

业绩增速稳健，华侨城入驻拉开资源整合大幕

调研报告/餐饮旅游行业

2017 年 01 月 16 日

一、事件概述

近日，我们对云南旅游进行了调研，与公司相关人员就公司经营情况及未来发展战略进行了交流。

二、分析与判断

● 主营业务增速稳定，园林、地产驱动业绩增长

2015 年公司实现营业收入 14.26 亿元，同比增长 51.52%；实现归母净利润 8345.47 万元，同比增长 28.35%，大幅增长是由于收购江南园林公司并表所致；2016 年前三季度，公司实现营业收入 9.9 亿元，同比增长 19.48%；实现归母净利润 6261.28 万元，同比增长 37.16%。主营业务在维持高增长的形势下增速放缓，其中，地产板块可结转营业收入增加、园林板块引入 PPP 模式新增订单量成为引爆此轮增长的双引擎。我们认为，未来公司地产、园林板块将继续发挥支撑作用，华侨城入主为公司业绩打开想象空间。

● 华侨城控股云南旅游，新股东实力背景雄厚，未来颇具潜力

云南省国资委决定引入华侨城对世博旅游集团增资扩股，增资完成后，华侨城云南公司将持有世博旅游集团 51% 股权，从而间接控制云南旅游已发行股份的 49.52%。结合此前华侨城投资管理公司拟认购云南旅游定增的 17.31% 股份，华侨城集团将间接控制云南旅游 58.3% 股权，完成绝对控制。增资完成后，云南旅游的实际控制人由云南省国资委变更为国务院国资委。新股东华侨城集团系亚洲第一、世界第四的全球旅游集团，其传统主题公园业务发展进入成熟期，增速遭遇天花板，转型升级势在必行。我们认为，此次大手笔布局“文化+旅游+城镇化”新战略，华侨城在资本及资源，品牌影响和管理经验方面的优势，结合云南旅游深耕西南地区多年的深厚积累，将为合作带来共赢。

● 华侨城带来多方面利好，强预期打造云南省资源整合平台

华侨城入主为云旅带来的利好效应是多方面的，首先华侨城集团旅游业态涉及主题公园、文化旅游、地产酒店等，与上市公司主业重合度高，为上市公司原有业务注入新元素的同时创造协同价值。其次，华侨城现代化的管理模式和治理结构或提高上市公司经营效率。最后，本次是旅游行业国企改革首例，受益于省国资委，力度较大，引发强烈资源整合预期。同时，华侨城先前公告与云城投、云文旅、世博集团、华侨城集团签署战略合作框架协议，几大集团均拥有丰富优质资产，考虑到避免同业竞争的问题，我们认为，不排除将上市公司作为平台进行旅游资源整合的可能性。此外，云南旅游作为世博集团旗下唯一上市公司，世博集团旗下优质资源存在继续注入的预期。

● 定增募投外延项目，打开业务格局

云南旅游于 2015 年底公布非公开发行预案，宣布募集资金 13.48 亿元。扣除发行费用后的募集资金净额拟投向昆明故事、婚庆产业公司、世博生态城凤鸣邻里三个项目。此次定增有助于公司业务空间格局进一步打开，昆明故事项目将有利于将世博园区打造成集文化旅游、休闲度假旅游及景观旅游于一体的旅游度假综合体。婚庆产业公司凭借公司现有在婚宴及世博园景区作为婚纱摄影圣地的优势，可助力公司抢占婚庆服务这一朝阳产业的先机，形成新的利润增长点。凤鸣邻里生态园区住宅项目位于世博园区内，三项目可形成合力，助推世博园区向大型旅游综合体演进，进一步增加园区各产业协同效应，提高公司核心盈利项目竞争力。

强烈推荐

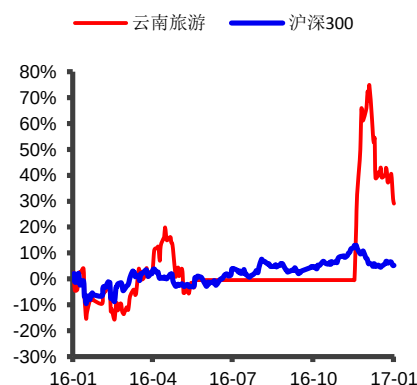
首次评级

合理估值 13.32-15.54 元

交易数据 (2017-1-13)

收盘价 (元)	11.10
总股本 (亿股)	7.31
流通股本 (亿股)	7.09
流通股比例 (%)	96.99%
总市值 (亿元)	81.12
流通市值 (亿元)	78.68

该股与沪深 300 走势比较



分析师：陈柏儒

执业证号：S0100512100003
电话：010-85127729
邮箱：chenbairu@mszq.com

研究助理：赵汐雯

执业证号：S0100115070047
电话：010-85127645
邮箱：zhaoxiwen@mszq.com

三、投资建议与盈利预测

预计公司 2016、17、18 年能够实现基本每股收益 0.16、0.20、0.25 元/股，对应 2016、17、18 年 PE 分别为 69X、57X、44X。首次给予公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示

1、公司经营情况不达预期；2、云南省旅游增速不及预期；3、资产整合不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,426	1,883	2,232	2,634
增长率（%）	51.5%	32.0%	18.5%	18.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	83	119	145	186
增长率（%）	28.3%	43.1%	21.6%	28.2%
每股收益（元）	0.11	0.16	0.20	0.25
PE（现价）	98.6	68.9	56.7	44.2
PB	4.9	4.6	4.2	3.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,426	1,883	2,232	2,634
营业成本	957	1,232	1,487	1,734
营业税金及附加	81	124	138	158
销售费用	64	96	115	145
管理费用	128	216	243	294
EBIT	197	215	250	303
财务费用	27	0	0	0
资产减值损失	40	0	0	0
投资收益	3	1	1	2
营业利润	134	216	251	305
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	136	225	257	312
所得税	27	47	56	65
净利润	108	178	202	247
归属于母公司净利润	83	119	145	186
EBITDA	312	327	370	434

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	447	660	657	706
应收账款及票据	424	372	559	658
预付款项	31	92	89	96
存货	1418	1593	1976	2284
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2412	2809	3411	3895
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	582	691	755	815
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1628	1620	1723	1693
资产合计	4041	4430	5134	5588
短期借款	60	0	0	0
应付账款及票据	721	621	903	1060
其他流动负债	14	14	14	14
流动负债合计	1565	1776	2279	2486
长期借款	9	9	9	9
其他长期负债	447	447	447	447
非流动负债合计	455	455	455	455
负债合计	2021	2231	2735	2941
股本	731	731	731	731
少数股东权益	344	403	460	521
股东权益合计	2020	2198	2400	2647
负债和股东权益合计	4041	4430	5134	5588

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	51.5%	32.0%	18.5%	18.0%
EBIT 增长率	132.6%	8.9%	16.6%	21.2%
净利润增长率	28.3%	43.1%	21.6%	28.2%
盈利能力				
毛利率	32.9%	34.6%	33.4%	34.2%
净利率	5.9%	6.3%	6.5%	7.1%
总资产收益率 ROA	2.1%	2.7%	2.8%	3.3%
净资产收益率 ROE	5.0%	6.7%	7.5%	8.8%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.6	1.5	1.6
速动比率	0.6	0.7	0.6	0.6
现金比率	0.3	0.4	0.3	0.3
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	109.5	72.0	91.1	90.9
存货周转天数	485.1	472.0	485.0	480.7
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.2	0.2	0.3
每股净资产	2.3	2.5	2.7	2.9
每股经营现金流	0.1	0.5	0.3	0.2
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	98.6	68.9	56.7	44.2
PB	4.9	4.6	4.2	3.9
EV/EBITDA	27.3	25.2	22.3	18.9
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	108	178	202	247
折旧和摊销	154	112	120	131
营运资金变动	(200)	102	(102)	(228)
经营活动现金流	90	382	212	141
资本开支	99	95	217	93
投资	(128)	0	0	0
投资活动现金流	(227)	(93)	(215)	(91)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	136	0	0	0
筹资活动现金流	93	(75)	0	0
现金净流量	(44)	213	(3)	50

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师及研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012 年加盟民生证券研究院，从事轻工、餐饮旅游行业及上市公司研究。

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学金融学硕士，2015 年加盟民生证券研究院，从事餐饮旅游行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。