期待战略重组落地带来的新契机

云南旅游(002059)

投资评级：增持（维持评级）

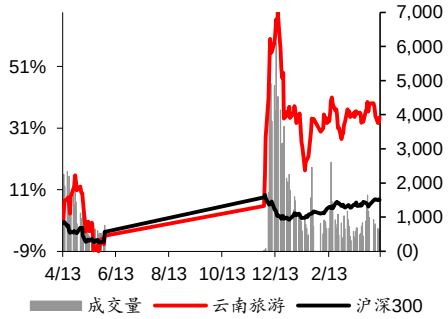
当前价格(元):	11.97
合理价格区间(元):	13.17~14.36

梅昕 研究员
执业证书编号：S0570516080001
021-28972080
meixin@htsc.com

相关研究

1《云南旅游(002059):地产业务大增，资本运作加速》2016.08
2《云南旅游(002059):引入战投华侨城，区域融资平台定位明确》2016.06
3《云南旅游(002059):推进集团资产证券化进程，加速旅游资源整合》2015.12

股价走势图



资料来源：Wind

16年业绩低于预期，17Q1归母净利扭亏

2016年业绩低于预期，主要由于兴云地产低碳中心项目销售结算低于预期。公司实现营收14.60亿元，同比增长2.32%；归母净利润0.67亿元，同比下降-18.27%，主因业务占比最高的园林园艺板块营业成本较去年同期增加1.82亿元（同比+40.24%）；扣非后归母净利0.50亿元，同比下降35.14%，主因政府补助较去年同期增加1038.88万元；基本EPS为0.09元。拟每10股派发现金红利0.2元。2017年Q1预计扭亏为盈，主因世博兴云地产、江南园林报告期营收和利润总额同期增加所致，预计实现归母净利润0-500万元，而16年同期则亏损1231.93万元。

园林园艺板块增长强劲，费用率保持稳定

园林园艺业务是公司业绩增长的主要驱动力，16年实现营收7.98亿元，占54.67%，同比增长33.77%。其他业务板块：旅游交通2.41亿元（同比-6.79%），占16.48%；会议酒店1.37亿元（同比+4%），占9.37%；旅游地产1.22亿元（同比-52.08%），占8.37%；旅行社1.10亿元（同比-3.43%），占7.54%；旅游景区1.01亿元（同比-12.78%），占6.89%。同时，公司开拓旅游文化业务，新增“昆明故事”及婚庆业务项目，目前正处于建设期尚未盈利。期间费用率为15.44%，同比增加0.11pct，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别变化-0.16\+0.10\+0.18pct。

华侨城入主区域资源整合预期较强，内生+外延共同提升成长性

华侨城通过增资扩股+定增方式间接控制公司57%股权，目前控制权变更已获国资委正式批复。云南省拥有丰富且优质的旅游资源，以本次战略重组为契机，凭借华侨城丰富的资金、品牌、经验和资本运作能力，公司资本运作空间打开，区域内旅游资源整合有望加速。且华侨城入主将带来新的管理模式，后续公司将建立新的激励机制，加快转型和快速发展。同时，公司内生外延动力充足：内生方面，公司积极探索世博园二次转型，加速推进昆明故事、欢喜谷婚礼产业等项目，有望带来新的利润增长点；外延方面，成立股权投资基金，产业并购、扩张步伐将加快。

产业地位低估长期配置价值高，维持“增持”评级

由于16年业绩低于预期，下调盈利预测，17/18/19 EPS为0.11/0.16/0.21元，对应PE为111.1/76.7/56.7。参考景区类龙头黄山旅游，15年下半年更换管理层后积极推进“大黄山”区域资源整合，当前总市值为113亿元；虽然短期公司估值较高，但考虑到云南旅游资源更丰富，华侨城为实力雄厚的旅游+地产央企，计划在云南投资2000亿，而云南旅游是唯一资本运作平台，我们认为云南旅游市值和产业地位相比被低估，长期看具有配置价值，短期静待重组落地，后续内生外延均有看点，存在交易性机会，给予18年80-90倍PE，调整目标价为13.17-14.36元，维持“增持”评级。

风险提示：园林订单不及市场预期；资源整合不及预期等。

公司基本资料

总股本（百万股）	730.79
流通A股（百万股）	708.82
52周内股价区间（元）	8.11-15.03
总市值（百万元）	8,748
总资产（百万元）	3,971
每股净资产（元）	2.04

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,426	1,460	1,801	2,246	2,833
+/-%	51.52	2.32	23.36	24.77	26.09
净利润（百万元）	81.73	66.80	78.75	114.01	154.40
+/-%	25.69	(18.27)	17.90	44.77	35.43
EPS（元，最新摊薄）	0.11	0.09	0.11	0.16	0.21
PE（倍）	107.03	130.96	111.08	76.73	56.66

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

引入华侨城，带来区域旅游资源整合预期

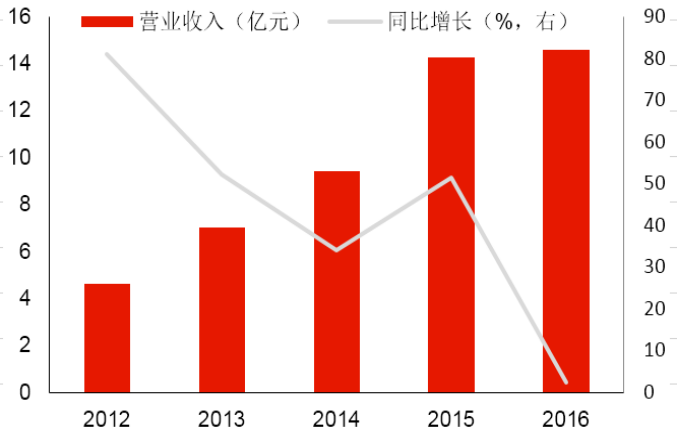
国资委正式批复同意华侨城增资扩股世博集团。2016 年 11 月，云南省政府同意云南世博集团以增资扩股方式引入华侨城集团，增资扩股后华侨城集团公司持有云南世博集团 51%的股权，云南省国资委持有云南世博集团 49%的股权。2017 年 2 月，国务院国资委正式批复同意。

资本运作有望加速推进。云南省优质旅游资源丰富，旅游市场蓬勃发展，华侨城集团将增资世博集团，以世博集团作为区域旅游资源整合平台，规划中总项目投资额达到 389 亿。考虑到华侨城丰富的文化、旅游、地产运营经验，和强大的资本运作能力，上市公司为世博集团下属唯一上市平台，未来资本运作有望加速。

营收平稳增长，归母净利略有下降

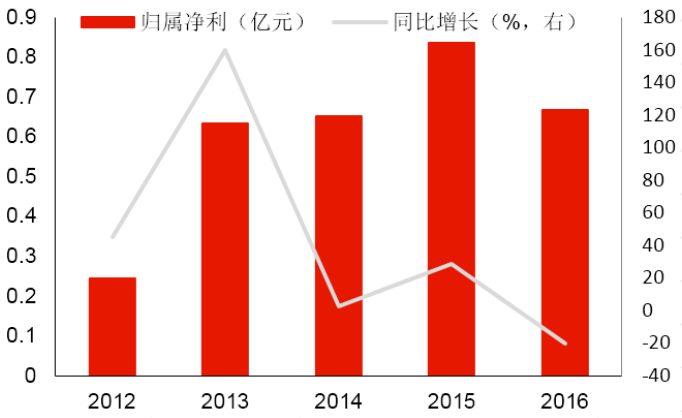
2012 年以来，公司营收保持平稳增长。2012 营收 4.62 亿元，同比增长 80.85%；2016 年则增长至 14.60 亿元，同比增长 2.32%。2012 年归母净利 0.24 亿元，同比增长 38.38%；2016 年为 0.67 亿元，增速有所下滑，同比下降 19.96%，主因业务占比最高的园林园艺板块营业成本较去年同期增加 1.82 亿元（同比+40.24%）；扣非后归母净利 0.50 亿元，同比下降 35.14%，主因政府补助较去年同期增加 1038.88 万元。

图表1： 公司原主业营收增长稳健



资料来源：Wind，华泰证券研究所

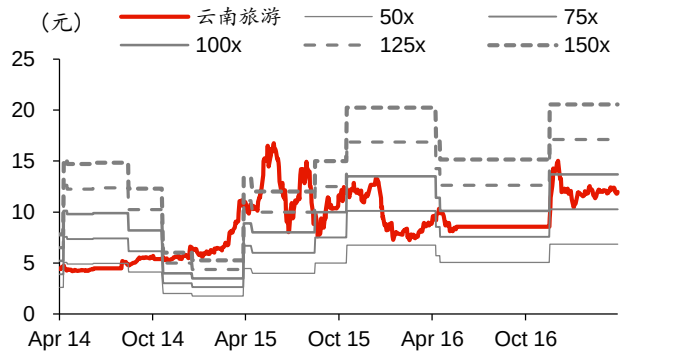
图表2： 公司归母净利较 15 年略有下滑



资料来源：Wind，华泰证券研究所

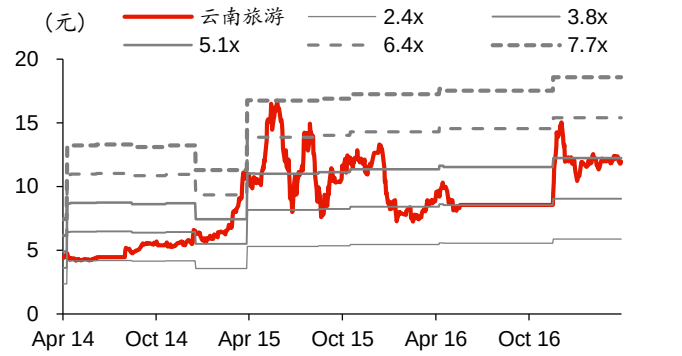
PE/PB - Bands

图表3： 云南旅游历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4： 云南旅游历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,421	2,458	2,974	3,622	4,378
现金	446.79	348.81	350.00	350.00	250.00
应收账款	422.16	394.54	489.87	609.89	769.54
其他应收账款	101.16	95.65	119.87	148.78	187.92
预付账款	30.54	27.97	37.34	45.53	57.89
存货	1,418	1,581	1,968	2,455	3,097
其他流动资产	1.85	10.28	9.24	12.96	15.74
非流动资产	1,639	1,512	1,340	1,164	988.88
长期投资	1.96	1.85	0.00	0.00	0.00
固定投资	582.16	533.07	502.41	458.37	407.63
无形资产	362.90	314.38	232.10	149.82	67.55
其他非流动资产	691.72	663.02	605.67	555.70	513.70
资产总计	4,059	3,971	4,314	4,786	5,367
流动负债	1,565	1,698	2,156	2,591	3,096
短期借款	60.00	510.00	809.09	1,050	1,295
应付账款	711.65	597.94	743.79	928.11	1,171
其他流动负债	793.78	590.05	602.75	613.49	630.04
非流动负债	455.28	423.22	222.68	122.32	22.34
长期借款	8.50	0.00	(200.00)	(300.00)	(400.00)
其他非流动负债	446.78	423.22	422.68	422.32	422.34
负债合计	2,021	2,121	2,378	2,714	3,118
少数股东权益	344.25	354.93	377.48	399.69	422.02
股本	730.79	730.79	730.79	730.79	730.79
资本公积	590.07	337.18	337.18	337.18	337.18
留存公积	367.74	419.92	490.54	604.54	758.94
归属母公司股	1,694	1,494	1,559	1,673	1,827
负债和股东权益	4,059	3,971	4,314	4,786	5,367

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	89.70	(36.35)	(74.38)	(130.97)	(228.80)
净利润	106.33	88.33	101.30	136.22	176.72
折旧摊销	114.76	118.09	113.81	115.54	116.40
财务费用	26.74	29.97	33.46	36.85	41.24
投资损失	(2.78)	(3.29)	(3.12)	(3.18)	(3.16)
营运资金变动	(198.50)	(291.26)	(350.35)	(453.52)	(609.93)
其他经营现金	43.15	21.81	30.52	37.12	49.92
投资活动现金	(226.62)	(333.18)	24.56	27.06	24.89
资本支出	99.42	77.24	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	(4.70)	1.01	(1.43)	0.72
其他投资现金	(127.20)	(260.64)	25.57	25.62	25.61
筹资活动现金	92.85	271.54	51.02	103.92	103.91
短期借款	(123.00)	450.00	299.09	240.77	245.15
长期借款	(331.50)	(8.50)	(200.00)	(100.00)	(100.00)
普通股增加	365.40	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(344.93)	(252.88)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	526.89	82.93	(48.08)	(36.85)	(41.24)
现金净增加额	(44.07)	(97.99)	1.19	0.00	(100.00)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,426	1,460	1,801	2,246	2,833
营业成本	956.85	1,069	1,329	1,659	2,093
营业税金及附加	80.77	23.57	29.07	36.27	45.73
营业费用	64.29	63.47	78.30	97.70	123.18
管理费用	127.95	131.94	160.25	199.94	252.09
财务费用	26.74	29.97	33.46	36.85	41.24
资产减值损失	39.53	33.20	35.31	34.60	34.84
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.78	3.29	3.12	3.18	3.16
营业利润	133.15	111.99	137.87	185.48	245.90
营业外收入	9.39	19.64	14.51	17.08	15.79
营业外支出	8.75	3.11	4.99	4.37	4.57
利润总额	133.79	128.51	147.39	198.19	257.12
所得税	27.46	40.18	46.09	61.97	80.40
净利润	106.33	88.33	101.30	136.22	176.72
少数股东损益	24.60	21.53	22.55	22.21	22.33
归属母公司净利润	81.73	66.80	78.75	114.01	154.40
EBITDA	274.65	260.05	285.14	337.87	403.55
EPS (元)	0.11	0.09	0.11	0.16	0.21

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	51.52	2.32	23.36	24.77	26.09
营业利润	58.87	(15.89)	23.11	34.53	32.58
归属母公司净利润	25.69	(18.27)	17.90	44.77	35.43
获利能力 (%)					
毛利率	32.92	26.78	26.17	26.16	26.12
净利率	5.73	4.58	4.37	5.07	5.45
ROE	4.82	4.47	5.05	6.82	8.45
ROIC	5.29	3.93	4.47	5.32	6.06
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.78	53.42	55.13	56.70	58.10
净负债比率 (%)	16.48	24.94	26.41	28.33	29.31
流动比率	1.55	1.45	1.38	1.40	1.41
速动比率	0.64	0.52	0.47	0.45	0.41
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.36	0.43	0.49	0.56
应收账款周转率	2.90	2.88	3.16	3.17	3.19
应付账款周转率	1.40	1.63	1.98	1.98	1.99
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.09	0.11	0.16	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	(0.05)	(0.10)	(0.18)	(0.31)
每股净资产(最新摊薄)	2.32	2.04	2.13	2.29	2.50
估值比率					
PE (倍)	107.03	130.96	111.08	76.73	56.66
PB (倍)	5.16	5.85	5.61	5.23	4.79
EV_EBITDA (倍)	35.10	37.07	33.80	28.53	23.89

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com