

西藏旅游（600749）

证券研究报告

2017 年 09 月 11 日

获西藏纳铭举牌，专注景区内生建设，彰显未来发展信心

西藏纳铭增持公司股份，占公司总股本达 5%。本次合计增持 1900 股，占总股本 0.001%，增持均价为 19.87 元/股，本次增持前西藏纳铭合计持有公司 945.5 万股，占总股本 4.999%，本次增持后合计持有公司 945.6 万股，占比 5%，本次增持未导致实际控制人变化。同时，西藏纳铭拟在未来十二个月继续增持公司股份不低于 3000 万元。

西藏纳铭网络科技有限公司，成立于 2016 年 11 月，注册资金 2 亿元，主营电子技术开发、转让、互联网技术服务（不含金融、电信、银行的延伸业务）。是西藏考拉科技发展有限公司全资子公司，而联想股份有限公司为西藏考拉科技控股股东，持有其 67% 股权。联想控股于 1984 年由中国科学院计算技术研究所投资，于 2015 年 6 月 29 日在港交所上市（HK: 03396），截至 2016 年 12 月 31 日，联想控股综合营业额约 3070 亿元，综合总资产约 3223 亿元。公司从 IT 行业起步现已成为国内领先多元化投资控股公司，拥有“战略投资+财务投资”独特业务模式。本次增持主要系西藏纳铭看好西藏旅游发展潜力，旨在通过本次增持长期持有公司股份，获取投资收益。若以西藏纳铭历史增持均价计算，3000 万元对应公司股份约为 161.78 万股，增持完成后将累计持有公司 1107.47 万股，约占总股本 5.9%。

发力景区内生建设，深度运营为未来重点。第一，上半年公司收入 0.63 亿元（+22.84%），归母利润同比减亏，主要系（1）阿里景区游客入境通道关闭致印度香客入境受阻；（2）“两限一警”政策在上半年放宽，且负面影响逐渐削弱；景区板块由于销售政策强化，对维持景区客流发挥了一定正面作用，带来游客接待量实现一定增长，但与预期仍有一定差距。第二，公司酒店和景区实现联动发展，酒店经营权下放至景区，并设立喜马拉雅酒店系列，有望进一步提升酒店管理水平和经营理念，优化服务意识和水平。同时，公司主要阿里、林芝景区是区域内热门旅游目的地，配套设施有待完善，深度运营空间较大，大股东增持体现未来坚定发展内生增长目标明确。第三，公司获西藏纳铭举牌，并将于未来继续增持公司股份，一方面彰显联想控股对公司未来发展信心，另一方面不排除未来将有进一步资本运作可能。

维持盈利预测，维持“增持”评级。公司是西藏稀缺旅游上市平台，手握当地核心旅游资源。公司大股东此前多次增持，彰显未来发展决心，看好在大交通及基础设施改善背景下的长期投资价值。此外，公司市值不到 40 亿，短期主业存在一定发展瓶颈，不排除未来仍有资本运作可能。17-18 年 EPS 为 0.032/0.037/0.041，维持“增持”评级。

风险提示：客流不及预期、地缘政治风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	152.05	126.25	130.78	136.17	142.37
增长率(%)	(5.00)	(17.00)	4.00	4.00	5.00
EBITDA(百万元)	30.09	(22.07)	54.48	59.47	69.01
净利润(百万元)	5.36	(95.12)	6.13	6.99	7.80
增长率(%)	(116.00)	(1,876.00)	(106.00)	14.00	12.00
EPS(元/股)	0.03	(0.50)	0.032	0.037	0.041
市盈率(P/E)	703.54	(39.61)	615.07	539.24	483.28
市净率(P/B)	5.94	6.98	6.90	6.82	6.72
市销率(P/S)	24.78	29.84	28.81	27.67	26.46
EV/EBITDA	161.94	(217.95)	80.71	71.81	63.55

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	休闲服务/旅游综合
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	19.92 元
目标价格	23 元
上次目标价	27.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	189.14
流通 A 股股本(百万股)	189.14
A 股总市值(百万元)	3,767.63
流通 A 股市值(百万元)	3,767.63
每股净资产(元)	2.72
资产负债率(%)	61.48
一年内最高/最低(元)	27.14/15.42

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
李昕悦	联系人
lixinyue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《西藏旅游-公司点评:定增战略布局休闲游，推进公司转型升级》
2017-03-07
- 2 《西藏旅游-年报点评报告:明确内生发展为重点，看好长期投资价值》
2017-02-24

图 1：近半年西藏纳铭购买公司股份情况

买入日期	买入数量（万股）	价格区间（元）	总金额（万元）
2017 年 8 月 4 日	206.13	17.217	3548.99
2017 年 8 月 7 日	107.40	17.566	1886.50
2017 年 8 月 8 日	46.48	18.261	848.88
2017 年 8 月 9 日	40.04	18.268	731.45
2017 年 8 月 10 日	76.46	18.082	1382.55
2017 年 8 月 11 日	152.76	18.239	2786.27
2017 年 8 月 14 日	43.1	18.348	790.80
2017 年 8 月 16 日	82.34	18.547	1527.16
2017 年 8 月 17 日	87.33	18.806	1642.33
2017 年 8 月 18 日	42.74	18.812	804.02
2017 年 8 月 21 日	16.03	18.965	304.01
2017 年 8 月 22 日	37.1	19.121	709.39
2017 年 9 月 7 日	7.59	19.512	148.10
2017 年 9 月 8 日	0.19	19.872	3.78
合计	945.69	18.544（均价）	17114.12

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：联想控股业务模式&业务布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	543.23	44.81	10.46	10.89	11.39
应收账款	95.81	20.80	109.50	21.36	115.45
预付账款	6.95	15.29	13.07	9.86	13.81
存货	21.11	18.29	17.48	18.29	16.79
其他	2.69	3.25	3.65	3.10	3.28
流动资产合计	669.79	102.43	154.15	63.49	160.72
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	585.67	614.73	660.22	702.26	729.23
在建工程	135.57	136.66	118.00	118.80	101.28
无形资产	429.83	445.92	431.86	417.81	403.75
其他	32.44	25.20	30.07	23.87	20.15
非流动资产合计	1,183.51	1,222.52	1,240.14	1,262.73	1,254.41
资产总计	1,853.31	1,324.95	1,394.30	1,326.23	1,415.13
短期借款	530.00	30.00	203.94	234.11	333.02
应付账款	228.14	363.79	157.24	223.06	189.88
其他	76.94	39.15	86.13	67.62	66.18
流动负债合计	835.08	432.94	447.31	524.78	589.08
长期借款	367.00	352.00	399.74	247.62	263.88
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.50	2.00	2.83	2.11	2.31
非流动负债合计	368.50	354.00	402.57	249.73	266.19
负债合计	1,203.58	786.94	849.88	774.51	855.27
少数股东权益	14.99	(1.60)	(1.33)	(1.02)	(0.66)
股本	189.14	189.14	189.14	189.14	189.14
资本公积	439.88	439.88	439.88	439.88	439.88
留存收益	445.60	350.48	356.61	363.59	371.39
其他	(439.88)	(439.88)	(439.88)	(439.88)	(439.88)
股东权益合计	649.73	538.01	544.42	551.72	559.86
负债和股东权益总	1,853.31	1,324.95	1,394.30	1,326.23	1,415.13

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3.24	(98.27)	6.13	6.99	7.80
折旧摊销	54.48	57.13	47.27	51.23	54.61
财务费用	21.68	18.13	15.00	20.00	30.00
投资损失	(20.52)	0.00	(25.00)	(28.00)	(30.00)
营运资金变动	(22.56)	(25.31)	(281.73)	153.93	(123.48)
其它	1.43	23.97	0.28	0.31	0.35
经营活动现金流	37.75	(24.36)	(238.05)	204.46	(60.72)
资本支出	54.55	99.61	59.17	80.72	49.80
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(39.96)	(136.31)	(94.13)	(132.64)	(69.86)
投资活动现金流	14.58	(36.70)	(34.97)	(51.91)	(20.07)
债权融资	963.50	415.00	668.68	536.56	647.84
股权融资	(21.77)	(16.11)	(15.00)	(20.00)	(30.00)
其他	(469.06)	(836.02)	(415.00)	(668.68)	(536.56)
筹资活动现金流	472.67	(437.13)	238.68	(152.12)	81.28
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	525.00	(498.19)	(34.34)	0.43	0.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	152.05	126.25	130.78	136.17	142.37
营业成本	103.49	81.62	77.49	77.69	76.05
营业税金及附加	5.17	1.04	3.45	3.12	2.73
营业费用	22.15	31.06	20.76	24.99	26.62
管理费用	69.07	71.91	52.97	56.24	58.66
财务费用	21.77	16.11	15.00	20.00	30.00
资产减值损失	(6.09)	16.68	(6.09)	(6.09)	(6.09)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.52	0.00	25.00	28.00	30.00
其他	(41.04)	0.00	(50.00)	(56.00)	(60.00)
营业利润	(43.00)	(92.16)	(7.80)	(11.77)	(15.60)
营业外收入	52.14	5.46	20.00	25.00	30.00
营业外支出	2.53	11.49	3.19	3.19	3.19
利润总额	6.61	(98.19)	9.01	10.04	11.21
所得税	3.37	0.08	2.61	2.74	3.06
净利润	3.24	(98.27)	6.40	7.30	8.15
少数股东损益	(2.11)	(3.15)	0.28	0.31	0.35
归属于母公司净利润	5.36	(95.12)	6.13	6.99	7.80
每股收益（元）	0.03	(0.50)	0.03	0.04	0.04

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-4.98%	-16.97%	3.59%	4.12%	4.55%
营业利润	48.77%	114.34%	-91.54%	50.87%	32.61%
归属于母公司净利润	-116.01%	-1876.28%	-106.44%	14.06%	11.58%
获利能力					
毛利率	31.94%	35.35%	40.75%	42.95%	46.58%
净利率	3.52%	-75.35%	4.68%	5.13%	5.48%
ROE	0.84%	-17.63%	1.12%	1.26%	1.39%
ROIC	-0.93%	-7.32%	0.58%	0.51%	0.99%
偿债能力					
资产负债率	64.94%	59.39%	60.95%	58.40%	60.44%
净负债率	20.41%	-56.35%	60.09%	30.95%	40.56%
流动比率	0.80	0.24	0.34	0.12	0.27
速动比率	0.78	0.19	0.31	0.09	0.24
营运能力					
应收账款周转率	1.77	2.17	2.01	2.08	2.08
存货周转率	6.72	6.41	7.31	7.61	8.12
总资产周转率	0.10	0.08	0.10	0.10	0.10
每股指标（元）					
每股收益	0.03	-0.50	0.03	0.04	0.04
每股经营现金流	0.20	-0.13	-1.26	1.08	-0.32
每股净资产	3.36	2.85	2.89	2.92	2.96
估值比率					
市盈率	703.54	-39.61	615.07	539.24	483.28
市净率	5.94	6.98	6.90	6.82	6.72
EV/EBITDA	161.94	-217.95	80.71	71.81	63.55
EV/EBIT	-229.52	-63.26	610.52	518.67	304.61

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com