

2019年8月16日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目標價(元)

13

公司基本資訊

產業別	休闲服务
A 股价(2019/8/15)	11.18
上证指数(2019/8/15)	2815.80
股價 12 個月高/低	17.77/10.86
總發行股數(百萬)	723.84
A 股數(百萬)	723.84
A 市值(億元)	80.93
主要股東	中国青旅集团有限公司 (17.17%)
每股淨值(元)	8.84
股價/賬面淨值	1.26
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	-11.6 -12.9 -27.5

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2019-05--06	13.07	買入
2019-04-22	17.15	買入
2018-12-03	14.16	買入

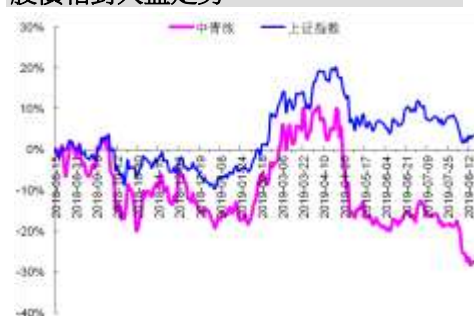
產品組合

旅遊產品服務收入	33.52%
IT 產品銷售與技術服務收入	26.11%
整合營銷服務	20.52%
景區綜合經營收入	14.27%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	9.5%
一般法人	26.4%

股價相對大盤走勢



中青旅(600138.SH)

BUY 買入

景区疲软，会展发力，估值存修复空间

結論與建議：

事件：公司 2019H1 实现营收 58.5 亿，同比增 5.1%，净利润 3.82 亿，同比下降 5.6%，扣非后净利润下降 15.7%，毛利率为 24.96%，同比上升 0.51pct。2Q 实现营收 33 亿，同比增 8.2%，净利润 3.2 亿，同比增 3.92%，扣非后净利润下降 4.5%，毛利率为 25.7%，同比上升 0.2pct。2Q 业绩较 1Q 有所改善，主要受整合营销业务驱动，另外，报告期政府补助 2.49 亿，高于去年同期。

■ 景区业务仍为公司利润主要来源，但从上半年来看，两大景区表现较为疲软。**乌镇**接待游客 445.98 万人次，基本与去年同期持平，实现收入 8.55 亿元，同比增 2.6%，客单价 187.51 元，同比上升 1.16%，净利润 4.72 亿，基本持平。**古北水镇**受京郊同质竞争加剧以及交通瓶颈限制，接待游客 100.68 万人次，同比下降 8.81%，实现收入 4.20 亿元，客单价 417.16 元，同比上升 0.84%，因地产结算受益减少，净利润 6545.08 万，同比下降 47.23%。

■ 非景区业务中，**整合营销业务**受益北京世园会及多项大型活动，实现收入 12.01 亿，同比增 10.29%，净利润 2119.32 万元，同比增 18.37%。**酒店业务**收入 2.47 亿，同比增 10.67%（其中山水酒店收入 2.45 亿，同比增 9.75%），受酒店行业景气影响，山水酒店收入增速放缓，同时由于新店业绩爬坡，净利润 0.14 亿，同比下降 14.27%。此外，其他业务基本表现平稳，旅行社业务同比增 6.4%，策略性投资业务收入基本持平。

■ 费用端，上半年费用率上升 2.2pct 至 16.6%。2Q 费用率为 15.17%，同比上升 2.15pct，主要由于销售费用率上升 1.31pct 影响，应主要为世园会相关人工费用上升所致，预计后期费用投放将趋缓。

■ 展望后市，古北水镇存交通改善的空间，随着目标客群从北京当地游客向周边及全国客群扩大，客流有望改善。从长期来看，商务会展旅客占比提升，客单价增长有望带动景区业绩稳健增长。

■ 综上·维持此前盈利预测·预计 2019-2020 年公司将分别实现净利润 6.37 亿、7.27 亿，EPS 分别为 0.88 元和 1 元，当前股价对应 PE 分别为 13 倍和 11 倍，估值较低，存修复空间，维持买入投资建议。

■ 风险提示：核心景区客流增长不及预期，费用大幅提升，宏观经济下行
..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019F	2020F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	484	572	597	637	727
同比增減	%	63.83	18.24	4.50	6.57	14.26
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.67	0.79	0.83	0.88	1.01
同比增減	%	63.41	17.91	4.47	6.57	14.26
市盈率 (P/E)	X	16.69	14.15	13.55	12.71	11.12
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.10	0.14	0.13	0.15
股息率 (Yield)	%	0.89	0.89	1.25	1.18	1.35

預期報酬(Expected Return；ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER $\geq$ 30%) ; 買入 Buy (30% > ER $\geq$ 10%)
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
 賣出 Sell (-30% < ER $\leq$ -10%) ; 強力賣出 Strong Sell (ER $\leq$ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2016	2017	2018	2018F	2019F
營業收入	10327	11020	12265	13645	15015
經營成本	7871	8215	9162	10165	11141
營業稅金及附加	45	48	97	65	72
銷售費用	1142	1207	1276	1457	1489
管理費用	529	641	669	747	819
財務費用	52	77	104	130	141
資產減值損失	7	3	46	0	72
投資收益	88	59	132	70	100
營業利潤	770	1145	1237	1362	1571
營業外收入	219	20	12	9	9
營業外支出	6	7	3	2	2
利潤總額	984	1158	1245	1368	1579
所得稅	247	295	327	347	395
少數股東損益	253	291	320	385	456
歸屬於母公司所有者的淨利潤	484	572	597	637	727

附二：合并資產負債表

百萬元	2016	2017	2018	2018F	2019F
貨幣資金	913	1161	1341	1478	1853
應收賬款	1557	1829	2189	2627	2890
存貨	431	1805	2093	2260	2373
流動資產合計	3855	5859	6538	7192	7912
長期股權投資	1668	1744	1952	2147	2362
固定資產	2564	3015	3488	3942	4336
在建工程	1060	407	594	743	780
非流動資產合計	7094	7162	8055	8861	9570
資產總計	10949	13021	14594	16053	17481
流動負債合計	3727	4977	5927	6794	7559
非流動負債合計	514	557	508	559	604
負債合計	4240	5534	6435	7353	8163
少數股東權益	1615	1895	2039	2162	2291
股東權益合計	6709	7487	8159	8700	9318
負債及股東權益合計	10949	13021	14594	16053	17481

附三：合并現金流量表

百萬元	2016	2017	2018	2018F	2019F
經營活動產生的現金流量淨額	947	(786)	719	750	826
投資活動產生的現金流量淨額	(1205)	27	(893)	(750)	(601)
籌資活動產生的現金流量淨額	335	1012	253	136	150
現金及現金等價物淨增加額	84	257	89	136	375

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。