

刘璐丹 王斌

中青旅（600138）

证书号：s0190200010016

连锁景区经营迈出关键一步

021-3856 5944

推荐 （维持）

2010年6月3日

投资要点**事件：**

中青旅（600138）于6月3日召开第五届董事会第四次会议，通过了公司与密云县人民政府签署战略合作协议的议案；计划合作开发“古北水镇国际旅游综合度假区开发项目”。

点评：

- 我们认为，公司参与开发“古北水镇”，标志着公司“乌镇模式的古镇连锁”经营迈出了关键一步。从项目成熟度来看，密云古北水镇3年内尚难贡献利润，但由于体量较大、客源市场容量巨大，该项目有着巨大的利润成长前景。
- **项目简介：**公司计划与密云县政府积极开展全方位合作，在综合吸取乌镇开发模式和经验的基础上，打造北方高端古镇，合作开发“古北水镇国际旅游综合度假区开发项目”。从景区定位来看，该项目可谓打造“北方乌镇”。

表1、乌镇与密云开发项目比较

	乌镇古镇	密云古北水镇
景区定位	东栅定位观光游 西栅定位“古镇休闲度假”	“亲水山坡型”明清风格北方古镇 “水城街” 高端观光与休闲度假及会议结合
开发模式	“乌镇模式”--以“整体产权开发、复合多元运营、度假商务并重、资产全面增值”为核心	“类乌镇模式”---观光与度假并重、门票与经营复合的商业模式，完整清晰的产权，合理半径的较强消费腹地，“文化旅游化”目的地营造
与目标经济圈距离	距离上海2小时经济圈内	距离北京1小时经济圈内
初始投资额	投资3.55亿，获60%股权	投资4.2亿，获42%股权
接待量	09年接待324万人次 其中西栅接待83万人次，尚有近半面积可供开发	计划接待量为400万人次/年
盈利能力	09年实现收入3个亿，净利润7550万元	计划景区成熟经营后实现收入10个亿
合作方	乌镇旅游、DIG	乌镇旅游、其他战略投资者

资料来源：兴业证券研发中心

- 该项目位于北京一小时经济圈内，在城市度假旅游理想距离内，也体现了公司选址原则。

项目地处密云县古北口镇汤河流域，在开发北京郊区度假目的地的理想距离之内（太远则交通时间超出游客心理范围，太近则不足以增加过夜客人流量，难以形成住宿、餐饮、综合消费等非门票收入结构）主要开发内容包括旅游度假设施建设和文化创意设施建设。在吸收乌镇经营模式经验的基础上，结合北方文化特点，坚持高起点、高定位，以景区整体氛围营造，突出历史人文、民俗展示；建立开放有序的**景区商业设施**，以成规模的**多样化住宿、商务会议设施**，满足适合北京乃至华北市场散客、家庭等多类人群的需求。

公司计划用**3-5 年**时间，将该项目打造为集观光、休闲度假、商务会展、文化创意产业为一体，具备高品质设施、互动性体验和山水古镇相互辉映独特景观资源的国际旅游综合目的地。

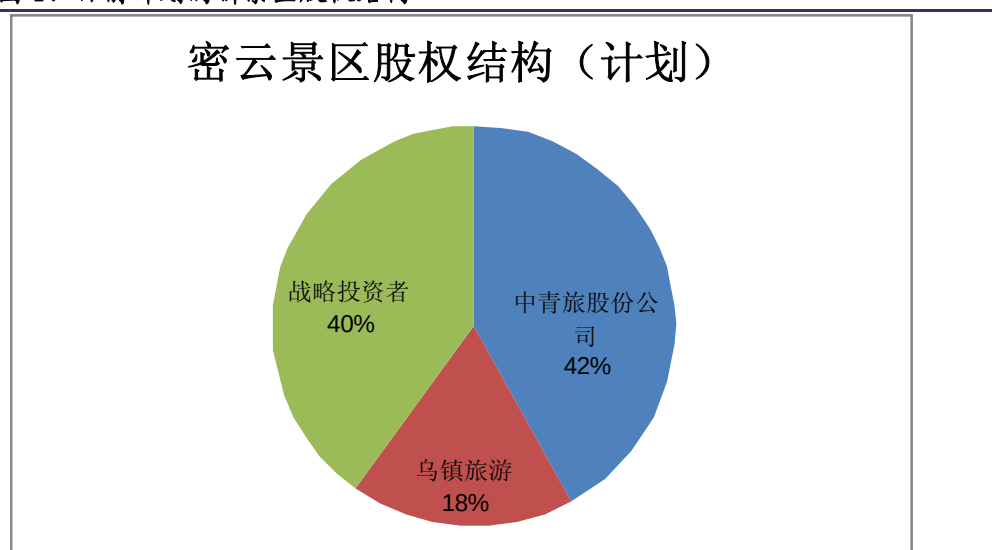
- **公司对项目的盈利状况初判：**项目建成并进入成熟运营期后的经营目标是实现年接待游客 400 万人次，旅游综合收入 10 亿元。项目计划用三年的时间完成建设，力争在 2013 年 5 月正式营业。

乌镇 09 年总接待量为 324 万人次，我们认为景区成熟后年 400 万人次的接待量是有望实现的。

我们简单以乌镇目前的净利率测算，预计景区成熟后可望实现的净利润在 3~4 个亿左右。

- **股权结构：**中青旅股份公司持股 42%，乌镇旅游持股 18%，其余 40% 股权计划由战略投资者持有。公司计划发起成立专门的项目公司，承担本项目的开发、建设以及持续经营。项目公司的注册资本为 10 亿元人民币，公司计划联合乌镇旅游共同投资，本公司计划持有项目公司股权比例为 42%，乌镇旅游持有项目公司股权比例为 18%，本公司及乌镇旅游合并持有项目公司股权比例为 60%，其余 40% 股权计划由战略投资者持有。

图 1、目前计划的新景区股权结构



资料来源：兴业证券研发中心

- **资源筹集：**中青旅将对项目公司的注册资本出资 4.2 亿元，先期将通过银行贷款方式解决。

- **乌镇发展历程回顾：**公司于2006年12月增资控股桐乡市乌镇旅游开发有限公司（以下简称“乌镇旅游”）至今，乌镇旅游以“整体产权开发、复合多元运营、度假商务并重、资产全面增值”为核心，
- **乌镇超强的盈利能力显示出“乌镇模式景区”的巨大市场空间；对比乌镇与国内主要景区公司的盈利指标，乌镇的盈利能力已远超目前上市的景区公司。**

09年乌镇东西栅总计接待游客324万人次，接待规模已超越九寨沟、黄山等风景名胜区。西栅定位为高端度假旅游目的地，自07年开放以来，08、09年游客人数均实现60%左右的增长。公司处于对景区品质和市场培育的考虑，西栅开发速度有所控制，目前西栅已开发面积仅占可开发面积的一半左右；现有客房量也仅为可开发的2/3，我们认为随度假旅游的发展，西栅的酒店、商品销售等业务还有巨大的成长空间。

- **对比乌镇与其他景区的盈利指标，也可以看出这类定位高端、产权结构明晰的景区巨大的盈利能力。**

尽管西栅还有1/3的酒店客房在建，远未达到最佳游客接待量，乌镇09年的净资产收益率、净利率均显著高于其他景区公司，净利润规模已经仅次于黄山。

目前西栅仅开发了1/3的面积，乌镇旅游公司尚拥有南栅、北栅的优先开发权；无论从景区产权结构、管理层经验和素养、景区定位哪个方面来看，乌镇的成长性均显著优于目前的上市景区公司。

表2、乌镇与四家景区类上市公司的接待量对比

目的地接待量对比	2006A	2007A	2008A	2009A
黄山	181	203	224	236
丽江（三条索道）	169	169	141	204
峨眉山	170	192	121	183
桂林				
桂林—漓江游船	93	96	70	72
桂林—银子岩	82	96	92	100
乌镇	159	202	252	324
乌镇—东栅	159	168	200	241
乌镇—西栅		34	52	83

资料来源：兴业证券研发中心

表3、乌镇与四家景区类上市公司收入规模对比

营业总收入（万元）	2006A	2007A	2008A	2009A
黄山旅游	86494	104088	111818	112792
峨眉山A	37370	46593	39432	60390
乌镇	8812	15786	24089	30360
桂林旅游	29848	33113	20229	21183
丽江旅游	12884	15434	14612	18319

资料来源：兴业证券研发中心

表4、乌镇与四家景区类上市公司的净利润规模对比

净利润(万元)	2006A	2007A	2008A	2009A
黄山旅游	14339	16273	20482	17088
乌镇	/	3606	6175	9065
峨眉山A	4090	4605	2142	8368
丽江旅游	5317	7154	4883	4546
桂林旅游	4685	5466	2270	3296

资料来源：兴业证券研发中心

表 5、乌镇与四家景区类上市公司净利率对比

净利率	2006A	2007A	2008A	2009A
乌镇	/	22.84%	25.63%	29.86%
丽江旅游	41.27%	46.35%	33.42%	24.81%
桂林旅游	15.70%	16.51%	11.22%	15.56%
黄山旅游	16.58%	15.63%	18.32%	15.15%
峨眉山A	10.94%	9.88%	5.43%	13.86%

资料来源：兴业证券研发中心

表 6、乌镇与四家景区类上市公司净资产收益率对比

净资产收益率	2006A	2007A	2008A	2009A
乌镇	/	14.42%	24.71%	30.82%
黄山旅游	17.57%	16.40%	17.48%	13.40%
峨眉山A	7.06%	7.66%	3.62%	12.85%
丽江旅游	15.63%	20.11%	12.38%	9.43%
桂林旅游	10.82%	11.97%	4.80%	6.94%

资料来源：兴业证券研发中心

- 项目短期内尚不能贡献利润，我们暂维持对公司 2010-2012 年盈利预测不变，预计 EPS 分别为 0.50 元、0.64 元、0.75 元。

依公司计划，密云古北水镇项目将于 2013 年正式投入营运，因此短期内尚不能贡献利润，我们暂维持公司未来三年的盈利预测不变。

公司在“连锁景区经营”上迈出了关键的一步，高利润率的景区业务未来成长空间被进一步打开，有助于提升公司估值水平。重申“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3070	2450	2808	3214
货币资金	585	557	723	896
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	406	351	375	408
其他应收款	427	260	294	330
存货	1395	1040	1157	1296
非流动资产	2578	2529	2414	2309
可供出售金融资产	61	50	30	0
长期股权投资	25	44	38	40
投资性房地产	242	245	244	244
固定资产	1387	1387	1346	1285
在建工程	149	75	37	19
油气资产	0	0	0	0
无形资产	493	493	493	493
资产总计	5647	4980	5222	5523
流动负债	2065	1159	1159	1206
短期借款	8	0	0	0
应付票据	66	0	0	0
应付账款	661	0	0	0
其他	1330	1159	1159	1206
非流动负债	508	470	470	470
长期借款	470	470	470	470
其他	37	0	0	0
负债合计	2573	1629	1629	1676
股本	415	415	415	415
资本公积	898	898	898	898
未分配利润	756	876	1055	1252
少数股东权益	928	1063	1122	1172
股东权益合计	3074	3350	3593	3847
负债及权益合计	5647	4980	5222	5523

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	253	207	267	310
折旧和摊销	138	75	78	80
资产减值准备	-14	-17	3	5
无形资产摊销	43	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	14	29	26	19
投资损失	-54	-6	-5	-4
少数股东损益	208	135	59	51
营运资金的变动	127	319	186	195
经营活动产生现金流量	426	67	252	263
投资活动产生现金流量	63	1	31	32
融资活动产生现金流量	-259	-96	-118	-123
现金净变动	230	-27	166	173
现金的期初余额	337	585	557	723
现金的期末余额	566	557	723	896

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6191	5028	5400	5914
营业成本	4712	3742	4077	4599
营业税金及附加	202	147	164	177
销售费用	418	427	471	397
管理费用	246	235	237	249
财务费用	14	29	26	19
资产减值损失	24	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	54	6	5	4
营业利润	628	453	430	477
营业外收入	22	5	5	5
营业外支出	13	1	1	1
利润总额	637	457	434	481
所得税	176	114	108	120
净利润	461	343	325	361
少数股东损益	208	135	59	51
归属母公司净利润	253	207	267	310
EPS (元)	0.61	0.50	0.64	0.75

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	34.9%	-18.8%	7.4%	9.5%
营业利润增长率	111.3%	-27.9%	-5.1%	11.0%
净利润增长率	94.2%	-17.9%	28.5%	16.4%
盈利能力(%)				
毛利率	23.9%	25.6%	24.5%	22.2%
净利率	4.1%	4.1%	4.9%	5.2%
ROE	11.8%	9.1%	10.8%	11.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	45.6%	32.7%	31.2%	30.3%
流动比率	1.49	2.11	2.42	2.67
速动比率	0.81	1.21	1.42	1.59
营运能力(次)				
资产周转率	1.10	1.01	1.03	1.07
应收帐款周转率	15.13	12.14	13.67	13.88
每股资料(元)				
每股收益	0.61	0.50	0.64	0.75
每股经营现金	1.41	0.16	0.61	0.63
每股净资产	5.17	5.51	5.95	6.44
估值比率(倍)				
PE	30.84	37.56	29.22	25.11
PB	3.63	3.41	3.15	2.91

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戥	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。