

# 中青旅

## 景区运营+在线旅游第一股

### 业绩回顾

#### 业绩符合预期

中青旅 2013 年实现收入 93.2 亿元，同比下滑 9%，实现净利润 3.2 亿元，同比提升 9%，符合此前快报。

一季度中青旅实现收入 21.8 亿，同比增长 12%，实现净利润 6537 万元，同比增长 10%，扣除营业外收支后利润增长 51%，符合预期，主要受益于乌镇业绩的快速增长和费用的有效控制。

#### A 股景区第一股：

- ▶ **乌镇持续高速增长。**一季度乌镇客流同比增长 8.6%，其中东栅客流略有下滑，但西栅客流入次同比提升 22%，拉动人均消费持续提升，一季度营业收入增长 18.9%。同时 15% 的股权并表将进一步拉升乌镇利润的提升。乌镇已成为上市景区公司中综合盈利能力最强的景区。
- ▶ **古北客流不断突破新高。**虽然古北景区仍处于试营业阶段，营销工作尚未铺开。但受益于北京旺盛的微旅游需求和水镇的高品质，清明节以来水镇客流实现爆发，4 月底每周的客流接近 2 万人次。未来随着天气转暖、景区配套的齐全，客流还将环比大幅增长。同时试营业结束后门票的提价、住宿客房的不断建成、会议业务的推进也将持续提升客单价。

#### A 股在线旅游第一股：

- ▶ **遨游网持续爆发性增长，**一季度遨游线上收入同比增长 90% 以上，14 年有望实现交易规模 20 亿元，在线旅游行业排名前五。相比其它拼流量的旅游电商而言，遨游网拥有旅行社良好的品质以及实体门店支持，具备独特的竞争优势。
- ▶ **参考携程投资途牛的交易(对应~5 亿美元估值,途牛 2013 年交易规模~30 亿,有效收入约 1.2 亿),对应潜在 14 年 PS 为~13x,我们预计遨游网单独估值在 16 亿元(假设 10% 的佣金率和 8x 的 PS)。后续在线旅游公司的上市和遨游网的改制将是重估遨游网的重要契机。**

#### 估值与建议

下调 14/15 年盈利预测 2.1%/2.8%至每股收益 0.66/0.83 元，同比增长 0.9%/26.5%，扣非后增长 42%/29%，对应市盈率 29.2/23.1x。目标价下调 2.4%至 26.6 元。

重申中青旅推荐评级，中青旅是 A 股景区运营和在线旅游第一标的。强劲的业绩增速、古北的持续爆发和遨游网的快速发展将是公司股价表现的持续催化剂。风险：自然灾害影响旅游出行。

黄焱鑫

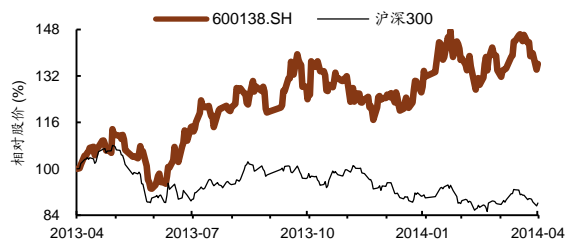
联系人  
yaoxin.huang@cicc.com.cn  
SAC 执业证书编号  
S0080112070050

郭海燕

分析员  
haiyan.guo@cicc.com.cn  
SAC 执业证书编号  
S0080511080006

### 维持推荐

股票代码	600138.SH
最新收盘价	人民币 19.11
目标价	人民币 26.57
52 周最高价/最低价	人民币 21.20~12.80
总市值(亿)	人民币 79
30 日日均成交额(百万)	人民币 92.86
发行股数(百万)	415
其中：自由流通股(%)	81
30 日日均成交量(百万股)	4.68
主营业务	旅游酒店及餐饮



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	10,280	9,316	10,676	12,272
增速	22.1%	-9.4%	14.6%	15.0%
净利润	295	321	323	409
增速	10.5%	8.6%	0.9%	26.5%
每股净利润	0.60	0.65	0.66	0.83
每股净资产	5.81	5.93	8.86	9.48
每股股利	0.13	0.13	0.20	0.20
每股经营现金流	0.51	1.00	0.06	4.06
市盈率	31.9	29.4	29.2	23.1
市净率	3.3	3.2	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.2	16.1	14.1	10.7
股息收益率	0.7%	0.7%	1.0%	1.0%
平均总资产收益率	3.6%	4.0%	3.6%	4.1%
平均净资产收益率	10.9%	11.1%	8.9%	9.0%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



图表 1: 分季度业绩表

损益表(百万元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13A	2013A	1Q14	1Q13+/-	2Q13+/-	3Q13+/-	4Q13+/-	2013+/-	1Q14+/-
<b>营业收入</b>	<b>1,942</b>	<b>2,197</b>	<b>2,857</b>	<b>2,320</b>	<b>9,316</b>	<b>2,178</b>	<b>17%</b>	<b>5%</b>	<b>-32%</b>	<b>0%</b>	<b>-9%</b>	<b>12%</b>
营业成本	-1,587	-1,734	-2,310	-1,840	-7,471	-1,780	17%	5%	-31%	-3%	-9%	12%
营业税金及附加	-21	-27	-27	-27	-101	-20	2%	-7%	-82%	-24%	-58%	-3%
销售费用	-167	-198	-239	-260	-863	-176	13%	26%	9%	27%	19%	5%
管理费用	-87	-89	-105	-109	-391	-76	20%	-18%	50%	9%	11%	-13%
财务费用	-11	-17	-18	-20	-66	-20	82%	119%	72%	190%	112%	90%
资产减值损失	0	-2	0	-2	-4	0	-	-	-	-	-	-
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-	-
投资净收益	0	0	0	69	69	-2	-	-	-	-	-	-
<b>营业利润</b>	<b>69</b>	<b>130</b>	<b>158</b>	<b>131</b>	<b>489</b>	<b>103</b>	<b>-5%</b>	<b>-11%</b>	<b>-60%</b>	<b>90%</b>	<b>-29%</b>	<b>48%</b>
加：营业外收入	56	19	28	47	150	4	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	0	0	0	-3	-4	-1	-	-	-	-	-	-
<b>利润总额</b>	<b>125</b>	<b>150</b>	<b>186</b>	<b>175</b>	<b>635</b>	<b>106</b>	<b>66%</b>	<b>-12%</b>	<b>-54%</b>	<b>127%</b>	<b>-12%</b>	<b>-15%</b>
减：所得税	-33	-36	-48	-40	-157	-26	67%	-26%	-54%	80%	-20%	-22%
少数股东损益	-33	-48	-48	-28	-158	-15	-	-	-	-	-	-
<b>归属母公司所有者的净利润</b>	<b>59</b>	<b>65</b>	<b>89</b>	<b>107</b>	<b>321</b>	<b>65</b>	<b>44%</b>	<b>0%</b>	<b>-43%</b>	<b>231%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>
<b>盈利指标</b>												
毛利率	18.3%	21.1%	19.1%	20.7%	19.8%	18.2%	-0.6%	-0.1%	-1.4%	2.1%	-0.1%	0.0%
营业费用率	8.6%	9.0%	8.3%	11.2%	9.3%	8.1%	-0.3%	1.5%	3.1%	2.4%	2.2%	-0.5%
管理费用率	4.5%	4.1%	3.7%	4.7%	4.2%	3.5%	0.1%	-1.1%	2.0%	0.4%	0.8%	-1.0%
营业利润率	3.6%	5.9%	5.5%	5.7%	5.3%	4.7%	-0.8%	-1.0%	-4.0%	2.7%	-1.5%	1.2%
净利润率	3.1%	3.0%	3.1%	4.6%	3.4%	3.0%	0.6%	-0.1%	-0.6%	3.2%	0.6%	-0.1%
有效税率	26.1%	24.3%	26.0%	22.6%	24.7%	24.0%	0.2%	-4.3%	-0.4%	-5.9%	-2.4%	-2.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 盈利预测调整

百万元	原预测		现预测		调整幅度	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
营业收入	11,037	12,879	10,676	12,272	-3.3%	-4.7%
毛利	2,247	2,538	2,171	2,449	-3.4%	-3.5%
净利润	330	421	323	409	-2.1%	-2.8%
每股收益(元)	<b>0.67</b>	<b>0.85</b>	<b>0.66</b>	<b>0.83</b>	<b>-2.1%</b>	<b>-2.8%</b>

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 3: 历史和预测财务指标

损益表(百万元)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	6,084	8,421	10,280	9,316	10,676	12,272
营业成本	-4,787	-6,696	-8,229	-7,471	-8,504	-9,823
销售费用	-514	-578	-728	-863	-961	-1,104
管理费用	-247	-292	-352	-391	-427	-466
财务费用	-7	-5	-31	-66	-30	-10
营业利润	512	638	689	489	593	716
营业外收入	37	54	36	150	40	40
税前利润	545	691	724	635	629	752
少数股东损益	-155	-238	-233	-158	-150	-158
净利润	265	267	295	321	323	409
现金流量表(百万元)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
经营活动现金流:	1,482	611	250	495	29	2,002
投资活动现金流:	-844	-1,049	-628	-979	-883	-504
融资活动现金流:	-322	448	112	551	595	-409
资产负债表(百万元)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
流动资产:						
货币资金	899	906	636	695	426	1,508
应收款项	677	815	925	1,121	1,223	659
存货	1,731	1,545	908	759	1,139	1,053
	4,740	4,863	3,777	3,593	4,103	4,588
非流动资产:						
固定资产	1,529	1,488	1,913	2,376	2,959	3,616
无形资产	502	795	501	664	664	663
长期股权投资	57	19	732	945	945	945
	2,858	3,670	4,001	4,667	5,394	5,746
资产总计	7,598	8,534	7,778	8,260	9,497	10,334
流动负债:						
短期借款	10	269	542	907	400	100
应付款项	733	757	896	729	809	913
	3,856	4,224	3,304	3,861	3,502	3,878
非流动负债:						
长期借款	476	35	34	314	314	314
其他非流动负债	37	77	76	36	36	36
	512	111	110	351	351	351
负债合计	4,368	4,336	3,415	4,211	3,852	4,229
股东权益:	3,230	4,198	4,364	4,048	5,645	6,105

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

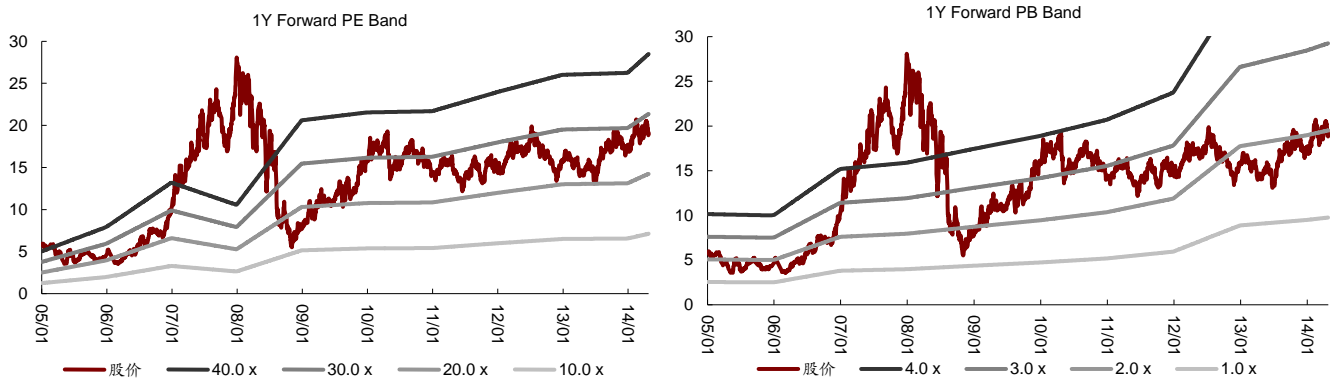


图表 4: 可比公司估值表

公司名称	市值		净利润 (百万)					每股收益			市盈率			净利润 CAGR	PEG
	(百万)	2012A	YoY	2013A/E	YoY	2014E	YoY	2012A	2013A/E	2014E	2012A	2013A/E	2014E	2012-2014	
<b>免税购物</b>															
中国国旅	31,747	1,006	47%	1,295	29%	1,507	16%	1.03	1.33	1.54	31.6	24.5	21.1	22.4%	1.09
<b>酒店</b>															
如家	8,648	300	-10%	423	41%	557	32%	1.02	1.47	1.97	28.7	19.8	14.8	36.2%	0.55
华住	8,381	175	52%	280	60%	355	27%	0.46	0.76	0.98	47.7	29.0	22.5	42.5%	0.68
锦江股份	7,726	369	15%	377	2%	417	11%	0.61	0.63	0.69	23.4	22.9	20.7	6.3%	3.62
<b>旅游演艺</b>															
宋城股份	12,328	257	15%	308	20%	424	38%	0.46	0.55	0.76	48.1	40.0	29.1	28.6%	1.40
<b>旅游地产</b>															
港中旅	7,232	804	16%	1,152	43%	1,196	4%	0.14	0.20	0.21	11.1	7.8	7.5	22.0%	0.35
华侨城	35,558	3,850	21%	4,601	20%	5,260	14%	0.53	0.63	0.72	9.2	7.7	6.8	16.9%	0.46
<b>景区</b>															
中青旅	7,937	295	10%	259	-12%	323	25%	0.60	0.52	0.66	31.9	36.4	29.2	4.7%	7.80
峨眉山A	4,571	189	30%	114	-39%	206	80%	0.72	0.43	0.78	24.2	40.0	22.2	4.4%	9.17
黄山旅游	4,943	240	-6%	179	-26%	221	24%	0.76	0.57	0.70	15.5	20.8	16.8	-4.1%	n.a.
张家界	2,188	101	13%	69	-32%	94	37%	0.32	0.21	0.29	21.6	31.8	23.2	-3.5%	n.a.
丽江旅游	3,489	137	17%	166	21%	187	13%	0.41	0.50	0.56	30.2	25.0	22.1	16.8%	1.49
三特索道	2,040	55	38%	49	-11%	54	10%	0.46	0.41	0.45	36.9	41.6	37.8	-1.1%	n.a.
桂林旅游	2,269	61	-10%	35	-43%	55	59%	0.17	0.10	0.15	37.1	65.1	41.0	-4.9%	n.a.
<b>餐饮</b>															
全聚德	4,745	152	18%	122	-20%	141	16%	0.54	0.43	0.50	31.2	38.9	33.7	-3.7%	n.a.
湘鄂情	5,280	82	-12%	155	89%	192	24%	0.10	0.19	0.24	64.4	34.1	27.5	53.1%	0.64

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部 注: 标黄为已覆盖公司, 未标黄公司采用市场一致预测

图表 5: 历史 P/E 和 P/B Band



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19（5）条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V131013

编辑：龙莹



## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road,  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼3层  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B  
邮编: 116000  
电话: (86-411) 8755-5088  
传真: (86-411) 8801-7568

