

大额政府补贴超预期，助力业绩提升

——中青旅（600138）事件点评

2017年06月26日

强烈推荐/维持

中青旅

事件点评

事件：

2017年6月23日，中青旅控股子公司乌镇旅游股份有限公司收到桐乡市财政局《关于要求乌镇旅游股份有限公司将财政补贴用于乌镇古镇保护与品牌宣传推广的函》，公司获得2.61亿元的补助。

主要观点：

1. 政府补贴直接增厚17年业绩，预计全年同比增25%。

桐乡市财政局对乌镇子公司2.61亿元补助，公司对乌镇持股比例为66%，此次补助将明显带动公司2017年业绩提升，预计同比去年增幅达25%，超过市场之前预期。桐乡市积极鼓励当地的传统企业接轨电子商务且有意把乌镇打造成中国版的“达沃斯”；且自2016年起互联网大会均选址乌镇，“会议小镇”发展趋势逐步加速。今年乌镇再次或获大额补助，将全额用于乌镇的保护与品牌宣传推广，利于乌镇的可持续发展，对乌镇的环境和硬件水平的要求不断提高，充分体现桐乡市对其重视与扶持程度。未来在对乌镇保护与品牌宣传推广下，乌镇有望迎来客流的持续增长。

2. 旺季景区门票迎来提价，毛利率将得到提升。

8月1日起，乌镇旗下的东栅景区票价上涨20%至120元/人，西栅景区票价上涨25%至150元/人，提价将直接提高公司营收及毛利率。乌镇景区2014、2015、2016年净利润分别为3.11(+9.9%)、4.05(+30.12%)、5.46(+34.70%)亿元，是公司业绩贡献的主要来源，进入三季度旅游旺季乌镇景区有望迎来量价齐升。

结论：

公司两大景区受益周边游，古北一季度客流高速增长，乌镇提价在即。考虑此次大额政府补贴，我们上调公司盈利预测，预计公司2017-2019年营业收入分别为115.4、131.46和148.54亿元，归属上市公司净利润分别为6.1、7.19和8.63亿元，对应EPS分别为0.84、0.99和1.19元，对应PE分别为27、23和19倍，目标价29.4元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：客流量不达预期、天气因素等。

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

联系人：张凯琳

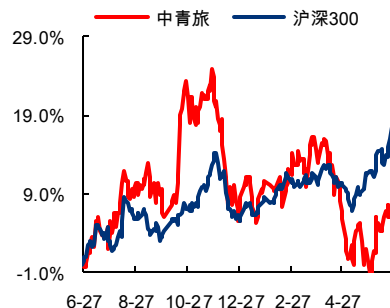
010-66554018

zhangkl@dxzq.net.cn

交易数据

| | |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间(元) | 20.45-19.37 |
| 总市值(亿元) | 148.03 |
| 流通市值(亿元) | 148.03 |
| 总股本/流通A股(万股) | 72384/72384 |
| 流通B股/H股(万股) | / |
| 52周日均换手率 | 1.13 |

52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《中青旅（600138）2016年报点评：景区持续贡献靓丽业绩，新业态培育增强看点》2017-04-20
- 2、《中青旅（600138）：归母净利润预计增长60%，景区业务强势向前》2017-01-19
- 3、《中青旅（600138）：乌镇景区增长超预期，关注遨游网发展》2015-08-06
- 4、《中青旅（600138）：会展业务发展良好，关注遨游网后期建设》2015-04-21

公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位: 百万元 | | | | | 利润表 | 单位: 百万元 | | | | |
|----------------|---------|---------|-------|---------|---------|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产合计 | 3671 | 3855 | 4146 | 5018 | 6418 | 营业收入 | 10577 | 10327 | 11540 | 13146 | 14854 |
| 货币资金 | 837 | 913 | 981 | 1399 | 2312 | 营业成本 | 8338 | 7871 | 8689 | 9891 | 11134 |
| 应收账款 | 1367 | 1557 | 1581 | 1801 | 2035 | 营业税金及附加 | 122 | 45 | 48 | 53 | 59 |
| 其他应收款 | 379 | 358 | 401 | 456 | 516 | 营业费用 | 1023 | 1142 | 1269 | 1420 | 1604 |
| 预付款项 | 432 | 504 | 591 | 690 | 802 | 管理费用 | 488 | 529 | 586 | 657 | 743 |
| 存货 | 533 | 431 | 476 | 542 | 610 | 财务费用 | 40 | 52 | 46 | 15 | 4 |
| 其他流动资产 | 0 | 22 | 22 | 22 | 22 | 资产减值损失 | 7.54 | 6.86 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 非流动资产合计 | 5884 | 7094 | 7265 | 7317 | 7294 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 1388 | 1668 | 1668 | 1668 | 1668 | 投资净收益 | 16.68 | 87.83 | 90.00 | 100.00 | 115.00 |
| 固定资产 | 2588.38 | 2564.18 | ##### | 3192.60 | 3248.63 | 营业利润 | 574 | 770 | 985 | 1206 | 1419 |
| 无形资产 | 609 | 725 | 732 | 739 | 745 | 营业外收入 | 88.55 | 218.78 | 230.00 | 65.00 | 70.00 |
| 其他非流动资产 | 293 | 409 | 409 | 409 | 409 | 营业外支出 | 7.61 | 5.55 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 资产总计 | 9555 | 10949 | 11412 | 12335 | 13712 | 利润总额 | 655 | 984 | 1210 | 1266 | 1484 |
| 流动负债合计 | 3511 | 3727 | 3152 | 3020 | 3268 | 所得税 | 198 | 247 | 303 | 316 | 371 |
| 短期借款 | 642 | 872 | 318 | 0 | 0 | 净利润 | 457 | 737 | 908 | 949 | 1113 |
| 应付账款 | 930 | 737 | 786 | 894 | 1007 | 少数股东损益 | 161 | 253 | 298 | 230 | 250 |
| 预收款项 | 815 | 876 | 934 | 999 | 1074 | 归属母公司净利润 | 295 | 484 | 610 | 719 | 863 |
| 一年内到期的非 | 160 | 1 | 1 | 1 | 1 | EBITDA | 1340 | 1678 | 1400 | 1639 | 1861 |
| 非流动负债合计 | 44 | 514 | 808 | 1108 | 1358 | EPS (元) | 0.41 | 0.67 | 0.84 | 0.99 | 1.19 |
| 长期借款 | 4 | 367 | 667 | 967 | 1217 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 负债合计 | 3555 | 4240 | 3959 | 4127 | 4625 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1348 | 1615 | 1913 | 2143 | 2393 | 营业收入增长 | -0.28% | -2.36% | 11.74% | 13.92% | 12.99% |
| 实收资本(或股 | 724 | 724 | 724 | 724 | 724 | 营业利润增长 | -9.22% | 34.28% | 27.89% | 22.37% | 17.66% |
| 资本公积 | 1726 | 1753 | 1753 | 1753 | 1753 | 归属于母公司净利 | 26.09% | 17.97% | 26.09% | 17.97% | 19.94% |
| 未分配利润 | 2078 | 2488 | 2750 | 3059 | 3430 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 4653 | 5095 | 5562 | 6087 | 6717 | 毛利率(%) | 21.17% | 23.79% | 24.70% | 24.76% | 25.04% |
| 负债和所有者权 | 9555 | 10949 | 11412 | 12335 | 13712 | 净利率(%) | 4.32% | 7.13% | 7.87% | 7.22% | 7.49% |
| 现金流量表 | 单位: 百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | 3.09% | 4.42% | 5.34% | 5.83% | 6.29% |
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | ROE(%) | 6.34% | 9.49% | 10.96% | 11.82% | 12.84% |
| 经营活动现金流 | 510 | 947 | 1028 | 1060 | 1251 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 457 | 737 | 908 | 949 | 1113 | 资产负债率(%) | 37% | 39% | 35% | 33% | |
| 折旧摊销 | 725.37 | 855.35 | 0.00 | 345.07 | 363.97 | 流动比率 | 1.05 | 1.03 | 1.32 | 1.66 | 1.96 |
| 财务费用 | 40 | 52 | 46 | 15 | 4 | 速动比率 | 0.89 | 0.92 | 1.16 | 1.48 | 1.78 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -24 | -220 | -234 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 58 | 66 | 74 | 总资产周转率 | 1.15 | 1.01 | 1.03 | 1.11 | 1.14 |
| 投资活动现金流 | -671 | -1205 | -489 | -415 | -350 | 应收账款周转率 | 8 | 7 | 7 | 8 | 8 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 11.59 | 12.39 | 15.16 | 15.65 | 15.63 |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 17 | 88 | 90 | 100 | 115 | 每股收益(最新摊 | 0.41 | 0.67 | 0.84 | 0.99 | 1.19 |
| 筹资活动现金流 | 191 | 335 | -472 | -227 | 13 | 每股净现金流(最新 | 0.04 | 0.11 | 0.09 | 0.58 | 1.26 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 6.43 | 7.04 | 7.68 | 8.41 | 9.28 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 300 | 300 | 250 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 54.71 | 33.48 | 26.63 | 22.57 | 18.82 |
| 资本公积增加 | 13 | 27 | 0 | 0 | 0 | P/B | 3.49 | 3.19 | 2.92 | 2.67 | 2.42 |
| 现金净增加额 | 31 | 77 | 68 | 418 | 913 | EV/EBITDA | 12.10 | 9.87 | 11.60 | 9.64 | 8.14 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 9 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士, 2016 年 1 月加盟东兴证券研究所, 从事社会服务行业研究, 重点专注于餐饮旅游领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。