

信义山证 汇通天下

证券研究报告

社服/旅游综合

中青旅 (600138.SH)

首次覆盖

报告原因：业绩预告

世园会促进整合营销业务增长，两大景区表现平平

增持

2019年8月16日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年8月15日

收盘价(元):	11.18
年内最高/最低(元):	10.90/17.77
流通 A 股/总股本 (亿):	724/724
流通 A 股市值 (亿):	80.93
总市值 (亿):	80.93

基础数据：2019年6月30日

基本每股收益	0.5280
摊薄每股收益:	0.5280
每股净资产(元):	8.84
净资产收益率:	6.06%

分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件点评

- 公司发布 2019 半年度财务报告，期内营收增速 5.13%，净利润增速 -4.59%。19H1 公司实现营业收入 58.53 亿元(+5.13%)，归母净利润 3.83 亿元，受人工成本及财务费用增加等因素影响，同比下降 5.61%，扣非归母净利润 2.58 亿元 (-15.67%)。其中 19Q2 实现营收 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%)。
- 世园会助力整合营销业务实现营收利润双增长，酒店、IT 销售业务维持高毛利率。19H1 公司整合营销业务实现营收 12.01 亿元 (+10.29%)，净利润 0.21 亿元 (+18.37%)，主要由于中青博联及其子公司参与北京世园会 (2019.4.28-10.7) 筹备接待及后续运营工作，同时参与众多整合营销活动。山水酒店实现营收 2.45 亿元 (+9.75%)，受新开店影响净利润同比下降 14.27%，毛利率 80.13% (-1.96%)；IT 产品销售与技术服务营收 15.28 亿元 (-0.17%) 同比基本持平，毛利率 74.86 (+3.41%)；中青旅大厦继续贡献稳定收入和利润来源，房屋租金营收 0.59 亿元 (+28.17%)
- 乌镇表现平稳，古北水镇客流净利润双跌。19H1 乌镇景区累计接待游客人数 445.98 万人次 (-0.80%)，实现营业收入 8.55 亿元 (+2.60%)，净利润 4.72 亿元，同比基本持平。报告期内乌镇景区继续结构转型，打造“度假一会展一文化”小镇品牌，客单价 192 元 (+3.43%) 有所上升。古北水镇受竞争压力加剧以及交通瓶颈等因素影响，期内共接待游客 100.68 万人次 (-8.81%)，实现营收 4.20 亿元 (-8.04%)，客单价 417 元 (+0.83%)，参股房地产公司投资收益大幅减少，实现净利润 0.54 亿元 (-47.23%) 下降明显。公司与京能集团关于古北水镇 5.1613%股权转让目前已支付项目剩余转让款并完成工商变更登记手续。
- 人工成本增长拖累公司净利润及费用端。19H1 公司归母净利润下降 5.61%，扣非归母净利润下降 15.67%。除研发费用率 (0.07%) 与上年同期 (0.08%) 基本持平，销售费用率 10.85% (+17.20%)、管理费用率 4.81% (+11.10)、财务费用率 0.94% (+32.46%) 均大幅上升，其中财务费用增幅最大，主要由于贷款规模增长所致。
- 投资建议：2019H1 乌镇景区客流、收入微增，古北水镇客流下滑、房地

产收入减少，同时公司整体人力成本上升拖累费用端、影响利润，业绩压力较大。短期来看，世园会业绩带动效应会持续到国庆节后，濮院项目 2020 年有望试营业、促进业绩释放。中长期重点关注与光大集团整合进展，获得内生增长动力以及优质资金资源支持。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.96\0.98\1.13，对应公司 8 月 15 日收盘价 11.18 元，2019-2021 年 PE 分别为 11.59\10.37\9.93，首次覆盖给予“增持”评级。

存在风险

➤ 同行竞争风险；安全事故风险；景区客流下降风险；门票降价风险。

表一：中青旅 2019H1 盈利变化分析

单位：万元

	2019H1	2018H1	同比增长率
营业收入	585,250.59	556,697.42	5.13%
营业成本	439,146.32	420,537.17	4.43%
毛利率	24.96%	24.50%	1.90%
销售费用	63,579.30	51,601.19	23.21%
管理费用	28,125.97	24,081.60	16.79%
研发费用	405.54	428.69	-5.40%
财务费用	5,511.91	3,958.16	39.25%
投资净收益	3,696.27	5,280.30	-30.00%
营业利润	74,558.74	77,302.97	-3.55%
加：营业外收入	633.28	267.45	136.78%
减：营业外支出	203.25	100.3	102.64%
利润总额	74,988.75	77,470.11	-3.20%
减：所得税	18,731.98	18,508.23	1.21%
净利润	56,256.77	58,961.88	-4.59%
减：少数股东损益	18,038.37	18,472.77	-2.35%
归母净利润	38,218.40	40,489.12	-5.61%
扣非归母净利润	25,793.29	30,584.51	-15.67%
EPS	0.5280	0.5594	-5.61%

数据来源：wind，山西证券研究所

表二：中青旅 2019H1 主营业务情况

单位：万元

	营业收入	YOY	毛利率	YOY	占比	YOY
旅游产品服务	196,199.32	6.37%	9.34%	1.10%	33.52%	1.18%
整合营销服务	120,118.47	10.29%	16.09%	1.46%	20.52%	4.91%
酒店业	24,691.12	10.67%	80.13%	-1.96%	4.22%	5.27%
景区经营	83,496.57	6.12%	82.30%	-0.73%	14.27%	0.95%
IT 产品销售与技术服务	152,816.78	-0.17%	9.55%	-1.10%	26.11%	-5.04%

房地产销售	1,980.03	-57.22%	45.13%	7.18%	0.34%	-59.30%
房屋租金	5,948.30	28.17%	74.86%	3.41%	1.02%	21.92%

数据来源：wind，山西证券研究所

表三：中青旅 2019H1 费用率变化情况

	2019H1	2018H1	同比增长率
销售费用率	10.86%	9.27%	17.20%
管理费用率	4.81%	4.33%	11.10%
研发费用率	0.07%	0.08%	-10.02%
财务费用率	0.94%	0.71%	32.46%

数据来源：wind，山西证券研究所

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12265	13246	14173	15165
收入同比(%)	11%	8%	7%	7%
归属母公司净利润	1068	1548	1320	1650
净利润同比(%)	4%	21%	17%	16%
毛利率(%)	25.3%	26.0%	24.5%	24.5%
ROE(%)	11.2%	12.7%	11.9%	12.2%
每股收益(元)	0.83	0.96	0.98	1.13
P/E	13.55	11.59	10.37	9.93
P/B	1.32	1.35	1.34	1.28
EV/EBITDA	7.97	6.72	5.94	5.56

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,538	6,886	7,200	7,463	营业收入	12,265	13,246	14,173	15,165
现金	1,341	1,500	1,500	1,500	营业成本	9,162	9,802	10,700	11,449
应收账款	2,387	2,537	2,613	2,716	营业税金及附加	97	65	76	78
其他应收款	197	197	197	197	销售费用	1,276	1,379	1,415	1,483
预付账款	596	596	596	596	管理费用	669	687	721	735
存货	2,093	2,092	2,092	2,092	财务费用	104	103	103	103
其他流动资产	(76)	(36)	202	362	资产减值损失	46	10	10	10
非流动资产	8,055	8,696	9,456	10,192	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	1,952	2,283	2,384	2,787	投资净收益	132	150	220	200
固定资产	3,488	3,942	4,487	4,679	营业利润	1,237	1,350	1,368	1,507
无形资产	756	706	706	615	营业外收入	12	11	11	11
其他非流动	1,859	1,765	1,880	2,112	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	14,594	15,582	16,656	17,655	利润总额	1,245	1,358	1,376	1,515
流动负债	5,927	7,509	7,925	8,328	所得税	327	340	345	380
短期借款	2,255	1,763	1,672	1,632	净利润	918	1,018	1,032	1,135
应付账款	1,322	1,125	1,275	1,374	少数股东损益	320	320	320	320
其他流动负	2,349	4,621	4,978	5,322	归属母公司净利	597	698	712	815
非流动负债	508	31	32	31	EBITDA	1,338	1,724	1,739	1,875
长期借款	498	498	498	498	EPS (元)	0.83	0.96	0.98	1.13
其他非流动	10	(467)	(466)	(467)					
负债合计	6,435	7,540	7,957	8,359					
少数股东权	2,039	2,057	2,679	2,999					
股本	724	724	724	724					
资本公积	1,753	1,753	1,753	1,753					
留存收益	3,665	3,508	3,543	3,821					
归属母公司股东	6,120	5,985	6,019	6,298					
负债和股东权	14,594	15,582	16,656	17,656					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金	719	896	1,008	1,116	成长能力				
净利润	918	494	572	670	营业收入	11.30%	8.00%	7.00%	7.00%
折旧摊销	252	54	54	54	营业利润	8.01%	11.00%	13.00%	15.00%
财务费用	97	97	100	100	归属于母公司净	4.50%	20.90%	16.80%	15.60%
投资损失	(132)	(150)	(220)	(200)	获利能力				
营运资金变动	(305)	81	182	172	毛利率(%)	25.30%	26.00%	24.51%	24.51%
其他经营现	(111)	320	320	320	净利率(%)	4.87%	16.00%	16.30%	16.80%
投资活动现金	(893)	(359)	(180)	0	ROE(%)	11.25%	12.66%	11.86%	12.21%
资本支出	0	(400)	(400)	(200)	ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
长期投资	(208)	0	0	0	偿债能力				
其他投资现	(685)	41	220	200	资产负债率(%)	44.09%	41.00%	40.00%	38.00%
筹资活动现金	253	242	337	330	净负债比率(%)	48.00%	42.00%	48.00%	30.00%
短期借款	430	430	430	430	流动比率	1.10	1.12	1.29	1.31
长期借款	(35)	40	40	40	速动比率	0.75	0.85	0.87	0.89
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增	0	0	(50)	(50)	总资产周转率	0.89	1.10	1.10	1.10
其他筹资现	(142)	(228)	(83)	(90)	应收账款周转	10.80	10.30	10.30	10.30
现金净增加额	80	779	1,165	1,446	应付账款周转	10.08	10.83	11.81	11.45

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.96	0.98	1.13	P/E	13.5	11.6	11.4	9.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.24	1.39	1.54	P/B	1.3	1.4	1.3	1.3
每股净资产(最新摊薄)	8.45	8.27	8.32	8.70	EV/EBITDA	7.97	6.72	5.94	5.56

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

