

主营业务表现稳定，关注公司战略升级

——黄山旅游 (600054.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆主营业务稳定，净利降 16.88%，受去年同期投资收益高基数影响

2019 年前三季度，公司实现营收 12.39 亿元(+4.08%)，归母净利润 3.36 亿元(-20.16%)，扣非归母净利润 3.20 亿元(-3.9%)，基本每股收益 0.46(-18.67%)。其中，Q3 单季实现营收 5.10 亿元(+0.47%)，归母净利润 1.68 亿(-16.88%)，扣非归母净利润 1.57 亿元(-9.02%)。营收与归母净利润变化的差异主要是由于本期管理费用大幅上涨。Q3 毛利率 61.9%(-0.15pct)，管理费用率 12.82%(+3.69pct)，销售费用率 4.51%(+0.51pct)，财务费用率 -0.85%(-1.44pct)。

◆客流增加，预计全年客流小幅增长

今年 1-8 月，黄山风景区接待游客 243.9 万人次，同比增长 9.5%；十一期间，黄山旅游接待游客 17 万，同比下降 11.53%，综合预计全年客流小幅增长。客流的增长一方面是因为黄杭高铁通车后方便了旅客出行，扩充了客源；另一方面是门票价格下调（自 2018 年 9 月起，旺季（3 月 1 日至 11 月 30 日）门票价格由 230 元/人下调至 190 元/人）吸引力更多游客。

◆加大投资，外延改造稳步推进

围绕“一山一水一村一窟”的战略，公司第三季度的在建工程同比提升 417.97%，主要用于花山谜窟景区提升建设、排云楼宾馆改造项目及北海宾馆环境整治改造项目提升。这一战略有助于推动企业摆脱对门票收入的过分依赖，吸收客流，促进消费者进行景区二次消费。推动公司向“观光、休闲、度假复合型景区”转变。

◆**盈利预测：**虽然景区票价下调对于公司盈利影响较大，但客流的增加仍有望给予营收以一定支撑。我们维持盈利预测，预计公司 2019、2020、2021 年 EPS 分别为 0.53、0.57、0.61 元，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**客流增速不及预期，宏观经济风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,784	1,621	1,700	1,783	1,869
营业收入增长率	6.86%	-9.13%	4.88%	4.88%	9.97%
净利润(百万元)	414	583	395	423	455
净利润增长率	17.60%	40.68%	-32.12%	7.08%	7.39%
EPS(元)	0.55	0.78	0.53	0.57	0.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.00%	14.27%	8.78%	8.87%	9.00%
P/E	16	12	17	16	15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 6 日

增持 (维持)

分析师

谢宁铃 (执业证书编号：S0930512060002)
021-52523873
xienl@ebsec.com

陈彦彤 (执业证书编号：S0930518070002)
021-52523689
chenyt@ebsec.com

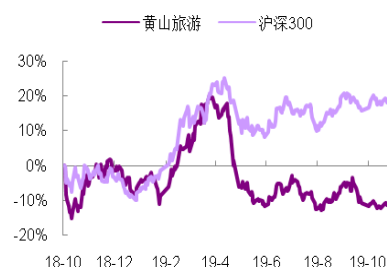
联系人

李泽楠
021-52523875
lizn@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：7.29
总市值(亿元)：65.35
一年最低/最高(元)：8.46/13.67
近 3 月换手率：31.66%

股价表现(一年)



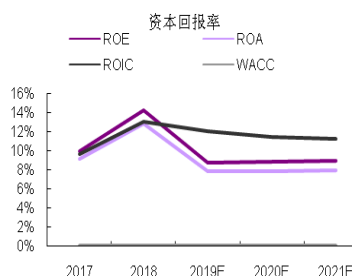
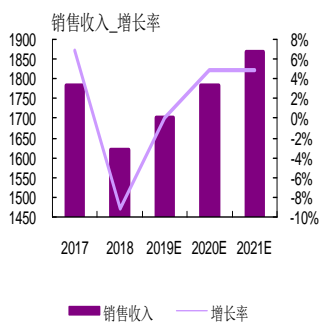
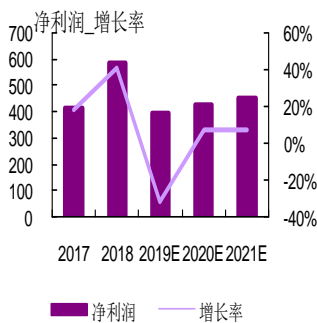
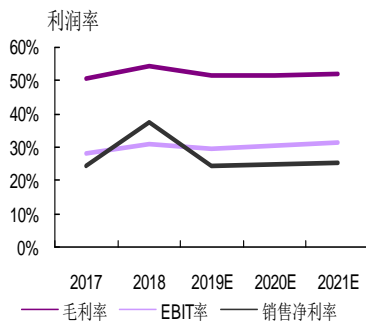
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.3	-4.6	-27.4
绝对	-0.4	-3.2	-4.2

资料来源：Wind

相关研报

主营业务稳定，高铁通车客流红利有所显现——黄山旅游 (600054.SH) 2019 年中报告点评 2019-09-04



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,784	1,621	1,700	1,783	1,869
营业成本	881	743	825	861	897
折旧和摊销	159	157	261	268	275
营业税费	36	27	36	32	36
销售费用	28	109	40	47	54
管理费用	310	263	291	301	299
财务费用	-5	2	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	88	307	60	60	60
营业利润	605	825	566	601	643
利润总额	598	815	565	602	645
少数股东损益	24	23	22	22	22
归属母公司净利润	414	583	395	423	455

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	4,778	4,703	5,320	5,634	5,951
流动资产	2,233	2,237	2,644	3,097	3,569
货币资金	659	1,785	1,661	1,599	1,621
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	62	58	52	56	58
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	637	32	34	36	37
存货	22	26	162	256	356
可供出售投资	677	456	800	800	800
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	11	36	36	36	36
固定资产	1,689	1,643	1,513	1,370	1,214
无形资产	71	183	174	165	157
总负债	575	475	647	670	689
无息负债	573	473	644	668	686
有息负债	3	3	3	3	3
股东权益	4,203	4,228	4,673	4,964	5,263
股本	747	747	747	747	747
公积金	850	878	878	878	878
未分配利润	2,072	2,447	2,744	3,013	3,289
少数股东权益	64	145	168	190	213

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	611	458	273	161	259
净利润	414	583	395	423	455
折旧摊销	159	157	261	268	275
净营运资金增加	936	-1,214	495	538	479
其他	-898	932	-879	-1,068	-950
投资活动产生现金流	-821	1,016	-426	-70	-60
净资本支出	-137	-90	-140	-130	-120
长期投资变化	11	36	0	0	0
其他资产变化	-695	1,070	-286	60	60
融资活动现金流	-163	-348	29	-153	-177
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-358	-100	171	24	18
净现金流	-373	1,126	-124	-62	22

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	6.86%	-9.13%	4.88%	4.88%	9.97%
净利润增长率	17.60%	40.68%	-32.12%	7.08%	7.39%
EBITDA 增长率	1.27%	-1.43%	17.20%	5.55%	5.95%
EBIT 增长率	2.87%	-1.37%	1.58%	7.09%	7.72%
估值指标					
PE	16	12	17	16	15
PB	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	13	12	10	10	9
EV/EBIT	17	15	15	14	13
EV/NOPLAT	23	21	20	19	18
EV/Sales	5	5	4	4	4
EV/IC	2	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	50.63%	54.14%	51.50%	51.70%	52.00%
EBITDA 率	37.22%	40.38%	45.12%	45.40%	45.90%
EBIT 率	28.29%	30.71%	29.74%	30.36%	31.21%
税前净利润率	33.51%	50.29%	33.21%	33.79%	34.50%
税后净利润率 (归属母公司)	23.21%	35.94%	23.26%	23.74%	24.33%
ROA	9.18%	12.87%	7.85%	7.91%	8.02%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.00%	14.27%	8.78%	8.87%	9.00%
经营性 ROIC	9.67%	13.04%	12.06%	11.45%	11.29%
偿债能力					
流动比率	5.54	5.51	5.44	6.10	6.81
速动比率	5.49	5.44	5.11	5.60	6.13
归属母公司权益/有息债务	1577.01	1555.49	1716.52	1818.94	1924.24
有形资产/有息债务	1768.91	1684.75	1929.24	2052.48	2176.40
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.55	0.78	0.53	0.57	0.61
每股红利	0.24	0.13	0.21	0.24	0.27
每股经营现金流	0.82	0.61	0.37	0.22	0.35
每股自由现金流(FCFF)	-0.69	2.18	0.00	0.00	0.14
每股净资产	5.54	5.46	6.03	6.39	6.76
每股销售收入	2.39	2.17	2.28	2.39	2.50

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼