

高铁红利初现，Q1 收入增速环比改善显著 增持（维持）

2019 年 04 月 27 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,621	1,679	1,763	1,864
同比（%）	-9.1%	3.6%	5.0%	5.7%
净利润（百万元）	583	404	430	463
同比（%）	40.7%	-30.6%	6.3%	7.8%
每股收益（元/股）	0.80	0.55	0.59	0.64
P/E（倍）	14.06	19.77	18.59	17.25

事件

公司发布 2019 年一季报，19 年 Q1 实现营收 2.64 亿元（+7.8%），归母净利 0.24 亿元（-69.77%），扣非净利 0.24 亿元（-26.67%）。

投资要点

■ 交通红利初显，收入增速环比改善，投资收益高基数致归母净利大幅下降。

19 年 Q1 实现营收 2.64 亿元（+7.8%），营收增速相比 18Q1-Q4 的 -9.8%、-3.7%、-14.1%、-7.7%有显著改善，18 年底通车的杭黄高铁带来的客流红利初步显现，对冲门票降价带来的营收压力。归母净利 0.24 亿元（-69.77%），归母净利大幅下降，主要系上年同期处置部分华安证券股票增加投资收益致使基数过高。扣非净利 0.24 亿元（-26.67%）。

■ 毛利率基本持平，营销投入力度不减，管理提效。19 Q1 毛利率

43.09%(-0.01pct)，与上年同期基本持平；销售费用率 7.74%(+2.63pct)，主要系公司加大营销活动所致；管理费用率 19.80%(-0.99pct)，管理效率提升；财务费用率 -1.02% (-1.06pct)，主要系利息收入增加所致。投资收益 -227 万，较 18Q1 的 6156 万大幅下降，主要由于去年同期处置华安证券股票获得收益。在执行新金融工具准则后，处置华安证券股票的收益将不再计入当期损益。

■ 杭黄高铁助力客流增长，改造投入持续，长期关注资源整合。杭黄高铁开

通助力客流增长，19 年计划接待进山人数 350 万人（+3.55%）；黄山景区改造持续，提升产品品质，一季度末在建工程 6274 万元，较期初增长 55.73%，主要由于北海宾馆环境整治改造项目、狮林精舍改造项目等投入增加；长期关注黄山景区外延发展。

■ 盈利预测：预计 19-21 年归母净利 4.04、4.30、4.63 亿元，同比增速为 -30.6%、6.3%、7.8%，EPS 为 0.55、0.59、0.64 元，对应 PE 为 20、19、17 倍。

■ 风险提示：天气恶劣、宏观经济波动的风险。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	10.96
一年最低/最高价	8.46/13.39
市净率（倍）	1.92
流通 A 股市值（百万元）	5625.77

基础数据

每股净资产（元）	5.70
资产负债率（%）	8.15
总股本（百万股）	729.38
流通 A 股（百万股）	513.30

相关研究

- 1、《黄山旅游（600054）：18 年业绩平稳，期待外延扩张、转型升级》2019-04-15
- 2、《黄山旅游（600054）：上半年客流承压，期待杭黄高铁拉动增长》2018-08-27
- 3、《黄山旅游：交通红利叠加战略转型，期待外延内生双驱动 -20180412》2018-04-13

表 1: 核心数据拆分表

单位: 百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	271.69	454.17	591.59	466.46	245.10	437.17	508.12	430.56	264.22
yoy	-9.9%	5.5%	17.7%	7.3%	-9.8%	-3.7%	-14.1%	-7.7%	7.8%
归母净利润	46.73	140.27	155.30	71.76	77.96	140.89	201.99	161.66	23.57
yoy	-19.1%	19.5%	2.9%	175.9%	66.8%	0.4%	30.1%	125.3%	-69.8%
扣非净利润	44.26	147.50	154.57	-0.12	32.14	128.49	172.67	8.76	23.57
yoy	-24.1%	27.0%	2.9%	-103.9%	-27.4%	-12.9%	11.7%	-7642.8%	-26.7%
毛利率	45.7%	57.5%	51.1%	46.3%	43.1%	59.3%	62.0%	45.9%	43.1%
期间费用率	19.6%	11.4%	14.2%	30.8%	25.9%	17.1%	13.7%	38.4%	26.5%
其中: 销售费用率	1.3%	1.0%	0.8%	3.1%	5.1%	5.8%	4.0%	11.8%	7.7%
管理费用率	18.4%	10.6%	13.3%	28.4%	20.8%	11.2%	9.1%	27.0%	19.8%
财务费用率	-0.1%	-0.2%	0.0%	-0.7%	0.0%	0.1%	0.6%	-0.4%	-1.0%
归母净利率	17.2%	30.9%	26.3%	15.4%	31.8%	32.2%	39.8%	37.5%	8.9%
ROE	1.13	3.45	3.78	1.72	1.88	3.44	4.93	3.92	0.57
pct	-0.79	-0.40	-1.03	1.01	0.75	-0.01	1.15	2.20	-1.31
资产负债率	17.08	19.00	17.34	12.04	9.98	12.58	10.25	10.11	8.15
pct	-5.23	-5.10	-3.35	-6.07	-7.10	-6.42	-7.09	-1.93	-1.83
存货	792.85	808.88	725.18	22.22	23.54	23.66	23.22	25.81	24.35
较上年同比增减	27.20	38.58	-52.20	-761.89	-769.30	-785.22	-701.96	3.58	0.81
存货周转天数	481.03	420.95	323.35	164.81	14.77	13.01	12.02	11.63	15.01
较上年同比增减	68.94	41.37	-33.88	-174.01	-466.26	-407.94	-311.33	-153.18	0.24
应收账款	31.60	48.59	52.10	62.41	52.65	60.82	68.25	57.67	62.57
较上年同比增减	-12.89	-12.24	-0.47	23.16	21.05	12.23	16.16	-4.74	9.92
应收账款周转天数	11.73	10.89	9.36	10.26	21.12	16.26	14.82	13.34	20.48
较上年同比增减	-2.73	-3.03	-2.12	0.37	9.39	5.36	5.46	3.08	-0.65
应付账款及应付票据	90.09	74.54	68.96	99.66	68.16	60.93	83.39	89.96	79.06
较上年同比增减	-59.74	-58.90	-52.65	-33.30	-21.93	-13.61	14.43	-9.70	10.90
预收账款	246.67	299.67	243.37	20.02	18.18	31.46	31.87	25.00	15.24
较上年同比增减	165.93	202.01	113.82	-156.77	-228.50	-268.22	-211.51	4.97	-2.94
经营性现金流净额	50.09	247.11	474.31	611.39	(22.68)	162.74	414.73	457.62	(54.77)
较上年同比增减	-5.24	0.55	0.31	0.26	-1.45	-0.34	-0.13	-0.25	1.41
筹资性现金流净额	0.00	(56.32)	(161.26)	(163.22)	(17.32)	(72.62)	(225.85)	(347.75)	(24.20)
较上年同比增减	-1.00	0.53	0.18	-0.61	#DIV/0!	0.29	0.40	1.13	0.40

数据来源: wind, 东吴证券研究所

黄山旅游三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2237	2674	2944	3479	营业收入	1621	1679	1763	1864
现金	1785	1390	2345	2180	减:营业成本	743	765	790	821
应收账款	58	55	67	61	营业税金及附加	27	24	26	27
存货	26	46	19	51	财务费用	109	105	107	110
其他流动资产	368	1183	513	1187	管理费用	263	259	264	270
非流动资产	2467	2488	2437	2457	财务费用	2	2	2	2
长期股权投资	36	54	74	93	资产减值损失	-19	0	4	5
固定资产	1643	1604	1579	1560	加:投资净收益	307	56	46	36
在建工程	40	28	19	14	其他收益	3	9	9	9
无形资产	183	194	208	226	营业利润	825	589	626	673
其他非流动资产	564	609	556	564	加:营业外净收支	-9	-8	-8	-8
资产总计	4703	5162	5381	5936	利润总额	815	581	618	665
流动负债	406	516	385	540	减:所得税费用	210	150	159	171
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	23	27	29	31
应付账款	90	107	96	116	归属母公司净利润	583	404	430	463
其他流动负债	316	409	290	424	EBIT	810	576	612	659
非流动负债	69	103	91	94	EBITDA	967	735	781	804
长期借款	3	2	1	1	重要财务与估值指				
其他非流动负债	67	101	90	93	标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	475	619	476	634	每股收益(元)	0.78	0.55	0.59	0.64
少数股东权益	145	172	201	231	每股净资产(元)	5.46	5.99	6.45	6.95
归属母公司股东权益	4082	4370	4704	5071	发行在外股份(百万				
负债和股东权益	4703	5162	5381	5936	股)	747	729	729	729
					ROIC(%)	14.6%	9.7%	9.6%	9.6%
					ROE(%)	14.3%	9.5%	9.3%	9.3%
					毛利率(%)	54.1%	54.4%	55.2%	55.9%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	35.9%	24.1%	24.4%	24.9%
经营活动现金流	458	-164	1118	54	资产负债率(%)	10.1%	12.0%	8.9%	10.7%
投资活动现金流	1016	-113	-63	-121	收入增长率(%)	-9.1%	3.6%	5.0%	5.7%
筹资活动现金流	-348	-118	-99	-99	净利润增长率(%)	40.7%	-30.6%	6.3%	7.8%
现金净增加额	1126	-395	956	-166	P/E	14.06	19.77	18.59	17.25
折旧和摊销	157	159	169	146	P/B	2.01	1.83	1.70	1.58
资本开支	90	-106	-35	-11	EV/EBITDA	6.60	9.27	7.53	7.55
营运资本变动	19	-722	554	-546					

数据来源: 贝格, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>