

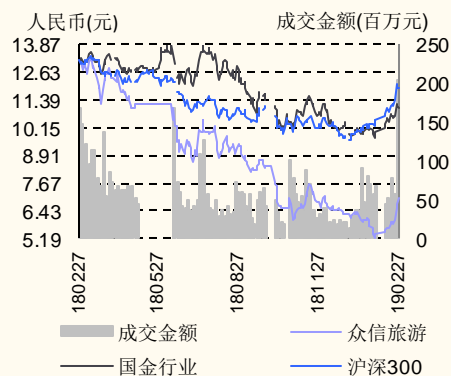
## 众信旅游 (002707.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.00 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	528.55
总市值(百万元)	6,197.91
年内股价最高最低(元)	13.35/5.19
沪深 300 指数	3678.39
中小板综	8901.91



## 相关报告

- 1.《众信旅游公司点评-东南亚不安全事件致公司利润下滑, 12 月内地...》, 2019.1.30
- 2.《众信旅游深度研究-出境游行业复苏批发龙头获益, 利益绑定带动公...》, 2018.8.20

## 1 月泰国表现回暖, 人民币升值助出国游复苏

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.255	0.274	0.041	0.316	0.398
每股净资产(元)	2.13	2.63	2.67	2.99	3.39
每股经营性现金流(元)	0.06	0.23	-1.05	0.58	0.49
市盈率(倍)	61.07	39.79	171.28	22.12	17.60
净利润增长率(%)	15.08%	8.27%	-85.03%	674.29%	25.71%
净资产收益率(%)	11.93%	10.41%	1.53%	10.62%	11.78%
总股本(百万股)	843.80	850.06	851.97	851.97	851.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩概述

- 2018 年实现营收 123.12 亿元/+2.19%, 归母净利润为 0.35 亿元/-84.96%。Q4 实现营收 28.77 亿元/+2.3%, 归母净利润为-1.74 亿元。

## 经营分析

- 整体来看因重要目的地市场东南亚出现不安全事件导致利润 18 年较去年下降 1 亿元左右, 同时因业绩表现不及预期计提商誉和坏账准备 1.02 万元: 公司目的地收入中东南亚占比约为 30%, 因泰国沉船、巴厘岛火山爆发等事件影响, 公司重点布局的东南亚目的地游客人次增速下滑 (2018 年 7 月-12 月内地赴泰国游客人次增速分别为 -0.9%/-11.8%/-14.9%/-19.8%/-14.6%/2.8%), 公司上游端因提前采购锁定机票, 因此存在折价甩单的现象, 导致盈利能力下降。因业绩表现不及预期导致商誉减值和计提坏账准备的资产减值损失 1.02 亿元, 叠加目的地不安全事件发生后公司产品毛利率下降, 公司利润表现仅为 0.35 亿元, 相较于去年下降 1.98 亿元。
- 从单月表现来看, 泰国 12 月接待内地游客的增速为 2.8%, 相较于 8-11 月两位数的下降表现有所回暖, 19 年 1 月泰国增速恢复到 10.6%, 日本接待内地游客 1 月增速 19%, 同时叠加人民币升值有望带动出国游复苏: 受东南亚目的地表现的不及预期导致公司业绩大幅下滑, 泰国为公司重点布局目的地。19 年 1 月内地赴日游客 75.44 万人次/+19.3%, 内地赴泰游客 106.98 万人次/+10.3%, 1 月日泰增速表现优异。叠加人民币升值企稳有望带动出国游复苏, 众信旅游作为出境游龙头企业有望获益。
- 19 年公司受益于出国游行业的稳步增长及竹园 30%股权业绩并表: 在不考虑外部因素影响下, 出国游行业的表现将逐步回归正常化, 公司作为旅行社龙头能够获益。总体来看 19 年在出境游市场负面影响出清后能够实现业绩增速反转。公司多次股权激励及员工持股将利益捆绑, 民营企业的经营效应将得到最大化。通过拓展批发业务规模提升市占率和布局零售业务来实现业绩增量, 规模经济带动毛利及净利率提升。

## 投资建议及盈利调整

- 预计 2018E-2020E 业绩分别为 0.35/2.7/3.39 亿元, 增速分别为 -85%/674%/25.7%, EPS 分别为 0.04/0.32/0.4 元, 目前股价对应 PE 分别为 171/22/18 倍, 维持增持评级。

## 风险提示

- 1) 受到安全和政策因素影响较大; 2) 国内经济放缓导致出境游市场持续低速增长; 3) 人民币贬值会导致国内出境游的实际消费水平下降; 4) 商誉减值风险。

楼枫焯 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005 (8621)60933978 loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 分析师 SAC 执业编号: S1130518080001 bianlijuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,370</b>	<b>10,104</b>	<b>12,048</b>	<b>12,312</b>	<b>14,165</b>	<b>15,987</b>	货币资金	960	932	1,367	1,087	1,240	1,399
增长率	20.7%	19.2%	2.2%	15.0%	12.9%		应收账款	696	866	932	1,105	1,188	1,333
主营业务成本	-7,604	-9,048	-10,840	-11,132	-12,695	-14,306	存货	0	1	2	3	3	4
%销售收入	90.8%	89.5%	90.0%	90.4%	89.6%	89.5%	其他流动资产	493	630	855	1,972	2,097	2,226
毛利	766	1,056	1,208	1,181	1,470	1,681	流动资产	2,150	2,429	3,156	4,166	4,529	4,962
%销售收入	9.2%	10.5%	10.0%	9.6%	10.4%	10.5%	%总资产	66.8%	60.7%	61.9%	74.9%	77.0%	79.0%
营业税金及附加	-44	-17	-4	-4	-4	-5	长期投资	279	499	456	475	475	475
%销售收入	0.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	98	222	375	58	31	3
营业费用	-367	-547	-680	-800	-878	-991	%总资产	3.0%	5.6%	7.4%	1.0%	0.5%	0.0%
%销售收入	4.4%	5.4%	5.6%	6.5%	6.2%	6.2%	无形资产	575	701	936	839	827	816
管理费用	-90	-153	-161	-160	-170	-192	非流动资产	1,068	1,573	1,940	1,395	1,356	1,317
%销售收入	1.1%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	%总资产	33.2%	39.3%	38.1%	25.1%	23.0%	21.0%
息税前利润 (EBIT)	265	339	363	217	417	493	<b>资产总计</b>	<b>3,218</b>	<b>4,002</b>	<b>5,096</b>	<b>5,561</b>	<b>5,885</b>	<b>6,279</b>
%销售收入	3.2%	3.4%	3.0%	1.8%	2.9%	3.1%	短期借款	620	803	638	894	626	420
财务费用	-4	-15	-3	-58	-53	-36	应付款项	879	1,123	1,311	1,467	1,679	1,893
%销售收入	0.0%	0.2%	0.0%	0.5%	0.4%	0.2%	其他流动负债	44	78	94	58	161	198
资产减值损失	-8	-17	-23	-97	-8	-10	流动负债	1,543	2,004	2,042	2,419	2,466	2,511
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	7	9	9	9
投资收益	0	6	12	30	0	0	其他长期负债	0	36	608	622	622	622
%税前利润	n.a	1.8%	3.3%	32.8%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>1,543</b>	<b>2,040</b>	<b>2,657</b>	<b>3,051</b>	<b>3,097</b>	<b>3,142</b>
营业利润	254	313	349	91	356	447	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,564</b>	<b>1,801</b>	<b>2,235</b>	<b>2,269</b>	<b>2,539</b>	<b>2,878</b>
营业利润率	3.0%	3.1%	2.9%	0.7%	2.5%	2.8%	少数股东权益	111	161	205	241	249	259
营业外收支	4	5	3	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,218</b>	<b>4,002</b>	<b>5,096</b>	<b>5,561</b>	<b>5,885</b>	<b>6,279</b>
税前利润	258	318	353	91	356	447							
利润率	3.1%	3.1%	2.9%	0.7%	2.5%	2.8%	<b>比率分析</b>						
所得税	-48	-72	-73	-20	-78	-98		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	18.6%	22.8%	20.6%	22.0%	22.0%	22.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	210	245	280	71	278	348	每股收益	0.447	0.255	0.274	0.041	0.316	0.398
少数股东损益	23	31	47	36	8	10	每股净资产	3.747	2.134	2.629	2.670	2.987	3.386
归属于母公司的净利润	<b>187</b>	<b>215</b>	<b>233</b>	<b>35</b>	<b>270</b>	<b>339</b>	每股经营现金净流	0.030	0.060	0.227	-1.054	0.578	0.494
净利率	2.2%	2.1%	1.9%	0.3%	1.9%	2.1%	每股股利	0.180	0.190	0.240	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	11.93%	11.93%	10.41%	1.53%	10.62%	11.78%
净利润	210	245	280	71	278	348	总资产收益率	5.80%	5.37%	4.57%	0.63%	4.58%	5.40%
少数股东损益	23	31	47	36	8	10	投入资本收益率	9.41%	9.48%	7.95%	4.25%	8.16%	9.32%
非现金支出	18	40	68	140	51	54	<b>增长率</b>						
非经营收益	1	18	7	69	65	49	主营业务收入增长率	98.49%	20.71%	19.24%	2.19%	15.05%	12.87%
营运资金变动	-217	-253	-162	-1,177	97	-32	EBIT增长率	115.34%	27.86%	7.10%	-40.43%	92.67%	18.24%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>13</b>	<b>50</b>	<b>193</b>	<b>-896</b>	<b>491</b>	<b>420</b>	净利润增长率	71.69%	15.08%	8.27%	-85.03%	674.29%	25.71%
资本开支	-30	-79	-55	417	-5	-5	总资产增长率	200.16%	24.37%	27.33%	9.13%	5.82%	6.69%
投资	-216	-209	-192	-19	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	0	3	3	30	0	0	应收账款周转天数	13.4	17.5	16.6	19.0	19.0	19.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-246</b>	<b>-285</b>	<b>-244</b>	<b>429</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	存货周转天数	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
股权募资	211	104	9	0	0	0	应付账款周转天数	16.2	21.9	22.2	20.0	20.0	20.0
债权募资	584	175	521	252	-267	-207	固定资产周转天数	0.5	2.0	2.5	1.7	0.8	0.1
其他	-19	-56	-45	-65	-65	-49	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>777</b>	<b>224</b>	<b>486</b>	<b>187</b>	<b>-333</b>	<b>-256</b>	净负债/股东权益	-20.32%	-6.61%	-9.86%	11.89%	-4.40%	-15.57%
<b>现金净流量</b>	<b>543</b>	<b>-11</b>	<b>435</b>	<b>-281</b>	<b>154</b>	<b>159</b>	EBIT利息保障倍数	71.4	22.1	113.4	3.7	7.8	13.6
							资产负债率	47.94%	50.97%	52.13%	54.86%	52.62%	50.04%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	9	11	12	25
增持	1	4	4	5	7
中性	0	0	0	0	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.31	1.27	1.29	1.46

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-08-20	增持	9.08	10.80~11.00
2	2019-01-30	增持	5.38	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH