

中青旅 (600138)

2017-1-3

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

乌镇门票提价有望，管理输出打开空间

报告要点

■ 事件描述

2016 年 12 月 29 日，浙江省桐乡市物价局召开乌镇景区门票价格调整听证会，拟将东栅票价由现行 100 元/人提升至 120 元/人，西栅票价由现行 120 元/人提升至 150 元/人。

■ 事件评论

- **乌镇门票提价若通过将有效增厚公司净利。**公司现行票价系十年前制定，此次提价通过应是大概率事件。考虑到听证后尚需政府部门批准及公示，假定新票价于 2017 年 7 月开始执行，乌镇客流 2017 年同比增速假定在 0%-20%之间，测算相应可增厚公司 EPS0.0536~0.0643 元/股。
- **乌镇旅游与景耀咨询成立乌镇管理公司，打开轻资产输出模式。**(1) 与乌镇原管理团队利益绑定，有利于促进公司景区更加良性发展。景耀咨询实际控制人陈向宏先生为乌镇及古北水镇景区总规划师、设计师及总裁，此次乌镇旅游拟与乌镇管理公司签署委托管理协议，管理服务采取基本管理费+业绩提成奖励模式，将形成有效激励机制。(2) 乌镇管理公司将作为轻资产管理输出平台之一，公司有望享有输出项目优先投资权。古北水镇的成功复制预示了平台优秀的管理输出能力，若公司未来可通过股权投资参与轻资产输出项目，公司对外扩张速度有望加快。
- **景区板块持续向好，遨游网有望减亏。**(1) 即使受 G20 及华东市场低迷影响三季度客流放缓、乌镇前三季度整体增速仍保持在 12.55%水平；古北水镇则持续超出预期，前三季度客流同增 76.54%，两大景区表现强劲；乌村及未来濮院开业将会进一步打开景区承载空间。(2) 今年以来公司明确会控制遨游网投入，预期旅行社业务亏损有望减少。
- 考虑到乌镇门票提价尚存在不确定性，暂不考虑提价影响，预计公司 2016、2017 年 EPS 分别为 0.66 元/股及 0.70 元/股，对应当前股价 PE 分别为 32、30 倍，维持“买入”评级。

分析师 高超

☎ (8627)65799511

✉ gaochao2@cjsc.com

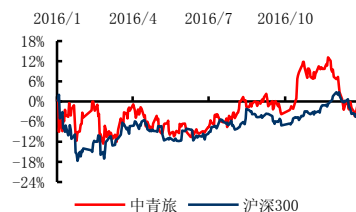
执业证书编号：S0490516080001

联系人 杨靖凤

☎ (8621) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《古北水镇持续超出预期，看好景区未来稳健成长》2016-10-30

《景区经营超出预期，后期业绩持续向好》2016-8-15

《季度差异逐渐减弱，古北水镇表现亮眼》2015-10-27

风险提示：

1. 旅游业突发事件（交通事故、恐怖袭击等），极端天气影响；
2. 项目复制不达预期。

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	10577	10687	11330	12049
增长率(%)	0%	1%	6%	6%
归属母公司所有者净利润（百万元）	295.1	479.8	504.9	564.5
增长率(%)	0%	63%	5%	12%
每股收益(元)	0.408	0.663	0.698	0.780
净资产收益率(%)	6.3%	9.5%	9.3%	9.6%
每股经营现金流（元）	0.00			

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	10577	10687	11330	12049	货币资金	837	1027	1700	2459
营业成本	8338	8211	8556	9052	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2239	2476	2775	2997	应收账款	1747	1758	1864	1982
%营业收入	21.2%	23.2%	24.5%	24.9%	存货	533	536	560	592
营业税金及附加	122	64	45	48	预付账款	432	432	451	477
%营业收入	1.2%	0.6%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1023	1063	1127	1199	流动资产合计	3671	3881	4715	5670
%营业收入	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	488	469	497	529	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.6%	4.4%	4.4%	4.4%	长期股权投资	1388	1478	1594	1727
财务费用	40	63	69	74	投资性房地产	203	203	203	203
%营业收入	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产合计	3050	3132	3206	3277
资产减值损失	8	0	0	0	无形资产	609	608	578	549
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	75	75	75	75
投资收益	17	90	120	144	递延所得税资产	12	0	0	0
营业利润	574	907	1155	1292	其他非流动资产	547	947	1347	1747
%营业收入	5.4%	8.5%	10.2%	10.7%	资产总计	9555	10324	11717	13248
营业外收支	81	191	0	0	短期贷款	802	0	0	0
利润总额	655	1098	1155	1292	应付款项	1333	1321	1380	1460
%营业收入	6.2%	10.3%	10.2%	10.7%	预收账款	815	823	872	928
所得税费用	198	274	289	323	应付职工薪酬	145	147	153	162
净利润	457	823	867	969	应交税费	110	116	114	127
归属于母公司所有者的净利润	295.1	479.8	504.9	564.5	其他流动负债	305	300	314	333
少数股东损益	161	344	362	404	流动负债合计	3511	2707	2834	3009
EPS（元/股）	0.41	0.66	0.70	0.78	长期借款	4	350	350	350
现金流量表（百万元）					应付债券	0	0	0	0
	2015A	2016E	2017E	2018E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	510	1042	1056	1166	其他非流动负债	40	540	1040	1540
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	3555	3596	4224	4899
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	4653	5036	5440	5892
无形资产投资	0	-30	0	0	少数股东权益	1348	1691	2053	2457
固定资产投资	-694	-207	-213	-220	股东权益	6000	6728	7493	8349
其他	24	0	0	0	负债及股东权益	9555	10324	11717	13248
投资活动现金流净额	-671	-237	-213	-220	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2015A	2016E	2017E	2018E
股权融资	42	0	0	0	EPS	0.408	0.663	0.698	0.780
银行贷款增加（减少）	329	-457	0	0	BVPS	6.43	6.96	7.52	8.14
筹资成本	135	-158	-170	-187	PE	51.50	31.68	30.11	26.93
其他	-316	0	0	0	PEG	2.13	1.31	1.25	1.12
筹资活动现金流净额	191	-615	-170	-187	PB	3.27	3.02	2.79	2.58
现金净流量	31	190	673	759	EV/EBITDA	20.18	12.90	9.93	8.48
					ROE	6.3%	9.5%	9.3%	9.6%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
	看 好：	相对表现优于市场	
	中 性：	相对表现与市场持平	
	看 淡：	相对表现弱于市场	
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
	买 入：	相对大盘涨幅大于 10%	
	增 持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间	
	中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间	
	减 持：	相对大盘涨幅小于-5%	
	无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。