

2012 年 2 月 1 日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005

0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn

联系人：吴琼

0755-83704748 wuq@ghzq.com.cn

## 连锁“乌镇”，休闲景区异地复制提升利润空间

### ——中青旅（600138）深度报告

#### 投资要点：

- **业务结构多元，旅游主业发展迅速** 公司业务结构可以概括为“旅游业务+策略性投资”。旅游业务为公司的主业，以旅行社（旅游产品）经营为主体，景区、酒店为两翼（即“一体两翼”）；策略性投资拓宽了公司的盈利渠道，主要包括 IT、福利彩票、房地产以及物业租赁等业务。公司旅游主业发展迅速，2008-2010 年旅游业务营收增速分别为 2.95%、9.19%、39.32%，营收占比分别为 66.91%、54.12%、76.73%。
- **景区、酒店业务是利润的核心，公司未来发展的支柱业务** 景区、酒店业务毛利率高达约 80%，分别为公司第一、第四大利润源。西栅为乌镇当前的开发重点，2011 年乌镇景区酒店客房总量已超千间，提升了景区接待能力，延长了人均停留时间，拉高了人均消费。后世博期间游客绝对数预期下降，但散客比重有所增加，景区游客人均消费的提升将带动景区收入的增加。目前，山水酒店直营店已达 21 家，其发展策略为“稳健扩张”，维持每年新增 5-6 家扩张速度，以寻求好的物业为先决条件，是公司稳定盈利的重要利润源。
- **未来核心竞争力——连锁“乌镇”，休闲景区异地复制提升利润空间** 古北水镇项目将大大增强公司的景区属性，其开发经营将复制乌镇模式，届时高毛利率景区业务的增加将为公司贡献丰厚利润。项目现正处于工程建设阶段，2012 年 10 月试运营拟采取邀请测试，2013 年 5 月正式运营。项目建成后，北京周边具有此种旅游概念的景区稀缺，有望成为北京居民短期、短途旅游的重要目的地。景区建成并进入成熟运营期后的经营目标是实现年接待游客 400 万人次，旅游综合收入 10 亿元。
- **“类乌镇模式”行业前景广阔** “类乌镇”模式将历史文化与休闲旅游融为一体并依托经济发达客源地，未来发展空间广阔：1）我国历史名镇、名村资源丰富；2）旅游消费升级，观光游向休闲游过渡趋势确定。
- **投资建议** 景区业务比重增加为丰厚利润的获得开辟了空间，公司利润未来增长性确定。目前旅游业相对于全部 A 股（剔除金融股）11-13 年的动态 PE 估值倍数位于 1.1-1.3 之间，低于 1.6-1.8 的历史均值，安全边际较高；公司近五年动态 PE 均值为 40，当前约 20 倍的 PE 已处于历史低位；我们预计公司 11-13 年的 PE 分别为 19.52 倍、16.11 倍、11.87 倍，结合 DDM、FCFF 估值结果分析，我们认为当前公司股价存在一定程度的低估，给予“买入”评级。

| 预测指标      | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E  |
|-----------|-------|-------|-------|--------|
| 主营收入（百万元） | 6084  | 7708  | 9426  | 11544  |
| 增长率(%)    | -2%   | 27%   | 22%   | 22%    |
| 净利润（百万元）  | 265   | 308   | 374   | 507    |
| 增长率(%)    | 5%    | 16%   | 21%   | 36%    |
| 摊薄每股收益（元） | 0.64  | 0.74  | 0.90  | 1.22   |
| ROE(%)    | 8.22% | 8.49% | 9.06% | 10.59% |

## 目 录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1、公司概况.....                           | 3  |
| 1.1、品牌悠久的综合商旅服务商 .....                | 3  |
| 1.2、控股股东实力雄厚，先天优势独具 .....             | 4  |
| 2、公司主营业务分析.....                       | 4  |
| 2.1、业务结构分析 .....                      | 4  |
| 2.2、旅行社业务：基础核心业务，营销渠道建设与产品创新是亮点 ..... | 5  |
| 2.3、景区、酒店业务：利润的核心，公司未来发展的支柱业务 .....   | 9  |
| 2.4、企业整合营销业务：会展业务的延伸，发展迅速，前景可期.....   | 10 |
| 2.5、策略性投资业务：创新科技快速发展，房地产业务短期低迷.....   | 11 |
| 3、未来核心竞争力：连锁“乌镇”，休闲景区异地复制提升利润空间.....  | 13 |
| 3.1、乌镇：历史文化与休闲度假融合的成功典范 .....         | 13 |
| 3.2、古北水镇：“类乌镇模式”增厚公司未来利润 .....        | 16 |
| 4、“类乌镇模式”行业前景广阔 .....                 | 18 |
| 4.1、我国历史名镇资源丰富，后续开发潜力大.....           | 18 |
| 4.2、旅游消费升级，观光游向休闲度假游过渡趋势确定 .....      | 19 |
| 5、盈利预测.....                           | 20 |
| 6、相对估值与绝对估值 .....                     | 20 |
| 6.1、相对估值 .....                        | 20 |
| 6.2、绝对估值 .....                        | 21 |
| 7、风险提示 .....                          | 23 |

## 1、公司概况

### 1.1、品牌悠久的综合商旅服务商

公司具有悠久的历史积淀。中青旅控股股份有限公司（以下简称“公司”或“中青旅”）是以中国青年旅行社总社作为主发起人，通过募集方式于 1997 年设立的股份有限公司，也是我国旅行社行业首家 A 股上市公司。

公司业务范围广阔，经营稳健。公司从事旅游、高科技、福利彩票、房地产的投资；经营入境旅游、国内旅游、中国公民自费出境旅游业务，承办国内会议及商品展览，以及高科技产品开发和技术服务、旅游资源配套开发、互联网信息服务等业务。2010 年，公司营业收入为 60.84 亿元，净利润为 2.65 亿元；2011 年前三季度累计实现营业收入 59 亿元，较 2010 年同期增长 41%，实现净利润 2.2 亿元，较 2010 年同期增长 25.36%。

公司口碑佳，多元化战略竞争优势明显。中青旅拥有 12 家旅行社类子公司，其中四家获“全国百强国际旅行社”称号。拥有 5 家旅游相关产业子公司，围绕旅游主业，配置景区、酒店和旅游车辆等高效资产，将上市公司的综合优势转化为产业竞争优势。拥有 6 家高科技和房地产类子公司，通过资本运营，提升旅游业务科技含量，形成了利润增长的稳定支撑。

图 1、公司各子公司成员

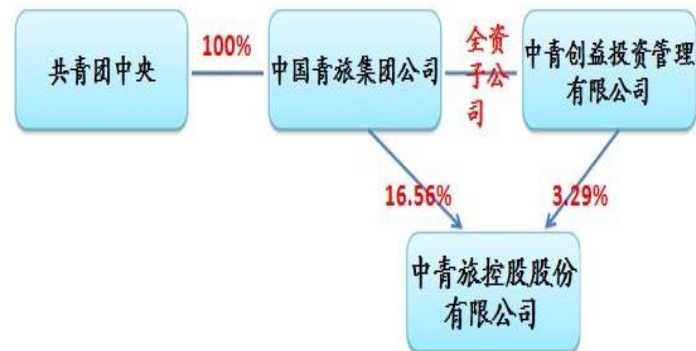


资料来源：公司官网、国海证券研究所

## 1.2、控股股东实力雄厚，先天优势独具

公司的控股股东为中国青旅集团公司，持股比例 16.56%，集团隶属于共青团中央，股东实力雄厚。

图 2、公司股权结构



资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 2、公司主营业务分析

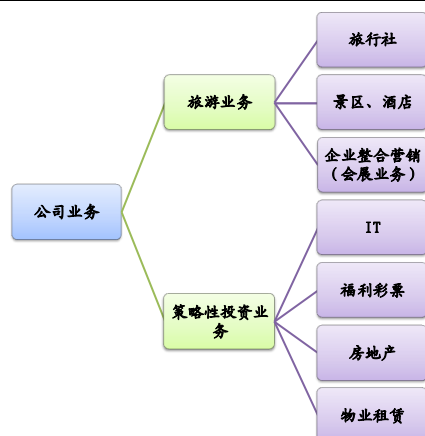
### 2.1、业务结构分析

公司业务结构可以概括为“旅游业务+策略性投资”。旅游业务为公司的主业，以旅行社（旅游产品）经营为主体，景区、酒店为两翼（即“一体两翼”）；策略性投资业务拓宽了公司的盈利渠道，主要包括 IT、福利彩票、房地产以及物业租赁等业务。

公司旅游主业发展稳中有升，是公司营业收入的主要来源。2010 年旅游业务营收占比激增至 80%，主要系房地产相关业务业绩相比 09 年大幅下滑造成策略性投资收入锐减所致。

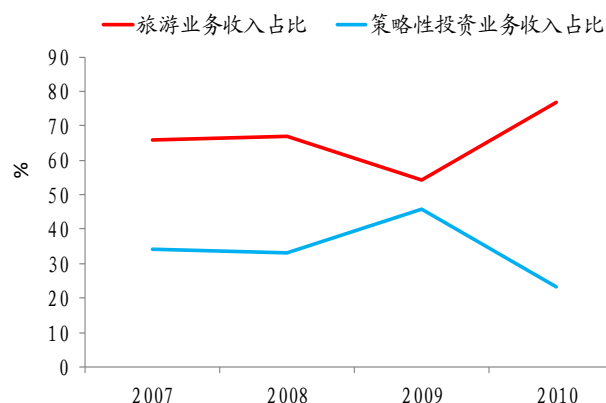
旅游主业中，旅行社业务仍为公司第一大业务，旅游产品服务收入约占公司营业收入的 50%；景区综合经营业务为公司当前第一大利润来源，利润占比约为 34%。

图 3、公司业务结构



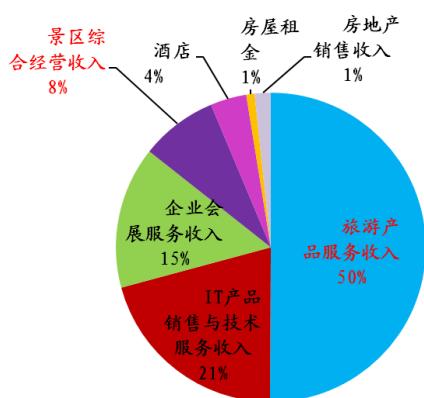
资料来源：国海证券研究所

图 4、旅游业务为公司营业收入的主要来源



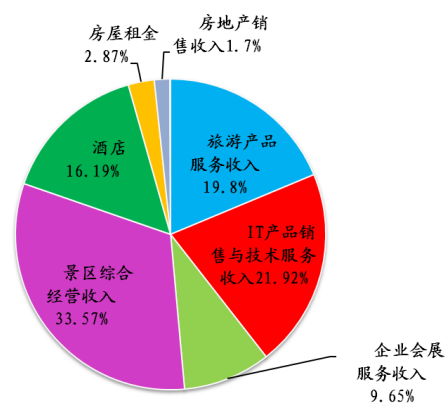
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5、公司营业收入构成（2010）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 6、公司营业利润构成（2011H）



资料来源：Wind、国海证券研究所

## 2.2、旅行社业务：基础核心业务，营销渠道建设与产品创新是亮点

旅行社业务是公司传统第一大业务，当前仍占据公司营业收入 50%的比重。旅行社业务作为公司品牌的有利支撑，其长期积累的口碑和客户资源对公司的多元化发展产生了极大地促进作用，旅行社业务作为公司旅游主业之一的地位不可动摇。然而，由于旅行社行业壁垒较低、集中度不高以及竞争的白热化，相应业务的毛利率极低，旅行社业务对公司利润的贡献比重目前尚不足 20%，近几年，随着公司景区、酒店等业务收入规模的快速增长，传统的旅行社业务收入占比下降趋势明显。

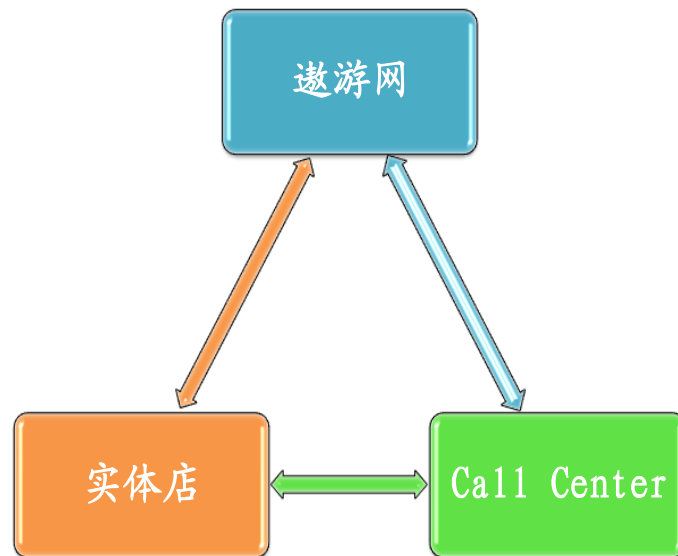
在此种行业竞争格局和发展环境下，旅行社业务未来发展的弹性与空间就在于其自身营销渠道的多元化以及旅行产品的不断创新，诸如遨游网线上营销渠道的深

挖，自由行产品、出境游产品等热门旅游度假产品的不断开发。

### （1）营销渠道：“线上”+“线下”，打造全方位立体销售网络

公司主要有三大营销渠道：实体门店、Call Center、遨游网。其中，实体门店以及 Call Center 承揽了公司近 90% 的业务收入，此外，于 2010 年底整合改版推出的遨游网亦发展迅速，迎合了年轻人的消费理念以及在线旅游的趋势，能够较好地突破客户的区域性限制，逐渐成为公司着力打造的重要营销渠道。

图 7、旅行社产品营销渠道



资料来源：国海证券研究所

#### 1) “线上”网络营销：遨游网排名上升迅速，品牌竞争优势显著

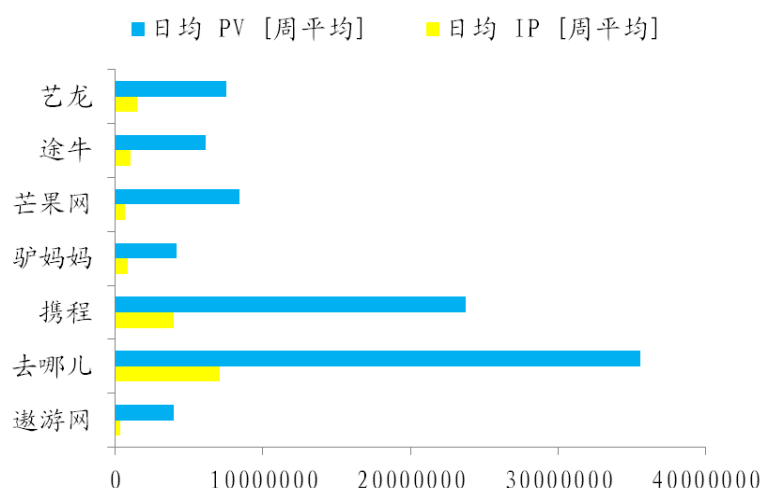
遨游网是公司开展旅游产品“线上”网络营销的主要平台，迎合了在线旅游的发展趋势。目前，遨游网已将售卖产品出发地由初始的北京、上海 2 个出发地增加至北京、上海、天津、南京、杭州、广州、太原、西安、南宁、武汉、新疆 11 个出发地。遨游网正逐步向建立一个包含全国重要出发地产品的网站过渡，以与公司分子公司及异地渠道拓展工作相呼应，打造一站式旅游服务体系。遨游网提供的旅游产品包括：出境自由行、国内自由行、出境参团、国内参团、海岛度假等，出境及国内度假目的地几乎囊括了所有国内外热门旅游线路。此外，遨游网最新退出了度假酒店频道，覆盖范围涉及全世界 92 个国家的 120000 余家酒店。遨游网当前致力于进一步做细旅游产品的展示，以提高消费者的决策率及决策速度。

与去哪儿、携程相比，遨游网的竞争优势在于其实体旅行社经验及品牌的积累。遨游网销售的主要是公司自己的差异化的旅游产品，当中以团队产品更具优势；去哪儿的定位主要是一个综合性的搜索引擎，并不销售自己的产品；携程则是在酒店及机票预订业务方面优势显著，度假休闲类产品为辅。综合相比，三者各有短长，但就业务特点而言，酒店及机票预订业务其折扣率直观地反映了渠道的强弱程度，竞争相对激烈，消费者对价格反映较为敏感；然而，旅游度假产品的差

异化则较大，不同旅行社提供的产品往往其品质有显著差异，遨游网重在差异化旅游度假产品的网络直销，且公司以团队起家，依托多年的旅行社品牌的积淀，其产品已经产生了一定程度的品牌溢价，竞争优势显著。

全新改版上线的遨游网浏览量增速较快，网站全球排名亦上升迅速。在国内在线旅游网站排名中，尽管遨游网与去哪儿、携程、艺龙等网站的差距仍较大，但根据 ALEXA 网站排名的数值显示，遨游网的 IP/PV 值呈以及全球排名情况的上升均高于业内水平，其日均 IP/PV 值已达到 360000/3960000。

图 8、在线旅游网站日均 IP/PV 值



资料来源：ALEXA、国海证券研究所

表 1、国内各大旅游网站排名及变化情况 (括号为负，意味着排名下降)

|          | 遨游网   | 去哪儿 | 携程    | 驴妈妈    | 芒果网   | 途牛     | 艺龙    |
|----------|-------|-----|-------|--------|-------|--------|-------|
| 全球排名     | 9537  | 444 | 776   | 4561   | 4870  | 3458   | 2407  |
| 一周排名变化趋势 | (128) | 10  | 28    | 947    | 260   | (77)   | 165   |
| 一月排名变化趋势 | 4636  | 228 | 91    | (1296) | 538   | 1078   | 196   |
| 三月排名变化趋势 | 1423  | 19  | (120) | (1216) | (618) | (1164) | (184) |

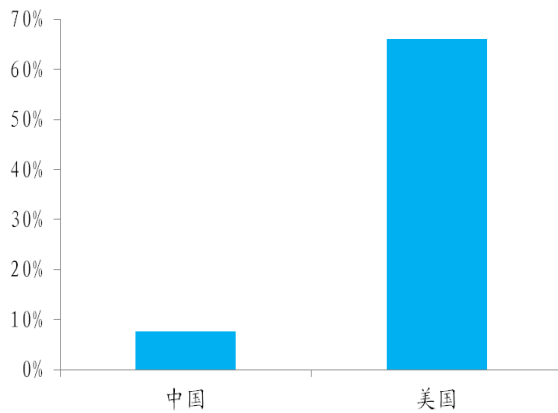
资料来源：ALEXA、国海证券研究所

借鉴国外经验，我国的在线旅行预订发展还有很大的增长空间。我国作为全球网民数量最多的国家，从在线预订的用户比例来看却远远低于互联网发达国家。2010 年，美国网民使用旅行预订比例为 66%，而我国在 2011 年年中时，旅行预订用户占网民的比例仅为 7.6%。

未来几年内，我国在线旅游市场将继续维持高速发展态势。根据艾瑞报告指出，2010 年我国在线旅游市场交易规模达到 1037.4 亿元，同比增长 58.0%，呈高速增长的态势。据艾瑞预测，未来四年中国在线旅游市场交易规模仍将保持高增

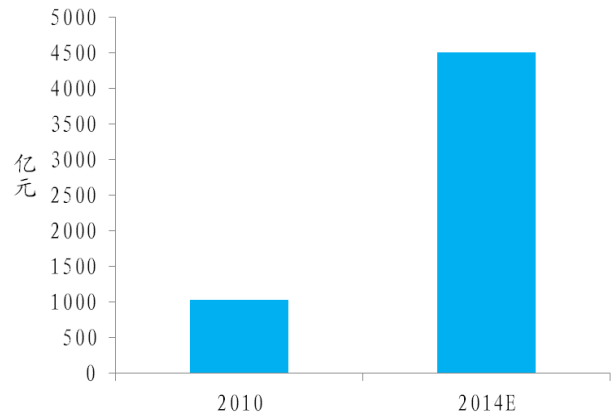
长，增速维持在 45%左右，预计到 2014 年，按照正常预估，中国在线旅游市场交易规模将达到 4516.3 亿元。

图 9、中、美在线旅行预订用户比例对比



资料来源：iResearch、国海证券研究所

图 10、中国在线旅游市场交易规模将迅速扩大



资料来源：iResearch、国海证券研究所

## 2) “线下”实体店+旅游体验店，连锁模式扩大营销网络

中青旅于 2000 年率先在北京开设了全国第一批直营连锁实体店。当前，从客源地的集中度出发，中青旅直营连锁店主要分布在全国 12 个城市：北京、廊坊、上海、唐山、秦皇岛、太原、南京、乌鲁木齐、南宁、广州、天津、石家庄，仅北京城区开设的连锁门店就多达 37 家，全国范围近 60 家。2012 年新增设的实体店将继续以北京后台为中心，主要集中在华北地区，如石家庄、唐山、秦皇岛等二线城市。

在连锁实体店推进过程中，亦产生了创新直营店、体验店等一系列较新的营销模式，尤其是旅游体验店，其结合了一系列高科技手段，利用电子设施进行旅游场景的展示，装修投入较大，此类全新的体验式门店有望在新设的实体店中进一步推广。

## (2) 产品创新：创新围绕需求，国内游、出境游产品丰富

公司一贯注重旅游产品的创新。鉴于旅游产品的可复制性较强、产权保护力度弱，公司的产品创新以旅游消费者的需求为出发点，以求赢得市场先机。2011 年公司推出的海岛度假休闲旅游产品取得了不俗的成绩，在北京地区的市场份额较高。2012 年，公司的旅游产品将继续从需求出发，预计仍将着力布局东南亚出境游产品，海岛游、城市游度假产品将进一步丰富。

公司的国内游、出境游产品种类日益多样，内容愈加丰富。出境度假产品的主要目的地有港澳、新加坡、马尔代夫、泰国、塞班、马来西亚、越南、普吉岛、芭提雅、美国、柬埔寨、澳大利亚、欧洲、日本、韩国、巴厘岛。国内度假产品的主要目的地有三亚、丽江、昆明、桂林、阳朔、北京、云南、华东、张家界、凤凰、厦门、杭州、哈尔滨、庐山。其中，大多数目的地的旅游产品均提供自由行和团队旅行两种类型供游客选择。

此外，公司还新推出了高端的邮轮旅游产品，出发城市为天津、上海、香港、北京四地。公司游轮产品均选取世界顶级的邮轮公司，如意大利歌诗达邮轮公司、意大利邮轮公司、公主邮轮公司、皇家加勒比邮轮公司、挪威邮轮公司、保罗高更邮轮公司等。目前公司共推出了六大航线产品：日本、韩国、港澳、新马泰、欧洲、美洲，且在出行天数、旅游花费上提供多种选择搭配。

图 11、国内、出境度假产品目的地多样

| 出境度假 |     |      |     |
|------|-----|------|-----|
| 港澳   | 新加坡 | 马尔代夫 |     |
| 泰国   | 塞班  | 马来西亚 |     |
| 越南   | 普吉岛 | 芭堤雅  |     |
| 美国   | 柬埔寨 | 澳大利亚 |     |
| 欧洲   | 日本  | 韩国   | 巴厘岛 |
| 国内度假 |     |      |     |
| 三亚   | 丽江  | 昆明   | 桂林  |
| 阳朔   | 北京  | 云南   | 华东  |
| 张家界  | 凤凰  | 厦门   | 黄山  |
| 杭州   | 哈尔滨 | 庐山   |     |

资料来源：遨游网、国海证券研究所

图 12、出境游新推邮轮旅游产品，选择多样

| 邮轮旅游线路 |    |        |            |             |                     |
|--------|----|--------|------------|-------------|---------------------|
| 邮轮航线：  | 全部 | 日本     | 韩国         | 港澳          | 新马泰 欧洲 美洲           |
| 出发城市：  | 全部 | 天津     | 上海         | 香港          | 北京                  |
| 航程天数：  | 全部 | 1天     | 3天         | 4天          | 5天 5天以上             |
| 邮轮公司：  | 全部 | 保罗高更   | 歌诗达        | 皇家加勒比       | 美国公主 丽星 挪威          |
| 航线价格：  | 全部 | 7000以下 | 7000-10000 | 10000-15000 | 15000-20000 20000以上 |

资料来源：遨游网、国海证券研究所

## 2.3、景区、酒店业务：利润的核心，公司未来发展的支柱业务

景区综合经营业务为公司当前的第一大利润来源。旅游产品服务虽然贡献了营业收入的半壁江山，但因其毛利率较低，对公司利润贡献比重也相对较小，约为 20%；然而，仅占公司营业收入比重 8%左右的景区经营业务却贡献了公司 34%左右的利润，成为公司当之无愧的第一大利润来源。目前，公司景区业务主要指乌镇景区，乌镇是公司 07 年进军景区业务，延伸旅游主业的首次尝试，取得了可观的投资回报，乌镇的当前的开发重点在西栅，定位为度假休闲目的地。此外，古北水镇休闲度假区的开发正按计划进行，古北项目的试运行将于 2012 年 10 月启动，2013 年 5 月正式运营，届时公司景区属性将更浓，利润增厚可期。

山水连锁酒店“高标经济型酒店”定位另辟蹊径，独特经营模式取得初步成功。中青旅山水酒店定位于经济型酒店与星级酒店之间，被冠以“高标经济型酒店”的称号，其主要经营模式为“酒店经营+物业租赁”，较好的平抑了单纯酒店经营带来的业绩波动风险。截至 2011 年三季度，中青旅山水连锁酒店已增加至 19 家，前三季度累计营业收入较去年同期增加 18%。酒店业务在公司营业收入占比仅为 4%，却为公司贡献了超过 16%的利润，成为公司当前第四大利润来源。目前，中青旅山水直营店已达 21 家，主要分布城市为北京、东莞、广州、深圳、海丰、肇庆。公司对于山水酒店的发展策略定调为“稳健扩张”，大体上维持每年新增 5-6 家连锁店的扩张速度，以寻求好的物业为先决条件，主动回避风险。

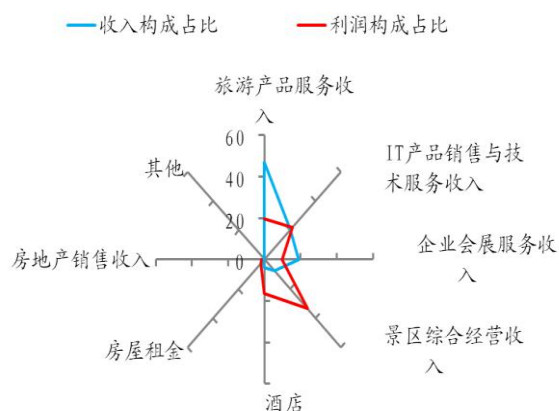
此外，山水酒店成为 2011 年大运会的服务外包项目供应商，取得了经济效益和品牌效益的双丰收，为未来发展奠定基础。

图 13、景区综合经营、酒店业务毛利率高企



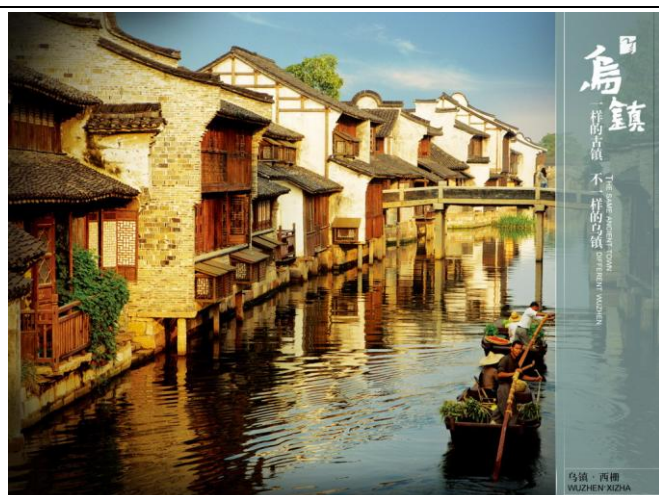
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 14、景区综合经营、酒店收入占比低而利润占比高



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 15、乌镇是公司 07 年进军景区业务的首次尝试



资料来源：百度图片、国海证券研究所

图 16、中青旅山水连锁酒店：“高标经济型酒店”



资料来源：百度图片、国海证券研究所

## 2.4、企业整合营销业务：会展业务的延伸，发展迅速，前景可期

中青旅会展是中国当前最专业的商务、会议、奖励旅游服务商，有望成为公司未来旅游业务的一大亮点。公司是旅行社业内第一家专注于会展旅游市场，以专业化的机构、队伍和服务模式为集团客户提供会展旅游的服务商。中青旅会展多年来通过专注于 MICE 细分市场的不懈努力和创新，成功组织众多大型项目及团组，足迹遍布全球，纵跨出境、国内、入境会展旅游市场。中青旅会展在传统会展业

务基础上，不断进行业务的整合与创新，延伸服务链开拓公关、广告、传媒等创新业务。目前，会展业务占公司营业收入的比重约为 15%，占公司营业利润的比重约为 10%，伴随公关、广告等高毛利率创新业务的不断拓展，有望带动公司会展业务整体毛利率的提升。

图 17、中青旅会展提供多元化服务，为客户量身定制项目解决方案



资料来源：公司官网、国海证券研究所

表 2、中青旅会展所获荣誉

| 时间   | 主要荣誉                                                                                            |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011 | 获《时尚旅游》杂志颁发的“2011中国旅游金榜”——“2011年度最佳会奖活动策划奖”<br>获迪拜会奖局颁发的2011卓越会奖合作伙伴奖                           |
| 2010 | 获《商务奖励旅游》杂志颁发的中国MICE产业金椅子奖“2010年度中国最佳MICE旅行社”<br>获中国会展经济研究会、北京东城区人民政府颁发的“华表奖——2010年度中国最佳绿色会议公司” |
| 2009 | 获《旅行社》杂志颁发的2009年度商务会奖旅行社服务创新大奖<br>获新加坡旅游局颁发的“新加坡会奖商旅专家”称号                                       |

资料来源：公司官网、国海证券研究所

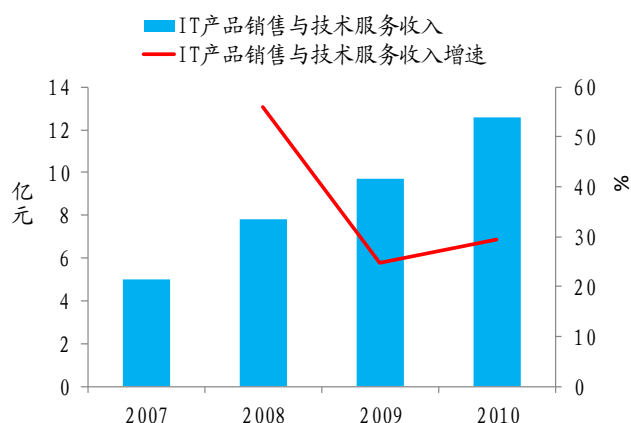
## 2.5、策略性投资业务：创新科技快速发展，房地产业务短期低迷

公司的策略性投资业务主要包括 IT、福利彩票、房地产以及物业租赁。策略性投资各业务当前的发展状况可简要概括为：IT 业务的发展十分迅速，盈利能力不断增强；福利彩票业务平稳发展，略有增加；房地产业务受宏观经济形势影响

明显，业务波动较大，目前走入低谷，暂无储备项目；中青旅大厦的出租率仍旧维持 100%。

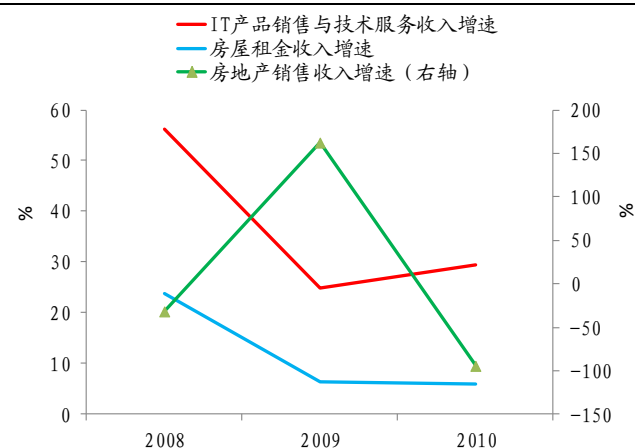
在策略性投资各业务中，IT 业务是策略性投资业务最稳定、强劲的盈利增长点。IT 业务主要指北京中青旅创格科技有限公司旗下业务，该公司主要为客户提供先进的 IT 技术产品及技术支持服务。目前，该公司的 H3C 分销业务及系统集成业务均发展良好，H3C 业务在全国总代理商的市场规模持续保持第一名。

图 18、公司 IT 业务营收增加迅速



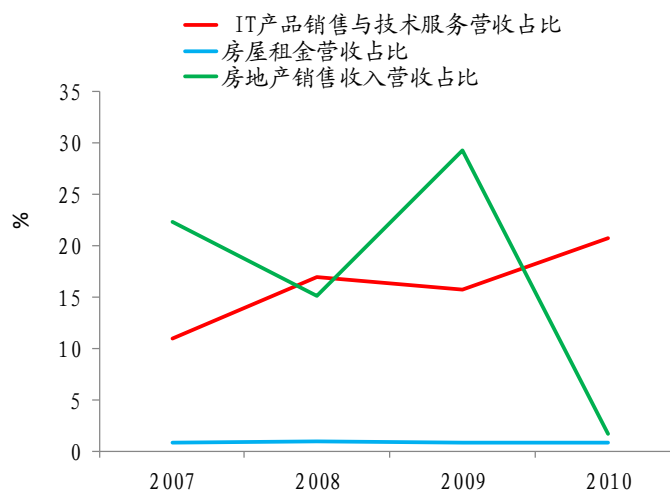
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 19、公司策略性投资业务各子版块营收增速对比



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 20、策略性投资业务各子业务营收占比对比：IT 业务营收占比稳步增加

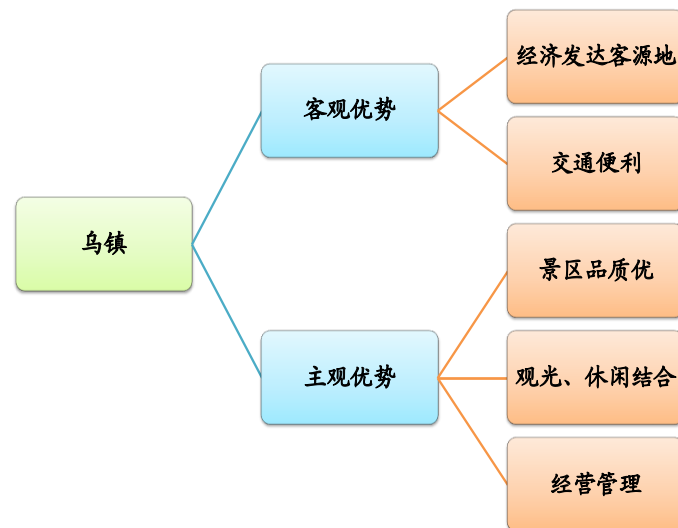


资料来源：Wind、国海证券研究所

### 3、未来核心竞争力：连锁“乌镇”，休闲景区异地复制提升利润空间

#### 3.1、乌镇：历史文化与休闲度假融合的成功典范

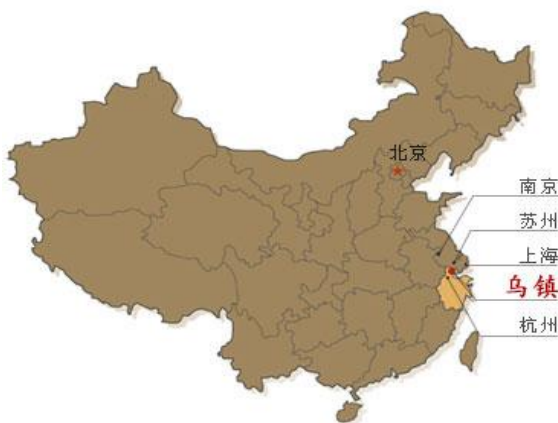
图 21、乌镇景区优势因素分析



资料来源：国海证券研究所

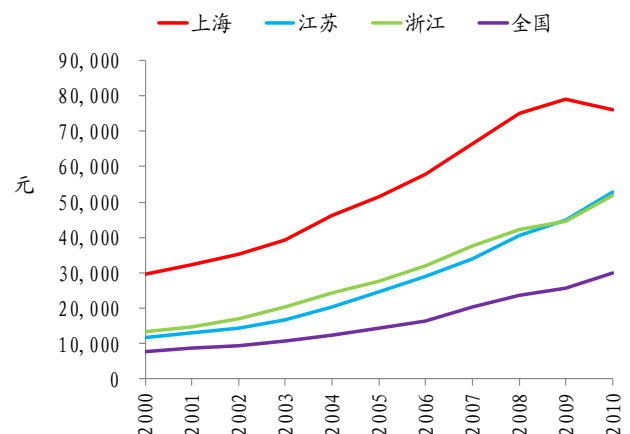
依托长三角经济发达客源地，游客人均旅游消费能力强。乌镇地处桐乡市北端，京杭大运河西侧，西临湖州市，北界江苏吴江县，为二省三市交界之处，距离上海 140 公里，距离苏州、杭州约为 80 公里，主要客源多来自长三角地区人均 GDP 较高省市如江苏、浙江、上海，游客人均消费能力强，其人均文化娱乐服务消费支出高于全国平均水平。此外，浙江地区城镇居民每百户家庭汽车拥有量大幅领先，为居民自驾出行、短途出游创造便捷条件。

图 22、乌镇依托长三角经济发达客源地



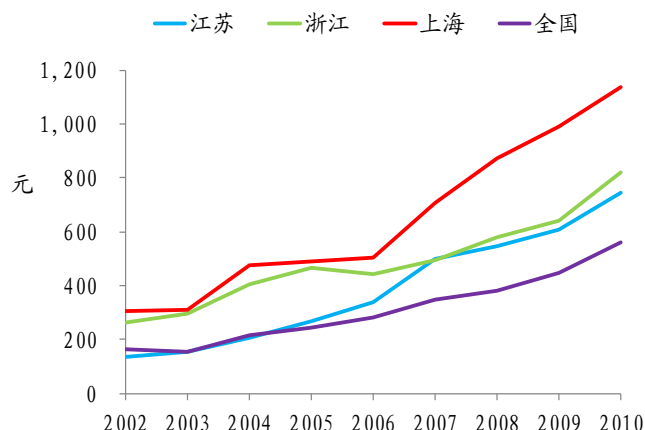
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 23、主要客源地人均 GDP 远高于全国平均水平



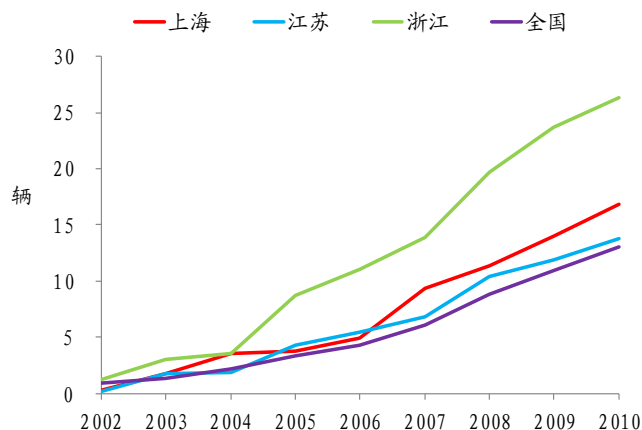
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 24、城镇居民人均文化娱乐服务消费支出比较



资料来源: Wind、国海证券研究所

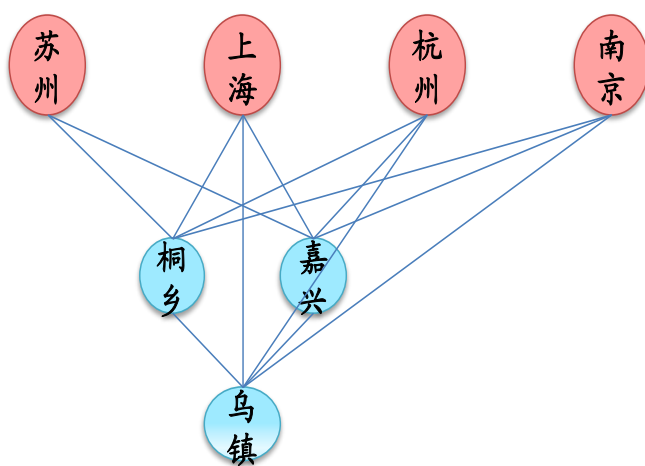
图 25、城镇居民家庭每百户家用汽车拥有量数比较



资料来源: Wind、国海证券研究所

景区交通便利。陆上交通有县级公路姚震线贯穿镇区,经姚震公路可与省道盐湖公路、国道 320 公路、318 公路、沪杭高速公路、申嘉湖高速公路、乍嘉苏高速公路相衔接。乘飞机前去乌镇旅游,可选择苏州、上海、杭州、南京为中转站,再经由客车至乌镇。自驾行路线:乌镇←→上海:走沪杭高速公路到屠甸下,经桐乡,走 20 公里一级公路,20 分钟可达乌镇。乌镇←→苏州:走乍嘉苏高速公路,到嘉兴转沪杭高速,到屠甸下高速,经桐乡,走 20 公里一级公路,20 分钟可达乌镇。此外,沪杭高铁的开通亦进一步稳固了华东市场,尤其是上海、杭州、温州、南京等重点客源地。

图 26、乌镇客运路线图



资料来源: 乌镇官网、国海证券研究所

图 27、乌镇自驾路线图



资料来源: 乌镇官网、国海证券研究所

景区品质优秀,山水古镇文化底蕴深厚。乌镇是一个有 1300 年建镇史的江南古镇。十字形的内河水系将全镇划分为东南西北四个区块,当地人分别称之为“东栅、南栅、西栅、北栅”。2001 年,乌镇保护开发的一期东栅工程东栅景区正式对外开放,以其原汁原味的水乡风貌和深厚的文化底蕴,一跃成为中国著名的古镇旅游胜地。乌镇从 2003 年开始启动乌镇古镇保护二期工程(西栅景区),对乌镇西栅实施保护开发。相对一期保护开发工程,二期西栅景区的保护开发更

加完善彻底，人和环境、自然、建筑更为和谐。景区内保存有精美的明清建筑 25 万平方米，横贯景区东西的西栅老街长度达 1.8 公里，两岸临河水阁绵延 1.8 公里余。内有纵横交叉的河道近万米，形态各异的古石桥 72 座，河流密度和石桥数量均在全国古镇罕见。2010 年，乌镇景区被评为国家 5A 级景区。

图 28、乌镇景区地图



图 29、乌镇景点

|    | 景点                                                                                                                                                         |
|----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 东栅 | 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、余榴槤钱币馆、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、帮堂、财神湾与财神堂、香山堂、水乡晨昏、江浙分府 |
| 西栅 | 徐昌骆画院、关帝庙、三寸金莲展馆、乌将军庙、月老庙、水上集市、北溇地、京杭大运河、龙形田、五彩路、元宝湖、厅上厅                                                                                                   |

资料来源：乌镇官网、国海证券研究所

资料来源：乌镇官网、国海证券研究所

东栅、西栅不同侧重，观光与休闲相得益彰。首先，东栅是已经较为成熟的“观光型”景区，西栅则是一个中国罕有的“观光体验、休闲度假型”古镇景区。其次，东栅以“观光”为主，景区内住宿设施较少，仅有林家客栈和子夜大酒店；而西栅则具备各类风格的民居、客房以及不同档次的度假酒店，如乌镇会所锦堂、乌镇会所盛庭、乌镇会所恒益堂、乌镇民宿、通安客栈、昭明书舍、紫藤青年旅馆。此外，西栅内还有多家设施齐全的会议中心及高级商务会馆，游客服务中心、游览车、观光船、水上公交、直饮水、天然气、宽带网络、卫星电视、电子巡更、泛光照明、星级厕所和智能化旅游停车场等配套设施一应俱全。11 年乌镇景区新增客房两百多间，客房总量已超一千间，大大提升了景区接待能力，延长了人均停留时间。不同于世博期间团队游客为主的特点，后世博阶段乌镇游客散客居多，虽然游客绝对数预期下降，但由于散客的消费能力强于团队游客，带动了景区游客人均消费的提升，景区收入整体略有增加。

后续发展仍具潜力，西栅扩容提升景区利润。伴随定位于“度假休闲”景区的西栅二期工程的开发，乌镇的业态模式发生了巨变，收入结构由原来的单一门票收入转变为门票、餐饮、酒店、会所、娱乐机商品销售等多元化收入，收入结构的改变大大提升了景区人均消费水平。当前，乌镇的开发展重点仍集中在西栅，伴随酒店、国际会议中心、国际戏剧中心等配套项目不断完善以及常态性收费演出节目的推出，西栅的利润贡献能力将进一步提高。

表 3、乌镇景区旅游数据

|             | 2007  | 2008     | 2009     | 2010     |
|-------------|-------|----------|----------|----------|
| 接待游客数量（万人次） | 217   | 252      | 324      | 575      |
| 收入（万元）      | 15800 | 24100    | 30400    | 48800    |
| 游客数量增速（%）   |       | 16.12903 | 28.57143 | 77.46914 |
| 收入增速（%）     |       | 52.53165 | 26.14108 | 60.52632 |

资料来源：公司公告、国海证券研究所

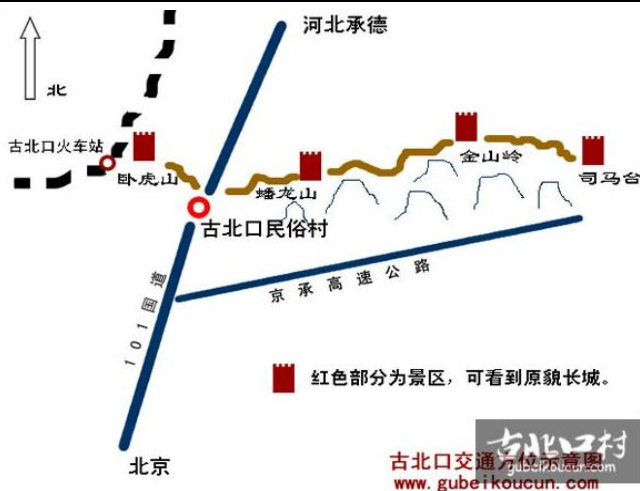
## 3.2、古北水镇：“类乌镇模式”增厚公司未来利润

### （1）古北水镇项目概况

公司于 2010 年与密云县人民政府签署了战略合作协议，双方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。中青旅全资子公司北京古北水镇旅游有限公司于 2011 年 8 月及 11 月先后拿到古北项目一期（717.54 亩）、二期（359 亩）用地。2011 年 11 月公司发表公告，将北京古北水镇旅游有限公司的注册资本由 2.1 亿元增加到 5 亿元人民币，并同时引入同为乌镇旅游战略投资者的 IDG。

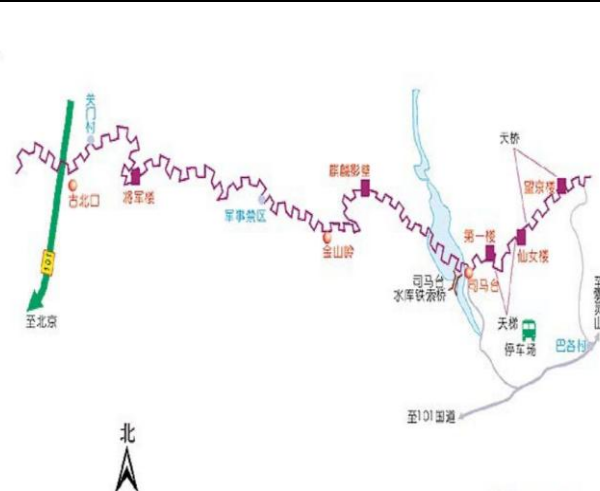
古北口镇位于北京市密云县东北部，地处著名的古北口长城、金山岭长城以及司马台长城体系，项目现正处于工程建设阶段，2012 年 10 月试运营（拟采取邀请测试），2013 年 5 月正式运营。景区的主要开发内容包括旅游度假设施建设和文化创意设施建设，从北方的文化及民俗特色出发，打造老北京特色商业街、民宿、大型露天实景演出广场、主题酒店、司马台古堡民俗酒店、商务会所、温泉会所、水城街等，其中水城街为古北水镇一大亮点，富有华北民居特色的悠悠水乡，可与乌镇媲美。景区建成并进入成熟运营期后的经营目标是实现年接待游客 400 万人次，旅游综合收入 10 亿元。

图 30、古北水镇地图



资料来源：网络资料、国海证券研究所

图 31、古北口长城地图



资料来源：网络资料、国海证券研究所

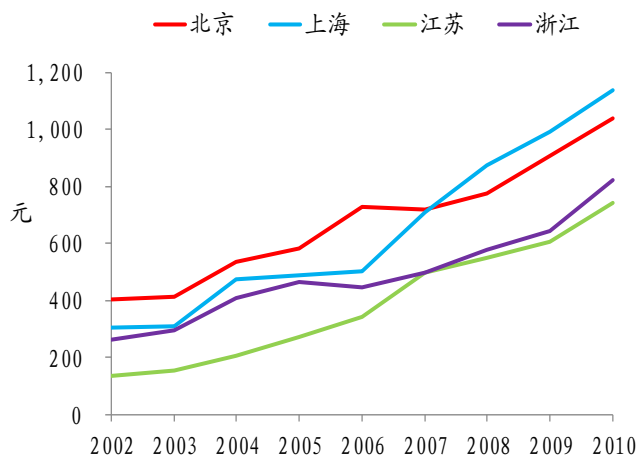
### （2）古北水镇：“类乌镇模式”具备的成功要素

地方政府的大力支持。古北水镇项目是由密云县政府和中青旅合作开发建设重点旅游项目，是北京旅游业“十二五”规划重点建设项目，也是北京着力打造京郊旅游“三年行动计划”的重点建设项目之一，必将享受到一系列的政策优惠及支持。

依托北京经济发达消费客源地，游客旅游消费能力强且交通便捷。古北水镇位于

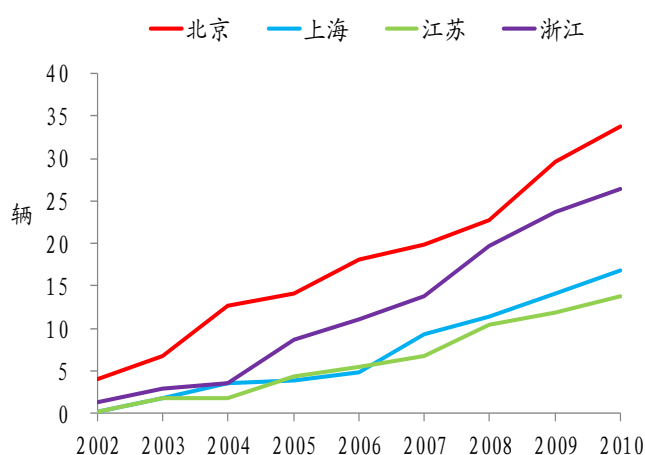
北京 2 小时经济圈内，位于北京与承德中间地带，紧邻京承高速，为居民自驾出行提供便捷。借鉴乌镇的成功模式，古北水镇拥有不逊于乌镇的经济发达客源地——北京，且北京城镇居民的家庭汽车拥有量居首位，推测其短途自驾游意愿将较为强烈。

图 32、城镇居民人均文化娱乐服务消费支出对比



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 33、城镇居民每百户家用汽车拥有量对比



资料来源：Wind、国海证券研究所

历史文化底蕴深厚,兼具“类乌镇”的自然属性。古北口镇是中国第四批历史文化名镇,区域内拥有丰富的旅游资源。景区内文化古迹众多,故事传奇:明长城、北京地区最古老的北齐长城,建于 1860 年的古御道,1025 年的杨令公庙,金、泰和五年(1205)的三眼井,充满神奇传说色彩的七郎坟,1934 年国民党军事委员会北平分会为纪念在古北口长城抗战中牺牲的抗日将士而修建的古北口战役阵亡将士公墓,古北口民俗展室等大小景观 30 余处。“一步三眼井,两步三座庙;七郎坟,令公庙,琉璃影壁靠大道”形象的表述了古北口景区独有的景观特色,浓郁的历史文化气息,对于古都北京的人民而言无疑具备较强的吸引力。

图 34、古北口景区游览图

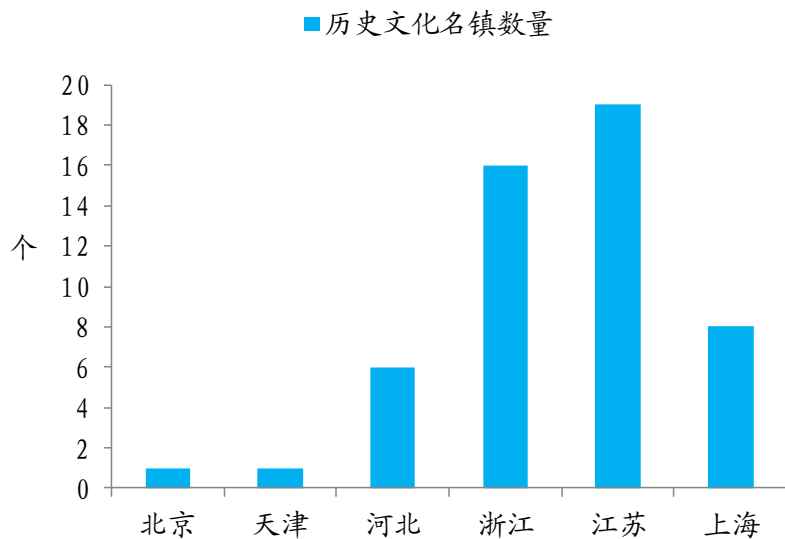


资料来源：网络资料、国海证券研究所

采取乌镇成功的经营模式。古北水镇项目的运营汲取了乌镇经营的成功经验，力求打造观光与休闲并重，门票与酒店住宿、餐饮、娱乐、购物等景区内二次消费复合经营的商业模式，乌镇景区综合经营的高盈利能力有望在古北水镇项目得到延续，届时公司利润将进一步增厚。

周边竞争较乌镇更小，易于脱颖而出。江南名镇众多，周庄、同里、南浔、西塘等与乌镇具有类似概念的景区较多，竞争相对激烈，一定程度上分散了乌镇的客流量；然而，古北水镇项目建成后，北京周边具有此种旅游概念的景区稀缺，有望成为北京居民短期、短途旅游的重要目的地。

图 35、古北水镇项目周边历史名镇数量少



资料来源：古镇网、国海证券研究所

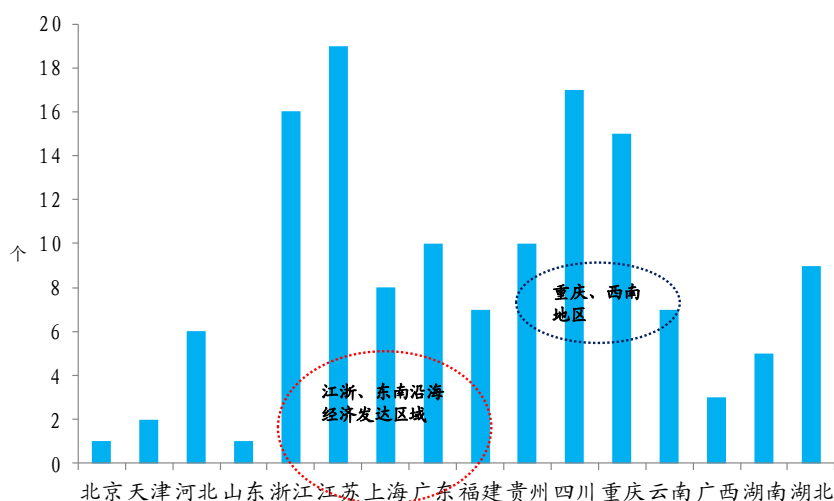
## 4、“类乌镇模式”行业前景广阔

### 4.1、我国历史名镇资源丰富，后续开发潜力大

我国历史名镇、名村资源丰富。历史文化名镇名村是我国文化遗产的重要组成部分，自 2003 年以来，住房和城乡建设部和国家文物局联合公布了五批共 350 个中国历史文化名镇名村，其中名镇 181 个，名村 169 个，分布范围已覆盖全国 31 个省、直辖市、自治区。名镇分布相对集中于两个区域，一个是江浙及东南沿海一带，另一个是重庆西南地区。

我国江浙及东南沿海区域名镇资源丰富、经济发达、旅游消费腹地庞大，是当前“类乌镇”景区异地复制的优良区域。此外，随着中西部地区居民收入水平的不断提高，西南地区的名镇集中度高且周边其它旅游资源丰富，亦有望成为“类乌镇”景区异地复制的优质后备资源，尤其是四川、重庆两地。

图 36、我国历史名镇资源分布主要集中于两大区域



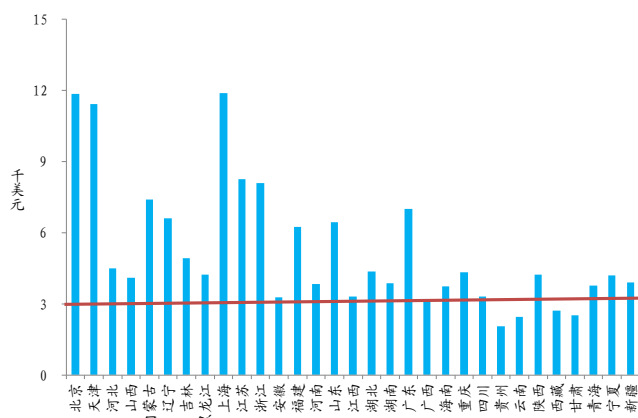
资料来源：古镇网、国海证券研究所

## 4.2、旅游消费升级，观光游向休闲度假游过渡趋势确定

我国已具备休闲旅游业快速发展的经济基础。世界旅游组织的研究成果显示：人均 GDP 达到 3000 美元左右是一个国家或地区休闲产业爆发式增长的临界点。2010 年我国人均 GDP 已超 4000 美元，北京、上海、广州、深圳一线城市的人均 GDP 已超过 10000 美元，沿海发达城市的人均 GDP 也已超过 5000 美元。

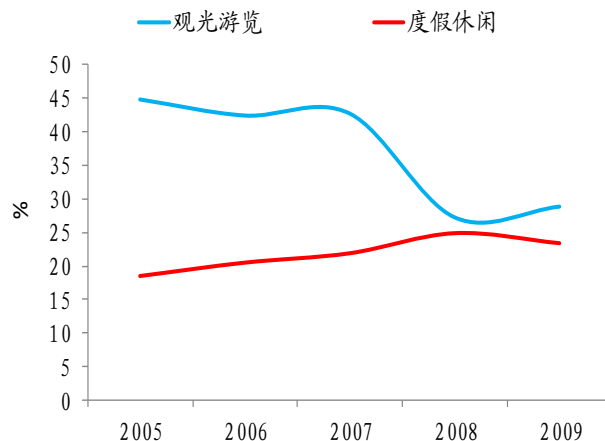
度假休闲在我国居民国内旅游目的中的占比上升趋势明显。国家旅游局相关数据显示：2005 年，以观光游览、度假休闲为旅游目的占比分别为 44.9%、18.5%，2009 年这一占比变动为 28.9%、23.4%。

图 37、人均 GDP3000 美元休闲产业迎爆发式增长



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 38、以度假休闲为旅游目的的占比上升



资料来源：《旅游发展绿皮书 2011》、国海证券研究所

## 5、盈利预测

根据对公司基本面以及经营情况的分析,我们进行盈利预测的核心假设条件如下:

1) 古北项目进展顺利, 13 年开始贡献利润, 项目培育阶段短; 2) 西栅景区扩容, 接待能力增强; 常态演艺等新增收费项目的开设提升人均消费, 乌镇景区综合经营收入稳步增加; 3) 房地产项目 11 年慈溪项目结算带来收入大幅增长; 12-13 年因房地产形势严峻, 公司储备项目较少, 房地产业务大幅缩紧; 4) 酒店每年新增 5-6 家, 经营稳健, 盈利主要来自规模扩张; 5) IT 业务、会展业务发展相对迅速, 旅游产品服务、风采业务稳中有升。

我们预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.74 元、0.90 元及 1.22 元。

(详见附表: 财务预测与估值)

## 6、相对估值与绝对估值

### 6.1、相对估值

参照 2012 年 1 月 31 日收盘价 14.49 元, 2011-2013 年动态市盈率分别为 19.52 倍、16.11 倍、11.87 倍。我们认为公司当前估值进入合理区间, 理由如下:

1) 旅游股长期享有估值溢价 基于旅游酒店板块的朝阳行业属性、弱周期性和业绩成长的确定性, 一直以来我国旅游行业不仅对全部 A 股, 而且对整个可选消费板块都长期存在着估值溢价。2006 年初以来, 旅游业相对于全部 A 股、CS 非金融 (结构) 的 PE 倍数均值分别为 1.8、1.6。

图 39、旅游股长期享有估值溢价

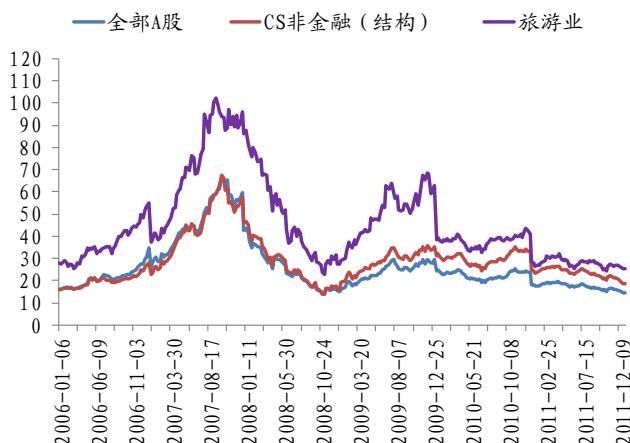
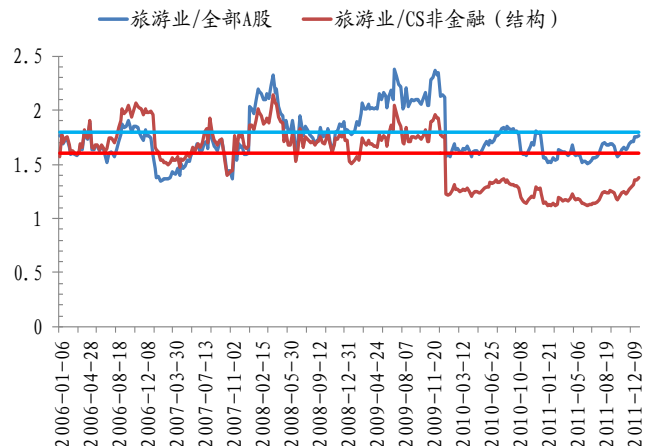


图 40、旅游股享有估值溢价倍数在 1.6-1.8 之间



资料来源: Wind、国海证券研究所

资料来源: Wind、国海证券研究所

2) 旅游行业 2012 年为“推荐”评级 依据整体法计算, 目前全部 A 股(剔除金融股) 11-13 年的动态 PE 分别为 15.12/12.39/10.01, 旅游业动态 PE 分别为 18.85/14.68/11.2, 估值倍数位于 1.1-1.3 之间, 明显低于 1.6-1.8 的历史均值, 提供了较强的安全边际。因此, 鉴于内生性消费升级和政策给力支持的驱动因素依旧, 我们认为旅游行业可以长期享有一定程度的估值溢价, 给予 2012 年“推荐”的行业评级。

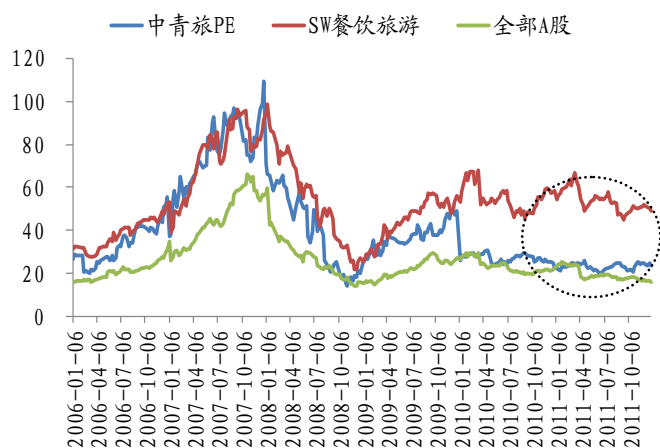
表 4、11-13 年市盈率预测

|           | 2011PE | 2011PE<br>倍数 | 2012PE | 2012PE<br>倍数 | 2013PE | 2013PE<br>倍数 |
|-----------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|
| 全部A股      | 11.81  | 1.57         | 9.78   | 1.5          | 8.05   | 1.39         |
| CS非金融(结构) | 15.12  | 1.23         | 12.39  | 1.18         | 10.01  | 1.12         |
| 旅游业       | 18.55  |              | 14.68  |              | 11.2   |              |

资料来源: Wind、国海证券研究所

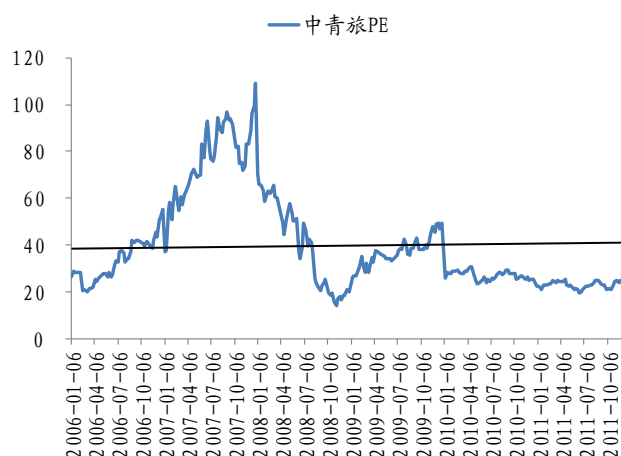
3) 中青旅当前估值处于历史低位 中青旅近五年动态 PE 均值约为 40, 当前约 20 倍的估值与自身历史情况相比处于低位; 与 A 股估值相比, 中青旅当前作为旅游股的估值溢价优势已不明显, 与餐饮旅游板块整体估值相比偏低。中青旅依托强大的公司品牌以及后续景区开发带来盈利能力的大幅提升预期, 我们预计 2012 年中青旅股价走势将有较好表现, 充分享有景气行业、优质公司双重估值溢价优势。

图 41、中青旅 2010-2011 年高估值收窄较为充分



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 42、中青旅当前估值处于五年内的历史低位



资料来源: Wind、国海证券研究所

## 6.2、绝对估值

参考 DDM 估值及 FCFE 估值结果, 我们认为当前股价已进入合理区间, 并存在一定程度的价值低估, 给予“买入”评级。

表 5、DDM 估值

| DDM估值模型 |         |                             |        |               |         |         |         |
|---------|---------|-----------------------------|--------|---------------|---------|---------|---------|
| 测算年度    | 2011    | 人民币百万元                      |        |               |         |         |         |
|         | 年数      | 利润增长                        | 分红比例   | 备注            |         |         |         |
| 第一阶段    | 3       |                             | 35%    | 净利润增长采用盈利预测结果 |         |         |         |
| 第二阶段    | 7       | 15%                         | 45%    |               |         |         |         |
| 永续阶段    |         | 2%                          | 55%    |               |         |         |         |
|         |         |                             |        |               |         |         |         |
| 无风险收益率  | 3.0%    | 1年期定存税收收益                   |        |               |         |         |         |
| 风险溢价    | 7.0%    | 风险溢价率一般在7-10%之间             |        |               |         |         |         |
| β系数     | 0.76    | 根据历史数据计算得到                  |        |               |         |         |         |
| 风险折现率   | 8.32%   |                             |        |               |         |         |         |
|         |         |                             |        |               |         |         |         |
| 第一阶段    | 2011    | 2012                        | 2013   |               |         |         |         |
| 净利润     | 308.39  | 373.56                      | 507.05 |               |         |         |         |
| 股息      | 107.94  | 130.75                      | 177.47 |               |         |         |         |
| 折现值     | 107.94  | 120.70                      | 151.25 |               |         |         |         |
| 小计      | 379.89  |                             |        |               |         |         |         |
| 第二阶段    | 2014    | 2015                        | 2016   | 2017          | 2018    | 2019    | 2020    |
| 净利润     | 583.10  | 670.57                      | 771.15 | 886.83        | 1019.85 | 1172.83 | 1348.75 |
| 股息      | 262.40  | 301.76                      | 347.02 | 399.07        | 458.93  | 527.77  | 606.94  |
| 折现值     | 206.46  | 219.19                      | 232.71 | 247.06        | 262.29  | 278.47  | 295.64  |
| 小计      | 1741.82 |                             |        |               |         |         |         |
| 永续阶段    | 2021    | 2022...                     |        |               |         |         |         |
| 净利润     | 1375.73 |                             |        |               |         |         |         |
| 股息      | 756.65  |                             |        |               |         |         |         |
| 折现值     | 340.26  | 5383.82                     |        |               |         |         |         |
| 小计      | 5724.08 |                             |        |               |         |         |         |
|         |         |                             |        |               |         |         |         |
| 总价值     | 7845.79 | 备注                          |        |               |         |         |         |
| 发行在外股份数 | 415.35  | 测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值      |        |               |         |         |         |
| 每股价值（元） | 18.89   | 发行在外股份数为公司总股本，包含B股、H股及其他海外股 |        |               |         |         |         |

资料来源: 国海证券研究所

表 6、FCFF 估值

| FCFF估值模型    |          |                             |         |             |         |
|-------------|----------|-----------------------------|---------|-------------|---------|
| 测算年度        |          | 2011                        |         |             |         |
| Assum       |          |                             |         |             |         |
| 贝塔β         | 0.76     | 股权资本成本Ke                    | 7.6%    | 适用税率        | 23.0%   |
| 无风险利率       | 3%       | 债务成本Kd                      | 6.2%    |             |         |
| 市场预期收益率     | 9.00%    | 债务比率D/（D+E）                 | 7%      | WACC值       | 7.5%    |
|             |          |                             |         |             |         |
| 第一阶段        |          |                             |         | 第一阶段        |         |
|             | 2011E    | 2012E                       | 2013E   | SubTotal PV | 1540.76 |
| EBIT        | 680.95   | 812.99                      | 1092.09 |             |         |
| 息税后利润NOPLAT | 524.50   | 626.20                      | 841.18  |             |         |
| 折旧与摊销       | 105.01   | 118.63                      | 142.67  |             |         |
| 营业现金毛流量     | 629.51   | 744.82                      | 983.84  |             |         |
| 追加营运资本      | -213.47  | 550.80                      | 284.85  |             |         |
| 资本支出        | -245.08  | -441.46                     | -326.93 |             |         |
| 减值准备        | 0.00     | 0.00                        | 0.00    |             |         |
| FCF         | 1088.05  | 635.49                      | 1025.93 |             |         |
| APV         | 1088.05  | 591.39                      | 888.49  |             |         |
| 第二阶段        |          |                             |         | 第二阶段        |         |
| 期初FCF       | 430.89   | 中期年限                        | 7       | SubTotal PV | 2652.15 |
| FCF增长率      | 8.00%    | 实际增长率                       | 0.51%   |             |         |
| 永续阶段        |          |                             |         | 永续阶段        |         |
| 期初FCF       | 738.47   |                             |         | SubTotal PV | 7765.52 |
| FCF增长率      | 2%       | 实际增长率                       | -5.08%  |             |         |
|             |          |                             |         |             |         |
| Total PV    | 11958.43 | 备注                          |         |             |         |
| 发行在外股份数     | 415.35   | 测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值      |         |             |         |
| 每股价值        | 28.79    | 发行在外股份数为公司总股本，包含B股、H股及其他海外股 |         |             |         |

资料来源: 国海证券研究所

注: FCFF 估值中, 对第一阶段的 Sub Total PV 及第二阶段的期初 FCF 进行了一定程度的调整: 1) Sub Total PV 剔除了 40%少数股东权益; 2013 年 FCF 因房地产业务结算因素一次性高估, 正常情况下非房地产业务约为 7 亿元 FCF, 给予 70%折扣, 考虑到少数股东权益因素, 参考现有比例, 给予 40%折扣。

## 7、风险提示

古北项目进度未如预期或其他自然灾害等不可抗力因素的影响。

**表 7、财务预测与估值**

| 财务指标              | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 每股指标与估值           | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>盈利能力</b>       |             |              |              |              | <b>每股指标</b>       |             |              |              |              |
| ROE               | 8%          | 8%           | 9%           | 11%          | EPS               | 0.64        | 0.74         | 0.90         | 1.22         |
| 毛利率               | 21%         | 22%          | 22%          | 23%          | BVPS              | 5.60        | 6.09         | 6.67         | 7.47         |
| 期间费率              | 14%         | 14%          | 14%          | 14%          | <b>估值</b>         |             |              |              |              |
| 销售净利率             | 4%          | 4%           | 4%           | 4%           | P/E               | 22.67       | 19.52        | 16.11        | 11.87        |
| <b>成长能力</b>       |             |              |              |              | P/B               | 2.59        | 2.38         | 2.17         | 1.94         |
| 收入增长率             | -2%         | 27%          | 22%          | 22%          | P/S               | 0.99        | 0.78         | 0.64         | 0.52         |
| 利润增长率             | 5%          | 16%          | 21%          | 36%          |                   |             |              |              |              |
| <b>营运能力</b>       |             |              |              |              | <b>利润表（百万元）</b>   | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 总资产周转率            | 0.80        | 0.93         | 1.13         | 1.29         | 营业收入              | 6084        | 7708         | 9426         | 11544        |
| 应收账款周转率           | 3.88        | 6.08         | 6.76         | 7.61         | 营业成本              | 4787        | 5984         | 7338         | 8888         |
| 存货周转率             | 2.77        | 3.38         | 3.97         | 4.56         | 营业税金及附加           | 62          | 79           | 96           | 118          |
| <b>偿债能力</b>       |             |              |              |              | 销售费用              | 514         | 651          | 796          | 975          |
| 资产负债率             | 57%         | 56%          | 51%          | 47%          | 管理费用              | 247         | 313          | 383          | 471          |
| 流动比               | 1.23        | 1.08         | 1.19         | 1.37         | 财务费用              | 7           | 49           | 44           | 36           |
| 速动比               | 0.78        | 0.65         | 0.69         | 0.83         | 其他费用/（-收入）        | 44          | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产负债表（百万元）</b> | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | 营业利润              | 512         | 632          | 769          | 1056         |
| 现金及现金等价物          | 899         | 706          | 317          | 489          | 营业外净收支            | 33          | 33           | 37           | 37           |
| 应收款项              | 1567        | 1267         | 1394         | 1518         | 利润总额              | 545         | 665          | 806          | 1093         |
| 存货净额              | 1731        | 1794         | 1873         | 1973         | 所得税费用             | 125         | 153          | 185          | 251          |
| 其他流动资产            | 543         | 688          | 841          | 1030         | 净利润               | 420         | 512          | 620          | 842          |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>4740</b> | <b>4455</b>  | <b>4426</b>  | <b>5011</b>  | 少数股东损益            | 155         | 204          | 247          | 335          |
| 固定资产              | 1529        | 1774         | 2215         | 2542         | 归属于母公司净利润         | 265         | 308          | 374          | 507          |
| 在建工程              | 219         | 919          | 619          | 319          | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 无形资产及其他           | 502         | 502          | 490          | 478          | 经营活动现金流           | 1482        | 863          | 915          | 883          |
| 长期股权投资            | 57          | 57           | 57           | 57           | 净利润               | 420         | 512          | 620          | 842          |
| <b>资产总计</b>       | <b>7598</b> | <b>8258</b>  | <b>8359</b>  | <b>8958</b>  | 少数股东权益            | 155         | 204          | 247          | 335          |
| 短期借款              | 10          | 215          | 115          | 25           | 折旧摊销              | 94          | 105          | 119          | 143          |
| 应付款项              | 942         | 1127         | 1300         | 1501         | 公允价值变动            | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 预收帐款              | 2345        | 2211         | 1749         | 1572         | 营运资金变动            | 813         | 41           | (71)         | (437)        |
| 其他流动负债            | 558         | 558          | 558          | 558          | 投资活动现金流           | (844)       | (945)        | (141)        | (27)         |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>3856</b> | <b>4112</b>  | <b>3722</b>  | <b>3657</b>  | 资本支出              | (211)       | (945)        | (141)        | (27)         |
| 长期借款及应付债券         | 476         | 476          | 476          | 476          | 长期投资              | (32)        | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债            | 37          | 37           | 37           | 37           | 其他                | (601)       | 0            | 0            | 0            |
| <b>长期负债合计</b>     | <b>512</b>  | <b>512</b>   | <b>512</b>   | <b>512</b>   | 筹资活动现金流           | (831)       | 97           | (231)        | (267)        |
| <b>负债合计</b>       | <b>4368</b> | <b>4624</b>  | <b>4235</b>  | <b>4169</b>  | 债务融资              | 8           | 205          | (100)        | (90)         |
| 股本                | 415         | 415          | 415          | 415          | 权益融资              | 3           | 0            | 0            | 0            |
| 股东权益              | 3230        | 3634         | 4124         | 4789         | 其它                | (842)       | (108)        | (131)        | (177)        |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | <b>7598</b> | <b>8258</b>  | <b>8359</b>  | <b>8958</b>  | 现金净增加额            | (193)       | 15           | 543          | 588          |

资料来源：国海证券研究所

## 【分析师承诺】

刘金沪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。