

证券研究报告—动态报告

社会服务

黄山旅游(600054)

增持

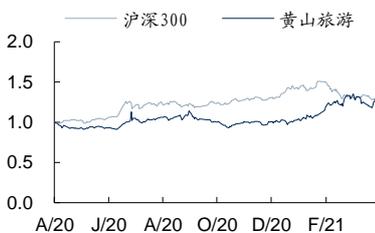
景点

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 23 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	729/729
总市值/流通(百万元)	8,220/5,785
上证综指/深圳成指	3,427/13,721
12 个月最高/最低(元)	11.96/7.89

相关研究报告:

- 《黄山旅游-600054-2020 年半年报点评: 疫情下短期承压明显, 资源整合支撑中线成长》——2020-08-23
- 《黄山旅游-600054-2019 年年报点评: 短跟疫情恢复节奏, 中看资源整合与转型升级》——2020-04-25
- 《黄山旅游-600054-2019 年半年报点评: 高铁通车助力客流增长, 中线关注管理提升及资源整合》——2019-08-26
- 《黄山旅游-600054-2018 年年报点评: 18 年扣非主业平稳, 关注高铁通车与区域整合》——2019-04-15
- 《黄山旅游-600054-2018 年三季报点评: Q3 客流有所好转, 关注交通改善&区域整合挖潜》——2018-10-29

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 姜甜

电话: 0755-81981367
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 跟踪行业复苏与区域整合

● 2020 年疫情下业绩承压, 整体符合预期

2020 年, 受疫情影响, 公司实现营收 7.41 亿元/-53.89%; 归母业绩/扣非业绩分别亏损 0.46/1.02 亿元、位于此前业绩预告区间, EPS-0.06 元, 符合我们预期。2020Q4, 公司营收 2.87 亿元/-22.09%, 收入额逐季回升, 归母业绩 156 万元/-62.69%, 扣非业绩亏损 2753 万元。

● 受疫情影响, 去年门票、索道、酒店、旅行社业务均承压

2020 年, 受上半年疫情及下半年景区人流管控政策影响, 进山客流显著下滑, 导致公司门票、索道、酒店、旅行社业务均承压较大。全年接待进山游客 151.20 万人/-56.80%, 同时有效门票降约 12%, 综合来看门票收入 0.81 亿元, 同比减少 61.93%。索道业务实现客流 313.20 万人次, 同比减少 57.60%; 乘索率由 2019 年的 2.11 次降至 2.07 次; 索道有效票价微增 2.93%; 综合来看索道收入 2.42 亿元, 同比下滑 56.32%。此外, 酒店收入 3.37 亿元, 同比下滑 49.14%; 旅行社收入 1.70 亿元, 同比下滑 62.76%, 均对公司业绩有一定拖累。

● 今年有望受益国内游稳步复苏, 关注区域资源整合与转型升级

虽然今年 1-2 月疫情反复, 但 3 月以来国内游开始逐步复苏。考虑国内外疫情防控差异, 后续国内游持续复苏可期, 公司有望受益。与此同时, 公司积极践行“走下山、走出去”“旅游+”“一山一水一村一窟”战略, 努力做大黄山目的地旅游资源的整合者。一方面, 公司积极平台型转型, 通过黄山赛富基金投资平台助力资源对接资源项目与孵化, 用好归隐乡村旅游公司确保微旅游目的地项目正式运营等。同时, 公司加速科技转型, 推进黄山“轻夜游”项目, 助力花山谜窟、花山花海景区项目转型升级。此外, 公司还拟积极推进互联网转型和营销升级, 构建“网红带货”等自媒体平台营销模式, 助力中线成长。

● 风险提示

宏观及疫情等风险, 门票降价, 国企改革、新项目拓展不及预期等。

● 跟踪行业复苏节奏, 关注资源整合与转型升级, 维持“增持”评级

预计 21-23 年 EPS0.32/0.48/0.52 元 (今年业绩考虑行业渐进恢复节奏), 对应 PE34/23/21 倍。公司系公司治理较为积极的国企景区龙头, 目前正积极对内产品升级+存量改造, 对外加速平台转型助力区域资源整合扩张, 中长线成长仍有支撑。仍维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,606.74	740.84	1,441.81	1,779.05	1,895.97
(+/-%)	-0.9%	-53.9%	94.6%	23.4%	6.6%
净利润(百万元)	340.19	-46.37	234.45	347.49	380.25
(+/-%)	-41.6%	-113.6%	-605.6%	48.2%	9.4%
摊薄每股收益(元)	0.47	-0.06	0.32	0.48	0.52
EBIT Margin	28.9%	-14.4%	18.4%	24.7%	26.2%
净资产收益率(ROE)	7.8%	-1.1%	5.3%	7.5%	7.9%
市盈率(PE)	23.46	-172.07	34.03	22.96	20.98
EV/EBITDA	14.22	909.32	19.35	13.55	12.47
市净率(PB)	1.83	1.87	1.81	1.73	1.65

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

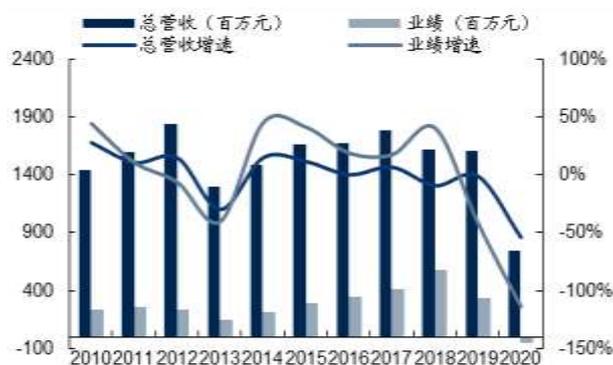
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年疫情下业绩承压，整体符合预期

2020 年，受疫情影响，公司实现营收 7.41 亿元，同比下滑 53.89%；归母业绩亏损 4637 万元/-113.63%，处于此前业绩预告区间内（-3,220 万元到-4,810 万元），扣非后业绩亏损 1.02 亿元/-132.55%（此前预告扣非业绩-9,220 万元到-11,410 万元）；全年 EPS-0.06 元，符合预期。

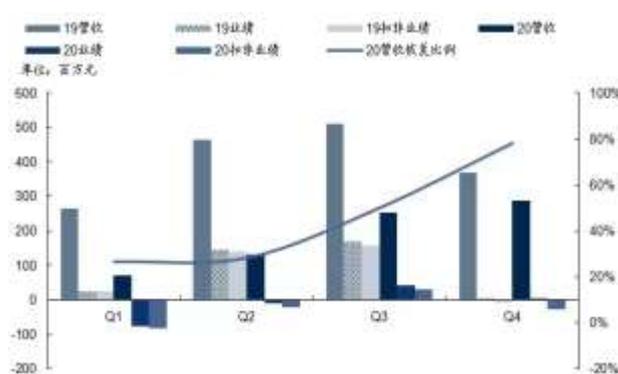
Q4 单季，公司实现营收 2.87 亿元，同比下滑 22.09%，收入逐季恢复提升；实现归母业绩 156 万元，同比下滑 62.69%，扣非后业绩亏损 2753 万元，较 2020Q4 亏损增加 274.61%，与疫情扰动及淡季因素有关。同时，公司 Q3 实现单季度盈利，业绩 0.40 亿元，扣非业绩 0.31 亿元，在同类型景区率先实现市场复苏。

图 1：公司 2020 年收入业绩增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 2020 年逐季度收入业绩恢复情况

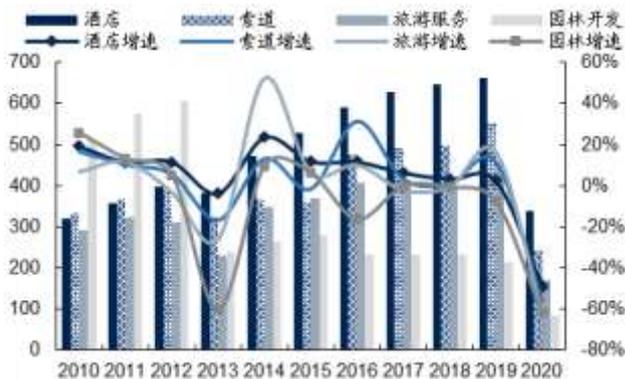


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

疫情影响下，2020 年公司各旅游细分业务均承压

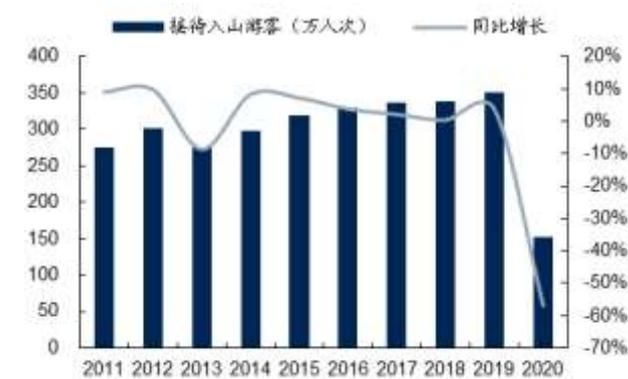
2020 年，受上半年疫情及下半年景区人流管控政策影响，景区接待客流显著下滑，导致公司门票、索道、酒店、旅行社业务均承压较大。景区接待进山游客 151.20 万人/-56.80%，同时有效门票降约 12%，综合来看门票收入 0.81 亿元，整体下滑 61.93%。索道业务实现客流 313.20 万人次，同比减少 57.60%，乘索率由 2019 年的 2.11 次降至 2.07 次，索道有效票价微增 2.93%，综合来看索道收入 2.42 亿元，同比下滑 56.32%。此外，酒店收入 3.37 亿元，同比下滑 49.14%；旅行社收入 1.70 亿元，同比下滑 62.76%，均对公司业绩有一定负面影响。

图 3：公司分业务表现



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：景区接待进山游客数量及变动趋势

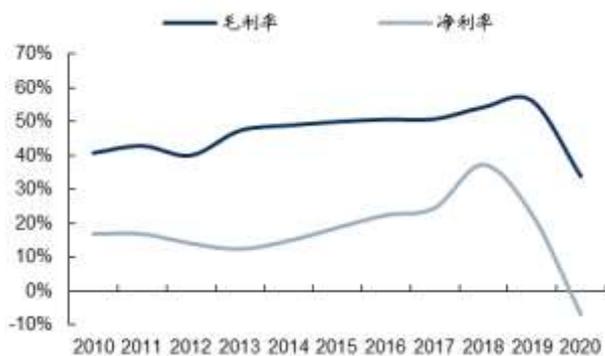


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率同比下滑 22.16pct，费用率同增 19.87pct

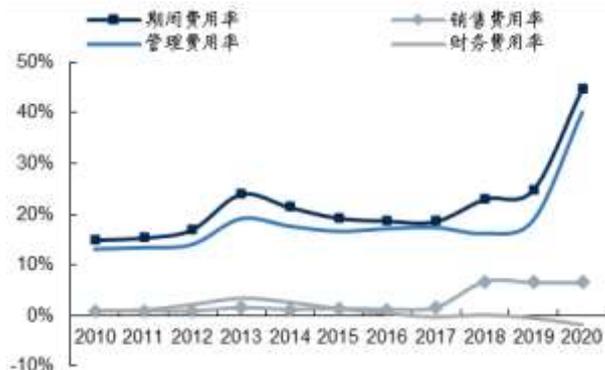
2020 年，公司毛利率为 33.81%，同比下滑 22.16pct，主要系疫情影响进山人数同比下降 56.8%，导致收入承压，刚性成本下拖累盈利，酒店、索道、门票业务毛利率分别大幅下降 27.19pct、14.70pct、34.84pct。期间费用同增 19.87pct，主要系管理费用率增 21.19pct（营收大幅下降而员工薪酬相对稳定），销售费用率增 0.01pct（航班航线合作款下降和服务费佣金下降所致），而财务费用率降 1.34pct（公司货币资金持有量较上期增加相应利息收入增加所致）。

图 5：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司期间费用率变化趋势

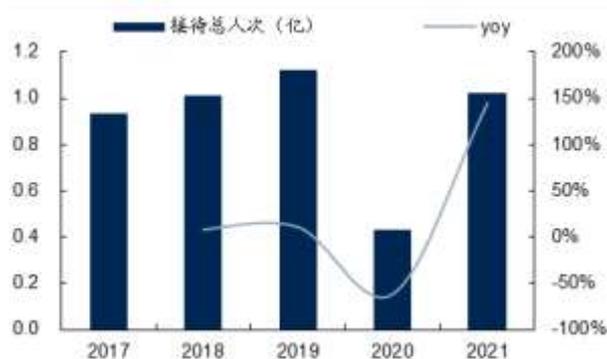


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

今年有望受益国内游稳步复苏，关注区域资源整合与转型升级

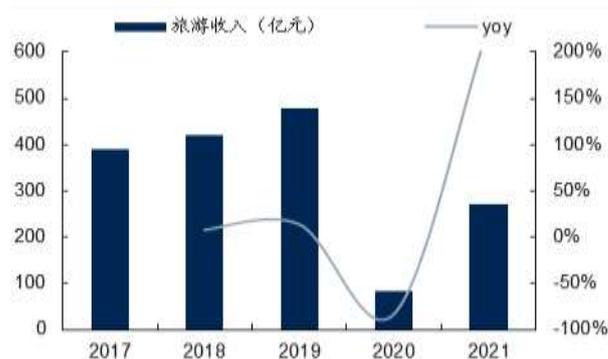
虽然今年 1-2 月疫情反复，但 3 月以来国内游开始逐步复苏。根据国家旅游局数据，今年清明节国内游人次恢复 91%，收入恢复 57%，人气开始较快恢复。虽然未来仍然不能完全排除国内疫情局部阶段反复，但总体来看，国内疫情整体控制良好，后续国内游持续复苏可期。公司作为国内核心一线旅游目的地，今年后续也有望持续受益。

图 7：2017-2021 年国内清明节旅游人次变化情况



资料来源：公司公告、公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

图 8：2017-2021 年国内清明节旅游收入变化情况



资料来源：公司公告、公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

中线来看，作为国企自然景区的绝对龙头，公司积极践行“走下山、走出去”“旅游+”“一山一水一村一窟”的发展战略，努力做大黄山目的地旅游资源的整合者。一方面，公司积极平台型转型，通过黄山赛富基金投资平台助力资源对接与孵化，依托黄山华胥氏文创公司推进文创体验店投入营业，用好归隐乡村旅游公司确保微旅游目的地项目正式运营等。同时，公司加速科技转型，稳步实施黄山景区“轻夜游”（一期）项目、助力花山谜窟景区项目、花山花海景区项目转型升级，将其打造为集传统观光景区、沉浸式体验和主题乐园为一体

的新型景区。此外，公司还拟积极推进互联网转型和营销升级，借助直播基地建设加快培养直播专业人才，构建“网红带货”等自媒体平台营销模式，助力其中线成长。

风险提示

门票降价，自然灾害及大规模传染疫情等系统性风险，宏观经济承压，国企改革或区域资源整合可能低于预期。

投资建议：跟踪行业复苏节奏，关注资源整合与转型升级，维持“增持”评级

预计 21-23 年 EPS0.32/0.48/0.52 元（今年业绩考虑行业渐进恢复节奏），对应 PE34/23/21 倍。公司系公司治理较为积极的国企景区龙头，目前正积极对内产品升级+存量改造，对外加速平台转型助力区域资源整合扩张，中长线成长仍有支撑。仍维持“增持”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 21-4-23	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	299.29	2.37	3.14	5.36	126.24	95.17	55.87	29.38
002607	中公教育	买入	25.82	0.29	0.39	0.52	88.22	66.99	49.56	46.41
300144	宋城演艺	买入	20.95	0.51	-0.67	0.36	40.88	-31.26	59.01	5.70
600754	锦江酒店	买入	59.28	1.02	0.10	1.04	58.09	576.66	56.99	4.79
600258	首旅酒店	买入	25.57	0.90	-0.44	0.91	28.54	-58.06	28.03	2.82
300662	科锐国际	增持	57.25	0.83	1.04	1.35	68.87	54.81	42.38	12.15
603043	广州酒家	买入	40.50	0.95	1.15	1.44	42.61	35.26	28.06	7.47
300010	豆神教育	买入	7.47	-2.56	0.30	0.51	-2.92	25.24	14.71	1.94
300192	科德教育	增持	13.61	0.27	0.61	0.76	49.91	22.21	17.89	4.95
603136	天目湖	增持	27.71	1.01	0.32	1.16	27.46	87.30	23.81	3.77
002159	三特索道	买入	13.27	0.06	0.40	0.34	213.89	33.14	38.57	2.21
000526	学大教育	增持	37.39	0.12	0.08	0.72	314.51	489.24	51.80	44.40
600138	中青旅	买入	12.06	0.78	-0.18	0.72	15.37	-65.64	16.76	1.32
000888	峨眉山 A	增持	6.73	0.43	-0.07	0.36	15.69	-90.93	18.66	1.40
600054	黄山旅游	增持	10.94	0.47	-0.06	0.32	23.47	-172.08	34.03	1.83
000796	凯撒旅业	买入	10.11	0.16	-0.12	0.22	64.43	-85.46	45.61	3.39
002707	众信旅游	增持	6.52	0.08	-1.56	0.04	85.64	-4.18	155.50	2.63
002621	美吉姆	增持	5.77	0.15	-0.03	0.28	39.75	-198.74	20.65	3.54
000978	桂林旅游	增持	7.59	0.15	-0.26	0.19	49.69	-29.08	40.19	1.72
002033	丽江股份	增持	7.02	0.37	0.08	0.37	19.00	87.67	19.00	1.51

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1973	1938	2223	2715	营业收入	741	1442	1779	1896
应收款项	30	51	63	68	营业成本	490	776	923	959
存货净额	29	29	36	37	营业税金及附加	11	23	27	28
其他流动资产	50	288	356	379	销售费用	48	91	107	112
流动资产合计	2082	2307	2677	3199	管理费用	297	287	283	300
固定资产	1812	1822	1737	1595	财务费用	(14)	(10)	(5)	(4)
无形资产及其他	172	167	162	158	投资收益	33	22	30	30
投资性房地产	772	772	772	772	资产减值及公允价值变动	39	0	0	0
长期股权投资	56	60	60	60	其他收入	(4)	0	0	0
资产总计	4894	5129	5409	5783	营业利润	(24)	297	474	531
短期借款及交易性金融负债	6	100	100	212	营业外净收支	(2)	10	10	10
应付款项	112	95	115	120	利润总额	(26)	307	484	541
其他流动负债	242	251	287	300	所得税费用	24	61	111	133
流动负债合计	359	446	502	632	少数股东损益	(4)	11	25	28
长期借款及应付债券	3	3	3	3	归属于母公司净利润	(46)	234	347	380
其他长期负债	66	66	66	66					
长期负债合计	69	69	69	69	现金流量表 (百万元)				
负债合计	428	515	571	701	净利润	(46)	234	347	380
少数股东权益	203	210	226	243	资产减值准备	5	21	(1)	(2)
股东权益	4263	4403	4612	4840	折旧摊销	116	174	192	199
负债和股东权益总计	4894	5129	5409	5783	公允价值变动损失	(39)	0	0	0
					财务费用	(14)	(10)	(5)	(4)
关键财务与估值指标					营运资本变动	334	(246)	(30)	(13)
每股收益	-0.06	0.32	0.48	0.52	其它	(15)	(14)	16	19
每股红利	0.11	0.13	0.19	0.21	经营活动现金流	354	170	525	583
每股净资产	5.84	6.04	6.32	6.64	资本开支	(248)	(201)	(101)	(51)
ROIC	-4%	6%	11%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	-1%	5%	8%	8%	投资活动现金流	(262)	(205)	(101)	(51)
毛利率	34%	46%	48%	49%	权益性融资	9	0	0	0
EBIT Margin	-14%	18%	25%	26%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	1%	30%	35%	37%	支付股利、利息	(79)	(94)	(139)	(152)
收入增长	-54%	95%	23%	7%	其它融资现金流	229	94	0	112
净利润增长率	-114%	-606%	48%	9%	融资活动现金流	80	1	(139)	(40)
资产负债率	13%	14%	15%	16%	现金净变动	171	(35)	285	492
息率	1.0%	1.2%	1.7%	1.9%	货币资金的期初余额	1801	1973	1938	2223
P/E	-172.1	34.0	23.0	21.0	货币资金的期末余额	1973	1938	2223	2715
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	(4)	(61)	399	510
EV/EBITDA	909.3	19.4	13.5	12.5	权益自由现金流	225	41	403	626

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032