

证券研究报告

公司研究——中报点评

中青旅（600138.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2019.5.31

陶伊雪 行业分析师

执业编号：S1500517070002

联系电话：+86 10 83326790

邮箱：taoyixue@cindasc.com

相关研究

《中青旅（600138）：乌镇景区量减价增，房地产业务贡献价值》2019年5月31日

《中青旅（600138.SH）：中国最成功的小镇运营商》2019年1月22日

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

景区业务发展稳定，费用率上涨拖累业绩表现

2019年08月20日

事件：2019年8月16日中青旅发布19年中报，2019年上半年公司实现营业收入58.53亿元，同比增加5.1%；实现归属母公司股东净利润3.82亿元，同比下滑5.6%。基本每股收益0.53元/股，扣除非经常性损益后的基本每股收益0.36元/股。

点评：

➤ **乌镇景区发展稳定。**2019年上半年，乌镇景区累计接待游客人数445.98万人次，与同期基本持平，实现营收8.55亿元，同比增长2.6%，实现净利润4.72亿元，与同期基本持平，客单价约为192元/人。6月乌镇收到桐乡市财政局的政府补贴2.45亿元（18年补贴金额1.94亿元），用于乌镇景区的经营保护及乌镇品牌的宣传推广。上半年乌镇景区经营稳定，补贴金额增加对公司业绩有所贡献，减量增价的经营策略确保了游客在景区的良好体验。我们预计未来乌镇景区接待人数将保持在900~1,000万人的区间内，客单价将有小幅提升。

➤ **古北水镇业绩短期仍有压力，期待景区交通条件改善。**2019年上半年，古北水镇游客接待量100.68万人次，同比下降8.8%，实现营收4.20亿元，同比下降8.0%，因受参股房地产公司投资收益大幅减少影响，古北净利润同比下滑47.2%。客单价表现不俗，约为417元/人，较去年全年389元/人的客单价水平有7.2%的增长。

古北水镇19年上半年游客接待量有所下滑，交通条件是一段时期以来限制古北水镇客流量快速增长的主要原因。目前古北水镇的客源主要以京津冀为主，但景区距离北京、天津城区均较远，对于古北主要客源——散客而言，除自驾外，游客对于公共交通的选择相对较少，且路上时间花费较长，这在一定程度上限制了游客赴古北的游览意愿。然而公司在中报业绩发布会上表示，从北京通往景区的主要火车线路——京郊S5线或将在2020年提速，并增加西直门站点，这将在一定程度上改善古北交通状况，扩大客源市场，增强景区吸引力，从而提升古北未来的游客数量。

➤ **人工成本增加，带动费用率上升。**公司人工成本上升，受此影响2019年上半年公司销售费用、管理费用均有所增加，其中销售费用增加1.4亿，同比增长23.2%，管理费用增加0.4亿，同比增长16.8%，带动公司费用率同比上涨2.3个百分点。

➤ **盈利预测及评级：**公司景区业务整体运行稳健，旅行社业务收入增速加快，整合营销业务持续发力，公司整体品牌影响力持续提升。但古北水镇下半年游客增速仍将承压，交通条件改善尚需时间，公司成本费用增加对业绩仍有影响。因此下调公司盈利预测，我们预计公司19/20/21年将实现营业收入123/133/139亿元，实现归母净利润6.2/8.7/10.5亿元，

对应摊薄 EPS 分别为 0.86/1.21/1.44 元/股。公司目前估值仍具有一定吸引力，维持“买入”评级。

- **风险因素：**核心景区业务增速不及预期；其他业务增长不达预期；政府补贴等政策性风险；宏观经济波动、重大事故发生、恶劣天气影响等其他因素。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	11,020	12,265	12,332	13,264	13,940
增长率 YoY %	6.7%	11.3%	0.5%	7.6%	5.1%
归属母公司净利润(百万元)	572	597	620	872	1,046
增长率 YoY%	18.2%	4.5%	3.9%	40.6%	19.9%
毛利率%	25.4%	25.3%	24.3%	26.2%	27.8%
净资产收益率 ROE%	10.7%	10.2%	9.7%	12.4%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	0.79	0.83	0.86	1.21	1.44
市盈率 P/E(倍)	16	15	14	10	9
市净率 P/B(倍)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 8 月 19 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,859	6,538	7,546	8,686	10,004
货币资金	1,161	1,341	811	1,566	2,626
应收票据	100	49	49	53	56
应收账款	1,829	2,189	2,590	2,786	2,927
预付账款	466	596	1,120	1,174	1,208
存货	1,805	2,093	2,707	2,838	2,918
其他	499	269	269	269	269
非流动资产	7,162	8,055	8,205	8,342	8,489
长期股权投资	1,744	1,952	1,952	1,952	1,952
固定资产(合计)	3,015	3,488	3,751	3,844	3,902
无形资产	775	756	817	858	896
其他	1,628	1,859	1,686	1,688	1,739
资产总计	13,021	14,594	15,751	17,028	18,494
流动负债	4,977	5,927	6,251	6,362	6,416
短期借款	1,824	2,255	2,542	2,477	2,413
应付票据	204	300	306	320	330
应付账款	1,111	1,322	1,347	1,412	1,452
其他	1,838	2,049	2,056	2,152	2,221
非流动负债	557	508	508	508	508
长期借款	533	498	498	498	498
其他	24	10	10	10	10
负债合计	5,534	6,435	6,759	6,870	6,924
少数股东权益	1,895	2,039	2,354	2,758	3,247
归属母公司股东权益	5,592	6,120	6,639	7,400	8,323
负债和股东权益	13,021	14,594	15,751	17,028	18,494

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	11,020	12,265	12,332	13,264	13,940
同比(%)	6.7%	11.3%	0.5%	7.6%	5.1%
归属母公司净利润	572	597	620	872	1,046
同比(%)	18.2%	4.5%	3.9%	40.6%	19.9%
毛利率(%)	25.4%	25.3%	24.3%	26.2%	27.8%
ROE%	10.7%	10.2%	9.7%	12.4%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	0.79	0.83	0.86	1.21	1.44
P/E	16	15	14	10	9
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.8	7.5	7.5	5.8	4.9

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	11,020	12,265	12,332	13,264	13,940
营业成本	8,215	9,162	9,334	9,785	10,063
营业税金及附加	48	97	75	93	91
销售费用	1,207	1,276	1,285	1,284	1,350
管理费用	641	669	680	682	717
研发费用	0	7	7	7	7
财务费用	77	104	123	127	123
减值损失合计	3	46	12	14	18
投资净收益	59	132	106	143	178
其他	259	200	248	209	218
营业利润	1,145	1,237	1,168	1,625	1,967
营业外收支	13	8	78	78	79
利润总额	1,158	1,245	1,247	1,703	2,046
所得税	295	327	312	426	511
净利润	863	918	935	1,277	1,534
少数股东损益	291	320	314	405	488
归属母公司净利润	572	597	620	872	1,046
EBITDA	1,454	1,595	1,614	2,092	2,452
EPS(当年)(元)	0.79	0.83	0.86	1.21	1.44

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-786	719	-306	1,311	1,618
净利润	863	918	935	1,277	1,534
折旧摊销	233	252	260	281	299
财务费用	63	97	108	108	107
投资损失	-59	-132	-106	-143	-178
营运资金变动	-1,900	-429	-1,514	-223	-158
其它	14	13	11	11	14
投资活动现金流	27	-893	-302	-272	-265
资本支出	-566	-731	-408	-415	-443
长期投资	0	252	106	143	178
其他	594	-414	0	0	0
筹资活动现金流	1,012	253	77	-284	-294
吸收投资	15	22	0	0	0
借款	1,165	549	287	-64	-64
支付利息或股息	165	225	209	220	230
现金流净增加额	257	89	-531	756	1,059

研究团队简介

陶伊雪，麦考瑞大学国际贸易与商法硕士，2014 年 12 月就职于信达证券研究开发中心，从事消费行业研究，覆盖酒店、免税、景区、旅游服务等行业。曾获同花顺 iFinD 2018 年休闲服务行业最佳分析师第一名。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。