



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩稳中有进，客单提升平滑客流下降影响 ——中青旅（600138）2018年度报告点评

2019年04月22日

强烈推荐/维持

中青旅

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年报：2018 年公司实现营业收入 122.65 亿元/+11.3%；归属于上市公司股东净利润 5.97 亿元/4.5%；归属于上市公司股东的扣除非经常损益的净利润为 4.93 亿元/14.4%，非经常损益主要包括本年度收到政府补助 2.02 亿元。
- **整体营收稳步增长，景区业务受客流影响增速放缓。**公司整体实现营收 122.65 亿元/+11.3%，受客流高基数、不利天气等原因影响，乌镇古北客流双双下滑，景区业务增长速度放缓，实现营收 16.86 亿元/+5.63%。整体营销板块与房地产销售板块增长明显，分别实现营收 25.62 亿元/2.06 亿元，分别同比+24.3%/+307.2%。公司期间费用率同比降 1.76pct. 至 16.76%，销售/管理费用率分别同比-0.55pct./-0.33pct.，财务费用率略增 0.15pct.，主要系短期借款较上期增加 23.6%导致。
- **乌镇加速转型会展小镇，深挖客单价增长空间。**2018 年乌镇景区共接待游客 915 万人/-9.7%，其中东栅接待游客 401 万人/-14.5%，西栅接待游客 514 万人/-5.6%，实现营收 19.05 亿元/+15.74%，贡献归母净利 7.34 亿元/+5.98%（剔除政府补助影响同比增长 18.73%）。公司加大对会展、文化活动等高附加值服务的营销力度，提升商旅客流占比，客单价增加 28%至 208 元，对冲客流下滑影响。乌镇已连续五年成功举办世界互联网大会，目前互联网国际会展中心二期项目已进入建设阶段，项目总投资预计达 15 亿元。濮院计划 2020 年开业，主打“羊毛衫小镇”标签，届时将与仅 20 公里外的乌镇形成协同效应，助力单客价值进一步提升。
- **古北股权转让问题落地，控股比例提升+交通改善利好后续成长。**2018 年古北水镇接待游客 256 万人/-6.9%，实现营收 9.98 亿元/+1.98%，归母净利 3.08 亿元/+169.84%，其中公司参股房地产公司贡献投资收益 2.2 亿元。公司通过提升景区接待能力、挖掘游客消费潜力等举措，提升客单价 9.48%至 389 元。2019 年 3 月 27 日公司公告称，中青旅受让古北 5.16%股权已经完成工商变更登记手续，变更后中青旅、嘉伟士杰和京能集团将分别持有古北水镇 46.45%、43.55%和 10%的股份，公司影响力进一步提升。此次股权转让问题的落地，将促进古北景区业务良性发展。同时考虑到京沈高铁 2019 年开通，有望有效改善交通问题，古北水镇有望释放更大潜力。
- **盈利预测与投资评级：**公司短期客流承压，但两大景区持续推进转型升级，深挖客单价提升空间，同时继续看好公司协同光打开发展新空间。我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 13.75、14.94、16.4 亿元；归母净利润分别为 6.82、7.66、8.58 亿元，EPS 分别为 0.94、1.06、1.19 元，对应 PE 分别为 18.2X、16.2X、14.5X。中长期维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1. 天气影响；2. 客流增长、新项目推进不达预期

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	11,019.5	12,264.7	13,745.5	14,941.3	16,404.1
增长率（%）	6.70%	11.30%	12.07%	8.70%	9.79%
净利润（百万元）	862.85	917.83	1,006.99	1,095.70	1,238.01
增长率（%）	17.13%	6.37%	9.72%	8.81%	12.99%
净资产收益率（%）	10.22%	9.76%	10.27%	10.64%	10.97%
每股收益（元）	0.79	0.83	0.94	1.06	1.19
PE	21.71	20.66	18.20	16.21	14.47
PB	2.22	2.03	1.87	1.72	1.59

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

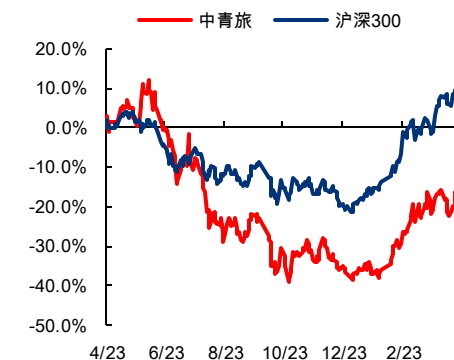
执业证书编号：

S1480518070001

交易数据

52 周股价区间（元）	17.15-20.59
总市值（亿元）	124.14
流通市值（亿元）	124.14
总股本/流通 A 股（万股）	72384/72384
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.18

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《中青旅（600138）：中报扣非业绩增长靓丽，客单提升平滑客流微降》2018-08-24
- 2、《中青旅（600138）：景区保持良好增长，外延扩张持续推进》2017-10-30
- 3、《中青旅（600138）：产业基金首轮 7 亿募集完成，外延预期下继续看好周边游龙头》2017-09-11
- 4、《中青旅（600138）：景区客流保持增长势头，外延扩张预期增强》2017-08-28

公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	5859	6538	7075	7681	8424	营业收入	11020	12265	13746	14941	16404
货币资金	1161	1341	1443	1569	1722	营业成本	8215	9162	10174	11008	12091
应收账款	1829	2189	2335	2497	2697	营业税金及附加	48	97	62	67	74
其他应收款	367	197	221	240	264	营业费用	1207	1276	1402	1509	1657
预付款项	466	596	698	808	929	管理费用	641	669	749	807	886
存货	1805	2093	2230	2413	2650	财务费用	77	104	90	106	96
其他流动资产	131	72	72	72	72	资产减值损失	3.29	45.59	5.00	40.00	5.00
非流动资产合	7162	8055	8650	9055	9369	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1744	1952	1952	1952	1952	投资净收益	58.82	132.01	85.14	60.00	70.00
固定资产	3015.02	3488.12	3984.30	4336.55	4594.55	营业利润	1145	1237	1348	1464	1666
无形资产	775	756	846	932	1015	营业外收入	19.82	11.56	10.00	10.00	10.00
其他非流动资	324	391	409	409	409	营业外支出	6.95	3.41	3.00	3.00	3.00
资产总计	13021	14594	15724	16736	17793	利润总额	1158	1245	1355	1471	1673
流动负债合计	4977	5927	6134	6307	6258	所得税	295	327	348	375	435
短期借款	1824	2255	2500	2473	2178	净利润	863	918	1007	1096	1238
应付账款	1111	1322	1254	1357	1491	少数股东损益	291	320	325	330	380
预收款项	911	1017	1086	1160	1242	归属母公司净利润	572	597	682	766	858
一年内到期的	48	202	202	202	202	EBITDA	1401	1531	1863	2072	2301
非流动负债合	557	508	608	558	658	EPS (元)	0.79	0.83	0.94	1.06	1.19
长期借款	533	498	598	548	648	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	5534	6435	6742	6866	6916	成长能力					
少数股东权益	1895	2039	2364	2694	3074	营业收入增长	6.70%	11.30%	12.07%	8.70%	9.79%
实收资本(或股	724	724	724	724	724	营业利润增长	48.68%	8.01%	8.99%	8.56%	13.82%
资本公积	1753	1753	1753	1753	1753	归属于母公司净利	14.16%	12.27%	14.16%	12.27%	12.06%
未分配利润	2983	3470	3763	4092	4461	获利能力					
归属母公司股	5592	6120	6639	7198	7825	毛利率(%)	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!
负债和所有者	13021	14594	15724	16736	17793	净利率(%)	7.83%	7.48%	7.33%	7.33%	7.55%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	4.39%	4.09%	4.34%	4.58%	4.82%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	10.22%	9.76%	10.27%	10.64%	10.97%
经营活动现金	-786	719	1009	1446	1510	偿债能力					
净利润	863	918	1007	1096	1238	资产负债率(%)	43%	44%	43%	41%	-
折旧摊销	178.38	190.04	394.05	467.86	502.06	流动比率	1.18	1.10	1.15	1.22	1.35
财务费用	77	104	90	106	96	速动比率	0.81	0.75	0.79	0.84	0.92
应收账款减少	0	0	-145	-162	-200	营运能力					
预收帐款增加	0	0	69	75	82	总资产周转率	0.92	0.89	0.91	0.92	0.95
投资活动现金	27	-893	-975	-930	-835	应收账款周转率	7	6	6	6	6
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.93	10.08	10.67	11.44	11.52
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	59	132	85	60	70	每股收益(最新摊	0.79	0.83	0.94	1.06	1.19
筹资活动现金	1012	253	68	-390	-522	每股净现金流(最	0.35	0.11	0.14	0.17	0.21
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	7.73	8.45	9.17	9.94	10.81
长期借款增加	0	0	100	-50	100	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	21.71	20.66	18.20	16.21	14.47
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.22	2.03	1.87	1.72	1.59
现金净增加额	253	80	102	126	154	EV/EBITDA	9.75	9.16	7.66	6.79	5.96

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。