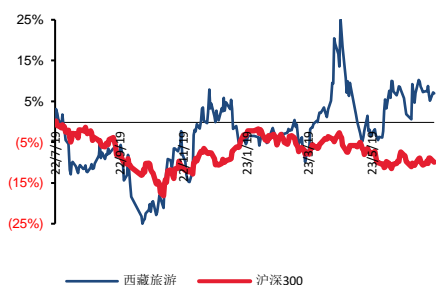


社会服务 旅游及景区

西藏旅游：重组新绎游船 布局多场景旅游产品

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	227/227
总市值/流通(百万元)	3,010/3,010
12个月最高/最低(元)	15.48/9.34

相关研究报告：

西藏旅游(600749)《西藏旅游2021年报点评：客流恢复超疫情前 营收同比大幅增长》--2022/03/19

西藏旅游(600749)《2021 三季报点评：疫情影响短期承压 募投资金投向景区升级》--2021/10/29

西藏旅游(600749)《西藏旅游募投项目变更点评》--2021/09/19

证券分析师：王湛

电话：010-88321716

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517100003

事件：西藏旅游近日发布重大资产购买草案，拟以支付现金的方式向新奥控股购买其持有的新绎游船60%股权，交易作价9.41亿元。收购构成重大资产重组。

新绎游船主营海上旅游运输服务。目前新绎游船运营北海-涠洲岛、北海-海口、蓬莱-长岛以及长岛-旅顺4条海洋旅游航线，航线业务收入占比超90%。除海洋旅游运输服务外，公司还从事了港口商业服务、海洋运动服务等其他业务，但收入占比较低。

业绩承诺保障股东利益。新奥控股承诺新绎游船2023年度净利润不低于14,548万元、2023年度及2024年度净利润合计不低于29,340万元、2023年度至2025年度净利润合计不低于44,668万元（以扣非归母净利润为依据）。从业绩承诺看，新绎游船有望保持业绩稳中有升。

资产置入估值合理。新绎游船2018年、2019年分别实现归母净利润15342万元、13620万元，交易资产对应9.41亿的交易价格，PE估值10.3倍、11.5倍，估值合理。

新绎游船拥有北涠航线的独家运营权。北涠航线是北海至涠洲岛唯一的交通方式，新绎游船持有北海国客站码头100%股权及涠洲岛石头埠码头49%股权，独家运营北涠航线。涠洲岛旅游属性强，客流量大，2015年-2019年涠洲岛上岛人数保持22.2%的复合增速。2019年、2023Q1北涠航线分别运送旅客380万人次、113.11万人次。伴随着涠洲岛旅游业的发展，旅游客运业务持续保持增长。

北涠航线季节性差异小，客座率高。北涠线Q1-Q4客流分布相对均衡，全年客座率较高。北琼和蓬长线淡旺季区分更加明显，北琼线旺季在Q1、Q4，蓬长线Q3客流占全年客流60%以上。北琼和蓬长线非独家运营，班次调整不够灵活，影响客座率的提升。长旅线为公司2022年新开航线，目前仍处于爬坡期。

北涠航线是新绎游船的主要业绩来源。2018、2019年新绎游船整体毛利率分别为50.4%、51.1%，净利润分别为15576万元、13545万元，净利率分别为24.5%、20.1%。2019年净利润及净利率的下滑主要是当期费用增加及处置酒店资产带来的资产减值损失。其中，北涠航线18、19年毛利率分别为66.8%、67.5%，北涠线客流量大，季节性差异小，运营效率更高。

旅游市场复苏叠加内部管理改善带来业绩弹性。（1）疫情恢复

带动的全国客流恢复性增长；（2）近年来西藏地方政府加大旅游推广力度，2013年-2019年西藏游客接待量 GAGR 增速 21%，旅游收入 CAGR 增速 23%。公司景区资源禀赋突出，将承接更大的客流增量；（3）过去 6 年公司在景区的大量投入和提升将逐渐形成竞争优势并反映在业绩上，公司驶入高速成长的赛道。（4）重组新绎游船带来的业绩增量。

暂不考虑重组事项对公司业绩的影响，预计 2023-2025 年西藏旅游实现归母净利润 3276 万元/4638 万元/6231 万元，EPS 分别为 0.14/0.20/0.27 元，对应 PE 分别为 91X/64X/48X。

风险提示：公司存在与新绎游船重组失败的风险；存在收购新绎游船后业绩承诺不能完成，整合效果不达预期的风险；存在新项目拓展速度低于预期的风险；存在已有项目受恶劣天气、自然灾害、突发事件、疫情、边境冲突等影响临时或长期停业、收入下滑的风险；存在宏观经济下滑影响游客出行意愿的风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	121	213	257	298
(+/-%)	-31%	76%	20%	16%
归母净利(百万元)	-29	33	46	62
(+/-%)	-264	212	42	34
摊薄每股收益(元)	-0.13	0.09	0.17	0.24
市盈率(PE)	-	91	64	48

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

一、重组新绎游船

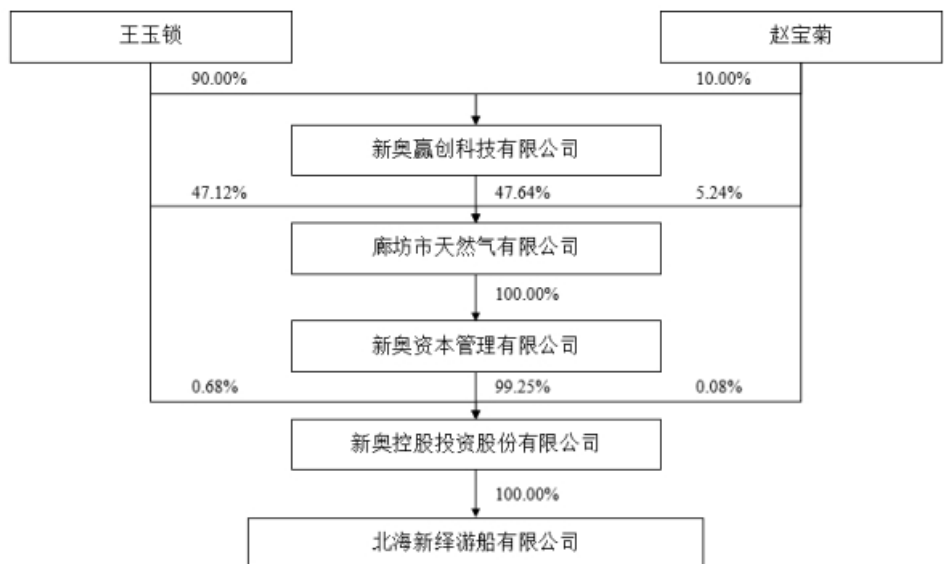
西藏旅游拟以支付现金的方式向新奥控股购买其持有的新绎游船60%股权。新绎游船整体评估价格15.69亿元，溢价率46.52%。新绎游船60%股权作价9.414亿元，收购构成重大资产重组。收购完成后新绎游船纳入西藏旅游合并报表，将大幅提升上市公司业绩水平。

业绩承诺保障股东利益。新奥控股承诺新绎游船 2023 年度净利润不低于 14,548 万元、2023 年度及 2024 年度净利润合计不低于 29,340 万元、2023 年度至 2025 年度净利润合计不低于 44,668 万元（以扣非归母净利润为依据）。

资产置入估值合理。新绎游船2018年、2019年分别实现归母净利润15342万元、13620万元，对应9.41亿的交易价格, PE估值10.3倍、11.5倍，估值合理。

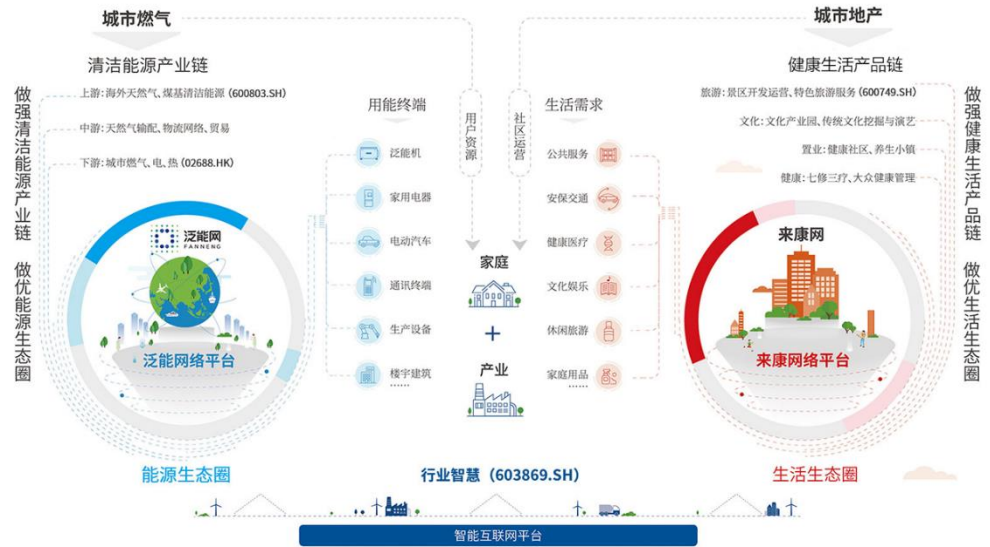
大股东实力雄厚，整合旅游资产实现协同。西藏旅游和新绎游船的控股股东均为新奥控股投资股份有限公司（以下称新奥控股），实际控制人为王玉锁。王玉锁的新奥集团以燃气业务起家，后逐步通过收购上市平台与优质资产布局能源、旅游等多个领域，涵盖新奥能源、新奥股份、新智认知、西藏旅游 4 家上市公司。2020年底，新智认知将新绎游船 100%股权以13.7亿价格出售给新奥控股，计划注入西藏旅游实现旅游资产的整合。

图表1：新绎游船股权结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表2：新奥集团生态战略



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、新绎游船

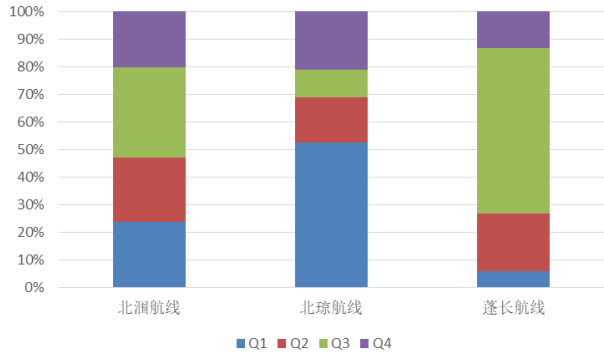
新绎游船主营业务为海洋旅游运输服务。新奥控股直接持有新绎游船100%的股权，市新绎游船的控股股东。新绎游船目前主要运营了北海-涠洲岛、北海-海口、蓬莱-长岛以及长岛-旅顺4条海洋旅游航线，航线业务收入占比超90%。除海洋旅游运输服务外，公司还从事了港口商业服务、海洋运动服务等其他业务，但收入占比较低。

涠洲岛旅游需求旺盛。涠洲岛位于北海市东南面北部湾海域，面积约 25平方公里。涠洲岛拥有海洋生态系统、原生态环境、火山遗址及特有的海岛风光，还有鳄鱼山景区(5A)、三婆古庙、石螺口海滩、滴水丹屏、芝麻滩、天主教堂、嘉庆古炮台、海洋灯塔等景点，具有丰富的历史文化内涵。2022年涠洲岛被评选为“抖音用户最想去十大景点”TOP2。

新绎游船拥有北涠航线的独家运营权。北涠航线是游客及岛民上岛的唯一交通方式，新绎游船持有北海国客站码头100%股权及涠洲岛石头埠码头49%股权，独家运营北涠航线。涠洲岛旅游属性强，客流量大，2015年-2019年涠洲岛上岛人数保持22.2%的复合增速。2019年、2023Q1北涠航线分别运送旅客380万人次、113.11万人次。伴随着涠洲岛旅游业的发展，旅游客运业务持续保持增长。

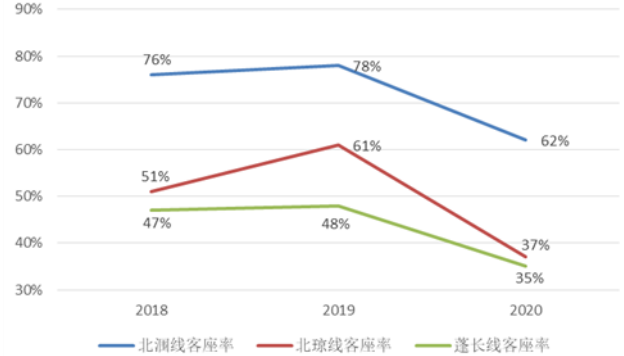
北涠航线季节性差异小，客座率高。北涠线Q1-Q4客流分布更加均衡，全年客座率较高。北琼和蓬长线淡旺季区分更加明显，北琼线旺季在Q1、Q4，蓬长线Q3客流占全年60%以上，且北琼和蓬长线非独家运营，班次调整不够灵活，影响客座率的提升。长旅线为公司2022年新开航线，目前仍处于爬坡期。

图表3：北涸航线客流季节性差异小



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

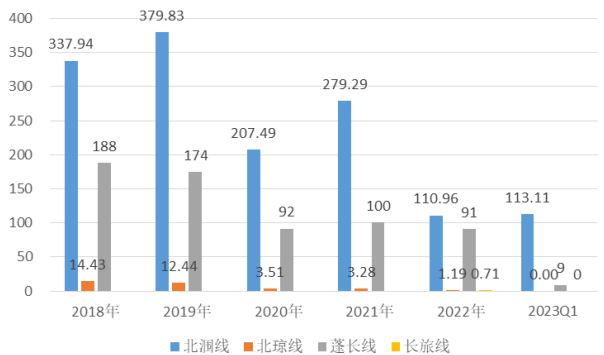
图表4：北涸航线客座率高盈利能力强



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

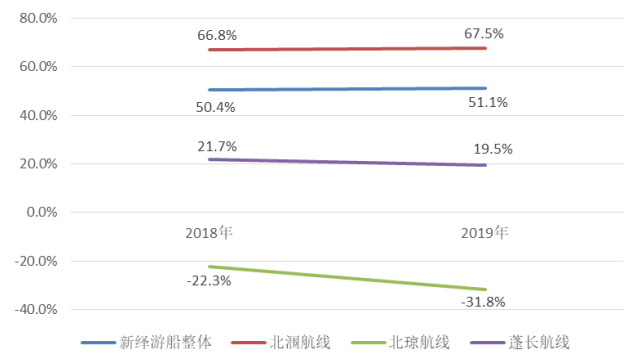
北涸航线是新绎游船的主要业绩来源。2018、2019年新绎游船整体毛利率分别为50.4%、51.1%，净利润分别为15576万元、13545万元，净利率分别为24.5%、20.1%。2019年净利润及净利率的下滑主要是当期费用增加及处置酒店资产带来的资产减值损失。其中，北涸航线18、19年毛利率分别为66.8%、67.5%，北涸线客流量大，季节性差异小，运营效率更高。

图表5：新绎游船各航线客流量（万人次）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表6：各航线及公司整体毛利率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表7：北海-涠洲岛航线客船情况

船舶名称	客船种类	投入运营时间	客位数	航速	抗风等级	吨位	油耗（吨/航次）
北游 26	高速客船	2020.7	1200	32.5	7级	2620	1.4
北游 16	高速客船	2013.1	1146	35	7级	2440	1.52
北游 12	高速客船	2012.9	1146	35	7级	2440	1.47
北游 18	高速客船	2011.10	372	29	6级	460	0.7
北游 28	高速客船	2011.10	372	29	6级	460	0.71
北游 25	普通客船	2018.12	850	17.5	8级	3938	1.66

北游 15	普通客船	2015.9	636	17.4	8 级	2521	1.31
-------	------	--------	-----	------	-----	------	------

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 8：新绎游船船票定价

航线名称	船票定价
北海-涠洲航线	根据船型及舱位类型分为 120 元/人、150 元/人、180 元/人及 240 元/人，北游 26 号 VIP 包间为 300 元/人
北海-海口航线	北部湾 3 号：根据舱位类型分为 140 元/人、160 元/人、180 元/人、200 元/人及 500 元/人；北部湾 66 号：根据舱位类型分为 126 元/人、250 元/人、290 元/人、360 元/人及 480 元/人，VIP 包间为 2,088 元/间
蓬莱-长岛航线	寻仙 70 及寻仙 71：根据舱位类型分为 60 元/人、80 元/人、及 100 元/人；其余 2015 年以前投入使用的船舶：45 元/人；其余 2015 年以后投入使用的船舶：45 元/人（一层客舱）；60 元/人（二层客舱）
长岛-旅顺航线	根据舱位类型分为 180 元/人、260 元/人、320 元/人、380 元/人及 400 元/人

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

三、投资建议及盈利预测

2018 年 7 月新奥控股入主西藏旅游后，在企业文化、组织架构、产品运营、人才储备、激励机制等方面做出重大调整。经过近 6 年的打磨，经历了疫情的考验，公司的经营管理逐步步入正轨，产品创新研发和游客服务受到市场认可，业绩大幅改善，上半年以来实现扭亏为盈。

旅游市场复苏叠加内部管理改善带来业绩弹性。（1）疫情恢复带动的全国客流恢复性增长；（2）近年来西藏地方政府加大旅游推广力度，2013 年-2019 年西藏游客接待量 GAGR 增速 21%，旅游收入 CAGR 增速 23%。公司景区资源禀赋突出，将承接更大的客流增量；（3）过去 6 年公司在景区的大量投入和提升将逐渐形成竞争优势并反映在业绩上，公司驶入高速成长的赛道。（4）重组新绎游船带来的业绩增量。

重组后打造“游山玩海”的山海旅游产品体系，平衡淡旺季差异。西藏旅游拥有雅鲁藏布大峡谷景区、巴松措景区两个国家 5A 景区以及阿里神山、圣湖景区等西藏自治区政府确定培育的世界知名旅游区。重组后新绎游船经营的航线产品也将通过上市公司的品牌效应得以推广。新绎游船客流季节性差异不明显，具有稳定的现金流和优秀的利润率，能够淡化西藏地区淡旺季差异明显的问题，完善上市公司产品布局，大幅提升公司的盈利能力。预计交易将在今年年内完成。

暂不考虑重组事项对公司业绩的影响，预计 2023-2025 年西藏旅游实现归母净利润 3276 万元 /4638 万元 /6231 万元，EPS 分别为 0.14 元 /0.2 元 /0.27 元，对应 PE 分别为 91X / 64X /48X。

预计新绎游船 2023-2025 年实现营收 7.96 亿元 /9.74 亿元 /11.42 亿元,归母净利润 1.91 亿元 /2.34 亿元 /2.74 亿元。假设新绎游船收购事项于 Q3 完成,从 Q4 开始并表,则并表后 2023-2025 年的西藏旅游的备考归母净利润为 0.67 亿 /1.87 亿 /2.27 亿元,对应 EPS 分别为 0.29 元 /0.82 元 /1.0 元,对应 PE 分别为 44X /16X /13X。

四、风险提示

公司存在与新绎游船重组失败的风险;存在收购新绎游船后业绩承诺不能完成,整合效果不达预期的风险;存在新项目拓展速度低于预期的风险;存在已有项目受恶劣天气、自然灾害、突发事件、疫情、边境冲突等影响临时或长期停业、收入下滑的风险;存在宏观经济下滑影响游客出行意愿的风险。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	575	429	525	615	698	营业收入	174	121	213	257	298
应收和预付款项	42	39	43	50	55	营业成本	107	109	113	136	156
存货	7	7	7	8	10	税金及附加	1	1	1	1	1
其他流动资产	110	112	112	112	113	销售费用	11	11	12	14	16
流动资产合计	734	587	687	785	876	管理费用	57	40	75	85	92
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-3	-6	-8	-10	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-5	0	0	0	0
固定资产	285	273	273	273	273	投资收益	4	1	15	18	21
在建工程	9	21	21	21	21	公允价值变动	0	3	0	0	0
无形资产	412	395	395	395	395	营业利润	-8	-33	34	48	65
长期待摊费用	51	45	45	45	45	其他非经营损益	0	3	0	0	0
其他非流动资产	42	43	23	23	23	利润总额	-8	-31	34	48	65
资产总计	1,533	1,363	1,444	1,543	1,633	所得税	0	0	0	1	1
短期借款	124	40	60	80	80	净利润	6	-8	-31	34	48
应付和预收款项	156	129	154	178	196	少数股东损益	0	-1	1	1	2
长期借款	194	116	116	116	116	归母股东净利润	-8	-29	33	46	62
其他负债	31	81	88	95	102						
负债合计	505	366	418	469	495	预测指标					
股本	227	227	227	227	227		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	972	971	966	966	966	毛利率	38.7%	9.8%	46.7%	47.0%	47.5%
留存收益	0	0	0	0	0	销售净利率	-4.6%	-24.3%	15.4%	18.1%	20.9%
归母公司股东权益	1,026	996	1,024	1,070	1,133	销售收入增速	38.0%	-30.5%	76.5%	20.4%	16.1%
少数股东权益	3	1	2	4	6	EBIT 增长率	-48.7%	-286.7%	171.3%	42.5%	35.2%
股东权益合计	1,028	997	1,026	1,074	1,138	净利润增长率	-270%	-264%	212%	42%	34%
负债和股东权益	1,533	1,363	1,444	1,543	1,633	ROE	-0.8%	-2.9%	3.2%	4.3%	5.5%
						ROA	-0.5%	-2.2%	2.3%	3.0%	3.8%
						ROIC	-0.8%	-3.3%	2.2%	3.0%	3.9%
现金流量表(百万)						EPS (X)	-0.04	-0.13	0.14	0.20	0.27
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	PE (X)	—	—	90.76	64.11	47.72
经营性现金流	42	(3)	54	60	71	PB (X)	2.23	2.96	2.90	2.78	2.63
投资性现金流	(78)	(28)	34	18	21	PS (X)	13.19	24.43	13.96	11.59	9.98
融资性现金流	94	(116)	8	12	(8)	EV/EBITDA (X)	68.36	969.09	93.99	64.26	46.01
现金增加额	58	(147)	96	90	83						

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。