



买入 **31% ↑**

目标价格: 人民币 25.00

原目标价格: 人民币 22.00

600138.CH

价格: 人民币 19.11

目标价格基础: 27倍15年每股收益

板块评级: 增持

中青旅

乌镇景区客流恢复增长, 古北预期进一步强化

2013年公司实现营收93.2亿元, 同比下降9.4%, 其中旅游主业实现营收71.2亿元, 同比增长5.5%; 实现归属于母公司净利润3.2亿元(合每股收益0.77元), 同比增长8.8%。实现扣非后净利润1.87亿元, 同比下降31%。公司扣非后业绩大幅下降的原因是由于房地产收入、利润的大幅减少(2012年地产结算17.8亿元, 2013年1.46亿元)、期间费用的大幅增加(主要是乌镇戏剧节等相关活动产生较大费用, 对主营利润影响较大所致)。2014年1季度公司实现营收21.78亿元, 同比增长12.13%, 实现净利润6,536.58万元(合每股收益0.16元), 同比增长10.03%, 扣非后净利润同比增长51.39%。扣非后业绩高增长的主要原因在于: 1季度乌镇公司实现良好增长, 且持股比例由51%增长至66%; 会展公司大项目进展顺利。总体分析, 1季度乌镇客流增长良好, 古北景区客流近期逐渐进入上升通道, 后续濮院、乌村等景区项目将陆续推进, 景区业绩“梯次化”发展战略清晰; 在房地产结算扰动项基本消除后(余下少许地产业务尚未计算, 对于2014-2015年的收入、利润影响很小), 随着景区客流恢复以及乌镇15%的股权增厚, 公司全年业绩可维持稳健增长。

支撑评级的要点

- 乌镇景区客流同比下滑5.3%, 客单价提升17%: 乌镇景区2013年接待游客569.1万人次, 同比下降5.3%, 其中东栅景区游客311.97万人次, 同比下降18%; 西栅景区游客257.13万人次, 同比增长17%。2013年乌镇景区实现营收7.69亿元, 同比增长11%; 客单价达到135元, 同比增长17%。
- 2014年Q1乌镇客流恢复良好, 古北客流略超预期: 乌镇景区2014年Q1客流同比增长8.6%, 其中东栅客流略有下降, 西栅客流同比增长22%。古北水镇景区近期客流增长态势良好, 周一到周五日均接待1000人次, 周末日均接待5000-7000人次。预计2014-2016年古北水镇景区客流分别为50/120/180万人次。

评级面临的主要风险

- 旅游系统性风险、古北项目培育低预期。

估值

- 不考虑地产尾盘结算, 考虑古北水镇业绩贡献, 预计2014-2016年每股收益为0.84/1.09/1.46元(其中古北水镇贡献权益业绩-0.05/0.03/0.23元), 对应增发全面摊薄后每股收益0.71/0.92/1.23元。维持**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	10,280	9,316	10,886	12,841	15,072
变动(%)	22	(9)	17	18	17
净利润(人民币 百万)	295	316	348	453	606
全面摊薄每股收益(人民币)	0.711	0.760	0.838	1.090	1.458
变动(%)	10.5	7.0	10.3	30.0	33.8
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.83	1.09	NA
调整幅度(%)	-	-	-	-	-
核心每股收益(人民币)	0.714	0.760	0.838	1.090	1.458
变动(%)	10.6	6.4	10.3	30.0	33.8
全面摊薄市盈率(倍)	26.9	25.1	22.8	17.5	13.1
核心市盈率(倍)	26.8	25.2	22.8	17.5	13.1
每股现金流量(人民币)	0.60	1.19	4.65	2.08	2.71
价格/每股现金流量(倍)	31.7	16.0	4.1	9.2	7.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	13.8	9.3	8.1	6.5
每股股息(人民币)	0.150	0.000	0.168	0.218	0.496
股息率(%)	0.8	0.0	0.9	1.1	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 旅游

旷实

(8610) 66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

乌镇景区客流同比下滑 5.3%，客单价提升 17%：受禽流感、限制“三公”消费及天气因素影响，乌镇景区 2013 年接待游客 569.1 万人次，同比下降 5.3%，其中东栅景区游客 311.97 万人次，同比下降 18%；西栅景区游客 257.13 万人次，同比增长 17%。2013 年乌镇景区实现营收 7.69 亿元，同比增长 11%；客单价达到 135 元，同比增长 17%。乌镇景区 2013 年毛利率 84%，同比增加 0.41 个百分点；净利率 37%，同比增加 3 个百分点，主要是政府补贴大幅增加所致。剔除政府补贴，我们分析发现，乌镇景区 2013 年经营性净利率为 24%，同比减少 7 个百分点，主要是由于戏剧节以及相关费用增加所致。我们认为，乌镇景区因为费用支出导致营业利润率降低，但是通过补贴进入“营业外收入”，乌镇景区整体净利率维持高位。其实本质上讲，可以将营业外收入与费用进行对冲，乌镇主营利润维持高增长。

图表 1.乌镇景区核心经营数据解析：

单位：万元	2013 年	2012 年	同比%
收入	76,920.89	69,002.30	11.48
净利润	28,323	23,285.53	21.64
毛利率(%)	84.17	83.75	增加 0.41 个百分点
净利率(%)	36.82	33.75	增加 3.08 个百分点
政府补贴	13,421.61	2,799.57	379
所得税率(%)	25	25	
政府补贴税后金额	10,066.21	2,099.68	379
扣除政府补贴后净利润	18,257.16	21,185.85	(14)
扣除政府补贴后净利率(%)	23.73	30.70	减少 6.97 个百分点
客流（万人次）			
东栅	312	381	(18)
西栅	257	220	17
合计	569.1	600.83	(5.3)

资料来源：公司公告，中银国际研究

2014 年 Q1 乌镇客流恢复良好，古北客流略超预期：乌镇景区 2014 年 Q1 客流同比增长 8.6%，其中东栅客流略有下降，西栅客流同比增长 22%。乌镇景区一季度营业收入同比增长 18.9%，人均消费同比增长 9.5%。山水酒店一季度营业收入同比增长 17%；策略投资方面，中青旅创格科技营收同比增长 25%；西南三省福利彩票一季度营业收入同比略有增长；中青旅绿城尾盘销售工作进行；中青旅大厦物业出租盈利能力保持稳定。古北水镇景区近期客流增长态势良好，周一到周五日均接待 1000 人次左右，周末日均接待 5000-7000 人次。我们预计 2014-2016 年古北水镇景区客流分别为 50/120/180 万人次。

图表 2.2013 年年报业绩摘要

(人民币:百万)	2012 年度	2013 年度	同比(%)
营业收入	10,279.90	9,316.04	(9.38)
营业成本	8,228.85	7,471.03	(9.21)
毛利润	2,051.05	1,845.01	(10.05)
营业税金及附加	238.67	101.18	(57.61)
管理费用	352.34	390.78	10.91
销售费用	727.85	863.11	18.58
经营利润	732.19	489.94	(33.09)
资产减值	12.71	3.66	(71.20)
财务费用	31.24	66.20	111.91
投资收益	0.61	69.10	11,227.87
营业外收入	36.45	150.08	311.74
营业外支出	1.16	3.77	225.00
税前利润	724.14	635.49	(12.24)
所得税	196.33	156.96	(20.05)
少数股东损益	232.59	157.95	(32.09)
归属于母公司的净利润	295.22	320.58	8.59
基本每股收益	0.71	0.77	8.45
毛利率 (%)	19.95	19.80	
净利率 (%)	2.87	3.44	
扣非后归属于母公司的净利润	270.95	187.46	(30.81)
销售费用率(%)	7.08	9.26	
管理费用率(%)	3.43	4.19	
财务费用率(%)	0.30	0.71	

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 3.2014 年一季度业绩摘要

(人民币:百万)	2013 年一季度	2014 年一季度	同比(%)
营业收入	1,941.98	2,177.55	12.13
营业成本	1,587.03	1,780.26	12.18
毛利润	354.95	397.29	11.93
营业税金及附加	20.56	19.98	(2.82)
管理费用	87.10	76.04	(12.70)
销售费用	167.06	176.18	5.46
经营利润	80.23	125.09	55.91
资产减值	0.12	(0.15)	(225.00)
财务费用	10.57	20.12	90.35
投资收益	(0.13)	(2.13)	1,538.46
营业外收入	56.08	4.42	(92.12)
营业外支出	0.43	1.19	176.74
税前利润	125.06	106.22	(15.06)
所得税	32.70	25.53	(21.93)
少数股东损益	32.95	15.31	(53.54)
归属于母公司的净利润	59.41	65.38	10.05
基本每股收益	0.14	0.16	10.07
毛利率 (%)	18.28	18.24	
净利率 (%)	3.06	3.00	
扣非后归属于母公司的净利润	37.47	56.73	51.40
销售费用率(%)	8.60	8.09	
管理费用率(%)	4.49	3.49	
财务费用率(%)	0.54	0.92	

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	10,280	9,316	10,886	12,841	15,072
销售成本	(8,229)	(7,471)	(8,724)	(10,321)	(12,155)
经营费用	(1,142)	(1,149)	(1,181)	(1,371)	(1,515)
息税折旧前利润	909	696	981	1,149	1,402
折旧及摊销	(177)	(206)	(223)	(227)	(255)
经营利润(息税前利润)	732	490	758	922	1,147
净利息收入/(费用)	(31)	(71)	(81)	(76)	(75)
其他收益/(损失)	23	212	(3)	(4)	(4)
税前利润	724	631	674	841	1,068
所得税	(196)	(157)	(166)	(208)	(264)
少数股东权益	(233)	(158)	(159)	(181)	(199)
净利润	295	316	348	453	606
核心净利润	297	316	348	453	606
每股收益(人民币)	0.711	0.760	0.838	1.090	1.458
核心每股收益(人民币)	0.714	0.760	0.838	1.090	1.458
每股股息(人民币)	0.150	0.000	0.168	0.218	0.496
收入增长(%)	22	(9)	17	18	17
息税前利润增长(%)	3	(33)	55	22	24
息税折旧前利润增长(%)	5	(23)	41	17	22
每股收益增长(%)	10	7	10	30	34
核心每股收益增长(%)	11	6	10	30	34

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	724	631	674	841	1,068
折旧与摊销	177	206	223	227	255
净利息费用	31	71	81	76	75
运营资本变动	(489)	(171)	(185)	(81)	(15)
税金	(196)	(157)	(166)	(208)	(264)
其他经营现金流	3	(85)	1,305	7	8
经营活动产生的现金流	250	495	1,932	863	1,127
购买固定资产净值	(622)	(435)	94	(654)	(456)
投资减少/增加	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他投资现金流	(5)	(543)	(1,299)	1	1
投资活动产生的现金流	(628)	(979)	(1,206)	(654)	(456)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(38)	615	(407)	(200)	(300)
支付股息	(83)	(62)	0	(70)	(91)
其他融资现金流	228	(9)	(152)	(119)	(208)
融资活动产生的现金流	107	543	(559)	(389)	(598)
现金变动	(270)	59	167	(179)	72
期初现金	906	647	706	873	694
公司自由现金流	(377)	(484)	726	209	670
权益自由现金流	(415)	130	319	9	370

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	636	706	873	694	766
应收帐款	925	1,121	1,170	1,246	1,333
库存	908	759	349	397	450
其他流动资产	1,308	1,007	1,116	1,247	1,383
流动资产总计	3,777	3,593	3,508	3,583	3,932
固定资产	2,225	2,481	2,318	2,735	2,926
无形资产	576	739	552	534	516
其他长期资产	1,199	1,447	1,479	1,507	1,535
长期资产总计	4,001	4,667	4,349	4,776	4,978
总资产	7,778	8,260	7,857	8,360	8,910
应付帐款	896	729	775	842	917
短期债务	572	907	500	300	5
其他流动负债	1,836	2,225	1,745	1,856	2,047
流动负债总计	3,304	3,861	3,020	2,998	2,969
长期借款	34	314	314	314	309
其他长期负债	76	36	42	49	57
股本	415	415	415	415	415
储备	2,450	2,511	2,786	3,144	3,539
股东权益	2,865	2,927	3,202	3,559	3,954
少数股东权益	1,498	1,122	1,280	1,439	1,620
总负债及权益	7,778	8,260	7,857	8,360	8,910
每股帐面价值(人民币)	6.90	7.05	7.71	8.57	9.52
每股有形资产(人民币)	5.51	5.27	6.38	7.28	8.28
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.07)	1.24	(0.14)	(0.19)	(1.09)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.8	7.5	9.0	8.9	9.3
息税前利润率(%)	7.1	5.3	7.0	7.2	7.6
税前利润率(%)	7.0	6.8	6.2	6.6	7.1
净利率(%)	2.9	3.4	3.2	3.5	4.0
流动性					
流动比率(倍)	1.1	0.9	1.2	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	17.1	6.0	8.2	10.5	13.4
净权益负债率(%)	净现金	12.7	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.7	1.0	1.1	1.2
估值					
市盈率(倍)	26.9	25.1	22.8	17.5	13.1
核心业务市盈率(倍)	26.8	25.2	22.8	17.5	13.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	35.0	32.9	29.8	22.9	17.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.8	2.7	2.5	2.2	2.0
价格/现金流(倍)	31.7	16.0	4.1	9.2	7.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	13.8	9.3	8.1	6.5
周转率					
存货周转天数	54.4	40.7	23.2	13.2	12.7
应收帐款周转天数	30.9	40.1	38.4	34.3	31.2
应付帐款周转天数	29.3	31.8	25.2	23.0	21.3
回报率					
股息支付率(%)	21.1	0.0	20.0	20.0	34.0
净资产收益率(%)	10.9	10.9	11.4	13.4	16.1
资产收益率(%)	6.5	4.6	7.1	8.6	10.0
已运用资本收益率(%)	15.2	9.8	14.6	17.1	20.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371