

002707.SZ

增持

市场价格：人民币 6.72

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29.7	6.3	31.8	26.8
相对深证成指	39.3	16.2	35.4	(8.3)

发行股数(百万)	906
流通股(%)	64
总市值(人民币 百万)	6,090
3个月日均交易额(人民币 百万)	195
净负债比率(%) (2021E)	410
主要股东(%)	
冯滨	29

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券
 以 2021 年 3 月 24 日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

休闲服务:旅游综合

证券分析师：孙昭杨

(8610)66229345

zhaoyang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100001

众信旅游

业务创新谋拓展，静待国门开启时

作为国内首家在 A 股上市的民营旅行社企业，公司核心业务系出境游批发和零售，通过并购和自身发展已经成为国内头部出境游服务商。新冠疫情对公司核心业务影响明显，公司转战国内旅游市场，并布局免税赛道以及与科技巨头合作探索产品分销解决方案。在疫情逐渐受控和国际旅游有望年内恢复的背景下，公司核心业务迎来复苏动力，有望重回疫情前的稳步发展轨道。首次覆盖，给予增持评级。

支撑评级的要点

- **年内入出境旅游有望启动，利好公司核心业务恢复。**中国旅游研究院预测我国入出境旅游有望年内有序开启，出境游人次有望同比增长七成；国际旅行健康证明上线和互认增加，利好在公司营收占比约 90% 的出境游业务的恢复。此外，公司在疫情间在国内挖掘的旅游资源和市场开拓，有望成为公司未来业务的新增长点。
- **疫情期间修内功，布局产业升级。**疫情期间公司不仅布局国内游业务，更加大在产业链上的布局。一方面与国内免税企业签订战略合作协议，谋划入境、出境、离岛、岛内等免税业务；另一方面，公司积极引入科技巨头公司，成立合资企业布局旅游新零售，有利于公司旅游产品 B2B 及 O2O 的发展。
- **布局海南，落子医旅。**公司与海南省旅文厅签署战略合作框架协议，在文旅融合创新、入境入岛旅游、产业投资基金、境内外宣推和目的地营销方面开展全面合作，显示公司对海南旅游在自贸港建设背景下的看好。公司与乐城国际医疗旅游先行区管理局签署战略合作协议，共享乐城品牌和国际化医疗资源，为后续综合性医疗康养旅游产品的设计提供先决条件。

估值

- 当前股本下，预计 2020 至 2021 年每股收益分别为 -1.56 元、0.01 元、0.19 元，市盈率分别为 -4.3 倍、599.4 倍、35.6 倍。

评级面临的主要风险

- 核心业务恢复不及预期，免税业务落地不及预期，行业竞争加剧风险。

投资摘要

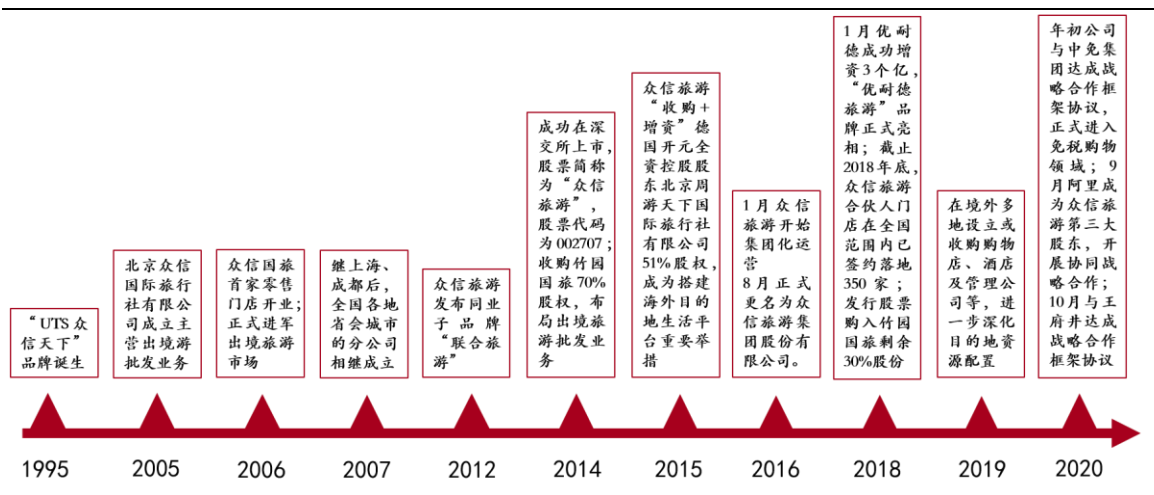
年结日：12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	12,231	12,677	1,613	6,753	12,264
变动(%)	2	4	(87)	319	82
净利润(人民币 百万)	24	69	(1,412)	10	171
全面摊薄每股收益(人民币)	0.026	0.076	(1.558)	0.011	0.189
变动(%)	(90.5)	191.1	(2,158.2)	(100.7)	1,583.9
全面摊薄市盈率(倍)	258.4	88.8	(4.3)	599.4	35.6
价格/每股现金流量(倍)	(2,421.6)	36.2	(4.2)	36.9	6.0
每股现金流量(人民币)	(0.00)	0.19	(1.60)	0.18	1.11
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.4	28.4	(4.9)	34.8	15.2
每股股息(人民币)	0.022	0.000	0.000	0.001	0.038
股息率(%)	0.3	n.a.	n.a.	0.0	0.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

众信旅游：出境游市场有望年内开启，行业龙头有望率先复苏

公司历史发展沿革

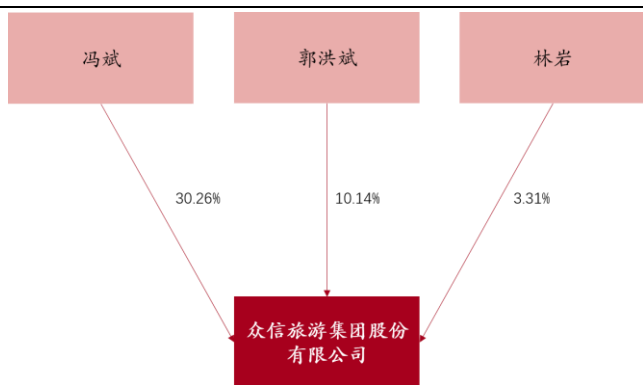
图表 120. 众信旅游历史发展沿革



资料来源：公司公告，中银证券

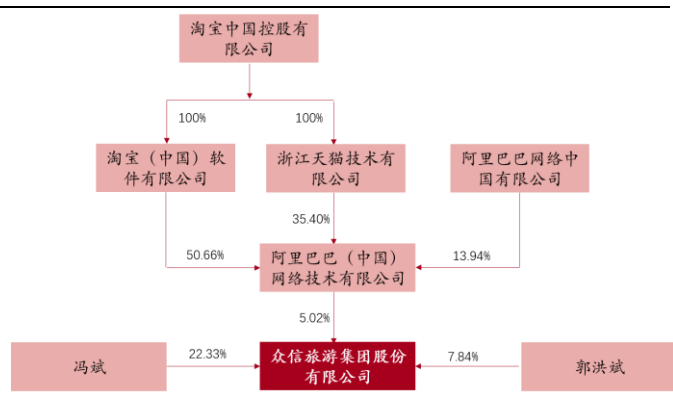
首家登录A股的民营旅行社企业，公司发展顺势而为。1995年“UST 众信天下”品牌成立，2005年，北京众信国旅开始探索出境旅游批发业务。2006年至2017年，众信国旅首家零售门店开业，并相继在全国省会城市成立分公司，谋划全国布局。2014年是众信旅游顺势发展的代表时间点，公司不仅投资逐渐从OTA转型成O2O的悠哉网，更收购出境旅游批发商竹园国旅；此外还成功在深交所上市。OTA发展、出境旅游增长、借力资本市场是旅行社行业重要的发展趋势，众信旅游把握了第一次的顺势而为。2015年至2016年，众信旅游通过收购北京周游天下国旅，搭建海外目的地生活平台，并开始集团化运作。2018年至2019年，众信旅游紧抓O2O的渠道发展趋势，大力发展合伙人门店；此外，发行股份收购竹园国旅剩余30%的股权，并在海外发起对购物店、酒店等资源的收购。这一时期，众信旅游在出境游和海外目的地资源优势尽显，成为顺应境外旅游发展和门店下沉趋势的第二个节点。2020年疫情爆发，众信旅游出境游业务几乎全年停摆，公司先是抓住免税大发展趋势与中免、王府井等免税集团签订战略合作框架，后在转战国内旅游市场的基础上，获得阿里网络的5.02%的持股，加强公司国内旅游业务、渠道拓展、支付系统、管理系统的建设，促成第三次顺势而为。

图表 121. 众信旅游 2020 年以前股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

图表 122. 中心旅游 2020 年以后股权结构



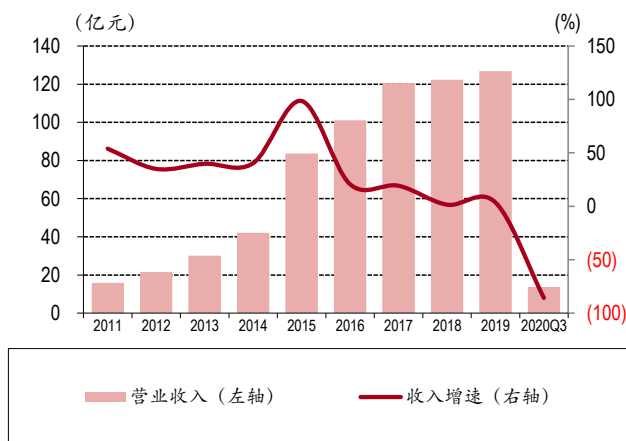
资料来源：公司公告，中银证券

部分股权转让至阿里，寻求协同发展。根据公司公告，众信旅游集团股份有限公司控股股东、实际控制人冯滨先生于2020年9月29日与阿里巴巴（中国）网络技术有限公司签署《股份转让协议》，冯滨先生向阿里网络转让其持有的众信旅游45,470,295股无限售条件流通股，约占众信旅游总股本的5%。本次权益变动后，冯滨先生仍为上市公司的控股股东、实际控制人，阿里网络将直接持有上市公司45,470,295股无限售条件流通股，约占上市公司总股本的5%。为进一步推进公司与阿里巴巴集团之间的战略合作，2020年9月29日，公司与浙江阿里旅行投资有限公司签署了《战略合作框架协议》，阿里旅行是阿里旗下综合旅行服务平台，并拟与阿里旅行共同出资设立合资公司，注册资本人民币1.5亿元，公司与阿里旅行分别各占全部注册资本的45%及55%。拟提高双方在旅游产品领域知名度及竞争力，扩大双方各自产品、服务的市场整体占有率。今年受疫情影响，特别是文旅部暂未放开出境旅游，众信旅游业绩受到冲击，主营业务出境旅游批发和出境旅游零售均受到较大影响，2020年第三季度报告中显示，在报告期内公司营收1.27亿元，同比下降96.66%，净亏损1.36亿，同比下降30倍。在此次权益变动和签署战略合作后，有阿里巴巴集团的协同支持下，其中包括移动互联网的加持再加上飞猪多元化产品和流量优势，有望为众信旅游带来新的恢复动力。

公司经营数据分析

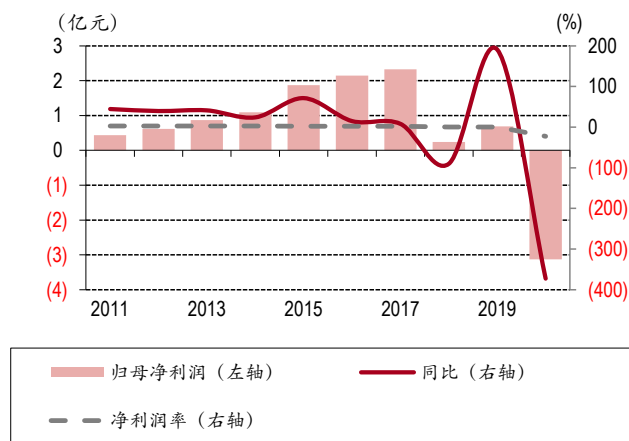
众信旅游营业收入及净利润表现

图表 123. 众信旅游营收及增速情况



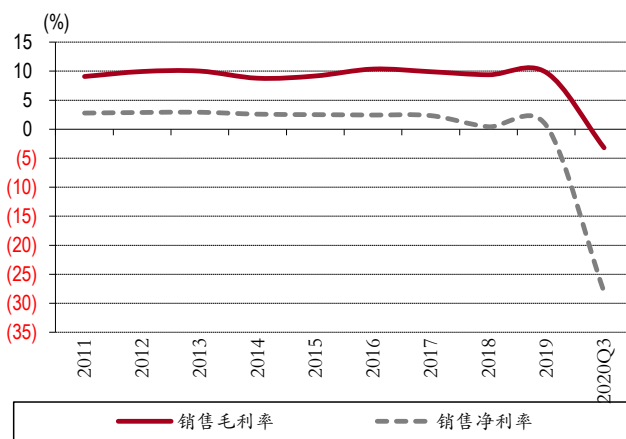
资料来源：公司公告，中银证券

图表 124. 众信旅游归母净利润及利润率情况



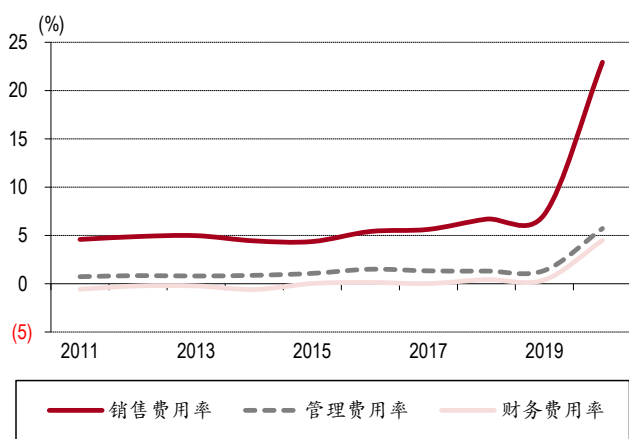
资料来源：公司公告，中银证券

图表 125. 众信旅游销售毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 126. 众信旅游三费占比营收情况



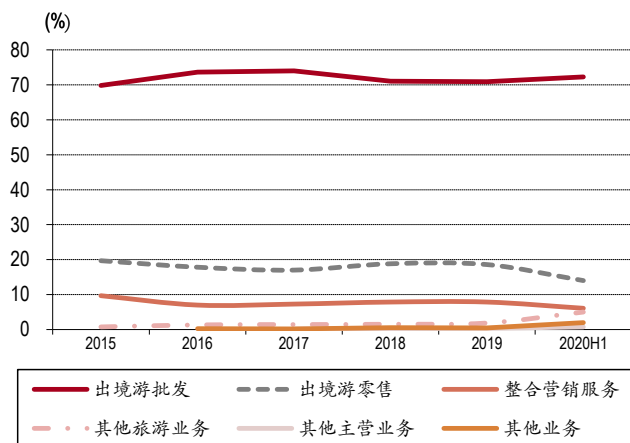
资料来源：公司公告，中银证券

疫情前营收增速出现一定下降，疫情影响公司出境旅游。众信旅游营业收入在疫情前保持 2018 年以前保持较高的增长势头，尤其是 2015 年营收增速达到 98.49%，实现营收 83.70 亿元，可能是 2015 年 3 月公司完成对竹园国旅的并购，并表后大幅增加公司出境旅游批发收入。2018 年，公司营业收入增幅下降至 1.52%，实现营收 122.31 亿元，可能是受到当年萨德事件、泰国普吉岛沉船事件、印尼巴厘岛火山爆发等影响。2020 年新冠疫情爆发，公司出境旅游组团于 1 月 27 日停止发团，截至目前，文旅部仍为放开出境旅游团队及“机+酒”业务。全球疫情对公司出境游业务的影响较大，截至 2020 年第三季度，公司仅实现营收 13.81 亿元，归母净利润亏损 3.13 亿元。

疫情前销售毛利率保持较为稳定水平，销售费用率提升主要系推广宣传所致。2011 年至 2019 年，众信旅游销售毛利率基本稳定在 8.77% 至 10.35% 之间，总体较为平稳；销售净利率在 2018 年以前也基本保持较为稳定的水平，2018 年、2019 年销售净利率仅为 0.41%、0.61%，可能是受到销售费用率、财务费用率提升的影响。2016 年起，公司销售费用率开始逐步攀升，至 2019 年达到 7.91%。2018 年至 2019 年财务费用率也提升至 0.44%、0.41%。销售费用率的提升主要系公司在销售人员薪酬以及宣传推广方面的费用增加所致，财务费用率的增加主要系受到汇兑收益下降以及增加可转债利息费用的影响。

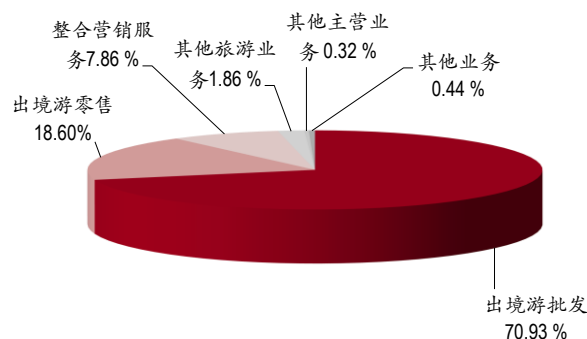
主营业务

图表 127. 众信旅游主营业务收入比例



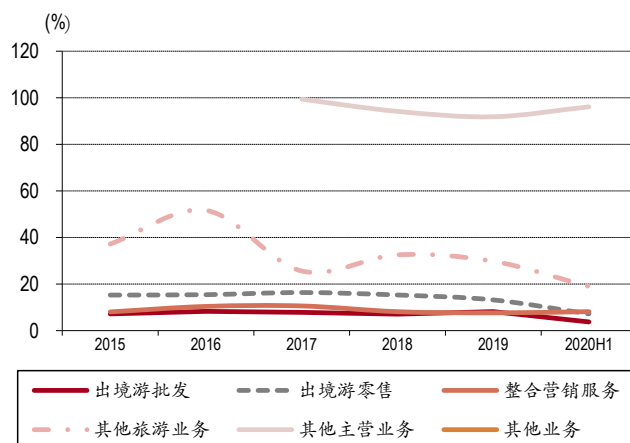
资料来源：公司公告，中银证券

图表 128. 2019 年众信旅游主营业务收入占比



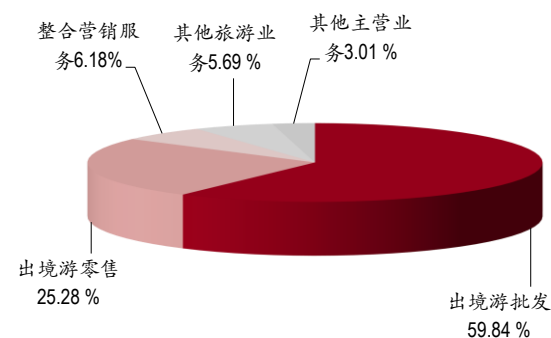
资料来源：公司公告，中银证券

图表 129. 众信旅游主营业务毛利比例



资料来源：公司公告，中银证券

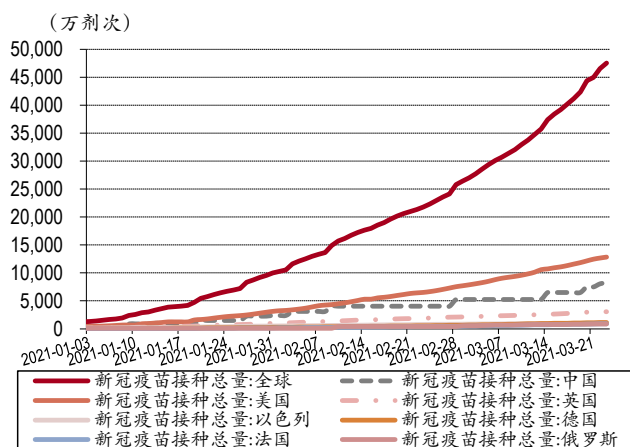
图表 130. 2019 年众信旅游主营业务毛利占比



资料来源：公司公告，中银证券

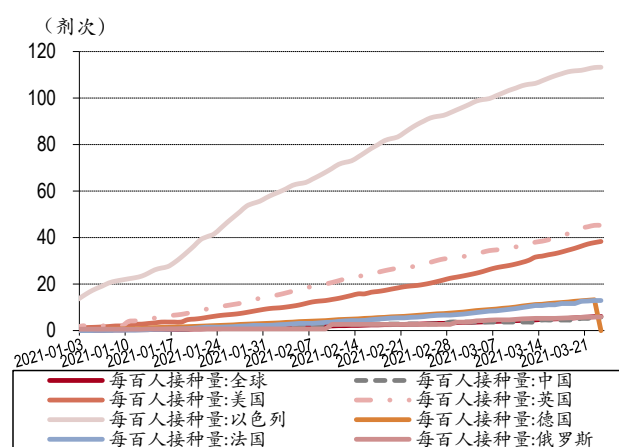
出境游业务营收占比最高，是公司品牌形象塑造的重要元素。2011年公司出境旅游业务收入为12.91亿元，2019年该业务营收提升至113.49亿元，年均复合增速31.23%，业务占比量也维持在79.40%至91.48%之间。其中出境旅游批发业务在收购竹园国旅后营收同比增加明显，2015年公司出境旅游批发业务创造营收38.44亿元，同比增长131.82%，2011年至2019年年均复合增速32.19%，从2015年起，出境旅游批发业务营收占比保持在70%左右。公司出境游零售业务2011年至2019年的年均复合增速达到28.03%，营收占比维持在17.01%至24.05%。业务结构说明公司在国内出境旅游市场的强势地位。公司公告称，近年来，公司批发业务品牌“优耐德旅游”、“全景旅游”继续领跑行业，覆盖国内20个以上出境口岸，自由行、目的地玩乐、当地参团等类型，SKU超过1万个，在海外继续布局地接服务和资源；零售重点项目“零售合伙人门店计划”稳步推进，截至2019年底，实现直营门店数751家，签约门店数量突破1,000家。疫情前，公司品牌优势对出境旅游批发和零售业务的推广和宣传可能具有推动作用。

图表 131. 全球及重要经济体新冠疫苗接种量



资料来源：公司公告，中银证券

图表 132. 全球及重要经济体新冠疫苗每百人接种量



资料来源：公司公告，中银证券

全球及主要经济体疫苗接种量不断提升，国际健康码上线利好公司出境游业务恢复。截至2021年3月25日，全球新冠疫苗接种总量已突破4.7亿剂次，主要经济体中美国的接种总量最高，已接近1.3亿剂次。全球新冠疫苗每百人接种量达超过6剂次，以色列超过113剂次的每百人接种量排在第一。此外，中国版“国际健康证明”正式上线，利好出入境人员的流动和国际旅游的恢复。中国旅游研究院预测今年入出境旅游在下半年有望有序开启，对于公司主营业务占比最高的出境游恢复预计也是较大利好。

传统旅游产品毛利率较低，公司创新旅游产品和服务保持较高毛利率。公司营收占比较高的出境旅游批发和零售业务均属于较为传统的旅行社产品，疫情前批发业务毛利率基本维持在9%左右的水平，零售业务毛利率基本保持在7-8%左右，相对其他业务毛利率较低。毛利率较高的业务为其他旅游业务、其他主营业务，包括国内周边旅游、游学研学、自驾游为代表的主题旅游创新；移民置业业务、货币兑换为代表的其他与境外出行相关的业务。

整合营销业务逐渐完善服务，国内疫情受控后逐步复苏。公司整合营销服务主要涉及商务会奖、公关策划、品牌管理、展览展示、差旅服务、跨境电商等业务。业务营收从2011年的3.02亿元增长至2019年的9.96亿元，年均复合增速16.09%，保持较快的增长。2020年疫情爆发对整合营销业务的影响较大，但在国内疫情受控后，公司开始陆续为客户提供露营、企业团建等活动。在恢复跨省旅游后，公司以亚布力武汉论坛特别峰会为起点，持续为不同客户提供服务。在国内疫情影响相对较小的背景下，商务会展、会奖旅游等需求有望持续恢复，公司整合营销业务有望较快复苏。

应对疫情的转变

深挖资源，转战国内。疫情影响公司出境旅游业务，公司承担部分机票、酒店、当地交通预订等损失，2020H1出境旅游批发业务毛利率仅为4.3%。公司依靠“优耐德旅游”、“全景旅游”以及众信旅游门店，重启国内旅游业务，并根据文旅部放开省内旅游、跨省旅游的节奏，推出自驾游、短途家庭游等不同主题产品。此外，公司顺应旅游需求碎片化趋势，继续发力国内旅游单项产品，重点布局旅游年卡、酒店消费套餐等。

图表 133. 众信旅游与中国中免战略合作框架协议内容

协议项目	具体内容
合作意义	依托中免集团在境内外旅游零售品牌、产品及网络资源优势与众信旅游旅游综合服务优势，积极响应国家关于“一带一路”倡议及“走出去”发展战略，全面整合资源，创新合作机制，稳步推进中国旅游+购物的国际化发展战略，共同打造中国具有全球竞争力的世界一流旅游零售项目。
合作原则	长期、稳定，共同发展，资源互补、合作共赢
主要合作	双方共同在境内外尤其是“一带一路”沿线国家和地区开展“旅游+购物”业务。借助乙方已有基础流量、深耕多年的目的地经验以及对中国消费者旅游购物需求判断，结合中免集团在产品、品牌以及旅游零售运营等多方面优势，共同开发境内外旅游零售业务。
境外合作	在境外，双方可以通过多种合作方式共同开展旅游零售门店的合作。中免集团拥有专业的零售管理能力、优质的品牌合作资源等诸多优势，同时众信可从门店选址、客流、产品类别等多方面为投资及运营提供支持，双方共同支持门店经营，以实现共赢的合作目标。
境内合作	在境内，双方可共同探讨旅游零售业务合作的可能性，众信旅游可凭借自身流量优势、旅行社门店渠道优势与中免集团优势互补，为免税店引流，针对性的输送出境、国内团客及自由行游客客源，协助中免集团国内业务做大做强。

资料来源：公司公告，中银证券

公司与中国中免、王府井等免税持牌企业签订战略框架协议，布局高景气赛道。据公司公告，2020年2月，公司与中免集团签订战略合作框架协议，2020年10月，公司与王府井免税签署战略合作协议。疫情影响及离岛免税新政的实施，离岛免税销售数据亮眼，叠加国际消费回流的大趋势，公司积极与两大免税商促成合作。公司主要依托免税商的牌照以及经营优势，利用自身已有的基础流量、深耕多年目的地经验、旅行社门店渠道为免税店引流，并探讨离境、入境、离岛、市内免税店等业务合作可能。

押注海南大发展，布局医旅先行区。2020年3月，为推进海南国际旅游消费中心建设，公司与海南省旅游和文化广电体育厅签署战略合作框架协议，在总部经济、文旅融合创新、入境入岛旅游、产业投资基金、境内外宣推和目的地市场营销等领域进行全面合作。2020年8月，公司与海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区管理局签署战略合作协议，双方共享乐城品牌和国际化医疗资源，创新综合性医疗康养旅游产品。

图表 134. 众信旅游与阿里旅行战略合作框架协议内容

协议项目	具体内容
产品供给	双方同意在产品方面展开合作，互相给予支持。公司同意在产品方面给予阿里旅行包括但不限于平台分销、采购价格、结算、优先供应、独家代理等各方面政策的支持。
渠道和品牌	双方同意探索和推进“旅游线下新零售”商业模式，在渠道端探讨品牌联合及规划。将在双方均同意的地区尝试开设试点门店，并依据门店的实施、成型及综合收益优先的原则确定下一步的发展规划以及品牌联合。
大数据技术	双方坚守国家监管机构相关法律规定，利用双方资源优势，结合大数据技术，为促进旅游行业稳步发展、不断提高旅游消费者体验，持续提供更多更具价值的创新产品。
支付系统	为提高公司线上支付水平及资金使用效率，阿里旅行同意为公司在支付系统方面提供方案支持。阿里旅行同意为公司在内控管理、销售及采购支付、资金结算等方面，提供系统解决方案的支持。

资料来源：公司公告，中银证券

携手阿里，创新旅游产品分销解决方案。2020年12月，公司实际控制人与阿里网络完成5.02%股权的过户登记，2020年11月公司持股45%、阿里持股55%的“杭州阿信网络”科技有限公司完成工商登记。阿里通过受让公司股份并合资成立新公司有望增强未来双方在多个方面的合作，同时也在一定程度上缓解了公司在疫情期间的现金流压力。与阿里旅行未来的合作也可能将公司B2B旅游产品分销的能力提升，阿里在技术以及大数据方面的优势有望提升公司未来拓展2C业务的空间。

盈利预测、相对估值及投资建议

图表 135. 众信旅游营业收入与毛利率预测

	2020E	2021E	2022E
出境游批发			
收入 (百万元)	899.17	4,405.95	8,679.73
Yoy(%)	(90.00)	390.00	97.00
成本 (百万元)	862.78	4,055.05	7,907.35
yoy(%)	(89.55)	370.00	95.00
毛利率(%)	4.05	7.96	8.90
出境游零售			
收入 (百万元)	212.18	1,082.12	2,164.23
yoy(%)	(91.00)	410.00	100.00
成本 (百万元)	202.59	968.36	1,864.10
yoy(%)	(90.10)	378.00	92.50
毛利率(%)	4.52	10.51	13.87
整合营销服务			
收入 (百万元)	298.83	896.50	986.15
yoy(%)	(70.00)	200.00	10.00
成本 (百万元)	285.15	832.64	912.49
yoy(%)	(69.00)	192.00	9.59
毛利率	4.58	7.12	7.47
其他旅游业务			
收入 (百万元)	129.62	274.79	329.75
yoy(%)	(45.00)	112.00	20.00
成本 (百万元)	104.32	213.86	252.35
yoy(%)	(37.00)	105.00	18.00
毛利率(%)	19.52	22.17	23.47
其他主营业务			
收入 (百万元)	23.95	38.33	45.99
yoy(%)	(41.06)	60.00	20.00
成本 (百万元)	1.33	1.86	2.11
yoy(%)	(60.00)	40.00	13.00
毛利率(%)	94.44	95.13	95.42
其他业务			
收入 (百万元)	49.64	55.59	58.37
yoy(%)	(10.00)	12.00	5.00
营业收入合计 (百万元)	1,613.39	6,753.28	12,264.22
yoy(%)	(87.27)	318.58	81.60
综合毛利率(%)	6.67	9.27	10.33

资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测与相对估值

我们预计众信旅游2020年至2022年营收分别为16.13亿元、67.53亿元、122.64亿元，分别同比变化-87.27%、318.58%、81.60%；归母净利润在2020年预计亏损14.12元，2021至2022年预计扭亏盈利0.07亿元、1.33亿元；当前股本下，预计每股收益分别为-1.56元、0.01元、0.19元，市盈率分别为-4.3倍、599.4倍、35.6倍。

投资建议

新冠疫苗接种量持续提升，国际健康码有望被多国互认，受限的跨境人员流动有望逐步恢复。中国旅游研究院和世界旅游城市联合会对中国和全球国际旅游在年内恢复给出乐观的预测。我国出境旅游虽然近年来增速有所放缓，但考虑高基数的出游人群，仍将保持较为稳定的增长。众信旅游是国内头部出境旅游批发商和零售商，国际旅游的有序开启有利公司主营业务的恢复。疫情中，众信旅游不仅深挖国内旅游资源，更与国内知名免税企业签订战略合作协议，在免税赛道进行布局。此外，与阿里成立合资公司发展旅游产品新零售，将有可能推动公司 O2O 及 B2B2C 发展。新冠疫情对出境旅行社的影响较大，推动了一些实力较弱、产品创新不足的旅行社的出清，行业集中度可能得到提升。因此，在抗住疫情带来的诸多不利影响后，众信旅游有望迎来核心业务的逐步复苏，使公司重回有序发展的轨道。首次覆盖，给予增持评级。

图表 136. 众信旅游可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	最新股价(元)	总市值(亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)			评级
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
岭南控股	002035.SZ	7.94	53.21	(0.33)	0.43	0.47	(23.9)	18.6	16.8	增持
众信旅游	002707.SZ	6.72	60.90	(1.56)	0.01	0.19	(4.3)	599.4	35.6	增持
凯撒旅业	000796.SZ	10.18	81.75	(0.31)	0.30	0.60	(32.9)	34.0	17.0	未有评级
可比公司均值							(20.4)	217.4	23.2	
众信旅游	002707.SZ	6.72	60.90	(1.56)	0.01	0.19	(4.3)	599.4	35.6	增持

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 3 月 24 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

风险提示

核心业务恢复不及预期

虽然疫苗接种进度不断加快，国际旅游有望年内启动；但疫情或出现反复可能影响国际旅游的恢复进程，进而影响公司出境游批发、零售业务的恢复速度。

免税业务落地不及预期

公司已与国内知名免税商签订战略合作框架协议，但目前尚未真正落地免税业务，免税业务的开展情况可能不及预期。

行业竞争加剧风险

出境旅游已暂停一年有余，虽旅行社数量有一定出清，但能坚持下来的旅行社均实力不凡，可能会增加行业的竞争。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	12,231	12,677	1,613	6,753	12,264
销售成本	(11,036)	(11,397)	(1,506)	(6,129)	(11,002)
经营费用	(1,046)	(1,064)	(1,712)	(395)	(784)
息税折旧前利润	149	216	(1,604)	230	478
折旧及摊销	(50)	(60)	(57)	(64)	(62)
经营利润 (息税前利润)	100	156	(1,661)	165	416
净利息收入/(费用)	(37)	(33)	(122)	(187)	(186)
其他收益/(损失)	42	11	19	41	44
税前利润	88	116	(1,775)	13	259
所得税	(39)	(39)	0	(1)	(65)
少数股东权益	26	9	(362)	1	23
净利润	24	69	(1,412)	10	171
核心净利润	25	68	(1,412)	13	177
每股收益 (人民币)	0.026	0.076	(1.558)	0.011	0.189
核心每股收益 (人民币)	0.027	0.075	(1.558)	0.014	0.195
每股股息 (人民币)	0.022	0.000	0.000	0.001	0.038
收入增长(%)	2	4	(87)	319	82
息税前利润增长(%)	(71)	57	(1,164)	(110)	152
息税折旧前利润增长(%)	(61)	45	(842)	(114)	108
每股收益增长(%)	(90)	191	(2,158)	(101)	1,584
核心每股收益增长(%)	(90)	176	(2,175)	(101)	1,315

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	88	116	(1,775)	13	259
折旧与摊销	50	60	57	64	62
净利息费用	53	51	132	194	201
运营资本变动	(223)	(46)	(160)	(321)	444
税金	(13)	(30)	0	(1)	(65)
其他经营现金流	43	16	298	217	106
经营活动产生的现金流	(3)	168	(1,447)	165	1,008
购买固定资产净值	94	77	59	91	100
投资减少/增加	146	(49)	0	15	18
其他投资现金流	(847)	(200)	(104)	(190)	(200)
投资活动产生的现金流	(606)	(173)	(45)	(84)	(82)
净增权益	(20)	0	0	(1)	(34)
净增债务	243	179	867	527	(250)
支付股息	20	0	0	1	34
其他融资现金流	(82)	(133)	(242)	(195)	(235)
融资活动产生的现金流	162	45	625	333	(485)
现金变动	(447)	41	(867)	414	441
期初现金	1,367	925	993	126	540
公司自由现金流	(609)	(5)	(1,492)	81	926
权益自由现金流	(312)	225	(492)	802	877

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	925	993	126	540	981
应收帐款	601	664	501	1,375	579
库存	3	7	6	1	8
其他流动资产	913	1,003	293	728	1,104
流动资产总计	2,940	3,152	1,323	3,254	3,134
固定资产	128	223	256	298	356
无形资产	107	88	68	64	56
其他长期资产	303	1,144	755	560	418
长期资产总计	537	1,455	1,079	922	830
总资产	5,339	5,706	3,489	5,259	5,031
应付帐款	681	704	74	777	690
短期债务	863	1,028	1,785	2,242	2,175
其他流动负债	753	853	227	797	762
流动负债总计	2,298	2,585	2,087	3,815	3,626
长期借款	523	560	692	759	566
其他长期负债	80	79	120	85	79
股本	906	906	906	906	906
储备	1,326	1,385	(27)	(18)	119
股东权益	2,232	2,291	879	888	1,025
少数股东权益	159	73	(289)	(288)	(265)
总负债及权益	5,339	5,706	3,489	5,259	5,031
每股帐面价值 (人民币)	2.46	2.53	0.97	0.98	1.13
每股有形资产 (人民币)	2.35	2.43	0.89	0.91	1.07
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.06)	0.05	1.98	2.10	1.32

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	1.2	1.7	(99.4)	3.4	3.9
息税前利润率(%)	0.8	1.2	(102.9)	2.4	3.4
税前利润率(%)	0.7	0.9	(110.0)	0.2	2.1
净利率(%)	0.2	0.5	(87.5)	0.2	1.4
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	0.6	0.9	0.9
利息覆盖率(倍)	1.4	1.8	(12.7)	0.9	2.0
净权益负债率(%)	18.9	24.0	398.8	410.0	231.4
速动比率(倍)	1.3	1.2	0.6	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	258.4	88.8	(4.3)	599.4	35.6
核心业务市盈率(倍)	247.0	89.5	(4.3)	486.8	34.4
市净率(倍)	2.7	2.7	6.9	6.9	5.9
价格/现金流(倍)	(2,421.6)	36.2	(4.2)	36.9	6.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.4	28.4	(4.9)	34.8	15.2
周转率					
存货周转天数	0.1	0.1	1.5	0.2	0.2
应收帐款周转天数	17.5	18.2	131.8	50.7	29.1
应付帐款周转天数	20.7	19.9	88.0	23.0	21.8
回报率					
股息支付率(%)	85.8	0.0	n.a.	10.0	20.0
净资产收益率(%)	1.1	3.0	(89.1)	1.2	17.9
资产收益率(%)	1.1	1.9	(36.1)	3.4	6.1
已运用资本收益率(%)	0.2	0.4	(9.9)	0.1	1.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测