

2017 年 07 月 14 日

公司研究•证券研究报告

九华旅游 (603199.SH)

公司快报

2017H1 营收增速突破两位数，营改增及投资收益贡献利润较大

事件

7 月 13 日晚间，九华旅游公布 2017 年半年报，公司实现营业收入 2.45 亿元，同比增长 12.22%；实现归属于上市公司股东的净利润 5954.15 万元，同比增长 17.28%。

◆ **毛利率小幅下滑，营改增及投资收益提振净利率**：2017 年 H1 公司营收同比增长 12.22%，是近三年来中报营收增速首次突破两位数；毛利率同比下滑 1.74pct 至 51.68%；期间费用率方面，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比增加 0.21pct、0.26pct、0.37pct 至 5.10%、13.98%、0.05%；由于 2016 年 5 月起实施营改增政策，今年上半年税金及附加同比减少 532.48 万；另外报告期内公司结构性存款及理财产品到期取得投资收益 303.08 万，整体带动净利率提升 1.05pct 至 24.35%。

◆ **交通网络高速发展带来游客量稳步增长**：2017 年 1~5 月份，九华山机场飞机起降架次、游客吞吐量为 2272 架次、18.39 万人次，分别同比增加 63.45%、55.07%；6 月中旬九华山机场新开通西安-池州-宁波航线，交通航线的完善对景区客流量有一定的贡献作用；此外受益于宁安高铁通车带来的发展机遇，今年 1~5 月份，池州市接待游客量 2508.8 万人次，同比增加 12.4%。

◆ **内部改造项目逐步落地，设施改善带动景区接待能力增强**：公司于 2015 年 3 月上市，募集资金 3.05 亿主要用于天台索道改建、东崖宾馆改造、西峰山庄扩建以及偿还银行贷款，目前除东崖宾馆改造项目积极推进外，其余项目均已落地；2016 年公司花台栈道项目进行开工建设，今年上半年该项目顺利完工，完善了花台景区的基础设施，优化了景区游览线路，景区接待能力进一步提高。

◆ **外延式拓展迈出第一步，利好公司产业链的延伸**：2017 年 2 月初公司公告称与石台县人民政府签订《石台县牯牛降景区战略合作框架协议》，双方将成立新的项目公司，对牯牛降景区进行旅游经营管理和开发建设，合力把牯牛降景区打造成集观光、休闲、度假、探险、养生于一体的综合性旅游休闲度假目的地。通过开发利用牯牛降景区得天独厚的旅游资源，有助于进一步增强与公司现有资源之间的协同联动效应，实现产业链的整体延伸，有利于公司的长远发展。

◆ **投资建议**：我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.76 元、0.82 元和 0.9 元。净资产收益率分别为 8.2%、8.3% 和 8.5%，给予“增持-A”建议，6 个月目标价为 40 元。

◆ **风险提示**：宏观经济和政策风险；市场环境变化风险；索道、缆车行业特有安全性风险。

财务数据与估值

投资评级

增持-A(首次)

6 个月目标价

40 元

股价(2017-07-13)

36.91 元

交易数据

总市值 (百万元)

4,085.20

流通市值 (百万元)

2,692.37

总股本 (百万股)

110.68

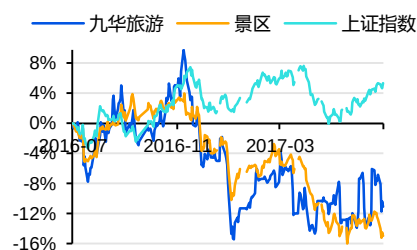
流通股本 (百万股)

72.94

12 个月价格区间

34.61/45.90 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.23	0.23	-18.86
绝对收益	2.27	-1.54	-13.71

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsc.cn

报告联系人

齐莉娜

 qilina@huajinsc.cn
 021-20655771

相关报告

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	400.8	401.2	433.3	472.3	519.5
同比增长(%)	-2.4%	0.1%	8.0%	9.0%	10.0%
营业利润(百万元)	96.0	101.1	113.3	123.0	134.8
同比增长(%)	10.1%	5.4%	12.0%	8.6%	9.6%
净利润(百万元)	70.7	74.0	84.1	90.9	99.7
同比增长(%)	7.1%	4.8%	13.6%	8.1%	9.7%
每股收益(元)	0.64	0.67	0.76	0.82	0.90
PE	57.8	55.2	48.6	44.9	41.0
PB	4.6	4.3	4.0	3.7	3.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	400.8	401.2	433.3	472.3	519.5	年增长率					
减:营业成本	201.5	208.7	225.3	245.6	270.2	营业收入增长率	-2.4%	0.1%	8.0%	9.0%	10.0%
营业税费	19.9	11.9	13.0	14.2	15.6	营业利润增长率	10.1%	5.4%	12.0%	8.6%	9.6%
销售费用	21.2	22.8	23.8	26.0	28.6	净利润增长率	7.1%	4.8%	13.6%	8.1%	9.7%
管理费用	58.0	58.4	62.8	68.5	75.3	EBITDA 增长率	-4.2%	0.0%	9.5%	5.7%	6.5%
财务费用	4.9	-0.8	-	-	-	EBIT 增长率	-5.4%	-0.6%	13.0%	8.6%	9.6%
资产减值损失	-0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	NOPLAT 增长率	-5.3%	-0.9%	13.2%	8.6%	9.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-2.1%	20.6%	-21.1%	-6.2%	-6.0%
投资和汇兑收益	0.8	1.1	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	67.9%	6.7%	7.0%	7.1%	7.3%
营业利润	96.0	101.1	113.3	123.0	134.8						
加:营业外净收支	-1.7	-2.0	-0.9	-1.5	-1.4	盈利能力					
利润总额	94.3	99.2	112.4	121.5	133.4	毛利率	49.7%	48.0%	48.0%	48.0%	48.0%
减:所得税	23.7	25.1	28.3	30.6	33.7	营业利润率	23.9%	25.2%	26.1%	26.1%	26.0%
净利润	70.7	74.0	84.1	90.9	99.7	净利润率	17.6%	18.5%	19.4%	19.3%	19.2%
						EBITDA/营业收入	38.9%	38.9%	39.4%	38.2%	37.0%
						EBIT/营业收入	25.2%	25.0%	26.1%	26.1%	26.0%
						偿债能力					
						资产负债率	13.1%	11.8%	12.8%	11.8%	12.0%
						负债权益比	15.0%	13.4%	14.6%	13.3%	13.6%
						流动比率	1.48	2.41	3.12	4.21	4.87
						速动比率	1.42	2.35	3.04	4.16	4.79
						利息保障倍数	20.57	-123.98			
						营运能力					
						固定资产周转天数	642	626	536	450	372
						流动营业资本周转天数	-77	-3	23	-22	-8
						流动资产周转天数	102	197	281	363	427
						应收帐款周转天数	4	5	4	4	4
						存货周转天数	6	6	7	6	6
						总资产周转天数	872	949	938	921	893
						投资资本周转天数	657	716	649	509	434
						费用率					
						销售费用率	5.3%	5.7%	5.5%	5.5%	5.5%
						管理费用率	14.5%	14.6%	14.5%	14.5%	14.5%
						财务费用率	1.2%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	21.0%	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%
						投资回报率					
						ROE	7.9%	7.7%	8.2%	8.3%	8.5%
						ROA	6.9%	6.8%	7.2%	7.3%	7.5%
						ROIC	10.2%	10.4%	9.7%	13.4%	15.6%
						分红指标					
						DPS(元)	0.13	0.14	0.14	0.16	0.18
						分红比率	20.4%	20.9%	18.8%	20.0%	19.9%
						股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%
资产负债表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	152.4	64.8	328.1	437.8	559.0	EPS(元)	0.64	0.67	0.76	0.82	0.90
交易性金融资产	-	-	-	-	-	BVPS(元)	8.10	8.64	9.25	9.90	10.62
应收帐款	4.1	6.0	3.7	7.1	5.1	PE(X)	57.8	55.2	48.6	44.9	41.0
应收票据	-	-	-	-	-	PB(X)	4.6	4.3	4.0	3.7	3.5
预付帐款	2.9	5.0	5.8	4.0	7.3	P/FCF	-22.5	-54.2	14.5	32.6	29.3
存货	7.0	6.2	9.7	6.9	11.2	P/S	10.2	10.2	9.4	8.6	7.9
其他流动资产	6.1	183.6	63.7	84.5	110.6	EV/EBITDA	25.1	25.6	22.0	20.1	18.3
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	CAGR(%)	8.8%	10.4%	8.4%	8.8%	10.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	6.6	5.3	5.8	5.1	3.9
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC/WACC	1.0	1.0	0.9	1.3	1.5
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	722.3	672.3	618.0	563.7	509.5						
在建工程	3.0	18.5	18.5	18.5	18.5						
无形资产	112.8	109.5	106.2	102.9	99.7						
其他非流动资产	20.2	18.6	19.3	16.8	15.3						
资产总额	1,030.8	1,084.4	1,173.0	1,242.3	1,336.2						
短期债务	-	-	-	-	-						
应付帐款	59.1	51.8	61.3	65.9	73.8						
应付票据	11.4	-	8.8	3.6	9.3						
其他流动负债	46.1	58.4	61.8	58.7	59.2						
长期借款	-	-	-	-	-						
其他非流动负债	18.2	18.0	17.8	18.0	18.0						
负债总额	134.7	128.3	149.8	146.3	160.3						
少数股东权益	-	-	-	-	-						
股本	110.7	110.7	110.7	110.7	110.7						
留存收益	784.6	844.3	912.6	985.3	1,065.2						
股东权益	896.1	956.2	1,023.3	1,096.0	1,175.9						
现金流量表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	70.7	145.0	84.1	90.9	99.7						
加:折旧和摊销	57.3	57.3	57.6	57.6	57.6						
资产减值准备	-0.0	0.1	-	-	-						
公允价值变动损失	-	-	-	-	-						
财务费用	4.4	-1.3	-	-	-						
投资损失	-0.8	-1.1	-5.0	-5.0	-5.0						
少数股东损益	-	-	-	-	-						
营运资金的变动	16.0	-47.9	125.9	-12.0	-17.6						
经营活动产生现金流量	147.5	152.1	262.6	131.5	134.7						
投资活动产生现金流量	-53.9	-225.3	5.0	5.0	5.0						
融资活动产生现金流量	20.9	-14.4	-4.2	-26.7	-18.4						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn