



黄山旅游 (600054)

投资评级:增持

报告日期: 20160415



主要数据	
总股本(百万股)	498.20
A股股本(百万股)	342.20
B/H股股本(百万股)	156/0
总市值(亿元)	128.9
A股流通比例(%)	23.6
第一大股东	黄山旅游集团有限公司
第一大股东持股比例	39.69
12个月最高/最低(元)	26.97/18.49

华安证券大消费研究组

分析师: 洪叶

021-60956105

hy_hazq@126.com

S0010516040001

业绩超预期 发展思路逐渐积极

主要观点:

□ 公司发布 15 年年报, 业绩略高于预期。

发布 2015 年年报, 报告期内, 黄山旅游全年实现营业收入 166462.23 万元, 同比增长 11.73%, 归属于上市公司股东的净利润 29579.08 万元, 同比增长 41.36%。黄山旅游拟每 10 转 5 股派 1.8 元, 业绩增速略高于我们之前 37.5% 的预期。

客流方面, 2015 年, 公司接待游客 318.28 万人, 同比增长 7.10%, 对应门票收入 2.8 亿元, 同比增长 6.31%。客流增长主要得益于京福高铁 7 月 1 日开通; 索道方面, 乘索人数 575.42 万人次, 同比增长 9.00%, 其中三、四季度分别同比增长 17% 和 2.34%。由于玉屏索道自去年 6 月 16 日完成改造重新开业, 重开后运力提升 (从 1,500 人/小时增至 2,400 人/小时) 并实现票价上调 (淡季 65 旺季 80 提升至淡季 75 旺季 90)。酒店餐饮和旅行社收入分别同比增长 11.80% 和 6.24%; 齐云府一期结算, 带来地产收入较上年同期增长 38.93%。

公司综合毛利率 50.24%, 同比增长 1.11 个百分点。期间费用率同比下降 2.13%, 销售费用率为 1.32%, 较上年同期微增 0.17 个百分点; 由于归还银行债务、短融利率低等因素, 管理费用率、财务费用率分别为 16.63%、1.34%, 同比下降了 1% 和 1.28%。

□ 自上而下定位资源运作平台, 管理层换届内外积极变化可期。

1) 上市公司成为黄山市乃至安徽省旅游资源的运作平台, 是安徽省和黄山市对公司的定位。去年市层面召开黄山风景区改革发展座谈会, 提出公司要把旅游与徽文化、乡村旅游、生态等优质资源结合起来, 发展新兴旅游业态; 要走出去, 在景区托管、资产收购、资源开发等方面做文章; 积极搭建股票融资平台、产业基金平台、资产整合平台, 实现资本裂变式发展。同时, 皖江国际旅游文化示范区是国家战略, 黄山作为核心, 公司作为龙头大概率参与相关重点项目, 迈出外延扩张步伐。

2) 公司逐渐积极, 外延扩张可期。a. 16 年 1 月董事长和总裁变更, 管理层思路或发生积极变化。新人总裁张德辉同时担任黄山文化产业投资基金总经理, 或借助资本市场拓展发展思路。集团公司规划未来 5 年收入翻番, 黄山旅游向综合性业务拓展, 由内生增长向外延扩张转变; b. 公司或整合周边景区资源, 尤其是一些古镇、古村落等, 现已引入战略投资者祥源控股。公司或借此向休闲游转型, 结合景区资源打造周边游古镇。公司或通过引入合作方, 投资开发市内景区, 或结合山下酒店, 打造休闲游古镇。更重要的是, 中国最大的国际养生度假项目落地黄山, 若上市公司能够参与其中, 将打开未来想象空间; c. 徽商故里饭店是目前公司“走下山, 走出去”的重点, 已在全国拥有 7 家门店, 探索可复制形式进行扩张, 徽菜板块营收目前已破亿元。

3) 国企改革初见端倪, 未来可持续跟踪改革进度。公司自 14 年起重新梳理主业, 并进行了 7 项改革: 目前已在考核制度、投融资、分配制度等多方面进行了改革并初见成效。未来不排除在子公司层面推进混改

或激励，如徽商故里等，以及通过改革推动周围景区资源的整合。



投资评级与盈利预测

预计 16-18 年 EPS0.78/0.94/1.11 元，16 年动态 PE27 倍。高铁通车和索道重开带来业绩改善，管理思路新变化致使外延扩展、转型、国改可期。另，公司持有华安证券 1 亿股，将受益于华安上市。给予公司“增持”评级。

风险提示

客流增速不达预期；外延扩张具有不确定性； OTA 冲击

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。