

动态报告/公司快评

旅游休闲

旅游

中青旅 (600138)

谨慎推荐

分拆乌镇旅游到香港上市点评

(维持评级)

2010年7月20日

有利于加快乌镇发展，对估值中性偏正面，但股价有所低估

分析师： 廖绪发 邮件：liaoxf@guosen.com.cn 电话：021-60875168

SAC 执业证书编号：S0980209080424

联系人： 刘智景 邮件：liuzjing@guosen.com.cn 电话：021-60933148

事项与主要观点：

中青旅今日公告，乌镇旅游董事会通过了在香港主板发行H股股票的审议。根据乌镇旅游董事会决议，乌镇旅游H股预计发行规模为不少于经扩大后总股本的25%。中青旅A股公司将于近期召开董事会就乌镇旅游分拆至香港联交所主板上市事宜进行审议，并将提交公司股东大会审议（乌镇旅游在境外公开发行H股股票并在香港联交所主板上市交易事宜尚须提交中国证监会及香港联交所核准）。

核心观点：

我们对中青旅此次投资的主要观点如下：

1、总体上有利于乌镇发展，同时乌镇在香港市场的估值应该不会太低。参照香港消费股估值，我们认为上市后的动态市盈率在25-30倍之间可能性最大。我们对乌镇旅游现有业务的DCF定价为50-60亿左右，如果加上融资9-10亿，上市后合理总市值应当在60-70亿。对应于中青旅的权益价值（摊薄后到38%比例）为23-26亿，对应中青旅的每股价值为5.5-6.3元之间。

2、但由于市场之前已经存在相关预期，我们认为对股价冲击不大。进一步的，在市场对发行定价有效定价的情况下，分拆上市本身对公司价值几乎没有影响。当然，如果在香港市场卖出一个很低的价格，反而可能是对中青旅股东价值的负面影响。由于类似资产目前在香港主板没有，我们倾向于认为乌镇旅游在香港市场能够得到有效定价。

3、根据分部估值，我们测算中青旅整个公司的比较保守的合理估值为18元左右（乐观点到22元左右），维持中青旅谨慎推荐评级。

详细评论：

■ 发行概况推测：预计中青旅股本摊薄到38%，融资规模9-10亿

中青旅分拆乌镇旅游之事市场早已经有所预期。目前乌镇旅游的为2.94亿，预计整体变更为股份有限公司后总股本2.94亿。根据乌镇旅游董事会决议，乌镇旅游H股预计发行规模为不少于经扩大后总股本的25%。我们判断发行规模可能在1亿左右H股，发行后总股本为4亿左右。中青旅目前持有乌镇旅游51%股权，折合1.5亿股左右，对应新股本的股权比例为38%左右。

本次香港市场 IPO 主要投向三个方向：乌镇西栅的酒店等开发建设、连接东栅和西栅之间地带的综合开发以及东栅的一些建设。

根据我们的预测，2010 年乌镇旅游净利润为 1.5 亿左右（YoY +66%），若按照新股本测算，2010 年 EPS 为 0.38 元左右，我们预计 2012 年净利润接近 1.9 亿，摊薄后 EPS 为 0.47 元，若按照 2011 年 20 倍市盈率发行，发行定价为 9.4 元。融资规模预计 9-10 亿左右。

表 1: 乌镇旅游盈利预测

百万元	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	88.21	158	241	304	470	573	681
YoY		79%	53%	26%	55%	22%	19%
门票		99.4	117.5	162	211	244	288
酒店		40.4	58.5	95	182	228	262
其他综合收入		18	65	47	77	101	131
接待游客人次	159	218	252	324	405	443	480
增长率		37%	16%	29%	25.1%	9.3%	8.3%
东栅人次		186	196	241	289	304	313
西栅人次		33	55	83	116	139	167
人均消费	55	72	96	94	116	129	142
平均门票价格		46	47	50	52	55	60
人均其他综合消费		8	26	15	19	23	27
人均消费增速		31%	32%	-2%	23%	12%	10%
酒店收入/西栅人次		124	106	114	156	163	156
酒店业务经营指标							
酒店客房数		746	746	746	1000	1200	1300
平均出租率		35%	40%	50%	70%	71%	73%
平均房价		400	400	450	459	473	487
酒店房费收入		38	43	60	116	145	166
酒店餐饮及其他收入		3	16	35	66	83	95
营业成本		20	38	56	80	97	116
毛利率		87%	84%	81%	83.0%	83.0%	83.0%
毛利		138	203	248	390	475	565
营业税金及附加		8	13	16	25	30	36
营业费用		21	31	33	47	57	68
管理费用		35	53	61	85	103	123
财务费用		24	36	30	38	40	41
财政补贴		0	11	12	5	5	5
税前利润		51	81	119	201	250	303

净利润	36	62	91	151	187	227
YoY		71%	47%	66%	24%	21%
净利润率	22.8%	25.6%	29.8%	32%	33%	33%
股权比例	60%	60%	60%	51%	38%	38%
权益净利润	21.6	37.0	52	76.8	71.1	86.2
整个乌镇景区估值			5,389			
中青旅持股 51%权益价值			2048			

资料来源：国信证券经济研究所

■ 影响分析：有利于乌镇发展，股价影响中性偏正面

首先是对基本面的影响。乌镇分拆上市总体上有利于中青旅。一是可以加快乌镇旅游的发展，进一步提升盈利增长；二是通过这个平台未来在旅游资源综合开发运营方面可以有进一步的作为。

其次是对估值和股价的影响。由于市场之前已经存在相关预期，我们认为对股价冲击不大。进一步的，在市场对发行定价有效定价的情况下，分拆上市本身对公司价值几乎没有影响。当然，如果在香港市场卖出一个很低的价格，反而可能是对中青旅股东价值的负面影响。由于类似资产目前在香港主板没有，我们倾向于认为乌镇旅游在香港市场能够得到有效定价。我们对乌镇旅游现有业务的 DCF 定价为 50-60 亿左右，如果加上融资 9-10 亿，上市后合理总市值应当在 60-70 亿。对应于中青旅的权益价值为 23-26 亿，对应中青旅的每股价值为 5.5-6.3 元之间。

■ 投资建议：股价有一定低估，维持谨慎推荐评级

我们之前测算中青旅整个公司的合理估值为 18 元左右，目前并未因乌镇分拆上市之事逐步兑现而改变这一估值（分拆上市本身不影响公司估值）。不过我们需要强调，这个分部估值是相当保守的估计，尤其是其中对产品销售业务的评估采用了较为保守的估计（15 倍市盈率）。我们认为中青旅的乐观一些的估值应当在 20 元以上。目前股价有一定低估，维持中青旅谨慎推荐评级。

表 2：中青旅分部估值

单位：百万元，元	账面净资产	估值	净利润贡献	折合 PB	折合 PE	
房地产业务	286	859	8	3.0	112	NAV 增值加上账面净资产
景区业务	442	2007	75	4.5	27	乌镇 DCF
酒店业务	132	282	7	2.1	40	可比公司市盈率 40 倍 PE
产品销售业务	133	784	52	5.9	15	15 倍市盈率
旅游服务及其他	1152	2847	34	2.0	84	1 倍 PS（参考锦旅 B 股 1 倍 PS 估值，考虑 A 股溢价）
合计（百万元）	2146	6779	176	3.2	38	
每股价值（元）		16.33	0.42			
加上：古北水镇潜在增值（元）		1.6				
每股价值（元）		18				

资料来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。