

公司研究/调研报告

2017年05月08日

社会服务/旅游综合 II

投资评级：买入（维持评级）

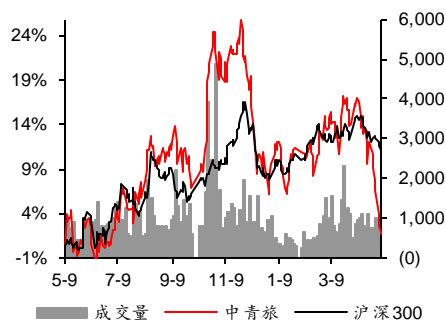
当前价格(元): 19.45
合理价格区间(元): 21.60~25.20

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

相关研究

- 1《中青旅(600138,买入): 三生万物, 战略布局“养学闲”》2017.04
- 2《中青旅(600138,买入): 景区主业靓丽, 管理输出可期》2017.03
- 3《中青旅(600138,买入): 设立合伙企业, 景区外延加速》2017.02

股价走势图



资料来源: Wind

两大景区长期成长逻辑不变

中青旅(600138)

会展业务季节性波动影响 Q1 业绩

1) 遨游网 17 年 Q1 减亏效果较好, 主要原因是公司营销推广和研发方面的投入有所减少, 另外着力发展游学、康养等高毛利率特色产品。遨游网体外新成立研学事业部, 针对中小学生的研学旅行, 有望培育新的增长点。2) 会展 17 年 Q1 营收同比下降 48.15%, 主要原因是会展服务的结算周期影响。今年年初到现在承接几个大型会展如第九届中国花卉博览会运营管理项目, 2017 中国国际大数据产业博览会、国家旅游局文明旅游公司活动等大型会议和项目, 报告期公告承接 19 年北京世园会运维, 发展态势良好。

乌镇承载量仍有提升空间

1) 乌镇“五一”小长假 3 天(4 月 30 日-5 月 1 日)共接待 24.5 万人次, 与去年同期保持平稳, 小长假第二天客流达到高峰, 景区内接待人次超过 10 万。游客团散比例从年度数据来看是 4:6, 一直保持较稳定状态。2) 景区承载方面, 乌镇现有 1900 多间客房(包含乌村的 180 多间客房), 平均入住率为 70%左右, 平均房价处于 650-700 元/间夜区间, 并且随着公司对部分年老客房的改造, 平均房价呈现出逐年升高的趋势。3) 乌镇区位较好, 具有外延开发的空間, 为提升游客的体验, 公司正在景区外打造互联网大会会议中心和互联网公寓、酒店, 目前规划中预计增加 500 间客房。近 2-3 年资本化开支将有所增加, 主要来自互联网酒店、公寓的投入, 会议中心、会展中心将于 17 年开始转固, 总额预计 8-10 亿。4) 濮院已经开始建设, 稳步推进。

古北水镇客流持续高增长

1) 乌镇“五一”小长假 3 天(4 月 30 日-5 月 1 日)共接待 12.5 万人次, 密云旅游网数据显示同比增长 27% (跟景区统计口径略有差异但差别不大), 小长假第二天客流达到高峰, 景区内接待人次超过 5 万。全年看团散结构为 3:7, 较去年同期保持相对稳定。2) 古北水镇现有客房数量为 1300 间左右, 平均房价为 850-900 元/间夜, 16 年三季度以前入住率超过 70%, 新酒店古北之光开业后, 全年景区酒店入住率为 60-65%。整体酒店数量规划中是 1800 间, 以后预计逐年以几十间的数量往上增加。3) 古北水镇的收入结构为酒店收入占比超过 50%, 景区门票和长城门票占比 30%左右, 索道和商铺占比 10%左右。

低估值周边休闲游龙头, 维持“买入”

中青旅旗下两大古镇客流和知名度持续快速提升, 短期受到乌镇投建会议中心等折旧摊销等影响, 下调盈利预测, 预计 17/18/19 年 EPS 为 0.72/1.03/1.37 元, 对应 PE 为 26.97/18.95/14.21 倍, 同行比较估值水平仍然处于较低位置。对应 17 年给予 30-35 倍估值, 下调目标价至 21.6-25.2 元。公司资产质地较好, 未来具有较好的成长性, 维持“买入”评级。

风险提示: 重大自然灾害和疫情; 客流不达预期; 外延拓展速度慢于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	723.84
流通 A 股(百万股)	723.84
52 周内股价区间(元)	19.03-24.08
总市值(百万元)	14,079
总资产(百万元)	11,030
每股净资产(元)	7.16

资料来源: 公司公告

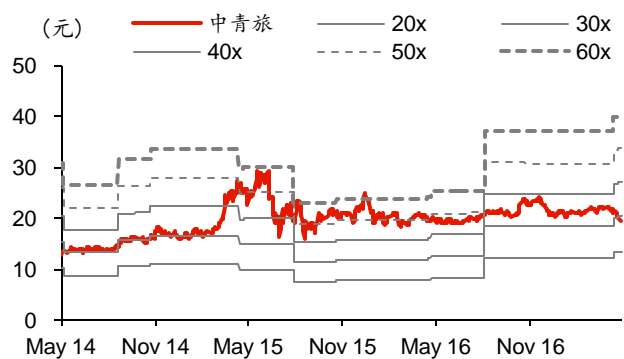
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,577	10,327	10,590	10,857	11,358
+/-%	(0.28)	(2.36)	2.54	2.52	4.62
归属母公司净利润(百万元)	295.13	483.52	522.01	743.11	990.53
+/-%	(18.86)	63.83	7.96	42.36	33.30
EPS (元, 最新摊薄)	0.41	0.67	0.72	1.03	1.37
PE (倍)	47.70	29.12	26.97	18.95	14.21

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

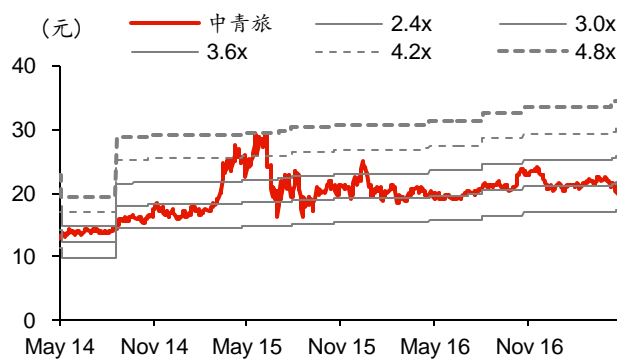
PE/PB – Bands

图表1: 中青旅历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 中青旅历史 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	3,671	3,855	3,818	4,186	4,831
现金	837.06	913.31	913.31	1,317	1,801
应收账款	1,367	1,557	1,375	1,436	1,539
其他应收账款	379.04	358.48	405.65	387.20	410.36
预付账款	431.96	504.45	409.53	397.02	436.05
存货	532.55	430.94	596.14	541.60	525.50
其他流动资产	122.42	90.76	118.46	107.60	118.51
非流动资产	5,884	7,094	6,940	6,770	6,588
长期投资	1,388	1,668	1,668	1,668	1,668
固定资产投资	2,588	2,564	2,944	3,039	2,990
无形资产	609.17	724.62	724.62	724.62	724.62
其他非流动资产	1,299	2,137	1,603	1,338	1,205
资产总计	9,555	10,949	10,759	10,956	11,419
流动负债	3,511	3,727	3,628	3,678	3,733
短期借款	642.24	872.17	872.17	872.17	872.17
应付账款	930.35	737.26	805.27	809.41	819.53
其他流动负债	1,938	2,117	1,951	1,997	2,041
非流动负债	43.85	513.55	507.75	507.75	507.75
长期借款	3.95	367.39	367.39	367.39	367.39
其他非流动负债	39.90	146.16	140.36	140.36	140.36
负债合计	3,555	4,240	4,136	4,186	4,240
少数股东权益	1,348	1,615	1,878	2,154	2,445
股本	723.84	723.84	723.84	723.84	723.84
资本公积	1,726	1,753	1,753	1,753	1,753
留存公积	2,229	2,640	3,140	3,883	4,873
归属母公司股	4,653	5,095	5,617	6,360	7,350
负债和股东权益	9,555	10,949	11,630	12,700	14,035

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	510.26	947.43	861.69	1,195	1,204
净利润	456.59	736.64	785.26	1,020	1,281
折旧摊销	190.46	214.32	149.67	170.69	181.21
财务费用	40.45	52.19	56.17	47.81	29.43
投资损失	(16.68)	(87.83)	(92.22)	(129.11)	(180.75)
营运资金变动	(171.12)	43.73	(31.40)	83.14	(111.28)
其他经营现金	10.56	(11.61)	(5.78)	2.88	4.88
投资活动现金	(670.64)	(1,205)	96.73	129.11	180.75
资本支出	698.08	1,122	0.00	0.00	0.00
长期投资	16.08	195.69	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	43.51	111.85	96.73	129.11	180.75
筹资活动现金	191.38	334.78	(86.65)	(47.75)	(29.46)
短期借款	312.24	229.93	0.00	0.00	0.00
长期借款	(143.07)	363.44	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12.70	27.33	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	9.51	(285.91)	(86.65)	(47.75)	(29.46)
现金净增加额	49.08	83.88	871.77	1,276	1,356

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,577	10,327	10,590	10,857	11,358
营业成本	8,338	7,871	7,891	7,845	7,986
营业税金及附加	122.32	44.60	45.73	46.88	49.05
营业费用	1,023	1,142	1,171	1,200	1,256
管理费用	488.31	529.07	542.51	556.17	581.85
财务费用	40.45	52.19	56.17	47.81	29.43
资产减值损失	7.54	6.86	6.86	6.86	6.86
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.68	87.83	92.22	129.11	180.75
营业利润	573.71	770.35	968.93	1,283	1,630
营业外收入	88.55	218.78	88.55	88.55	88.55
营业外支出	7.61	5.55	8.97	10.28	8.10
利润总额	654.64	983.58	1,049	1,361	1,710
所得税	198.05	246.95	263.24	341.78	429.35
净利润	456.59	736.64	785.26	1,020	1,281
少数股东损益	161.46	253.12	263.25	276.41	290.23
归属母公司净利润	295.13	483.52	522.01	743.11	990.53
EBITDA	804.62	1,037	1,175	1,502	1,840
EPS(元)	0.41	0.67	0.72	1.03	1.37

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(0.28)	(2.36)	2.54	2.52	4.62
营业利润	(9.22)	34.28	25.78	32.42	27.02
归属母公司净利润	(18.86)	63.83	7.96	42.36	33.30
获利能力(%)					
毛利率	21.17	23.79	25.48	27.74	29.69
净利率	2.79	4.68	4.93	6.84	8.72
ROE	6.34	9.49	9.29	11.68	13.48
ROIC	9.73	11.72	14.93	20.41	25.84
偿债能力					
资产负债率(%)	37.20	38.72	35.56	32.96	30.21
净负债比率(%)	22.68	29.25	29.97	29.61	29.23
流动比率	1.05	1.03	1.05	1.14	1.29
速动比率	0.89	0.92	0.89	0.99	1.15
营运能力					
总资产周转率	1.15	1.01	0.98	1.00	1.02
应收账款周转率	7.67	6.74	6.90	7.37	7.29
应付账款周转率	9.14	9.44	10.23	9.72	9.81
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.67	0.72	1.03	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	1.31	1.19	1.65	1.66
每股净资产(最新摊薄)	6.43	7.04	7.76	8.79	10.15
估值比率					
PE(倍)	47.70	29.12	26.97	18.95	14.21
PB(倍)	3.03	2.76	2.51	2.21	1.92
EV_EBITDA(倍)	17.08	13.26	11.70	9.15	7.47

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

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、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

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

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 1063211166/传真：86 1063211275

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