

买入(首次)

目标价格:

20.00 元

当前价格:

15.14 元

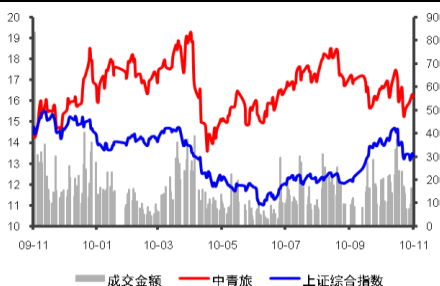
市场数据

餐饮旅游指数	3182
三个月涨跌幅	4.4%
上证综合指数	2820
沪深 300 指数	3136

基础数据

每股净资产(元)	5.45
资产负债率(%)	52.8%
总股本(百万)	415
流通股(百万)	333

相对股价表现



相关研究

研究员:

李项峰 (S0120109030554)

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

刘晓华 (联系人)

8621-68761616-8515

Lixh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

一体两翼振翅飞，策略投资放光芒

报告摘要:

业务架构: 中青旅 (600138) 目前是国内最具影响力的旅游类上市公司之一，目标定位于打造全国规模的旅游综合体，其具体业务涉及旅行社、景区、酒店、会展及策略投资等多个领域。

旅游主业: 1) **旅行社:** 公司旅行社历年位居国内旅行社百强排名三甲之列，具有名副其实的规模优势和品牌价值。09 年公司旅行社业务受经济波动影响较大，但 10 年以来已呈逐渐反弹，尤其是公司创新业务自由行业务在未来 1-2 年将逐步成熟，将日益突出成为公司营收增长亮点。2) **会展服务:** 公司积极扩大会展业务市场规模，保持行业领先地位，预计 10 年同比增幅接近 60% 左右，11 年保持 20% 增幅。3) **景区:** 基于上海市世博会拉动效应，公司持股 51% 的乌镇景区 10 年经营业绩超出预期，公司目前正在考虑借鉴乌镇模式的成功经验，拟在北京密云古北水镇复制另一个“乌镇”。公司已投资设立古北水镇旅游有限公司。我们认为，古北水镇景区区位优势、客源丰富，从长远来看，具有深度开发的价值。4) **酒店:** 公司酒店业务主要包括经济型连锁酒店山水酒店和五星级酒店桂林帝苑，酒店业务 10 年业绩具有不同程度的增长，这种好转势头将在整个行业复苏情况下延续。

策略投资: 除旅游主业外，公司还有诸多策略投资业务，具体包括 IT、彩票、地产及租赁等领域，这些业务构成了公司主业的有力补充，也是近年来公司盈利的关键增长点。对 09 年净利贡献较大的房地产业务大部分结算完毕后在 10 年收入贡献明显下降，由于慈溪绿城项目结算主要发生在 11 年，因此预计明年公司地产收入会有较大幅度的增长。

盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2010-2012 年收入分别增长 -0.3%、50.6% 和 12.6%，EPS 分别为 0.59 元/0.80 元/0.88 元。给予公司目标价格为 20 元/股，对应 10 年/11 年/12 年 PE 分别为 34 倍/25 倍/22 倍。

重要财务指标

单位:百万元

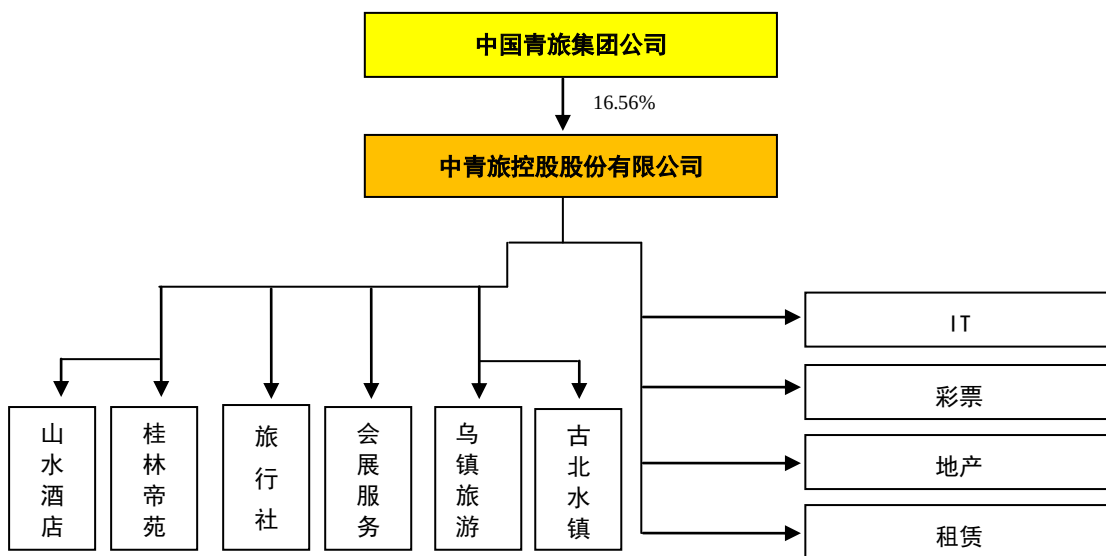
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012 E	2013E	2014E
营业收入	6191	6172	9291	10465	11422	13468
(+/-, %)	34.9%	-0.3%	50.6%	12.6%	9.1%	17.9%
净利润	253	243	333	367	390	456
(+/-, %)	94.2%	-3.6%	36.7%	10.2%	6.3%	16.9%
毛利率(%)	23.9%	21.7%	22.3%	21.9%	21.7%	21.6%
ROE(%)	11.8%	10.5%	12.9%	12.9%	12.6%	13.3%
EPS(元)	0.61	0.59	0.80	0.88	0.94	1.10

1.公司业务构架

近年公司采取了多元化的发展战略，业务领域涉及旅行社、会展、景区、酒店及其他策略投资等多个方面。通过战略性投资和策略性投资两者融合，公司有效地实现了资源配置。

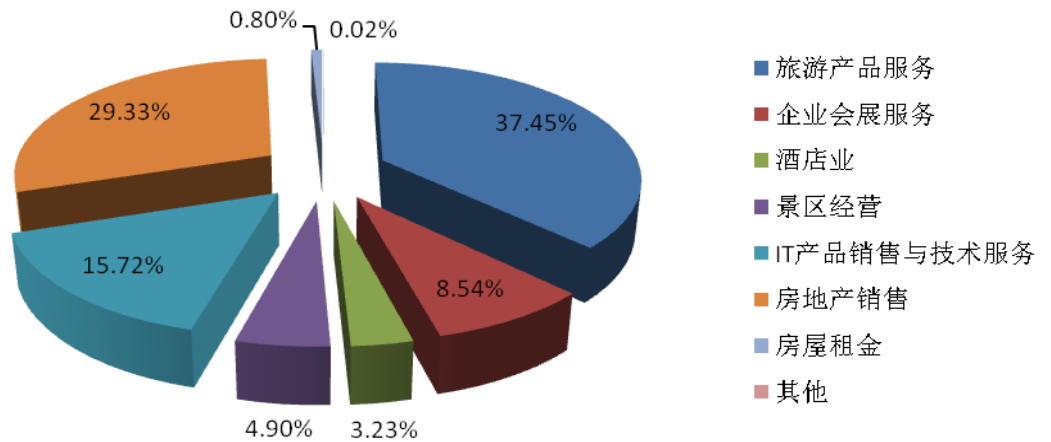
从业务结构来看，公司目前已形成了以旅行社为基础、景区和酒店相互推进的“一体两翼”结构模式：旅行社业务占据主要收入构成，2009年为公司销售收入的37.45%，是公司第一大业务板块；酒店和景区业务分别占到同期公司销售规模的3.2%和4.9%，从近年来看，尤其是景区业务尽管收入占比不大，但却是公司盈利的主要来源。策略投资方面，公司更是采取了多样化发展模式，其涉及业务包括IT、彩票、地产、租赁等诸多领域。

图表 1 公司股权结构及业务分类



资料来源:公司公告, 德邦研究

图表 2 公司各项业务收入占比(2009 年)



资料来源:公司公告, 德邦研究

2. 主业增强: 传统+创新

旅游是一个依存度很高的行业,其本身受到宏观经济波动影响很大。2009年,在金融危机和甲型流感的双重冲击下,中国旅游市场增速明显放慢,其中出境游增长平稳,入境游有所下降,但国内游仍旧保持了快速增长。2009年,公司本部出境游营业利润达到1711万元,创历史新高;国内游的收入规模同比增长达到28%;而入境游营业收入和利润分别较上年同比下降了31%和12%。2010年,受益于全球经济的回暖、上海世博会及国家产业政策的扶持,公司各项业务发展均超过预期,1-9月份旅游主业收入同比增长49%。

公司本部旅游业务前三季度收入增速达到46%,其中增幅最为明显的是出境游,同比增长101%;国内游次之,同比增长23%;入境游与上年基本持平。公司自由行业务继续保持高速增长趋势,同比增幅达到136%。

我们认为,公司作为国内旅行社业务的先行者,与同类公司相比,无论是渠道规模、服务质量、产品创新还是品牌影响力等方面均具明显的竞争优势。作为公司的核心主业,公司做强、做大旅游服务业务的意图非常明确。公司一直秉承着其核心价值观“创新永无止境”,在创新体制方面一直走在国内同行前列。在未来几年,公司计划将通过渠道建设、产品创新及营销创新等多方领域的努力,进一步提升和巩固公司在国内市场的份额和地位。

渠道整合: 公司正在努力构建覆盖全国范围的网络分销体系;除了继续挖掘提升公司自有门店直销渠道的效能之外,公司后台自销渠道及同业代理的拓展力度不断加大,与商业机构、金融机构等的异业合作逐步展开。

产品创新: 定位于“既自由又安全”的“百变自由行”是对传统旅游产品进行的升级改造。2008年公司成立了专门的“自由行业务部”,推出了创新品牌“百变自由行”。“百变自由行”实现了从传统旅游业务模式向“可选的机票,精选的酒店,全方位的目的地服务,丰富的旅游资讯”的有机融合模式的转型,已经成为国内中高端休闲度假市场的

主力品牌。2009年公司自由行业务实现收入1亿元，2010年1-9月增幅更是达到136%，预计未来将以每年销售翻番的速度增长。公司计划将继续大力拓展北京市场，并借助公司三位一体的渠道优势和传统旅行社业务资源优势布控新的市场，2010年3月15日“自由行业务部”已落地上海，预计未来1-2年内将逐步趋向成熟。

邮轮旅游是公司在近年推出的一种新产品。公司成立了专门的邮轮产品中心，专注于邮轮市场；并与皇家加勒比、歌诗达、丽星邮轮等邮轮公司进行合作，目前已正式启动公司邮轮产品专项项目。邮轮旅游或许将成公司今后一个发展方向。

营销创新:公司推行全面的营销战略，除了自有的直销店之外，还通过互联网、报纸及大型推广活动等多种形式向国内外市场宣传和推广自己的产品。近两年，公司积极进行旅行社业务网络建设，以提高散客集成量。公司已于今年4月份建成了日文入境游网站（www.RakutabiChina.com），专门应对日益增长的日本入境游客人。在香港、日本和加拿大等地，公司也设立了分支机构，以加强其在国外的促销力度。

公司另一项主业是会展业务。公司的会展业务主要是为世界500强等大型企业客户提供公关策划、会展旅游、广告、传播等全套整合营销服务。目前，公司已成为国内规模最大、最具专业的会展服务提供商之一，其在北京、上海、深圳3个城市拥有5个分公司，具体发展策略是以客户为导向，跟随客户布局。我们认为，在未来，公司会继续推进其在国内商务会展市场上的开拓和创新步伐，但随着M.I.C.E.（商务、会展及奖励旅游）越来越激烈的竞争，受企业单个项目影响较大的会展业务，能否持续高速的长还有待观察。

2. 酒店和景区两翼齐飞

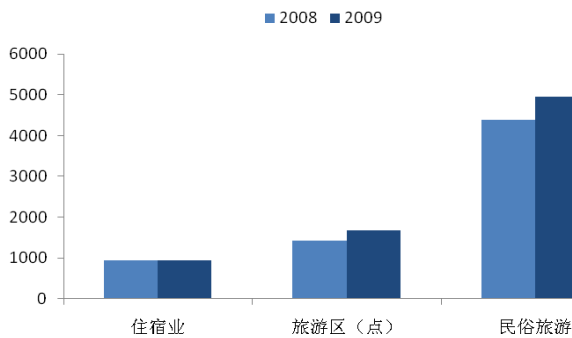
公司酒店业务主要包括山水酒店和桂林帝苑。2007年公司以51%股权投资定位于中端商务经济型连锁酒店-山水酒店。目前山水酒店旗下有12家门店，其中仅3家是自有物业，其他则是以租赁方式取得物业。在国内经济型酒店市场愈演愈烈的竞争环境下，这种酒店经营和物业租赁结合的模式能够在很大程度上平抑市场波动，且差异化的酒店市场定位使得公司酒店业务呈稳步回升态势，2009年中青旅山水酒店全年共计实现营业收入1.79亿元，较2008年同比增长4.7%。公司在近几年来停止了新店拓展，精力一直放在加强酒店的内部管理上，未来盈利收入将主要依靠内生增长，门店扩张带来的增长有限。公司始终在寻找合适的经济型酒店标的，但针对房地产严峻形势调整了战略，以后也将主要考虑以租赁形式发展。此外，公司还持股桂林帝苑80%的股权，该酒店为五星级酒店，随着国内旅游市场逐步景气，其对公司业绩的贡献将有所提升。

在高品质文化型旅游目的地的建设和运营方面，公司再一次走在了同行前列。2006年底，公司投资了乌镇景区，开拓了其景区经营的新模式。乌镇是国家级5A旅游景区，也是中国江南四大名镇之一，距离杭州和上海分别为80公里和140公里，地理交通十分便利。目前乌镇景区主要分为东栅和西栅，两者采取了差异化经营，东栅属于早期开发区域，目前经营已基本稳定；西栅部分则开发较晚，当前继续保持稳定增长趋势。在乌镇的收入来源于景区门票、餐饮、游船、商务、酒店和商铺等方面。2009年乌镇景区实现销售收入达3.04亿元，较2008年同期增长26%，其中非门票综合收入占比46.7%，实现了从“单一门票型”向“综合型目的地”模式的成功转型。2010年景区直接受益上海世

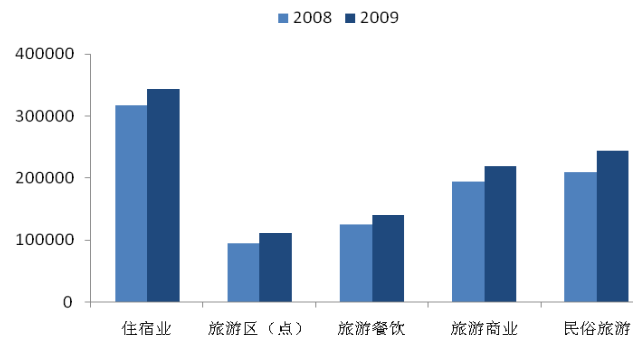
博会的拉动效应，前三季度营业收入和接待人数同比增幅分别为60.8%和83.9%。乌镇部分境外分拆上市已经经股东大会同意，但尚需提交中国证监会以及香港联交所核准。短期来看，乌镇旅游H股分拆上市后，每股权益收益将出现摊薄。但是乌镇旅游的收益总体在中青旅总利润占比较小，在其他各项业务都保持快速发展趋势前提下，这部分的影响有限，而且从长期来看，乌镇成功融资后有望获得盈利能力的持续提升，中青旅可以从中获得更多的投资收益。

近期，公司拟通过3-5年时间在北京市近郊密云县复制“整体产权开发、复合多元运营、度假商务并重、资产全面增值”的乌镇模式，打造古北水镇国际旅游综合度假区。密云被称为“北京山水大观，首都郊野公园”，2009年全年共接待游客757.6万人次，实现综合收入10.58亿元，同比分别增长12.3%和12.8%。目前公司已投资设立北京古北水镇旅游有限公司，注册资本2.1亿元，且已完成新公司的登记备案手续。

图表 3 密云县接待游客人数(千人)



图表 4 密云县旅游收入(千元)



资料来源:德邦研究

对比乌镇目前的盈利能力并结合密云现有的旅游基础，我们认为，公司开拓此项目的盈利前景非常可观，预计建成后每年能带来400万人次的客流量和10亿元的综合收入。尽管该项目在短期内尚难贡献利润，但基于其自身体量及客源市场容量，该项目有着巨大的发展前景。

乌镇项目	密云项目
注册资本 2.94亿元人民币	10 亿元人民币
股权比例 中青旅控股股份有限公司持股51%；桐乡市乌镇古镇旅游投资有限公司持股34%；由IDG 投资控股的 Hao Tian Capital I, Limited持股5%；Hao Tian Capital II, Limited 持股10%	中青旅控股股份有限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%，其余40%股权投资者持有计划由战略
客流量 2009年，乌镇旅游共接待游客324万人次，比去年同期增长29%，其中东栅241万人次，西栅83万人次	预计年接待游客400万人
盈利能力 实现销售收入3.04 亿元，较2008年同期增长26%，其中门票收入1.6 亿元，综合收入1.38 亿元，实现净利润9065万元，较2008年同期增长47%	旅游综合收入10亿元
距离优势 距离上海140公里，享受长三角经济圈，和世博效应	密云县地处北京一小时经济圈内，享受北京打造世界城市格局规划
景区优势 5A级国家景区，“中国十佳古镇”	2009年生态质量综合评价在北京18个区县中位列第一，被国家环保部确定为全国首批6个生态文明建设试点地区之一
定位 休闲度假，体验古镇和水乡生活	生态文化双和谐，国际化度假地

资料来源:德邦研究

3.策略投资保驾护航

公司的策略投资业务可圈可点。中青旅创格科技有限公司及其控股的海天数码科技有限公司所经营的IT分销和系统集成业务，是公司上市前就有的业务，因为有着较好的盈利能力，继续沿袭下来。中青旅创格科技09年实现营业收入8.4亿元、净利润935万元。2010年前三季度营收同比增长30%，业绩稳步上升。

公司持股82%的中青旅风采科技有限公司经营云、贵、川三省电脑福利彩票业务，2009年电脑福利彩票总销量达到61.8亿元，风采科技实现净利润3577万元，同比增长16%。2010年前三季度该业务营收同比增长11%，增速稳定。

地产业务中德清桂花城项目、德清西子项目和郑州绿城百合公寓项目销售和交付已经基本结束，慈溪项目预售情况良好，预售收入已超过14亿元，预计慈溪玫瑰园楼盘主要到2011年结算。公司与绿城集团成功合作开发地产项目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相得益彰，公司认为高品质的楼盘抗跌性强，也在考虑继续拿地打造精品。

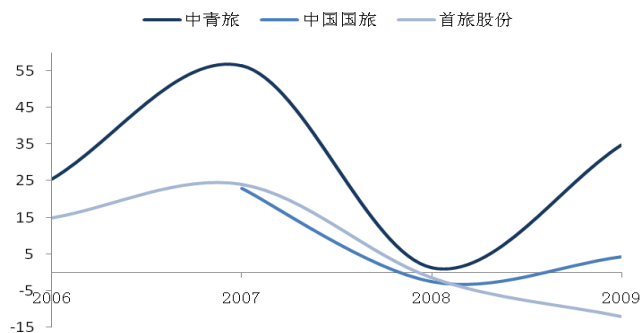
此外，公司中青旅大厦物业2009年实现出租收入4888万元，我们预计今后出租盈利能力基本保持稳定。

4.综合分析

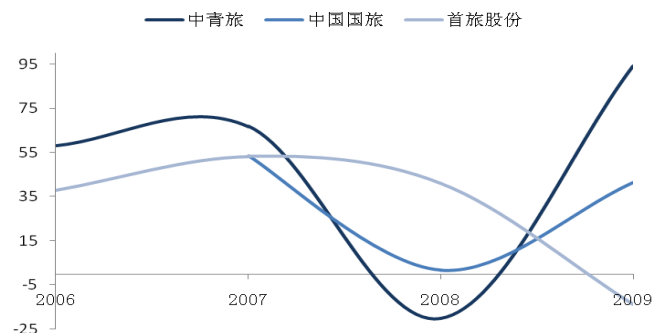
我们认为，公司作为一家旅游类上市公司，未来增长亮点不少。通过比较研究可以看到，公司近三年的营业收入和净利润增速迅猛，成长能力较强，净资产收益率ROE以及总资产报酬率ROA等指标也进一步提升，但仍有较大空间。

用杜邦分析我们看到，较低的固定资产周转率和存货周转率（公司开发用土地列入存货）导致了较低的资产周转率是主要原因。而在净利润方面，公司销售期间费用率控制得当，主要是房地产项目土地增值税增加了营业税金及附加，以及可供出售金融资产减值准备、非流动资产处置损益的营业外支出相对较大。这和公司经营有别于其他旅游类公司的房地产业务以及进行可供出售金融资产投资有关。

图表 6 旅游公司营业收入增速比较

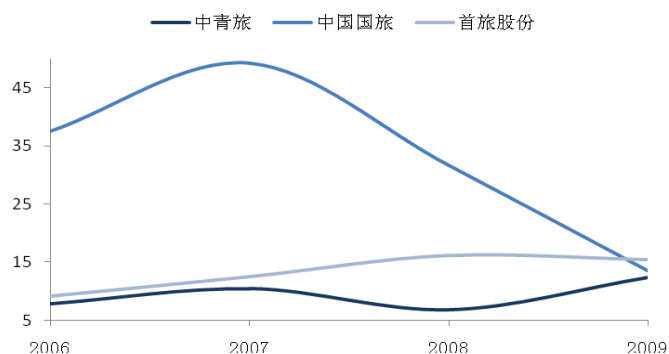


图表 7 旅游公司净利润增速比较

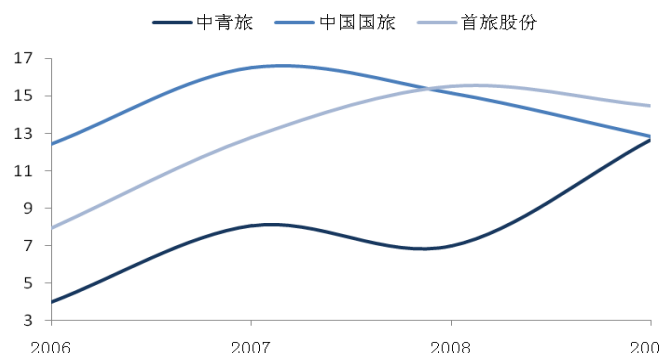


资料来源：德邦研究

图表 8 旅游公司 ROE 比较



图表 9 旅游公司 ROA 比较



资料来源:德邦研究

5. 风险分析

公司经营面临以下几个不确定因素

- 1 旅游服务业务脆弱而敏感，受疾病流行、自然灾害等不确定因素受损较大；
- 2 会展业务过于依赖单个项目；
- 3 在上海世博会刺激下，2010年乌镇景区高增速超越预期，但2011年之后这种高增长可能难以维持，从密云项目我们也看到公司联合战略投资者实现景区资源扩张意愿明确，但受制于监管、资金压力和景区并购的复杂性等，分拆上市和进入新景区工作短期内难以快速进展；
- 4 公司彩票销售业务到期时存在无法续约风险。

6. 盈利预测

整体来看，我们认为，公司旅行社业务在旅游业良好的政策环境以及经济持续复苏的情况下将实现景气回暖，预计全年增幅在40%；致力于扩大市场份额、增加规模效益的企业会展服务业务，预计2010年全年收入将有较大幅度增长（60%左右）；景区业务将保持快速增长，乌镇收入同比增幅达60%左右；经济型酒店业务盈利能力与管理能力继续增强；而对09年净利润贡献较大的房地产业务在10年收入贡献明显下降，由于慈溪绿城项目结算主要发生在11年，因此预计明年公司地产收入依然会有较大幅度的增长；此外，公司的投资收益高值难以持续。我们对2010年公司整体业绩的看法是增速有所回落，但旅游主业依然亮点突出。2011年，公司酒店、景区及传统旅游业务等均将出现稳健增长，加上地产收入的贡献，预计全年EPS有望达到0.80元左右。

值得一提的是，2010年是公司新一届董事会和经营班子任期的第一个完整年度，我们有理由相信，明后年是公司加快发展的关键年份，期待公司在新领导班子和更好管理

激励体制下进一步提高运营和盈利能力，更有效地使用资产来产生更多的销售收入和盈利规模。

我们预计公司2010-2012年收入分别增长-0.3%、50.6%和12.6%，EPS分别为0.59元/0.80元/0.88元。给予公司目标价格为20元/股，对应10年/11年/12年PE分别为34倍/25倍/22倍。

年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3,070	3,050	4,846	5,140
现金	585	617	956	1,130
应收账款	406	365	796	512
其他应收款	427	426	641	722
预付款项	236	242	361	409
存货	1,395	1,381	2,063	2,336
其他流动资产	20	19	28	31
非流动资产	2,578	2,618	2,600	2,550
长期股权投资	25	65	65	65
固定资产	1,387	1,449	1,479	1,483
无形资产	493	475	457	439
其他非流动资产	672	629	599	562
资产总计	5,647	5,667	7,447	7,689
流动负债	2,065	1,945	3,297	2,980
短期借款	8	10	10	10
应付账款	661	438	1,204	654
其他流动负债	1,396	1,497	2,083	2,316
非流动负债	508	255	155	155
长期借款	470	220	120	120
其他非流动负债	37	35	35	35
负债合计	2,573	2,200	3,452	3,135
少数股东权益	928	1,128	1,403	1,705
股本	415	415	415	415
资本公积	898	898	898	898
留存收益	869	1,029	1,282	1,540
归属母公司股东权益	2,146	2,326	2,579	2,836
负债和股东权益	5,647	5,654	7,434	7,676

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	587	383	665	403
净利润	461	444	607	669
折旧摊销	138	139	148	157
财务费用	14	10	15	15
投资损失	-54	-60	-19	-20
营运资金变动	-13	-146	-86	-418
其他经营现金流	40	-4	0	0
投资活动现金流	-167	-137	-131	-105
资本支出	54	115	115	100
长期投资	-46	57	10	0
其他投资现金流	-159	35	-6	-5
筹资活动现金流	-171	-246	-195	-124
短期借款	-244	2	0	0
长期借款	139	-250	-100	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-13	0	0	0
其他筹资现金流	-53	2	-95	-124
现金净增加额	248	0	339	173

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,191	6,172	9,291	10,465
营业成本	4,712	4,835	7,222	8,175
营业税金及附加	202	148	223	251
营业费用	418	426	650	733
管理费用	246	241	390	419
财务费用	14	10	15	15
资产减值损失	24	10	10	10
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	54	60	19	20
汇兑净收益	0	0	0	0
营业利润	628	562	800	882
营业外净收支	9	30	10	10
利润总额	637	592	810	892
所得税	176	148	202	223
未确认的投资损失	0	0	0	0
净利润	461	444	607	669
少数股东损益	208	201	274	302
归属母公司净利润	253	243	333	367
EBITDA	780	711	963	1,054
EPS (元)	0.61	0.59	0.80	0.88

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	34.9%	-0.3%	50.6%	12.6%
营业利润	111.3%	-10.5%	42.2%	10.4%
归属于母公司净利润	94.2%	-3.6%	36.7%	10.2%
盈利能力				
毛利率(%)	23.9%	21.7%	22.3%	21.9%
净利率(%)	4.1%	3.9%	3.6%	3.5%
ROE(%)	11.8%	10.5%	12.9%	12.9%
ROIC(%)	15.6%	13.8%	19.3%	19.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	45.6%	38.8%	46.4%	40.8%
流动比率	1.49	1.57	1.47	1.72
速动比率	1.07	0.86	0.84	0.94
营运能力				
总资产周转率	1.21	1.09	1.42	1.38
净资产周转率	3.02	2.76	3.79	3.87
每股指标(元)				
EPS	0.61	0.59	0.80	0.88
每股净资产	5.17	5.60	6.21	6.83
每股经营现金流	1.41	0.92	1.60	0.97
估值比率				
P/E	24.89	25.83	18.89	17.14
P/B	2.93	2.70	2.44	2.22
P/S	1.02	1.02	0.68	0.60
EV/EBITDA	8.53	9.36	6.91	6.31

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。