

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

餐饮旅游

中青旅 (600138)

推荐

旅游综合Ⅱ

重大事件快评

(维持评级)

2014年05月14日

## 溢价发行凸显市场认可，古北客流攀升提振市场信心

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003

## 事项：

中青旅公告非公开股票发行结果，公司以 18.3 元/股的价格发行 6721 万股，募资资金净额为 1,199,996,620.70 元。

## 评论：

## ■ 定增价 18.3 元/股超预期，大股东高价认购彰显对公司发展信心

公司以 18.3 元/股的定增价完成增发，较此前增发底价 15.88 元/股溢价 15%，超出市场预期，显示机构对公司未来发展的较高认可度和信心。

并且，大股东出资 2.58 亿元（超出增发方案中的底线 2.56 亿元），以 18.3 元/股的较高定增价格认购 1408 万股，充分体现了出大股东对公司未来发展的信心。并且，通过本次参与增发，大股东实现了一定程度的变相增持（持股比例有 19.85% 提升至 20%）。

表 1：增发前，前十大股东情况

序号	股东名称	股东性质	股份数量	持股比例 (%)	持有有限售条件股份数量
1	中国青旅集团公司	国有法人	68,788,816	16.56	0
2	中青创益投资管理有限公司	国有法人	13,650,000	3.29	0
3	华商盛世成长股票型证券投资基金	其他	13,476,269	3.24	0
4	银华核心价值优选股票型证券投资基金	其他	12,185,511	2.93	0
5	国寿投资控股有限公司	其他	9,669,142	2.33	0
6	汇添富均衡增长股票型证券投资基金	其他	9,000,000	2.17	0
7	博时精选股票证券投资基金	其他	8,999,556	2.17	0
8	银华-道琼斯 88 精选证券投资基金	其他	8,869,916	2.14	0
9	科威特政府投资局-自有资金	境外法人	6,788,464	1.63	0
10	中国银行-银华优质增长股票型证券投资基金	其他	6,400,000	1.54	0
	合计		157,827,674	38	
	其中，大股东及其一致行动人持股比例		82,438,816	19.85	

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

表 2: 增发后, 前十大股东情况

号	股东名称	股东性质	股份数量	持股比例 (%)	持有有限售条件股份	质押或冻结股份数量
1	中国青旅集团公司	国有法人	82,870,000	17.17	14,081,184	无
2	中青创益投资管理有限公司	国有法人	13,650,000	2.83	0	无
3	华商盛世成长股票型证券投资基金	其他	13,476,269	2.79	0	无
4	银华核心价值优选股票型证券投资基金	其他	12,185,511	2.53	0	无
5	国寿投资控股有限公司	其他	9,669,142	2	0	无
6	银华-道琼斯88精选证券投资基金	其他	8,869,916	1.84	0	无
7	华夏资本定向增发—远策3号资产管理计划	其他	8,700,000	1.8	8,700,000	无
8	民生加银基金	其他	7,800,000	1.62	7,800,000	无
9	博时精选股票证券投资基金	其他	7,499,556	1.55	0	无
10	科威特政府投资基金-自有资金	境外法人	7,185,605	1.49	0	
	合计			35.62		
	<b>大股东及其一致行动人持股</b>		<b>96,520,000</b>	<b>20</b>		

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

### ■ 古北项目客流节节高，未来盈利想象空间巨大

作为中青旅乌镇模式的复制，古北水镇项目 2014 年 1 月 1 日试营业以来，在未进行大规模营销宣传背景下，客流呈现急剧爆发之势，尤其是进入 4-5 月以来，客流更是节节攀高（图 1）。

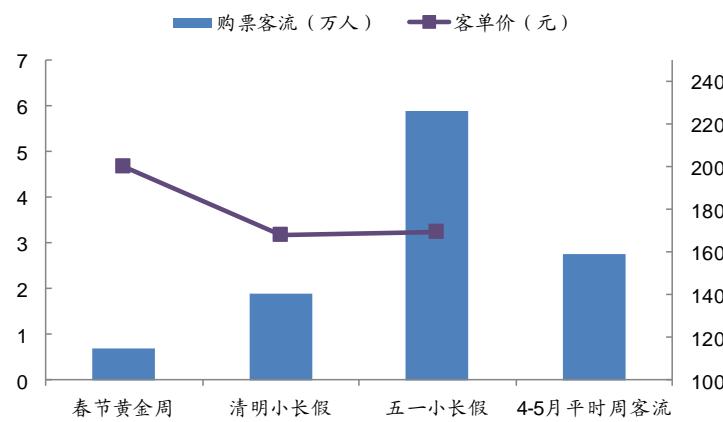
具体来看，2014 年春节黄金周 7 天，古北景区一共接待 7000 余人次，客单价达到 200 元，住宿率估计 15-20%。

清明小长假 3 天，古北累计接待游客近 1.9 万人次，估算客单价接近 170 元。

五一长假 3 天，古北接待游客近 5.9 万人次，收入近千万元，客单价估算也接近 170 元。

4-5 月，随着旅游旺季逐步到来，预期其平时周客流稳定在 2.5-3 万人左右。

图 1：古北水镇客流跟踪估算情况



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

并且，从客单价来看，乌镇目前的客单价在 140-150 元左右，其中乌镇西栅经过多年的培育，客单价达到 200 元左右。而古北目前平时的客单价可以接近 200 元（节假日因为住宿等设施接待能力的限制，客单价略低）。我们预计，随着下半年景区完全投入运营后（招商完成，自营店铺全面推出，住宿设施丰富），尤其是下半年民宿推出，景区的客房数将达到 1000 间左右（规划 1500 多间），消费的多元化，住宿率的提升有助于客单价的持续增长。此外，公司进入正式营业后，门票价格也有望进一步提升（可能提升到 150 元），这也有助于客单价的增长。

从古北项目的盈利前景来看，由于古北项目投资较大，超过 35 亿元，因此，市场对古北项目的盈利前景预估仍相对保守。

我们认为，首先，从古北水镇的折旧情况和分批转固情况来看，古北水镇的固定资产（房屋建筑物等）是按照 40 年间折旧，装修等摊销是按照 10-15 年摊销。其中主要以建筑物投资为主，因此多数按照 40 年折旧。总体来看，古北水镇项目全部转固后，我们估算折旧和摊销一年大概一个亿左右。并且，由于古北项目是整体建设，分批投入使用和转固，因此全部转固大概需要几年的时间。换言之，古北水镇 14 年带来的折旧摊销压力仍然相对有限的。

其次，凭借“古北水镇+司马台长城”的绝佳组合，古北项目突破盈亏平衡点的时间或比预期得更快。我们曾在此前报告中（见下表 3）详细分析了古北水镇项目的构成情况，指出：1、景区设计优美（乌镇模式灵魂人物陈向宏历时 4 年设计，原班建设队伍打造），一步一景，给游人震撼的效果；2、管理优良，重视细节和游客体验，其服务品质在国内景区首屈一指；3、地理位置优越，竞争形势良好，且古北水镇+司马台长城+温泉资源带来的核心竞争力突出。目前，公司客流的节节攀高已经印证了我们前期观点。而在客流爆发的背景下，该项目突破盈亏平衡的时间或比预期更快。

### ■ 乌镇持续发力，会展较快增长下，公司 14 年业绩仍有一定支撑

一方面，乌镇客流和客单价双升，加之公司持股比例从 51% 增至 66%，从而为公司 14 年业绩提供坚实支撑。具体来看，乌镇 Q1 在多因素（昆明暴恐、马航失联，党群教育）影响下，客流仍然增长约 10% 左右。二季度以来，乌镇在清明、五一等小长假客流均呈现 20%、35% 左右的较快增长。考虑到西栅休闲游模式日益受游客亲睐，且 12、13 年的固定资产投入带来的效益逐步体现，乌镇的客单价预计仍然保持良好增长。因此，在客流和客单价双轮驱动下，我们认为乌镇 2014 年收入有望保持 30% 以上的较快增长，进而夯实业绩成长。

另一方面，从会展业务来看，由于去三公和医药行业反腐等影响，市场对其会展业务发展存有疑虑。但是从实际来看，2013 年公司会展业务在各种不利因素影响下，收入仍然增长 8%，且净利率还提升了 0.1pct。2014 年一季度，公司会展在承接了几个大项目的推动下，收入增长 25%，也超出预期。我们预计 2014 年会展业务仍有录得 20% 左右的较快增长。此外，由于地产 2013 年尚未结算完毕，因此 2014 年仍有少量地产业务供结算，公司的彩票、IT 和山水酒店业务也有望继续保持平稳发展。

综合来看，公司 2014 年业绩仍有一定支撑，有助于打消此前市场的部分疑虑。

### ■ 公司 1-2 年市值看上 150 亿元，维持“推荐”评级

中青旅是我们 2013 年四季度以来重点推荐的投资品种（见下表）。考虑最新股本调整，我们预计公司 14-16 年摊薄后的 EPS 0.75/0.97/1.25 元，对应 PE27/21/17 倍。

我们此前在 2013 年 12 月 26 日报告《重申乌镇模式发展潜力巨大，阶段调整迎来布局良机》、2014 年 2 月 24 日价值分析报告《古北水镇初显王者气质青旅总社有望价值重估》等多篇报告中反复指出，公司应从市值角度进行衡量。我们一再反复重申，公司仅“旅行社+乌镇”两项业务，合理市值就超过 80 亿元。再考虑到古北水镇项目（客流超预期进一步强化对古北项目品质及其市值潜力的认知）、濮院项目以及山水酒店业务，以及其他彩票业务、IT 业务、大厦出租业务，中青旅市值被显著低估。我们认为未来 1-2 年，青旅市值上看 150 亿元。

表 3：国信旅游近期关于中青旅的报告一览

报告日期	报告标题
2014-04-30	中青旅-600138-13 年年报及 14 年 1 季报点评：乌镇景区持续超预期 古北水镇打开市值成长空间
2014-04-15	中青旅-600138-公司快评-Q1 扣非预增 50%，值得坚定持有的战略性品种-
2014-04-08	中青旅-600138-古北水镇清明客流超预期，建议积极参与增发-
2014-03-18	中青旅-600138-公司分析：再融资议案如期获批，建议积极配置
2014-03-04	中青旅-600138-公司分析：乌镇模式持续绽放光彩，濮院项目远景值得期待
2014-02-24	中青旅-600138-公司分析：古北水镇初显王者气质，青旅总社有望价值重估
2013-12-26	中青旅-600138-公司快评：重申乌镇模式发展潜力巨大，阶段调整迎来布局良机
2013-11-28	中青旅-600138-公司分析：濮院项目如期落地，类乌镇模式复制再显潜力
2013-11-04	中青旅-600138-公司分析：古北水镇序幕开启，卓越品质奠定成长
2013-10-29	中青旅-600138-2013 年三季报点评：地产扰动 Q3 业绩增速，古北开业打开市值想象空间
2013-10-16	中青旅-600138-公司分析：再融资意义非凡，市值角度成长空间大
2013-09-04	中青旅-600138-深度报告：古北水镇：品质决定未来

资料来源：国信证券经济研究所分析师整理

综合来看，我们坚定看好公司中长期成长前景，维持公司“推荐”，继续建议逢低增持。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	706	991	933	1244	营业收入	9316	11067	12511	14319
应收款项	1702	1971	2057	2354	营业成本	7471	8793	9909	11304
存货净额	759	1422	1610	1839	营业税金及附加	101	122	188	215
其他流动资产	426	664	751	859	销售费用	863	996	1132	1289
<b>流动资产合计</b>	<b>3593</b>	<b>5048</b>	<b>5350</b>	<b>6295</b>	管理费用	391	471	540	606
固定资产	2511	2943	3235	3197	财务费用	66	44	15	(2)
无形资产及其他	664	638	613	587	投资收益	69	(30)	35	86
投资性房地产	547	547	547	547	资产减值及公允价值变动	(4)	(5)	(4)	(3)
长期股权投资	945	955	965	975	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8260</b>	<b>10131</b>	<b>10709</b>	<b>11601</b>	营业利润	489	606	758	989
短期借款及交易性金融负债	907	300	300	100	营业外净收支	146	30	30	30
应付款项	1310	1422	1610	1839	<b>利润总额</b>	<b>635</b>	<b>636</b>	<b>788</b>	<b>1019</b>
其他流动负债	1644	2523	2859	3263	所得税费用	157	159	197	255
<b>流动负债合计</b>	<b>3861</b>	<b>4246</b>	<b>4769</b>	<b>5202</b>	少数股东损益	158	114	124	161
长期借款及应付债券	314	314	14	14	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>321</b>	<b>363</b>	<b>467</b>	<b>604</b>
其他长期负债	36	36	36	36					
<b>长期负债合计</b>	<b>351</b>	<b>351</b>	<b>51</b>	<b>51</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4211</b>	<b>4596</b>	<b>4820</b>	<b>5252</b>					
少数股东权益	1122	1190	1264	1361					
股东权益	2927	4345	4625	4987					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8260</b>	<b>10131</b>	<b>10709</b>	<b>11601</b>					
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.77	0.75	0.97	1.25	<b>净利润</b>	<b>321</b>	<b>363</b>	<b>467</b>	<b>604</b>
每股红利	0.30	0.30	0.39	0.50	资产减值准备	(9)	1	0	0
每股净资产	7.05	9.00	9.58	10.34	折旧摊销	146	289	331	361
ROIC	9%	12%	12%	14%	公允价值变动损失	4	5	4	3
ROE	11%	8%	10%	12%	财务费用	66	44	15	(2)
毛利率	20%	21%	21%	21%	营运资本变动	390	(177)	164	(2)
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%	其它	105	68	74	96
EBITDA Margin	7%	9%	9%	9%	<b>经营活动现金流</b>	<b>956</b>	<b>548</b>	<b>1041</b>	<b>1063</b>
收入增长	-9%	19%	13%	14%	资本开支	(368)	(701)	(601)	(301)
净利润增长率	9%	13%	29%	29%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	65%	57%	57%	57%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(580)</b>	<b>(711)</b>	<b>(611)</b>	<b>(311)</b>
息率	1%	2%	2%	3%	权益性融资	3	1200	0	0
P/E	26.7	27.4	21.3	16.5	负债净变化	280	0	(300)	0
P/B	2.9	2.3	2.1	2.0	支付股利、利息	(126)	(145)	(187)	(242)
EV/EBITDA	20.1	14.9	13.7	12.0	其它融资现金流	(617)	(607)	0	(200)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(306)</b>	<b>448</b>	<b>(487)</b>	<b>(442)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>70</b>	<b>285</b>	<b>(57)</b>	<b>310</b>
					货币资金的期初余额	636	706	991	933
					货币资金的期末余额	706	991	933	1244
					企业自由现金流	538	(76)	451	737
					权益自由现金流	201	(716)	140	539

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告：

《中青旅-600138-2013 年年报及 2014 年一季报点评：乌镇景区持续超预期，古北水镇打开市值成长空间》 —— 2014-04-30

《中青旅-600138-重大事件快评：Q1 扣非业绩预增 50%，值得坚定持有的战略性品种》 —— 2014-04-15

《中青旅-600138-重大事件快评：古北水镇清明客流超预期，建议积极参与增发》 —— 2014-04-08

《中青旅-600138-重大事件快评：再融资议案如期获批，建议积极配置》 —— 2014-03-18

《中青旅-600138-重大事件快评：乌镇模式持续绽放光彩，濮院项目远景值得期待》 —— 2014-03-04

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。