

中青旅 (600138)

旅游综合/餐饮旅游

发布时间: 2012-09-18

报告类型 / 公司深度报告

推荐

上次评级: 推荐

敢于创新, 引领行业变革, 乌镇模式, 异地复制可待

报告摘要:

- 公司业务结构多元化, 管理创新, 旅游主业增长态势良好, 景区和酒店业务是公司稳定利润的来源。公司率先将公民旅游业务细分为面向散客市场的观光旅游业务和休闲度假业务, 及面向集团客户的会议奖励业务和商旅管理业务, 并整合形成纵向一体化的四大业务板块, 引领行业对于模式创新的思考与探索。“中青旅百变自由行”是公司旅行社业务最大的亮点和增长点, 未来目标是形成与中青旅品牌相得益彰、具有较大市场影响力的细分市场品牌。公司创新营销渠道建设, 线上线下整合营销。
- 公司是中国旅行社业内第一家专注于商务会展领域, 并以专业化的架构、团队和服务模式为客户提供整合营销服务的企业。近年来, 公司会奖商旅业务发展迅速。会展行业作为一种新型的产业, 发展前景良好。公司会奖商旅业务将凭借品牌优势、技术壁垒和领先行业的业务水平继续保持稳步快速增长。
- 乌镇景区凭借其精准的市场定位, 成功的经营模式, 在江南古镇竞争中树立了明显的优势, 成为国内休闲度假目的地的成功典范。景区经营业绩持续快速增长, 是公司利润的主要来源。未来乌镇收入增长主要来自两方面, 一是游客量尤其是西栅游客量的自然增长, 二是游客人均消费金额的增长。乌镇西栅景区通过提升游客接待能力, 未来盈利能力仍有很大的提升空间。
- 古北水镇延续乌镇的多元复合化经营模式, 有望实现观光与度假并重、门票与景区复合经营的商业模式, 营造“文化旅游化”目的地, 发展前景值得关注。
- 公司投资策略: 公司发展战略清晰, 管理不断创新, 走多元化经营路线。公司会奖商旅业务发展迅速。乌镇景区持续快速增长, 古北水镇打开未来业绩成长空间。我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 0.84 元、0.94 元和 1.05 元, 公司目前股价 16.54 元, 对应 PE20 倍、18 倍、16 倍, 有相对的估值优势, 维持“推荐”评级。
- 风险提示: 古北水镇建设进程低于预期、房地产结算存在不确定性等。

股票数据

2012/9/17

收盘价 (元)	16.54
12 个月股价区间 (元)	13.05 ~ 20.18
总市值 (百万元)	6,870
总股本 (百万股)	415
A 股 (百万股)	415
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	4

历史收益率曲线



相关报告

《中青旅 2012 年半年报点评: 乌镇持续快速增长, 未来看古北水镇》

2012-8-16

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,084	8,421	9,388	10,503	11,642
(+/-)%	-2%	38%	11%	12%	11%
归属母公司净利润	265	267	349	389	434
(+/-)%	5%	1%	31%	11%	12%
每股收益 (元)	0.64	0.64	0.84	0.94	1.05
市盈率	29.2	29.0	19.7	17.6	15.8
市净率	3.33	3.03	2.73	2.46	2.21
净资产收益率 (%)	11.4%	10.5%	12.4%	12.4%	12.4%
股息收益率 (%)	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
总股本 (百万股)	415	415	415	415	415

证券分析师: 周思立

执业证书编号: S0550511010003
(021)20361108 zhouisl@nesc.cn

研究助理: 梁莉

(021)20361135 liangli@nesc.cn

内 容 目 录

1. 公司概况：国际化大型旅游运营商	4
1.1. 股权结构	4
1.2. 主营业务结构	5
2. 行业分析	6
2.1. 旅游需求较快增长，行业景气度依旧较高	6
2.2. 旅游消费从观光游向休闲度假游升级	8
3. 公司看点一：创新传统旅行社业务，线上线下整合营销	8
3.1. 固化旅行社业务商业模式划分，引领行业变革	8
3.1.1. 中青旅百变自由行：旅行社业务最大的亮点	8
3.1.2. 创新整合国内与出境观光业务	9
3.2. 创新渠道建设：线上线下整合营销	9
3.2.1. 线下连锁店	9
3.2.2. 线上遨游网	10
4. 公司看点二：会奖商旅业务增长迅速	10
5. 公司看点三：乌镇持续快速增长，未来看古北水镇	12
5.1. 乌镇：休闲度假目的地的成功典范，公司利润的主要来源	12
5.1.1. 精准市场定位，成功打造“乌镇模式”	12
5.1.2. 持续快速增长，是公司利润的主要来源	13
5.1.3. 未来增长点：来自西栅景区游客量的增长和人均消费的提升	14
5.2. 古北水镇：“类乌镇模式”异地拓展	15
5.2.1. 项目概况：借鉴乌镇模式，打造北方水乡	15
5.2.2. 项目竞争优势：独享丰富的旅游资源和得天独厚的地理位置，地方政府大力支持	16
5.2.3. 项目推进：引入新战略投资者京能集团，有利于项目快速发展	17
5.2.4. 项目前景：类乌镇模式，未来盈利可期	17
6. 公司投资策略	17

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	5
图 2: 公司 2011 年各业务营业收入构成.....	6
图 3: 公司 2011 年各业务营业利润构成.....	6
图 4: 入境游接待人次与当月同比.....	7
图 5: 入境游外汇收入与当月同比.....	7
图 6: 国内游总人数与增速.....	7
图 7: 国内游总收入与增速.....	7
图 8: 国内居民出境游总人数与增速.....	7
图 9: 公司北京连锁店分布.....	10
图 10: 公司会展业务服务内容.....	11
图 11: 公司会展业务营业收入与同比增速.....	11
图 12: 乌镇东栅景区.....	13
图 13: 乌镇西栅景区.....	13
图 14: 乌镇东西栅景区区位图.....	13
图 15: 乌镇景区游客量与同比增速.....	14
图 16: 乌镇景区营业收入与同比增速.....	14
图 17: 乌镇景区净利润与同比增速.....	14
图 18: 乌镇景区人均消费.....	15
图 19: 古北口镇全貌.....	16
图 20: 司马台长城.....	16
图 21: 古北口交通图.....	16
图 22: 古北口景区游览图.....	16

表 目 录

表格 1: 2011 年度全国旅行社集团十强名单.....	4
表格 2: 公司子公司成员.....	5
表格 3: 乌镇东西栅景点.....	13
表格 4: 乌镇景区盈利预测.....	15
表格 5: 旅游综合类重点公司盈利预测与估值.....	17

1. 公司概况：国际化大型旅游运营商

中青旅控股股份有限公司是以中国青年旅行社总社作为主发起人，通过募集方式设立的股份有限公司，1997年11月26日公司创立，12月3日公司股票在上海证券交易所上市，是我国旅行社行业首家A股上市公司，现有总股本41535万股。

中青旅控股股份有限公司从事旅游、高科技、风险投资、证券行业的投资；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。中青旅上市十几年来，秉承“发展决定一切”的价值取向，以不断创新的精神，坚持市场化改革，不断深化企业制度、管理机制和公司文化的全面创新，大力推进符合未来发展趋势的旅游主业运行模式的彻底变革。公司通过调整业务结构，创新经营模式，掌控相关资源，确立竞争优势，提升核心竞争能力，实现企业可持续发展。公司通过市场细分，重塑业务流程，走专业化道路，推动旅游主业发展，成为国际化大型旅游运营商。2011年，在公司“品牌扩张 规模优先”的战略指导下，公司实现了年接待游客突破150万人次，营业收入84.21亿元的经营规模，创下历史新高。2012年8月31日，国家旅游局监督管理司发布“2011年全国旅行社集团十强”名单，中青旅控股股份有限公司荣登榜首。

表格 1：2011 年度全国旅行社集团十强名单

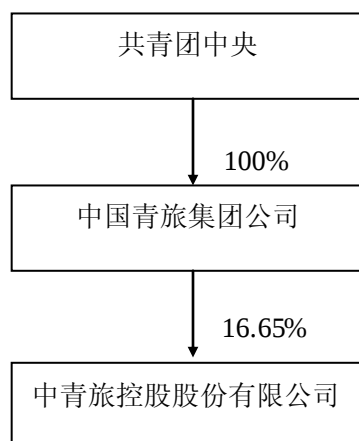
名次	许可证编号	旅行社名称
1	L-BJ-CJ00003	中青旅控股股份有限公司
2	L-SH-CJ00009	上海春秋国际旅行社（集团）有限公司
3	L-BJ-CJ00002	中国旅行社总社有限公司
4	L-GD-CJ00002	广东省中国旅行社股份有限公司
5	L-BJ-CJ00001	中国国际旅行社总社有限公司
6	L-SH-CJ00002	上海锦江国际旅游股份有限公司
7	L-BJ-CJ00011	中国康辉旅行社集团有限责任公司
8	L-GD-CJ00004	广州广之旅国际旅行社股份有限公司
9	L-SH-CJ00011	上海航空国际旅游（集团）有限公司
10	L-CQ-CJ00001	重庆海外旅业（旅行社）集团有限公司

数据来源：东北证券，公司官网

1.1. 股权结构

公司由中国青旅集团控股。集团隶属于共青团中央。公司拥有13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5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: 公司股权结构



数据来源: 东北证券, 公司公告

表格 2: 公司子公司成员

类 别	公司名称
旅行社类	中青旅国际旅游有限公司
	中青旅(北京)国际会议展览有限公司
	中青旅天津国际旅行社有限公司
	广西中青旅旅行社有限公司
	中青旅江苏国际旅行社有限公司
	浙江省中青国际旅行社有限公司
	中青旅新疆国际旅行社有限责任公司
	中青旅广州国际旅行社有限公司
	中青旅上海国际旅行社有限公司
	山西省中国国际旅行社有限责任公司
	中国青年旅行社(香港)有限公司
	中青旅日本株式会社
	中青旅加拿大国际旅游有限公司
	中青旅控股股份有限公司旅游服务分公司
旅游相关类	桂林帝苑酒店有限公司
	乌镇旅游股份有限公司
	中青旅山水酒店投资管理有限公司
	山西旅游发展有限公司
高科技和房地产类	北京中青旅创格科技有限公司
	北京中青旅海天数码科技有限公司
	北京万家安全系统有限公司
	北京中青旅风采科技有限公司
	浙江中青旅绿城投资置业有限公司

数据来源: 东北证券, 公司官网

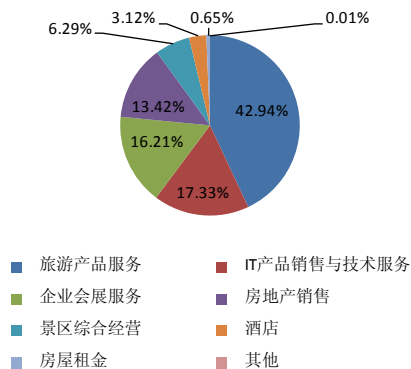
1.2. 主营业务结构

中青旅的主营业务包括旅游业务和策略性投资业务, 其中旅游主业坚持旅行社业务为基础, 以景区、酒店业务为两翼的架构, 策略性投资业务包括 IT、福利彩票、房地产以及物业租赁等业务。

可以看到, 旅游主业一直是公司营业收入的最大来源。2011 年, 公司旅游产品服务营业收入占总营业收入的 42.94%; IT 产品销售与技术服务营业收入占总营业收入的 17.33%; 企业会展服务营业收入占总营业收入的 16.21%; 房地产销售营业收入占总营业收入的 13.42%; 景区综合经营营业收入占总营业收入的 6.29%; 酒店营业收入占总营业收入的 3.12%; 房屋租金营业收入占总营业收入的 0.65%。

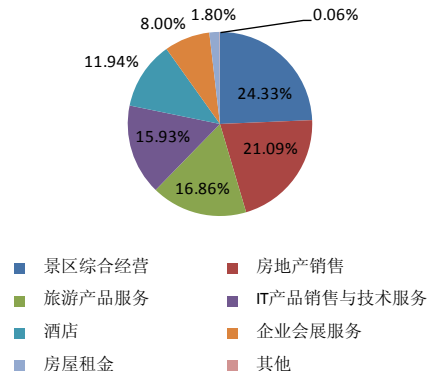
景区综合经营是公司营业利润的主要来源。2011 年，景区综合经营营业利润占总营业利润的 24.33%；房地产销售营业利润占总营业利润的 21.09%；旅游产品服务营业利润占总营业利润的 16.86%；IT 产品销售与技术服务营业利润占总营业利润的 15.93%；酒店营业利润占总营业利润的 11.94%；企业会展服务营业利润占总营业利润的 8.00%；房屋租金营业利润占总营业利润的 1.80%。

图 2: 公司 2011 年各业务营业收入构成



数据来源：东北证券，公司公告

图 3: 公司 2011 年各业务营业利润构成



数据来源：东北证券，公司公告

2. 行业分析

2.1. 旅游需求较快增长，行业景气度依旧较高

2011 年我国旅游市场继续保持平稳较快增长，行业景气度依旧较高。2011 年国内旅游人数达 26.4 亿人次，比上年增长 25.53%；国内旅游收入 1.93 万亿元，比上年增长 53.47%；入境旅游人数 1.35 亿人次，比上年增长 1.24%；旅游外汇收入 485 亿美元，比上年增长 5.86%；出境旅游人数 7025 万人次，比上年增长 22.41%。

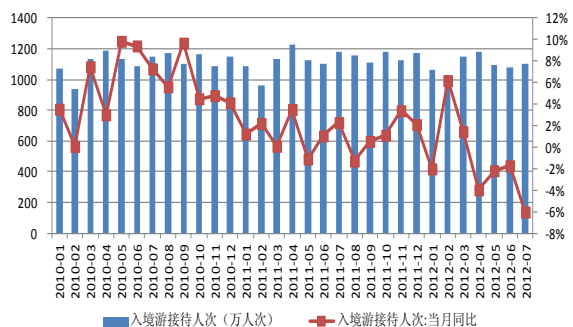
2011 年我国旅游行业总收入有较高增长，虽然 2012 年我国旅游业收入增长预期低于 2011 年，但是，行业发展的基本面依旧良好，行业仍处于黄金发展期。2012 年 7 月，中国旅游研究院在京发布 2012 年上半年旅游经济运行分析和下半年趋势预测报告。报告预计，2012 年全年，我国旅游接待总人数将超过 30 亿人次，旅游总收入约为 2.54 万亿元。国内旅游人数将突破 29 亿人次，同比增长 11%；国内旅游收入 2.23 万亿元，同比增长 16%。入境旅游 1.37 亿人次，同比增长 1%；入境过夜人数约 5825 万人次，同比增长 1%；旅游外汇收入 490 亿美元，同比增长 1%；出境旅游人数 7840 万人次，同比增长 12%；出境旅游消费 820 亿美元，同比增长 18%，旅游服务贸易逆差 330 亿美元。

随着居民收入的稳定增加，中等收入人群规模的扩大，旅游需求较快增长，旅游发展大众化的基本趋势不会改变。国家把旅游消费纳入了扩大内需的重要领域，将加大对旅游业发展的政策支持，从中央到地方，支持旅游业发展的政策环境将持续向好，将拉动旅游消费快速增长。

在政策支持方面，《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》、《国务院关于加快发展旅游业的意见》等多项政策分别针对发展旅游产业提出了相关倾斜政策和目标；中国人民银行、国家发改委、国家旅游局等七部门联合发布的《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》对于金融机构加强和改进对旅游业的信贷管理和服务提出要

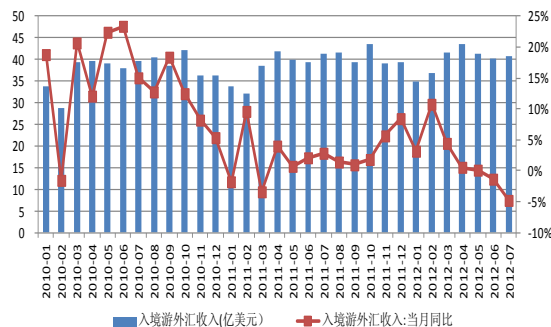
求；国家旅游局正在就《国民旅游休闲纲要》广泛征求意见，带薪休假有望向全民推广；“十二五”文化产业倍增计划将直接利好文化旅游产业发展。随着国民收入的增长及产业政策力度的加强，我国旅游市场即将加速结构型转型、升级，旅游企业迎来新的发展机遇。

图 4: 入境游接待人次与当月同比



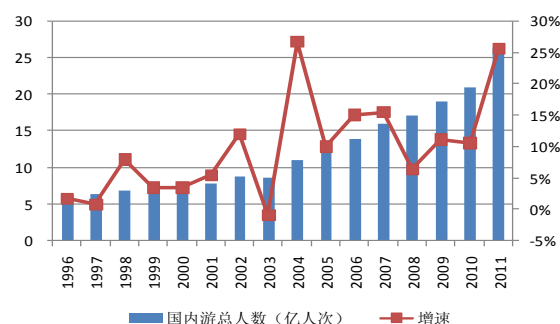
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 入境游外汇收入与当月同比



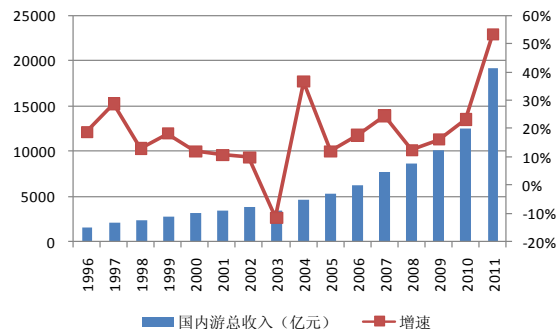
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 国内游总人数与增速



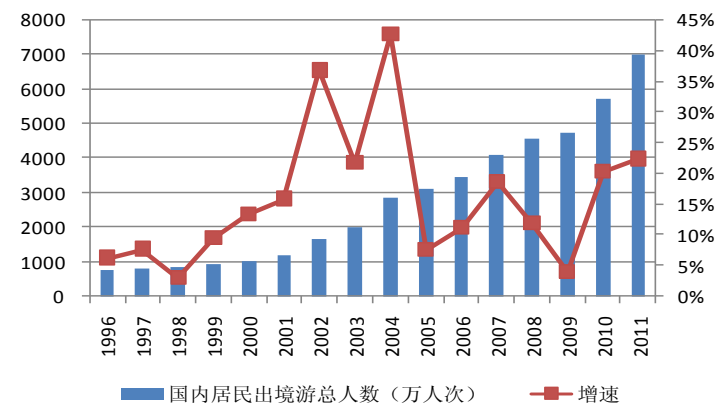
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 国内游总收入与增速



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 国内居民出境游总人数与增速



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 旅游消费从观光游向休闲度假游升级

旅游业的发展与经济发展水平密切相关。按照旅游业发展规律，旅游市场的发展阶段随着人均 GDP 的提升而发生变化：当人均 GDP 达到 1000 美元时，属于观光游阶段；人均 GDP 超过 2000 美元，旅游形态开始向休闲游转化；人均 GDP 超过 3000 美元，旅游形态向度假游升级；人均 GDP 超过 5000 美元，则进入成熟的度假游阶段。2011 年，我国人均 GDP 达到 5430 美元。按照国际旅游发达国家的发展经历，我国旅游市场已经进入休闲度假游发展阶段。然而，由于我国人均 GDP 差距较大，旅游业发展起步晚，因此目前旅游消费主体仍处于观光游阶段。于是，出现了观光游和休闲度假游并存的现象。

目前由国家旅游局牵头的《国民旅游休闲纲要》（以下简称《纲要》）已经上报国务院，等待最终批复。《纲要》由国家旅游局从 2009 年开始筹备撰写，经过数度增删和意见征求，已经成稿多时，期间亦曾几次传闻即将发布。《纲要》的制定目的是引导国民休闲或休闲业发展，对我国旅游行业来说，具有长期的利好作用。因此，虽然它并不是能起到“立竿见影”效果的文件，但始终被认为是现阶段旅游板块重要的政策催化剂。

据悉，《纲要》提出要完善旅游休闲产品，壮大旅游休闲产业，本着“边试点，边推广”的原则稳步推进，分三个阶段实施。内容涉及加大财政支持、推动带薪休假制度和促进个人旅游消费等方面。如从财政总投入量上，各级财政要逐步增加旅游休闲公共服务设施建设的资金投入；从休闲度假时间上，职工带薪休假制度要得到政策保障和全面落实；从促进个人旅游消费上，政府支持有条件的地方发展福利旅游、减免部分景点门票，以加大刺激国民休闲旅游消费。其中对于“落实带薪休假制度”的目标设定颇具看点，这被认为将让过夜游客数量明显增加，从本质上改变我国境内旅游消费低下的现状，能够实质性推动旅游休闲产业的发展。

3. 公司看点一：创新传统旅行社业务，线上线下整合营销

3.1. 固化旅行社业务商业模式划分，引领行业变革

公司坚持“细分市场，重塑业务流程，走专业化道路”的经营原则，基于对公民旅游市场未来发展趋势的判断，根据其盈利模式及消费特点，率先将公民旅游业务细分为面向散客市场的观光旅游业务和休闲度假业务，及面向集团客户的会议奖励业务和商旅管理业务，并整合形成纵向一体化的四大业务板块，引领行业对于模式创新的思考与探索。

3.1.1. 中青旅百变自由行：旅行社业务最大的亮点

中青旅百变自由行为国内首家以及独家专业提供自由行服务的旅游品牌。为顺应散客化与自助化、休闲游与体验游发展趋势，公司在 2008 年以“二元组织”的战略与组织理念，成立了专门的自由行业务部，大力培育自由行创新业务，以出境自由行为先发重点，同步培育国内自由行。百变自由行力求从传统旅游业务中提炼升华、逐步实现“可选的机票，精选的酒店，全方位的目的服务，丰富的旅游资讯”的有机融合，受到广大时尚旅游者的认可和喜爱。“中青旅百变自由行”销售额以每年翻番的速度增长，已成为北京市场知名的自由行品牌。未来，中青旅百变自由行在继续大力发展北京出发产品的基础上，将借助公司三位一体的渠道优势和传统旅行社业务资源优势布控新的市场，开发多区域特色出发产品，为顾客提供更为丰富

的一站式自由行服务。

2011 年,公司在自由行业务基础上重组度假旅游业务,延展了度假旅游产品内涵。中国旅游业正逐步进入休闲度假旅游的消费升级阶段,面向高端细分市场的度假旅游业务也与公司品牌高度契合,目前中青旅度假品牌依然引领市场。2011 年,公司度假旅游业务实现营业收入较去年同期增长 46%。2012 年上半年,公司度假旅游业务收入较去年同期增长 50%。继 2010 年“百变自由行”品牌进入上海后,2011 年 6 月“百变自由行”正式落地杭州,异地拓展工作稳步推进。“中青旅百变自由行”是公司旅行社业务最大的亮点和增长点,未来目标是形成与中青旅品牌相得益彰、具有较大市场影响力的细分市场品牌。

3.1.2. 创新整合国内与出境观光业务

2011 年公司正式成立观光旅游事业部,进一步明确市场定位,整合国内与出境观光业务,整合上游供应商和下游销售渠道,实现产品研发、销售管理、渠道建设一体化运作,形成“前台宽、后台专”的局面,探索一条横向协同、纵向协作、统分结合、责任清晰的一体化运营管理模式。2011 年,公司出境与国内观光业务面对市场压力,持续研发特色新产品,推出“红色旅游年”、“遇见·邂逅”等系列主题活动,推出夏威夷包机、柬埔寨包机、丽江客栈包房、三峡游轮包船等直采产品,利用渠道的深入和拓展实现业务规模化、产品市场化、服务人性化,最大限度实现下辖各业务的互动和协同发展。2011 年,公司观光旅游总收入同比增长 14%。2012 年上半年,公司观光旅游收入同比增长 34%。

3.2. 创新渠道建设: 线上线下整合营销

3.2.1. 线下连锁店

公司实体销售渠道建设工作按照公司“轻资产、低成本、高效率”的扩张策略稳步推进。连锁店在北京的发展重心为进一步加强旅游体验店、创新直营店、品牌合作店等建店模式的创新,截至 2011 年末,公司已在北京设立 38 家连锁店,其中创新模式店 13 家,公司 10 月与沃尔玛联合设立的联名品牌旅游体验中心已取得良好销售业绩。以北京为依托重点发展的华北大区已初步形成大兴、昌平、廊坊、唐山、秦皇岛、石家庄、太原由近及远的空间布局,协同效应初显。华东地区,以公民业务落地上海为基础始建直营店,布局上海区域连锁经营,并加强与浙江、江苏子公司间的业务联系。2012 年上半年,公司在北京、上海、天津共增设了 5 家连锁店,并进一步加强建店模式创新,完成变柜台式接待方式为洽谈式、体验式接待方式的旗舰店改造,加大主题店的合作力度,有效提升了客户感受与公司形象。

图 9：公司北京连锁店分布



数据来源：东北证券，公司官网

3.2.2. 线上遨游网

2007 年 8 月，公司将遨游网与青旅在线（原公司官方网站）合并成为中青旅遨游网，新网站成为整合创新业务与传统业务、涵盖旅游资讯与产品预订、集公司官方网站与电子商务网站于一体的网络平台。

2011 年，遨游网在品牌运营、用户体验、营销创新、内容建设、信息优化、支付方式等多方面进一步提升，全力打造便捷的、全国性的旅游度假网上预订平台，荣获新浪网“最佳旅游网络营销奖”、搜狐网年度“最佳旅行社网络预订服务”奖。截至 2011 年末，遨游网出发地达到 11 个城市，邮轮频道、海岛频道、度假酒店频道已相继上线。2012 年上半年，遨游网在异地分站拓展方面进展顺利，出发地已达到 18 个城市。遨游网继续从各方面优化网站，调整预订流程结构，简化订单填写，增强全标签体系搜索功能，完善景区景点频道，以进一步增强用户体验。遨游网对公司业绩贡献已开始逐步显现。

4. 公司看点二：会奖商旅业务增长迅速

会奖旅游在中国目前与国家的经济发展水平和阶段是一致的，属于成长阶段和发展阶段，这是一个完全新兴的一个行业，从政府、到行业到企业都在关注 MICE 行业的发展。

中青旅（北京）国际会议展览有限公司是中青旅控股股份有限公司旗下的一家专业子公司，是中国旅行社业内第一家专注于商务会展领域，并以专业化的架构、团队和服务模式为客户提供整合营销服务的企业。中青旅会展成立于 2002 年，一直致力于为政府、社团、企业等集团客户提供包括会议与奖励旅游、国际会议组织管理、市场活动管理、公关传播、广告、展览、体育营销在内的整合营销服务。中青旅会展已经在中国主要经济区域形成了完善的网络布局，建立了以北京公司、天津公司、上海公司、江苏公司、广东公司、深圳公司、成都办事处为中心的商务会展服务板块，和以联科公关、联科广告、联科传媒、联合体育等公司为核心的整合营销服务板块。

公司会展业务经过十年的发展，在网络布局、服务链延伸、一体化管理、队伍建设与融合多个方面均取得初步成效。2011 年，在业务布局方面，中青旅会展在已完成北京、上海、深圳、南京、天津、广州等第一轮网络化布局的基础上，重点通过管控模式的加强使得六地业务和人员进一步融合并实现纵向一体化发展；在业务链条发展方面，会展业务在现有的会议、奖励、公关、活动和广告业务的基础上，进一步延伸了服务价值链，拓展入境会议市场、高端特种旅游市场等，对客户的跨地域综合性服务能力明显加强，建立起了规范、高效的运营模式。2011 年，会展公司获得多项行业大奖，包括《商旅专家》杂志评选的“2011 年度中国商旅会奖市场最佳 PCO 奖”、《时尚旅游》杂志颁发的“2011 年度最佳会奖活动策划奖”、迪拜会奖局“2011 卓越会奖合作伙伴奖”等。2011 年会展公司实现营业收入同比增长 50.78%。2012 年上半年，会展公司实现营业收入同比增长 34%。2012 年 3 月，会展公司被中国旅行社协会会奖专业委员会评为“2011 年度中国会奖旅游行业 20 强”榜首。

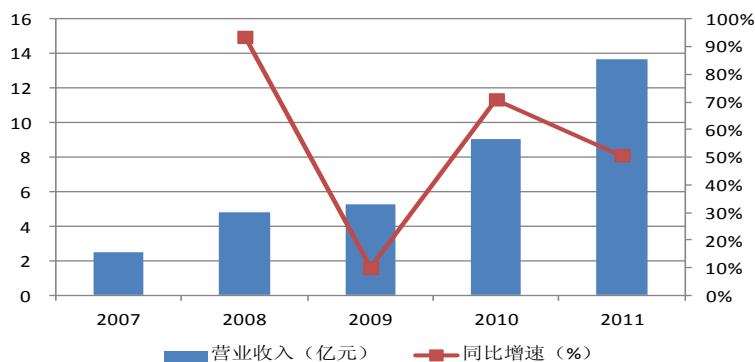
我们认为，随着中国经济的发展，会展行业作为一种新型的产业，正在迅速发展。公司会奖商旅业务将凭借品牌优势、技术壁垒和领先行业的业务水平继续保持稳步快速增长。

图 10: 公司会展业务服务内容



数据来源：东北证券，公司官网

图 11: 公司会展业务营业收入与同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

5. 公司看点三：乌镇持续快速增长，未来看古北水镇

5.1. 乌镇：休闲度假目的地的成功典范，公司利润的主要来源

5.1.1. 精准市场定位，成功打造“乌镇模式”

乌镇是一个有 1300 年建镇史的江南古镇。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。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），投入十亿元巨资对乌镇西栅实施保护开发。西栅景区占地面积三平方公里，毗邻古老的京杭大运河畔，由十二个碧水环绕的岛屿组成，需坐渡船进入。乌镇西栅街区真正呈现了原汁原味的江南水乡古镇历史风貌。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。2007 年，乌镇西栅景区正式对外开放。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。西栅以休闲度假为主导，集吃、住、行、游、购、娱于一体，不仅可以观赏到美丽的江南水乡风貌，更可以置身其间，体验水乡生活的乐趣。

乌镇旅游股份有限公司是中青旅、桐乡市政府、IDG 三方共同持股的大型旅游集团。公司旗下拥有两大成熟型景区：东栅景区和西栅景区是国家五 A 级景区，占地面积 4.3 平方公里；其中东栅景区主要以“一日观光游”为主，西栅景区主要以“休闲度假商务游”为主。东栅景区门票实行一票制，票价 100 元/人，西栅景区门票 120 元/人，夜景门票 80 元。东西栅联票 150 元/人。

随着居民旅游消费的升级，休闲度假游受到越来越多游客的青睐。乌镇旅游目前经营的乌镇东栅景区定位于观光旅游，西栅景区基本定位于休闲度假旅游和高端会议接待，符合中国旅游业由观光型向休闲度假型结构转移的发展趋势。乌镇旅游以“整体产权开发、复合多元运营、度假商务并重、资产全面增值”为核心模式，秉持“文化旅游化”的核心理念，将古镇历史文化遗存资源与旅游复合式开发相结合，乌镇成为国内休闲度假目的地的成功典范。乌镇东栅西栅景区定位相得益彰，未来发展前景值得期待。

图 12: 乌镇东栅景区



数据来源: 东北证券

图 13: 乌镇西栅景区



数据来源: 东北证券

图 14: 乌镇东西栅景区区位图



数据来源: 东北证券, 公司官网

表格 3: 乌镇东西栅景点

	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、帮案、财神湾与财神堂、香山堂、水乡晨昏、江浙分府
西栅	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

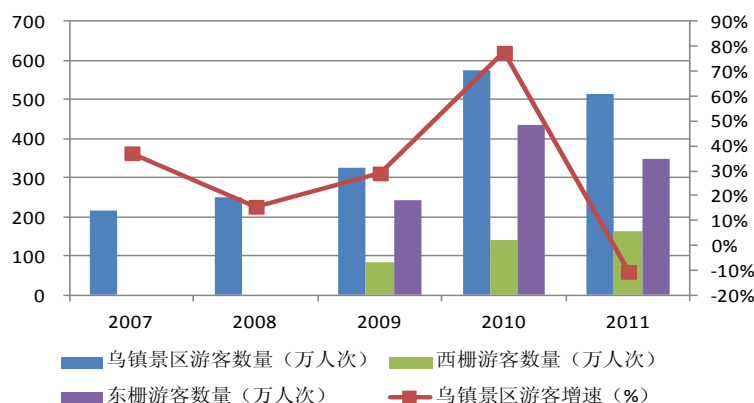
数据来源: 东北证券, 公司官网

5.1.2. 持续快速增长, 是公司利润的主要来源

乌镇景区凭借其精准的市场定位, 成功的经营模式, 在江南古镇竞争中树立了明显的优势。景区经营业绩持续快速增长, 是公司利润的主要来源。

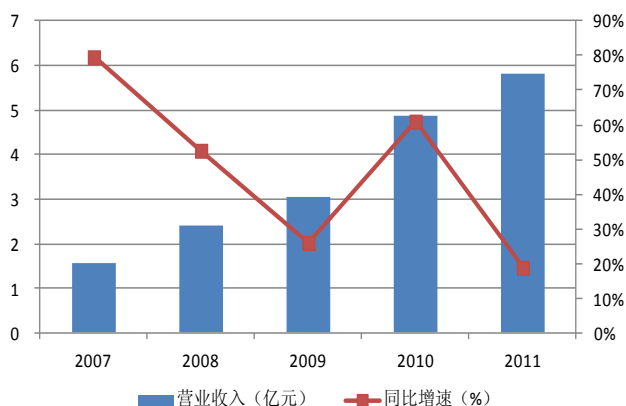
2011 年, 乌镇旅游在面对世博衍生的经营高峰后游客回落的压力下, 业绩又创新高。乌镇景区累计接待游客 514.53 万人次, 其中东栅接待 349.74 万人次, 西栅接待 164.79 万人次。实现营业收入 5.8 亿元, 同比增长 18.85%; 实现净利润 2.2 亿元, 同比增长 19.41%。2012 年上半年, 乌镇景区继续保持良好的增长态势, 累计接待游客 281.48 万人次, 同比增长 18.66%, 其中东栅 183.94 万人次, 西栅 97.54 万人次。实现营业收入 3.12 亿元, 同比增长 32.4%; 实现净利润 1.16 亿元, 同比增长 15.04%。我们预计, 未来乌镇西栅景区游客数量将保持较高增长, 东栅景区游客数量则保持常规自然增长。

图 15: 乌镇景区游客量与同比增速



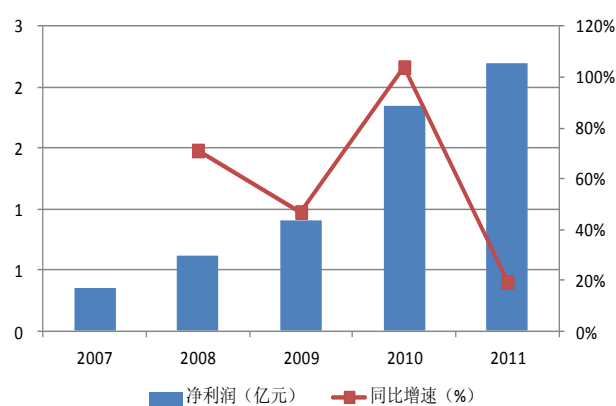
数据来源：东北证券，公司公告

图 16: 乌镇景区营业收入与同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

图 17: 乌镇景区净利润与同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

5.1.3. 未来增长点：来自西栅景区游客量的增长和人均消费的提升

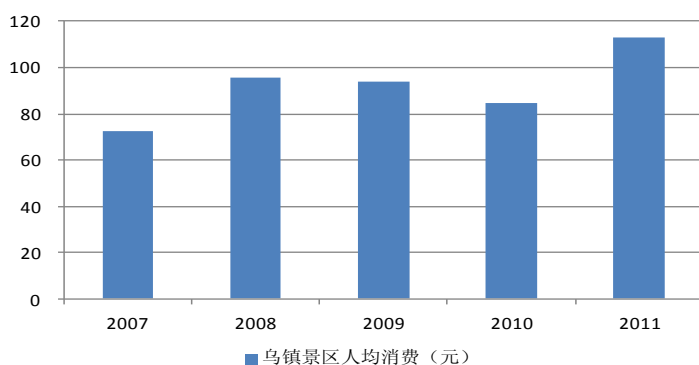
目前，乌镇的东栅接待人次相对比较饱和，西栅并没有饱和，还有增长空间。我们认为，未来乌镇收入增长主要来自两方面，一是游客量尤其是西栅游客量的自然增长，二是游客人均消费金额的增长。近年来，乌镇景区人均消费从2007年的72元上升至2011年的113元。总游客量下降而人均消费水平提升的原因是：以休闲度假功能为主的西栅景区游客比重不断上升，带动酒店等其他高单价高毛利度假产品收入不断上升。

另外，二期开发的西栅景区在景区面积、景点数量都超越了东栅景区，景区融合了观光与休闲度假功能，具备各类风格的民居特色客房和各种档次的度假酒店，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、枕水度假酒店、紫藤青年旅馆。此外，西栅景区还有多家设施齐全的会议中心和高级商务会馆，大大提升了景区的游客接待能力。未来西栅景区的盈利能力仍有很大提升空间。

公司通过完善配套服务设施、增加服务内容等举措带来的人均消费水平增长已成

为乌镇旅游可持续发展的内在驱动因素。2011 年，乌镇旅游策划举办了长街宴、童玩节、七夕节、中秋祭月、湖羊文化旅游美食节等民间民俗文化活动，开发出一批民俗文化场馆及民间特色老店铺，采用现场演示与销售相结合的经营方式，使游客在乌镇领略到精彩纷呈的民俗文化魅力；配合乌镇淘宝旗舰店的开幕，推出快乐家族套餐、超值至尊套餐、水乡婚礼套餐等景区产品，为游客提供更为个性化的选择；由乌镇旅游传承的“乌镇香市”、“花鼓戏”、“乌镇三白酒”、“乌镇三珍斋卤味”成功入选浙江省第四批非物质文化遗产，进一步促进了乌镇旅游特色纪念品的开发销售。2011 年，乌镇旅游集中对提升接待能力及完善服务功能的项目进行投入，如乌镇大剧院建设、会议中心建设、民宿项目等，项目投入使用后，乌镇休闲度假内容会进一步拓展丰富，将为景区未来可持续增长奠定良好基础。

图 18: 乌镇景区人均消费



数据来源：东北证券，公司公告

表格 4: 乌镇景区盈利预测

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
乌镇景区游客数量 (万人次)	252.00	324.00	575.00	514.53	563.73	622.14	692.30
乌镇景区游客增速 (%)	15.60%	29.00%	77.50%	-10.52%	9.56%	10.36%	11.28%
西栅游客数量 (万人次)		83.00	140.00	164.79	189.51	221.72	263.85
东栅游客数量 (万人次)		241.00	435.00	349.74	374.22	400.42	428.45
营业收入 (亿元)	2.41	3.04	4.88	5.80	6.37	7.15	8.10
同比增速 (%)	52.60%	26.00%	61.00%	18.85%	9.83%	12.31%	13.21%
净利润 (亿元)	0.62	0.91	1.85	2.20	2.39	2.68	3.04
同比增速 (%)	71.20%	47.00%	104.00%	19.41%	8.58%	12.31%	13.21%

数据来源：东北证券，公司公告

5.2. 古北水镇：“类乌镇模式”异地拓展

5.2.1. 项目概况：借鉴乌镇模式，打造北方水乡

2011 年 8 月，公司全资子公司北京古北水镇旅游有限公司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。11 月，公司再拿下同地区总面积 23.94 万平方米（折合 359 亩）的旅游用地，成交价款为 1.94 亿元。古北水镇旅游有限公司经过两次增资，已达到项目初始规划，注册资本 8 亿元，实收资本 10 亿元。项目将依托周边丰富的人文景观、自然资源，突出古镇、民居、冷泉、温泉、山水相间等资源亮点，强化民俗文化展示，建设具有北方建筑、历史文化特点的“亲水山坡型”古镇，打造集观光游览、休闲

度假、商务会展、文化创意等业态为一体，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。目前项目正在当地政府的支持下有序推进，预计 2013 年 5 月正式对外营业。

图 19: 古北口镇全貌



数据来源：东北证券，古北口镇官网

图 20: 司马台长城



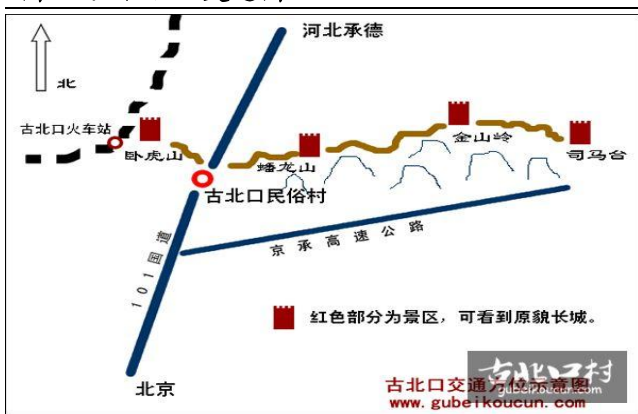
数据来源：东北证券，古北口镇官网

5.2.2. 项目竞争优势：独享丰富的旅游资源和得天独厚的地理位置，地方政府大力支持

古北水镇地处具有“京师锁钥”之称的密云县古北口镇境内。项目所处的密云县地处北京一小时经济圈内，距北京市区近 100 公里，交通十分便捷。密云县古北口镇历史悠久，得天独厚的人文旅游资源，纯朴厚重的乡土民风，地理位置的重要和军事地位的突出，造就了其特殊的古镇文化和长城雄关风貌。古北口镇不仅拥有明长城，还保留有古老的北齐长城和建于 1680 年的古御道等历史文化古迹，旅游资源极其丰富。

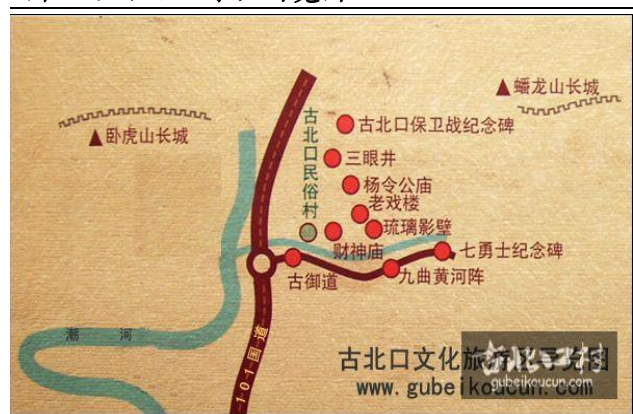
古北水镇项目作为调整优化首都产业结构、落实完善文化创意产业聚集区发展扶持政策的重点项目之一，已正式列入北京十二五发展规划。作为北京市“十二五”规划中文化创意产业与旅游业重大项目、“十二五”北京旅游业发展规划的十二个引擎项目之一的古北水镇国际旅游综合度假区项目在 2011 年定位为“规划与设计”之年，项目进展符合预期。地方政府的全力支持可确保项目的顺利、有序推进。

图 21: 古北口交通图



数据来源：东北证券，古北口镇官网

图 22: 古北口景区游览图



数据来源：东北证券，古北口镇官网

5.2.3. 项目推进：引入新战略投资者京能集团，有利于项目快速发展

中青旅近日发布公告，公司控股公司北京古北水镇旅游有限公司拟引进新的战略投资者，以推进古北水镇国际休闲度假旅游区的建设进程。古北水镇旅游公司注册资本将由 8 亿元人民币增至 10 亿元人民币，新增注册资本由京能集团以人民币 5 亿元全额认缴。增资金额将全部用于古北水镇景区的建设。古北水镇引入京能集团致使中青旅和乌镇公司合计持有古北水镇股权比例降至 48%，按照相关会计准则，不对古北水镇项目进行并表。公司股权虽有稀释，但是，我们认为，公司引入新的战略投资者，将大幅缓解项目的资金压力，有利于古北水镇项目的快速发展。

5.2.4. 项目前景：类乌镇模式，未来盈利可期

古北水镇延续乌镇的多元复合化经营模式，项目主要面向北京市场，客户主要是中高端的散客和会议接待。公司期望古北水镇成熟后年接待能力为 400 万人次，从项目开发到项目成熟培育期公司希望是 3-5 年，我们预计 2014 年古北水镇有可能实现盈亏平衡。项目进入成熟期后，营业收入有望达到 10 亿元，年贡献利润 3 亿元左右。基于乌镇的规划、建设以及经营管理经验，我们认为，公司打造第二个类似的项目前景会更好。古北水镇有望实现观光与度假并重、门票与景区复合经营的商业模式，营造“文化旅游化”目的地，未来发展前景值得关注。

6. 公司投资策略

公司发展战略清晰，管理不断创新，走多元化经营路线。公司会奖商旅业务发展迅速。乌镇景区持续快速增长，古北水镇打开未来业绩成长空间。我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 0.84 元、0.94 元和 1.05 元，公司目前股价 16.54 元，对应 PE20 倍、18 倍、16 倍，有相对的估值优势，维持“推荐”评级。

表格 5: 旅游综合类重点公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	当前股价	每股收益				市盈率				投资评级
			2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E	
601888.SH	中国国旅	27.64	0.78	1.18	1.44	1.77	35.44	23.42	19.19	15.62	推荐
600138.SH	中青旅	16.54	0.64	0.84	0.94	1.05	25.84	19.69	17.60	15.75	推荐
600258.SH	首旅股份	12.46	0.42	0.51	0.61	0.73	29.67	24.43	20.43	17.07	谨慎推荐

数据来源：东北证券，公司公告

风险提示：古北水镇建设进程低于预期、房地产结算存在不确定性等。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	906	1,100	1,328	1,694
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	815	848	1,013	1,050
存货	1,545	1,787	1,965	2,210
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	4,863	5,544	6,304	7,191
可供出售金融资产	51	51	51	51
长期投资净额	293	293	293	293
固定资产	1,488	1,788	2,098	2,418
无形资产	795	1,044	1,288	1,526
商誉	75	75	75	75
非流动资产合计	3,670	3,849	4,107	4,396
资产总计	8,534	9,393	10,411	11,587
短期借款	269	69	44	24
应付款项	757	894	964	1,103
预收款项	2,019	2,251	2,519	2,792
一年内到期的非流动负债	340	340	340	340
流动负债合计	4,224	4,566	4,994	5,501
长期借款	35	36	38	41
其他长期负债	41	41	41	41
长期负债合计	117	82	82	82
负债合计	4,336	4,643	5,073	5,583
归属于母公司股东权益合计	2,551	2,840	3,146	3,497
少数股东权益	1,647	1,910	2,192	2,507
负债和股东权益总计	8,534	9,393	10,411	11,587

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	8,421	9,388	10,503	11,642
营业成本	6,696	7,416	8,350	9,290
营业税金及附加	144	160	179	198
资产减值损失	58.29	0.00	0.00	0.00
销售费用	578	657	735	792
管理费用	292	357	378	396
财务费用	5	7	8	9
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-10	10	10	10
营业利润	638	801	863	967
营业外收支净额	53.24	38.00	38.00	38.00
利润总额	691	839	901	1,005
所得税	186	227	230	256
净利润	505	613	671	749
归属于母公司净利润	267	349	389	434
少数股东损益	238	263	282	314

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	505	613	671	749
资产减值准备	0	0	0	0
折旧及摊销	155	124	147	171
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	5	7	8	9
投资损失	10	-10	-10	-10
运营资本变动	-125	-26	-79	6
其他	0	0	0	0
经营活动净现金流量	611	646	698	883
投资活动净现金流量	-1,049	-261	-357	-412
融资活动净现金流量	448	-192	-112	-105
企业自由现金流	-613	410	343	475

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	0.64	0.84	0.94	1.05
每股净资产 (元)	6.14	6.84	7.57	8.42
每股经营性现金流量 (元)	1.47	1.56	1.68	2.13
成长性指标				
营业收入增长率	38.4%	11.5%	11.9%	10.8%
净利润增长率	0.7%	30.7%	11.4%	11.6%
盈利能力指标				
毛利率	20.5%	21.0%	20.5%	20.2%
净利率	3.2%	3.7%	3.7%	3.7%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	32	32	32	32
存货周转率 (次)	89	82	82	82
偿债能力指标				
资产负债率	50.8%	49.4%	48.7%	48.2%
流动比率	1.15	1.21	1.26	1.31
速动比率	0.79	0.82	0.87	0.91
费用率指标				
销售费用率	6.9%	7.0%	7.0%	6.8%
管理费用率	3.5%	3.8%	3.6%	3.4%
财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
估值指标				
P/E (倍)	28.97	19.69	17.60	15.75
P/B (倍)	3.03	2.73	2.46	2.21
P/S (倍)	0.92	0.82	0.74	0.67
净资产收益率	10.5%	12.3%	12.4%	12.4%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760