

房地产

2017年06月23日

中弘股份 (000979)

——收购 A&K 布局定制游，瞄准国内高端市场潜力

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年06月22日

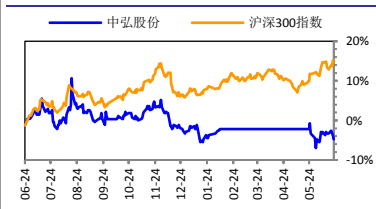
收盘价(元)	2.59
一年内最高/最低(元)	3.11/2.43
市净率	1.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	15520
上证指数/深证成指	3147.45/10265.20

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	1.64
资产负债率%	69.54
总股本/流通A股(百万)	5993/5992
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《金色梧桐晨会推荐 111108》 2011/11/08
《个股 20111108》 2011/11/08

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

联系人

刘乐文
(8621)23297818 × 转
liuyw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 中弘股份是一家总部位于北京的综合性地产企业，自 2001 年成立以来，开发有非中心、北京像素等知名商业地产项目。近年来持续投入旅游地产开发，在长白山、三亚、安吉等旅游胜地布局旅游综合体项目，涉及酒店、度假村、滑雪场和旅游 29 地产等多种业态。
- 公司于 2017 年 5 月 9 日公告将以 4.12 亿美元(3.86 亿美元交易对价以及 0.28 亿中间成本)收购高端旅游服务商 A&K 公司 90.5% 的股份。公司控股股东中弘集团已于 2016 年底通过海外分支机构完成相应股权的收购，上市公司将以 32.32 亿的估值对价收购 A&K 的 90.5% 的股权并成为其控股股东。
- **A&K 是全球顶级的奢华私人定制旅游服务商，为客服提供独具匠心的高端旅游产品。**其 50 余年的经营历史上，积攒了极高声誉，并在英美澳等地区拥有深厚的客户基础。公司通过垂直化平台布局旅游服务全产业链，旗下分为旅游经营 TOC、目的地管理 DMC 以及终端用户产品 EUP 三大业务板块，其旅游服务覆盖全球 100 多个国家和地区，在非洲特色高端游上具有首屈一指的优势。A&K15、16 年营业总收入折合人民币分别为 27.43 亿和 31.31 亿元，其毛利率水平分别为 27.42% 和 25.90%，远高于一般的旅游零售产品。
- **双方优势互补，开拓潜在新兴市场的同时完善上市公司旅游产业布局。**中弘股份目前正从传统房地产开发向休闲度假物业开发和旅游资源开发转型，公司已在吉林、海南、浙江等地陆续布局。公司收购 A&K 之后，将在其原有的欧美市场和非洲资源基础上，加强对亚洲地区的旅游资源布局，开发亚洲地区的特色旅游线路来吸引海外游客。另一方面，随着国内经济水平发展，出境游人次逐年增长。国内高净值人士群体已超过百万，高端游需求初具规模而国内尚未形成专业的大型高端旅游服务商。A&K 借助此次机会进入中国市场，将有效实现新兴市场客户的开拓，使得双方形成优势互补，帮助上市公司完善旅游产业布局。
- **盈利预测与投资建议：**我们看好高端旅游定制服务在中国市场（资源+客户）的广阔发展前景，其利润水平和进入壁垒远高于传统旅行社业务，在出入境旅游长期增长的环境下具有投资价值。**综合考虑地产和旅游业务，预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.05/0.08/0.10 元，对应 PE 分别为 52/32/26 倍。**采用分部估值法，对于旅游业务，根据目前旅游行业龙头对比，市场一致预期 2017 年出境游行业平均市盈率在 30 倍左右，由于收购预计在下半年完成，以 2018 年作为参考更为合理，综合考虑行业增长潜力及公司资质（公司利润率高于传统旅行社，存在较高的竞争壁垒）给予 25 倍估值，以业绩承诺备考推算对应市值 62-63 亿元；对于地产业务，我们采取通行的 NAV 估值法，在地产项目估值基础上考虑净负债之后估计在 136-140 亿之间。**考虑到此次收购对价 32.32 亿元的影响，公司总体估值水平在 166-171 亿元，目前公司市值为 155 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。**
- **风险提示：**汇率大幅波动对高端旅游业务的影响；海外旅游受目的地突发性事件的影响

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,452	964	6,545	9,481	10,864
同比增长率(%)	245.09	230.04	47.01	44.86	14.59
净利润(百万元)	157	9	279	493	615
同比增长率(%)	-45.28	16.36	77.65	76.70	24.75
每股收益(元/股)	0.03	0.00	0.05	0.08	0.10
毛利率(%)	26.7	19.7	31.2	32.3	32.2
ROE(%)	1.6	0.1	2.8	4.6	5.5
市盈率	99		52	32	26

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们看好高端旅游订制服务在中国市场（资源+客户）的广阔发展前景，其利润水平和进入壁垒远高于传统旅行社业务，在出入境旅游长期增长的环境下具有投资价值。**综合考虑地产和旅游业务，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.05/0.08/0.10 元，对应 PE 分别为 52/32/26 倍。**采用分部估值法，对于旅游业务，根据目前旅游行业龙头对比，市场一致预期 2017 年出境游行业平均市盈率在 30 倍左右，由于收购预计在下半年完成，以 2018 年作为参考更为合理，综合考虑行业增长潜力及公司资质（公司利润率高于传统旅行社，存在较高的竞争壁垒）给予 25 倍估值，以业绩承诺备考推算对应市值 62-63 亿元；对于地产业务，我们采取通行的 NAV 估值法，在地产项目估值基础上考虑净负债之后估计值为 136-140 亿之间。**考虑到此次收购对价 32.32 亿元的影响，公司总体估值水平在 166-171 亿元，目前公司市值为 155 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。**

关键假设点

随着经济水平的发展，中国国内的高净值人士持续增长，对应高端订制旅游的需求具有极大挖掘潜力。目前国内没有特别成熟和规模化的高端旅游服务提供商，而在海外高端线路的布局上缺乏资源，A&K 进入国内市场能够稳健拓展高净值客户并保持较高的客单价水平，中国印度等新兴市场将成为其业绩的新增长点。上市公司收购 A&K 能够在 2017 年下半年实现并表，实现旅游业务的业绩增厚。公司现有房地产业务营业收入主要来自于北京和济南的项目销售，现有项目预计在未来 5 年内能够完成开发。

有别于大众的认识

市场对高端旅游发展比较认可，但主要观点认为属于小众市场，国内运营商可以做优做精一条线路，但难以实现规模化扩张。**我们认为高端定制游业态在国外已经成熟，并且拥有稳定的高级客户资源，具有回头客比例高及口碑营销的特色。**目前国内高净值人士体量已达到百万级别，而亚洲 80% 的新增富裕阶层均诞生自中国大陆地区。因此，我们认为目的地资源和高效服务体系是高端旅游的关键要素，掌握这两要素的 A&K 具有将中国高端定制游做到规模化的可能性。

股价表现的催化剂

出境游新兴市场的关注度大幅提升（比如非洲、南极洲等非传统线路）；人民币汇率稳步回升刺激出境旅游需求；公司通过重要合作方拓展大量国内潜在的高净值客户。

核心假设风险

汇率大幅波动对高端旅游业务经营的影响；海外旅游受目的地突发性事件影响的可能性

目录

1.中弘收购 A&K 进军高端旅游市场	5
2.A&K: 高端旅游市场全球领跑者	7
2.1 独创垂直化整合平台, 三大板块覆盖全产业链	7
2.2 收购 A&K 有望为中弘带来多维度协同效应	10
2.3 人均收入提升促进高端旅游蓝海市场发展	11
3.估值与业绩测算	13
3.1 潜在市场助推持续增长, 业绩目标具有可实现性	13
3.2 中弘股份现有业绩测算	16
3.3 盈利预测与投资建议	18
4.风险提示	18

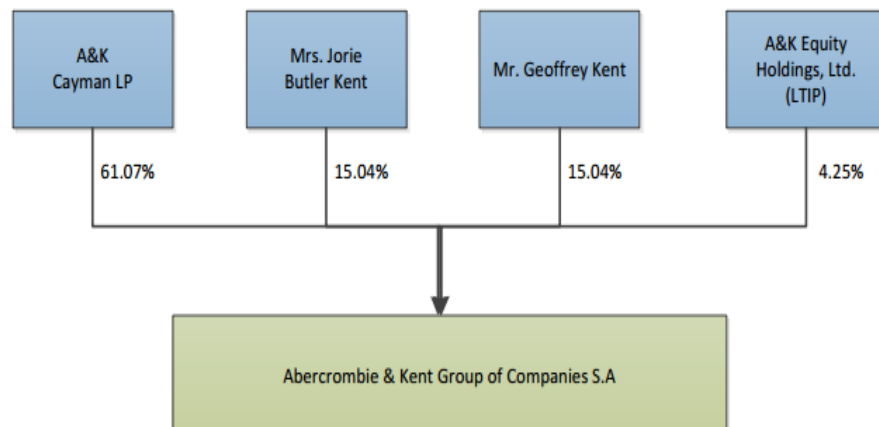
图表目录

图 1: A&K 原股权结构.....	5
图 2 A&K 被衍昭收购后的股权结构.....	6
图 3: 第二次交易完成后 A&K 股权结构.....	6
图 4 : A&K 的营运结构	7
图 5: 整合的价值链.....	8
图 6 : 近年来 TOC 直接销售和代理销售的收入比例.....	8
图 7: 全球出境游人次和全球旅游外汇收入现价	11
图 8: 国内出境游人次和境外消费	11
图 9: 我国城乡居民家庭人均可支配收入 (元/年)	12
图 10: 我国高净值人群数量 (万人)	12
图 11: A&K 未来五年营业收入预测增长 (单位: 亿元)	14
表 1: 第一阶段交易步骤.....	5
表 2: 第二阶段交易步骤.....	6
表 3: A&K 三大部门营收统计 (万美元)	8
表 4: TOC 的业务地域分析 (万美元)	9
表 5: DMC 的业务地域分析 (万美元)	9
表 6: EUP 的业务地域分析 (万美元)	10
表 7: 2015-2016 年 A&K 业绩收入 (单位: 万元)	13
表 8: 2015-2016 年 A&K 期间费用表 (单位: 万元)	13
表 9: A&K 利润表预测 (单位: 万元)	15
表 10: 按地区分的项目销售额测算.....	16
表 11: 现有项目基本情况汇总.....	17
表 12: 主要项目销售及净资产值	17
表 13: A&K 可比公司	18
表 14: 盈利预测	19

1. 中弘收购 A&K 进军高端旅游市场

2017年5月8日中弘股份发布重大资产购买暨关联交易报告书,根据25日最新修改案:公司拟通过境外子公司以支付现金的形式收购 A&K 的 90.5%股权。方案分为两阶段。第一阶段由中弘集团主导,通过衍昭向美国 FORTRESS 投资集团 (NYSE:FIG) 下属主体及相关方收购 A&K 公司 90.5%的股权。该交易部分已于 2016 年 9 月完成。第二阶段由中弘股份通过境外子公司 Neo Dynasty 以支付现金的方式向衍昭收购其持有的 A&K 公司 90.5%股权。

图 1: A&K 原股权结构



资料来源:公司公告,申万宏源研究

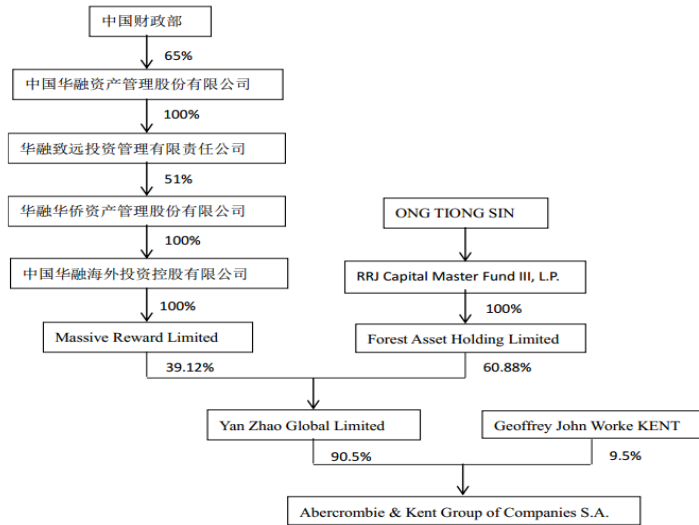
表 1: 第一阶段交易步骤

日期	交易步骤
2016 年 7 月 22 日	衍昭支付与 A&K Cayman LP、AK Equity Holdings Ltd.等相关方签订《A&K 购买与出售协议》,购买其持有的 A&K 公司 90.5%的股权,并支付 5100 万美元作为本次交易的定金
2016 年 9 月 22 日	衍昭、Massive Reward、崇知香港、王永红先生签署《股份认购及转让协议》,衍昭以 1 亿美元对价向 Massive Reward 发行 10,000 股股份,崇知香港将其持有的衍昭 100%股权合计 5,100 股股份转让给 Massive Reward
2016 年 9 月 22 日	投资基金 RRJ Capital 通过其下属子公司 Forest Asset 与衍昭签署《借款协议》,向衍昭提供 2.35 亿美元借款用于此次收购,同时对对应标的股权质押给 Forest Asset 作为担保
2016 年 12 月	为保留 RRJ Capital 提供的并购借款,同时完成此次收购,衍昭进行了债务重组。Massive Reward 持有的合计 15,100 股股份变更为 B 类股份,Forest Asset 对衍昭的 2.35 亿美元借款转为 23,500 股 A 类股份,同时解除对 A&K90.5%股权的质押。Massive Reward 与 Forest Asset 成为衍昭的股东。

资料来源:公司公告,申万宏源研究

2017年5月7日,中弘股份下属境外子公司 Neo Dynasty、衍昭、Ocean Sound 及 A&K 签署了《股份购买与出售协议》,拟以支付现金方式,购买衍昭持有的 A&K 公司 90.5%的股权。交易价格为 41,249.26 万美元,以 A&K90.5%股权对价 38600 万美元为基础,加上衍昭为取得 A&K 股权所支付的中介机构费用 274.09 万美元以及其交割至上市公司期间承担的融资成本 2375.17 万美元。

图 2 A&K 被衍昭收购后的股权结构



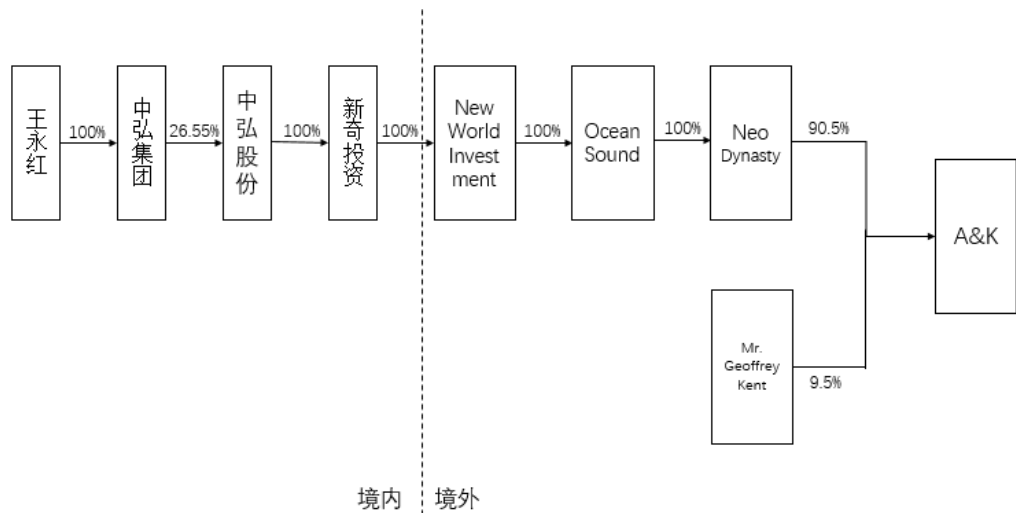
资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：第二阶段交易步骤

序号	交易步骤
1	Neo Dynasty 的母公司 Ocean Sound 代为支付本次交易对价
2	衍昭以其获得的本次交易价款分别向 Forest Asset 和 Massive Reward 按照其持股比例回购其持有的衍昭股份
3	交易价款拟直接由 Ocean Sound 支付给 Forest Asset 和 Massive Reward
4	Forest Asset、Massive Reward 以衍昭回购股份所得价款，分别向 OceanSound 提供 1 亿美元、2.35 亿美元借款。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：第二次交易完成后 A&K 股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.A&K：高端旅游市场全球领跑者

2.1 独创垂直化整合平台，三大板块覆盖全产业链

A&K 公司成立于 2010 年 11 月 3 日，致力于提供全球顶级奢华私人订制式的高端旅游服务，为客户提供别具匠心的旅游产品，在 2015 年被评为世界第二大旅游公司品牌。公司从 2010 年 11 月到 2016 年 12 月，历经三次增资和五次股权转让，目前由衍照持股 90.5%，Geoffrey John Worke Kent 先生（创始人）持股 9.5% 并负责主持经营。

通过独创的垂直化整合平台“A&K Cocoon”，A&K 将产品设计、定价、销售和运营这四个部分与产业链上、中、下游系统性整合并优化，涵盖了从客户旅游咨询到具体旅游产品的终端消费的全过程。该平台在提升用户体验的同时，实现服务增值溢价和更高的经营利润。“A&K Cocoon”业务链由三个业务板块构成，分别为**旅游经营（Tour Operating Companies, TOCs）**、**目的地管理（Destination Management Companies,DMCs）**和**终端用户产品（End User Products, EUPs）**。

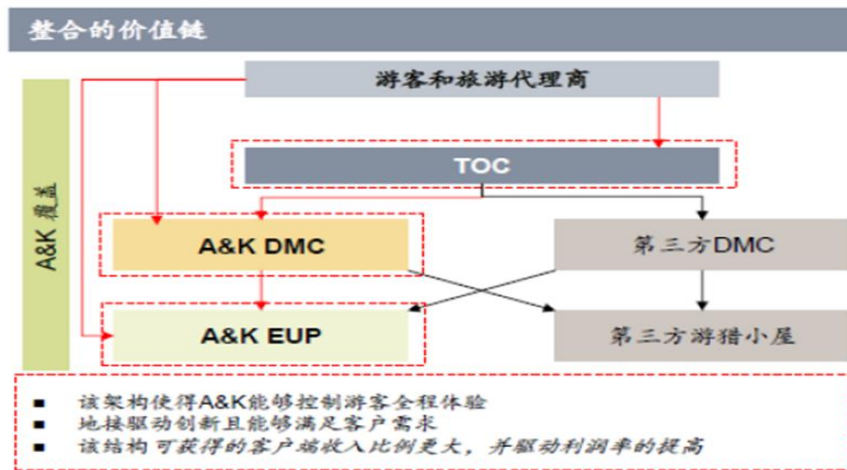
图 4：A&K 的营运结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

为追求最大程度的市场化运营，TOC 不仅向内部的 DMC、EUP 采购服务，还会经过市场化比较，向第三方 DMC 采购；同时，DMC、EUP 不仅承接来自内部 TOC 的业务需求，也以独立品牌对外销售，承接来自第三方代理机构、其他旅游公司的业务需求。

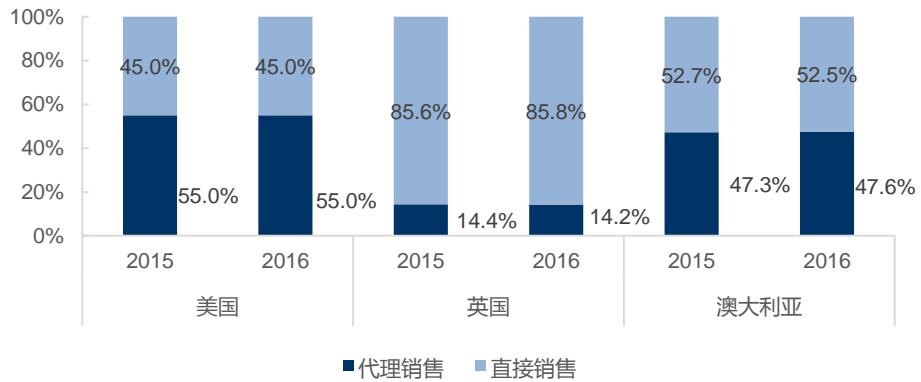
图 5：整合的价值链



资料来源：公司公告，申万宏源研究

A&K 的销售网络主要由五家旅游经营公司（美国、英国、澳大利亚、印度和中国）和四家战略精品店（伦敦 Harrods、伦敦市中心、摩纳哥、阿联酋）组成。TOC、DMC 和 EUP 三块业务均可进行直接销售和第三方代理商销售。代理销售在各国家比例的差异主要是消费习惯所致，英国客户更习惯于直接联系旅游公司预订服务，其直接销售比例达到 85% 以上，而美国、澳大利亚则无特定倾向。目前代销比例相对稳定，根据管理层提供的数据，报告期内 TOC 美国、英国及澳大利亚佣金占代理销售额的比率分别约为 13%、10%及 9%。

图 6：近年来 TOC 直接销售和代理销售的收入比例



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：A&K 三大部门营收统计（万美元）

项目	2016				2015			
	销售收入	收入占比	客户量	平均售价/美元	销售收入	收入占比	客户量	平均售价/美元
TOC	31,136.05	53.78%	36,997	8,415.83	30,491.64	54.87%	34,311	8,886.84
DMC	25,098.64	43.36%	1,664,793	150.76	23,419.03	42.14%	1,503,941	155.72
EUP	1,655.28	2.86%	43,434	368.85	1,664.32	2.99%	41,791	378.27
总计	57,889.97	100.00%	1,745,224	331.71	55,574.99	100.00%	1,580,043	351.73

资料来源：公司公告，申万宏源研究

TOC 占 A&K 54% 的收入，主要负责旅游项目的设计，市场营销，以及向客户销售旅游产品等业务。这一环节具有面向高端客户，客单价高的特点，其旅游路线包括定制旅游、私人飞机旅游、深度体验之旅、A&K 专属系列等，在高端旅游行业独树一帜。其中以私人订制产品贡献收入最多，平均售价约在 9,000 美元。私人飞机旅游则提供私人飞机及专属行程的旅游业务，平均售价则高达 86,000 美元。从地区结构看，目前 TOC 的主要市场来自美国、英国和澳大利亚；由于欧美地区市场成熟，增速平稳，公司近年来正在加快布局新兴的中国、印度、阿联酋等市场。

表 4: TOC 的业务地域分析 (万美元)

TOC 地区	2016				2015			
	销售收入	收入占比	客户数量	平均售价/美元	销售收入	收入占比	客户数量	平均售价/美元
美国	20,136.56	64.67%	15,783	12,758.39	19,483.36	63.90%	14,138	13,780.85
英国	7,760.95	24.93%	16,494	4,705.32	8,005.28	26.25%	15,486	5,169.37
澳大利亚	2,039.12	6.55%	2,496	8,169.54	1,856.54	6.09%	2,384	7,787.50
阿联酋	270.85	0.87%	378	7,165.46	230.19	0.75%	236	9,753.74
印度	340.18	1.09%	1,418	2,399.05	313.65	1.03%	1,613	1,944.48
中国	152.18	0.49%	127	11,982.44	124.07	0.41%	92	13,485.56
其他	436.20	1.40%	301	14,491.66	478.55	1.57%	362	13,219.71
总计	31,136.05	100.00%	36,997	8,415.83	30,491.64	100.00%	34,311	8,886.84

资料来源：公司公告，申万宏源研究

DMC 部门负责目的地运营管理以及执行 TOC 设计及销售的旅游行程，属于 B2B 业务，同时 DMC 也对接外部客源，因此其服务客户量最大。DMC 业务按照定制要求生产面向客户的产品，业务覆盖了南非、香港、欧洲和澳大利亚等 24 个国家，其中销售收入主要来源于撒哈拉以南非洲地区、南美洲、欧洲和东南亚。

表 5: DMC 的业务地域分析 (万美元)

DMC 地区	2016				2015			
	销售收入	占比	客户数量	平均售价 (美元)	销售收入	占比	客户数量	平均售价 (美元)
南非	3,181.67	12.68%	15,152	2,099.84	3,177.67	13.57%	18,059	1,759.61
香港	2,401.68	9.57%	6,027	3,984.87	2,067.10	8.83%	6,401	3,229.34
欧洲	2,262.00	9.01%	6,043	3,743.17	2,278.45	9.73%	5,345	4,262.77
澳大利亚	1,959.72	7.81%	1,478,929	13.25	1,664.33	7.11%	1,325,274	12.56
坦桑尼亚	1,902.05	7.58%	6,224	3,056.00	1,724.62	7.36%	5,468	3,154.03
秘鲁	1,752.51	6.98%	14,960	1,171.46	1,657.71	7.08%	17,774	932.66
印度	1,737.38	6.92%	8,489	2,046.62	2,007.77	8.57%	10,945	1,834.42
其他	1,509.43	6.01%	20,073	751.97	1,639.32	7.00%	17,992	911.14
内罗毕	1,384.74	5.52%	4,701	2,945.63	926.36	3.96%	3,568	2,596.31
泰国	1,236.09	4.92%	13,121	942.07	1,037.14	4.43%	11,560	897.18
智利	1,000.21	3.99%	9,802	1,020.41	802.3	3.43%	9,233	868.95
埃及	972.16	3.87%	8,833	1,100.60	1,060.00	4.53%	9,611	1,102.90
摩洛哥	758.36	3.02%	22,612	335.38	705.75	3.01%	20,477	344.66

DMC	2016				2015			
厄瓜多尔	642	2.56%	16,063	399.68	523.33	2.23%	10,944	478.18
斯里兰卡	574.32	2.29%	6,144	934.77	464.6	1.98%	8,648	537.23
缅甸	567.38	2.26%	3,459	1,640.30	590.45	2.52%	2,302	2,564.93
约旦	390.79	1.56%	9,519	410.53	370.14	1.58%	8,891	416.31
俄罗斯	358.97	1.43%	2,152	1,668.06	250.01	1.07%	1,532	1,631.90
越南	339.87	1.35%	1,957	1,736.70	320.08	1.37%	1,629	1,964.87
蒙巴萨	167.3	0.67%	10,533	158.84	151.89	0.65%	8,288	183.27
合计	25,098.64	100%	1,664,793	150.76	23,419.03	100%	1,503,941	155.72

资料来源：公司公告，申万宏源研究

EUP 属于资源管理部门，目前拥有 16 位于非洲的奢华酒店、6 艘邮轮（主要位于尼罗河）等，主要为 A&K 及第三方客户提供终端服务。EUP 在非洲的博茨瓦纳、肯尼亚、埃及、坦桑尼亚、乌干达、赞比亚六个国家经营高端野营地和游船作为主要收入来源。

表 6: EUP 的业务地域分析 (万美元)

EUP	2016				2015			
地区	销售收入	销售占比	客户数量	平均售价/美元	销售收入	销售占比	客户数量	平均售价/美元
博茨瓦纳	811.92	48.98%	12,208	664.69	860.34	51.69%	13,343	644.79
肯尼亚	143.50	8.62%	4,628	310.07	100.35	6.03%	3,122	321.44
埃及	191.23	11.54%	9,254	206.65	227.20	13.65%	11,747	193.41
坦桑尼亚	236.72	14.41%	7,474	319.41	213.79	12.85%	5,684	376.12
乌干达	69.93	4.20%	2,355	296.93	67.81	4.07%	1,926	352.06
赞比亚	201.98	12.19%	7,515	268.77	194.84	11.71%	5,969	326.42
合计	1,655.28	100%	43,434	381.46	1,664.32	100%	41,791	398.25

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 收购 A&K 有望为中弘带来多维度协同效应

上市公司目前正规划轻资产战略，即“**A+3**”战略，“**A**”：在 A 股已经上市的中弘股份公司，未来将以旅游地产为主；“**3**”：公司收购的三家境外上市公司，分别拟打造成为互联网金融平台和营销平台、互联网旅游平台、品牌管理及运营平台。**A&K 的旅游业务和公司目前的旅游板块业务可以充分发挥协同效应，形成优势互补。**

对于 **A&K** 而言，亚洲旅游资源丰富，具有旅游目的地开发潜质。而亚洲作为新兴市场，亦存在大量潜在客源，目前该的确业务占比极小，具有很大的发展空间。与此同时，中弘在国内积累了丰富的休闲度假物业开发运营资源，借助其在境内及香港、新加坡等主要市场开拓的旅游资源和管理平台，**A&K 开拓亚洲，特别是中国市场的进程会大幅加速。**

对于中弘而言，公司侧重开发休闲度假地产、主题商业地产。已在北京、海南、云南、吉林、浙江、山东等国内核心旅游区域纷纷布局，并初步涵盖了“地缘幅度纵贯南北、涵

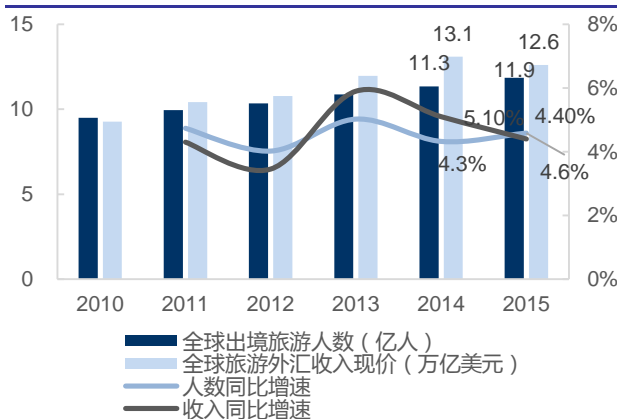
盖山湖岛海多种类型”的旅游资源。同时，公司控股的新加坡上市公司亚洲旅游目前已成为东南亚一线 OTA 平台。A&K 具有高端旅游的服务经验、资深管理团队、高端个性化产品定制能力以及全球高端客户和市场基础。公司既可以利用 A&K 品牌迅速开拓国内潜在高净值客户，又可以借助 A&K 开发国内高端旅游产品，吸引国内外游客来国内目的地深度游。

总体而言，通过本次收购，公司可以为 A&K 的业务带来广阔的市场需求，发挥 A&K 的旅游业务与公司原有旅游板块优势资源的协同效应，形成优势互补，完善公司的文化旅游生态圈。

2.3 人均收入提升促进高端旅游蓝海市场发展

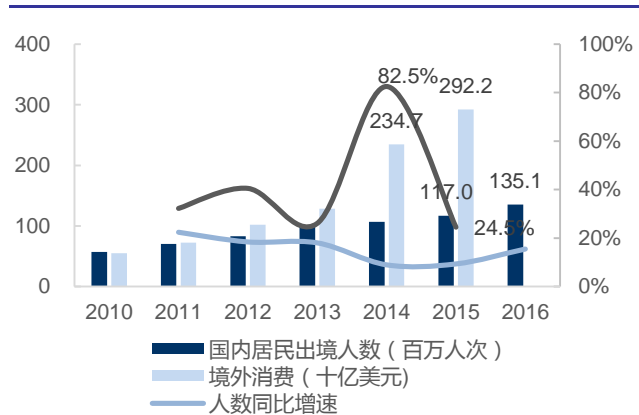
2010-2015 年，全球出境游人次逐年平稳上升，2015 年达到了 11.86 亿人次，增长率达到 4.59%；全球外汇收入逐年上升，2015 年的外汇收入为 12.6 万亿美元，若考虑到外汇汇率变化，增长率达到 4.4%。

图 7：全球出境游人次和全球旅游外汇收入现价



资料来源：UNWTO，申万宏源研究

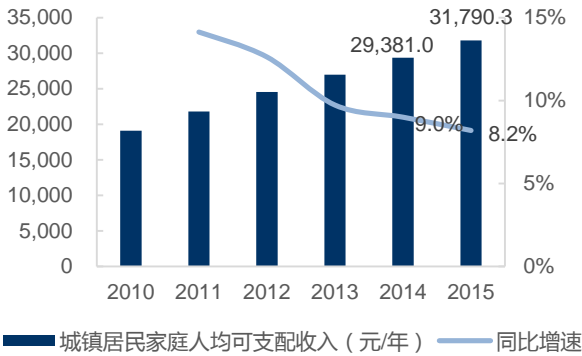
图 8：国内出境游人次和境外消费



资料来源：UNWTO，国家统计局，申万宏源研究

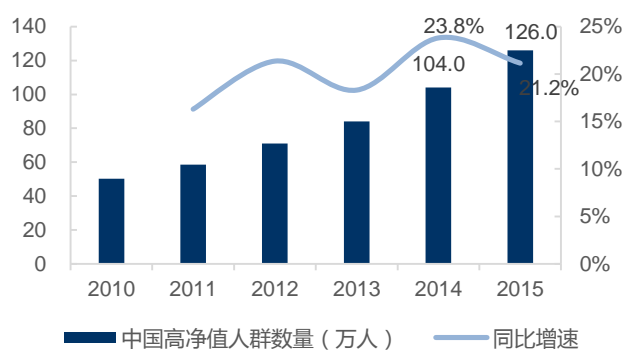
我国城镇居民家庭人均可支配收入逐年增加，2015 年达到人均 31,790.3 元/年，增长率达到 8.2%。消费升级趋势下，OTA 的普及丰富了旅游产品供给，出境游的需求迅速爆发。2010-2016 年国内出境旅游人次逐年上升，海外旅游支出也逐年增加，越来越多的国家对持中国护照游客的旅游消费开绿灯。

图 9：我国城乡家庭人均可支配收入（元/年）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：我国高净值人群数量（万人）



资料来源：Wind，申万宏源研究

根据中信银行私人银行与胡润研究院联合发布的《2016 中国高净值人群出国需求与趋势白皮书》，中国高净值人群数量保持每 20% 左右的高增幅，其海外旅游经历丰富，平均每人去过 10 个国家旅游，10 个以上的占比 37%；平均每年海外旅游 3 次，每次旅游 10 天，人均花费 5 万元。休闲度假成为高净值人群未来三年最期望的旅游主题，占比 42%，其次是环游世界，占比 27%。极地探索（8%）和轻度冒险（5%）等热度上升迅速的。

国内旅游产品的结构——中低端旅游竞争已趋于白热化，利润空间压缩得很低。随着高净值人士对出境游的认识从观光游和购物游向休闲游变迁，港澳台、日韩泰等常规产品已经无法满足其需求，而国内高端旅游市场尚处于起步阶段，市场集中度低，资源网络碎片化，短期难以实现规模扩张。因此 A&K 现阶段进入中国市场可以凭借资源优势和品牌效应把握较好的扩张机遇。

在中国高端市场的开拓上，初始阶段 A&K 将借助旅行社 B2B 销售渠道，并在北京事业部的基础上加大合作力度，把网络伸延至上海、广州及成都地区。另外，长期布局方面，通过与其他入驻中国的奢华品牌合作，以客户资源共享的形式达成合作，透过增值服务绑定来渗透到各类私人银行和高级会所俱乐部的客源体系中。

3. 估值与业绩测算

3.1 潜在市场助推持续增长，业绩目标具有可实现性

A&K 的主营业务收入均来自于向客户提供旅游服务，其他业务收入主要是向其他旅游公司介绍客户收取的佣金服务费用。2016 年主营业务收入 27.43 亿元，较 2015 年度增长 14.03%，主要来自于 A&K 近年来不断开发设计出的新的旅游产品带来的收入增长，如创始人 Geoffery Kent 先生亲自带团的极致奢华系列产品等。

表 7：2015-2016 年 A&K 业绩收入（单位：万元）

	2015			2016		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
提供旅游服务	270,811.45	197,052.87	27.24%	308,816.47	230,071.34	25.50%
佣金服务等	308,816.47	2,072.19	41.38%	4,260.37	1,927.60	54.76%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

A&K 公司 2016 年的期间费用较 2015 年增长了 18.72%，主要因为管理费用中，由于 A&K 在 2013 年推出一项用于激励 A&K 及其下属公司的核心管理人员增长的股权激励计划分别于 2013 和 2016 年进行了一次股权授予。其中 2015 年确认股份支付 2453.37 万元，2016 年确认股份支付 9815.33 万元，因此管理费用较 2015 年增加了 7361.96 万元，增长较高。由于现有欧美市场较为成熟，销售费用基本稳定。在行照入股 A&K 之后，入股资金部分用于偿还长期债务，可以预期公司未来的财务费用存在下降的趋势。

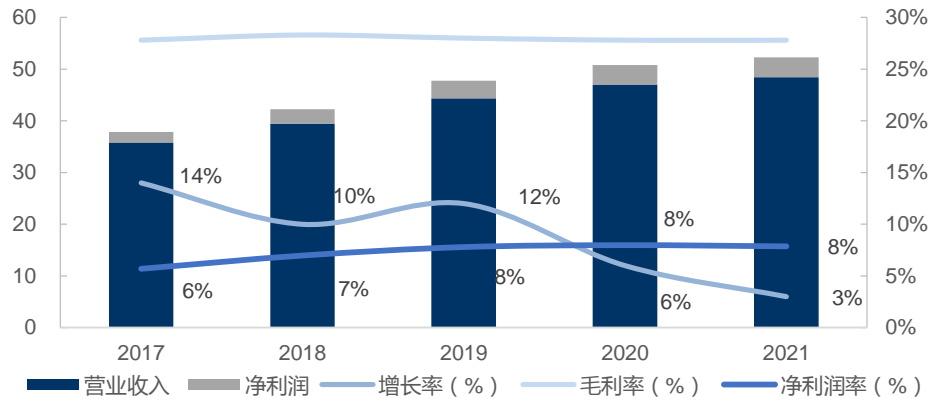
表 8：2015-2016 年 A&K 期间费用表（单位：万元）

期间费用 项目	2015		2016	
	金额	比例	金额	比例
销售费用	21,604.45	32.32%	21,587.48	27.20%
管理费用	42,198.66	63.13%	53,367.56	67.25%
财务费用	3,043.20	4.55%	4,407.17	5.55%
期间费用合计	66,846.30	100.00%	79,362.20	100.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

由于 A&K 目前客户来源主要来自美国、英国及澳大利亚，去年才刚刚进入中国市场。同时，A&K 旅游目的地主要集中在非洲，而对中国，印度，巴西，墨西哥等地开发力度不够。根据 A&K 未来发展规划，2017 年至 2019 年将加大对中国市场的开发，考虑到中国旅游市场的快速发展，特别是中国的出境游市场未来有着巨大的发展空间，中国市场将是企业未来营业收入增长的重要因素。如果按照内生业务 5% 以内的增速，则新兴市场的规模在 2017-2019 年将分别达到 2.9、5.2、9.1 亿元人民币。目前国内高净值人士数量已达到百万级别和中国人海外消费超过千亿美元，市场空间极大。只需要在合作方和渠道资源上进行适当拓展，提升 A&K 在国内高档客户中的知名度。目前的销售目标具有极高的可实现性。

图 11: A&K 未来五年营业收入预测增长 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

营收与成本端: 从目前 A&K 盈利状况来看, A&K 历史年度毛利率基本保持平稳: 15/16 年分别为 27.24% 和 25.50% (受汇率影响有所下滑)。新兴市场的开拓主要是以客源开发为主, 而对应服务仍旧为公司主流线路的产品, 而 TOC、DMC 和 EUP 三块业务构成整体不做单独拆分, 因此在 2017-2018 年预计毛利率将维持平均 27%-28% 的水平。

费用端: 考虑到公司所涉及的高端旅行社业务偏向劳动密集型产品, 最大的成本来自于人员薪酬和福利, 人工成本分别占到销售费用的 48%-49% 和管理费用 (扣除股权费用) 的 67%-69%, 而且占比在 2016 年较 2015 年略有下降。在新兴市场的拓展方面, 人力资源有极大的成本优势, 而欧美成熟市场的相关成本趋于稳定。在偿还借款之后财务费用将大幅减少, 因此, 期间费用率将从 2016 年的 22.21% 下降至 2017 年的 18.88%, 其下降具有合理性。

利润端: 15/16 年净利润为 2530.60/-2243.77 万元, 对应净利率为 0.92% 和 -0.72%。(其中 2016 年扣除管理费用中的股份支付费用 9815.33 万元后, 不考虑对所得税影响, 净利润为 7571.56 万元, 净利率为 2.45%) 一方面, 考虑期间费用的边际改善使得营业利润率持续提升; 另一方面, 考虑到公司业务在美国比例较高, 而美国所得税率高达 34.8%, 导致整体所得税率偏高, 而新兴市场的所得税率相对较低 (15%-25%), 其业务占比提升后, 综合所得税率存在改善预期。因此, 对应 17-19 年净利率分别达到预测的 5.70%、6.97%、7.80% 具有可实现性。

业绩承诺: 2017 年 5 月 7 日, 中弘集团与上市公司签署了《业绩承诺与补偿协议》, 承诺 A&K 于 17/18/19 年的净利润 (合并报表中扣除非经常性损益后确定的归属于母公司所有者的净利润) 分别不低于 2.1/2.8/3.5 亿元。如果实际净利润低于上述承诺净利润, 则中弘集团将按照签署的《业绩承诺与补偿协议》相关约定进行现金形式的补偿。虽然此

次业绩承诺并非是 A&K 对上市公司直接负责，但考虑到 Kent 先生仍持有 9.5% 的股份，并且前序股权激励方案仍旧有效，业绩提升仍是管理层与股东的一致诉求。

因此，在内外部双重有利因素的推动下，A&K 将充分发挥自身优势，通过新型市场开拓来实现持续增长，因而其未来盈利预测高于标的公司 2015 年和 2016 年的净利润具有合理性。假设 A&K 在 2017 年下半年实现并表，谨慎原则按照业绩承诺作为利润备考（由于公司与控股股东签署了承诺及补偿协议，并且被收购公司主要股权已由控股股东进行先行收购，因此将旅游业务纳入公司业绩具有合理性），则旅游业务 2017-2019 年贡献归母净利润分别为 0.92、2.49、3.13 亿元。

表 9: A&K 利润表预测 (单位: 万元)

	2017E	2018E	2019E
营业收入	357,910	394,669	443,285
减: 营业成本	258,560	283,057	319,269
销售费用	22,240	22,931	23,648
管理费用	44,928	46,658	48,505
财务费用	282	282	282
资产减值损失	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0
投资收益	0	0	0
营业利润	31,901	41,740	51,580
加: 营业外收入	0	0	0
减: 营业外支出	0	0	0
利润总额	31,901	41,740	51,580
减: 所得税费用	11,509	14,214	17,016
净利润	20,391	27,526	34,563
+财务费用	180	187	187
+折旧与摊销	3,930	4,512	5,192
-营运资金净增加	-2,436	-3,239	-5,355
-资本性支出	4,079	4,755	5,442
净现金流量	22,857	30,710	39,856
少数股东权益	1,937	2,615	3,283
归属母公司所有者净利润	18,454	24,911	31,280

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3.2 中弘股份现有业绩测算

目前公司在建在售的储备项目共有 12 个，分布在北京、济南、长白山、海口、三亚等地。截止目前，公司合计取得土地储备 1757 亩，其中在吉林长白山取得土地储备 278 亩、在山东济南获得土地储备 1007 亩，在云南西双版纳取得土地储备 217 亩（云南项目尚未进入建设），在浙江安吉取得土地储备 255 亩。另外，公司在海南海口取得海域使用权 330 亩（主要为如意岛填海项目）。2017 年 4 月又获取北京夏各庄地区土储月 181 亩。

根据公司目前项目进度以及国内房地产业发展形势，我们保守估计可进入销售的项目主要是北京地区的御马坊、夏各庄、中弘大厦项目；济南地区的鹊山、中弘广场项目；以及海口的西岸首府项目。考虑到 2016 年公司实际的销售回款比例在 70.90%，根据今年的房地产收紧形式，我们谨慎预测后续首年销售回款比例在 60%。我们预计 2017-2019 年分别可以确认地产销售收入 44.58 亿元、54.18 亿元、63.57 亿元。由于 2015 年末有新项目进入销售，整体营收较少。因此，我们以 2016 年为准，公司的地产销售的毛利率为 27.48%，考虑到 2017 年开始位于北京核心区域的中弘大厦项目将大规模进入销售，将有效提升公司房地产业务的毛利率。同时公司旅游地产项目的拿地成本较低，预计 2017-2019 年的毛利率水平分别达到 33.11%、36.07%、35.93%。

公司过去三年的平均期间费用率在 24.92%，除 2015 年由于销售网络及管理人员增加导致期间费用绝对值较高外，其余年份保持平稳，预计销售+管理费用率在 13-15%之间。由于 2016 年发行公司债及银行贷款增加（目前合计有息负债在 180 亿元），预计财务费用在 2017 年开始将有比较明显的提升。预测地产部分 2017-2019 年的净利润贡献分别为 2.12、2.77、3.42 亿元。

表 10：按地区分的项目销售额测算

地区	项目	2017	2018	2019
北京	御马坊	11.21	14.01	14.01
	夏各庄	6.30	6.30	6.30
	中弘大厦	10.79	9.25	6.16
济南	鹊山度假区	3.13	3.13	3.13
	中弘广场	4.70	4.70	7.05
海口	西岸首府	2.76	2.76	2.21
其他*		8.67	15.20	25.45
合计		47.55	55.35	64.31

资料来源：公司公告，申万宏源研究

*主要包括前次预收账款转入确认营业收入

在售项目按照现有销售均价计算，未售在建项目按照周边同类型项目进行估算，除市区的中弘大厦（商业写字楼）项目外，一二线城市的一般住宅项目在 10,000-15,000 元/平米，三四线城市在 5,000 元/平米左右。公司地产项目的净利率平均水平在 10.23%（按照前述成本及期间费用率估算），海南地区项目利润率较高主要是考虑到土地获取成本较低导致（通过收过和填海等方式获得）。

表 11: 现有项目基本情况汇总

		状态	预计竣工	预计均价/万元	剩余可售面积/万平米
北京	御马坊	在建	201912	15000	64.40
	夏各庄	在建	201912	15000	32.18
	中弘大厦	在建	201712	72596	7.32
吉林长白山	池北祚荣府	在建	201812	4500	18.31
	池南漫江项目	在建	201712	5000	7.24
	池西鹿港小镇	在建	201712	4500	8.17
济南	鹊山度假区	在建	202207	5500	78.60
	中弘广场	在建	202012	15000	54.00
浙江安吉	安吉影视产业园	在建	202012	9000	18.51
海南	如意岛	填岛	201912	12000	320.59
	西岸首府	在建	201912	9000	21.12
	三亚小洲岛	-	201712	36000	19.62
合计					650.06

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 12: 主要项目销售及净资产值

		项目累计销售额	净利润率	净资产价值/亿元
北京	御马坊	92.00	8.88%	57.54
	夏各庄	45.97	10.59%	25.37
	中弘大厦	50.61	11.88%	22.00
吉林长白山	池北祚荣府	7.85	2.05%	1.30
	池南漫江项目	3.45	7.74%	0.60
	池西鹿港小镇	3.50	3.79%	1.54
济南	鹊山度假区	41.17	1.43%	8.49
	中弘广场	77.14	11.67%	35.39
浙江安吉	安吉影视产业园	15.87	13.24%	2.05
海南	如意岛	366.39	17.98%	70.63
	西岸首府	18.10	15.91%	0.89
	三亚小洲岛	67.27	17.56%	13.58
其他				16.04
合计				255.41

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

由于公司目前地产项目并未进入大规模销售和结算期, 而且公司现有地产开发业务与主要的住宅地产开发商存在明显区别, 采用同类可比公司估值法并不能反映真实估值水平。因此, 我们采用房地产净资产 (NAV) 估值法, 假设未来五年 (2017-2022) 内能够完成全部项目开发, 修正后的折现率为 6.75%, 计算现金流折现后的公司项目净值为 255.41 亿元, 扣除目前的净负债后 (179.67 亿负债减去 62.07 亿现金及等价物), 对应的资产净值为 137.80 亿。公司目前总股本 59.93 亿, 地产部分对应每股净资产 2.30 元。

3.3 盈利预测与投资建议

表 13: A&K 可比公司

公司	代码	股价 2017/6/22	A 股股本 亿股	市值 亿元	EPS				PE			
					16	E17	E18	E19	16	E17	E18	E19
众信旅游	002707.SZ	11.92	8.44	101	0.26	0.31	0.38	0.45	46	38	31	26
凯撒旅游	000796.SZ	11.78	8.03	95	0.26	0.44	0.55	0.69	45	27	21	17
市值加权平均									45	33	26	21

资料来源：申万宏源研究

我们看好高端旅游订制服务在中国市场（资源+客户）的广阔发展前景，其利润水平和进入壁垒远高于传统旅行社业务，在出入境旅游长期增长的环境下具有投资价值。综合考虑地产和旅游业务，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.05/0.08/0.10 元，对应 PE 分别为 52/32/26 倍。

考虑到未来的营收结构变化，我们认为公司采用分部估值法比较合理。根据目前旅游行业龙头对比，市场一致预期 2017 年出境游行业平均市盈率估值在 30 倍左右（传统旅行社业务采用 PE 估值法通行合理）。由于收购预计在下半年完成，以 2018 年作为参考更为合理，综合考虑行业增长潜力及公司资质（公司利润率高于传统旅行社，存在较高的竞争壁垒）给予 25 倍估值。以业绩承诺备考推算对应市值 62-63 亿元；对于地产业务，我们采取通行的 NAV 估值法，在地产项目估值基础上考虑净负债之后估计值为 136-140 亿之间。考虑到此次收购对价 32.32 亿元的影响，公司总体估值水平在 166-171 亿元，目前公司市值为 155 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

4.风险提示

汇率大幅波动对高端旅游业务经营的影响

海外旅游受目的地突发性事件影响的可能性

表 14: 盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	2,485	1,290	4,452	6,545	9,481	10,864
二、营业总成本	2,106	1,495	4,242	6,154	8,751	9,959
其中：营业成本	1,345	797	3,262	4,501	6,418	7,369
营业税金及附加	147	71	165	108	156	179
销售费用	140	247	151	284	459	535
管理费用	277	423	429	694	1,040	1,184
财务费用	63	65	131	558	680	703
资产减值损失	132	(108)	105	9	(2)	(12)
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	53	467	(3)	0	0	0
三、营业利润	432	263	207	390	731	905
加：营业外收入	47	225	2	0	0	0
减：营业外支出	17	6	13	0	0	0
四、利润总额	462	482	196	390	731	905
减：所得税	168	190	50	102	212	258
五、净利润	294	292	146	289	519	647
少数股东损益	3	6	(11)	10	26	33
归属于母公司所有者的净利润	291	287	157	279	493	615
六、基本每股收益	0.15	0.06	0.03	0.05	0.08	0.10
全面摊薄每股收益	0.05	0.05	0.03	0.05	0.08	0.10

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。