

18 年业绩处于预告下限，汇率企稳助力出境游边际改善 增持（维持）

2019 年 02 月 27 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	12,048	12,312	12,782	13,631
同比（%）	19.2%	2.2%	3.8%	6.6%
净利润（百万元）	233	35	210	236
同比（%）	8.3%	-85.0%	500.4%	12.1%
每股收益（元/股）	0.26	0.04	0.24	0.27
P/E（倍）	26.64	177.10	29.49	26.31

事件：

公司公布 2018 年度业绩快报，18 年营收 123.12 亿元（+2.19%），归母净利润 3499.64 万元（-85%）。

投资要点：

■ **多重事件影响，18 年业绩处于预告下限。**18 年营收 123.12 亿元（+2.19%），归母净利润 3499.64 万元（-85%），处于预告下限；Q4 单季营收 29.22 亿元（+4.14%），归母净利润-1.74 亿，去年同期盈利 0.51 亿，预计与宏观经济波动、东南亚事件影响、商誉计提和可转债费用计提等方面有关。

■ **目的地事件导致东南亚业务下滑。**下半年公司业绩疲弱预计主要与东南亚目的地发生泰国普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发等事件有关，尽管公司在销售和管理方面积极应对，但对盈利能力的影响仍然较大，预计东南亚路线的显著下滑，对净利润的影响约 1 亿元左右。

■ **商誉及其他资产减值拖累业绩。**计提子公司北京开元周游、Activo Travel GmbH（德国跃动）及上海悠哉商誉减值约 6000-9000 万元，计提后公司商誉净值总额为 7.24-7.54 亿元；此外公司同时计提了应收账款等资产的坏账准备。18 年合计资产减值损失约 1.02 亿元。

■ **出境游四季度增长乏力，汇率企稳助力边际改善，事件影响逐步弱化。**中国赴泰游客增速由 11 月的-14.62%转正，12-1 月增速分别为 2.81%和 10.29%，事件影响逐步减弱。赴日游客增速受益于签证简化（10-1 月增速分别为+7.80%/+8.85%/+6.17%/+19.30%）。赴韩维持高增长（10-1 月增速分别为+37.62%/+35.09%/+25.21%/+28.70%）。赴欧游客预计增长平稳，汉莎、法航 1 月亚太航线客流增速为 7.70%（+0.4pct）、2%（-0.6pct）。

■ **竹园剩余股权并购提升批零一体化实力，龙头盈利能有望改善。**出境游龙头平稳采购，11 月完成竹园剩余股权并购，批发业务实力加强、批零协同强化，预计有望受益于行业复苏迹象；中小旅行社 18 年受挫后，行业竞争格局有望改善，预计龙头盈利能力有望有所改善。

■ **盈利预测：**预计公司 19-20 年归属净利润 2.10（+500%）、2.36（+12.1%）亿元，EPS 为 0.24、0.27 元，对应 PE 为 29、26 倍，市场环境趋暖，关注短期反弹机会。

风险提示：出境游复苏不及预期，行业竞争激烈，目的地发生恶性事件等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.00
一年最低/最高价	5.07/13.62
市净率(倍)	2.61
流通 A 股市值(百万元)	3699.86

基础数据

每股净资产(元)	2.68
资产负债率(%)	57.74
总股本(百万股)	885.42
流通 A 股(百万股)	528.55

相关研究

- 1、《众信旅游 (002707)：东南亚市场与商誉减值影响，业绩大幅下滑》2019-01-31
- 2、《众信旅游 (002707)：需求放缓叠加事件影响，三季度业绩承压》2018-10-30
- 3、《众信旅游 (002707)：中报业绩亮眼，零售业务盈利能力显现》2018-08-12

众信旅游三大财务预测表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产	3156	1645	2744	2541	营业收入	12048	12312	12782	13631
现金	1367	0	833	687	减:营业成本	10840	11200	11511	12271
应收账款	574	521	638	590	营业税金及附加	4	3	3	4
存货	2	0	3	0	营业费用	680	771	773	823
其他流动资产	1212	1124	1270	1264	管理费用	161	179	169	177
非流动资产	1940	3729	2648	2639	财务费用	3	42	42	40
长期股权投资	76	97	116	133	资产减值损失	23	70	15	15
固定资产	82	72	64	55	加:投资净收益	12	28	7	7
在建工程	0	10	15	12	其他收益	0	0	0	0
无形资产	58	58	57	56	营业利润	349	76	275	308
其他非流动资产	1723	3492	2397	2382	加:营业外净收支	3	-49	5	5
资产总计	5096	5374	5393	5180	利润总额	353	27	280	314
流动负债	2042	2116	2397	2141	减:所得税费用	73	6	59	66
短期借款	638	814	691	682	少数股东损益	47	-14	11	12
应付账款	707	572	781	655	归属母公司净利润	233	35	210	236
其他流动负债	697	730	925	804	EBIT	402	72	325	346
非流动负债	615	786	327	147	EBITDA	447	120	380	410
长期借款	489	711	242	59					
					重要财务与估值指标				
其他非流动负债	125	75	85	88		2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2657	2902	2724	2288	每股收益(元)	0.26	0.04	0.24	0.27
少数股东权益	205	191	202	214	每股净资产(元)	2.52	2.58	2.79	3.02
					发行在外股份(百万股)	850	885	885	885
归属母公司股东权益	2235	2281	2466	2677	ROIC(%)	9.3%	1.4%	7.1%	7.5%
负债和股东权益	5096	5374	5393	5180	ROE(%)	11.5%	0.8%	8.3%	8.6%
					毛利率(%)	10.0%	9.0%	9.9%	10.0%
现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	1.9%	0.3%	1.6%	1.7%
经营活动现金流	193	-76	453	158	资产负债率(%)	52.1%	54.0%	50.5%	44.2%
投资活动现金流	-244	-1816	1034	-47	收入增长率(%)	19.2%	2.2%	3.8%	6.6%
筹资活动现金流	476	400	-529	-257	净利润增长率(%)	8.3%	-85.0%	500.4%	12.1%
现金净增加额	435	-1492	958	-147	P/E	26.64	177.10	29.49	26.31
折旧和摊销	46	48	55	64	P/B	2.77	2.72	2.51	2.32
资本开支	55	-33	-23	-26	EV/EBITDA	13.92	67.82	17.70	16.31
营运资本变动	-195	-136	138	-190					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>