

黄山旅游 (600054)

证券研究报告
2019年11月06日

内生改造&外延投资并举营收增长稳健, 18Q3 投资收益高基数致归母净利下滑 20.2%

事件: 公司公告 2019 年三季报, 19Q1-Q3 实现营收 12.39 亿元, 同比增长 4.1%; 归母净利润 3.36 亿元, 同比减少 20.2%, 系 18 年同期处置部分华安证券股票获高额投资收益, 归母净利高基数所致; 扣非后归母净利为 3.20 亿元, 同比减少 3.9%; EPS 为 0.46 元; 其中, 19Q3 实现营收 5.10 亿元, 同比微增 0.5% (Q1/Q2 同比增速分别为 7.8%/6.2%), 归母净利 1.68 亿元, 同比减少 16.9% (Q1/Q2 同比增速分别为 -69.8%/2.6%)。

高毛利业务拉动毛利率上行, 期间费用率上升拖累归母净利率下滑。 19Q1-Q3 公司整体销售毛利率为 57.3%, 同比微升 0.2pct, 或受索道业务毛利率提升拉动。公司期间费用率为 18.6%, 同比上升 1.1pct; 其中销售费用率为 5.7%, 同比上升 0.8pct; 管理费用率为 13.7%, 同比上升 1.4pct; 财务费用率为 -0.8%, 同比下降 1.1pct, 主要系本期银行活期存款利息收入增加及借款蓝城小镇取得利息收入所致。19Q1-Q3 归母净利率 27.1%, 同比下滑 8.2pct, 系期间费用率上升、18 年同期确认 1.16 亿大额投资收益致 18 年高基数所致。

内生改造提高景区质量, 外延投资优势旅游项目。 内生方面, 景区门票降价倒逼各景区优化景区环境、提升景区质量。外延方面, 7 月 1 日公司公告, 与黄山赛富基金签署《合格收购框架协议》, 推进黄山赛富基金对旅游类项目的投资, 并明确退出路径安排, 《协议》将鼓励基金对于优质旅游项目的投资, 发挥其项目优势、投资优势、资本优势以及人才优势, 助力公司把握旅游文化产业并购整合机会, 储备和培育新的战略发展项目。

交通改善客流量有望提振。 杭黄高铁于 19 年 1 月 5 日正式开通, 串联杭州市与黄山市, 输送旅客量可观, 19 年暑运期间共输送旅客 213.1 万人次, 日均输送 3.44 万。杭黄高铁的开通有效向黄山景区输送长三角高消费客流, 改善公司淡旺季差异, 19Q1/19Q2 公司分别接待进山游客 59.17/103.23 万人, 同比增长 6.3%/11.6%。

维持“买入”评级。 公司背靠优质自然景区资源, 在通达性不断提升及外延扩张持续推进背景下, 公司景区资源稀缺性凸显, “内生+外延”增长动力强劲, 受门票价格下调影响, 公司业绩短期内略有承压, 出于谨慎性考虑, 将 19-21 年净利润从 4.11/4.48/4.75 调整至 3.96/4.28/4.43 亿元, 对应 PE 为 17X/15X/15X, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 杭黄高铁导流不及预期, 景区门票价格下调

投资评级

行业	休闲服务/景点
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	9.04 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	513.30
流通 A 股股本(百万股)	513.30
A 股总市值(百万元)	4,640.23
流通 A 股市值(百万元)	4,640.23
每股净资产(元)	5.95
资产负债率(%)	9.41
一年内最高/最低(元)	12.20/8.66

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《黄山旅游-首次覆盖报告:政策落地高铁开通, 客流回暖带动龙头转型加速!》 2019-01-23
- 《黄山旅游-公司点评:合作黄山机场增加航班班次, 实现短途+长途客源市场全方位开拓》 2017-10-16
- 《黄山旅游-半年报点评:毛利率提升致业绩增长 6.75%, 景区扩容打开成长空间》 2017-08-27

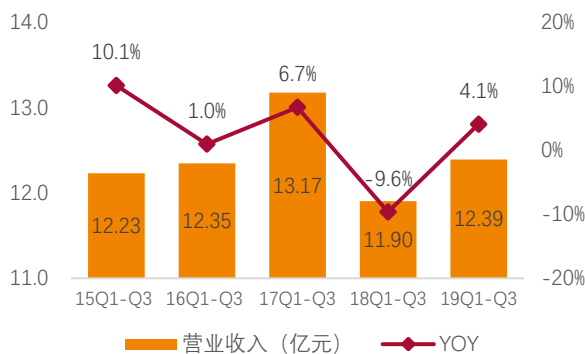
财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,783.91	1,620.95	1,736.44	1,872.77	2,019.51
增长率(%)	6.86	(9.13)	7.12	7.85	7.84
EBITDA(百万元)	731.22	935.68	661.05	704.52	722.62
净利润(百万元)	414.06	582.51	396.44	427.62	443.46
增长率(%)	17.60	40.68	(31.94)	7.87	3.70
EPS(元/股)	0.57	0.80	0.54	0.59	0.61
市盈率(P/E)	15.92	11.32	16.63	15.42	14.87
市净率(P/B)	1.59	1.62	1.53	1.43	1.34
市销率(P/S)	3.70	4.07	3.80	3.52	3.26
EV/EBITDA	12.75	5.15	7.53	6.68	5.23

资料来源: wind, 天风证券研究所



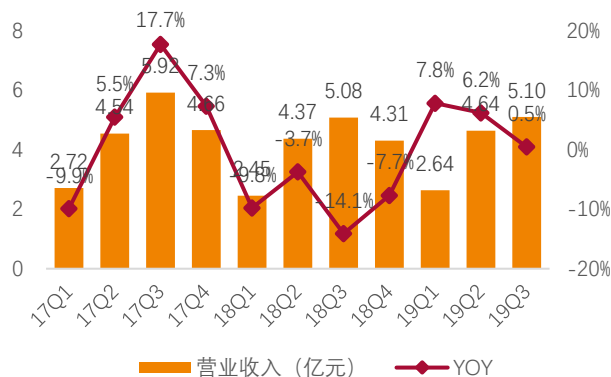
事件：公司公告 2019 年三季报，19Q1-Q3 实现营收 12.39 亿元，同比增长 4.1%；归母净利润 3.36 亿元，同比减少 20.2%，系 18 年同期处置部分华安证券股票获高额投资收益，归母净利润高基数所致；扣非后归母净利润为 3.20 亿元，同比减少 3.9%；EPS 为 0.46 元；其中，19Q3 实现营收 5.10 亿元，同比微增 0.5%（Q1/Q2 同比增速分别为 7.8%/6.2%），归母净利润 1.68 亿元，同比减少 16.9%（Q1/Q2 同比增速分别为 -69.8%/2.6%）。

图 1：19Q1-Q3 营收同比增长 4.1%



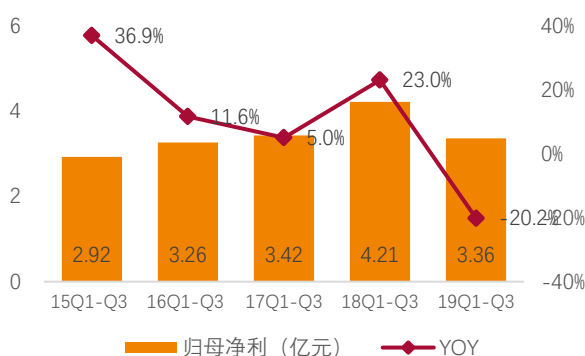
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：19Q3 营收增速环比下滑



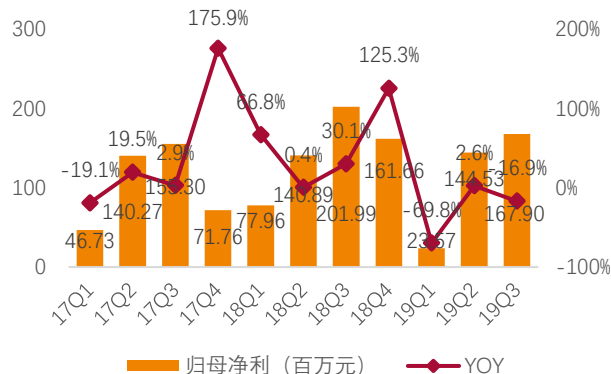
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：18 年高基数背景下，19Q1-Q3 归母净利润同比下降 20.2%



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：19Q3 归母净利润同比下降 16.9%

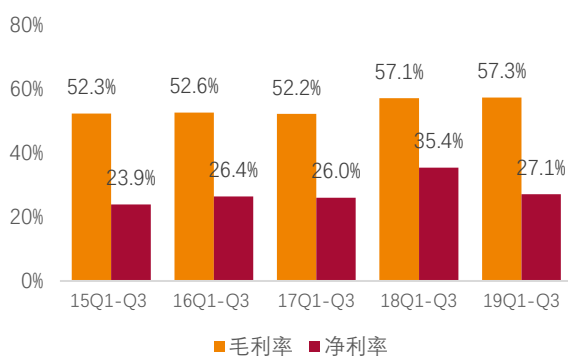


资料来源：公司公告、天风证券研究所

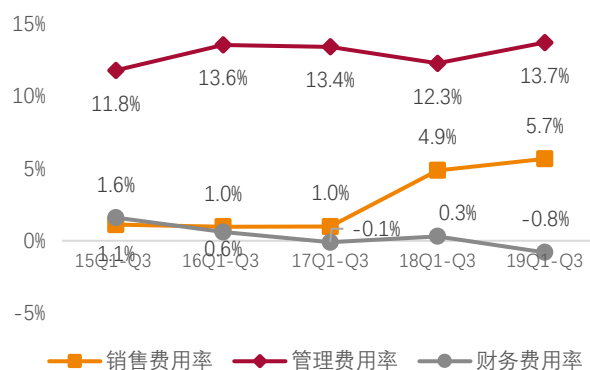
高毛利业务拉动毛利率上行，期间费用率上升拖累归母净利率下滑。19Q1-Q3 公司整体销售毛利率为 57.3%，同比微升 0.2pct，或受索道业务毛利率提升拉动。公司期间费用率为 18.6%，同比上升 1.1pct；其中销售费用率为 5.7%，同比上升 0.8pct；管理费用率为 13.7%，同比上升 1.4pct；财务费用率为 -0.8%，同比下降 1.1pct，主要系本期银行活期存款利息收入增加及借款蓝城小镇取得利息收入所致。19Q1-Q3 归母净利率 27.1%，同比下滑 8.2pct，系期间费用率上升、18 年同期确认 1.16 亿大额投资收益致 18 年高基数所致。

图 5：高毛利业务拉动毛利率上行

图 6：销售费用率、管理费用率上升



资料来源：公司公告、天风证券研究所



资料来源：公司公告、天风证券研究所

内生改造提高景区质量，外延投资优势旅游项目。内生方面，景区门票降价倒逼各景区优化景区环境、提升景区质量，公司持续推进玉屏区域供水改造项目、北海宾馆环境综合整治项目、天海环境综合整治、北海污水处理站等基础设施项目的实施，提升景区吸引力。外延方面，7月1日公司公告，与黄山赛富基金签署《合格收购框架协议》，推进黄山赛富基金对旅游类项目的投资，并明确退出路径安排，《协议》将鼓励基金对于优质旅游项目的投资，发挥其项目优势、投资优势、资本优势以及人才优势，助力公司把握旅游文化产业并购整合机会，储备和培育新的战略发展项目。同时，公司公告对全资子公司花山谜窟公司增资4亿元，增资前后持股比例均为100%，用于补充花山谜窟现金流，进行景区提升工程项目建设，并偿还部分债务。发展花山谜窟为公司“一山一水一村一窟”发展战略的重要组成部分，本次增资将全面提升花山谜窟景区品质，提升景区吸引力，推进旅游产品转型升级。

交通改善客流量有望提振。杭黄高铁于19年1月5日正式开通，串联杭州市与黄山市，输送旅客量可观，19年暑运期间共输送旅客213.1万人次，日均输送3.44万。杭黄高铁的开通有效向黄山景区输送长三角高消费客流，改善公司淡旺季差异，19Q1/19Q2公司分别接待进山游客59.17/103.23万人，同比增长6.3%/11.6%。我们认为黄山景区旺季Q3增速或不及Q1/Q2，主要原因有：①Q3旺季本身基数高；②受阴雨天气影响，中秋期间接待游客3.61万人，同比下降8.0%，但预计仍维持在稳定水平，全年接待客流350万人，同比增长3.6%的目标仍有望达到。

维持“买入”评级。公司背靠优质自然景区资源，在通达性不断提升及外延扩张持续推进背景下，公司景区资源稀缺性凸显，“内生+外延”增长动力强劲，受门票价格下调影响，公司业绩短期内略有承压，出于谨慎性考虑，将19-21年净利润从4.11/4.48/4.75调整至3.96/4.28/4.43亿元，对应PE为17X/15X/15X，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	659.18	1,785.01	1,257.00	1,577.85	2,540.99	营业收入	1,783.91	1,620.95	1,736.44	1,872.77	2,019.51
应收票据及应收账款	62.41	57.67	50.02	8.26	9.55	营业成本	880.66	743.38	854.10	954.43	1,067.08
预付账款	21.93	17.06	26.50	22.11	32.80	营业税金及附加	35.58	27.39	29.34	31.64	34.12
存货	22.22	25.81	789.16	615.42	336.75	营业费用	27.51	108.98	78.14	79.69	84.82
其他	1,467.32	351.21	835.83	735.79	887.69	管理费用	309.74	262.63	293.60	315.08	336.15
流动资产合计	2,233.06	2,236.76	2,958.52	2,959.44	3,807.78	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	11.05	35.91	35.91	35.91	35.91	财务费用	(4.73)	1.78	(5.40)	(5.03)	(7.31)
固定资产	1,689.20	1,643.10	1,596.75	1,563.55	1,525.24	资产减值损失	25.72	(19.18)	5.00	5.00	5.00
在建工程	24.09	40.29	60.17	84.10	80.46	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	70.74	182.95	174.62	166.29	157.96	投资净收益	87.88	306.50	90.00	120.00	130.00
其他	750.24	564.31	534.27	502.50	488.91	其他	(183.18)	(635.22)	(180.00)	(240.00)	(260.00)
非流动资产合计	2,545.32	2,466.56	2,401.72	2,352.35	2,288.49	营业利润	604.72	824.69	571.66	611.96	629.66
资产总计	4,778.38	4,703.32	5,360.24	5,311.79	6,096.27	营业外收入	4.04	2.00	5.57	8.00	10.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	11.01	11.46	10.08	10.85	10.80
应付票据及应付账款	99.66	89.96	167.65	93.49	201.84	利润总额	597.75	815.24	567.14	609.11	628.86
其他	303.18	316.15	522.67	275.86	616.90	所得税	159.32	210.10	149.20	159.86	164.18
流动负债合计	402.84	406.10	690.32	369.35	818.74	净利润	438.43	605.13	417.94	449.25	464.68
长期借款	2.62	2.62	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	24.37	22.62	21.50	21.63	21.22
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	414.06	582.51	396.44	427.62	443.46
其他	169.74	66.72	183.98	140.15	130.28	每股收益(元)	0.57	0.80	0.54	0.59	0.61
非流动负债合计	172.36	69.34	183.98	140.15	130.28						
负债合计	575.20	475.45	874.30	509.49	949.02	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	64.20	145.38	166.88	188.51	209.72	成长能力					
股本	747.30	747.30	729.38	729.38	729.38	营业收入	6.86%	-9.13%	7.12%	7.85%	7.84%
资本公积	502.34	502.52	502.52	502.52	502.52	营业利润	19.16%	36.38%	-30.68%	7.05%	2.89%
留存收益	2,922.27	3,325.62	3,589.68	3,884.41	4,208.15	归属于母公司净利润	17.60%	40.68%	-31.94%	7.87%	3.70%
其他	(32.93)	(492.94)	(502.52)	(502.52)	(502.52)	获利能力					
股东权益合计	4,203.18	4,227.87	4,485.94	4,802.30	5,147.25	毛利率	50.63%	54.14%	50.81%	49.04%	47.16%
负债和股东权益总	4,778.38	4,703.32	5,360.24	5,311.79	6,096.27	净利率	23.21%	35.94%	22.83%	22.83%	21.96%
						ROE	10.00%	14.27%	9.18%	9.27%	8.98%
						ROIC	24.03%	21.94%	22.09%	16.57%	16.85%
						偿债能力					
						资产负债率	12.04%	10.11%	16.31%	9.59%	15.57%
						净负债率	-15.62%	-42.16%	-28.02%	-32.86%	-49.37%
						流动比率	5.54	5.51	4.29	8.01	4.65
						速动比率	5.49	5.44	3.14	6.35	4.24
						营运能力					
						应收账款周转率	35.08	27.00	32.25	64.26	226.75
						存货周转率	4.42	67.49	4.26	2.67	4.24
						总资产周转率	0.36	0.34	0.35	0.35	0.35
						每股指标(元)					
						每股收益	0.57	0.80	0.54	0.59	0.61
						每股经营现金流	0.84	0.63	-0.55	0.56	1.36
						每股净资产	5.67	5.60	5.92	6.33	6.77
						估值比率					
						市盈率	15.92	11.32	16.63	15.42	14.87
						市净率	1.59	1.62	1.53	1.43	1.34
						EV/EBITDA	12.75	5.15	7.53	6.68	5.23
						EV/EBIT	15.73	5.99	8.79	7.76	6.08

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	438.43	605.13	396.44	427.62	443.46
折旧摊销	159.30	156.74	94.80	97.60	100.28
财务费用	(8.06)	(2.13)	(5.40)	(5.03)	(7.31)
投资损失	(87.88)	(306.50)	(90.00)	(120.00)	(130.00)
营运资金变动	(854.18)	450.96	(818.25)	(13.11)	567.91
其它	963.77	(446.58)	21.50	21.63	21.22
经营活动现金流	611.39	457.62	(400.92)	408.71	995.55
资本支出	230.08	349.10	(57.26)	123.84	59.86
长期投资	2.13	24.86	0.00	0.00	0.00
其他	(1,053.01)	642.02	87.26	(83.84)	20.14
投资活动现金流	(820.80)	1,015.98	30.00	40.00	80.00
债权融资	2.62	2.62	0.00	0.00	0.00
股权融资	(244.70)	(420.50)	18.83	45.96	48.24
其他	78.86	70.12	(175.92)	(173.82)	(160.65)
筹资活动现金流	(163.22)	(347.75)	(157.09)	(127.86)	(112.41)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(372.64)	1,125.85	(528.01)	320.85	963.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com