年全年上海入境游客数量分别为 665 万和 640 万，即 2010 年上海入境游客数量同比有望增长 65% 左右。由于公司在华东地区具有一定的规模优势，因此，入境游业务有望率先受益于上海世博会期间入境游客数量的增长，预计 2010 年公司入境游客增长 14.4%，高于同期行业 10% 左右的增长水平，预计 2010 年入境游业务利润贡献 2500 万左右。

图表 7：入境游业务盈利能力高于其他旅行社业务

2006-2008 年公司旅行社业务毛利率水平



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图表 8：三游业务游客数量增长逐步恢复

2006-2009 年公司三游业务游客数量增速与行业增速比较

	2007A	2008A	2009E	2010E
入境游	17.27%	-6.54%	-20.00%	14.40%
行业	14.55%	-15.87%	-23.29%	10.00%
出境游	17.13%	10.48%	0.00%	15.50%
行业	42.11%	29.63%	-0.26%	12.00%
国内游	10.48%	-1.71%	12.00%	17.56%
行业	53.57%	9.30%	12.06%	15.00%

资料来源：公司年报、光大证券研究所

2.3 商务会奖旅游和自由行业务是未来发展重点

中青旅是国内商务会奖旅游业务的先行者和领导者，2010 年有望分享世博会商机实现 40% 以上的高增长。商务会奖旅游业务因为其对专业化水平的高要求从而带来的高毛利率而受到各大旅行社的青睐，中青旅的商务会奖旅游业务定位于为集团客户量身定制符合客户企业文化及项目要求的解决方案，依据项目整体进程制定并实施商务考察、奖励旅游、会议管理、活动管理、教育培训、公关顾问、展览展示等一整套服务方案。目前，在区域布局上，公司已率先在三大经济圈的中心城市在北京（2002 年）、上海（2006 年）和深圳（2007 年）设立了专业的商务会奖旅游公司，并设立了专门为电信行业、医药行业、金融保险行业、IT 电子行业服务的业务部门及针对入境奖励旅游及国际会议业务的国际会议部，2009 年公司进一步组建了跨北京、上海、深圳三地，专注于医药行业客户的医药保健客户事业部，采用矩阵式的管理模式，建立跨区域、客户导向的组织结构，实现资源共享。此外，为拓展新的业务领域和提升公关策划领域的专业素质及服务能力，公司还成立了专门的公关顾问公司。目前，整

个商务会奖旅游团队大约 200-300 人，在公司多年的耕耘及逐步到位的制度激励下，中青旅商务会奖旅游业务已经形成一定品牌，销售业绩领先于同行，预计 2009 年商务会奖旅游业务收入将达到 6 亿元，毛利率 12% 左右。而即将到来的上海世博会无疑也是会展行业的一次盛会，作为该细分市场的领导者和中青旅旅行社业务本身在华东地区的竞争优势，2010 年公司商务会奖旅游业务将有望分享世博会商机，预计 2010 年全年销售收入可达 7.8 亿元，实现净利润约 4844 万，为公司贡献净利润约 3972 万，折 EPS0.10 元。预计未来几年公司商务会奖旅游业务仍将快速增长。

图表 9：2009-2011 年商务会奖旅游业务利润贡献稳定上升

2007-2011 年商务会奖旅游业务利润贡献

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入	251.00	478.00	600.00	780.00	897.00
yoy	14.19%	90.44%	25.5%	30.0%	15.0%
毛利率	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润率	8.00%	6.59%	6.21%	6.21%	6.21%
净利润	20.07	31.49	37.26	48.44	55.70
平均持股比例	82.00%	82.00%	82.00%	82.00%	82.00%
利润贡献	16.46	25.82	30.55	39.72	45.68
EPS 贡献	0.05	0.06	0.07	0.10	0.11

资料来源：公司年报、光大证券研究所

积极培育自由行业务。2009 年公司重磅推出的自由行业务实现销售收入约 1 亿元，计划 2010 年实现销售收入 1.8 亿元。目前，自由行业务的毛利率在 10% 左右，高于传统的公民游业务，是公司未来发展的重点，但其市场规模和盈利水平尚待持续关注。

2.4 加快山水酒店门店扩张速度，酒店利润贡献依然微薄

持股 51% 的以商务旅客为目标客户的山水酒店（51%）是一家客房和物业租赁相结合的特色经济型酒店公司，截至 2008 年底拥有 12 家酒店，1811 间客房，平均房价 220 元左右，平均入住率约 85%，2008 年实现营业收入 1.71 亿元，其中物业租赁收入 4552 万元，略微盈利，2009 年经营情况与 2008 年相似。2008、2009 年由于各方面的因素影响，山水酒店门店和客房数量扩张处于停滞状态，2009 年公司重新制定战略规划，对山水为主的经济型酒店的发展持肯定的态度，决定以每年新开 5 家门店的速度加快对经济型酒店的投资，运营模式上仍将仍以经营租赁的直营店模式为主，如果项目特别好，可能考虑购买物业。在门店持续扩张的基础上，随着旅游行业特别是国内游的持续增长，我们预计未来山水酒店营业收入将随着客房数量和入住率的提升而持续增长。由于每年 5 家的门店扩张速度远低于经济型酒店行业的扩张，因此，我们推断公司门店扩张将以利润为导向而非目前该行业普遍的以收入为导向，2006、2007 年山水酒店的净利润率分别为 20.14% 和 17.22%，接近经营较好的高星级酒店的平

均盈利水平，未来是否能达到如此高的盈利水平我们将持续关注，但我们预计短期内山水酒店对公司净利润的贡献将比较有限。

持股 80%的五星级酒店——桂林帝苑大酒店主要客源为入境游客，受 2008、2009 两年桂林入境游市场大幅下降影响，营业收入同比分别下降 35.95%和 26.06%，2008 年实现净利润 584 万，预计 2009 年略微亏损。预计未来 2010-2011 年帝苑酒店营业收入将随着入境游市场的恢复性增长和国内游市场的持续增长而逐步恢复，但利润贡献甚微。

3、地产业务销售良好，结算进度显著影响公司业绩

郑州、德清地产项目 2010 年利润贡献大幅低于 2009 年。公司通过持有中青旅绿城 51%的股权的形式与绿城集团合作进行地产项目开发。截止 2009 年三季度末，双方合作开发的郑州百合、德清桂花城、德清西子三个住宅项目销售状况较好，累计销售面积达 73 万平方米，累计销售金额 33 亿元左右，可售面积剩余 8.7 万平方米；2007、2008 年和 2009 年前三季度，中青旅绿城分别结算销售收入 10.14 亿元、6.92 亿元和 8.2 亿元，预计 09 年全年将结算销售收入 11.8 亿元，实现净利润 1.3 亿元左右，为公司贡献净利润 6619 万，折合 EPS0.16 元；由于剩余的 8.7 万平米的可售面积主要是尾盘和会所等物业，因此，预计 2010 年地产项目结算收入和利润贡献将显著低于 2009 年，预计约为 6 亿元左右，实现净利润 4368 万，为公司贡献投资利润 2228 万，折合 EPS0.05 元，较 2009 年大幅下降 66%，成为拖累公司 2010 年业绩的主因。

慈溪项目进展顺利，将成为 2011-2012 年公司利润的主要来源，2010 年 EPS 贡献 0.47 元左右。慈溪位于慈溪市中心区域，总占地面积 12.2 万平方米，由中青旅绿城的全资子公司慈溪绿城投资置业有发公司负责开发，项目规划建筑面积 22.5 万平方米，分两期开发，作为地产的高端品牌慈溪“玫瑰园”在浙江口碑很好，项目盈利前景值得期待。目前，一期建筑面积约 9.2 万平方米，其中，已封顶的 A 组团精装修的 91 套多层住宅（建筑面积约 1.8 万平米），目前已基本销售完毕，销售均价 2.1 万元/平方米左右，预售金额合计 3.8 亿元左右；建筑面积 7.4 万平方米的 B 组团高层建筑地下部分已完工，预计销售单价在 2 万元左右；按照工程进度推算，一期 9.2 万平米有望于 2010 年中期交付。二期仍以“多层+高层住宅”为主，约 13 万平方米，预计最快 2010 年底交付，销售单价可能高于一期 2 万元左右的水平。根据整个项目 2011-2012 年集中结算的进度，我们预计 2011 年一期 9.2 万平米 80%全部结算，实现销售收入 15 亿元，实现净利润 2.26 亿元，将为公司贡献 EPS0.28 元；预计 2012 一期 20%、二期 50%结算，2012 年实现销售收入 17 亿元；2013 年二期剩余的 50%全部结算，实现销售收入 13 亿元。2011-2013 慈溪项目将成为公司利润的主要来源。

图表 10：2009-2013 年地产业务利润显著但受制于结算进度波动幅度较大

2007-2013 年地产业务利润贡献

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,013.73	691.77	1179.90	546.00	1508.80	1707.20	1330.00
毛利率	19.0%	34.3%	29.0%	25.0%	30.0%	30.0%	26.0%
净利率	4.92%	12.80%	11.00%	8.00%	15.00%	15.00%	13.00%
净利润	49.85	88.57	129.79	43.68	226.32	256.08	172.90
持股比例	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%
利润贡献	25.42	45.17	66.19	22.28	115.42	130.60	88.18
EPS 贡献	0.08	0.11	0.16	0.05	0.28	0.31	0.21

资料来源：公司年报、光大证券研究所

地产开发业务持续性待关注，未来仍将采取与绿城合作的形式。由于合资公司中青旅绿城目前本身并没有土地储备，因此，地产业务的持续性成为市场关注的焦点。我们认为，公司与绿城的地产开发合作顺利，双方的合作不仅有利于中青旅有效利用资金提升盈利能力，而且对于拥有大量土地储备资源且谋求快速扩张的绿城集团一样重要，双方已合作开发的地产项目的成功为双方后续合作奠定良好的基础，合作双赢的局面将为中青旅地产业务的可持续性提供保证。此外，根据我们调研了解到也印证了我们的判断，公司的地产业务未来仍将与绿城合作，可能采取从绿城集团拿地进行开发的模式，但是，下一个地产项目目前尚未提上议程，因此地产业务的持续性依然待关注。

自有物业中青旅大厦租赁收入稳定。中青旅大厦位于北京东直门商区，建筑面积约 2200 平方米，由公司自行管理，目前，1/3 为公司自用，2/3 用于物业出租，目前出租率稳定在 99% 左右，平均租金 200-250 元/月平方米，年租赁收入约 5000 万元。

4、彩票销售贡献稳定利润，未来是否续约成关注焦点

2009-2011 年福利彩票销售业务将保持 20% 左右的高增长。国内福利彩票销售采取招标经营模式，目前公司持股 82% 的风采科技签约经营云、贵、川三省福利彩票发行业务，并按照彩票销售金额的一定比例提成，提成比例大约在 2.5% 左右。随着居民对福利彩票认同度的逐步上升和公司投注点的快速增加，公司彩票销售自 2005 年并表以来一直保持两位数的快速增长，并扮演着公司利润的主要贡献者之一，利润贡献在 20% 以上。09 年前三季度西南三省福彩销售 45 亿元，同比增长 32%，预计 2009 年全年彩票销售金额将达到 58.5 亿（约占全国福利彩票销售的 7.74%），同比增长 26.2%，风采科技实现销售收入约 1.45 亿，实现利润约 4062 万，贡献 EPS 0.1 元。在西南三省经济快速发展和居民收入快速上升的大趋势下，不考虑其他因素，预计 2010-2011 年彩票销售金额仍将保持 20% 左右的增长。但是风采科技与云南省政府签订的合同期限将于 2011 年 6 月 9 日到期、2017 年底四川和贵州也相继到期，目前，云南彩票销售业务增长较快，占西南三省彩票销售收入近 30%，如果到期后风采科技

不能续约势必拖累公司业绩，因此也成为市场各方关注的焦点。根据我们调研了解到的信息，目前风采科技与云南省签约推出 2 元/注的即开式彩票，因此，如果 2011 年云南省原风采业务到期不能续约，即开彩票将弥补部分缺失。假设 2011 年云南到期后不能续约，预计 2010 年和 2011 年风采科技销售收入增速为 21%和-3.3%，EPS 贡献分别为 0.12 元和 0.11 元。

图表 11：西南三省彩票销售业务招标经营到期时间

西南三省彩票销售业务收入占比及招标经营到期时间

	到期时间
四川	2017 年 12 月 31 日
彩票销售收入占比	45%左右
云南	2011 年 6 月 9 日
彩票销售收入占比	30%左右
贵州	2018 年 1 月 1 日
彩票销售收入占比	25%左右

资料来源：公司年报、光大证券研究所

图表 12：2009-2011 年彩票销售业务利润贡献显著且较为稳定

2007 年-2011 年彩票销售业务利润贡献

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
彩票销售金额	4,200.00	4,680.00	5,850.00	7,020.00	6,786.00
提成比例	2.69%	2.46%	2.48%	2.50%	2.50%
销售收入	113.00	115.00	145.08	175.50	169.65
净利润率	44.12%	26.90%	28.00%	28.00%	28.00%
净利润	49.85	30.93	40.62	49.14	47.50
持股比例	82.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
利润贡献	40.88	30.93	40.62	49.14	47.50
EPS 贡献	0.13	0.07	0.10	0.12	0.11

资料来源：公司年报、光大证券研究所

此外，中青旅创格科技有限公司及其控股的中青旅海天数码科技有限公司的科技产品销售及服务业务运营比较平稳，其中，华为 3COM 总代理业务继续保持增长趋势，市场份额和毛利率稳中有升，系统集成业务因上游厂商思科受金融危机影响严重而出现较大缩减，创格及海天 2009 年上半年实现营业收入 2.95 亿元，较去年同期增长 5.4%，净利润 504 万元，较去年同期下降 18.8%，预计 2009 年全年销售收入 7 亿元，实现净利润 1750 万元左右；预计 2010、2011 年销售收入约 7.5 和 8 亿元，实现净利润 1875 万和 2000 万。

5、 盈利预测

我们对中青旅进行盈利预测的关键假设包括：2009-2011 年，乌镇景区游客数

量增速分别为 23.51%、27.24%和 0.69%，人均消费增速分别为-2.26%、12.09%和-5.37%，毛利率为 88%；2009-2011 年商务会奖旅游业务收入增速分别为 25.5%、30%和 15%，毛利率为 12%；2009 年地产结算收入贡献约 11.8 亿元，2010 年主要是剩余尾盘结算，地产业务收入将下降 50%以上，2011 年慈溪项目结算贡献收入约 15 亿元，毛利率分别为 39%、25%和 30%；2009-2011 年彩票销售收入增速分别为 26.2%、21%和-3.3%，毛利率分别为 38%、40%和 42%。2009-2011 年公司营业费用占营业收入比重为 5.8%、5%和 5%，管理费用占营业收入的比重分别为 4%、3.5%和 3.4%，实际税率分别为 25%、23%和 23%。

在上述假设下，我们预计 2009-2011 年公司净利润分别为 2.43 亿元、2.26 亿元和 3.12 亿元，净利润增长率分别 86.58%、-6.7%和 37.6%，对应的 EPS 分别为 0.58 元、0.55 元和 0.75 元。

6、 估值及投资建议

受地产业务结算影响，公司业绩波动较大，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。预计 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.58 元、0.55 元和 0.75 元，对应的 PE 分别为 31 倍、33 倍和 24 倍，低于同期 A 股旅游行业上市公司 50 倍、37 倍和 29 倍的估值水平。

根据前文分析，2009-2011 年旅游等非地产业务 EPS 贡献大约为 0.42 元、0.50 元和 0.47 元，按照行业 2010 年 37 倍的 PE 计算，对应的合理价格为 18.50 元；2009-2011 年地产业务 EPS 贡献分别为 0.16 元、0.05 元和 0.28 元，平均 EPS0.16 元，按地产行业 15 倍 PE 计算对应的股价为 2.45 元；因此，中青旅的合理价格应为 20.95 元，距离目前 17.88 元的价格尚有 17.17%的空间；此外，世博会期间乌镇景区游客数量的超预期增长、乌镇景区分拆上市的实质性启动、景区资源扩张取得实质性进展、彩票销售如期续约或经营范围得以扩张等因素均将成为公司股价表现的催化剂，给予公司“买入”评级。

图表 13：旅游行业上市公司相对估值比较

公司名称	EPS			PE		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
全聚德	0.61	0.69	0.78	54	48	42
湘鄂情	0.43	0.56	0.76	58	45	33
峨眉山 A	0.29	0.44	0.51	49	32	28
桂林旅游	0.20	0.33	0.42	66	40	31
丽江旅游	0.43	0.35	0.77	41	50	23
黄山旅游	0.43	0.58	0.65	48	35	32
华天酒店	0.26	0.31	0.38	34	29	23
锦江股份	0.46	0.58	0.70	58	46	38
金陵饭店	0.22	0.27	0.28	42	34	32

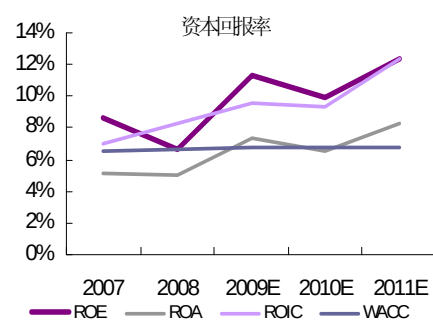
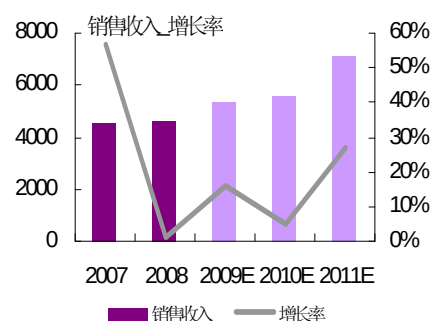
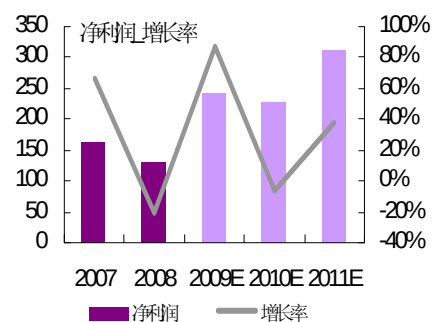
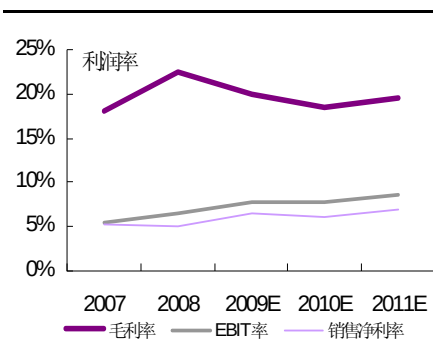
三特索道	0.16	0.31	0.40	91	48	36
首旅股份	0.73	1.11	1.11	32	21	21
九龙山	0.28	0.53	1.02	29	15	8
中国国旅	0.38	0.43	0.56	49	43	33
平均				50	37	29
中青旅	0.58	0.55	0.75	31	33	24

资料来源：WIND，光大证券研究所

7、 风险分析

乌镇景区游客数量增长大幅低于预期；慈溪项目二期销售情况受宏观调控影响大幅低于预期；西南三省彩票销售业务到期不能续约；疾病流行、自然灾害等非可控因素对公司旅游业务造成重大损失等。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,532	4,588	5,323	5,589	7,095
营业成本	3,713	3,559	4,265	4,557	5,709
折旧和摊销	38	99	81	89	97
营业税费	115	103	120	126	160
销售费用	272	367	309	279	355
管理费用	152	213	213	196	248
财务费用	10	14	11	15	13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	53	0	65	25	30
营业利润	300	297	470	440	633
利润总额	306	309	469	439	632
少数股东损益	74	101	109	112	175
归属母公司净利润	162.72	130.06	242.67	226.42	311.55

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	4,580	4,628	4,765	5,213	5,850
流动资产	2,022	2,001	2,071	2,198	2,722
货币资金	397	337	160	168	213
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	324	347	400	420	534
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	166	153	151	157	154
存货	892	859	1,019	1,089	1,365
可供出售投资	105	47	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	23	78	78	78	78
固定资产	1,293	1,349	1,470	1,729	1,860
无形资产	522	521	492	464	436
总负债	2,164	2,065	1,900	2,098	2,333
无息负债	1,236	1,204	1,300	1,369	1,685
有息负债	928	861	600	729	647
股东权益	2,417	2,563	2,865	3,115	3,518
股本	320	415	415	415	415
公积金	1,135	1,003	1,056	1,107	1,180
未分配利润	429	555	695	782	936
少数股东权益	544	605	714	826	1,001

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	673	231	299	392	434
净利润	163	130	243	226	312
折旧摊销	38	99	81	89	97
净营运资金增加	-176	57	134	58	208
其他	648	-56	-159	19	-182
投资活动产生现金流	-431	-253	-154	-410	-210
净资本支出	-567	-593	200	400	200
长期投资变化	23	78	0	0	0
其他资产变化	114	262	-354	-810	-410
融资活动现金流	-63	-40	-322	26	-179
股本变化	53	96	0	0	0
债务净变化	203	-67	-261	129	-81
无息负债变化	197	-32	96	69	316
净现金流	180	-62	-177	8	45

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	56.43%	1.23%	16.02%	4.98%	26.96%
净利润增长率	66.72%	-20.07%	86.58%	-6.70%	37.60%
EBITDA 增长率	202.32%	38.86%	21.13%	4.24%	37.68%
EBIT 增长率	194.58%	20.24%	33.73%	3.24%	43.51%
估值指标					
PE	46	57	31	33	24
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	22	20	16	16	11
EV/EBIT	25	26	19	19	13
EV/NOPLAT	34	34	27	25	17
EV/Sales	1	2	2	1	1
EV/IC	2	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	18.09%	22.43%	19.88%	18.46%	19.54%
EBITDA 率	6.30%	8.63%	9.34%	9.27%	10.06%
EBIT 率	5.45%	6.47%	7.82%	7.69%	8.69%
税前净利润率	6.76%	6.74%	8.81%	7.85%	8.91%
税后净利润率 (归属母公司)	3.59%	2.83%	4.56%	4.05%	4.39%
ROA	5.17%	4.99%	7.38%	6.48%	8.32%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.69%	6.64%	11.28%	9.89%	12.38%
经营性 ROIC	6.97%	8.26%	9.51%	9.36%	12.33%
偿债能力					
流动比率	1.13	1.18	1.36	1.34	1.49
速动比率	63.44%	67.39%	69.29%	67.76%	74.49%
归属母公司权益/有息债务	2.02	2.27	3.59	3.14	3.89
有形资产/有息债务	4.31	4.50	6.75	6.20	8.01
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.39	0.31	0.58	0.55	0.75
每股红利	0.00	0.12	0.21	0.20	0.29
每股经营现金流	1.62	0.56	0.72	0.94	1.05
每股自由现金流(FCFF)	2.37	2.09	0.11	-0.10	0.40
每股净资产	5.82	6.17	6.90	7.50	8.47
每股销售收入	10.91	11.05	12.82	13.46	17.08

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

蒋小东，南开大学经济学学士，证券从业 7 年，2006 年起从事农林牧渔行业研究，2008、2009 年新财富最佳分析师“农林牧渔”第四名

林玉红，上海交通大学经济学硕士，2009 年 12 月加入光大证券研究所，从事旅游行业研究

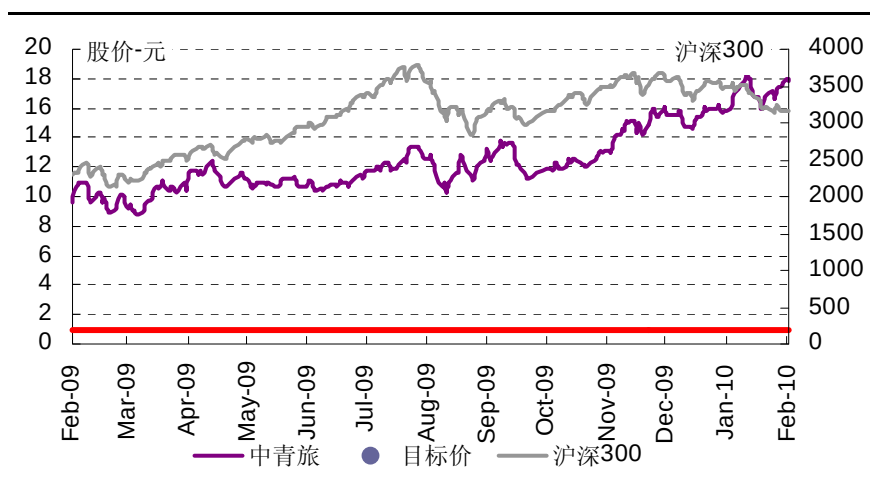
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

=S_INFO_NAME(EB_StockCode) (600138)

分析师：林玉红



日期	股价	目标	评级
2007-08-17	26.94	30.06	增持
2008-08-14	10.06	12.00	增持
2008-10-20	7.25	12.00	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
专题				
银行/信托				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。