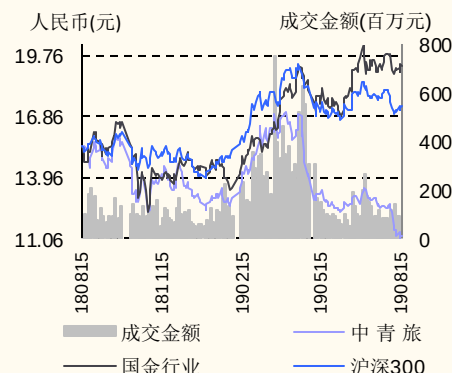


中青旅 (600138.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 11.18 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	723.84
总市值(百万元)	8,092.53
年内股价最高最低(元)	13.00/11.06
沪深 300 指数	3694.00
上证指数	2815.80

**相关报告**

1. 《中青旅年报点评-客单提升弥补客流下滑, 景区运营持续向好》, 2019.4.21
2. 《中青旅三季报点评-景区客单价高增长, 客流下滑影响业绩表现》, 2019.10.26
3. 《中青旅中报点评-景区客单价提升弥补客流下滑, 乌镇响应政策小幅...》, 2019.8.24

楼枫桦 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

会展及旅行社业务高增长, 两大景区表现较为疲软**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.790	0.825	0.930	1.098	1.231
每股净资产(元)	7.73	8.45	9.23	10.17	11.23
每股经营性现金流(元)	-1.09	0.99	2.01	1.78	1.91
市盈率(倍)	26.42	15.62	12.02	10.18	9.08
净利润增长率(%)	18.24%	4.50%	12.71%	18.08%	12.06%
净资产收益率(%)	10.22%	9.76%	10.07%	10.80%	10.96%
总股本(百万股)	723.84	723.84	723.84	723.84	723.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩概述

- 19 年上半年公司实现营收 58.53 亿元/+5.13%; 归母净利 3.82 亿元/-5.61%, 扣非归母净利 2.58 亿元/-15.67%。19Q2 营收 33.1 亿元/+8.18%, 归母净利润 3.18 亿元/+3.92%, 扣非归母净利润 2.03 亿元/-4.45%。

经营分析

- **整合营销业务增长较快, 两大景区客流表现较为疲软。**公司上半年营收表现较为平稳, 中青博联及旅行社业务增长较快, 但由于人工成本的增加导致销售费用率及管理费用率上升, 上半年利润下降 5.61%, 归母下降 15.67%。
1) 景区业务: 乌镇景区接待游客 445.98 万人次, 基本持平, 营收 8.55 亿元/+2.6%, 客单价进一步提升, 实现净利润 4.72 亿元, 与去年同期持平; 古北水镇受制于交通瓶颈和外部竞争压力, 接待游客 100.68 万人次/-8.81%, 实现收入 4.2 亿元/-8.04%, 由于去年同期参股房地产公司存在投资收益, 净利润 0.65 亿元/-47.23%。
2) 旅行社业务: 营业收入为 19.62 亿元/+6.37%, 毛利率提升 1.1pct。
3) 整合营销业务: 参与众多整合营销活动, 营收 12.01 亿元/+10.29%, 毛利率提升 1.46pct, 实现净利润 0.21 亿元/+18.37%。
4) 酒店业务: 山水酒店实现营业收入 2.45 亿元/+9.75%; 受新店开业影响, 净利润同比下降 14.27%。
5) 策略性投资业务: 创格科技及风采科技营业收入同比基本持平; 房屋租金收入 0.59 亿元/+28.17%。
- **上半年乌镇收到政府补贴 2.45 亿元, 比去年同期有所增加, 19 年 2 月公司所受让古北水镇 5.1613%股权并表, 增厚公司业绩:** 乌镇近三年获得政府补贴金额持续提升, 17 年-19 年分别为 2.6 亿元/1.94 亿元/2.45 亿元, 乌镇在景区高知名度、古镇保护以及互联网大会筹办等工作能够使得高政府补贴有一定持续性。古北水镇股权转让问题告一段落, 公司受让 5.1613%古北水镇股权完成工商登记, 对公司利润有所增厚, 上半年因人工成本及财务费用拖累, 全年来看或影响将平滑, 目前估值水平存在较高安全边际。
- **乌镇在高基数客流基础上维持平稳增长, 古北水镇客流受制于外部交通瓶颈, 存在改善空间, 濮院预计 2020 年开业。**长期来看公司在景区开发经营的护城河较强, 同时能够获得光大在资源和资金的支持。公司的景区开发经营的护城河不断加固, 随着景区业态升级更新和文化会展属性的附加乌镇及古北水镇的客流和人均客单价能够实现增长。

盈利预测及投资建议

- 19E-21E 业绩 6.73/7.95/8.91 亿元, 增速 13%/18%/12%, EPS 0.93/1.1/1.23 元, PE 12/10/9 倍, 估值存在修复空间, 维持买入评级。

风险提示

- 极端天气及不安全因素发生; 景区客流持续下滑; 濮院项目推进不达预期; 旅行社业务持续亏损。

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)						
	10,912,042			590.10443									
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	10,327	11,020	12,265	13,318	14,339	15,188	货币资金	913	1,161	1,341	1,228	1,316	1,802
增长率		6.7%	11.3%	8.6%	7.7%	5.9%	应收账款	1,984	2,296	2,436	2,498	2,689	2,849
主营业务成本	-7,871	-8,215	-9,162	-9,906	-10,579	-11,133	存货	431	1,805	2,093	2,171	2,319	2,440
%销售收入	76.2%	74.6%	74.7%	74.4%	73.8%	73.3%	其他流动资产	526	598	668	674	715	748
毛利	2,457	2,804	3,103	3,412	3,759	4,056	流动资产	3,855	5,859	6,538	6,572	7,039	7,838
%销售收入	23.8%	25.4%	25.3%	25.6%	26.2%	26.7%	%总资产	35.2%	45.0%	44.8%	44.6%	45.9%	48.2%
营业税金及附加	-45	-48	-97	-107	-115	-122	长期投资	1,866	1,997	2,187	2,187	2,187	2,187
%销售收入	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	3,666	3,465	4,082	4,203	4,313	4,414
营业费用	-1,142	-1,207	-1,276	-1,398	-1,506	-1,595	%总资产	33.5%	26.6%	28.0%	28.5%	28.1%	27.2%
%销售收入	11.1%	11.0%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%	无形资产	1,141	1,190	1,176	1,183	1,197	1,211
管理费用	-529	-641	-669	-726	-781	-828	非流动资产	7,094	7,162	8,055	8,173	8,298	8,412
%销售收入	5.1%	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	%总资产	64.8%	55.0%	55.2%	55.4%	54.1%	51.8%
息税前利润 (EBIT)	742	908	1,061	1,181	1,358	1,512	资产总计	10,949	13,021	14,594	14,745	15,337	16,250
%销售收入	7.2%	8.2%	8.7%	8.9%	9.5%	10.0%	短期借款	873	1,872	2,457	1,419	675	200
财务费用	-52	-77	-104	-112	-68	-35	应付款项	2,498	2,541	2,967	3,191	3,417	3,604
%销售收入	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.5%	0.2%	其他流动负债	356	564	503	548	604	649
资产减值损失	-7	-3	-46	0	0	0	流动负债	3,727	4,977	5,927	5,157	4,696	4,453
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	367	533	498	498	498	498
投资收益	88	59	132	80	95	107	其他长期负债	146	24	10	10	10	10
%税前利润	8.9%	5.1%	10.6%	5.7%	6.0%	6.2%	负债	4,240	5,534	6,435	5,666	5,205	4,962
营业利润	770	1,145	1,237	1,387	1,577	1,725	普通股股东权益	5,095	5,592	6,120	6,684	7,364	8,132
营业利润率	7.5%	10.4%	10.1%	10.4%	11.0%	11.4%	少数股东权益	1,615	1,895	2,039	2,395	2,769	3,157
营业外收支	213	13	8	3	3	3	负债股东权益合计	10,949	13,021	14,594	14,745	15,337	16,250
税前利润	984	1,158	1,245	1,390	1,580	1,728							
利润率	9.5%	10.5%	10.2%	10.4%	11.0%	11.4%	比率分析						
所得税	-247	-295	-327	-361	-411	-449		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	25.1%	25.5%	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%	每股指标						
净利润	737	863	918	1,029	1,169	1,279	每股收益	0.668	0.790	0.825	0.930	1.098	1.231
少数股东损益	253	291	320	355	374	388	每股净资产	7.038	7.726	8.454	9.235	10.173	11.234
归属于母公司的净利润	484	572	597	673	795	891	每股经营现金净流	1.309	-1.086	0.993	2.006	1.778	1.906
净利率	4.7%	5.2%	4.9%	5.1%	5.5%	5.9%	每股股利	0.400	0.400	0.440	0.150	0.160	0.170
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.49%	10.22%	9.76%	10.07%	10.80%	10.96%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	4.42%	4.39%	4.09%	4.57%	5.18%	5.48%
净利润	737	863	918	1,029	1,169	1,279	投入资本收益率	6.99%	6.84%	7.00%	7.90%	8.84%	9.29%
少数股东损益	253	291	320	355	374	388	增长率						
非现金支出	221	237	298	223	235	246	主营业务收入增长率	-2.36%	6.70%	11.30%	8.59%	7.66%	5.93%
非经营收益	-54	15	-67	57	-21	-63	EBIT增长率	22.57%	22.47%	16.15%	11.35%	14.98%	11.36%
营运资金变动	44	-1,900	-429	143	-96	-82	净利润增长率	63.83%	18.24%	4.50%	12.71%	18.08%	12.06%
经营活动现金净流	947	-786	719	1,452	1,287	1,380	总资产增长率	14.60%	18.92%	12.08%	1.03%	4.02%	5.95%
资本开支	-1,120	-566	-731	-357	-357	-357	资产管理能力						
投资	-191	-69	-164	0	0	0	应收账款周转天数	51.7	56.1	59.8	60.0	60.0	60.0
其他	106	662	2	80	95	107	存货周转天数	22.3	49.7	77.6	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-1,205	27	-893	-277	-262	-250	应付账款周转天数	38.7	41.0	54.4	65.0	65.0	65.0
股权募资	55	15	22	0	0	0	固定资产周转天数	90.6	99.9	103.8	96.2	89.6	84.6
债权募资	414	1,165	549	-1,038	-744	-475	偿债能力						
其他	-127	-166	-309	-251	-193	-169	净负债/股东权益	4.87%	16.62%	19.78%	7.59%	-1.41%	-9.77%
筹资活动现金净流	342	1,015	262	-1,289	-936	-644	EBIT 利息保障倍数	14.2	11.8	10.2	10.5	19.9	42.4
现金净流量	84	257	89	-113	88	485	资产负债率	38.72%	42.50%	44.09%	38.42%	33.93%	30.53%

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	0	1	3	5	30
增持	0	0	0	0	11
中性	0	0	0	1	4
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.00	1.00	1.33	1.48

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-25	买入	20.46	N/A
2	2017-10-30	买入	20.34	N/A
3	2018-01-04	买入	21.47	N/A
4	2018-01-15	买入	22.29	28.00~29.00
5	2018-04-27	买入	20.37	N/A
6	2018-08-24	买入	14.57	N/A
7	2018-10-26	买入	13.82	N/A
8	2019-04-21	买入	17.15	N/A

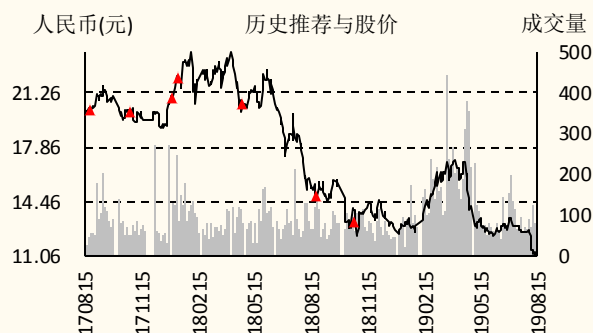
来源：国金证券研究所

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


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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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，不作为或被视为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