

客流量折半影响 20 年业绩，21 年预计有力回暖

——黄山旅游 2020 年年报点评

事件：公司发布 2020 年年报，20 年全年公司实现营收 7.4 亿元/-53.89%，实现归母净利润-4637.27 万元/-113.63%，实现扣非归母净利润-1.02 亿元/-132.55%。营收下降及利润亏损主要系受疫情影响全年进山人数同比下降 56.8%所致。

核心观点

- **疫情导致客流下滑是核心影响因素。**20 年景区接待进山游客 151.2 万人/-56.8%，索道及缆车累计运送游客 313.2 万人/-57.6%，分业务看：（1）酒店业务实现营收 3.37 亿元/-49.14%，毛利率 3.65%/-27.19pct；（2）索道业务实现营收 2.42 亿元/-56.32%，毛利率 72.54%/-14.7pct；（3）园林开发业务实现营收 0.81 亿元/-61.93%，毛利率 48.79%/-34.84pct；（4）旅游服务业务实现营收 1.70 亿元/-62.76%，毛利率 5.42%/+0.38pct（分业务收入为未抵消口径）。随疫情改善公司基本面逐渐恢复，三季度实现单季度盈利，在同类型景区率先实现市场复苏。
- **短期看疫情影响逐步弱化，景区人次快速修复。**疫情管制逐步放宽，假期出游热度持续高涨。2021 年清明假期黄山市共接待游客 146.7 万人次，较 2019 年恢复 70%以上，黄山景区背靠长三角，紧邻全国旅游消费规模最大、消费能力最强的华东地区，后续有望迎来人次和营收的双重修复。
- **长期看龙头地位稳固，管理优秀，逻辑清晰。**1) 公司旅游资源禀赋优异，自然风光+历史文化遗产丰富，在山岳景区中市值最高，龙头地位稳固。2) 以章总为代表的新任管理层上任以来，从资源禀赋、长期发展战略、管理层绩效考核及激励等各方面管理及改革成效明显，期待后续在优秀管理发力下公司的更大变化。3) 公司紧紧围绕“山水村窟”战略，不断加大黄山市核心景区资源的整合力度，目前已基本完成战略布局，中长期有望打破山岳型景区成长瓶颈，以黄山景区 350 万客流为核心抓手，盘活黄山市 5000 万客流更大市场，协同效应有望为各个项目带来更大收益。

财务预测与投资建议

- 因公司积极进行太平湖、花山谜窟等项目建设以及相关项目的维护和升级，我们略调增成本和费用，调整公司 21-23 年每股收益分别为 0.43/0.55/0.57 元（调整前 21-22 年 0.54/0.62 元），由于 21 年仍有疫情扰动，使用可比公司估值法给予 22 年 18 倍市盈率，对应目标价 9.83 元，维持买入评级。

风险提示

- 重大传染病及自然灾害，门票降价，外延项目推进不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,607	741	1,619	1,758	1,848
同比增长(%)	-0.9%	-53.9%	118.5%	8.6%	5.1%
营业利润(百万元)	512	(24)	480	600	629
同比增长(%)	-37.9%	-104.8%	2070.5%	25.0%	4.8%
归属母公司净利润(百万元)	340	(46)	319	399	418
同比增长(%)	-41.6%	-113.6%	788.7%	24.8%	4.8%
每股收益(元)	0.47	(0.06)	0.44	0.55	0.57
毛利率(%)	56.0%	33.8%	57.7%	58.1%	57.9%
净利率(%)	21.2%	-6.3%	19.7%	22.7%	22.6%
净资产收益率(%)	8.1%	-1.1%	7.3%	8.5%	8.2%
市盈率	20.8	(152.3)	22.1	17.7	16.9
市净率	1.6	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年05月11日)	9.61元
目标价格	9.83元
52周最高价/最低价	11.96/7.91元
总股本/流通A股(万股)	72,938/72,938
A股市值(百万元)	7,009
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2021年05月12日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-12.24	-7.07	1.14	19.13
相对表现	-10.82	-5.53	8.3	3.59
沪深300	-1.42	-1.54	-7.16	15.54



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

相关报告

旺季来临，环比复苏：——黄山旅游中报点评 2020-08-23

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

因公司积极进行太平湖、花山谜窟等项目建设以及相关项目的维护和升级,我们略调增成本和费用,调整公司 21-23 年每股收益分别为 0.43/0.55/0.57 元(调整前 21-22 年 0.54/0.62 元),由于 21 年仍有疫情扰动,使用可比公司估值法给予 22 年 18 倍市盈率,对应目标价 9.83 元,维持买入评级。

表 1: 可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
			2021/5/11	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E
九华旅游	603199	21.56	19.60	0.49	0.90	0.90	0.90	39.76
桂林旅游	000978	7.20	6.46	-0.74	0.14	0.28	0.36	-8.73
丽江股份	002033	6.95	6.22	0.13	0.30	0.40	0.45	48.48
峨眉山 A	000888	6.53	6.03	-0.07	0.31	0.41	0.47	-82.49
天目湖	603136	27.81	23.38	0.45	1.15	1.41	1.61	52.34
	调整后 平均					26.50	20.92	17.97

数据来源: Wind, 东方证券研究所

风险提示

重大传染病及自然灾害, 门票降价, 外延项目推进不及预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,801	1,973	2,584	3,073	3,500	营业收入	1,607	741	1,619	1,758	1,848
应收票据及应收账款	41	15	37	40	42	营业成本	707	490	684	736	777
预付账款	25	20	29	36	40	营业税金及附加	26	11	32	35	37
存货	29	29	41	39	45	营业费用	105	48	106	115	121
其他	314	45	191	124	163	管理费用及研发费用	304	297	372	334	351
流动资产合计	2,210	2,082	2,882	3,313	3,790	财务费用	(8)	(14)	(22)	(28)	(33)
长期股权投资	41	56	56	56	56	资产减值损失	2	9	2	1	1
固定资产	1,507	1,536	1,705	1,798	1,859	公允价值变动收益	(2)	34	0	0	0
在建工程	209	276	178	129	104	投资净收益	37	33	30	30	30
无形资产	177	172	164	156	148	其他	7	10	5	5	5
其他	823	772	95	60	24	营业利润	512	(24)	480	600	629
非流动资产合计	2,757	2,812	2,198	2,199	2,192	营业外收入	2	11	10	10	10
资产总计	4,968	4,894	5,080	5,512	5,982	营业外支出	3	13	5	5	5
短期借款	1	5	0	0	0	利润总额	511	(26)	485	605	634
应付票据及应付账款	93	112	110	128	145	所得税	147	24	140	174	183
其他	249	242	258	242	243	净利润	364	(50)	345	431	451
流动负债合计	343	359	368	369	389	少数股东损益	23	(4)	26	32	34
长期借款	3	3	3	3	3	归属于母公司净利润	340	(46)	319	399	418
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.47	(0.06)	0.44	0.55	0.57
其他	99	66	3	3	3						
非流动负债合计	102	69	5	5	5						
负债合计	445	428	373	375	394						
少数股东权益	164	203	229	261	295	主要财务比率					
股本	729	729	729	729	729						
资本公积	367	367	367	367	367	成长能力					
留存收益	3,067	3,142	3,381	3,780	4,198	营业收入	-0.9%	-53.9%	118.5%	8.6%	5.1%
其他	196	25	0	0	0	营业利润	-37.9%	-104.8%	2070.5%	25.0%	4.8%
股东权益合计	4,523	4,466	4,707	5,137	5,589	归属于母公司净利润	-41.6%	-113.6%	788.7%	24.8%	4.8%
负债和股东权益总计	4,968	4,894	5,080	5,512	5,982	获利能力					
						毛利率	56.0%	33.8%	57.7%	58.1%	57.9%
						净利率	21.2%	-6.3%	19.7%	22.7%	22.6%
						ROE	8.1%	-1.1%	7.3%	8.5%	8.2%
						ROIC	8.2%	-1.6%	7.1%	8.3%	7.9%
						偿债能力					
						资产负债率	8.9%	8.7%	7.3%	6.8%	6.6%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	6.44	5.80	7.83	8.97	9.75
						速动比率	6.35	5.71	7.72	8.86	9.63
						营运能力					
						应收账款周转率	32.5	26.3	61.8	45.3	44.6
						存货周转率	24.5	16.0	18.7	17.6	17.7
						总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
						每股指标(元)					
						每股收益	0.47	(0.06)	0.44	0.55	0.57
						每股经营现金流	0.58	(0.00)	1.09	0.77	0.68
						每股净资产	5.98	5.84	6.14	6.69	7.26
						估值比率					
						市盈率	20.8	-152.3	22.1	17.7	16.9
						市净率	1.6	1.7	1.6	1.4	1.3
						EV/EBITDA	8.6	54.9	8.9	7.3	7.0
						EV/EBIT	10.1	-134.4	11.1	8.9	8.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn