

【广发海外】复星旅游文化 (01992.HK)

上半年预计实现盈利，度假村和旅游目的地业务表现良好

● **19上半年预计扭亏实现盈利4.5亿元，度假村和目的地业务增长良好** 2019年7月23日公司发布2019年中期业绩预告，预计2019年上半年实现归母净利润不低于4.5亿元人民币，较2018年上半年亏损2.55亿元扭亏为盈，主要由于公司度假村运营业务和旅游目的地运营业务表现强劲。

(1) **旅游目的地业务**：三亚特兰蒂斯增长良好，2019年春节期间(2月4日至19日)三亚特兰蒂斯营收达1.5亿元人民币，其中，客房收入和其他营运收入分别为0.78和0.73亿元，客房入住率高达93%。我们预计随着亚特兰蒂斯服务多元化、受益于海南自贸区政策，客单价、客流量有望持续提升，盈利能力有望持续增强。

(2) **度假村业务**：Club Med为规模较大的全球性度假村，先发优势占稀缺自然资源，凭借差异化的服务、全球化度假村网络、丰富的文化内涵塑造了较高品牌认可度，具备较强的竞争优势，2018年实现营收和经营利润(剔除非经常)120.2和4.06亿元人民币，同比分别增长2.2%和41.8%。

● **高端一站式旅游服务提供商，现金流稳健，结构优化，长期增长可期**

(1) **度假村业务**：未来开村数量增长以及结构优化带来 Revpar 持续增长：1) 未来三年公司计划开 16 个度假村；2) 亚太及美洲地区、轻资产占比、高端占比逐渐提升。公司度假村业务轻资产比例逐年提升，截至 2018 年年底，公司轻资产度假村数量占比 74.6%，相较于 15 年提升 2.5 个百分点，18 年 6 月相较于 15 年末房间数占比提升约 6 个百分点，同时 2019-2021 年开设的度假村全部为轻资产运营，未来轻资产占比提升有望带来经营效率持续提升，度假村业务结构持续优化。(2) **旅游目的地**：1) 随着服务多元化、受益于海南自贸区政策，亚特兰蒂斯有望持续贡献收益；2) 储备的丽江项目、太仓项目今年预计开建，带来新增长空间，公司持续丰富打造旅游文化生态圈。近 4 年来公司毛利率稳步提升，同时受益于轻资产度假村比例提升，折旧与摊销成本占比降低，另外现金流也较稳健，18 年经营性现金流达 6 亿元。公司是全球领先的家庭休闲度假一站式服务提供商，我们看好其度假村业务量价齐升、旅游目的地贡献业绩增量，我们维持前次盈利预测和合理估值，预计 19-21 年 EPS 分别为 0.53、0.66、0.77 元人民币，DCF 估值法下我们测算合理价值 15.50 元人民币/股，相对估值法下，合理价值 16.22 元人民币/股。综合来看，公司合理价值取平均约 15.86 元人民币/股，对应 18.00 港元/股，维持“买入”评级。

● **风险提示**：高端旅游需求低于预期，安全事故等导致品牌力受损。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,799	16,286	17,817	18,108	19,891
增长率(%)	9.43%	37.71%	9.40%	1.63%	9.85%
EBITDA(百万元)	746	1913	3078	3326	3702
净利润(百万元)	-196.50	308.44	650.71	810.25	952.44
增长率(%)	43.89%	257%	110.97%	24.52%	17.55%
EPS(元/股)	-0.16	0.25	0.53	0.66	0.77
市盈率(P/E)	-	41	19	16	13
市净率(P/B)	2.7	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	24.70	8.61	5.32	4.79	4.00

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

注：表中营业收入、EBITDA、净利润、EPS 指标单位均为人民币元

公司评级

买入

当前价格	11.56 港元
合理价值	18.00 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-07-23

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：

胡翔宇



SAC 执证号：S0260517080001

SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

分析师：

张雨露



SAC 执证号：S0260518110003

SFC CE No. BNU523



021-60750610



zhangyulu@gf.com.cn

相关研究：

【广发海外】复星旅游文化 2019-06-25

(01992.HK)：高端一站式度假龙头，优势突出增长卓越

		单位：亿元人民币				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	129	99	122	124	141	
货币资金	10	19	36	36	46	
应收及预付	76	52	55	57	62	
存货	26	25	26	27	30	
其他流动资产	17.4	4.0	4.1	4.1	4.2	
非流动资产	164	196	210	224	236	
长期股权投资	1.5	1.6	1.8	2.0	2.2	
固定资产	88	113	126	138	149	
无形资产	43	44	44	44	45	
其他长期资产	33	38	39	40	40	
资产总计	293	295	333	348	377	
流动负债	167	146	160	167	186	
短期借款	7.2	7.6	9.0	7.0	7.0	
应付及预收	17	26	28	29	31	
其他流动负债	143	112	123	131	148	
非流动负债	81	67	82	80	78	
长期借款	62	51	66	64	62	
其他非流动负债	19	16	16	16	16	
负债合计	248	212	241	246	264	
归属母公司股东权	46	80	87	95	105	
少数股东权益	-0.7	2.8	4.5	6.6	9.1	
负债和股东权益	293	295	333	348	377	

		单位：亿元人民币				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	33	33	29	32	39	
净利润	-2.9	3.9	8.2	10.2	12.0	
折旧摊销	6.9	8.5	9.2	10.0	10.7	
营运资金变动	31	16	7	7	12	
其他	-2.8	4.7	4.3	4.7	4.5	
投资活动现金流	-23	-37	-23	-23	-23	
资本支出	-22	-25	-23	-23	-23	
投资变动	-1.6	-3.8	-0.3	-0.3	-0.3	
其他	0.7	-7.9	0.0	0.0	0.0	
筹资活动现金流	-14.5	13.7	12.2	-8.7	-6.5	
银行借款	6	-11	15	-2	-2	
股权融资	0.0	29.2	0.0	0.0	0.0	
其他	-20.6	-4.4	-2.9	-6.7	-4.5	
现金净增加额	-3.8	9.9	17	0.1	9	
期初现金余额	13.2	9.9	19	36	36	
期末现金余额	10	19	36	36	46	

		单位：亿元人民币				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	118	163	178	181	199	
营业成本	90	110	118	121	132	
销售费用	22	23	25	24	26	
管理费用	7.9	13	14	13	14	
其他开支	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0	
营业利润	0.7	17.4	21.7	23.4	26.4	
利息净支出	4.0	4.1	4.2	4.5	4.3	
投资收益	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	
利润总额	-3.8	13	17	19	22	
所得税开支/(抵免)	-0.8	9.0	9.2	8.5	10.0	
净利润	-2.9	3.9	8.2	10.2	12.0	
少数股东损益	-1.0	0.8	1.7	2.1	2.5	
归属母公司净利润	-2.0	3.1	6.5	8.1	9.5	
EBITDA	7.5	19.1	30.8	33.3	37.0	
EPS (元)	-0.16	0.25	0.53	0.66	0.77	

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	9.4%	37.9%	9.4%	1.6%	9.9%
营业利润增长	16.3%	2273%	24.6%	7.9%	13.0%
归母净利润增长	43.9%	257.0	111.0	24.5%	17.5%
获利能力					
毛利率	24.0%	32.4%	33.8%	33.4%	33.8%
净利率	-2.5%	2.4%	4.6%	5.7%	6.0%
ROE	-4.3%	3.8%	7.5%	8.5%	9.1%
偿债能力					
资产负债率(%)	84.5%	71.8%	72.5%	70.8%	69.9%
净负债比率(%)	146.3%	68.2%	79.9%	67.7%	58.5%
流动比率	77.2%	68.0%	76.6%	74.6%	75.9%
速动比率	61.6%	51.0%	60.0%	58.3%	60.0%
营运能力					
总资产周转率(倍)	0.48	0.55	0.57	0.53	0.55
应收账款周转率	2.54	2.56	3.33	3.23	3.35
每股指标(元)					
每股收益	-0.16	0.25	0.53	0.66	0.77
每股经营现金流	2.70	2.69	2.31	2.60	3.16
每股净资产	3.74	6.52	7.04	7.70	8.47
估值比率					
P/E	-	41	19	16	13
P/B	2.7	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	24.70	8.61	5.32	4.79	4.00

广发社会服务行业研究小组

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
张 雨 露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
康 凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。