

中青旅 (600138)

乌镇门票十年未变终提价，近千万客流打开利润新空间

增持 (维持)

2017年02月02日

市场数据

报告日期	2017-02-02
收盘价(元)	21.33
总股本(百万股)	723.84
流通股本(百万股)	702.72
总市值(百万元)	15439.51
流通市值(百万元)	14988.98
净资产(百万元)	5044.69
总资产(百万元)	10613.52
每股净资产	6.97

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10577	10971	12153	13282
同比增长	-0.3%	3.7%	10.8%	9.3%
净利润(百万元)	295	476	593	739
同比增长	-18.9%	61.2%	24.6%	24.7%
毛利率	21.2%	21.2%	21.5%	21.5%
净利润率	2.8%	4.3%	4.9%	5.6%
净资产收益率(%)	6.3%	9.4%	10.7%	12.0%
每股收益(元)	0.41	0.66	0.82	1.02
每股经营现金流(元)	0.70	0.75	1.05	1.22

相关报告

《成立乌镇管理公司，轻资产输出长期空间大》2016-12-18
《乌镇第三季度业绩持平，古北水镇进入业绩爬坡期——中青旅 2016 年三季报点评》2016-10-30
《中青旅深度报告：国际化文化旅游综合运营商》2016-10-27

分析师：

李跃博

liybo@xyzq.com.cn

S0190512070003

研究助理：

王家园

wangjiayuan@xyzq.com.cn

事件：公司公告下属子公司乌镇旅游收到桐乡市发改局、物价局《关于乌镇景区门票价格调整的批复》，同意乌镇东栅、西栅门票提价，新价格将于 2017 年 8 月 1 日执行。

投资要点

- 乌镇门票调整方案如下：东栅景区门票价格由 100 元/人调整为 120 元/人；西栅景区门票价格由 120 元/人调整为 150 元/人；东西栅景区联票按相关文件规定不高于二者之和进行调整。实施时间：2017 年 8 月 1 日起施行。各种优惠价格按照相关规定同步执行。
- 乌镇自 2006 年门票定价以来，时隔十年首次提价。近年来乌镇景区配套设施不断增加，例如喜庆堂、童玩馆等游客互动场馆以及木心美术馆、乌镇大剧院等基础配套设施等，令运行和维护成本加大。乌镇景区发展投入力度不小，发展有目共睹，调价方案合理，自听证会开始得到多方认可。
- 盈利预测与投资建议：乌镇 2016 年预计接待游客达到 900 万人次，门票收入是乌镇收入的重要组成部分。此轮乌镇调价，力度较大，但调价后的总价不高，调价后较周边仍具有竞争力，我们预计在国内游火热和消费水平提高的双重作用下，调价不会降低游客游览热情。新票价在今年 8 月 1 日暑期旺季施行，将显著利好今年和未来乌镇经营业绩，近千万客流为乌镇打开利润新空间。按照调整后的门票价格，预计 2017-2018 年公司 EPS 分别为 0.82 元、1.02 元，当前股价对应 PE 分别为 26 倍、21 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：调价前发生不利于乌镇调价事件



附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3671	3723	4472	5615
货币资金	837	768	1200	2041
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1367	1426	1580	1727
其他应收款	379	397	445	484
存货	533	631	653	737
非流动资产	5884	5809	5624	5484
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1388	1388	1388	1388
投资性房地产	203	205	204	205
固定资产	2588	2649	2593	2480
在建工程	426	213	107	53
油气资产	0	0	0	0
无形资产	609	609	609	609
资产总计	9555	9532	10095	11099
流动负债	3511	2984	2898	3136
短期借款	642	286	0	0
应付票据	403	498	506	577
应付账款	930	938	1050	1139
其他	1535	1261	1343	1420
非流动负债	44	4	4	4
长期借款	4	4	4	4
其他	40	0	0	0
负债合计	3555	2987	2902	3140
股本	724	724	724	724
资本公积	1726	1726	1726	1726
未分配利润	2078	2450	2941	3553
少数股东权益	1348	1489	1640	1785
股东权益合计	6000	6545	7193	7959
负债及权益合计	9555	9532	10095	11099

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	295	476	593	739
折旧和摊销	190	153	162	167
资产减值准备	8	-79	0	0
无形资产摊销	74	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	45	35	9	-11
投资损失	-17	-30	-50	-70
少数股东损益	161	141	151	145
营运资金的变动	-171	-51	-136	-73
经营活动产生现金流量	510	542	763	883
投资活动产生现金流量	-671	27	51	69
融资活动产生现金流量	191	-639	-383	-111
现金净变动	49	-69	432	841
现金的期初余额	770	837	768	1200
现金的期末余额	820	768	1200	2041

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10577	10971	12153	13282
营业成本	8338	8645	9540	10427
营业税金及附加	122	127	141	154
销售费用	1023	1042	1070	1102
管理费用	488	439	486	531
财务费用	40	35	9	-11
资产减值损失	8	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	17	30	50	70
营业利润	574	709	955	1147
营业外收入	89	126	60	60
营业外支出	8	2	3	4
利润总额	655	833	1012	1203
所得税	198	217	268	319
净利润	457	617	744	884
少数股东损益	161	141	151	145
归属母公司净利润	295	476	593	739
BPS(元)	0.41	0.66	0.82	1.02

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业收入增长率	-0.3%	3.7%	10.8%	9.3%
营业利润增长率	-9.2%	23.7%	34.6%	20.1%
净利润增长率	-18.9%	61.2%	24.6%	24.7%
盈利能力				
毛利率	21.2%	21.2%	21.5%	21.5%
净利率	2.8%	4.3%	4.9%	5.6%
ROE	6.3%	9.4%	10.7%	12.0%
偿债能力				
资产负债率	37.2%	31.3%	28.7%	28.3%
流动比率	1.05	1.25	1.54	1.79
速动比率	0.89	1.04	1.32	1.56
营运能力				
资产周转率	114.8%	115.0%	123.8%	125.3%
应收帐款周转率	767.1%	767.4%	808.6%	803.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.41	0.66	0.82	1.02
每股经营现金	0.70	0.75	1.05	1.22
每股净资产	6.43	6.98	7.67	8.53
估值比率(倍)				
PE	37.7	23.4	18.8	15.1
PB	2.4	2.2	2.0	1.8

公司点评报告
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恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 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恒生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15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
 中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyanjq@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565451	yaodandan@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjq@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
			王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元踐	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树		
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 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。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。