

研究所

证券分析师：

赵越 S0350518110003
zhaoy01@ghzq.com.cn

旅游意愿高涨推动持续复苏，区域连片优势明显

——黄山旅游（600054）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
黄山旅游	8.5	22.6	5.4
沪深300	0.4	15.6	20.4

市场数据

	2020-09-18
当前价格（元）	9.99
52周价格区间（元）	7.08 - 10.03
总市值（百万）	7286.50
流通市值（百万）	7286.50
总股本（万股）	72937.94
流通股（万股）	72937.94
日均成交额（百万）	44.31
近一月换手（%）	22.80

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **“山水村窟”战略清晰，多元化旅游产品形成区域连片旅游核心竞争优势。**公司以核心景区黄山风景区为基石，坐拥世界文化与自然遗产，逐步建立并培育起太平湖、花山谜窟、西递宏村等重点景区，并围绕“山水村窟”核心与重点景区开发出众多各具特色的人文与自然景观。黄山区域景区布局完善，丰富了游客观光选择、拉长了游客逗留时间，有利于公司丰富景区门票多元化销售与游客引流，同时利于公司自由行及跟团游产品销售，促进旅游电商战略落地。
- **新增景点不断落地，增加门票收入来源。**年内多个酒店、小镇等改造提升项目有望投产，包括黄山风景区狮林精舍改造、排云楼宾馆改造、花山谜窟改造提升、花海艺境项目等，改造完成后，酒店吸引力与价格有望提升，门票收入来源亦有望增加。同时，太平湖漂浮旅游度假区、金龙山乡村微旅游等项目正式启动，在手储备项目陆续释放，有望持续增厚公司业绩。
- **高铁快速发展，景区区位优势明显。**高铁的建设规划将黄山市纳入长三角高铁网络，目前黄山已建成并运营合福高铁、杭黄高铁，吸引大量江浙沪闽客流。根据《黄山市铁路枢纽规划（2016-2040）》，到2025年建成昌景黄、池黄铁路，2030年建成阜六景、宿松-黄山-宣城铁路，2040年建成黄山至衢州、黄临杭直径线，高铁使得黄山得以进入各大城市都市圈，华东规模较大、消费能力较高的高端客流将随着高铁的建设逐步被吸引至公司景区。
- **景区游客上限提升至75%，季度环比有望持续改善。**文旅部日前印发《关于做好2020年国庆节、中秋节假期旅游景区开放管理工作的通知》，旅游景区接待游客量要求提升至不超过景区最大承载量的75%。景区游客承载量上限由复产复工初期的30%，到暑期前调增至50%，再到此次的75%，叠加“十一”黄金周超长8天假期带来的出游需求爆发，国内景区将迎来年内游客客流高峰。我们认为，公司运营的景区作为国内热门旅游目的地之一，有望受益于景区客流量上限的放宽。Q2单季公司实现营业收入1.3亿元，环比Q1增长86%，单季归母净利润亏损约1100万元，环比Q1大幅减亏约6600万元。在国内旅游景气度持续快速恢复的背景下，加之旅游旺季影响，我们预计公司Q3业绩有望出现继续环比改善。
- **首次覆盖，给予公司“增持”评级：**我们看好公司得天独厚的景区

资源优势，区域、连片化景点整合与打造有助于公司推出更为丰富的旅游产品。随着国内疫情的平稳控制，景区游客上限逐步放宽，暑期及“十一”黄金周出游意愿和景气度持续高涨，看好公司业绩 Q3 环比改善。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.04、0.45 和 0.47 元/股，对应当前股价 PE 分别为 230.55、22.32 和 21.08 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

- **风险提示:** 国内疫情反复或加重风险; 公司新项目推进不达预期风险; 气象条件恶劣影响山岳旅行风险。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	1607	971	1889	2010
增长率 (%)	-1%	-40%	94%	6%
归母净利润 (百万元)	340	32	326	346
增长率 (%)	-42%	-91%	933%	6%
摊薄每股收益 (元)	0.47	0.04	0.45	0.47
ROE (%)	7.52%	0.69%	6.66%	6.56%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：黄山旅游盈利预测表

证券代码:	600054.SH		股价:	9.99	投资评级:	增持	日期:	2020-09-18	
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					每股指标				
ROE	8%	1%	7%	7%	EPS	0.47	0.04	0.45	0.47
毛利率	56%	41%	47%	47%	BVPS	5.98	6.02	6.46	6.93
期间费率	27%	38%	28%	28%	估值				
销售净利率	21%	3%	17%	17%	P/E	21.42	230.55	22.32	21.08
成长能力					P/B	1.67	1.66	1.55	1.44
收入增长率	-1%	-40%	94%	6%	P/S	4.53	7.50	3.86	3.62
利润增长率	-42%	-91%	933%	6%					
营运能力					利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
总资产周转率	0.32	0.20	0.35	0.35	营业收入	1607	971	1889	2010
应收账款周转率	28.02	28.02	28.02	28.02	营业成本	707	570	1001	1062
存货周转率	24.07	24.07	24.07	24.07	营业税金及附加	26	16	31	33
偿债能力					销售费用	105	82	159	169
资产负债率	9%	8%	9%	9%	管理费用	304	291	357	380
流动比	6.44	7.21	6.90	7.60	财务费用	(8)	(18)	(20)	(22)
速动比	6.36	7.13	6.79	7.49	其他费用/(-收入)	35	12	102	102
					营业利润	512	43	463	491
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业外净收支	(1)	2	2	2
现金及现金等价物	1801	2041	2199	2516	利润总额	511	45	465	493
应收款项	57	35	67	72	所得税费用	147	11	116	123
存货净额	29	24	43	45	净利润	364	34	349	370
其他流动资产	322	195	379	403	少数股东损益	23	2	23	24
流动资产合计	2210	2294	2688	3037	归属于母公司净利润	340	32	326	346
固定资产	1507	1431	1360	1292					
在建工程	209	209	209	209	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
无形资产及其他	177	177	271	365	经营活动现金流	426	248	285	449
长期股权投资	41	41	41	41	净利润	364	34	349	370
资产总计	4968	4977	5392	5767	少数股东权益	23	2	23	24
短期借款	1	1	1	1	折旧摊销	128	81	77	77
应付款项	93	77	136	144	公允价值变动	(2)	0	0	0
预收帐款	22	13	25	27	营运资金变动	(86)	180	(307)	(41)
其他流动负债	227	227	227	227	投资活动现金流	(287)	75	72	68
流动负债合计	343	318	390	400	资本支出	(32)	75	72	68
长期借款及应付债券	3	3	3	3	长期投资	(6)	0	0	0
其他长期负债	99	99	99	99	其他	(249)	0	0	0
长期负债合计	102	102	102	102	筹资活动现金流	100	(0)	(3)	(3)
负债合计	445	420	491	501	债务融资	1	0	0	0
股本	729	729	729	729	权益融资	18	0	0	0
股东权益	4523	4557	4901	5266	其它	81	(0)	(3)	(3)
负债和股东权益总计	4968	4977	5392	5767	现金净增加额	239	323	353	514

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【研究小组介绍】

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事社服、环保行业及上市公司研究。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

【分析师承诺】

赵越，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。