

中青旅 600138.SH

发展文化旅游为公司带来契机

研究结论:

- **后世博影响，乌镇营业收入增速放缓，但人均消费显著提高。**公司三季报显示，前三季度乌镇景区营业收入同比增长 6.6%，接待人次则较上年同期下降 12%，人均消费增长 20% 以上。10 月份以来，随着后世博效应的逐渐淡化，景区接待人次的下降幅度有限，预计在 5-10% 之间，而营业收入受益于散客比重的增加和人均消费的提高，同比仍有小幅增加，预计 2011 年景区利润有望在去年翻番的基础上实现 20-30% 的增长。
- **未来乌镇景区盈利能力仍有较大提升空间。**首先，乌镇当前 20 多万平方米建筑面积中的近 30% 存量尚在开发，西栅景区周边还有 700 亩土地留待后期建设，远未达到饱和状态。其次，由于近年游客人次的大幅增长，景区配套住宿出现供不应求的情况，今年 1-10 月新增客房 200 间，预计到明年 3、4 月还将增加客房 100 间，到时客房数达到千间规模，住宿紧张问题也会得到有效缓解。最后，就乌镇各类业务而言，会务旅游的人均消费是普通旅游的近 10 倍，目前公司收入主要来自景区门票，未来计划通过内部优化，增加会议设施等，将住宿餐饮和商品销售的比重提高，逐步达到理想的状态，即三项业务收入各自占到三分之一。我们预计 2012 年开始乌镇将恢复高速增长，年增速有继续保持在 30% 以上。
- **古北水镇项目近期拿地成功，前景看好。**公司全资子公司北京古北水镇旅游有限公司今年 8 月和 11 月分别拿到项目一期和二期旅游设施用地共计 1077 亩，成交款 4.53 亿元，拿地价格十分优惠。我们认为，古北水镇项目符合类乌镇景区需要具备的核心要素，根据乌镇游客 60% 来自上海出发的经验，古北水镇毗邻北京和承德两个旅游集散地（项目距北京 120 公里、承德 80 公里），预计未来市场空间是乌镇的 2-3 倍。从最新调研情况看，该项目 2012 年 10 月试营业、2013 年 5 月正式营业的目标有望实现，预计项目建成并进入成熟运营期后可实现年接待游客 400 万人次，旅游综合收入将达 10 亿元。
- **文化休闲旅游面临重大发展机遇。**随着物质生活水平的不断提高，国民对精神文化的需求日益强烈，中国的旅游业也慢慢向文化与旅游相结合的方向转型，一个巨大的市场正在形成。刚刚召开的十七届六中全会也明确提出：要积极发展文化旅游，发挥旅游对文化消费的促进作用。因此，我们看好中青旅“景区+古镇文化”的发展模式，若能将乌镇的成功复制到古北水镇，公司业绩将大幅提升。
- **维持公司“买入”评级。**维持预测公司 11-13 年 EPS 分别为 0.73 元、0.94 元和 1.13 元，目标价 26.60 元。
- **风险因素：**古北水镇项目进展低于预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨春燕

8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

联系人

吴繁

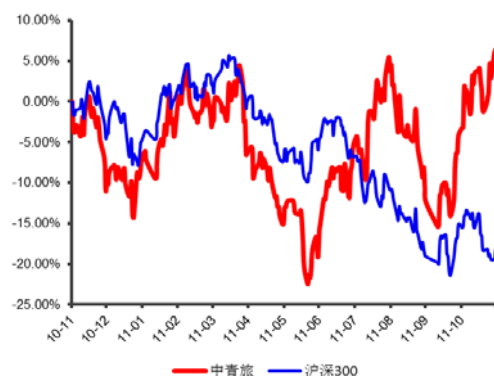
8621-63325888 × 5010

wufan@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 11 月 29 日)	16.48 元
目标价格	26.60 元
总股本/A 股 (亿股)	4.15
A 股市值 (亿元)	68.45
国家/地区	中国
行业	旅游
报告发布日期	2011 年 11 月 30 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6084	8599	10986	11425
同比(%)	-2%	41%	28%	4%
归属母公司净利润	265	303	392	471
同比(%)	5%	14%	29%	20%
毛利率(%)	21.3%	22.4%	22.4%	24.0%
ROE(%)	11.4%	11.8%	13.5%	14.3%
每股收益(元)	0.64	0.73	0.94	1.13
P/E (倍)	25.78	22.61	17.48	14.55
P/B (倍)	2.94	2.67	2.36	2.08

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4740	5463	7695	8074	营业收入	6084	8599	10986	11425
现金	899	1685	2518	2973	营业成本	4787	6671	8523	8683
应收账款	677	788	1114	1103	营业税金及附加	62	258	319	343
其它应收款	857	910	1356	1310	营业费用	514	645	802	857
预付账款	542	545	831	778	管理费用	247	344	439	457
存货	1731	1534	1875	1910	财务费用	7	15	8	11
其他	33	0	0	0	资产减值损失	18	20	21	20
非流动资产	2858	2985	3045	3081	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	57	52	43	50	投资净收益	63	40	20	20
固定资产	1529	1753	1909	1986	营业利润	512	687	894	1075
无形资产	502	484	466	448	营业外收入	37	25	25	25
其他	770	695	627	597	营业外支出	3	8	8	6
资产总计	7598	8449	10739	11155	利润总额	545	704	911	1094
流动负债	3856	4230	5888	5561	所得税	125	176	228	274
短期借款	10	200	200	200	净利润	420	528	683	821
应付账款	733	979	1278	1288	少数股东损益	155	225	291	350
其他	3113	3051	4410	4073	归属母公司净利润	265	303	392	471
非流动负债	512	524	534	535	EBITDA	635	805	1019	1214
长期借款	476	486	496	496	EPS (元)	0.64	0.73	0.94	1.13
其他	37	38	38	39	主要财务比率				
负债合计	4368	4754	6422	6096	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	902	1127	1419	1769	成长能力				
股本	415	415	415	415	营业收入	-1.7%	41.3%	27.8%	4.0%
资本公积	898	898	898	898	营业利润	-18.5%	34.2%	30.1%	20.3%
留存收益	1035	1254	1585	1977	归属于母公司净利润	4.5%	14.0%	29.4%	20.1%
归属母公司股东权益	2328	2568	2899	3291	获利能力				
负债和股东权益	7598	8449	10739	11155	毛利率	21.3%	22.4%	22.4%	24.0%
现金流量表					净利率	4.4%	3.5%	3.6%	4.1%
单位:百万元					ROE	11.4%	11.8%	13.5%	14.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	1482	687	1155	746	资产负债率	57.5%	56.3%	59.8%	54.6%
净利润	420	528	683	821	净负债比率				
折旧摊销	116	103	118	129	流动比率	1.23	1.29	1.31	1.45
财务费用	7	15	8	11	速动比率	0.78	0.93	0.99	1.11
投资损失	-63	-40	-20	-20	营运能力				
营运资金变动	978	87	361	-195	总资产周转率	0.92	1.07	1.15	1.04
其它	24	-6	5	1	应收账款周转率	11	12	12	10
投资活动现金流	-844	-166	-162	-146	应付账款周转率	6.87	7.79	7.55	6.77
资本支出	445	200	200	160	每股指标 (元)				
长期投资	-30	11	-20	4	每股收益(最新摊薄)	0.64	0.73	0.94	1.13
其他	-429	45	18	19	每股经营现金流(最新摊薄)	3.57	1.65	2.78	1.80
筹资活动现金流	-322	265	-159	-146	每股净资产(最新摊薄)	5.60	6.18	6.98	7.92
短期借款	2	190	0	0	估值比率				
长期借款	6	10	10	0	P/E	25.78	22.61	17.48	14.55
普通股增加	0	0	0	0	P/B	2.94	2.67	2.36	2.08
资本公积增加	0	0	0	0	EV/EBITDA	11	9	7	6
其他	-330	65	-169	-146					
现金净增加额	314	786	833	454					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn