



華龍證券  
CHINA DRAGON SECURITIES

## 公司调研简报

报告日期: 2011 年 2 月 24 日

# 中青旅 (600138) —— 景区发展是关键, 长期投资价值可期

评级: 推荐

### 市场数据 2011 年 2 月 24 日

|              |             |
|--------------|-------------|
| 当前价格 (元)     | 15.30       |
| 52 周价格区间 (元) | 13.24-19.57 |
| 总股本 (万股)     | 41535       |
| 流通股 (万股)     | 33291.12    |
| 第一大股东        | 中青旅集团公司     |
| 持股比例         | 16.56%      |

华龙证券研究中心

联系人: 谢雯婷

执业证书编号: S0230110040001

电话: 0931-8836765

邮箱: xwt8312@126.com

研究员: 文育高

执业证书编号: S0230205110423

## 投资要点:

### 财务数据摘要

| 单位: 百万   | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 6191  | 6031  | 7303  | 8922  |
| 同比 (%)   | 35%   | -3%   | 21%   | 22%   |
| 归属母公司净利润 | 253   | 248   | 294   | 367   |
| 同比 (%)   | 94%   | -2%   | 19%   | 25%   |
| 毛利率 (%)  | 23.9% | 21.8% | 21.8% | 22.4% |
| 每股收益 (元) | 0.61  | 0.60  | 0.71  | 0.88  |
| P/E      | 25    | 26    | 22    | 17    |
| P/B      | 2.96  | 2.74  | 2.51  | 2.26  |

- ◆ 类乌镇的景区商业模式的复制将是公司未来重要的发展方向。在成功开发了乌镇之后, 公司继续向景区商业开发前进, 欲在密云水库打造一个“新乌镇”。随着业务的不断创新, 公司未来的发展空间依然很大, 业绩增长点将进一步丰富。
- ◆ 旅行社是公司永久主业, 是公司发展基石。公司对旅行社的目标是做大做强, 争取未来三年内做到 100 亿, 以规模来提升其品牌影响力, 不排除未来通过收购优质的旅行社来扩大规模。
- ◆ 公司持股 51% 的乌镇景区客流量出现井喷, 分拆上市短期内将摊薄公司权益利润, 但长期看有利于公司整体的发展。2011 年后收入将步入常态增速, 但并不影响公司业绩增长。
- ◆ 密云古北水镇长期景区资源价值可期, 未来景区商业模式的发展运营将成为公司重点发展业务。预计 2013 年开发建设完毕, 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。公司仍在积极寻找合适的景区资源。
- ◆ 投资建议: 预计公司未来 3 年 EPS 分别为 0.60 元、0.71 元、0.88 元, 对应 PE 分别为 26 倍、22 倍、18 倍。公司的多元化经营架构是比较成功的, 既保证了旅行社的品牌地位与市场规模, 又在一定程度上分散了旅游行业周期波动带来的影响。考虑到公司较低的估值和景区扩张前景较好, 未来随着密云项目进一步推进后盈利前景的进一步明朗, 不排除进一步上调盈利预测的可能, 建议长期投资积极关注。给予公司“推荐”评级。

公司主营业务为传统的旅行社，还涉及会展、酒店、景区、房地产、彩票、IT 等业务。酒店和景区是旅游相关的战略投资，房地产、彩票、IT 业务属于策略性投资，为主业发展提供支撑。

在公司收入构成中，旅行社是公司收入的主体，但利润贡献较小，地产和景区虽然收入占比不高，但利润贡献较强，公司多元化经营的架构保证了其利润增长较为稳定，在一定程度上抵消了行业波动带来的风险。

图 1: 公司主营业务收入结构

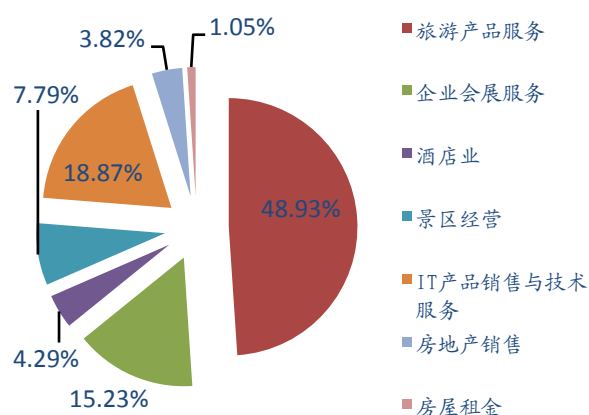
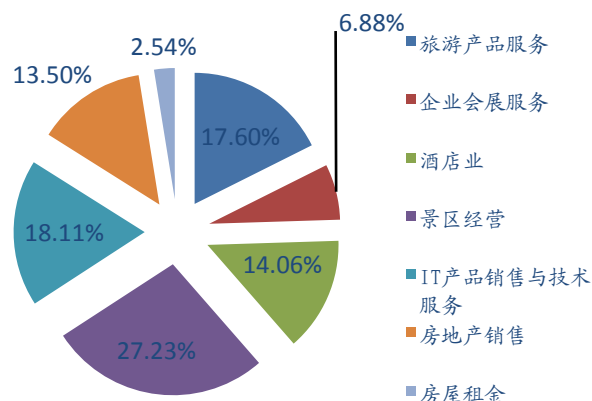


图 2: 公司主营业务利润结构



资料来源：公司 2010 年半年报，华龙证券

类乌镇的景区商业模式的复制将是公司未来重要的发展方向。在成功开发了乌镇之后，公司继续向景区商业开发前进，欲在密云水库打造一个“新乌镇”。随着业务的不断创新，公司未来的发展空间依然很大，业绩增长点将进一步丰富。

**1、旅行社：**是公司永久的主业，是公司发展的基石。未来公司将继续做大旅行社规模，同时培育新的盈利增长点，如公路旅游、自由行等。旅行社业务门槛低，下游竞争激烈，且随市场情况波动较大，这种行业状况决定了行业整体毛利率较低，对公司直接的利润贡献很小，但却是公司品牌传播的基础，开展旅行社业务可以为公司拓展其他业务奠定了良好的客源基础。未来 5 年内旅行社业务都不会成为公司利润的主要贡献来源，但却是公司品牌基础，公司对旅行社业务的目标是做大做强，争取未来三年内做到 100 亿，以规模来提升其品牌影响力，不排除未来通过收购优质的旅行社来扩大公司旅行社规模。

**创新业务带来新亮点：**公路旅游结合了公司自有 230 多辆旅游大巴的优势，打破了常规点对点的旅游模式，注重顾客对旅途本身的体验以及沿途风光的欣赏，用大巴一体化的交通工具，将知名景点以及常规线路无法经历的景点进行合理的规划和串联，是公司打通整个旅游产业链的一次战略性创新举措。上座率是重要的盈利指标，因此公司更加重视该业务的发展。目前公路旅游的线路主要集中在

北京上海杭州，未来将向旅游资源丰富但现有旅游线路较少的地区，计划未来2-3年内形成公路旅游的跨地域运营网络，公路旅游将成为公司旅行社业务新的盈利增长点。油轮业务属于分销性质，由公司向油轮公司进行大宗采购位置，公司转卖，卖不出去的位置公司则自己承担损失。

**2、景区：**由于上海世博会的拉动效应，使得公司持股51%的乌镇景区客流量出现井喷，2010年400万游客无悬念，预计收入、利润分别为4亿元和1.4亿，2011年后收入将步入常态增速，但并不影响公司业绩增长。乌镇景区目前拥有客房700多间，既有符合大众消费水平的民俗客房，也有高端商务会所，房价在百元至上千元不等，周末及假日入住率达90%以上，即使平时也能达50%以上，反映了景区良好的经营状态，未来将继续增加客房建设，预计增加至1000间左右。乌镇分拆上市拟募集资金至少10亿元，主要用于乌镇景区西栅深度开发、南栅和北栅开发及景区配套设施建设。乌镇旅游的分拆上市短期内将摊薄公司权益利润，但长期看有利于公司整体的发展。乌镇旅游上市融资一方面可支撑乌镇景区的深度开发，另一方面乌镇旅游上市后充裕的资金实力可为公司景区业务的开拓提供了一定的资金支持。

公司目前正在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”，目前正在规划设计中，将充分利用密云水库的水资源打造具有民俗特色的商务旅游景点，冬季拟开发滑雪、温泉等项目，平复季节周期对旅游带来的影响。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。短期来看对公司未来三年业绩影响不大，但长期看景区资源价值可期。预计2013年开发建设完毕，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。公司仍在积极寻找合适的景区资源，未来景区商业模式开发运营将成为公司重点发展业务。

**3、会展服务：**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。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。

**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。山水酒店主要采取“酒店经营+物业租赁”的经营模式，酒店定位是中端商务，坚持差异化经营，坚持稳健发展原则，不会过多的追求门店和规模扩张，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。公司也在寻找合适的经济型酒店标的，以后也将主要考虑以租赁形式发展。因此，未来2-3年山水酒店扩张速度不太可能大幅提速。目前，山水酒店单店客房数量大约在150

间左右、平均房价 200-300 元。公司预计未来 2-3 年山水酒店的盈利贡献将稳定在 2000-3000 万的水平。

5、房地产业务：2010 年房地产业务结算收入少于 2009 年，减少对公司盈利贡献。慈溪玫瑰园项目一期预计 2011 年将大部分结算，二期预计 2012 年将大部分结算。后续项目储备方面，公司也在继续找合适的项目，但现在还没有明确的储备项目。公司本部所在的中青旅大厦为公司自有物业，每年为公司贡献稳定收益约 2000 万元。

6、彩票及 IT 业务：福利彩票销售及科技产品销售和利润贡献趋于稳定。云南彩票销售业务 2011 年底到期，目前公司仍在就续签问题与云南省政府商榷中，争取续签至 2017 年。由于云南彩票销售占西南三省 1/3 左右的规模，因此，若云南未能成功续签，彩票销售业务收入和利润将下降 1/3 左右。

#### 盈利预测：

##### 基本假设：

- (1) 各业务收入均保持常态增速，毛利率保持稳定水平
- (2) 2011 年、2012 年慈溪玫瑰园能完成结算
- (3) 暂不考虑乌镇分拆上市后权益利润的变化

#### 投资建议：

根据我们的调研情况，对公司 2010-2012 年业绩进行测算，预计公司未来 3 年 EPS 分别为 0.60 元、0.71 元、0.88 元，对应 PE 分别为 26 倍、22 倍、18 倍。公司的多元化经营架构是比较成功的，既保证了旅行社的品牌地位与市场规模，又在一定程度上分散了旅游行业周期波动带来的影响。考虑到公司较低的估值和文化景区扩张的前景较好，未来随着密云项目进一步推进后盈利前景的进一步明朗，不排除进一步上调盈利预测的可能，建议长期投资积极关注。给予公司“推荐”评级。

#### 风险提示：

- (1) 房地产调控带来的销售收入下降以及房地产项目储备项目的缺乏
- (2) 自然灾害带来的景区客流量下降



表 1: 公司分业务收入预测

| 单位: 百万元      |       | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 旅游产品服务       | 销售收入  | 2318.60 | 2898.25 | 3332.99 | 3832.94 |
|              | 销售成本  | 2127.35 | 2646.10 | 3039.68 | 3495.30 |
|              | 销售利润  | 191.25  | 252.15  | 293.31  | 337.64  |
|              | 销售毛利率 | 8.25%   | 8.70%   | 8.80%   | 8.81%   |
|              | 收入占比  | 37%     | 48%     | 46%     | 43%     |
|              | 毛利占比  | 13%     | 19%     | 18%     | 17%     |
| 企业会展服务       | 销售收入  | 528.84  | 846.14  | 1015.37 | 1218.44 |
|              | 销售成本  | 464.93  | 744.60  | 894.36  | 1075.59 |
|              | 销售利润  | 63.91   | 101.54  | 121.01  | 142.85  |
|              | 销售毛利率 | 12.08%  | 12.00%  | 11.92%  | 11.72%  |
|              | 收入占比  | 9%      | 14.03%  | 13.90%  | 13.66%  |
|              | 毛利占比  | 4%      | 7.72%   | 7.59%   | 7.14%   |
| 酒店业          | 销售收入  | 200.22  | 246.30  | 238.68  | 251.71  |
|              | 销售成本  | 50.25   | 60.92   | 59.11   | 62.36   |
|              | 销售利润  | 149.97  | 185.38  | 179.57  | 189.35  |
|              | 销售毛利率 | 74.90%  | 75.27%  | 75.23%  | 75.23%  |
|              | 收入占比  | 3.23%   | 4.08%   | 3.27%   | 2.82%   |
|              | 毛利占比  | 10.14%  | 14.09%  | 11.26%  | 9.46%   |
| 景区经营         | 销售收入  | 303.60  | 440.98  | 453.49  | 544.19  |
|              | 销售成本  | 56.22   | 72.59   | 76.21   | 90.92   |
|              | 销售利润  | 247.38  | 368.39  | 377.28  | 453.27  |
|              | 销售毛利率 | 81.48%  | 83.54%  | 83.19%  | 83.29%  |
|              | 收入占比  | 4.90%   | 7.31%   | 6.21%   | 6.10%   |
|              | 毛利占比  | 16.73%  | 27.99%  | 23.66%  | 22.65%  |
| IT 产品销售与技术服务 | 销售收入  | 974.48  | 1009.57 | 1110.53 | 1221.58 |
|              | 销售成本  | 788.69  | 817.75  | 899.53  | 1001.7  |
|              | 销售利润  | 185.79  | 191.82  | 211     | 219.88  |
|              | 销售毛利率 | 19.07%  | 19.00%  | 19.00%  | 18.00%  |
|              | 收入占比  | 15.74%  | 16.74%  | 15.21%  | 13.69%  |
|              | 毛利占比  | 12.56%  | 14.58%  | 13.23%  | 10.99%  |
| 房地产销售        | 销售收入  | 1815.60 | 539.00  | 1100.00 | 1800.00 |
|              | 销售成本  | 1201.48 | 349.36  | 715.00  | 1170.00 |
|              | 销售利润  | 614.12  | 189.64  | 385     | 630     |
|              | 销售毛利率 | 33.82%  | 35.18%  | 35.00%  | 35.00%  |
|              | 收入占比  | 29.33%  | 8.94%   | 15.06%  | 20.18%  |
|              | 毛利占比  | 41.53%  | 14.41%  | 24.14%  | 31.48%  |
| 房屋租金         | 销售收入  | 49.53   | 51.00   | 52.00   | 53.00   |
|              | 销售成本  | 23.11   | 23.97   | 24.44   | 24.91   |
|              | 销售利润  | 26.42   | 27.03   | 27.56   | 28.09   |
|              | 销售毛利率 | 53.34%  | 53.00%  | 53.00%  | 53.00%  |
|              | 收入占比  | 0.80%   | 0.85%   | 0.71%   | 0.59%   |
|              | 毛利占比  | 1.79%   | 2.05%   | 1.73%   | 1.40%   |
| 合计           | 销售收入  | 6190.87 | 6031.24 | 7303.06 | 8921.86 |
|              | 销售成本  | 4712.03 | 4715.29 | 5708.33 | 6920.78 |
|              | 毛利    | 1478.84 | 1315.95 | 1594.73 | 2001.08 |
|              | 销售毛利率 | 23.89%  | 21.82%  | 21.84%  | 22.43%  |

资料来源: 华龙证券

附：财务预测表

| 资产负债表     |      |       |        |       | 利润表       |        |        |        |        |
|-----------|------|-------|--------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元    |      |       |        |       | 单位:百万元    |        |        |        |        |
| 会计年度      | 2009 | 2010E | 2011E  | 2012E | 会计年度      | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 流动资产      | 3070 | 3315  | 4002   | 4885  | 营业收入      | 6191   | 6031   | 7303   | 8922   |
| 现金        | 585  | 814   | 1066   | 1359  | 营业成本      | 4712   | 4715   | 5708   | 6921   |
| 应收账款      | 406  | 454   | 536    | 647   | 营业税金及附加   | 202    | 142    | 182    | 230    |
| 其他应收款     | 427  | 268   | 337    | 427   | 营业费用      | 418    | 425    | 491    | 608    |
| 预付账款      | 236  | 276   | 348    | 428   | 管理费用      | 246    | 246    | 296    | 361    |
| 存货        | 1395 | 1500  | 1714   | 2023  | 财务费用      | 14     | 14     | 13     | 13     |
| 其他流动资产    | 20   | 1     | 1      | 1     | 资产减值损失    | 24     | 23     | 24     | 25     |
| 非流动资产     | 2578 | 2541  | 2569   | 2607  | 公允价值变动收益  | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资      | 25   | 60    | 55     | 52    | 投资净收益     | 54     | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产      | 1387 | 1387  | 1346   | 1285  | 营业利润      | 628    | 467    | 588    | 764    |
| 无形资产      | 493  | 568   | 641    | 708   | 营业外收入     | 22     | 20     | 15     | 15     |
| 其他非流动资产   | 672  | 526   | 526    | 562   | 营业外支出     | 13     | 8      | 0      | 0      |
| 资产总计      | 5647 | 5856  | 6571   | 7492  | 利润总额      | 637    | 479    | 603    | 779    |
| 流动负债      | 2065 | 1938  | 2224   | 2577  | 所得税       | 176    | 115    | 147    | 194    |
| 短期借款      | 8    | 50    | 50     | 50    | 净利润       | 461    | 364    | 456    | 584    |
| 应付账款      | 661  | 552   | 683    | 841   | 少数股东损益    | 208    | 116    | 162    | 218    |
| 其他流动负债    | 1396 | 1336  | 1491   | 1686  | 归属母公司净利润  | 253    | 248    | 294    | 367    |
| 非流动负债     | 508  | 557   | 607    | 676   | EBITDA    | 780    | 590    | 716    | 895    |
| 长期借款      | 470  | 524   | 571    | 639   | EPS (元)   | 0.61   | 0.60   | 0.71   | 0.88   |
| 其他非流动负债   | 37   | 34    | 36     | 37    |           |        |        |        |        |
| 负债合计      | 2573 | 2496  | 2831   | 3254  | 主要财务比率    |        |        |        |        |
| 少数股东权益    | 928  | 1044  | 1206   | 1424  | 会计年度      | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 股本        | 415  | 415   | 415    | 415   | 成长能力      |        |        |        |        |
| 资本公积      | 898  | 898   | 898    | 898   | 营业收入      | 34.9%  | -2.6%  | 21.1%  | 22.2%  |
| 留存收益      | 850  | 1014  | 1233   | 1514  | 营业利润      | 111.3% | -25.7% | 26.1%  | 29.8%  |
| 归属母公司股东权益 | 2146 | 2316  | 2534   | 2814  | 归属于母公司净利润 | 94.2%  | -1.9%  | 18.5%  | 24.8%  |
| 负债和股东权益   | 5647 | 5856  | 6571   | 7492  | 获利能力      |        |        |        |        |
| 现金流量表     |      |       | 单位:百万元 |       | 毛利率(%)    | 23.9%  | 21.8%  | 21.8%  | 22.4%  |
| 会计年度      | 2009 | 2010E | 2011E  | 2012E | 净利率(%)    | 4.1%   | 4.1%   | 4.0%   | 4.1%   |
| 经营活动现金流   | 587  | 257   | 427    | 465   | ROE(%)    | 11.8%  | 10.7%  | 11.6%  | 13.0%  |
| 净利润       | 461  | 364   | 456    | 584   | ROIC(%)   | 15.5%  | 11.3%  | 13.4%  | 16.0%  |
| 折旧摊销      | 138  | 110   | 115    | 118   | 偿债能力      |        |        |        |        |
| 财务费用      | 14   | 14    | 13     | 13    | 资产负债率(%)  | 45.6%  | 42.6%  | 43.1%  | 43.4%  |
| 投资损失      | -54  | 0     | 0      | 0     | 净负债比率(%)  | 26.35% | 31.98% | 30.05% | 28.21% |
| 营运资金变动    | -13  | -218  | -181   | -263  | 流动比率      | 1.49   | 1.71   | 1.80   | 1.90   |
| 其他经营现金流   | 40   | -13   | 23     | 12    | 速动比率      | 0.81   | 0.93   | 1.03   | 1.11   |
| 投资活动现金流   | -167 | -51   | -140   | -140  | 营运能力      |        |        |        |        |
| 资本支出      | 97   | 0     | 0      | -0    | 总资产周转率    | 1.21   | 1.05   | 1.18   | 1.27   |
| 长期投资      | -26  | -59   | 29     | 34    | 应收账款周转率   | 15     | 13     | 14     | 14     |
| 其他投资现金流   | -96  | -110  | -110   | -105  | 应付账款周转率   | 8.78   | 7.77   | 9.24   | 9.08   |
| 筹资活动现金流   | -171 | 24    | -35    | -32   | 每股指标(元)   |        |        |        |        |
| 短期借款      | -244 | 42    | 0      | 0     | 每股收益      | 0.61   | 0.60   | 0.71   | 0.88   |
| 长期借款      | 139  | 54    | 47     | 68    | 每股经营现金流   | 1.41   | 0.62   | 1.03   | 1.12   |
| 普通股增加     | 0    | 0     | 0      | 0     | 每股净资产     | 5.17   | 5.58   | 6.10   | 6.78   |
| 资本公积增加    | -13  | 0     | 0      | 0     |           |        |        |        |        |
| 其他筹资现金流   | -53  | -72   | -82    | -100  |           |        |        |        |        |
| 现金净增加额    | 248  | 229   | 252    | 294   |           |        |        |        |        |

## 投资评级说明:

### 华龙证券公司投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 10%以上;

谨慎推荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 5%以上;

中 性:预期未来 6 个月内股票价格变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;

回 避:预期未来 6 个月内股票价格下跌幅度超过大盘在 10%以上。

### 华龙证券行业投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内行业指数上涨幅度超过大盘在 10%以上;

中 性:预期未来 6 个月内行业指数变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;

回 避:预期未来 6 个月内行业指数下跌幅度超过大盘在 10%以上;

本报告是华龙证券研究中心的研究员通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表华龙证券研究中心的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。华龙证券研究中心无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属华龙证券有限责任公司及其研究中心所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by China-dragon Securities R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and China-dragon Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of China-dragon Securities Co. Ltd.