

旅游行业

中青旅 (600138.SH)

公司报告

评级: **增持** 维持评级目标价: **17.94 元**收盘价: **15.35 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

跨业态经营模式决定其未来成长空间

■ 触发事件

- 中青旅于近期公布了其 2011 年第三季度报告: 2011 年 1-9 月份公司实现营业收入 59 亿元, 较去年同期增长 41%; 累计实现净利润 2.2 亿元, 较去年同期增长 9%; 前三季度基本 EPS 为 0.531 元。从单季度来看, 2011 年 7-9 月份公司实现营业收入 29 亿元, 同比增长 65.58%; 单季净利润 1.3 亿元, 同比增长 53.07%; 第三季度基本 EPS 为 0.314 元。前三季度公司旅游主业符合预期, 地产业务略低预期。

■ 事件点评及观点

公司 2011 年前三季度实现营业收入 59 亿元, 同比增长 41%, 第三季度实现收入 29 亿元, 同比增长 65%, 报告期公司收入维持快速增长, 其中旅游主业收入+25%、会展+67%、景区+6.6%、山水酒店+18%; 策略投资方面, IT 产品+27%、福利彩票+17%, 另第三季度地产业务约有 8 个亿左右的结算收入。

公司前三季度实现累计净利润为 2.2 亿元, 其中第三季度净利润 1.3 亿元, 第三季度净利润约有 40% 左右来自地产业务, 若剔除地产结算部分, 今年公司经营业绩基本与上年同期持平。我们预计, 第四季度公司慈溪玫瑰园一期仍有部分实现交付, 我们估算 2011 年地产项目贡献权益净利共计 8500 万元左右。

报告期内, 公司销售毛利率 20.58%, 同比下降 1.72 个百分点, 其中第三季度 20.68%, 基本与上年同期持平; 三项期间费用率 10.51%, 同比下降 2.49 个百分点, 其中销售费用、管理费用和财务费用比率分别为 6.79%、3.55% 和 0.17%, 较去年同期分别下降 1.82、0.60 和 0.07 个百分点。我们认为, 公司毛利、费用比率的变动主要还是源于其业务收入结构的变化 (尤其是地产收入的结算), 从整体来看, 前三季度公司对费用的控制是足以能够弥补其毛利率下滑的。

我们重申此前对公司经营模式长期看好的基本观点, 认为:

- 公司已构建起一个相对完整的旅游产业链。目前公司主营业务囊括了旅行社、会展、景区、酒店以及策略投资等, 是国内旅游企业中资源掌控最为全面且发展最为成熟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。
- 公司目前正步入十分良性的扩张通道, 各项业务正在健康有序地展开: 中青旅是国内旅行社中的知名品牌, 其长期凝聚着一批忠实的顾客群体, 中青旅在全国百强旅行社排名中始终位居前列。近年来公司通过产品模式的积极创新, 自由行业务获得了十分迅速地发展, 中青旅“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。会展业务是公司旅游主业的一种重要组成, 也是公司区别于其他旅行社公司的一大特色。目前来看公司会展业务的服务范畴获得了较大的拓展与延伸, 中青旅会展公司正在演变成为一家服务于全球集团客户的整合营销服务领袖企业。在景区方面, 公司 2007 年控股的乌镇景区也日趋成熟, 目前其客源已基本稳定, 客单价逐年提升明显, 是公司当前或在今后较长一段时间内的第一大

盈利来源。此外，公司正在打造的类乌镇项目-古北水镇项目目前进展也较为顺利，预计 13 年能够正式对外营业。在连锁酒店方面，山水酒店扩张明显提速，随着部分门店趋于成熟，我们认为酒店业务的盈利能力将会被逐渐释放；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。

- 在整个旅游板块中，中青旅无疑是最为安全的长期投资品种。我们认为，旅游行业由于其本身具有高依存度特质，通常与一国经济波动、自然灾害、人为事件等因素密切相关。与业务单一的旅游企业相比，中青旅这种综合型旅游集团无疑具有更为明显的市场整合力及抗风险能力，即旗下一项业务的波动通常可以通过另一种业务来抵补，因此在长期来看公司的业绩是可以持续的或有保证的。我们十分看好公司在长期的成长潜力。

■ 公司业务分析

➤ 乌镇：游客接待量同比有所下降，但收入与净利继续实现正的增长，预计全年贡献权益净利约 1 个亿

2010 年上海世博会对乌镇的辐射效应十分明显，景区游客接待和收入规模均创下了历史最高水平。2011 年以来，乌镇景区继续保持了稳步增长，尽管第三季度游客数量（尤其是团队接待人数）同比有明显地下降（1-9 月份累计下降 12%），但由于人均消费水平的快速提升，使得景区销售收入仍然实现了正的增长，1-9 月份乌镇收入同比增幅达到了 6.6%。

在第四季度，从十一黄金周的情况来看，乌镇景区游客接待依然十分火爆，十一期间共计接待游客量达到 37.68 万人次，同比增长 21.27%，实现门票收入 2479 万元，同比增长 15.58%。我们判断，景区全年游客量下降 8%左右，收入增幅 6.78%，主要基于以下两个方面：一是上海世博会在去年 10 月底正式结束，其给周边景区包括乌镇等带来的游客拉动效应主要集中在第三季度，实际上在进入 11 月份以后这种影响已有放缓，因此同比来看，今年第四季度相比第三季度我们预计景区人数降幅也将有所减缓，预计全年同比增速略有回升，粗略估计-8%左右；二是从收入结构来看，乌镇已由单一观光型景区逐步过渡至观光、休闲、度假于一体的综合型景区，随着景区旅游产品多样化及附加值的提升，游客人均消费水平也在不断提高，因此即使景区人数短期同比有所下滑，但营业收入规模依然有望保持一定幅度的正增长。

我们预计，2011 年乌镇景区全年游客规模 529 万人次左右，在考虑客单价一定幅度提升的前提下，景区将实现 5.2 亿元的销售收入（其中门票 2.8 亿元），同比增长 6.78%；净利润突破 2 亿元，按照 51%持股比例计算，将为公司贡献权益净利在 1 个亿左右。我们认为，乌镇景区目前已进入十分良性的发展通道，客源市场基本稳定，加上旅游产品日趋丰富（尤其是西栅景区，10 月份又增加了 300 多间客房），游客人均消费水平有逐年上升趋势，预计 2011 年/12 年/13 年 EPS 分别为 0.252 元/0.302 元/0.362 元。

表 1 乌镇景区历年黄金周期间接待人数与门票收入统计

	春节黄金周	五一黄金周	十一黄金周	2010A	春节黄金周	五一黄金周	十一黄金周	2011E
乌镇人数(万人次)	10.74	11.63	31.07	575.00	13.99	15.93	37.68	529.00
同比增幅(%)	30.64%	22.67%	47.44%	77.50%	30.29%	36.98%	21.27%	-8.00%
门票收入(万元)	661	743	2,145	29,613	992	1,017	2,479	28,037
同比增幅(%)	34.35%	24.56%	62.02%	87.79%	50.13%	36.83%	15.58%	-5.32%

资料来源：桐乡旅游局、德邦研究

表 2 乌镇旅游接待人数与销售收入分季度同比增速统计

	2009H1	2009Q3	2009A	2010H1	2010Q3	2010A	2011H1	2011Q3	2011E
游客增幅(%)	37.00%	39.00%	29.00%	45.00%	83.93%	77.50%	8.36%	-12.00%	-8.00%
收入增幅(%)	28.00%	41.00%	26.00%	37.00%	60.15%	61.00%	24.15%	6.60%	6.78%

资料来源：公司公告、德邦研究

表 3 乌镇景区盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
人数(万人次)	217	252	324	575	529	569	608	648	687
Chg.(%)	36.48%	16.13%	28.57%	77.50%	-8.00%	7.50%	7.00%	6.50%	6.00%
东栅			241	435	365	387	408	428	446
西栅			83	140	164	182	201	220	240
销售收入(万元)	15,800	24,100	30,400	48,800	52,107	62,554	74,843	88,133	103,381
Chg.(%)	79.30%	52.53%	26.14%	61.00%	6.78%	20.05%	19.65%	17.76%	17.30%
门票收入(万元)	9,945	11,755	16,200	19,613	28,037	30,993	34,075	37,262	40,528
有效门票(元)	46	47	50	52	53	55	56	58	59
其他综合收入(万元)	5,855	12,345	13,800	19,188	24,070	31,561	40,768	50,871	62,853
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)					7,816	9,383	11,226	13,220	15,507
税金及附加(万元)					2,605	3,128	3,742	4,407	5,169
销售费用(万元)					5,211	6,255	7,484	8,813	10,338
管理费用(万元)					7,816	9,383	11,226	13,220	15,507
财务费用(万元)					1,303	1,564	1,871	2,203	2,585
所得税额(万元)					6,839	8,210	9,823	11,567	13,569
净利润(万元)	3,605	6,173	9,065	18,500	20,517	24,631	29,470	34,702	40,706
Chg.(%)		71.23%	46.85%	104.00%	10.90%	20.05%	19.65%	17.76%	17.30%
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	10,464	12,562	15,029	17,698	20,760
股本(万股)	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535	41,535
EPS(元)	0.052	0.089	0.111	0.227	0.252	0.302	0.362	0.426	0.500

资料来源：公司公告、德邦研究

➤ 古北水镇：项目正在积极推进中，预计 2013 年正式对外营业，2014 年能够实现盈利

古北水镇是公司乌镇景区的一次异地复制，是公司未来几年景区业务的又一次突破。该项目投入资金巨大、花费时间较长，届时若确实能够达到预期效果，则将再次印证公司在景区投资领域的整合能力，也证明这种类乌镇模式复制的可行性，长期来看公司在国内景区业务拓展的市场空间将会被进一步打开。

2011 年 8 月中青旅全资子公司北京古北水镇旅游有限公司成功竞得了密云县古北口镇司马台村 47.84 万 m² 地块（即一期项目用地）。目前来看，公司古北水镇项目正在按计划稳步推进中，包括战略投资者引入等问题也有望在短期内获得顺利解决，预计至 2013 年应该能够实现对外营业。

假设公司在 2012 年引入战略投资者，古北水镇项目的股权结构由此将变更为：中青旅 42%，乌镇旅游 18%，另外 40% 由战略投资者持有。由于该项目预计 2013 年才能正式对外营业，加上前期投资巨大，因此其市场培育将会适当延长，我们预计 11-13 年将出现一定幅度的亏损，三年贡献公司的 EPS 分别为 -0.057 元、-0.031 元、-0.013 元。

表 4 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	24,570	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

➤ 旅游主业：自由行业务继续强势扩张，会展业务的发展则得益于产业链上的持续延伸

整体来看，2011 年前三季度公司旅游主业继续稳步增长，营业收入同比增长 25.36%。一方面，公司旅游业务规模持续增长，市场占有率及品牌影响力获得了一定幅度的提升；另一方面，旅游业务结构不断优化与丰富，产品、渠道、模式等不断创新。

- 观光旅游业务方面，2011 年 1-9 月份公司出境业务增幅 4%，与上年同期相比其增速明显放缓，但国内旅游业务则继续维持两位数增长，同比增幅达到 15%；入境业务由于受到欧洲主权债务危机、日本地震核辐射及人民币升值等诸多不利因素影响，其收入同比下降 7%。
- 度假旅游业务方面，公司充分利用三位一体的渠道优势和传统旅行社业务资源优势，其自由行业务继续保持快速发展。作为一项创新业务，“百变自由行”业务范围不断扩大，其品牌的市场认可度也在持续提升，前三季度公司自由行业务收入同比增长 46%。
- 会展旅游业务方面，公司在保持传统会展业务市场领先地位的基础上，通过对业务模式的创新以及对上下游产业链的布局，市场规模不断扩大，尤其是广告、公关等创新业务保持着快速增长态势，公司旗下联科公关顾问有限公司目前已居国内公关公司 20 强之列。2011 年前三季度，公司会展业务收入同比增长达到 67%。我们认为，会展业务将是公司未来旅游业务中的一大亮点，尤其是随着广告、公关等高毛利率业务占比的提升，其盈利空间有望被进一步打开，预计 2011 年/12 年/13 年 EPS 分别为 0.072 元/0.097 元/0.125 元。
- 商旅管理业务方面，公司进一步巩固原有客户群体、积极拓展新客户、延伸服务内容，前三季度营业收入同比增长 30%。

表 5 旅游服务收入预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(万元)	244,304	215,288	231,860	304,675	365,611	420,452	483,520	556,048	639,455	735,373
Chg.(%)		-11.88%	7.70%	31.40%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源:公司公告、德邦研究

表 6 会展业务盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入(万元)	25,100	47,800	52,884	90,566	135,850	169,812	203,774	242,492	286,140	334,784
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	122,536	151,133	179,311	212,180	248,942	289,588
净利润(万元)	1,944	3,149	2,044	3,211	7,668	4,925	6,317	7,760	9,443	11,383
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	3,008	4,038	5,180	6,363	7,743	9,334
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	0.072	0.097	0.125	0.153	0.186	0.225

资料来源:公司公告、德邦研究

➤ 山水酒店：差异化的市场定位与经营模式，2012 年开始有望提速

中青旅山水酒店定位于经济型酒店与星级酒店之间，被称之为“高标经济型酒店”。其经营模式主要为“酒店经营+物业租赁”，即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、提高单店销售收入的经营优势。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。

截至目前，中青旅山水酒店共计门店数量已达 19 家，其中第三季度新开了 1 家（广州番禺店），门店主要分布于北京及广州、深圳等珠三角地区。在经历之前两年发展低迷期之后，山水酒店在 10 年开始扩张明显提速，当年净增连锁门店 3 家，11 年前三季度山水连锁酒店累计数已达 19 家，我们预计至年底有望突破 20 家，总数在 21 家左右。

我们认为山水酒店将是公司未来布局国内酒店市场的主要业态，12 年开始有望大幅提速。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 年/12 年/13 年公司获得权益净利将分别为 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。

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
毛利率(%)		31.13	94.72%	4.88%	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	1,212	1,224	1,218
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(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	854	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,公司目前还有诸多策略性投资业务,包括IT、彩票、地产及房屋租赁等。

- IT产品:公司IT业务具体运作平台是中青旅创格科技,定位于高科技产品的研发、服务、销售等。2010年公司IT产品营业收入突破10亿元,净利润达2062万元。2011年前三季度中青旅创格科技的H3C代理业务和系统集成业务继续稳步增长,前三季度营业收入同比增长27.4%。
- 福利彩票:公司全资控股的风采科技其主营业务是为云南、贵州和四川等三省的电脑福利彩票的发行提供技术支持,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至2011年6月9日,贵州、四川两省分别至2017年12月31日。2011年6月,公司已与云南福利彩票中心成功续约,但服务费率较原来略有下降。我们判断,至2017年贵州和四川两省也可能遭遇类似情况,但从中短期来看,对公司业绩不会产生太大影响。
- 地产开发:2011年第三季度公司慈溪项目一期中部分已实现交付(约8个亿收入),我们预计,第四季度一期仍有部分将实现交付,以此估算全年公司地产项目贡献权益净利共计8500万元左右。
- 房屋租赁:公司房屋租赁收入主要来自中青旅大厦。目前中青旅大厦物业出租盈利能力保持稳定,前三季度大厦可租面积出租率继续保持100%,预计全年实现收入5500万元左右。

■ 盈利预测及评级

我们预计：公司 2011-2013 年摊薄 EPS 分别为 0.727 元、0.882 元和 0.793 元，若剔除地产部分收益，则三年 EPS 分别为 0.520 元、0.651 元和 0.793 元。参考分类估值结果给予公司目标价 17.94 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 15.35 元/股的价格，给予“增持”评级。

表 8 公司业务板块盈利预测汇总

		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	365,611	420,412	483,520	556,048	639,455
	整合营销	25,100	47,800	52,884	90,566	135,850	169,812	203,774	242,492	286,140
	景区业务	15,800	24,100	30,400	48,800	52,107	62,554	82,986	106,339	127,960
	乌镇景区	15,800	24,100	30,400	48,800	52,107	62,554	74,843	88,133	103,381
	古北水镇	0	0	0	0	0	0	8,143	18,200	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	2,112	2,191	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200
	策略投资	158,286	155,311	284,295	141,595	290,490	334,171	215,963	252,198	292,527
	IT 产品	41,856	69,900	84,000	109,000	130,800	156,960	186,782	220,403	257,872
	福利彩票	11,300	11,500	13,781	17,160	19,323	20,998	23,098	25,408	27,949
	地产业务	101,370	69,177	181,560	10,181	134,850	150,420	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	870,579	1,019,884	1,025,614	1,203,357	1,399,469
权益净利(万元)	旅行社等	3,255	(3,323)	1,447	1,019	1,280	1,472	1,692	1,946	2,238
	整合营销	1,594	2,582	1,676	2,633	3,008	4,038	5,180	6,363	7,743
	景区业务	2,163	3,704	4,623	9,399	8,093	11,268	14,489	19,423	23,575
	乌镇景区	2,163	3,704	4,623	9,435	10,464	12,562	15,029	17,698	20,760
	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	17,313	13,120	16,900	18,642	10,097	11,255	12,532
	IT 产品	861	1,068	935	2,062	2,093	2,354	2,802	3,306	3,868
	福利彩票	4,731	2,800	3,577	5,209	4,831	5,250	5,775	6,352	6,987
	地产业务	2,543	4,517	11,583	4,535	8,597	9,589	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	30,193	36,646	32,957	40,786	48,199
摊薄 EPS(元)	旅行社等	0.078	(0.080)	0.035	0.025	0.031	0.035	0.041	0.047	0.054
	整合营销	0.038	0.062	0.040	0.063	0.072	0.097	0.125	0.153	0.186
	景区业务	0.052	0.089	0.111	0.226	0.195	0.271	0.349	0.468	0.568
	乌镇景区	0.052	0.089	0.111	0.227	0.252	0.302	0.362	0.426	0.500
	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	0.407	0.449	0.243	0.271	0.302
	IT 产品	0.021	0.026	0.023	0.050	0.050	0.057	0.067	0.080	0.093
	福利彩票	0.012	0.012	0.015	0.021	0.019	0.021	0.023	0.025	0.027
	地产业务	0.008	0.016	0.041	0.011	0.021	0.024	0.000	0.000	0.000
	物业出租	0.001	0.003	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002

	福利彩票	0.114	0.067	0.086	0.125	0.116	0.126	0.139	0.153	0.168
	地产业务	0.061	0.109	0.219	0.109	0.207	0.231	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	0.727	0.882	0.793	0.982	1.160
	EPS(除地产)	0.331	0.204	0.329	0.530	0.520	0.651	0.793	0.982	1.160

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	0.031	0.035	0.041	20	0.71
整合营销	0.072	0.097	0.125	25	2.43
景区业务	0.195	0.271	0.349	35	9.50
乌镇景区	0.252	0.302	0.362	35	10.59
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	0.407	0.449	0.243	10	4.42
IT 产品	0.050	0.057	0.067	20	1.13
福利彩票	0.116	0.126	0.139	20	2.53
地产业务	0.207	0.231	0.000	1	0.23
物业出租	0.033	0.035	0.037	15	0.52
业务合计	0.727	0.882	0.791	20	17.94

资料来源:德邦研究

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	8,707	10,200	10,258	12,035	13,996
营业成本	3,559	4,712	4,787	6,844	7,997	8,129	9,501	11,029
税金及附加	103	202	62	100	117	118	138	161
营业费用	367	418	514	740	867	872	1,023	1,190
管理费用	213	246	247	392	459	462	542	630
财务费用	14	14	7	27	17	27	15	15
投资净收益	0	54	63	0	0	0	0	0
营业利润	297	628	512	604	743	650	815	972
营业外净收支	12	9	33	45	45	45	45	45
利润总额	309	637	545	649	788	695	860	1,017
所得税额	78	176	125	162	197	174	215	254
少数股东损益	101	208	155	185	225	192	237	281
归属于母公司净利润	130	253	265	302	366	330	408	482
EBITDA	435	780	635	781	929	861	1,023	1,183
摊薄后 EPS	0.313	0.608	0.639	0.727	0.882	0.793	0.982	1.160
资产负债表								
流动资产								
现金	337	585	899	991	1,025	1,855	2,227	3,363
应收帐款	347	406	677	906	948	917	1,271	1,274
预付款项	307	236	542	753	880	894	1,045	1,213
存货	859	1,395	1,731	2,471	2,887	2,935	3,430	3,981
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	6,387	7,223	8,093	9,723	11,866
非流动资产	2,627	2,578	2,858	3,231	3,412	3,320	3,128	2,931
流动负债								
短期借款	252	8	10	160	100	100	50	50
应付帐款	413	661	733	1,372	1,088	1,413	1,510	1,883
非流动负债								
长期借款	331	470	476	216	366	366	366	366
负债合计								
流动负债	1,695	2,065	3,856	5,733	6,106	6,479	7,378	8,692
非流动负债	369	508	512	251	401	401	401	401
所有者权益								
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	1,253	1,523	1,736	2,038	2,389
少数股东权益	605	928	902	1,087	1,312	1,504	1,741	2,022
归属母公司股东权益	1,958	2,146	2,328	2,547	2,817	3,029	3,331	3,683
负债和股东权益合计								
负债合计	4,628	5,647	7,598	9,617	10,635	11,412	12,851	14,797
股东权益合计	4,628	5,647	7,598	9,617	10,635	11,412	12,851	14,797
现金流量表								
经营活动现金流								
经营活动现金流	231	587	1,482	987	436	1,093	570	1,309
投资活动现金流								
投资活动现金流	(253)	(167)	(844)	(545)	(378)	(119)	(28)	(28)
筹资活动现金流								
筹资活动现金流	(40)	(171)	(322)	(350)	(23)	(144)	(170)	(145)
现金净增加额								
现金净增加额	(61)	248	314	91	35	830	372	1,135

资料来源: 德邦研究

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%	43.1%	17.1%	0.6%	17.3%	16.3%
营业利润增长率	-2.1%	111.3%	-18.5%	18.1%	23.0%	-12.5%	25.4%	19.2%
净利润增长率	-20.1%	94.2%	5.1%	13.7%	21.4%	-10.1%	23.8%	18.2%
销售毛利率	22.4%	23.9%	21.3%	21.4%	21.6%	20.8%	21.1%	21.2%
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%	3.5%	3.6%	3.2%	3.4%	3.4%
ROE(%)	6.6%	11.8%	11.4%	11.9%	13.0%	10.9%	12.2%	13.1%
ROIC(%)	6.8%	12.4%	10.7%	11.8%	12.4%	10.2%	11.3%	12.1%
资产负债率	44.6%	45.6%	57.5%	62.2%	61.2%	60.3%	60.5%	61.4%
流动比率	1.18	1.49	1.23	1.11	1.18	1.25	1.32	1.37
速动比率	1.18	1.07	0.87	0.68	0.71	0.80	0.85	0.91
EPS	0.31	0.61	0.64	0.73	0.88	0.79	0.98	1.16
每股净资产	4.71	5.17	5.60	6.13	6.78	7.29	8.02	8.87
每股经营现金流	0.56	1.41	3.57	2.38	1.05	2.63	1.37	3.15
P/E	45.41	23.38	22.25	19.56	16.12	17.92	14.48	12.25
P/B	3.02	2.75	2.54	2.32	2.10	1.95	1.77	1.60
P/S	1.29	0.95	0.97	0.68	0.58	0.58	0.49	0.42

资料来源:德邦研究

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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。