

国旅联合——“体育赛事+旅游演艺”双轮驱动新业务转型

■**布局体育产业，分享5万亿黄金时代。**公司公告在京设立国旅联合体育发展有限公司，注册资本5000万，经营范围为与体育有关的经营。14年10月国家发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，提出要通过改革、吸引社会资本激活体育产业的发展，努力实现到2015年体育产值突破5万亿。虽然目前并未确定公司在体育产业的具体方向，但是鉴于体育是消费升级背景下的新兴服务消费，也是国家重点发展产业，公司未来拓展体育产业空间巨大。我们认为，公司在体育产业探索具备先发优势和相对较高成功率，有望参与分享未来10年属于体育产业黄金时代。

■**进军旅游演艺，共襄盛举期待美好未来。**公司12月25日公告，与山水盛典公司签署战略合作协议，约定于15-17年启动南京秦淮八艳旅游演出项目和以“一路一带”为主题的厦门旅游演出项目。此番合作一方面将有效增加未来营收，另一方面，标志公司正式进军旅游演艺产业，开启文化领域新征程。我国旅游业近年来持续高速增长，消费升级带动文化旅游需求爆发，旅游演艺正在逐渐崛起。根据中国演出协会统计，2013年全年旅游演出合计9.6万场，同比增长8%。尽管供给端看，目前全国旅游演艺产品供给较大，但是真正高质量、品牌化的项目却较为有限。山水盛典最大优势在于其以中国实景演出创始人梅帅元为核心，在项目策划、节目编排上具备核心优势，目前在国内已成功运营了包括《印象·刘三姐》在内的11台大型山水实景演出和舞台剧场演出。本次合作由山水盛典负责项目的团队组建、规划设计、人员培训以及管理运营，国旅联合负责项目融资、国家专项资金申报及政府关系协调等，后续在国内两大热门旅游城市南京和厦门展开旅游演出项目的合作。在旅游文化发展的大背景下，凭借山水盛典的实力以及潜在政府补助，项目盈利性可期，且未来异地复制性较强，有望开启公司经营新增长极。

■**发挥民营活力，“演艺+体育”战略布局拉开帷幕。**公司定增完成后，将正式由国有企业转变为由厦门当代集团控股的民营企业。厦门当代集团成立十余载，已从一家地产主营企业转型为深耕地产开发、金融投资、文化传媒等多元化产业的大型综合性企业集团。旗下拥有厦门复文美术馆、当代东方《汉藏交融》佛文化旅游园区、亚太第一卫视、《当代文化产业》杂志、华夏拍卖公司等。定增完成后，公司股权结构相对清晰，大股东厦门当代集团发挥既有资源，挖掘深度优势，布局新产业动机强烈。公司现有管理团队执行力较高，在旧资产剥离和新行业布局两方面皆取得阶段性成果，目前在进入旅游演艺行业方面已有实质进展，并设立子公司宣告进军体育产业，变革正在加速。

■**首次覆盖，给予“增持”评级。**考虑到公司目前主要资产仅保留温泉旅游，旅游演艺产业和体育产业布局尚处于初期，难以对其未来业务重构后的营收、净利进行准确估计，我们暂不进行新业务的确切盈利测算，未来将密切关注公司在相关领域上的进展。我们预测现有业务下，国旅联合14-16年EPS分别为-0.10/0.02/0.03元，当前股价对应15-16年PE分别为405x和270x。考虑公司市值及未来新领域发展潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

■**风险提示：**既有业务拓展面临瓶颈；控股股东性质国转民，未来转型升级预期具有不确定性。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	150.4	118.6	83.0	91.3	100.4
净利润	-56.1	10.5	-43.6	8.6	12.8
每股收益(元)	-0.13	0.02	-0.10	0.02	0.03
每股净资产(元)	1.04	1.06	0.96	0.98	1.01

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	-62.5	334.9	-80.3	405.1	273.4
市净率(倍)	7.8	7.6	8.4	8.3	8.0
净利润率	-37.3%	8.8%	-52.6%	9.5%	12.8%
净资产收益率	-12.5%	2.3%	-10.5%	2.0%	2.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-3.8%	3.4%	-3.1%	4.5%	5.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

首次评级

6个月目标价

12.10元

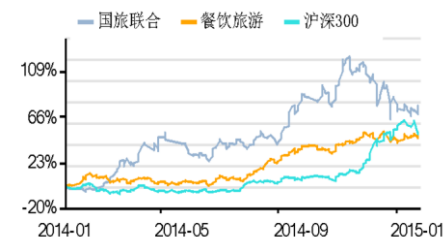
股价(2015-01-21)

8.11元

交易数据

总市值(百万元)	3,503.52
流通市值(百万元)	3,503.52
总股本(百万股)	432.00
流通股本(百万股)	432.00
12个月价格区间	3.99/9.30元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.76	-41.19	36.05
绝对收益	-0.86	4.65	98.29

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月22日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	150.4	118.6	83.0	91.3	100.4	成长性					
减:营业成本	23.9	19.8	20.7	21.0	23.1	营业收入增长率	-0.1%	-21.2%	-30.0%	10.0%	10.0%
营业税费	8.0	8.5	5.0	5.4	5.9	营业利润增长率	2.9%	-169.6%	-237.5%	-116.3%	100.3%
销售费用	69.9	77.2	48.1	43.8	48.2	净利润增长率	-10.1%	-118.7%	-517.0%	-119.8%	48.2%
管理费用	58.8	62.2	44.0	40.2	44.2	EBITDA 增长率	-85.9%	-1,845.7	-99.9%	97,912.3	22.2%
财务费用	33.8	40.6	30.0	20.4	23.6	EBIT 增长率	-61.2%	-424.5%	-132.3%	-212.3%	42.0%
资产减值损失	18.7	19.1	12.8	10.0	13.9	NOPLAT 增长率	-68.9%	-205.1%	-183.5%	-212.3%	42.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-0.7	0.1	0.1	投资资本增长率	16.9%	-7.0%	-23.4%	27.4%	-26.2%
投资和汇兑收益	3.9	149.8	22.0	58.6	76.8	净资产增长率	-17.9%	2.4%	-9.4%	2.1%	3.0%
营业利润	-58.9	41.0	-56.4	9.2	18.4	利润率					
加:营业外净收支	-3.6	-4.3	-1.7	2.4	-1.2	毛利率	84.1%	83.3%	75.0%	77.0%	77.0%
利润总额	-62.6	36.7	-58.1	11.6	17.2	营业利润率	-39.2%	34.6%	-67.9%	10.1%	18.3%
减:所得税	-6.5	26.1	-14.5	2.9	4.3	净利率	-37.3%	8.8%	-52.6%	9.5%	12.8%
净利润	-56.1	10.5	-43.6	8.6	12.8	EBITDA/营业收入	-4.1%	91.0%	0.1%	61.3%	68.1%
						EBIT/营业收入	-16.7%	68.8%	-31.8%	32.4%	41.8%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	930	1,329	1,833	1,565	1,330
货币资金	32.4	134.6	6.6	7.3	8.0	流动营业资本周转天数	276	396	260	310	323
交易性金融资产	-	1.0	0.3	0.4	0.6	流动资产周转天数	956	1,324	1,226	1,031	1,012
应收帐款	252.9	210.5	44.5	243.1	96.0	应收帐款周转天数	445	703	553	567	608
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	16	14	22	20	20
预付帐款	1.5	0.3	20.7	10.3	5.8	总资产周转天数	2,732	3,362	4,068	3,556	3,155
存货	5.8	3.2	6.8	3.5	7.5	投资资本周转天数	1,532	2,022	2,459	2,205	1,952
其他流动资产	170.0	60.0	76.7	102.2	79.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-12.5%	2.3%	-10.5%	2.0%	2.9%
持有至到期投资	-	-	36.7	12.2	16.3	ROA	-4.8%	1.0%	-5.3%	0.9%	1.7%
长期股权投资	97.7	72.5	72.5	72.5	72.5	ROIC	-3.8%	3.4%	-3.1%	4.5%	5.0%
投资性房地产	17.2	38.4	38.4	38.4	38.4	费用率					
固定资产	440.0	435.4	409.7	384.0	358.3	销售费用率	46.5%	65.1%	58.0%	48.0%	48.0%
在建工程	1.5	0.8	0.8	0.8	0.8	管理费用率	39.1%	52.5%	53.0%	44.0%	44.0%
无形资产	11.3	11.3	10.5	9.8	9.1	财务费用率	22.5%	34.2%	36.1%	22.3%	23.5%
其他非流动资产	129.9	86.2	97.2	97.1	85.6	三费/营业收入	108.1%	151.8%	147.1%	114.3%	115.5%
资产总额	1,160.2	1,054.1	821.6	981.8	778.6	偿债能力					
短期债务	200.0	120.0	224.1	212.0	69.8	资产负债率	61.1%	56.2%	49.1%	56.5%	43.5%
应付帐款	33.4	32.3	28.9	37.7	34.9	负权益比	157.2%	128.3%	96.5%	130.0%	77.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.41	0.80	0.39	0.82	0.58
其他流动负债	95.7	360.1	150.5	197.9	234.1	速动比率	1.39	0.79	0.37	0.81	0.56
长期借款	380.0	80.0	-	107.3	-	利息保障倍数	-0.74	2.01	-0.88	1.45	1.78
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	709.1	592.4	403.4	555.0	338.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	2.9	3.1	3.2	3.2	3.3	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	432.0	432.0	432.0	432.0	432.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	16.1	26.6	-17.0	-8.4	4.4						
股东权益	451.1	461.7	418.2	426.8	439.8						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	-56.1	10.6	-43.6	8.6	12.8	EPS(元)	-0.13	0.02	-0.10	0.02	0.03
加:折旧和摊销	23.2	30.4	26.4	26.4	26.4	BVPS(元)	1.04	1.06	0.96	0.98	1.01
资产减值准备	18.7	19.1	-	-	-	PE(X)	-62.5	334.9	-80.3	405.1	273.4
公允价值变动损失	-	-	-0.7	0.1	0.1	PB(X)	7.8	7.6	8.4	8.3	8.0
财务费用	33.6	38.9	30.0	20.4	23.6	P/FCF	-55.1	-118.7	-54.5	2,007.1	-119.7
投资损失	-3.9	-149.8	-22.0	-58.6	-76.8	P/S	23.3	29.5	42.2	38.4	34.9
少数股东损益	-	0.2	0.1	-	0.1	EV/EBITDA	-299.2	18.262	656.6	66.2	51.6
营运资金的变动	9.8	30.8	112.5	-160.9	149.3	CAGR(%)	-153.7%	6.6%	-10.6%	-153.7%	6.6%
经营活动产生现金流量	-34.4	5.9	102.7	-163.9	135.6	PEG	0.4	50.6	7.6	-2.6	41.3
投资活动产生现金流量	-156.9	221.0	-30.0	57.2	95.0	ROIC/WACC	-0.4	0.3	-0.3	0.4	0.5
融资活动产生现金流量	56.0	-124.8	-200.6	107.3	-229.9	REP	-7.2	9.2	-24.2	13.4	15.5

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

