

旅游行业

中青旅 (600138.SH)

深度研报

评级: 买入

维持评级

目标价: 18.60 元

收盘价: 14.22 元

分析师:

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号: S0120511030002

刘晓华

8621-68761616-8515

Lixh@tebon.com.cn

多业态模式下的市场整合者

■ 触发事件

- 乌镇旅游董事会于近期一致同意终止公司分拆上市事宜;
- 中银国际-中行-法国爱德蒙得洛希尔银行增持公司超过 5%;
- 中青旅全资子公司中标密云古北口镇 717.54 亩项目地块。

■ 事件点评

① 乌镇终止分拆上市影响分析:

2011 年 8 月 23 日,中青旅发布公告“鉴于乌镇旅游上市事宜在预审中未得到有关部门支持,乌镇旅游董事会一致同意终止本次上市事宜”。我们认为,乌镇终止分拆上市既有正面影响,亦有负面效应:首先,乌镇目前是公司首要的盈利业务,2010 年乌镇景区贡献权益净利约占公司归属于母公司所有者净利润的 35.54%。2009 年 6 月,乌镇旅游引入外资战略投资者,使得中青旅对乌镇的持股比例由原来的 60%下降至目前的 51%。假设本次乌镇分拆上市成功,公司对乌镇的持股比例及控制能力也将随之下降,因此从短期来看,乌镇终止分拆上市能够确定地防止公司股权被稀释,避免摊薄中青旅对乌镇的持股比例,保证其每年能够分得的权益净利。其次,从长远来看,乌镇若能够成功分拆上市,则必将有效促进乌镇景区的跨越式发展,有利于推动景区深度开发、配套设施完善、内容业态优化及品牌知名度提升。公司目前正在对乌镇西栅区块进行深度开发,基于其对南栅和北栅区块拥有优先开发权,因此我们判断未来几年公司推进南栅和北栅区块开发也应属于大概率事件;此外,公司还在大力推进类乌镇景区-古北水镇项目,从项目实施情况来看,其所需投入资金十分庞大,这在一定程度上提高了公司资产负债率,对公司的融资规模提出了新的需求。我们认为,从这一点来看,乌镇终止分拆上市无疑关闭了 IPO 融资通道,影响公司未来几年跨越式发展的战略与进程。

② QFII 举牌增持股票超过 5%:

2011 年 8 月 31 日公司发布股东增持公司股票公告,EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT HONG KONG LIMITED(中银国际-中行-法国爱德蒙得洛希尔银行)通过 QFII 投资配额及参与凭证方式增持公司股票,截止目前其持股比例已超过 5%。法国爱德蒙得洛希尔银行创建于 1953 年,是全球著名的资产管理公司,主要从事全球范围内的资产管理及私人银行业务,2006 年该公司已获得国内 QFII 资格。截止 8 月底,除了中青旅外,该公司持有的持股比例达到或超过 5%的 A 股或港股公司还包括柳化股份、中国大亨饮品、中核国际有限公司等。

根据我们的统计数据,在近 6 月内该 QFII 增持中青旅的平均交易价格接近 15 元/股,并已明确表示“有意在未来十二个月内增加其在上市公司中拥有权益的股份”。我们认为,QFII 连续增持已明确显示了目前机构投资者对公司旅游资源整合模式的高度认可,公司作为国内为数不多的综合型旅游公司,旗下掌握着旅行社、景区、酒店、地产等多元化的经营资源,通过积极推进各种业态之间的协同效应,公司目前正步入良性扩张通道,未来经营规模及盈利能力有望持续提升,因此从中长期来看,其投资价值具备坚实基础。

请务必阅读正文后的免责条款部分

③ “乌镇模式” 连锁复制的可行性：

作为乌镇的异地复制，公司古北水镇项目进展还算顺利：2011 年 8 月，公司全资子公司北京古北水镇旅游有限公司已成功中标密云县古北口镇司马台村地块，用地面积 47.84 万平方米（折合 717.54 亩），成交金额为 2.59 亿元。根据项目进度情况，我们认为该项目有望在 2013 年正式对外开放。

古北水镇与乌镇两大项目之间存在诸多类似点：古北口镇是中国第四批历史文化名镇、中国魅力名镇及中国最有魅力的休闲乡村，境内坐落着长城、庙宇、古民居等多种具有历史文化内涵的自然人文景观，旅游资源非常丰富；景区位于北京与承德的中间地带，距离北京约 120 公里，其间有京承高速相通，位置优越，交通便利；旅游是当地的战略性支柱产业，目前古北水镇项目已正式被列入北京市“十二五”发展规划。我们认为，古北水镇项目大致符合公司推进的这种“类乌镇模式”的基本条件。当然，问题的关键在于该项目实际上也蕴含着一定的风险，比如项目前期巨额投入所需的资金问题及项目运营之后的市场培育问题，这些均将对项目本身乃至公司未来经营产生相当的负面影响。关于公司如何克服这些困难，最终还得取决于公司自身的融资能力、管理能力、营销能力及风险控制能力等多重因素。

总体来看，我们目前对古北水镇项目持有略偏乐观的态度，主要理由包括：首要的原因还是在于我们十分认同公司对旅游领域多种业态或资源的掌控能力，公司完全可以通过对资源的有效整合比其它单一型公司做得更好些，如在培育初期公司通过旗下旅行社实际运作来推进景区的发展；其次，我们也十分看好古镇类资源的投资价值，认为目前或许是该类资源的绝好介入时机，尽管景区资源上市融资在短期内难以突破诸多政策障碍，但是依然无法抑制市场对景区资源的追捧和偏向，如前不久港中旅宣布拟投资 20 亿元入驻另一江南名镇-周庄，便再次印证了当前市场对古镇景区的投资热情。因此，依据以上两个方面分析，至少在长期来看，古北水镇的前景是值得市场期待的。

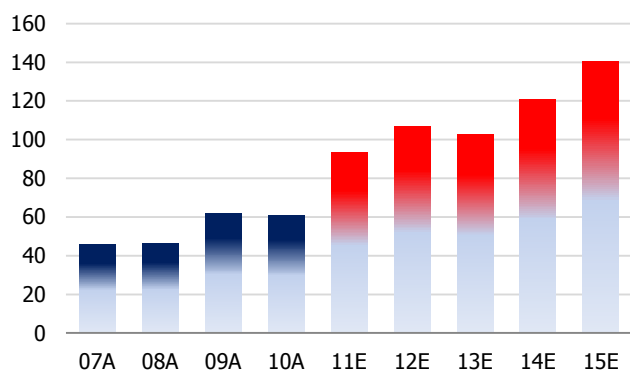
■ 对公司的基本观点或看法

我们认为，与国内同行相比，公司经过多年的业务架构和资源整合，目前已具备一个相对完整的旅游产业链，其主营业务囊括了旅行社、会展、景区、酒店等，是国内旅游企业当中的资源掌控最为全面且未来具备巨大扩张潜力的市场先行者与行业整合者。除了其占据行业领先的市场份额及其所拥有十分显著的品牌价值外，公司各项业务之间通常能够达到相互协同、相互促进的效果，尤其从近几年的实际运营情况来看，旅行社对其它业务板块的支持作用正在不断体现，我们认为，这或许是行业内大部分竞争对手目前尚无法比及的一种核心竞争优势。

目前来看，公司正步入良性的扩张通道，各项业务正在健康有序地展开：旅行社中自由行业务的扩张十分迅猛，“百变自由行”销售额正在以每年翻番的速度增长，业务范围也从原先的北京地区迅速扩展至上海及周边市场；会展业务服务范畴获得了拓展与延伸，中青旅会展公司正在演变成为一家服务于集团客户的整合营销服务领袖企业；乌镇景区日趋成熟，目前客源已基本稳定，客单价也持续提升，预计在当前或是在今后较长一段时间内都将成为公司第一大的盈利来源；在古北水镇方面，公司全资子公司北京古北水镇旅游有限公司已于今年 8 月成功竞得密云县古北口镇司马台村地块，目前该项目正在按期顺利推进，预计 13 年能够正式对外营业；与前几年相比，山水酒店扩张明显提速，部分门店趋于成熟，盈利能力正在释放；其它如 IT、彩票、地产及房屋租赁等策略性投资业务也在稳步地推进。

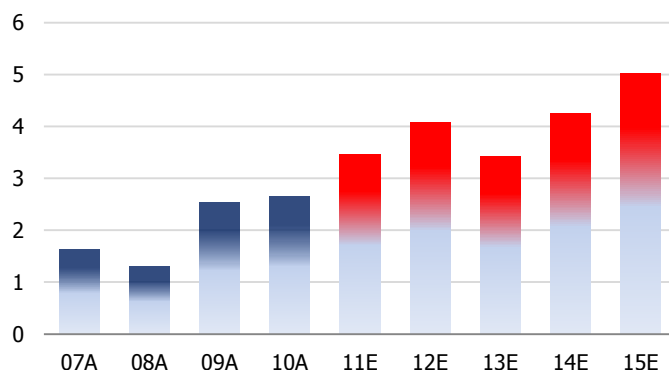
我们看好公司今后的成长空间及盈利潜力，预计公司 2011 年-2013 年摊薄 EPS 分别为 0.827 元、0.974 元和 0.817 元，若剔除地产部分收益，则三年 EPS 分别为 0.536 元、0.673 元和 0.817 元，以目前股价 14.22 元/股计算，对应 2011 年-2013 年动态 PE 分别为 27 倍、21 倍和 17 倍，估值明显低于国内同行，安全边际十分突出，建议投资者积极配置。

图1 公司收入额及预测



资料来源：德邦研究

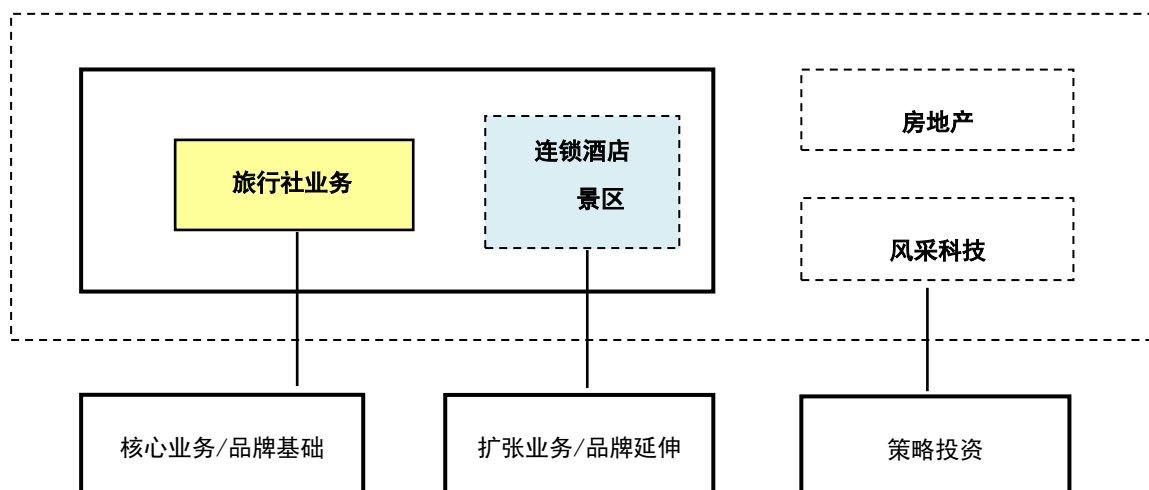
图2 公司净利润及预测



资料来源：德邦研究

基本框架

公司是目前国内规模最大的综合型旅游控股集团之一，旗下业务领域涉及旅行社、企业整合营销服务、景区、酒店及其它策略性投资等。旅行社是公司传统的核心主业，也是当前发展得最为成熟的业务板块，中青旅在国内旅行社市场中具有举足轻重的行业地位，营业网点众多，品牌知名度高，位居中国旅行社排名前列。景区与连锁酒店是公司近年重点扩张的业务，是公司旅游产业链的延伸，在景区投资方面，在继07年控股乌镇旅游之后，公司目前正在积极推进另一类乌镇项目；而在连锁酒店方面，山水高标经济型酒店也在大幅提速。我们相信，经过几年的培育和发展，公司一体两翼（即以旅行社为基础，以景区和酒店为两翼）的核心业务架构将初步形成。除了旅游主业外，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，这些业务构成了公司旅游产业链上的一种有效补充。

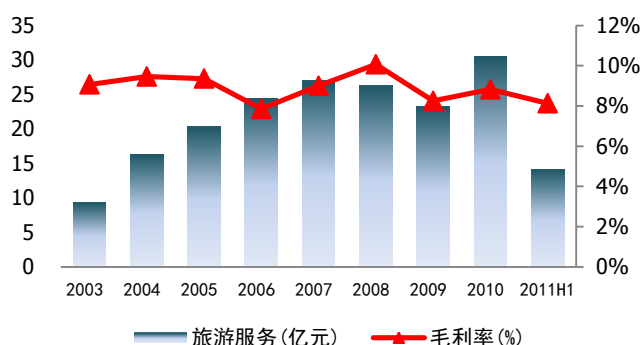


■ 旅行社业务

旅行社业务一直以来是公司的核心主业。多年以来，中青旅在全国旅行社 100 强排名中始终位居前列，具有比较明显行业地位与品牌优势。目前公司旗下拥有 12 家旅行社类子公司，其中 4 家获“全国百强国际旅行社”称号。2000 年，公司率先将连锁经营概念引入中国旅行社业务经营范畴，成功构建了“中青旅连锁”服务模式，并在北京开设了全国第一批直营连锁店。目前公司连锁店已广泛分布于北京、上海、广州等 10 个城市，庞大的直营连锁网络为公司旅行社业务展开奠定了坚实的基础。

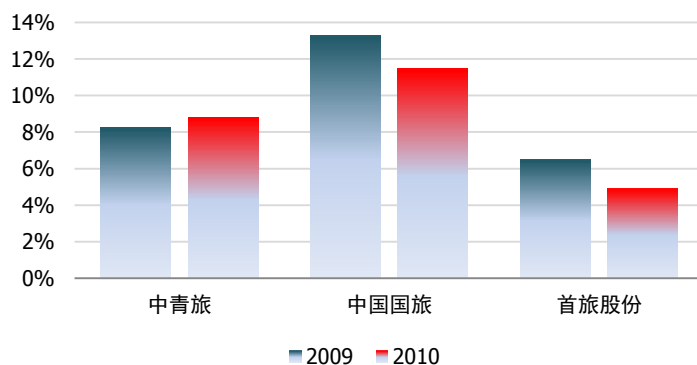
从构成上来看，旅行社业务始终占据公司主营业务的主要收入份额，但随着近年来公司采取多元化发展战略，景区、酒店及地产等业务收入规模快速扩大在一定程度上拉低了旅行社业务的收入占比。尽管如此，我们认为，旅行社业务对公司其他业务板块的正面推动效应正在不断凸现，我们对旅行社的客观评价也不能单纯地局限于其业务板块本身，而是应通过以一种更为广泛的业态协同效应来判断该业务对公司整体的业绩贡献程度。

图 4 公司旅游服务收入及毛利率



资料来源：德邦研究

图 5 A 股三家旅行社毛利率比较



资料来源：德邦研究

由于旅游是个依存度很高的行业，因此其受到国内外宏观经济环境的影响通常较大。受到国内和国际环境的影响，近年来中青旅旅行社业务也呈现着上下波动的经营局势，08、09 年业绩明显下滑，10 年又出现快速的恢复性增长。2011 年上半年，公司合并报表旅游服务收入达到 14 个亿，同比增长 18.8%，呈现稳健发展趋势。

鉴于国内旅行社进入门槛低、行业过度竞争等基本特征，行业整体集中度低且毛利率不高。为了巩固并扩大其市场地位，公司近年来一方面积极推进连锁扩张战略，开拓新的市场，如在渠道整合方面，公司以遨游网事业部和渠道拓展部作为两翼搭建了“线上+线下”结合的营销渠道，目前遨游网出发地已由原来的北京、上海两地成功推广至 8 个城市；另一方面，公司通过尝试新业态、探索新模式，在旅游产品创新方面实现了质的突破，如中青旅“百变自由行”产品自推出以来便受到市场广泛认同和喜爱。

“百变自由行”，被定义为“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”，成为当前旅游市场发展的一大趋势。公司于 2008 年成立了专门的自由行业务部，推出“百变自由行”产品品牌。自此开始，“百变自由行”作为公司一项创新业务，获得了飞跃式发展，其销售额以每年翻番的速度增长，业务范围也从北京地区迅速扩展至上海及周边市场。我们认为，与普通的“机票+酒店”产品（通常意义上的自由行）不同，“百变自由行”产品由于充分利用公司三位一体的渠道优势和传统旅行社业务资源优势，因此能够给客户提供更为丰富而专业的一站式自由行服务，而不是旅游要素的简单 DIY，因此可以被视为公司旅行社业务的一种核心竞争优势，未来发展空间巨大。

■ 企业整合营销服务

企业整合营销服务基于公司原有会展旅游业务，是会展旅游服务的一种业务延伸。根据公司未来五年发展战略规划，中青旅会展公司已被定位为“致力于推动服务品质和内容整合的持续变革和创新，成为服务于集团客户的整合营销服务领袖企业”。目前中青旅会展公司的服务内容已经突破了一般意义上的会展旅游业务，主要包括商务考察、奖励旅游、会议管理、活动管理、教育培训、公关顾问及展览展示等。

1) 基本情况

与其他同行相比，中青旅开展企业整合营销服务具有明显经营优势，即公司通过产业链上下游资源的整合，能够有效发挥各个业务板块的协同效应。此外，公司经过多年探索实践目前已建立了一套比较成熟的会展旅游运营模式，在业内树立了良好的口碑及市场地位。

公司于 2002 年开始涉足会展旅游业务，将会展旅游作为旅游主业专业化经营。与传统的旅游业务相比，会展旅游（MICE、会议、展览和奖励旅游）具有客户停留时间长、团队规模大、盈利能力强、与其他行业互动性强的突出特征。公司开展会展旅游，即能够充分挖掘利用原有旅行社业务丰富的客户资源和强大的品牌优势，又能够通过锁定特定客户群并为其提供量身定制的专业服务，提升公司旅游服务的整体价值。

近年来，中青旅会展公司通过专业、创新的服务模式，在业内建立了良好的品牌形象。目前公司合作伙伴遍及全球各地，其中 90% 以上的客户来自世界 500 强企业，客源资源非常丰富。从业务布局来看，会展公司的区域布局已经突破北京一地发展到了环渤海、长三角、珠三角的全面服务网络，业务范围也从企业会展领域延伸到品牌管理、公关顾问、活动策划、项目管理、广告等领域。

中青旅（北京）国际会议展览有限公司是目前公司会展业务的主要经营主体，公司持股 82%。该公司具备国家旅游局认定的国际旅行社资质且为国际奖励旅游高级经理人协会（SITE）会员，在国内会展行业内具有相当品牌地位，并连续多年获得多种奖项，如 2009 年获《旅行社》杂志颁发的商务会奖旅行社服务创新大奖，2010 年获《商务奖励旅游》杂志颁发的中国 MICE 产业金椅子奖-“2010 年度最佳 MICE 旅行社”，2011 年获《时尚旅游》杂志颁发的 2011 中国旅游金榜-“最佳会奖活动策划奖”。此外，公司旗下中青旅联科公关顾问有限公司也位列国内公关公司 20 强之列，具有较强的经营实力及市场地位。

2) 盈利分析

2011 年上半年公司企业整合营销服务收入同比增速达 54%，在上年快速增长的基础上继续维持高速扩张的趋势。我们长期看好公司在企业整合营销服务市场的整合能力。过去历年的经营数据已经表明，公司这种全产业链式的资源运作模式确实具备十分强劲的生命力及拓展空间，我们预计公司企业整合营销服务业务将持续成为公司今后几年非常重要的盈利来源。该业务具体盈利预测数据如下：

表 1 公司企业整合营销服务盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入(万元)	25,100	47,800	52,884	90,566	122,265	146,718	176,061	209,513	247,225	289,253
毛利率(%)	12.00%	12.00%	12.08%	10.59%	9.80%	11.00%	12.00%	12.50%	13.00%	13.50%
营业成本(万元)	22,088	42,064	46,496	80,975	110,283	130,579	154,934	183,324	215,086	250,204
净利润(万元)	1,944	3,149	2,044	3,211	3,301	4,255	5,458	6,704	8,158	9,835
持股比例(%)	82.00%	82.00%	82.00%	82.00%	82.00%	82.00%	82.00%	82.00%	82.00%	82.00%
权益净利(万元)	1,594	2,582	1,676	2,633	2,707	3,489	4,475	5,498	6,690	8,064
股本(万股)	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535
EPS(元)	0.038	0.062	0.040	0.063	0.065	0.084	0.108	0.132	0.161	0.194

资料来源:公司公告、德邦研究

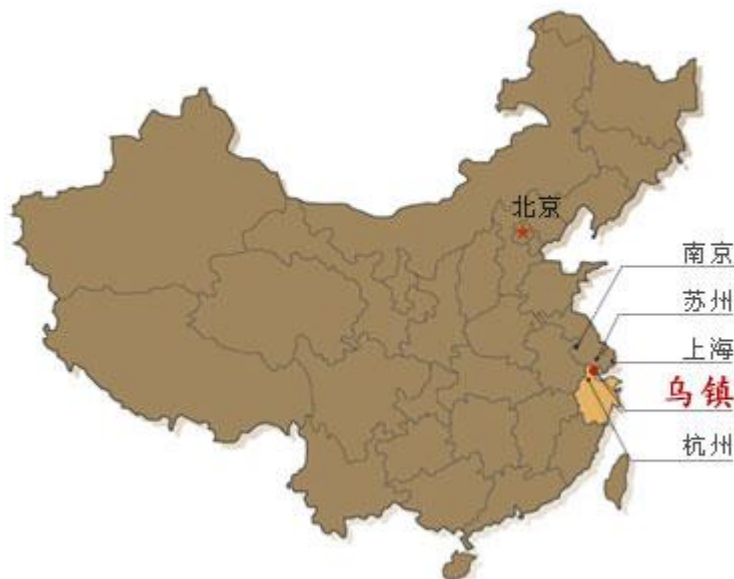
■ 乌镇景区

乌镇是公司近年进军景区业务、延伸旅游主业的首次尝试，但从实际情况来看，乌镇为公司贡献了十分可观的投资回报。就景区来讲，乌镇已初步完成了从一种单纯的观光模式向观光-休闲-度假为一体的综合模式转变，景区逐步走向成熟，客源市场日趋稳定。然而我们认为，乌镇的空间还远未止于此：随着东栅景区趋于饱和，公司对西栅（乌镇二期）的深度开发正在持续跟进，包括酒店、餐饮、会所、娱乐等设施的加入将大大提升该区域的接待能力，这不仅对于东栅区块在功能上的有效补充，更是能够通过吸引一批中高端客户而大幅提升乌镇游客人均消费水平，因此价的提升是乌镇未来的一大看点；此外，除了东栅和西栅外，乌镇旅游对南栅和北栅区块拥有优先的开发权，这两个区域被认为是乌镇尚未开发的“处女地”，有着比东栅和西栅区块更加原汁原味的古镇气息。我们认为，倘若未来这两大区块能够获得开发，乌镇的空间还将大大被拓展。

1) 景区概况

乌镇位于浙江省嘉兴市桐乡市，距上海 140 公里，距杭州、苏州均为 80 公里，地理位置十分优越。

乌镇是江南四大名镇之一，2010 年被评为国家 5A 级景区。乌镇具有 1300 年的建镇史，历史源远流长，人文气息浓厚。十字形的内河水系将全镇划分为东南西北四个区域，即“东栅、南栅、西栅、北栅”。乌镇旅游作为景区经营主体，将分期对四个区域进行逐次开发。



东栅景区

东栅（即乌镇一期）面积约为 0.46 平方公里，保护建筑面积近 6 万平方米，是乌镇四个区块中最早对外开放的区域，东栅景区保护开发工程于 1999 年启动实施，2001 年景区正式对游客开放，以其原汁原味的水乡风貌和深厚的文化底蕴，目前已一跃成为中国著名的古镇旅游胜地。

东栅景区主要定位于观光旅游，经过十年的开发与培育，目前已具备相对完善的接待能力以及十分稳定的客源基础：2009 年东栅景区共计接待游客 241 万人次，占乌镇景区整体游客接待规模的 74.38%；2010 年则受益于上海世博会的带动效应，乌镇游览人数（尤其是观光游客）出现了爆发式增长，全年景区共计接待人数达到 575 万人次，创下历年游客接待量的历史高点，其中东栅景区 435 万人次，占整个景区游客比例为 75.65%，接待量较上年同比增长 80.50%，西栅景区 140 万人次，接待人数同比增长 68.67%；2011 年乌镇在 10 年较大游客基数的基础上，景区接待规模继续增加，上半年东栅、西栅两个景区游客人数分别为 164 万人次和 73 万人次，景区整体游客规模 237 万人次，同比增长 8.36%。

乌镇借助于中青旅在国内旅行社和商务会奖中的客源优势及领先地位，在公司入驻之后获得了飞跃式发展，东栅景区持续增长，游客接待规模由 2005 年 180 万人次上升至 2010 年的 435 万人次，CAGR 达到 19.30%，已在国内古镇观光游市场占据了品牌领先地位。我们认为，随着景区日趋成熟，东栅景区未来将步入稳步增长通道。

表 2 乌镇景区景点介绍

	东栅	西栅
开放时间	2001 年	2007 年
门票价格	100 元/人次	120 元/人次
10 年接待量	435 万人次	140 万人次
主要景点	江浙分府、江南百床馆、江南民俗馆、三白酒作坊、宏源泰染坊、江南木雕陈列馆、余榴樾钱币馆、文昌阁、茅盾纪念馆、茅盾故居、修真观、古戏台、夏同善翰林第、皮影戏、访卢阁、汇源当铺、丝绵作坊、布鞋作坊、刨烟作坊、糕点作坊、藤作坊、竹艺斋、瑞木轩、古桥、水阁、明清建筑、老街长弄、帮岸、财神湾与财神堂、香山堂、水乡晨昏等	徐昌酩画院、关帝庙、三寸金莲展馆、乌将军庙、月老庙、水上集市、北湿地、京杭大运河、龙形田、五彩路、元宝湖、厅上厅、古桥博物馆、水城门、桥洞、水阁、老街小巷、桥里桥、水舞台、茅盾陵园、茅盾纪念馆、夜游、灵水居、水上戏台、白莲塔、恒益堂药店、评书场、老邮局、昭明书院、亦昌冶坊、叙昌酱园、草木本色染坊、益大丝号作坊等

资料来源：乌镇网站、德邦研究

西栅景区

西栅（乌镇二期）景区占地约为 3 平方公里，毗邻古老的京杭大运河畔，由 12 个碧水环绕的岛屿组成。景区内保存有长达 5 公里的老街、25 万平方米精美的明清建筑、近万米纵横交叉的河道、72 座形态各异的古石桥以及 5 万多平方米的天然湿地等。乌镇二期工程于 2003 年开始实施，截至 11 年 6 月底，公司已累计投入超过 2.5 亿元。2007 年，乌镇西栅景区正式对外开放。

与东栅景区不同的是，西栅景区基本定位于休闲度假旅游和高端会议接待，侧重于旅游产品的深度开发，因此具有更高层次的产品附加值。2010 年及 2011 年上半年西栅景区接待游客分别达 140 万人次和 73 万人次，随着该区域内设施逐步趋于完善，西栅景区游览人数占乌镇整个景区的比例将呈现上升趋势。

我们认为，随着东栅趋于成熟，西栅景区将成为未来三年乌镇旅游的主要盈利增长点。相对于东栅，西栅定位高端客户群体，能够有力提升景区整体的消费层次及消费水平，实现乌镇由原先单一的观光模式逐步转向观光旅游、休闲度假、商务会奖等相结合的综合性国际级旅游目的地。



南、北栅景区

根据《桐乡市乌镇历史文化保护区保护规划》，“十二五”期间政府将大力开展乌镇南栅、北栅区块传统风貌的改善、整治和保护工作，乌镇周边与文物不相协调的环境逐步得到整治，古镇空间形态的保护取得良好效果，传统水乡风貌基本恢复，使乌镇成为名副其实的国家级历史文化名镇和世界历史文化的宝贵财富。

我们认为，从长期来看，南栅和北栅区块的开发将大大扩展乌镇景区的游览面积，增加单位游客消费的丰富程度，提升景区整体的接待规模和能力，使得乌镇在中国古镇游览市场中的品牌地位与市场份额获得进一步巩固。公司控股的乌镇旅游作为目前东栅、西栅的唯一经营主体，对尚未开发的南栅、北栅享有优先开发权。我们认为，公司凭借于其在东栅、西栅景区开发经营中的成功经验，加上在观光旅游、商务会奖等领域的客源优势，开发经营南栅和北栅区块获得成功的概率较大，从长远来看，南栅和北栅有望继续提升乌镇旅游对公司的业绩贡献。

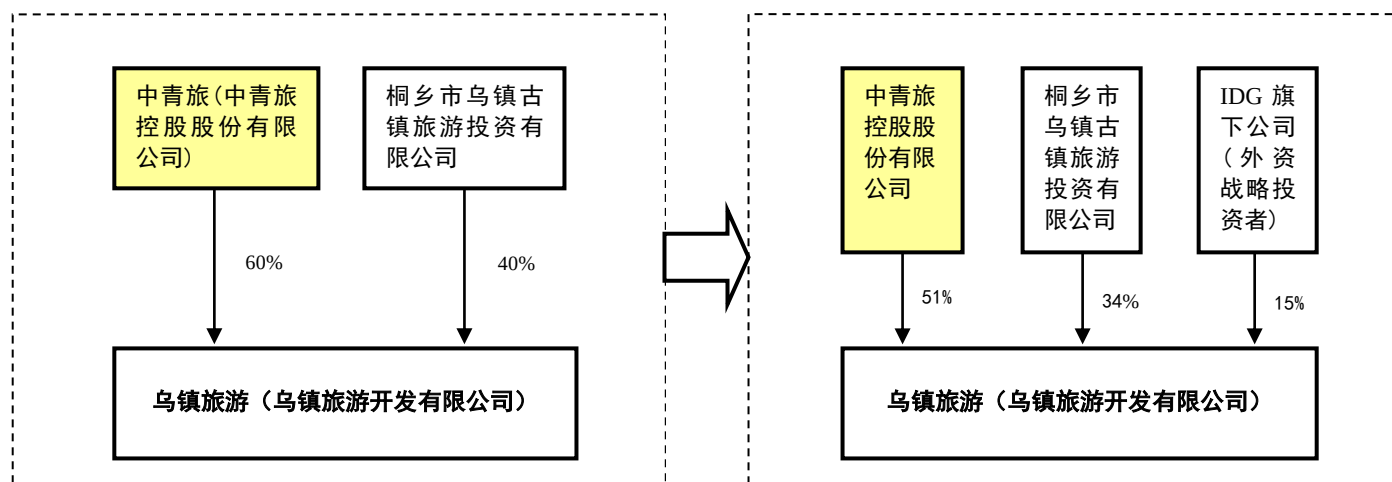
2) 股权结构

乌镇旅游对乌镇景区已经开发的东栅、西栅和中市享有独家经营权（包括但不限于对乌镇景区及景区内河道的经营权、收费权，收取景区门票，在景区内依据法律程序开设店铺、旅馆、餐厅、酒吧、歌厅、手工作坊、纪念馆，设置游船、电瓶车等各种经营项目），对尚未开发的南栅、北栅享有优先开发权。

2007 年公司以现金 3.55 亿元出资投资了乌镇旅游（乌镇旅游开发有限公司），持有乌镇旅游 60%股份，另 40%股份由桐乡市乌镇古镇旅游投资有限公司持有。

2009 年为了推动乌镇在港分拆上市，乌镇旅游引入了战略投资者，由国际著名风险投资公司 IDG 投资控股的 Hao Tian Capital I, Limited 和 Hao Tian Capital II, Limited 两家香港公司分别认购了乌镇旅游公司 5%和 10%的股权，乌镇旅游股权结构变更为：中青旅持股 51%；桐乡市乌镇古镇旅游投资有限公司持股 34%；Hao Tian Capital I, Limited 持股 5%；Limited 和 Hao Tian Capital II, Limited 持股 10%。乌镇旅游变更为中外合资经营企业。

图 8 乌镇旅游股权结构



资料来源：公司公告、德邦研究

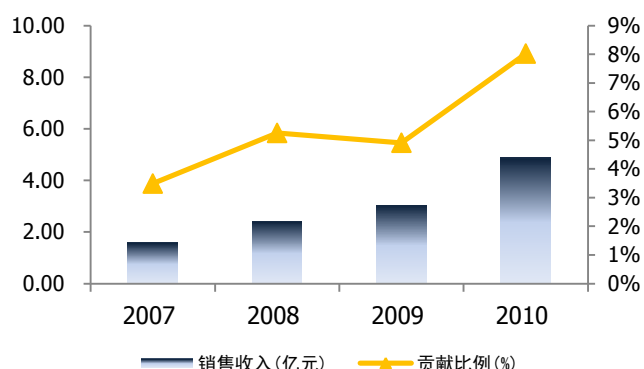
3) 经营分析

2007 年公司入驻乌镇旅游，对乌镇景区的发展起到了非常积极的推动作用，主要表现在：

- ① 除提供资金支持外，公司凭借着其业内较强的品牌优势、管理优势以及对景区资源的整合能力，能够有效发挥公司在旅行社业务、商务会奖中的客源优势，使得景区业务与公司其他旅游业务能够相互补充，创造协同效应，实现乌镇旅游产品升级，乌镇在经营模式及旅游产品同质化的江南古镇竞争中树立了明显的优势，因此成为国内古镇旅游市场的代表者和引领者。
- ② 乌镇的业态和模式发生了根本性的改变：由原来单纯的观光旅游模式转变为观光旅游、休闲度假、商务接待等多业态互补的综合体模式，景区收入结构也从单一的门票收入转向门票、餐饮、酒店、会所、娱乐及商品销售等多种类型收入。收入结构和客源结构等变化在提高过夜游比例的同时，相应提升了人均消费水平。
- ③ 而从单纯的量上来看，乌镇 2006 年游客接待量仅 159 万人次，2007 年在公司入驻后迅速提升至 217 万人次，此后景区游客接待迈入快速持续的上升通道，2010 年达到 575 万人次，我们预计 2011 年有望突破 600 万人次。

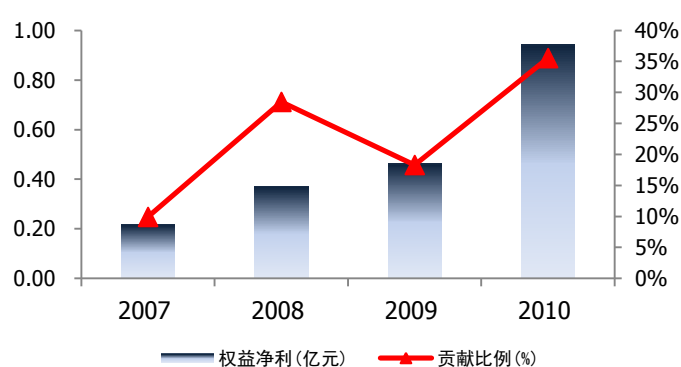
从另一方面而言，公司投资乌镇也获得丰厚的回报率。2007-2010 年合并报表的乌镇景区分别实现收入 1.58 亿元、2.41 亿元、3.04 亿元及 4.88 亿元，贡献公司当年收入比例分别为 3.5%、5.3%、4.9%和 8.0%；2007-2010 年乌镇分别实现净利润 3605 万元、6173 万元、9065 万元和 18500 万元，按当年持股比例，公司对应获得的权益净利 2163 万元、3704 万元、4623 万元和 9435 万元，分别贡献当年净利的比例为 9.9%、28.5%、18.3%和 35.5%。乌镇已名副其实成为公司当前第一大的盈利来源。

图9 乌镇景区历年销售收入及贡献度



资料来源：德邦研究

图10 乌镇景区历年权益净利及贡献度



资料来源：德邦研究

4) 盈利分析

乌镇景区目前客源市场基本稳定，随着公司对西栅景区的深度开发不断推进，乌镇“观光+休闲度假+商务接待”的复合模式已具雏形。我们认为，景区游览内容不断丰富以及各类配套设施逐步完善，都将有效延长游客的平均滞留时间，单位游客人均消费水平获得提升，预计未来三年为公司贡献 EPS 分别为 0.28 元、0.34 元、0.40 元。

表3 乌镇景区盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
人数(万人次)	159	217	252	324	575	600	645	690	735	779
Chg.(%)		36.48%	16.13%	28.57%	77.50%	4.30%	7.50%	7.00%	6.50%	6.00%
东栅				241	435	414	439	462	485	506
西栅				83	140	186	206	228	250	273
收入(万元)	8,812	15,800	24,100	30,400	48,800	58,200	69,983	83,508	98,859	116,087
Chg.(%)		79.30%	52.53%	26.14%	61.00%	19.26%	20.20%	19.33%	18.38%	17.43%
门票收入(万元)		9,945	11,755	16,200	29,613	31,800	35,153	38,648	42,263	45,968
Chg.(%)			18.20%	37.81%	82.79%	7.39%	10.54%	9.94%	9.35%	8.77%
有效门票(元)		46	47	50	52	53	55	56	58	59
综合收入(万元)		5,855	12,345	13,800	19,180	26,400	34,830	44,860	56,596	70,120
Chg.(%)			110.9%	11.79%	39.04%	37.59%	31.93%	28.80%	26.16%	23.90%
毛利率(%)		87.09%	84.16%	81.48%	84.10%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%
营业成本(万元)						8,730	10,497	12,526	14,829	17,413
营业税金及附加(万元)						2,910	3,499	4,175	4,943	5,804
销售费用(万元)						5,820	6,998	8,351	9,886	11,609
管理费用(万元)						8,730	10,497	12,526	14,829	17,413
财务费用(万元)						1,455	1,750	2,088	2,471	2,902
所得税额(万元)						7,639	9,185	10,960	12,950	15,236
净利润(万元)		3,605	6,173	9,065	18,500	22,916	27,556	33,881	38,926	45,709
Chg.(%)			71.23%	46.85%	104.0%	23.87%	20.24%	19.33%	18.38%	17.43%
持股比例(%)		60.00%	60.00%	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%
权益净利(万元)		2,163	3,704	4,623	9,435	11,687	14,053	16,769	19,852	23,312
股本(万股)		31,900	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535
EPS(元)		0.07	0.09	0.11	0.23	0.28	0.34	0.40	0.48	0.56

资料来源：公司公告、德邦研究

■ 古北水镇

公司在乌镇的成功无疑印证了这种“文化旅游化”模式的可行性。“类乌镇模式”核心要素可以归结为：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。公司目前正在计划把这种“类乌镇模式”进行异地复制，以实现文化旅游景区的连锁经营。

1) 项目介绍

古北水镇（即古北水镇国际旅游综合度假区项目）位于北京市密云县古北口镇汤河流域，距离北京约 120 公里。项目紧邻京承高速，地处北京和承德的中间地带，具有十分便利的交通条件。

项目所在的古北口是北京东北部少有的游览胜地，旅游资源十分丰富，它以千年军事古镇为核心，融合了古长城体系、自然风光、历史古迹、人文景观、军镇文化等而形成的独特历史文化保护景区，区内空气清新，植被茂密，山环水绕，为历代皇帝避暑的地方，素有“小承德”之称。古北口镇地处北京的龙脉地带，汇聚了浑然天成的自然景观。域内长城是中华长城史上最为完整的长城体系，由卧虎山长城、蟠龙山长城和司马台长城组成，其间的蟠龙山长城，尤以保持历史原貌而著称，司马台长城则被誉为中国长城之最。古北口长城不仅以其险峻、秀丽而让游客流连，更因为没有修葺，在崇山峻岭之中，横卧的残垣断壁更有一种苍凉之美。

公司于 2010 年与密云县人民政府签署了战略合作协议，双方将合作开发古北水镇国际旅游综合度假区开发项目，目标是力争用 3-5 年时间将古北水镇打造成为集观光、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。

公司目前已专门成立北京古北水镇旅游有限公司，注册资本 2.1 亿元，承担古北水镇项目的开发、建设以及持续经营。2011 年 8 月北京古北水镇旅游有限公司已中标古北水镇项目土地使用权，该地块位于密云县古北口镇司马台村，用地面积为 47.84 万平方米，成交金额为 2.59 亿元。目前古北水镇项目正在按计划推进中，预计 2013 年能够正式对外开放。



2) 可行分析

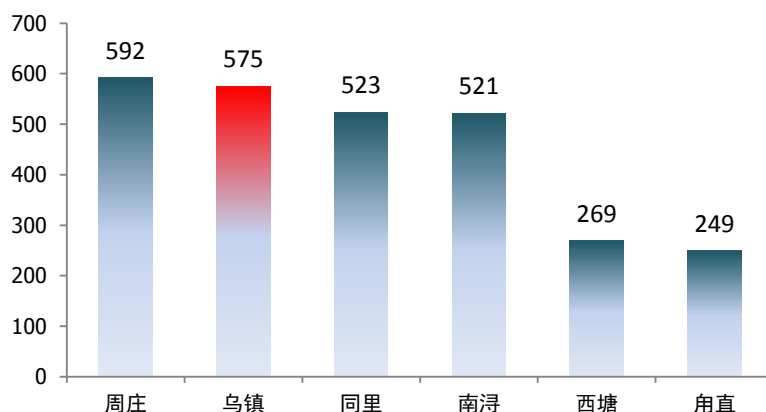
分别从行业前景和项目自身条件两个方面分析：

行业前景

在“十二五”期间，文化产业作为“国民经济支柱性产业”，与作为“战略性支柱产业”的旅游业之间的融合度将不断加深，其中文化旅游产业将是挖掘地方文化、完善旅游产业、促进经济结构调整、推动地方经济腾飞的重要方向。在国内，政府尤其是地方政府对文化旅游产业发展的推动作用是非常明显的。我们认为这种由旅游的基本属性决定的。旅游一直被喻为世界经济发展的阳光产业及绿色产业，且具有很强的产业联动性，能够带动诸多产业价值链的发展，包括餐饮、零售、贸易、休闲、交运等，从而产业以数倍于行业本身的综合经济社会效益。因此旅游通常能够被视作为发展当地经济的突破口而获得辖区政府的大力支持。政府通过各种措施积极引导产业资本流向这一行业，并大力推进宣传攻势，形成以地域为主体的旅游产业竞争。我们认为，这或许可以作为解释过去几年国内旅游市场获得飞速发展的重要原因。

中国古镇、古村资源十分丰富，根据最新数据统计，截至目前国家建设部和文物局已公布的中国历史文化名镇和名村分别达 181 个和 169 个，与国外市场相比，这种古迹资源具有鲜明的民族文化特色及浓厚的历史内涵特征，对于当前生活在大城市的居民群体以及来华旅游的国际游客通常能够形成较强的吸引力。2010 年世博会辐射上海周边地区旅游市场，乌镇、周庄、同里等江南名镇均呈现历史难得一见的旅游热潮，对于提升各自景区市场份额及品牌形象起到了关键作用。我们认为，国内古镇、古村观光旅游目前已经进入快速扩张的良性通道，未来几年依托于政府和企业双重供给主体的共同努力，景区经营机制或将发生明显改善，经营模式也有望实现由单一的观光旅游向观光-休闲度假-商务会展等综合模式转变，景区内产品附加值和人均消费快速提升，市场前景十分广阔。

图 12 2010 年江南名镇游客接待量比较



资料来源：德邦研究

对标分析

我们认为，公司的这种“类乌镇模式”要异地取得成功必须依赖于以下必要条件：①景区自身资源禀赋丰富，符合文化与旅游结合的基本特征；②地理位置优越，交通条件便利，紧邻客源充足的城市或城市圈；③当地政府大力支持，旅游已明确被列为地方战略性支柱产业。

显然，乌镇景区严格符合以上条件：乌镇拥有丰富的旅游资源，作为中国第一批历史文化名镇、中国十佳名镇，2010年已被列为国家5A级景区，乌镇已在国内外拥有良好的口碑及较强的品牌知名度，是中国古镇旅游市场的代表；乌镇位于上海和杭州的中间地带，距离上海仅140公里，距杭州和苏州均80公里，地理位置优越，且其间有沪杭高铁、沪杭高速等多种交通工具，游客前往景区十分便捷；以上海为中心的都市圈构成了乌镇景区丰富的客源市场；浙江省及桐乡市政府对乌镇的发展提供了大量政策支持，并为外来投资者提供诸多合作通道。

比较来看，古北口镇与桐乡乌镇两大景区之间存在诸多类似地方：古北口镇是中国第四批历史文化名镇、中国魅力名镇及中国最有魅力的休闲乡村，境内坐落着长城、庙宇、古民居等多种具有历史文化内涵的自然人文景观，旅游资源非常丰富；景区位于北京与承德的中间地带，距离北京约120公里，其间有京承高速相通，位置优越，交通便利；目前古北口镇已正式被列入北京市“十二五”发展规划，旅游是当地的战略性支柱产业。通过以上分析，我们认为，古北水镇项目基本符合公司推进的这种“类乌镇模式”条件。

但另一方面来看，我们认为公司投资古北水镇也存在一定的风险：2007年正当公司入驻乌镇旅游之际，景区正处于快速发展阶段，乌镇在国内古镇旅游市场已经确立了相当品牌地位，且客源市场基本稳定；比较而言，密云市场尽管在近几年获得了快速发展，但古北口镇由于基础设施等条件薄弱，旅游产业尚处于市场培育阶段，没有十分稳定的客源基础。其次，与乌镇相比，古北口镇由于景点分布较为分散，预计公司对游客的掌控能力将会被削弱，门票对景区的收入贡献将有所降低。我们认为，对于正处于培育阶段的景区项目而言，门票比例偏低将在短期内影响该项目的盈利时点。此外，与乌镇相比，古北水镇投资金额更大，庞大的资本开支考验着公司的筹资能力，倘若公司不能在预期内引入合适的战略投资者，则其必将面临着较大的资金压力。

古北水镇将是公司景区业务发展进程中的一次“考验”，若该项目确实能够达到预期效果，则也意味着公司这种乌镇模式复制的可行性，未来几年其市场空间将会被进一步打开。这一切最终需要依赖于公司对景区投资管理的理解力及多业态旅游资源的整合力。

表4 乌镇与古北水镇比较

	乌镇	古北水镇
注册资本	2.94 亿元	10 亿元
股权结构	开发主体乌镇旅游，中青旅 51%，桐乡市乌镇古镇旅游投资有限公司 34%，IDG 旗下两家公司合计持股 15%	拟成立项目公司，中青旅持股 42%，乌镇旅游持股 18%，其余 40%股权计划由战略投资者持有
景区名片	中国历史文化名镇（第一批）、中国十佳古镇、亚太旅游协会金奖、国家 5A 级景区、中国首个微景区	中国历史文化名镇（第四批），中国魅力名镇，中国最有魅力休闲乡村
政策背景	桐乡市政府大力支持，乌镇已确立保护与旅游开发规划，将陆续对“东栅、西栅、南栅、北栅”进行分期开发	已正式列入北京市十二五规划，古北口镇已确立以旅游为龙头，以“古北口·古长城文化家园”为核心的战略
景区定位	观光、休闲度假、商务会展	观光、休闲度假、商务会展、文化创意
地理位置	距离上海 140 公里，距苏州、杭州均 80 公里	地处北京与承德的中间地带，距离北京约 120 公里
交通条件	沪杭高铁、沪杭高速	京承高速
开放时间	2001 年	2013 年(预计)
客流规模	600 万人次/年	400 万人次/年(成熟期)
主要景观	江南水乡、老街、古民居、民俗文化、乡土风情	古民居、乡土风情、民俗文化、红色旅游

资料来源：公司公告、乌镇网站、德邦研究

3) 盈利分析

假设公司 2012 年能够成功引入战略投资者，古北水镇的股权结构由此变更为：中青旅 42%，乌镇旅游 18%，另外 40% 由战略投资者持有。由于该项目 2013 年才能正式对外营业，加上项目前期投资巨大，因此其市场培育将会适当延长，预计 11-13 年将出现亏损，三年 EPS 分别为 -0.057 元、-0.031 元、-0.013 元。

表 5 古北水镇盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
人数(万人次)				65	140	182	237	308	400	520
Chg.(%)					115.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
人均消费(元)				125	130	135	140	145	150	155
营业收入(万元)				8,143	18,207	24,579	33,136	44,615	60,000	80,600
Chg.(%)					123.60%	35.00%	34.81%	34.64%	34.48%	34.33%
毛利率(%)				70.00%	70.00%	72.50%	75.00%	77.50%	80.00%	82.50%
营业成本(万元)				2443	5462	6759	8284	10038	12000	14105
税金附加(万元)				407	910	1,229	1,657	2,231	3,000	4,030
销售费用(万元)		0	0	1,600	2,731	3,441	4,308	5,354	6,600	8,060
管理费用(万元)		697	2,017	4,289	5,528	6,485	7,414	8,462	9,900	11,860
财务费用(万元)		1,674	510	460	205	205	0	0	0	0
所得税额(万元)		0	0	0	0	960	2,868	4,633	7,125	10,636
净利润(万元)	(36)	(2,371)	(2,527)	(1,057)	3,370	5,500	8,605	13,898	21,375	31,909
合计持股(%)	100.00%	100.00%	51.18%	51.18%	51.18%	51.18%	51.18%	51.18%	51.18%	51.18%
权益净利(万元)	(36)	(2,371)	(1,293)	(541)	1,725	2,815	4,404	7,113	10,940	16,331
股本(万股)	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535
EPS(元)	(0.001)	(0.057)	(0.031)	(0.013)	0.042	0.068	0.106	0.171	0.263	0.393

资料来源: 德邦研究

■ 山水酒店

在酒店业务方面，早期公司主要经营星级酒店为主，如 2000 年收购桂林帝苑酒店，但从实际效果来看，星级酒店业务出现连年亏损，经营业绩并不理想。2005 年公司酒店主业进行了结构性调整，以增资控股的方式收购了深圳山水酒店投资管理有限公司（现改名为中青旅山水酒店投资管理有限公司），出资金额为 9600 万元，公司持股比例 51%，另 49% 股权由原股东继续持有。

1) 基本情况

酒店成为了公司近年来着力发展的主业之一。山水酒店定位于经济型酒店与星级酒店之间，可以被称之为“高标经济型酒店”，一方面由于这类酒店采取经济型投资，具备经济型酒店易于复制、快速发展的特征，与投入资本一般较大的高星级酒店相比，山水酒店模式更加便于实现门店的连锁经营；另一方面，与一般意义上的经济型酒店相比，高标经济型酒店则采取了中高星级定位（设施通常达到 3、4 星级酒店标准），更加追求时尚风格及个性化色彩，能够获得许多商务人士和青年住客的青睐。

山水酒店的经营模式为“酒店经营+物业租赁”，即公司除了自营客房和西餐外，一、二层楼面大部分都用于出租，中餐、商店、康体娱乐等其他设施均交由外部企业经营，酒店以租金形式获取收益。我们认为，这种模式能够更多地体现山水酒店充分利用物业资源、提高单店营业收入的经营优势。由于传统酒店通常采取独立经营、业态单一的模式

定位，酒店业务（包括客房、餐饮）构成了其门店唯一或绝大部分的收入来源。这种模式在行业景气繁荣的条件下确实能够为酒店获得可观的收入，但一旦行业持续低迷，则无疑会导致酒店经营业绩大幅下滑，甚至出现亏损。而通过把酒店业务和物业租赁有效结合，物业出租收入将部分抵补酒店建筑物的租赁成本，我们认为，与单一的经营结构相比，山水酒店目前的这种定位模式能够较好地平抑业绩波动，即使客房、餐饮等主业经营不佳，至少可以通过余下出租物业获得较为稳定的收入。

截至 2011 年 6 月底，中青旅山水酒店共计门店数量已达 18 家，门店主要分布于北京及广州、深圳等珠三角地区。在经历 08、09 年两年发展的低迷期之后，山水酒店在 10 年开始扩张有所加快，当年净增连锁门店 3 家；11 年上半年公司连锁酒店增数与去年全年基本持平，我们预计截至年底山水酒店数量将突破 20 家，总数约 21~22 家左右。门店数量扩张加上前期的市场培育，山水酒店经营情况持续改善，2010 年实现收入 2.07 亿元，净利 1678 万元，已成为公司可观的盈利来源之一。

表 6 中青旅山水酒店分布情况

区域	分店	开业时间	客房数量
北京市	北京航天桥店	2006	117
	北京芍药居店	2007	95
	北京六里桥店	2008	164
	北京方庄店	2010	132
深圳市	深圳梅林店	2003	104
	深圳华强北店	2004	197
	深圳罗湖店	2005	195
	深圳坂田店	2007	169
	深圳景湖店	2010	52
广东省 (除深圳外)	广州花都店	2007	88
	广州黄埔店	2007	231
	广州东站店	2007	160
	肇庆店	2007	155
	肇庆端州路店	2009	140
	东莞设计师店	2007	126
	广东海丰店	2010	85
四川省	成都九眼桥店	2009	103

资料来源：公司网站、德邦研究

2) 盈利分析

国外基本市场数据表明，质优价廉的经济型酒店一直占据着主导地位，约占 70% 左右的市场份额。从国内的市场情况来看，如家、7 天、锦江之星等经济型酒店在近几年获得了快速发展，而定位于高端的星级酒店也已初具规模优势，比较而言，中端及中高端的酒店市场分布分散，整合速度相对滞后，连锁化程度有待提高。我们认为，山水酒店定位于高标经济型酒店，旨在汲取两端酒店的经营优势，填补这一市场空白，未来还有较大的拓展空间。

我们假设公司每年投资新建 5 家门店，且全部以直营店的方式进行发展，预计 2011-2013 年公司获得权益净利润分别为 914 万元、1226 万元、1499 万元，贡献 EPS 分别为 0.022 元、0.030 元和 0.036 元。

主要风险：山水酒店所采取的“酒店经营+物业租赁”模式使其难以对门店出租物业经营实行有效监控管理。

表 7 山水酒店盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
酒店数量(家)	5	12	12	12	15	21	26	31	36	41
客房数量(间)	768	1,768	1,811	1,811	2,186	3,056	3,781	4,506	5,231	5,956
营业收入(万元)	6,697	8,782	17,100	17,900	20,700	24,323	30,695	37,255	44,080	51,188
Chg.(%)		31.13%	94.72%	4.68%	15.60%	17.50%	26.20%	21.37%	18.32%	16.13%
客房餐饮(万元)						15,222	18,905	22,530	26,155	29,780
物业租金(万元)						9,100	11,790	14,725	17,925	21,408
单店客房(间)						146	145	145	145	145
单店收入(万元)						1,158	1,181	1,202	1,224	1,248
毛利率(%)						76.50%	76.50%	76.50%	76.50%	76.50%
营业成本(万元)						5,716	7,213	8,755	10,359	12,029
营业税金及附加(万元)						1,216	1,535	1,863	2,204	2,559
销售费用(万元)						10,945	13,813	16,765	19,836	23,035
管理费用(万元)						3,648	4,604	5,588	6,612	7,678
财务费用(万元)						439	366	366	366	366
所得税额(万元)						566	759	980	1,176	1,380
净利润额(万元)	1,349	1,512	14	359	1,678	1,792	2,405	2,939	3,527	4,140
持股比例(%)	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
权益净利(万元)	688	771	7	183	856	914	1,226	1,499	1,799	2,112

资料来源:公司公告、德邦研究

■ 策略投资

除了旅游主业外,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,这些业务构成了公司旅游主业有力的补充,也是公司近年来关键的盈利增长点。

1) IT 产品

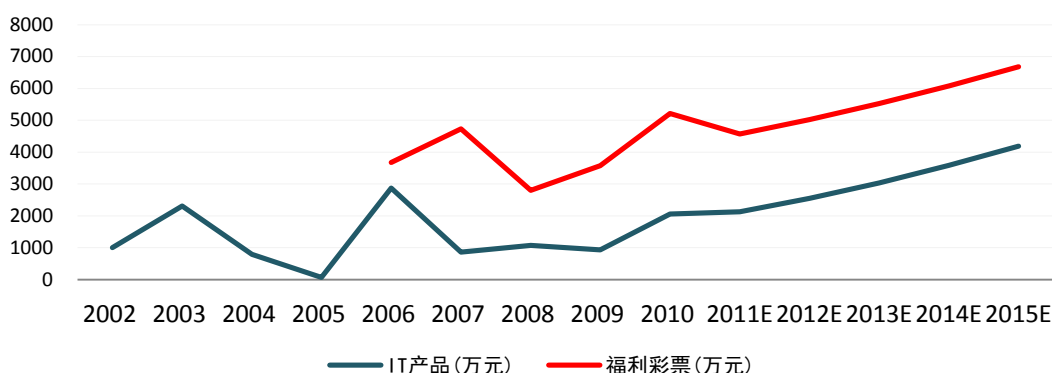
中青旅创格科技有限公司作为公司 IT 业务具体运作平台,定位于高科技产品的研究开发、服务、销售等。目前,公司 IT 分销和系统集成业务呈现稳步上升趋势,H3C(华为 3COM)分销业务主网、监控、服务等各领域均保持较高的增长,在全国总代理商的市场规模继续保持排名第一。2010 年创格科技营业收入已突破 10 亿元,净利润达 2062 万元,经营业绩斐然。

2) 福利彩票

公司另一策略投资业务是福利彩票。2005 年 10 月,公司投资 7800 万元从北京产权交易所公开挂牌受让北京中青旅风采科技有限公司 82%股权;2008 年 6 月,公司控股子公司创格科技又以 4355 万元的价格收购了深圳市创意港投资有限公司持有的风采科技 18%股权;2010 年,公司收购创格科技持有 18%股权,公司对风采科技的持股比例由 82%变为 100%。风采科技主营业务是为云南、贵州和四川三省的电脑福利彩票的发行提供技术支持等综合服务,公司按照一定比例收取服务费。按照合作协议,云南省福利彩票业务的合作期限到 2011 年 6 月 9 日,贵州、四川分别到 2017 年 12 月 31 日。

2011 年 6 月,风采科技公司已与云南省福利彩票中心成功续约,但服务费率较原来有所降低(由 2.4%下降至 2%)。我们判断,至 2017 年贵州、四川两省也可能遭遇类似情况,但在中短期内对该公司经营业绩的实际影响不会太大。

图 13 IT 产品与福利彩票盈利数据



资料来源：公司公告、德邦研究

3) 地产业务

公司通过控股子公司中青旅绿城具体负责地产开发项目，公司持有中青旅绿城 51% 股权。目前公司地产业务仅剩绿城·慈溪玫瑰园项目和嘉兴安郡置业小部分未予结算。

目前唯一的主力项目绿城·慈溪玫瑰园位于慈溪市中心区域，邻近繁华的慈甬路与商业步行街，周边配套设施完善，占地总面积 12.2 万平方米，规划建筑面积 19.1 万平方米，规划用途为住宅。慈溪项目定位相对高端，其景观设计邀请了世界级景观设计机构美国 Langscape 主导设计，园林景观秉承经典的欧洲宫廷园林艺术风格，把宫廷园林的尊贵典雅融入至居住体验当中，使景观能够巧妙地和建筑相呼应，体现了该项目的高端定位与品质。

慈溪玫瑰园项目已于 2009 年 5 月开工建设，预计总投资 19.65 亿元，该项目分两期开发，首期和二期的建筑面积大致相当，将分别于 2011 年 9 月和 2012 年 3 月竣工。目前来看，该项目预售情况良好（截至 2011 年 6 月底，慈溪项目预售收入已达 23.78 亿元），我们预计其平均销售单价大约能够维持在 2 万元/平方米左右。

4) 物业出租

公司物业出租收入主要来自中青旅大厦。中青旅大厦于 2006 年正式竣工，除了公司部分面积自用外，还包括德国 GMP 公司在内的几十家境内外机构纷纷入驻。中青旅大厦自交付使用以来一直保持良好的盈利能力，出租率和租金水平稳步提升，目前大厦外租面积出租率已达到 100%。2010 年中青旅大厦实现出租收入 5188 万元，2011 年上半年又在去年的基础上实现 8.4% 的同比增速。

■ 盈利预测

我们认为，公司作为中国旅游行业的市场整合者，其多业态的综合经营运作模式已基本趋于成熟，目前旗下各项业务均已步入良性运行通道，预计公司未来整体业绩增长稳定。乌镇景区正处深度开发阶段，从目前来看，景区客源流量及人均消费均保持稳步增长，显示了其观光、休闲度假和商务接待等相结合的业务构架已初见成效；古北水镇已成功竞得该项目用地，目前正处开发阶段，预计 2013 年能够按期营业；山水酒店扩张提速，部分门店趋于成熟，盈利能力正待释放；旅行社中创新业务成为行业亮点，其中自由行业务以每年翻番的速度扩张，会展旅游也基本完成了向企业整合营销服务模式的转变；此外，策略性投资业务也继续呈现稳健增长趋势。

我们预测：公司 2011-2013 年摊薄 EPS 分别为 0.827 元、0.974 元和 0.817 元，若剔除地产部分收益，则三年 EPS 分别为 0.536 元、0.673 元和 0.817 元。参考分类估值结果给予公司目标价 18.60 元/股（对应 2012 年旅行社 20 倍、整合营销 25 倍、景区 35 倍、酒店 30 倍及剔除地产之后的策略业务 8 倍），相对于目前 14.22 元/股的价格，维持“买入”评级。

表 8 公司分业务盈利预测

		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入(万元)	旅游服务	244,304	215,288	231,860	304,675	359,517	413,445	475,461	546,780	628,798
	整合营销	25,100	47,800	52,884	90,566	122,265	146,718	176,061	209,513	247,225
	景区业务	15,800	24,100	30,400	48,800	58,200	69,983	91,651	117,065	140,666
	乌镇景区	15,800	24,100	30,400	48,800	58,200	69,983	83,508	98,859	116,087
	古北水镇	0	0	0	0	0	0	8,143	18,207	24,579
	酒店业务	13,005	19,805	20,022	22,891	26,523	32,895	39,455	46,280	53,388
	山水酒店	8,782	17,100	17,900	20,700	24,323	30,695	37,255	44,080	51,188
	桂林帝苑	4,223	2,705	2,122	2,191	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200
	策略投资	158,286	155,311	284,295	141,595	354,897	391,918	230,524	269,460	312,801
	IT 产品	41,856	69,900	84,000	109,000	141,700	170,040	202,348	238,770	279,361
	福利彩票	11,300	11,500	13,781	17,160	18,259	20,085	22,094	24,303	26,733
	地产业务	101,370	69,177	181,560	10,181	189,420	196,000	0	0	0
	物业出租	3,760	4,734	4,953	5,255	5,517	5,793	6,083	6,387	6,706
	收入合计	456,496	462,304	619,461	608,528	921,401	1,054,958	1,013,152	1,189,099	1,382,878
权益净利(万元)	旅行社等	3,255	(3,323)	1,447	1,019	1,258	1,447	1,664	1,914	2,201
	整合营销	1,594	2,582	1,676	2,633	2,707	3,489	4,475	5,498	6,690
	景区业务	2,163	3,704	4,623	9,399	9,316	12,760	16,229	21,577	26,127
	乌镇景区	2,163	3,704	4,623	9,435	11,687	14,053	16,769	19,852	23,312
	古北水镇	0	0	0	(36)	(2,371)	(1,293)	(541)	1,725	2,815
	酒店业务	674	474	183	376	914	1,226	1,499	1,799	2,112
	山水酒店	771	7	183	856	914	1,226	1,499	1,799	2,112
	桂林帝苑	(97)	467	0	(480)	0	0	0	0	0
	策略投资	8,586	9,569	17,333	13,120	20,145	21,515	10,079	11,254	12,550
	IT 产品	861	1,068	935	2,062	2,126	2,551	3,035	3,582	4,190
	福利彩票	4,731	2,800	3,577	5,209	4,565	5,021	5,523	6,076	6,683
	地产业务	2,543	4,517	11,583	4,535	12,076	12,495	0	0	0
	物业出租	451	1,184	1,238	1,314	1,379	1,448	1,521	1,597	1,677
	净利合计	16,272	13,006	25,262	26,546	34,341	40,437	33,946	42,041	49,679
摊薄 EPS(元)	旅行社等	0.078	(0.080)	0.035	0.025	0.030	0.035	0.040	0.046	0.053
	整合营销	0.038	0.062	0.040	0.063	0.065	0.084	0.108	0.132	0.161
	景区业务	0.052	0.089	0.111	0.226	0.224	0.307	0.391	0.519	0.629
	乌镇景区	0.052	0.089	0.111	0.227	0.281	0.338	0.404	0.478	0.561

请务必阅读正文后的免责条款部分

	古北水镇	0.000	0.000	0.000	(0.001)	(0.057)	(0.031)	(0.013)	0.042	0.068
	酒店业务	0.016	0.011	0.004	0.009	0.022	0.030	0.036	0.043	0.051
	山水酒店	0.019	0.000	0.004	0.021	0.022	0.030	0.036	0.043	0.051
	桂林帝苑	(0.002)	0.011	0.000	(0.012)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	策略投资	0.207	0.230	0.417	0.316	0.485	0.518	0.243	0.271	0.302
	IT 产品	0.021	0.026	0.023	0.050	0.051	0.061	0.073	0.086	0.101
	福利彩票	0.114	0.067	0.086	0.125	0.110	0.121	0.133	0.146	0.161
	地产业务	0.061	0.109	0.279	0.109	0.291	0.301	0.000	0.000	0.000
	物业出租	0.011	0.028	0.030	0.032	0.033	0.035	0.037	0.038	0.040
	EPS 合计	0.392	0.313	0.608	0.639	0.827	0.974	0.817	1.012	1.196
	EPS(剔除地产)	0.331	0.204	0.329	0.530	0.536	0.673	0.817	1.012	1.196

资料来源:德邦研究

表 9 公司分类估值

	11EPS	12EPS	13EPS	12PE	估值
旅行社等	0.030	0.035	0.040	20	0.70
整合营销	0.065	0.084	0.108	25	2.10
景区业务	0.224	0.307	0.391	35	10.75
乌镇景区	0.281	0.338	0.404	35	11.84
古北水镇	(0.057)	(0.031)	(0.013)	35	(1.09)
酒店业务	0.022	0.030	0.036	30	0.89
山水酒店	0.022	0.030	0.036	30	0.89
桂林帝苑	0.000	0.000	0.000	30	0.00
策略投资	0.485	0.518	0.243	8	4.17
IT 产品	0.051	0.061	0.073	20	1.23
福利彩票	0.110	0.121	0.133	20	2.42
地产业务	0.291	0.301	0.000	0	0.00
物业出租	0.033	0.035	0.037	15	0.52
业务合计	0.832	0.980	0.825	19	18.60

资料来源:德邦研究

表 10 公司三大报表及预测

单位：百万元，元，%

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
损益表								
营业收入	4,588	6,191	6,084	9,215	10,551	10,133	11,892	13,830
营业成本	3,559	4,712	4,787	7,206	8,229	8,002	9,353	10,856
税金及附加	103	202	62	106	121	117	137	159
营业费用	367	418	514	783	897	861	1,011	1,176
管理费用	213	246	247	415	475	456	535	622
财务费用	14	14	7	25	20	26	14	13
投资净收益	0	54	63	0	0	0	0	0
营业利润	297	628	512	679	808	671	842	1,003
营业外净收支	12	9	33	45	45	45	45	45
利润总额	309	637	545	724	853	716	887	1,048
所得税额	78	176	125	181	213	179	222	262
少数股东损益	101	208	155	200	235	198	245	289
归属于母公司净利润	130	253	265	343	404	339	420	497
EBITDA	435	780	635	855	997	881	1,048	1,213
摊薄后 EPS	0.313	0.608	0.639	0.827	0.974	0.817	1.012	1.196
资产负债表								
流动资产								
现金	337	585	899	1,059	1,107	1,960	2,343	3,507
应收帐款	347	406	677	999	919	923	1,239	1,275
预付款项	307	236	542	793	905	880	1,029	1,194
存货	859	1,395	1,731	2,601	2,971	2,889	3,377	3,919
非流动资产								
长期股权投资	78	25	57	57	57	57	57	57
固定资产	1,349	1,387	1,529	1,657	1,827	1,882	1,833	1,731
无形资产	521	493	502	745	726	707	688	669
资产合计								
流动资产	2,001	3,070	4,740	6,792	7,436	8,125	9,717	11,906
流动负债	1,695	2,065	3,856	6,081	6,227	6,417	7,259	8,601
短期借款	252	8	10	160	100	100	50	50
应付帐款	413	661	733	1,484	1,048	1,414	1,464	1,877
非流动负债								
长期借款	331	470	476	216	366	366	366	366
负债合计								
股本	415	415	415	415	415	415	415	415
资本公积	911	898	898	898	898	898	898	898
留存收益	647	850	1,035	1,295	1,589	1,799	2,111	2,473
少数股东权益	605	928	902	1,102	1,337	1,535	1,780	2,069
归属母公司股东权益	1,958	2,146	2,328	2,588	2,883	3,093	3,405	3,767
负债和股东权益合计								
负债和股东权益合计	4,628	5,647	7,598	10,022	10,848	11,445	12,844	14,838
现金流量表								
经营活动现金流	231	587	1,482	1,053	466	1,128	583	1,340
投资活动现金流	(253)	(167)	(844)	(545)	(378)	(119)	(28)	(28)
筹资活动现金流	(40)	(171)	(322)	(349)	(40)	(155)	(173)	(148)
现金净增加额	(61)	248	314	159	48	854	383	1,164

表 11 主要财务比率

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入增长率	1.2%	34.9%	-1.7%	51.5%	14.5%	-4.0%	17.4%	16.3%
营业利润增长率	-2.1%	111.3%	-18.5%	32.7%	18.9%	-16.9%	25.4%	19.1%
净利润增长率	-20.1%	94.2%	5.1%	29.4%	17.8%	-16.1%	23.8%	18.2%
销售毛利率	22.4%	23.9%	21.3%	21.8%	22.0%	21.0%	21.4%	21.5%
营业费用率	8.0%	6.8%	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
管理费用率	4.6%	4.0%	4.1%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
财务费用率	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%
销售净利率	2.8%	4.1%	4.4%	3.7%	3.8%	3.4%	3.5%	3.6%
ROE(%)	6.6%	11.8%	11.4%	13.3%	14.0%	11.0%	12.3%	13.2%
ROIC(%)	6.8%	12.4%	10.7%	13.0%	13.3%	10.3%	11.5%	12.2%
资产负债率	44.6%	45.6%	57.5%	63.2%	61.1%	59.6%	59.6%	60.7%
流动比率	1.18	1.49	1.23	1.12	1.19	1.27	1.34	1.38
速动比率	1.18	1.07	0.87	0.69	0.72	0.82	0.87	0.93
EPS	0.31	0.61	0.64	0.83	0.97	0.82	1.01	1.20
每股净资产	4.71	5.17	5.60	6.23	6.94	7.45	8.20	9.07
每股经营现金流	0.56	1.41	3.57	2.54	1.12	2.72	1.40	3.23
P/E	45.41	23.38	22.25	17.20	14.61	17.40	14.05	11.89
P/B	3.02	2.75	2.54	2.28	2.05	1.91	1.73	1.57
P/S	1.29	0.95	0.97	0.64	0.56	0.58	0.50	0.43

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。