



定增完成、古北火爆，重申“买入”评级

中信证券研究部

2014年5月13日

姜娅

电话：021-20262104

邮件：jiangya@citics.com

执业证书编号：S1010510120056

联系人：王玥

电话：021-20262141

邮件：yuew@citics.com

事项：

2014年5月12日，中青旅发布非公开发行情况报告书，确定最终发行价格、数量及配售情况；同时我们跟踪了解公司经营情况，主要信息和观点总结如下：

定增发行情况

公司定增发行价格及总量：最终确定的发行价格为18.3元/股，发行数量6721万股，募集资金总额为12.3亿元，扣除发行费用后净额12亿元，用于收购乌镇旅游15%股权，遨游网平台化、网络化、移动化升级项目，桐乡旅游广场项目和补充流动资金，配售对象为中青旅集团、山东文化产业投资、民生加银基金、华安基金等8家。

表1：公司定增投向情况

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	收购乌镇旅游股份有限公司15%股权	41,098	41,000
2	遨游网平台化、网络化、移动化升级项目	32,810	30,000
3	桐乡旅游广场项目	31,533	20,000
4	补充流动资金	29,000	29,000
	合计	134,441	120,000

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：收购乌镇旅游15%股权以美元作为支付方式，实际支付金额为41098万元

公司定增发行价格18.3元，符合之前预期价格区间。我们维持观点：定增项目符合公司发展战略，其中回收乌镇股权2014年即能体现业绩增厚，其他项目包括遨游网平台强化建设等需要进一步观察投入及项目实施情况，整体募资效果给予较好评价。大股东青旅集团最终认购1408万股，占比21%，也为公司股价提供了较高的风险保障。伴随定增完成，市场对股价担忧的短期束缚料将消散，再加之基本面持续运营良好，有望进一步催化股价表现。

跟踪内容

古北水镇：客流表现靓丽，培育周期缩短

近期客流情况：古北客流以环渤海尤其北京为主。清明开启古北水镇春游小高峰，3天累计接待游客1.9万人次；“五一”小长假期间接待游客5.9万人次（若加上儿童等免票游客则接近8万），目前每周游客数量在2.5-3万人次。按此趋势估算，2014年全年客流有望突破100万人次，项目有望实现盈亏平衡。由于目前古北商铺与场馆未完全开放，因此客流集中时显得较为拥挤，伴随设施逐步完善，人流会逐步分散。古北总面积相当于西栅的2倍，目前西栅客流量在300万人次左右，因此预计古北到成熟阶段客流量将相当可观。

招商与营销：古北景区对商户的选择和管理要求比较高，比如同一类型的商户只能有一家，产品必须具有一定特色等，因此招商进程相对缓慢。对旅行社的宣传早已铺开，包括公司下属的旅行社子公司，大规模的营销与推广预计 2015 年进行，下半年会适时启动一部分宣传，主要出于景区长期的口碑、形象与游客体验考虑，宣传将伴随招商进程循序渐进地推进。

门票价格：目前古北景区门票仍是体验价 80 元，酒店价位在 500-1000 多元，司马台长城、索道单独收费并收入归景区所有，长城门票 40 元，索道指导价单程 80 元、往返价 120 元，待正式运营后古北门票价格上升至 150 元，长城门票价格不变，酒店价格完全根据市场供需浮动。“五一”期间景区客单价在 200 元左右，考虑到配套项目未完全投入使用，个人消费释放程度有限，未来伴随着景区建设的成熟和项目的完善，预计客单价将显著高于这个水平。

设施方面：酒店：目前开出客房数量在 600-700 间，预计“五一”之后乌镇会所将投入使用，水镇大酒店多投入 100 间，未来整体供给量接近 2000 间。**餐饮：**体验期餐饮配套不够完善，散客预订酒店时会提醒自备部分食品，但水镇大酒店有自助餐提供，餐饮是自营与招商相结合。**交通：**从东直门直接到古北水镇的公交线路仍在洽谈，密云到古北已经开了十几条线路，另外京沈高铁也设立了密云站。

乌镇景区：产业链延伸，盈利释放可期

客流情况：乌镇西栅很好地契合了旅游行业由观光游向休闲度假游转型升级的发展方向，2013 年在行业整体景气下行背景下，乌镇总客流下降 5%，其中东栅降 18%，但西栅同比仍大增 17%。今年 4 月乌镇客流延续一季度的良好增长，前半个月就达到去年 4 月全月客流水平，预计 1-4 月整体增近 20%。“乌镇戏剧节”由 5 月延至 11 月，主要是因为 5 月本来就是旅游旺季客流较好，戏剧节对客流的拉动效应不是特别明显，但 11 月相对较淡，公司期望“以戏引客”，平衡淡旺季客流表现。

产业链延伸：公司近年来对乌镇景区持续地投入和建设，不断延伸目的地产业链，拓宽游客消费空间。因此，如枕水大酒店、乌镇大剧院、民宿等设施的折旧摊销，以及人工和财务费用集中在 2013 年计提，预计 2014 年相关成本费用有所下降，全年利润增速将高于 2013 年。乌镇向会议、演艺市场的延伸以及商贸产品的开发在未来都将成为持续的盈利贡献来源。

其他业务：总体稳健，不乏亮点

濮院项目：桐乡市作为首个全国旅游综合改革试点县，大环境非常有利于当地旅游企业积极发展，濮院项目更多也是看中当地的旅游区位优势。同时，一旦 2015 年迪士尼开业，预计也将对桐乡旅游有较强的溢出效应，并将带动整体客流提升明显。公司对濮院的定位较乌镇“偏俗”，期望与乌镇互相补充与互相拉升。

商旅业务：公司于 2002 年进入会奖业务市场，是当时业内第一家涉入，多年培育之下已相对成熟，目前市场排名第一。（1）医药贿赂事件的爆发短期利空，长期利好。部分新的经营主体在进入时采取不正当竞争手段，比如压价和商业贿赂，但是中青旅一直恪守行业规范、遵守相关法律，因此医药事件影响很小。另外，有些会议需求是刚性的，不会因为某时段的政策而终止，因此当整体市场好转时，预计恢复需求将呈现爆发性增长。（2）限制“三公消费”对旅游行业的影响是整体性的，且相对长期，但中青旅的客户以跨国公司为主，政府和国企占比不高，因此受影响程度有限。同时，限制“三公消费”也有一定的挤压效应，公费旅游需求有部分可能会转化为个人出游。

遨游网：预计 2013 年遨游网交易金额超 10 亿（含呼叫中心），遨游网已经全覆盖中青旅线下产品。公司募投项目是遨游网的平台化、网络化、移动化，未来有望通过平台化完善产品结构：1. 采购其他旅行社的产品作为补充，利用自身品牌优势进行筛选并作品质担

保；2. 也会开发要素化产品（机票、酒店、火车票、租车等），拓展产品品类以增加客户粘度、提高用户流量。

风险因素：

行业运行情况不佳；古北项目不达预期，地产结算与预期有差异等。

盈利预测、估值与投资建议

基于定增最终发行情况（实际发行 6721 万股，原按最大发行量 7800 万股测算），调整公司 2014-2016 年全面摊薄 EPS 预测为 0.79/1.03/1.19 元（原为 0.77/1.01/1.17 元）。基于 2014 年全面摊薄业绩，我们以分项估值法对现有业务估值：旅行社、酒店 25X+ 乌镇 30X+ 科技、彩票、物业 15X+ 地产 0X；古北水镇按净现金流折现测得权益市值的现值为 26.6 亿。合计估算公司短期合理市值 126 亿元，对应最新股本每股价值 26.1 元。

表 2：公司盈利预测拆分表（表中数据未摊薄）

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	估值测算	
EPS (元) (未摊薄)	0.71	0.77	0.91	1.20	1.39	PE	14 估值
旅游服务等	-0.03	0.15	0.16	0.17	0.23	25	3.95
酒店	0.00	0.00	0.02	0.03	0.04	25	0.41
乌镇景区	0.29	0.40	0.54	0.64	0.74	30	16.30
古北水镇景区	0.00	-0.01	-0.06	0.03	0.10	30	0.00
科技及彩票	0.19	0.16	0.18	0.21	0.24	15	2.71
房产销售	0.21	0.03	0.04	0.08	0.00	0	0.00
房产出租	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	15	0.54
证券投资	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00
						除古北外每股价值 (元)	23.90
						对应市值 (亿元)	99.25
						古北权益市值 (亿元)	26.62
						合理市值 (亿元)	125.88
						每股价值 (亿元)	26.09

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

我们自 2013 年 12 月 23 日发布报告《中青旅（600138）跟踪报告—看好价值空间，配置时机显现》重申推荐以来，公司股价已上涨约 26%。我们认为，定增完成，乌镇、古北水镇迎来旅游旺季、客流屡超预期，持续良好经营有望继续催化股价表现；途牛上市短期具在线旅游基因标的有望受益表现，而公司在线旅游及彩票业务发展若确有突破，将进一步释放估值束缚，重申“买入”评级。

表 3：中青旅收入与盈利预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	10280	9316	10663	12533	14029
增长率 YoY%	22.1	-9.4	14.5	17.5	11.9
净利润 (百万元)	295	321	379	497	576
增长率 YoY%	10.5	8.6	18.4	30.9	16.0
EPS (元) (考虑摊薄)	0.71	0.77	0.79	1.03	1.19
毛利率%	20.0	19.8	20.1	20.1	19.7
净资产收益率%	10.3	11.0	8.6	10.4	11.1
PE	29	27	26	20	17
PB	3.0	2.9	1.9	1.8	1.7

资料来源：wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2014 年 5 月 12 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：(1) 适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；(2) 适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及 (3) 适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsal.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsal.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券 (CITIC Securities International USA, LLC (下称“CSI-USA”) 除外) 和 CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。