



黄山旅游（600054）：营收表现稳健，关注旅游业务战略升级

2019年10月29日

推荐/维持

黄山旅游 公司报告

报告摘要：

事件：公司发布2019年三季报，2019年前三季度公司实现营收12.4亿元/+4.08%，归母净利润3.36亿元/-20.16%，扣非归母净利润3.2亿元/-3.9%，基本每股收益0.4582元/-18.67%。

前三季度营收端预计受客流支撑，Q3费用拖累业绩。受益2018年9月黄山景区旺季门票降价刺激需求增长（由230元降至190元），及2018年底杭黄高铁彻底贯通浙西至皖南地区，预计Q3单季黄山景区客流将延续上半年增速（9.6%），对公司营收形成有效支撑。去年同期高基数背景下，受景区承载瓶颈限制，十一长假黄山景区客流同比下降10.3%，我们预计全年客流情况与公司年报中给出的2019年指引相近（350万人次/+3.55%）。公司Q3单季度费用端略有增长，其中管理费用同比上升3.7pct.，一定程度拖累业绩。国有景区门票二次降价风险仍存，但高铁通车带来的景区交通条件改善将有效抵消部分影响。

全域旅游升级稳步推进。公司三季度在建工程环比Q2增加84.50%，主要系花山谜窟景区、排云楼宾馆、北海宾馆改造投入增加所致，其中花山谜窟项目是黄山旅游“一山一水一村一窟”战略的重要组成部分，报告期内已正式开始建设。另外，公司持续通过“旅游+”战略延伸旅游产业链，“旅游+新零售”首批店面已经完成内部装饰，玉屏店已开始运营，“旅游+电商”尝试“黄山智慧旅游官方平台”数字化运营等。旅游消费升级背景下，公司积极推进全域旅游布局，坚持“走下山，走出去”的战略方向，培育开拓新增长点。

投资建议：考虑到门票降价及高铁通车效应，年内景区客流预计将有效支撑营收，公司全域旅游布局持续推进中，中长线仍有成长空间。我们预计公司2019-2021年实现营业收入17.29、18.06、18.90亿元；归母净利润分别为3.88、4.24、4.46亿元，EPS分别为0.53、0.58、0.61元，对应PE为16.97X、15.53X、14.77X。维持“推荐”评级。

风险提示：1、门票降价；2、客流增速、外延项目不及预期

财务指标预测

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,783.91 | 1,620.95 | 1,729.02 | 1,805.97 | 1,890.20 |
| 增长率(%) | 6.86% | -9.13% | 6.67% | 4.45% | 4.66% |
| 净利润(百万元) | 438.43 | 605.13 | 405.78 | 441.59 | 462.46 |
| 增长率(%) | 16.87% | 38.02% | -32.94% | 8.82% | 4.73% |
| 净资产收益率(%) | 10.00% | 14.27% | 9.04% | 9.33% | 9.26% |
| 每股收益(元) | 0.55 | 0.78 | 0.53 | 0.58 | 0.61 |
| PE | 16.40 | 11.56 | 16.97 | 15.53 | 14.77 |
| PB | 1.63 | 1.65 | 1.53 | 1.45 | 1.37 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

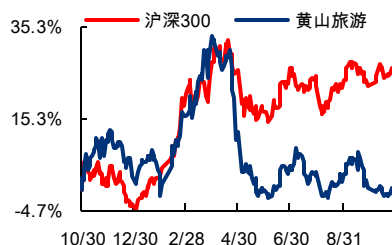
公司简介：

公司所依托的黄山风景区是世界文化与自然双遗产，旅游与文化双IP，属于资源垄断性旅游企业，业务范围涵盖了景区管理、酒店、索道、旅行社等领域，被誉为“中国第一只完整意义的旅游概念股”。

交易数据

| | |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间(元) | 9.02-8.9 |
| 总市值(亿元) | 65.79 |
| 流通市值(亿元) | 46.3 |
| 总股本/流通A股(万股) | 72938/51330 |
| 流通B股/H股(万股) | 21608/ |
| 52周日均换手率 | 0.66 |

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

研究助理：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

研究助理：陈欣怡

010-66554013

chenxy_yjs@dxzq.net.cn

附表: 公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位: 百万元 | | | | | 利润表 | 单位: 百万元 | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产合计 | 2233 | 2237 | 2521 | 2748 | 2997 | 营业收入 | 1784 | 1621 | 1729 | 1806 | 1890 |
| 货币资金 | 659 | 1785 | 1898 | 2115 | 2354 | 营业成本 | 881 | 743 | 894 | 913 | 959 |
| 应收账款 | 62 | 58 | 57 | 59 | 62 | 营业税金及附加 | 36 | 27 | 31 | 33 | 34 |
| 其他应收款 | 637 | 32 | 34 | 36 | 38 | 营业费用 | 28 | 109 | 26 | 27 | 28 |
| 预付款项 | 22 | 17 | 22 | 26 | 31 | 管理费用 | 310 | 263 | 280 | 289 | 299 |
| 存货 | 22 | 26 | 29 | 30 | 32 | 财务费用 | -5 | 2 | -10 | -11 | -13 |
| 其他流动资产 | 830 | 319 | 481 | 481 | 481 | 资产减值损失 | 25.72 | -19.18 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 非流动资产合计 | 2545 | 2467 | 2562 | 2610 | 2649 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 11 | 36 | 39 | 42 | 45 | 投资净收益 | 87.88 | 306.50 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 固定资产 | 1689.20 | 1643.10 | 1617.59 | 1580.50 | 1535.26 | 营业利润 | 605 | 825 | 552 | 601 | 628 |
| 无形资产 | 71 | 183 | 174 | 165 | 157 | 营业外收入 | 4.04 | 2.00 | 4.00 | 4.00 | 5.00 |
| 其他非流动资产 | 8 | 10 | 6 | 6 | 6 | 营业外支出 | 11.01 | 11.46 | 8.00 | 8.00 | 8.00 |
| 资产总计 | 4778 | 4703 | 5083 | 5357 | 5647 | 利润总额 | 598 | 815 | 548 | 597 | 625 |
| 流动负债合计 | 403 | 406 | 427 | 429 | 434 | 所得税 | 159 | 210 | 143 | 155 | 162 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 438 | 605 | 406 | 442 | 462 |
| 应付账款 | 100 | 90 | 98 | 100 | 105 | 少数股东损益 | 24 | 23 | 18 | 18 | 17 |
| 预收款项 | 20 | 25 | 25 | 25 | 25 | 归属母公司净利润 | 414 | 583 | 388 | 424 | 445 |
| 一年内到期的非流动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 739 | 958 | 692 | 748 | 777 |
| 非流动负债合计 | 172 | 69 | 69 | 69 | 69 | EPS (元) | 0.55 | 0.78 | 0.53 | 0.58 | 0.61 |
| 长期借款 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 负债合计 | 575 | 475 | 497 | 499 | 504 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 64 | 145 | 163 | 181 | 198 | 营业收入增长 | 6.86% | -9.13% | 6.67% | 4.45% | 4.66% |
| 实收资本 (或股本) | 747 | 747 | 729 | 729 | 729 | 营业利润增长 | 19.16% | 36.38% | -33.02% | 8.76% | 4.53% |
| 资本公积 | 502 | 503 | 503 | 503 | 503 | 归属于母公司净利 | -33.43% | 9.23% | -33.43% | 9.23% | 5.16% |
| 未分配利润 | 2072 | 2447 | 2370 | 2285 | 2196 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 4139 | 4082 | 4288 | 4542 | 4809 | 毛利率 (%) | 50.63% | 54.14% | 48.28% | 49.46% | 49.26% |
| 负债和所有者权益 | 4778 | 4703 | 5083 | 5357 | 5647 | 净利率 (%) | 24.58% | 37.33% | 23.47% | 24.45% | 24.47% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润 (%) | | | | | |
| 单位: 百万元 | | | | | | ROE (%) | | | | | |
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营活动现金流 | 611 | 458 | 345 | 544 | 567 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 438 | 605 | 406 | 442 | 462 | 资产负债率 (%) | 12% | 10% | 10% | 9% | 9% |
| 折旧摊销 | 138.64 | 131.42 | 149.81 | 149.67 | 154.02 | 流动比率 | 5.54 | 5.51 | 5.90 | 6.40 | 6.90 |
| 财务费用 | -5 | 2 | -10 | -11 | -13 | 速动比率 | 5.49 | 5.44 | 5.83 | 6.33 | 6.83 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | 1 | -3 | -3 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.36 | 0.34 | 0.35 | 0.35 | 0.34 |
| 投资活动现金流 | -821 | 1016 | -208 | -168 | -163 | 应收账款周转率 | 35 | 27 | 30 | 31 | 31 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 15.34 | 17.10 | 18.40 | 18.24 | 18.43 |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | -147 | -103 | -103 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 投资收益 | 88 | 307 | 50 | 50 | 50 | 每股收益 (最新摊) | 0.55 | 0.78 | 0.53 | 0.58 | 0.61 |
| 筹资活动现金流 | -163 | -348 | -24 | -158 | -165 | 每股净现金流 (最新) | -0.50 | 1.51 | 0.15 | 0.30 | 0.33 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 (最新摊) | 5.54 | 5.46 | 5.88 | 6.23 | 6.59 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | -18 | 0 | 0 | P/E | 16.40 | 11.56 | 16.97 | 15.53 | 14.77 |
| 资本公积增加 | 158 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 1.63 | 1.65 | 1.53 | 1.45 | 1.37 |
| 现金净增加额 | -373 | 1126 | 113 | 217 | 239 | EV/EBITDA | 8.24 | 5.18 | 3.95 | 5.97 | 5.44 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|------|---|------------|
| 公司 | 《黄山旅游（600054）：高铁通车带动客流增长，全域旅游积极推进》 | 2019-08-27 |
| 公司 | 《黄山旅游（600054.SH）：客流增长平稳，关注高铁通车及外延扩张》 | 2019-04-18 |
| 公司 | 《黄山旅游（600054.SH）：客流下滑致营收下降，期待交通改善带来新增量》 | 2018-08-28 |
| 公司 | 《黄山旅游（600054.SH）：业绩稳中有升，外延扩张打开增长空间》 | 2017-08-25 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士, 2016年1月加盟东兴证券研究所, 从事社会服务行业研究, 重点专注于餐饮旅游、免税及教育领域研究。

研究助理简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士, 法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所, 一年港股大消费及港股策略研究经验, 目前专注于教育、餐饮、人力资源等消费服务行业研究。

陈欣怡

北京航空航天大学金融学硕士, 2019年5月加盟东兴证券研究所, 从事社会服务行业研究, 重点专注于餐饮旅游领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。