

休闲服务

2019年04月15日

黄山旅游 (600054)

——主业维持平稳发展，19年享受交通红利

报告原因：有业绩公布需要点评
增持 (维持)
市场数据： 2019年04月12日

收盘价(元)	11.5
一年内最高/最低(元)	13.67/8.46
市净率	2.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	5903
上证指数/深证成指	3188.63/10132.34

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2018年12月31日

每股净资产(元)	5.46
资产负债率%	10.11
总股本/流通A股(百万)	747/513
流通B股/H股(百万)	234/-

一年内股价与大盘对比走势：

证券分析师

 刘乐文 A0230517110001
liuyw@swsresearch.com

研究支持

 于佳琪 A0230117070008
yujq2@swsresearch.com

联系人

 王越
(8621)23297818×转
wangyue@swsresearch.com

投资要点：

- **公司公布 2018 年报告：**2018 年公司实现营收 16.21 亿元，同比减少 9.13%；实现归母净利润 5.83 亿元 (+40.68%)，略高于我们的预期（归母净利 5.33 亿元/+28.74%）；扣非净利润 3.42 亿元 (-1.19%)。报告期内，公司减持华安证券 4900 万股，增加当期净利润 1.97 亿元。2018 年，公司加大营销力度，且本期存在大额民航公司广告宣传费及奖励款支付，销售费用率提升 5.18pct 至 6.72%，管理费用率下降 1.16pct 至 16.20%（公司无研发费用，不存在口径问题），财务费用率提升 0.38pct 至 0.11%。
- **主营业务维持平稳，营销品牌宣传持续发力。**2018 年，黄山接待进山游客 338 万人，同比增长 0.6%，实现门票收入 2.31 亿元 (-0.75%)。报告期内，公司索道及缆车累计运送游客 669.11 万人次，同比增长 0.3%，实现索道业务收入 4.96 亿元 (+1.08%)。2018 年 10 月 1 日，黄山旺季门票由 230 元/人降至 190 元/人，淡季维持不变，在客流增长 0.6% 的情况下，本期门票收入降低 174 万 (-0.75%)，毛利降低 1208 万元 (-5.93%)，降价对门票的影响低于我们的预期，可能与报告期内公司降低优惠力度等措施有关。2019 年 1-2 月，黄山风景区接待游客 34.75 万，同比增长 1.8%，门票收入 0.52 亿元，同比增长 29.5%；2019 年公司计划接待进山人数 350 万人，同比增长 (+3.55%)。
- **19 年享受交通红利，新总裁上任后公司治理结构进一步优化。**杭黄高铁 18 年底开通后，有效缩短南京、上海、杭州等城市至黄山的出行时间，清明小长假期间，受天气转好和交通改善影响，黄山景区客流增速反弹，假期内共接待游客 6.79 万人次 (+11.39%)，实现门票收入 1069.38 万元 (+10.09%)。4 月 8 日，公司原董事长兼总裁章德辉先生辞去兼任的总裁职务，公司聘任陶平为公司新任总裁，陶平曾任黟县政府副县长兼黟县徽黄旅游集团董事长，上任后有望充分利用黟县旅游资源，加速西递、宏村发展速度。
- **盈利预测与投资建议：**2019 年“五一”小长假延长后，对国内游形成有利催化。黄山乘索率高，索道业务营收一定程度冲抵门票降价带来的损失，山上酒店改建后经营效率持续提升，剥离玉屏房地产后亏损进一步减少。公司为国内对外投资开发步伐较快的景区公司，后续持续关注花山谜窟、太平湖和宏村的落地进度。调整 19/20 年盈利预测，新增 2021 年盈利预测，预计 19-21 年 EPS 分别为 0.68/0.71/0.71 元（原 19/20 年 EPS 为 0.72/0.75 元），对应 PE 分别为 17/16/16 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**景区客流增长低于预期；项目建设不及预期等。

财务数据及盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,784	1,621	1,707	1,796	1,887
同比增长率(%)	6.86	-9.13	5.31	5.21	5.07
净利润(百万元)	414	583	505	528	532
同比增长率(%)	17.59	40.68	-13.38	4.55	0.76
每股收益(元/股)	0.55	0.78	0.68	0.71	0.71
毛利率(%)	50.6	54.1	54.5	55.2	55.8
ROE(%)	10.0	14.3	9.7	9.6	8.8
市盈率	21	15	17	16	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,669	1,784	1,621	1,707	1,796	1,887
营业收入同比增长率 (yoy)	0.28%	6.86%	-9.14%	5.31%	5.21%	5.07%
减: 营业成本	826	881	743	777	804	833
毛利率 (%)	50.53%	50.63%	54.14%	54.50%	55.20%	55.80%
减: 税金及附加	41	36	27	29	30	32
主营业务利润	802	868	850	901	962	1,022
主营业务利润率 (%)	48.06%	48.64%	52.45%	52.78%	53.56%	54.16%
减: 销售费用	19	28	109	118	121	124
减: 管理费用	286	310	263	271	280	289
减: 财务费用	7	-5	2	-13	-17	-20
经营性利润	490	535	477	525	578	629
经营性利润同比增长率 (yoy)	14.47%	9.28%	-10.90%	10.11%	10.10%	8.82%
经营性利润率 (%)	29.34%	30.00%	29.41%	30.76%	32.18%	33.33%
减: 资产减值损失	6	26	-19	0	0	0
加: 投资收益及其他	23	88	307	140	120	80
营业利润	507	605	825	665	697	708
加: 营业外净收入	3	-7	-9	3	3	3
利润总额	510	598	815	668	700	711
减: 所得税	135	159	210	142	151	158
净利润	375	438	605	525	549	554
少数股东损益	23	24	23	20	21	21
归属于母公司所有者的净利润	352	414	583	505	528	532
净利润同比增长率 (yoy)	19.04%	17.60%	40.82%	-13.38%	4.55%	0.76%
全面摊薄总股本	747	747	747	747	747	747
每股收益 (元)	0.47	0.55	0.78	0.68	0.71	0.71
归属母公司所有者净利润率 (%)	21.09%	23.21%	35.94%	-	-	-
ROE	8.47%	10.00%	14.27%	9.70%	9.60%	8.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。