



景区运营专家，A股在线旅游稀缺标的

2014.5.12

刘霞(高级分析师)

电话: 020-88831176

邮箱: liuxia@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310513070001

投资要点:

● 乌镇客流快速恢复，收购15%股权增厚业绩

2013年受禽流感+限三公+暑期暴雨影响，乌镇景区接待游客下降5%。今年乌镇客流迅速恢复：2014Q1客流同比增长8.6%（东栅略有下降，西栅客流同比增长22%），营业收入同比增长18.9%；清明期间客流增长7.2%。我们预计全年乌镇景区客流同比增长8%，达到615万人次，随着客单价的进一步提高，营业收入增速将达到17%。公司定增项目用于收购乌镇旅游15%股权，乌镇权益从51%提升至66%，增厚业绩。

● 古北水镇客流屡超预期，濮院项目值得期待

古北水镇今年元旦开始试营业，在未进行大规模宣传推广的情况下，接待游客数量快速增加，春节、端午以及五一假期期间客流量率超预期。今年五一期间，古北水镇接待游客数约5.9万人次，实现收入1183万元，客单价约200元。随着招商配套的跟进以及民宿的持续开出，古北水镇将有持续发展动力。我们预计古北项目2014年营业收入为2亿元，人均消费超过200元，有望实现盈亏平衡。此外，濮院项目也有序推进中，将打开中长期成长空间。

● 积极布局在线旅游，遨游网发展迅速推动估值提升

公司积极拥抱互联网，打造方便快捷的O2O旅游电商平台，确立了遨游网平台化、网络化、移动化的发展思路。2013年遨游网市场份额约4.3%，在在线度假行业排名第四（仅次于携程、途牛、同城）。目前遨游网全国化策略稳步推进；平台化建设技术研发一期工程已经完成，网上售卖产品新增品类陆续研发中（机票预订已上线）；新版手机wap网站全新上线，手机订单增长迅速。2014Q1遨游网整体营收同比增长接近100%，遨游网迅速发展有望推动公司估值提升。

● 盈利预测与投资评级

我们测算公司2014-2016年每股收益分别为0.85、1.10、1.31元，按定增7800万股计算，摊薄EPS分别为0.73、0.94和1.13元，对应的PE估值为28.3、21.8和18.2。我们看好公司的景区运营能力、旅游资源整合能力以及有品牌和品质保证的在线旅游业务发展前景。短期催化剂：1.五一假期景区数据超预期，端午假期即将来临，有望迎来客流超预期增长；2.途牛海外上市，提升A股在线旅游板块估值水平；3.中青旅增发获批，大股东参与增发彰显对公司未来经营信心。给予公司“谨慎推荐”评级，目标价26元。

● 风险提示

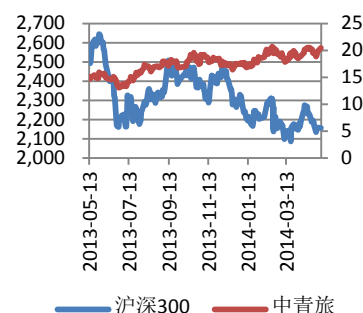
1. 突发事件风险；2. 游客复苏低于预期；3. 项目不达预期风险。

调研简报

中青旅 (600138)

谨慎推荐 评级

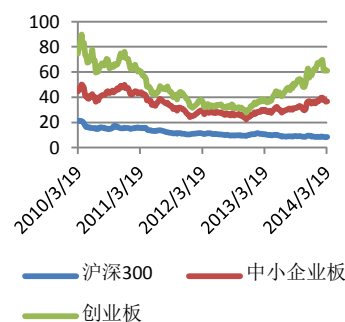
股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
中小板	-5.97	-2.64	14.42
沪深300	-5.23	-4.51	-7.27
中青旅	2.02	2.59	11.1

板块估值



在线旅游系列研究(第一篇): 途牛, 国内领先的在线度假预定平台-刘霞-20140410

在线旅游系列研究(第二篇) 腾邦国际: 三箭齐发, 等待腾飞-刘霞-20140427

在线旅游系列研究(第三篇) 众信旅游: 专注出境旅游, 看好成长性-刘霞-20140504



资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3592.99	4028.93	4244.52	5237.20
现金	705.76	549.65	774.67	726.91
应收账款	1121.47	989.36	1137.77	1308.43
其它应收款	455.56	643.73	620.46	833.36
预付账款	426.18	823.80	540.92	1023.64
存货	758.78	879.43	1006.29	1155.78
其他	125.25	142.95	164.41	189.08
非流动资产	4666.78	5193.94	5775.64	6338.13
长期投资	944.82	1240.69	1648.09	1953.35
固定资产	2376.35	2489.41	2602.71	2778.46
无形资产	663.73	761.24	841.15	942.63
其他	681.88	702.60	683.69	663.68
资产总计	8259.77	9222.87	10020.16	11575.32
流动负债	3860.65	4287.05	4556.02	5379.34
短期借款	906.77	1176.19	649.67	1146.33
应付账款	728.55	1146.26	969.48	1499.16
其他	2225.33	1964.61	2936.87	2733.85
非流动负债	350.71	321.25	258.71	198.53
长期借款	314.27	258.15	200.08	145.81
其他	36.43	63.10	58.63	52.72
负债合计	4211.36	4608.31	4814.74	5577.87
少数股东权益	1121.60	1279.60	1437.60	1595.60
归属母公司股东权益	2926.82	3334.96	3767.82	4401.85
负债和股东权益	8259.77	9222.87	10020.16	11575.32
利润表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	9316.04	10992.92	12641.86	14538.14
营业成本	7471.03	8794.34	10062.92	11557.82
营业税金及附加	101.18	109.93	126.42	145.38
营业费用	863.11	934.40	1074.56	1235.74
管理费用	390.78	406.36	476.97	565.25
财务费用	66.20	31.05	22.19	15.21
资产减值损失	3.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	69.10	0.00	0.00	0.00
营业利润	489.17	716.85	878.81	1018.73
营业外收入	150.08	40.00	40.00	40.00
营业外支出	3.77	1.99	2.31	2.69
利润总额	635.49	754.86	916.50	1056.04
所得税	156.96	188.72	229.13	264.01
净利润	478.52	566.15	687.38	792.03
少数股东损益	157.95	158.00	158.00	158.00
归属母公司净利润	320.57	408.15	529.38	634.03
EBITDA	894.99	1166.99	1342.53	1503.44
EPS (元)	0.66	0.85	1.10	1.31

现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	494.65	458.29	1895.83	500.76
净利润	478.52	566.15	687.38	792.03
折旧摊销	205.69	359.10	383.61	410.38
财务费用	66.20	31.05	22.19	15.21
投资损失	-69.10	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	475.93	-499.60	803.30	-716.75
其它	-662.59	1.59	-0.64	-0.11
投资活动现金流	-978.87	-886.96	-964.97	-972.86
资本支出	490.71	206.67	178.28	262.78
长期投资	207.42	300.98	405.69	304.70
其他	-280.75	-379.31	-381.00	-405.38
筹资活动现金流	551.40	-403.62	-29.65	-36.52
短期借款	364.51	-406.77	149.67	35.81
长期借款	280.18	-56.12	-58.07	-54.27
其他	-93.30	59.27	-121.25	-18.05
现金净增加额	67.18	-832.29	901.21	-508.61
主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入增长率	-0.09	0.18	0.15	0.15
营业利润增长率	-0.29	0.47	0.23	0.16
归属于母公司净利润增长率	0.09	0.27	0.30	0.20
获利能力				
毛利率	0.20	0.20	0.20	0.21
净利率	0.05	0.05	0.05	0.05
ROE	0.08	0.09	0.11	0.11
ROIC	0.13	0.12	0.15	0.14
偿债能力				
资产负债率	0.51	0.50	0.48	0.48
净负债比率	0.30	0.32	0.18	0.23
流动比率	0.93	0.94	0.93	0.97
速动比率	0.73	0.73	0.71	0.76
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.26	1.31	1.35
应收帐款周转率	0.12	0.09	0.09	0.09
应付帐款周转率	9.20	9.38	9.51	9.36
每股指标(元)				
每股收益	0.66	0.85	1.10	1.31
每股经营现金	1.03	0.95	3.93	1.04
每股净资产	8.39	9.56	10.79	12.43
估值比率				
P/E	23.82	24.38	18.80	15.69
P/B	2.61	2.98	2.64	2.26
EV/EBITDA	10.36	10.46	8.61	8.11

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。