

2017年4月28日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元)

25

公司基本资讯

产业别	休闲服务
A 股价(2017/4/27)	20.39
上证指数(2017/4/27)	3154.66
股价 12 个月高/低	25.26/18.66
总发行股数(百万)	723.84
A 股数(百万)	702.72
A 市值(亿元)	143.28
主要股东	中青旅集团公司(17.17%)
每股净值(元)	7.16
股价/账面净值	2.85
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-7.8 -4.0 5.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-01-18	20.46	买入
2017-01-04	21.17	买入
2016-10-31	23.4	买入

产品组合

旅游产品服务收入	44%
IT 产品销售与技术服务收入	22%
企业会展服务收入	17%
景区经营	11%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.6%
一般法人	23.0%

股价相对大盘走势



中青旅(600138.SH)

BUY (买入)

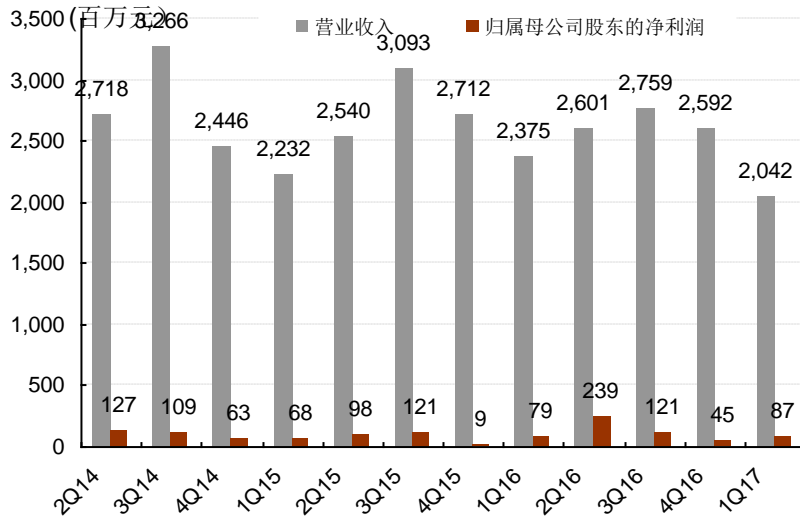
2017Q1 纯利同比增长 10%，景区业绩继续领跑

结论与建议：

- 2017 年第一季度公司实现营业收入 20.42 亿元，同比下降 14%；实现归属母公司净利润 8666 万元，同比增长 9.54%，对应每股盈利 0.12 元。第一季度综合毛利率 26.8%，同比增加 3.7 个百分点。公司的景区业务表现依旧最为亮眼，乌镇和古北均表现出色。
- 受营改增政策影响及整合营销业务季度性波动的影响，占营收比重约 20%的中青博联 1Q 营业收入同比下降 48.15%，是造成营收同比下降的主要原因。乌镇景区一季度接待游客人次较去年同期基本持平，营业收入同比增长 9.77%。古北水镇景区表现出良好的成长性，一季度接待游客人次和营业收入较去年同期分别增长 105.61%和 73.36%。一季度中青旅山水酒店（公司控股 51%）营业收入同比增加 15.96%。
- 展望未来，公司的盈利看点依然在乌镇和古北水镇。其中古北水镇游客增速和营收增速非常快，2017 年营收规模有赶超乌镇。近几年周边游火爆，我们认为公司在景区管理和营销方面积累了丰富的经验，乌镇和古北水镇陆续有新项目投入运营，有利于持续推动业绩。濮院项目（公司参股约 30%）于 2016 年已开工建设，建设期约三年，有望成为另一增长点。此外，乌镇景区从 2016 年 12 月进行经营管理模式调整，由乌镇旅游公司与景耀咨询公司共同出资设立乌镇景区管理有限公司，由于公司在景区方面具有很强的管理优势，在业内属稀缺资源，未来若能实现“管理输出”这一模式，将成为公司业绩新增长点。
- **盈利预测：**自 2017 年 8 月 1 日开始，乌镇的西栅和东栅景区门票将分别提价 25%和 20%。综上，我们预计 2017 年和 2018 年公司净利润为 5.25 亿元和 6.13 亿元，YoY 增长 9%和 17%，对应 EPS 分别为 0.73 元、0.72 元和 0.85 元。目前股价对应 2017 年和 2018 年 PE 分别为 28 倍和 24 倍，维持买入投资建议。

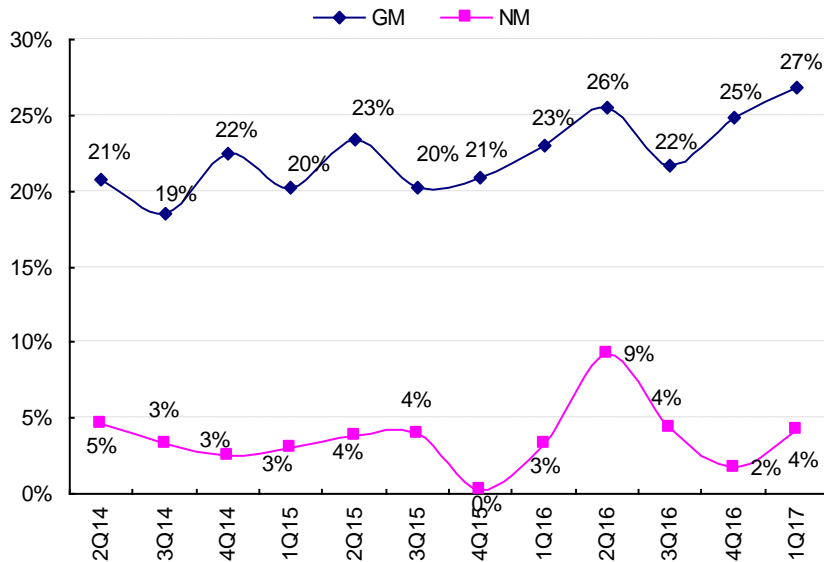
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	321	364	295	484	525	613
同比增减	%	8.59	13.46	-18.86	63.83	8.66	16.66
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.77	0.53	0.41	0.67	0.73	0.85
同比增减	%	8.45	-31.17	-22.64	63.41	8.33	16.66
市盈率(P/E)	X	26.78	38.91	50.29	30.78	28.41	24.35
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.10	0.10	0.20	0.22	0.25
股息率 (Yield)	%	0.73	0.48	0.48	0.97	1.06	1.23

图 1: 公司营收及净利润情况 单位: 百万元



资料来源: 公司公告、群益证券

图 2: 公司利润率情况 单位: %



资料来源: 公司公告、群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业额	9316	10607	10577	10327	11364	12578
经营成本	7471	8492	8338	7871	8466	9308
营业税金及附加	101	122	122	45	26	29
销售费用	863	944	1023	1142	1184	1330
管理费用	391	407	488	529	624	691
财务费用	66	59	40	52	61	68
资产减值损失	4	13	8	7	3	4
投资收益	69	61	17	88	-5	4
营业利润	489	632	574	770	994	1153
营业外收入	150	57	89	219	39	55
营业外支出	4	19	8	6	11	4
税前利润	635	670	655	984	1022	1204
所得税	157	162	198	247	248	289
少数股东权益	158	144	161	253	248	302
净利润	321	364	295	484	525	613

附二: 合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	706	801	837	913	1112	1246
应收帐款净额	1121	1263	1367	1557	1666	1783
存货净额	759	696	533	431	461	493
流动资产合计	3593	3526	3671	3855	4125	4414
长期投资净额	945	1367	1388	1668	1785	1910
固定资产合计	2376	2114	2588	2564	2821	3103
在建工程	104	270	426	1060	1166	1283
非流动资产合计	4667	5352	5884	7094	8159	9382
资产总计	8260	8878	9555	10949	12283	13796
流动负债合计	3861	3099	3511	3727	4099	4509
长期负债合计	351	147	44	514	950	1439
负债合计	4211	3246	3555	4240	5049	5948
少数股东权益	1122	1214	1348	1615	1712	1814
归属母公司股东权益	4048	5632	6000	6709	7235	7848
负债和股东权益总计	8260	8878	9555	10949	12283	13796

附三: 合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	495	524	510	947	1023	1132
投资活动产生的现金流量净额	(979)	(759)	(671)	(1205)	(1274)	(1355)
筹资活动产生的现金流量净额	551	298	191	335	450	357
现金及现金等价物净增加额	59	75	49	84	199	134

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。