

Q3 盈利转正，静待客流恢复

黄山旅游 (600054.SH) 2020 年三年报点评

核心结论

事件：2020年1-9月公司实现营业收入4.54亿元，同比-63.33%，归母净利润-4,794万元，同比-114.27%。其中Q3实现营业收入2.54亿元，同比-50.21%，归母净利润4,049万元，同比-75.89%。

业绩低于预期，主要系景区客流恢复较慢。2020年Q1-Q3公司营业收入和归母净利润分别同比-63.33%/-114.27%，业绩整体低于预期，主要系疫情影响下景区客流恢复不及预期，1-9月进山人数同比-64.14%。单季度来看，Q3公司营收/归母净利润分别同比-50.21%/-75.89%，收入降幅环比收窄，利润由亏转盈，实现归母净利润4,049万元。

毛利率依旧承压，管理费用率大幅提升。2020年Q1-Q3公司毛利率为23.93%，同比下降33.36pct，主要是受景区各类促销活动叠加固定成本相对刚性影响；期间费用率为36.84%，同比增加18.22pct，其中管理费用率同比增加21.01pct，主要系收入下降而管理费用较为刚性，销售费用率/财务费用率分别同比下降1.45/1.33pct。

旅游市场回暖叠加公司多元化转型升级，景区客流有望进一步恢复。短期来看，随着国内疫情逐步好转，旅游市场也日渐回暖，据黄山风景区管委会，黄山景区中秋国庆假期8天共接待游客12.67万人，预计Q4景区客流环比将进一步恢复。中长期来看，公司“山水村窟”战略有序推进中，花山谜窟景区预计于年底营业，将带来新的收入增长。此外，黄山被纳入长三角高铁网络，便利的交通将极大扩展公司景区的客源圈。

投资建议：考虑到景区客流恢复较慢，我们下调公司20-22年盈利预测，预计公司20-22年EPS分别为0.08/0.39/0.45元，对应最新PE分别为103/21/18倍，维持“增持”评级。

风险提示：国内疫情反复风险，新项目推进不及预期。

公司评级 增持

股票代码 600054

前次评级 增持

评级变动 维持

当前价格 8.12

近一年股价走势



分析师

许光辉 S0800518080001

021-38584237

xuguanghui@research.xbmail.com.cn

相关研究

黄山旅游：短期受疫情影响较大，长期看外延整合进展—黄山旅游 (600054.SH) 2019 年年报点评 2020-04-28

黄山旅游：Q3 扣非利润下滑 9%，继续消化门票降价影响—黄山旅游 (600054.SH) 2019 年三季报点评 2019-10-29

黄山旅游：景区客流有所恢复，投资收益波动影响利润下滑—黄山旅游 (600054.SH) 1H19 半年报点评 2019-08-23

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,621	1,607	850	1,414	1,607
增长率	-9.1%	-0.9%	-47.1%	66.4%	13.7%
归母净利润 (百万元)	583	340	58	287	330
增长率	40.7%	-41.6%	-83.1%	398.7%	15.1%
每股收益 (EPS)	0.78	0.47	0.08	0.39	0.45
市盈率 (P/E)	10.4	17.4	102.9	20.6	17.9
市净率 (P/B)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1,785	1,801	1,941	2,045	2,207	营业收入	1,621	1,607	850	1,414	1,607
应收款项	90	57	30	50	57	营业成本	743	707	500	644	728
存货净额	26	29	21	28	31	营业税金及附加	27	26	14	23	26
其他流动资产	319	298	157	262	298	销售费用	109	105	42	92	104
流动资产合计	2,237	2,210	2,168	2,408	2,620	管理费用	263	304	229	247	281
固定资产及在建工程	1,683	1,716	1,702	1,759	1,846	财务费用	2	(8)	(12)	(12)	(15)
长期股权投资	36	41	41	41	41	其他费用/(-收入)	326	35	1	1	2
无形资产	183	177	172	166	161	营业利润	825	512	76	420	484
其他非流动资产	564	823	823	823	823	营业外净收支	(9)	(1)	10	11	12
非流动资产合计	2,467	2,757	2,739	2,790	2,872	利润总额	815	511	86	431	496
资产总计	4,703	4,968	4,906	5,198	5,492	所得税费用	210	147	25	124	143
短期借款	90	93	68	88	99	净利润	605	364	62	307	353
应付款项	25	22	11	19	22	少数股东损益	23	23	4	20	23
其他流动负债	291	227	156	200	227	归属于母公司净利润	583	340	58	287	330
流动负债合计	406	343	237	310	351						
长期借款及应付债券	3	3	3	3	3	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
其他长期负债	67	99	99	99	99	盈利能力					
长期负债合计	69	102	102	102	102	ROE	13.8%	7.5%	1.3%	6.0%	6.6%
负债合计	475	445	339	412	453	毛利率	54.1%	56.0%	41.1%	54.4%	54.7%
股本	747	729	729	729	729	营业利润率	50.9%	31.9%	9.0%	29.7%	30.1%
股东权益	4,228	4,523	4,567	4,786	5,039	销售净利率	35.9%	21.2%	6.8%	20.3%	20.6%
负债和股东权益总计	4,703	4,968	4,906	5,198	5,492	成长能力					
						营业收入增长率	-9.1%	-0.9%	-47.1%	66.4%	13.7%
						营业利润增长率	36.4%	-37.9%	-85.1%	450.3%	15.2%
						归母净利润增长率	40.7%	-41.6%	-83.1%	398.7%	15.1%
						偿债能力					
						资产负债率	10.1%	8.9%	6.9%	7.9%	8.2%
						流动比	5.5	6.4	9.1	7.8	7.5
						速动比	5.4	6.4	9.0	7.7	7.4
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	0.78	0.47	0.08	0.39	0.45
						BVPS	5.46	5.98	6.03	6.30	6.62
						估值					
						P/E	10.4	17.4	102.9	20.6	17.9
						P/B	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
						P/S	3.7	3.7	7.0	4.2	3.7

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。