

2019年10月30日
顾向君
H70420@captial.com.tw

中青旅(600138. SH)

BUY 买入

目标价(元) 13

公司基本资讯

产业别	休闲服务		
A 股价(2019/10/29)	11.80		
上证指数(2019/10/29)	2954.18		
股价 12 个月高/低	17.77/10.86		
总发行股数(百万)	723.84		
A 股数(百万)	723.84		
A 市值(亿元)	85.41		
主要股东	中青旅集团 有限公司 (17.17%)		
每股净值(元)	9.07		
股价/账面净值	1.30		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-9.2	-7.3	-4.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2019-08-15	11.18	买入
2019-05-06	13.07	买入
2019-04-22	17.15	买入
2018-12-03	14.16	买入

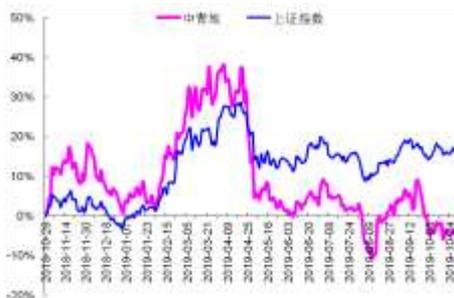
产品组合

旅游产品服务收入	33.52%
IT 产品销售与技术	26.11%
服务收入	20.52%
整合营销服务	14.27%
景区综合经营收入	%

机构投资者占流通 A 股比例

基金 9.5%

股价相对大盘走势



3Q 客流有所改善, 估值存修复空间

结论与建议:

业绩概要: 公司 1-3Q 实现收入 95 亿, 同比增 6.9%, 实现净利润 5.5 亿, 同比下降 0.3%, 扣非后净利润 4.2 亿, 同比下降 5.4%, 毛利率略上升 0.3pct 至 24.36%。测算 3Q 实现收入 36.92 亿, 同比增 10%, 净利润 1.63 亿, 同比增 15%, 扣非后净利润 1.63 亿, 同比增 17%, 毛利率与去年同期持平。3Q 业绩好于预期。

- 公司盈利逐季恢复, 受益整合营销业务表现突出。1-3 季度, 公司整合营销业务实现收入 17.98 亿, 同比增 4.66%, 净利润 0.32 亿, 同比增 50%, 得益于报告期内子公司中青博联承办多项大型活动。另一方面, 亦受去年同期基数较低影响。
- 景区业务表现平稳, 3Q 客流有所改善。乌镇前三季度收入 13.7 亿, 净利润 6.2 亿, 均与去年同期持平, 接待游客 730.51 万人次, 同比上升 1.63%, 客单价持平。古北水镇受北京地区大型活动及竞争影响, 游客接待量同比下降 6.76% 至 191.35 万人次, 导致收入下滑 5.6% 至 7.48 亿, 客单价上升 1.29% 至 390.91 元。但从 3Q 单季度看, 乌镇客流同比上升 5.69%, 古北水镇客流同比下降 4.4%, 下降趋势放缓。
- 非景区业务中, 山水酒店经营稳定, 前三季度酒店业务收入 3.99 亿, 同比增 12.5%, 受新店业绩爬坡影响, 净利润同比下降 7.9%。旅行社业务同比增 6.4%, 策略性投资业务中, 创格科技和风采科技整体收入同比增 5%, 保持平稳增长。
- 费用增长放缓, 控费力度加强。3Q 费用率小幅下降 0.21pct 至 16.47%, 其中销售费用率下降 0.38pct, 管理费用率上升 0.39pct, 研发费用率上升 0.14pct, 财务费用率下降 0.36pct。
- 公司旗下两大景区仍有成长空间。从长期来看, 乌镇处于持续扩张当中, 2020 年会展中心二期即将落地, 且濮院项目落地以后有望形成联动, 古北水镇方面, 北京地区交通限制减弱, 交通状况持续改善, 目标客群将扩大至全国范围, 有助于客流回暖。略上调此前盈利预测, 预计 2019-2020 年将分别实现净利润 6.51 亿和 6.91 亿, 分别同比增 8.9% 和 6.1%, EPS 分别为 0.90 元和 0.95 元, 当前股价对应 PE 分别为 13 倍和 12 倍, 估值较低, 维持买入投资建议。
- 风险提示: 核心景区客流增长不及预期, 费用大幅提升, 宏观经济下行

..... 接续下页

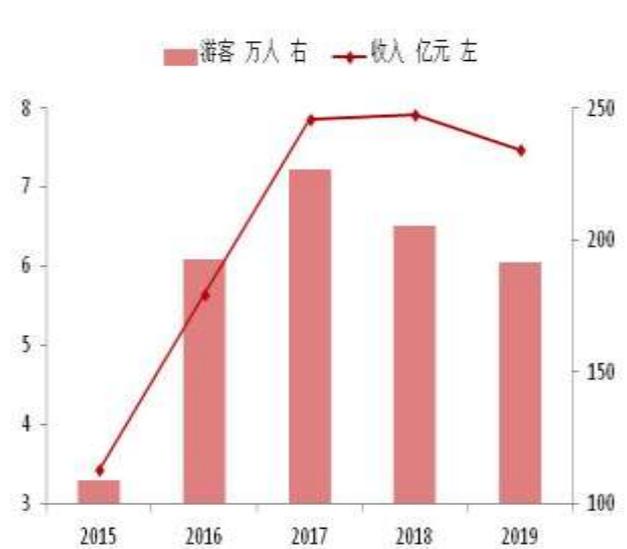
年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019F	2020F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	484	572	597	651	691
同比增减	%	63.83	18.24	4.50	8.93	6.11
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.67	0.79	0.83	0.90	0.95
同比增减	%	63.41	17.91	5.06	8.32	6.11
市盈率 (P/E)	X	16.69	14.15	13.47	12.44	11.72
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.10	0.14	0.13	0.14
股息率 (Yield)	%	0.89	0.89	1.25	1.21	1.28

图1: 乌镇1-3Q收入及游客情况



资料来源: 公司公告, 群益金鼎证券

图2: 古北水镇1-3Q收入及游客情况



资料来源: 公司公告, 群益金鼎证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
 卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
营业收入	10327	11020	12265	13192	14313
经营成本	7871	8215	9162	9802	10620
营业税金及附加	45	48	97	58	63
销售费用	1142	1207	1276	1433	1420
管理费用	529	641	669	763	791
财务费用	52	77	104	113	133
资产减值损失	7	3	46	8	72
投资收益	88	59	132	115	100
营业利润	770	1145	1237	1370	1494
营业外收入	219	20	12	9	9
营业外支出	6	7	3	4	4
利润总额	984	1158	1245	1376	1500
所得税	247	295	327	333	375
少数股东损益	253	291	320	392	435
归属于母公司所有者的净利润	484	572	597	651	691

附二：合并资产负债表

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
货币资金	913	1161	1341	1473	1831
应收账款	1557	1829	2189	2627	2890
存货	431	1805	2093	2260	2373
流动资产合计	3855	5859	6538	7192	7912
长期股权投资	1668	1744	1952	2147	2362
固定资产	2564	3015	3488	3942	4336
在建工程	1060	407	594	743	780
非流动资产合计	7094	7162	8055	8861	9570
资产总计	10949	13021	14594	16053	17481
流动负债合计	3727	4977	5927	8821	9618
非流动负债合计	514	557	508	559	604
负债合计	4240	5534	6435	9380	10222
少数股东权益	1615	1895	2039	2162	2291
股东权益合计	5095	5592	6120	6673	7260
负债及股东权益合计	10949	13021	14594	16053	17481

附三：合并现金流量表

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
经营活动产生的现金流量净额	947	-786	719	726	787
投资活动产生的现金流量净额	-1205	27	-893	(726)	(573)
筹资活动产生的现金流量净额	335	1012	253	132	143
现金及现金等价物净增加额	84	257	89	132	358

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。