

中青旅 (600138)

休闲景区再升级 迈入发展新阶段

	许娟娟 (分析师)	王毅成 (研究助理)
	021-38676545	021-38676720
	xujuanjuan@gtjas.com	wangyicheng@gtjas.com
证书编号	S0880511010028	S0880115060031

本报告导读:

古北水镇实现盈利及乌村项目开业将使公司休闲景区板块持续升级; 新任管理层将突破公司投融资瓶颈, 公司有望迎来发展新机遇。

投资要点:

- 公司休闲景区持续扩建且盈利能力提高, 管理层更替以及部分业务挂牌新三板将为公司带来发展新机遇, 维持增持评级。①古北水镇快速度过培育期并实现盈利, 新项目乌村定位高端休闲度假游, 公司休闲景区板块持续升级。②新任董事长履历丰富, 上任后有望解决公司投融资瓶颈的限制。③会展和酒店业务挂牌新三板后在治理机制、业务拓展和资本运作上均有望取得新突破。维持 2015-17 年 EPS 为 0.52/0.72/0.95 元, 维持目标价 32.62 元, 对应 2016 年 45xPE, 增持。
- 古北水镇 2015 年将实现盈利, 同时乌村项目开业且定位高端, 助力休闲景区模式再升级。①古北水镇 2015 年预计客流约 150 万人次, 有望实现盈利; 同时景区内建设不断丰富, 温泉、冰雪等冬季活动即将推出, 与综艺节目深度合作、传统节日活动大力营销等将打造其强大的品牌效应。②乌村项目于 2016 年 1 月初开业, 初期投资约 2 亿元, 定位“田园风光式”高端休闲度假村落; 该项目将延伸乌镇景区内内涵并实现差异化发展路径。③迪士尼溢出效应下乌镇客流维持高增长且酒店、游客中心等不断扩容, 乌村定位将与迪士尼形成互补。
- 新任董事长上任以及会展和酒店业务挂牌新三板将使公司在治理机制、资本运作上实现发展新机遇。①新任董事长康国明先生在团中央和地方均有任职, 政治、金融背景兼具, 有望开拓公司投资方向和思路, 打开公司融资渠道等。②会展及酒店业务挂牌新三板的同时实现部分管理层激励, 未来在业务扩展、资本运作上均有较大的自主权。
- 风险提示: 古北水镇和乌村培育进度低于预期; 新任管理层仍需磨合。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	9,316	10,607	11,110	12,378	13,941
(+/-)%	-9%	14%	5%	11%	13%
经营利润 (EBIT)	490	642	640	821	1,015
(+/-)%	-33%	31%	0%	28%	24%
净利润	321	364	374	521	686
(+/-)%	9%	13%	3%	39%	32%
每股净收益 (元)	0.44	0.50	0.52	0.72	0.95
每股股利 (元)	0.20	0.10	0.15	0.20	0.30
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	5.3%	6.1%	5.8%	6.6%	7.3%
净资产收益率 (%)	11.0%	8.2%	7.9%	10.2%	12.4%
投入资本回报率 (%)	10.7%	12.9%	13.7%	18.4%	21.8%
EV/EBITDA	12.9	17.1	18.1	13.8	10.9
市盈率	46.3	40.8	39.2	28.3	21.5
股息率 (%)	1.0%	0.5%	0.7%	1.0%	1.5%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 32.62

上次预测: 32.62

当前价格: 20.38

2016.01.22

交易数据

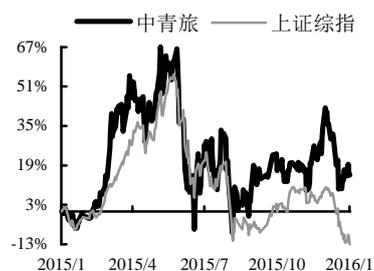
52 周内股价区间 (元)	15.86-30.80
总市值 (百万元)	14,752
总股本/流通 A 股 (百万股)	724/703
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	97%
日均成交量 (百万股)	1657.03
日均成交值 (百万元)	361.04

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,630
每股净资产	6.40
市净率	3.2
净负债率	5.29%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.09	0.09
Q2	0.17	0.14
Q3	0.15	0.17
Q4	0.09	0.12
全年	0.50	0.52

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-19%	-2%	14%
相对指数	2%	12%	28%

相关报告

《举牌凸显投资价值 公司治理结构不断优化》2015.12.02

《两大景区实现高速增长 “遨游网+”建设持续推进》2015.10.27

《提价通过概率大 将有效增厚公司业绩》2015.08.25

《景区享周边游红利 遨游网打造出境 O2O》2015.08.12

《景区高景气维持 “遨游网+”战略稳步推进》2015.08.06

模型更新时间: 2016.01.22

股票研究

社会服务
社会服务业

中青旅 (600138)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 32.62

上次预测: 32.62

当前价格: 20.38

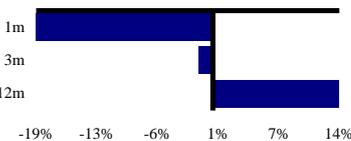
公司网址

www.aoyou.com

公司简介

公司主要从事旅游、高科技的投资; 经营入境旅游、国内旅游、中国公民自费出境旅游业务; 从事高科技产品开发和技术服务、旅游资源配套开发等业务。旅行社业务是公司的看家业务, 也是公司经营的核心, 自 2000 年起一直位于中国旅行社百强前三名的地位, 到 2004 年底, 排名为行业第 2 名。

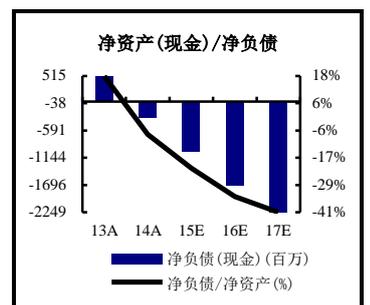
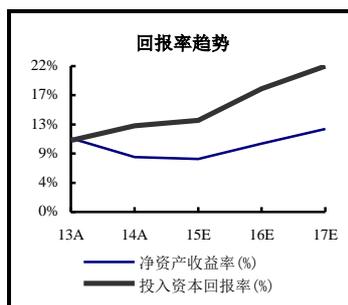
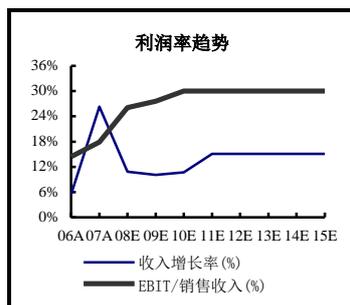
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 15.86-30.80
市值 (百万) 14,752

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	9,316	10,607	11,110	12,378	13,941
营业成本	7,471	8,492	8,832	9,743	10,912
税金及附加	101	122	128	142	160
销售费用	863	944	1,055	1,164	1,297
管理费用	391	407	456	507	558
EBIT	490	642	640	821	1,015
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	69	61	19	58	111
财务费用	66	59	-18	-29	-43
营业利润	489	632	677	909	1,169
所得税	157	162	179	232	297
少数股东损益	158	144	163	176	206
净利润	321	364	374	521	686
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	706	801	1,287	2,028	2,496
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,158	1,575	1,575	1,575	1,575
固定资产合计	2,511	2,426	2,398	2,416	2,429
无形及其他资产	990	1,343	944	943	942
资产合计	8,260	8,878	9,181	10,295	11,195
流动负债	3,861	3,099	2,853	3,376	3,661
非流动负债	351	147	267	307	247
股东权益	2,927	4,443	4,709	5,085	5,554
投入资本(IC)	3,440	3,758	3,491	3,342	3,488
现金流量表					
NOPLAT	369	486	480	616	761
折旧与摊销	206	203	117	122	128
流动资金增量	470	-17	-273	130	-206
资本支出	-435	-521	349	-120	-120
自由现金流	610	151	673	748	563
经营现金流	495	524	349	889	700
投资现金流	-979	-759	369	-62	-9
融资现金流	551	298	-232	-87	-223
现金流净增加额	67	63	486	740	468
财务指标					
成长性					
收入增长率	-9.4%	13.9%	4.7%	11.4%	12.6%
EBIT 增长率	-33.1%	31.0%	-0.4%	28.4%	23.6%
净利润增长率	8.6%	13.4%	2.8%	39.3%	31.7%
利润率					
毛利率	19.8%	20.0%	20.5%	21.3%	21.7%
EBIT 率	5.3%	6.1%	5.8%	6.6%	7.3%
净利润率	3.4%	3.4%	3.4%	4.2%	4.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.0%	8.2%	7.9%	10.2%	12.4%
总资产收益率(ROA)	3.9%	4.1%	4.1%	5.1%	6.1%
投入资本回报率(ROIC)	10.7%	12.9%	13.7%	18.4%	21.8%
运营能力					
存货周转天数	41	31	31	31	31
应收账款周转天数	40	41	41	41	41
总资产周转天数	314	295	297	287	281
净利润现金含量	1.54	1.44	0.93	1.71	1.02
资本支出/收入	5%	5%	-3%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	51.0%	36.6%	34.0%	35.8%	34.9%
净负债率	17.6%	-7.3%	-21.7%	-33.8%	-40.5%
估值比率					
PE	46.3	40.8	39.2	28.3	21.5
PB	2.9	3.3	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	12.9	17.1	18.1	13.8	10.9
P/S	0.9	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率	1.0%	0.5%	0.7%	1.0%	1.5%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		