

來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	15.04
總市值 (億港元)	185.5
52週高位	16.80
52週低位	12.68

*截至4月25日

FY18 財務資料摘要

人民幣(億元)	
收入	162.7
變動(%)	37.9
毛利	52.8
變動(%)	86.4
淨利潤	3.1
變動(%)	虧轉盈

主要股東資料

	持股
復星國際	82.3%

來源: 披露易

業務模式

- 復星旅遊文化(1992)由復星國際(656)分拆，於2018年12月於聯交所主板掛牌。主營業務包括營運度假村；開發、運營及管理旅遊目的地；以及提供度假場景的服務及解決方案。
- 度假村及目的地業務為公司主要收入來源，2018年，貢獻近74%總收入。公司以Club Med品牌提供度假村服務，截至2018年底止，在40多個國家和地區營銷業務，並且營運67個度假村，其中40個位於歐非中東；12個位於美洲以及15個位於亞太區。
- 此外，公司旗下旅遊目的地—三亞亞特蘭蒂斯於2018年4月底正式開業，其位於中國海南省三亞海棠灣國家海岸，包括逾1300間高級海景戶、國內最大海水水族館之一，提供20萬平方米的水世界和餐飲服務以及逾5000平方米會議展覽及購物中心等空間。

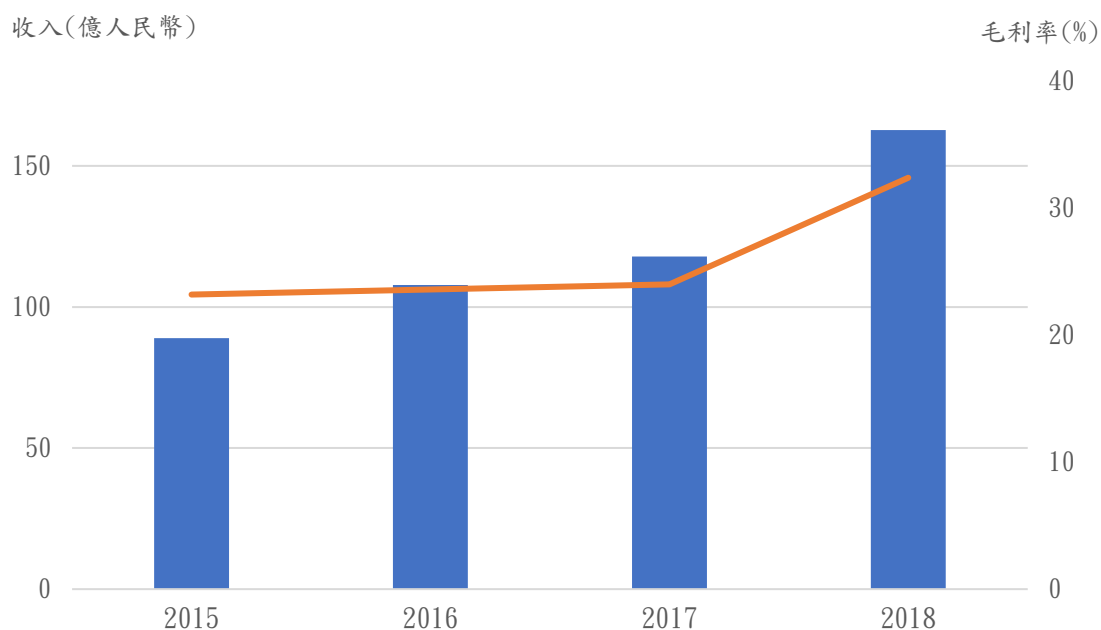
三亞亞特蘭蒂斯俯瞰圖



圖片來源: 三亞亞特蘭蒂斯官方網頁

經營業績及近期發展

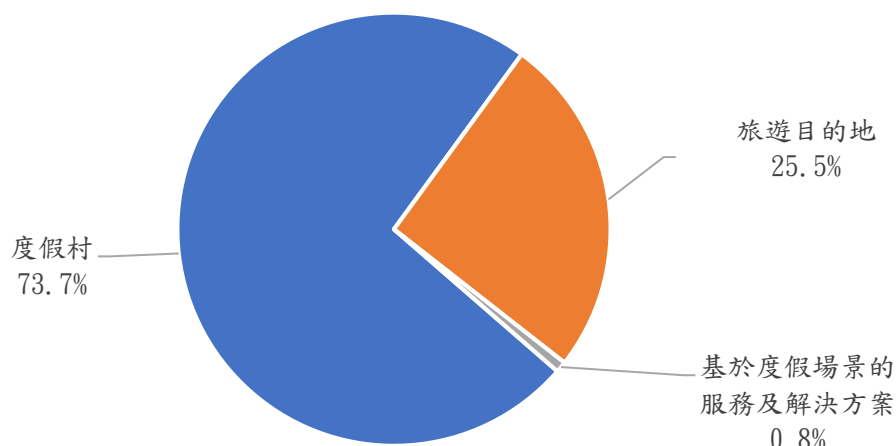
- 2018 年度，復星旅遊文化收入按年上升 37.9% 至 162.7 億人民幣；歸屬於母公司擁有人淨利潤則為 3.1 億人民幣，2017 年同期則虧損 1.97 億人民幣，結束連續 3 年虧損。撇除非現金項目及一次性開支，經調整 EBITDA 按年大幅增長 1.8 倍至 20.7 億人民幣。整體毛利率按年上升 8.4 個百分點至 32.4%，主要是交付棠岸項目預售公寓所拉動。



來源：公司年報，經鴻鵬資本證券整理

- 分部業務方面，度假村收入按年上升 2.2% 至 120.2 億人民幣，增長動力源自度假村的容納能力和平均每日床位價格均有提升。期內，公司開設北海道 Tomamu、Cefalu、安吉、黃金海岸和 Les Arcs Panorma 共 5 個新度假村，並擴建和翻新 5 個度假村，令容納能力按年上升 8.9%。此外，由於四星級及五星級度假村所佔百分比由 2017 年的 78.4% 升至 2018 年的 80.1%，推動平均每日床位價格由 2017 年 1218.9 元人民幣，增加至 2018 年的 1274.8 元人民幣。
- 三亞亞特蘭蒂斯於 2018 年 2 月開始試營運，4 月正式開業。於 2018 年合共產生 41.7 億人民幣收入，其中 7.7 億來自營運，其餘 33.9 億人民幣來自出售部分度假物業單位(棠岸項目)。
- 公司剛公布截至 2019 年 3 月底止首季之營運數據，按一貫匯率計，期內營業額按年上升 11% 至 48.0 億人民幣，受惠於冰雪度假村四五星容納能力提升，拉動每晚單床房價增長強勁，加上三亞亞特蘭蒂斯於首季接待逾 140 萬人次旅客的助力。

收入分布



人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018
度假村	8,902,569	10,779,686	11,758,411	12,017,013
旅遊目的地	-	393	13,939	4,165,126
基於度假場景的服務及解決方案	-	2,896	27,044	134,130
總數	8,902,569	10,782,975	11,799,394	16,269,819

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

成本結構

人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018
銷售及分銷成本	1,622,303	1,904,861	2,170,996	2,291,700
行政開支	499,112	599,115	794,474	1,285,322
財務費用	426,145	497,165	433,092	436,905

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

前景

- 展望今年，三亞亞特蘭蒂斯將會貢獻完整財政年度的收入來源，加上棠岸項目尚有 200 多個待售單位。倘若成功轉售，有望於 2019 年度入帳，為今年收入增長提供動力。
- 中長線而言，公司在度假村及旅遊目的地均有一系列計劃，預期隨著新度假村及旅遊目的地落成，有助進一步提高接待能力。目前公司有 7 個新開設度假村的計劃，包括位於多明尼加、法國、中國北京以及西班牙等地。至於旅遊目的地方面，公司分別計劃於雲南麗江及江蘇太倉。麗江項目總建築面積

35 萬平方米，主要針對中高端客戶，預計項目結合旅遊及休閒功能。項目已於 2019 年 2 月動工，估計於 2020 年底或 2021 年初開始分階段完工。太倉項目計劃提供各種主題體驗和旅遊特色，包括但不限於華東地區最大的室內滑雪場之一、水上樂園、歐洲風情商業街和可售度假物業。項目預計 2019 年內動工，並於 2020 年底開始分階段竣工。

- 現階段公司有不少業務在中國，除三亞亞特蘭蒂斯和 6 個度假村外，未來還會在中國建設更多度假村和旅遊目的地。根據弗若斯特沙利文的預測，預期到 2022 年中國休閒度假，中國休閒度假旅遊市場的收入將會達到 45,490 億人民幣，2017 至 2022 年的複合年增長率為 12.8%，高於全球平均增長水平。市場增長引擎來自消費升級和政策因素，首先中國政府計劃於 2020 年前執行《國民旅遊休閒綱要》，為政府部門、國有和省級企業員工提供強制性帶薪休假，令更多就業人口有更多休閒時間，從而提高對休閒度假市場的消費需求。其次，中國居民可支配收入提高，有助提升對中高端度假旅遊產品的興趣。

風險因素

- 環球經濟不明朗，影響旅遊需求
- 新項目收入表現遜預期
- 匯兌風險

估值

	2019E	2020E
EV/EBITDA	7.9	10.5
股息率	-	-

來源: 彭博

投資建議

- 復星旅遊文化的度假村業務發展相對成熟，度假村網絡已覆蓋 40 多個國家及地區，有助分散風險和發揮規模效應。加上未來陸續有度假村及旅遊目的地落成，有助為收入及盈利增長提供持續動力。現價為 2019 年度預測 EV/EBITDA 7.9 倍，落後其他國外同業，建議投資者考慮現價收集，短期目標價為歷史高位 16.8 元。

盈利預測

人民幣(百萬元)	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	16269.8	18218.0	18230.0	25588.0
稅前盈利	1293.4	1473.0	895.7	3164.0
淨利潤	308.4	775.7	538.3	1661.0

來源：公司年報、彭博

同業比較

公司	編號	市值 (億港元)	股價年初至 今變化(%)	預測 EV/EBITDA (X)	預測股息率 (%)
復星旅遊文化	1992.HK	185.5	-6.7	7.9	-
Host 旅館 及度假村	HST.US	1092	13.7	10.7	4.5
Vail 度假村	MTN.US	677	2.4	14.5	3.0

來源：彭博

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk