

古北股权转让顺利落地，估值低位迎利好 买入（上调）

2019 年 03 月 15 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	11,020	12,481	13,515	14,146
同比（%）	6.7%	13.3%	8.3%	4.7%
归母净利润（百万元）	572	623	712	826
同比（%）	18.2%	8.9%	14.3%	16.1%
每股收益（元/股）	0.79	0.86	0.98	1.14
P/E（倍）	20.19	18.54	16.23	13.97

事件：2019 年 3 月 13 日，公司公告北京市商务局同意京能集团将其所持的古北水镇 5.16%股权转让给中青旅，4.84%股权转让给嘉伟士杰，京能合计转让 10%股权。

投资要点

古北股权问题落地，带来长期发展动力。

- 18 年 6 月 27 日，京能集团拟公开转让古北水镇 20%股权；7 月 7 日，中青旅及控股子公司乌镇旅游拟参与受让；7 月 19 日，因转让方京能集团提交《终结申请》，根据规定终结该项目；7 月 23 日，公司终止本次交易和可能构成的重大资产重组事项。
- 18 年 11 月 2 日，京能集团拟公开转让古北水镇 10%的股权；11 月 28 日，中青旅、嘉伟士杰（IDG 关联方）组成联合体参与受让京能集团公开转让的古北水镇 10%股权；19 年 2 月 26 日，联合体签署了产权交易合同，受让价 8.5 亿元，古北水镇折合市值 85 亿元；3 月 13 日，北京市工商局同意中青旅受让 5.16%股权，总价 4.39 亿元，扣除已支付的保证金仍应支付 3.10 亿元；嘉伟士杰受让 4.84%股权，总价 4.11 亿元，仍应支付 2.90 亿元。以古北水镇 17 年利润 1.12 亿元测算，静态估值约 75.89 倍。
- 交易完成后，中青旅、IDG、京能将分别控制古北水镇 46.45%、43.55%和 10%的控制权，中青旅控制权提升，古北水镇股东结构优化。
- 此次股权问题落地，将推动古北及公司业务良性发展，古北有望深化优势，构建成熟的运营模式，释放更大潜力。

基本业务梳理：双镇业绩弹性可期，多元业务协同发展。

- 乌镇 18 年前三季度实现营业收入 13.53 亿元，同比增长 9.36%；实现净利润 6.16 亿元，同比增长 3.26%。前三季度累计接待游客 718.79 万人次，18 年上半年受天气影响和承载力限制，客流出现负增长，第三季度有所回升。18 年 9 月 20 日开始，东栅降价 10 元，考虑到西栅较高的票价以及东栅团客购票折扣等影响，预计降价对客单价影响不大，仍然受益于前一次的涨价。乌镇景区业态持续充实，文化小镇 IP 持续巩固。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.95
一年最低/最高价	12.32/24.35
市净率(倍)	1.90
流通 A 股市值(百万元)	11545.25

基础数据

每股净资产(元)	8.38
资产负债率(%)	43.73
总股本(百万股)	723.84
流通 A 股(百万股)	723.84

相关研究

- 1、《中青旅 (600138)：乌镇环比有所改善，古北受天气影响有所放缓》2018-10-26
- 2、《中青旅 (600138)：背靠光大打开想象空间，南北双镇弹性可期》2018-09-09
- 3、《中青旅 (600138)：天气影响下双镇客流微降，控费助力业绩稳增长》2018-08-24

- 古北水镇依托司马台遗留的历史文化，进行深度发掘，景区体验持续丰富。18年前三季度，受天气因素及暑期汛情影响，古北水镇景区实现营业收入 7.92 亿元，比去年同期略有增长。18 年 Q3 客单价 353.3 元，同比增长 7.49%。古镇更多酒店和民宿仍在开发中，过夜客接待能力和客单价有望持续提升。相较于乌镇明显的淡旺季，古北水镇结合节假日和景区资源开展丰富的特色活动，平滑淡季影响。同时全力打造京郊 M.I.C.E 中心，14 年开业以来成功接待会议 300 多场，商务会展影响力日益提高。随着运营逐步成熟，有望释放更大潜力。
- 濮院项目具有羊毛衫+古镇特色，预计 19 年开业，目前稳步推进。期望借助区位优势，通过差异化经营，与乌镇实现相互协同、优势互补。
- 16 年以来公司逐步形成多元化业务布局，以“控股型、多平台、营造旅游生态圈”为战略定位，培育旅游+体育、+教育、+康养三大战略业务布局，并与 IDG、红杉资本成立产业基金，加速投资和复制景区管理的成功经验。业务协同化发展，拓展收入来源，打造综合旅游管理集团。

盈利预测：暂不考虑交易完成后带来的业绩增厚，预计 18-20 年归属净利 6.23(+8.9%)、7.12(+14.3%)、8.26(+16.1%) 亿元，EPS 为 0.86、0.98、1.14 元，对应 PE 为 18.54、16.23、13.97 倍，目前处于历史底部。利好落地、管理理顺有望带来业绩确定性的提升，叠加市场环境趋暖且前期滞涨，上调至“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行超预期，景区客流、客单价不及预期，交易不确定性等风险。

中青旅三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5,859	6,554	8,126	8,583	营业收入	11,020	12,481	13,515	14,146
现金	1,161	2,583	2,730	4,231	减:营业成本	8,215	9,565	10,280	10,624
应收账款	1,829	1,850	2,216	1,996	营业税金及附加	48	54	56	55
存货	1,805	798	1,999	892	营业费用	1,207	1,236	1,306	1,351
其他流动资产	1,065	1,323	1,181	1,464	管理费用	641	562	581	601
非流动资产	7,162	7,626	7,952	8,141	财务费用	77	75	68	71
长期股权投资	1,744	2,007	2,195	2,418	资产减值损失	3	5	5	5
固定资产	3,015	3,328	3,507	3,570	加:投资净收益	59	90	66	77
在建工程	450	428	397	354	其他收益	0	198	200	200
无形资产	787	816	823	842	营业利润	1,145	1,273	1,485	1,714
其他非流动资产	1,166	1,047	1,030	956	加:营业外净收支	13	7	7	7
资产总计	13,021	14,180	16,078	16,724	利润总额	1,158	1,280	1,492	1,721
流动负债	4,977	5,278	6,195	5,646	减:所得税费用	295	320	373	430
短期借款	1,824	1,348	2,612	1,467	少数股东损益	291	337	407	465
应付账款	1,111	976	1,301	1,035	归属母公司净利润	572	623	712	826
其他流动负债	2,042	2,954	2,282	3,144	EBIT	1,269	1,336	1,545	1,750
非流动负债	557	527	390	293	EBITDA	1,503	1,589	1,823	2,049
长期借款	533	442	335	223					
其他非流动负债	24	85	55	70					
负债合计	5,534	5,805	6,584	5,940	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	1,895	2,232	2,639	3,104	每股收益(元)	0.79	0.86	0.98	1.14
					每股净资产(元)	7.73	8.49	9.47	10.61
归属母公司股东权益	5,592	6,143	6,854	7,680	发行在外股份(百万股)	724	724	724	724
负债和股东权益	13,021	14,180	16,078	16,724	ROIC(%)	11.8%	12.3%	11.6%	13.7%
					ROE(%)	11.5%	11.5%	11.8%	12.0%
					毛利率(%)	25.4%	23.4%	23.9%	24.9%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	5.2%	5.0%	5.3%	5.8%
经营活动现金流	-786	2,528	-619	3,047	资产负债率(%)	42.5%	40.9%	41.0%	35.5%
投资活动现金流	27	-515	-294	-233	收入增长率(%)	6.7%	13.3%	8.3%	4.7%
筹资活动现金流	1,012	-591	1,059	-1,312	净利润增长率(%)	18.2%	8.9%	14.3%	16.1%
现金净增加额	257	1,422	147	1,502	P/E	20.19	18.54	16.23	13.97
折旧和摊销	233	252	278	299	P/B	2.06	1.88	1.68	1.50
资本开支	567	212	133	-32	EV/EBITDA	9.79	8.30	7.99	6.00
营运资本变动	-1,900	1,442	-1,774	1,641					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>