

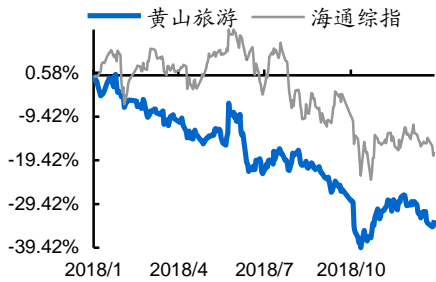
投资评级 **优于大市** 首次覆盖

杭黄高铁打开客流空间, 供需共振转型度假游

股票数据

01月14日收盘价(元)	9.68
52周股价波动(元)	8.46-14.57
总股本/流通A股(百万股)	747/513
总市值/流通市值(百万元)	7234/4969

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.9	-2.1	6.4
相对涨幅(%)	-0.8	2.2	9.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 陈扬扬

Tel: (021) 23219671

Email: cyy10636@htsec.com

证书: S0850518070002

分析师: 汪立亭

Tel: (021) 23219399

Email: wanglt@htsec.com

证书: S0850511040005

投资要点:

● **杭黄高铁开通, 黄山客流量有望突破前期瓶颈。** 高铁途径杭州富阳、桐庐、建德、千岛湖、三阳、绩溪北、歙县北、黄山北, 以“之”字形串起“名城(杭州)名湖(西湖、千岛湖)名江(富春江、新安江)名山(黄山)”的黄金旅游线, 本身即以“最美高铁线”吸引游客; 同时显著缩短江浙沪主要城市往返黄山时空距离—杭州/上海/南京至黄山最快各1小时26分钟、2小时26分钟和3小时24分钟可达, 且班次增至每天10班以上(南京、无锡、常州、镇江、温州、湖州、武汉、西安等原先无直达高铁), 预计将显著拉动江浙沪等地客源, 不仅驱动更高利润增速, 且利于平衡季节性, 对游客体验及景区管理均有正面意义。

● **中长期视角, 拉伸游客消费深度提升客单价将驱动黄山成为“山岳型景区”转型标杆。** 依托世界文化与自然双遗产的资源优势, 背靠长三角, 又搭上合福高铁、杭黄高铁陆续开通; 客流量及客源消费实力均占优的条件下, 真正的挑战和机会在于通过提供优质增量服务, 挖掘游客增量价值, 提高客单价。 在前期“组织、薪酬、考核、激励、内控”五大体系改革后, 公司重点进行山内改造与山下拓展: ① **山内改造:** 山上酒店错位发展(已改造西海饭店, 未来升级狮林红庙为一价全包的高山轻奢度假酒店, 打造排云楼为背包客酒店等)、开发东黄山、研发山上特色主题游。② **“走下山走出去”:** 包括一水一窟一村一镇, 目前已收购太平湖并开始花山谜窟一期项目建设。

● **如何看待市场普遍担忧的降价风险?** 门票降价的好处除了即时的客流刺激作用, 更可以激发周边服务产业消费潜力—西湖2002年免票后客流增速持续高位以及对西湖区旅游收入贡献即为案例, 而黄山自2018年9月28日降价后10月客流增长20%。人均消费是更长期而持久的驱动力, 而且是非门票消费; 黄山酒店与索道客单价从10年以上的历史数据来看提升显著。此外公司收入更多元和均衡, 且索道为利润贡献主体(2017年门票/索道/酒店/旅行社收入各占13%、28%、35%、22%; 索道毛利占比46%), 从而对门票降价更具抵抗力。

● **盈利预测与估值。** 测算2018-20年间公司收入各下滑1%、增长9%、增长8%至17.6、19.3、20.7亿元, 归母净利各增长34%、降低18%、增长14%至5.6/4.6/5.2亿元, **扣非净利分别降低4%、增长37%、增长14%至3.3、4.6、5.2亿元; 2018-20年EPS各0.74/0.61/0.69元/股。参考可比公司和历史估值, 给予公司2019年18-22倍PE, 合理价值区间10.97-13.40元/股, 首次覆盖给予“优于大市”评级。**

● **风险提示。** 宏观: 宏观经济下滑风险, 恶劣天气风险; 行业: 门票持续降价风险; 公司: 高铁拉动客流效果不及预期、“走下山走出去”进展不及预期。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1669.34	1783.91	1760.15	1927.01	2073.66
(+/-)YoY(%)	0.28%	6.86%	-1.33%	9.48%	7.61%
净利润(百万元)	352.11	414.06	555.17	455.26	518.57
(+/-)YoY(%)	19.04%	17.60%	34.08%	-17.99%	13.91%
全面摊薄EPS(元)	0.47	0.55	0.74	0.61	0.69
毛利率(%)	50.52%	50.63%	53.60%	53.18%	53.90%
净资产收益率(%)	8.47%	10.00%	11.83%	8.84%	9.15%

资料来源: 公司年报(2016-2017), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 外部条件改善：杭黄高铁与降价拉动客流	5
1.1 “最美高铁线”自身有强大的引流能力	5
1.2 交通便利有望刺激客流增长并平滑淡旺季	6
1.2.1 江浙沪等高消费能力城市往返黄山便捷性大幅提高	6
1.2.2 淡旺季平滑增强游客体验，提升公司整体盈利	7
2. 中长期视角：走下山走出去，山岳型景区的转型标杆	8
2.1 前提：机制体制改革阶段性完成是山内改造与山外拓展前提	8
2.2 丰富产品供给，观光游向休闲游转型	9
2.2.1 升级改造山上酒店及产品，提高非门票收入	9
2.2.2 山外拓展：“一水一窟一村一镇”	10
3. 风险分析：门票降价将吸引客流，激发潜在消费机会	11
3.1 门票降价吸引客流，通过增量服务拉伸游客消费深度	11
3.2 客单价提升是容易被忽视的中长期因素	11
3.3 业务多元化增强抗风险能力，索道为利润贡献主体	13
4. 盈利预测与估值	15
4.1 预计 2018-20 年 EPS 各 0.74、0.61、0.69 元/股	15
4.2 估值：按 2019 年 18-22 倍 PE，给予 10.97-13.40 元合理价值区间	17
5. 风险提示	18
财务报表分析和预测	19

图目录

图 1	杭黄高铁开通前后“上海-黄山”路径线路对比（开通前路线以 G1509 车次为例）	..5
图 2	2015 年下半年京福高铁开通	.....7
图 3	京福高铁开通对黄山游客量影响	.....7
图 4	旺季客流 60%以上利润近 90%（以 2017 年为例）	.....7
图 5	2013-2017 内部机制体制改革进度	.....9
图 6	黄山旅游近年来费用控制成效显著	.....9
图 7	黄山旅游“走下山走出去”项目之太平湖	.....11
图 8	黄山旅游“走下山走出去”项目之花山谜窟	.....11
图 9	2002 年西湖免票带来入境旅游人次增速提升	.....11
图 10	黄山旅游 2018 年 9 月 28 日门票降价后客流增长	.....11
图 11	2004-2017 年黄山旅游客流与客单价拆分	.....12
图 12	2013-2017 年间黄山旅游游客人均毛利（元/人）	.....12
图 13	2013-2017 年间黄山旅游游客人均净利分析（元/人）	.....12
图 14	2006-2017 年间黄山旅游人均酒店消费	.....13
图 15	2006-2017 年间黄山旅游人均索道消费	.....13
图 16	2004-2017 年间黄山旅游人均旅游服务消费	.....13
图 17	2004-2017 年间黄山旅游人均门票分成贡献	.....13
图 18	黄山旅游游客乘索率逐年提升	.....13
图 19	各大景区收入结构对比（以 2017 年为例）	.....14
图 20	各大景区毛利润结构对比（以 2017 年为例）	.....14
图 21	黄山旅游历史 PE 趋势	.....17

表目录

表 1	杭黄高铁沿线特色景区	5
表 2	杭黄高铁开通前后路线对比	6
表 3	2010 至今淡旺季已趋于平衡	8
表 4	黄山旅游 2017 年以来加快剥离非旅游业务、专注主业改造提质增效	10
表 5	黄山旅游 2016 年以来“走出去”关键项目及时间点	10
表 6	黄山旅游索道为利润贡献主体，且呈现上升趋势	15
表 7	黄山旅游收入分部门预测	16
表 8	黄山旅游利润表主要指标预测	16
表 9	2019 年相关公司 PE 估值（倍）和 PEG	17

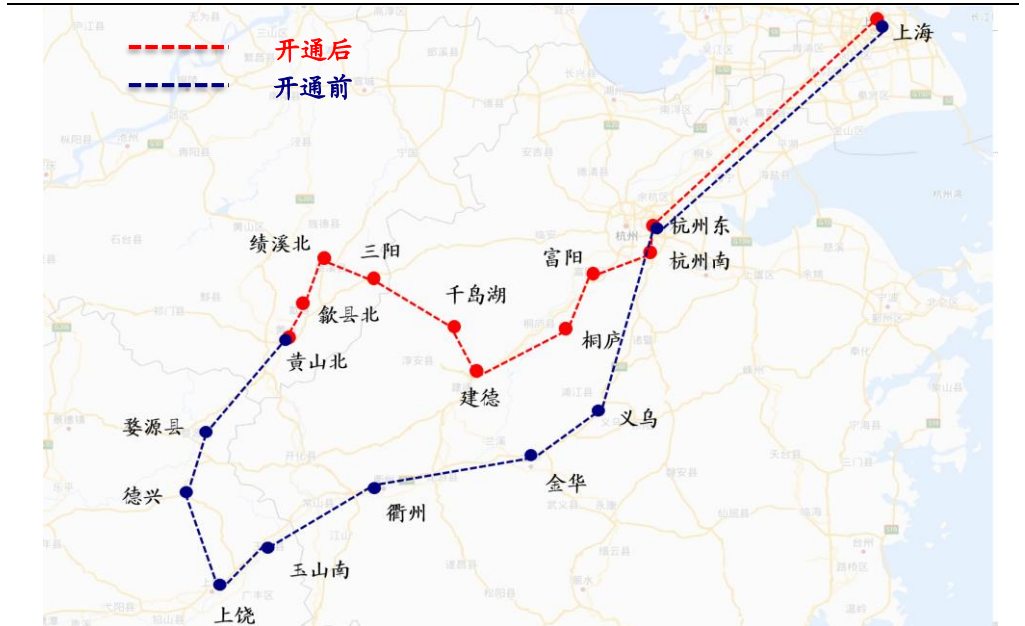
1. 外部条件改善：杭黄高铁与降价拉动客流

杭黄高铁途径杭州富阳、桐庐、建德、千岛湖、三阳、绩溪北、歙县北、黄山北，以“之”字形串起“名城（杭州）名湖（西湖、千岛湖）名江（富春江、新安江）名山（黄山）”的黄金旅游线，本身即以“**最美高铁线**”吸引游客；同时将显著缩短江浙沪主要城市往返黄山时空距离——杭州上海南京至黄山最快各1小时26分钟、2小时26分钟和3小时24分钟可达，且班次增至每天10班以上（南京、无锡、常州、镇江、温州、湖州、武汉、西安等原先无直达高铁），预计将显著拉动江浙沪等地客源，不仅驱动更高利润增速，且利于平衡季节性，对游客体验及景区管理均有正面意义。

1.1 “最美高铁线”自身有强大的引流能力

杭黄高铁不仅缩短周边游客往返黄山的距离，而且串联起了世界级的黄金旅游线。开通后，杭州、上海等往返黄山路程缩短，但也并非一条直线而是一条“之”字形的折线；根据负责人张必武介绍，这样的走向主要就是为了经过千岛湖地区，从而杭黄高铁才能到达富春江、新安江和千岛湖景区，对于旅游的拉动作用非常大，真正串起“名城（杭州）名湖（西湖、千岛湖）名江（富春江、新安江）名山（黄山）”的世界级黄金旅游线。

图1 杭黄高铁开通前后“上海-黄山”路径线路对比（开通前路线以G1509车次为例）



资料来源：百度地图，海通证券研究所

全线途经7个5A级景区，50多个4A级景区，10多个国家级森林公园；本身有诸多强大IP吸引全国游客前往观光与度假。

表1 杭黄高铁沿线特色景区

停靠站	景区	特色	景点、休闲娱乐活动	特色美食
始发站	西湖	杭州城市名片：苏堤、雷峰塔、断桥	西湖游船、印象西湖《最忆是杭州》	西湖醋鱼
始发站	乌镇	十大魅力名镇：西栅、东栅、乌村	手摇船、乌镇戏院	太湖白水鱼、青团、定胜糕
千岛湖	千岛湖	国家森林公园：黄山尖、梅峰岛	游船、环湖骑行	千岛湖鱼头
黄山北	古徽州文化旅游区	徽文化发源地	徽州古城、牌坊群、呈坎	
黄山北	黄山	西海大峡谷、光明顶、迎客松等	温泉、观日出日落云海、黄山小火车	毛豆腐、臭鳃鱼、黄山烧饼
黄山北	西递宏村	“世界上最美的村庄”	南湖、月沼、徽派三雕、凌云阁	
歙县北	新安江山山水画廊	徽文化与自然风光的完美结合	捕鱼、游船	
绩溪北	徽杭古道	体育旅游十佳路线	徒步	胡适一品锅、火烧冬笋

资料来源：携程网，海通证券研究所

有一种担忧是分流,即假设上海出发的游客,可能会在千岛湖或者富春江等处停留。但**我们认为联动效应大于分流效应**:黄山是这条线上唯一的山岳风光,且以黄山为中心的古徽州文化旅游区(呈坎、西递宏村等)加强其独特性及历史文化吸引力;且游客即便从千岛湖下站,仍可以在结束后继续名城-名湖-名江-名山的旅游行程。此外,杭黄高铁还与京福高铁联通,合肥除可直达黄山外,还可直接抵达此条线上其他目的地,比如千岛湖。这反而**有可能带来“溢出效应”**:即原本北京、合肥等地高铁前来目标打卡“千岛湖”,但由于交通方便会同时游览黄山等古徽州文化旅游区。

2018年9月17日,携程举办以“下一站美好旅行”为主题的发布会,并上线“高铁游”频道—在实现高铁沿线城市全覆盖的同时,还将提供目的地城市酒店、景点、旅游线路、当地玩乐等一揽子产品预订服务,并一站式地满足消费者“乘着高铁去旅行”的需求。携程联合创始人及董事局主席梁建章表示:长期来看,高铁游将占国内旅游的1/5;**展望2025年“八纵八横”落成将带动超15亿人次高铁游,若价格市场化且配套措施完善,按人均消费1000元计算则对应1-2万亿元规模的“高铁游”市场规模。**

1.2 交通便利有望刺激客流增长并平滑淡旺季

1.2.1 江浙沪等高消费能力城市往返黄山便捷性大幅提高

我们通过上海发布的后续杭黄高铁时刻表进行详细对比,发现杭黄高铁大大压缩江浙沪等城市至黄山间的时空距离。(1)**耗时对比:杭州、上海、南京至黄山,最快分别只需要1小时26分、2小时26分、3小时24分可达,并将与沪昆、杭甬、宁杭、合福、昌景黄等多条已运营或规划建设的高铁线相连;**而此前,杭州至黄山需要途经:义乌、金华、衢州、玉山、上饶、德兴、婺源(图1:以G1509为例),从9:49-13:15,全程近3.5小时;若从上海出发则耗费约4.5小时、南京甚至没有直达高铁。(2)**班次对比:即便不加原先的班次,杭黄高铁开通后每天从上海、杭州往返黄山的班次分别增加了12班和29班;**而此前除上海、杭州每天有2班,衢州每天有1班高铁动车车次往返黄山,其他江浙沪地区城市仅有火车或无直达列车,交通较为不便。

表2 杭黄高铁开通前后路线对比

往返城市		缩短幅度 (%)	最短用时			平均用时			班次分析		
			缩短时间	开通后	开通前	缩短时间	开通后	开通前	开通后班次	增加班次	开通前班次
上海	G/D有直达	40%	01:40	02:28	04:08	01:29	02:51	04:20	14	12	2
杭州	G/D有直达	53%	01:36	01:26	03:02	01:24	01:50	03:14	31	29	2
南京	G/D无T/K有直达	41%	02:20	03:24	05:44				3	3	
衢州	G/D有直达	26%	00:34	01:37	02:11	00:34	01:37	02:11	2	1	1
无锡	G/D/T/K无直达	34%	01:40	03:11	04:51				3	3	
常州	G/D无TK有直达	9%	00:20	03:30	03:50	00:08	03:53	04:02	3	3	
苏州	G/D/T无K有直达	28%	01:08	02:58	04:06	01:05	03:09	04:14	3	3	
镇江	G/D/T/K无直达	13%	00:34	03:49	04:23				1	1	
温州	G/D/T/K无直达	21%	01:06	04:07	05:13				1	1	
湖州	G/D/T/K无直达	52%	02:29	02:19	04:48				2	2	
丽水	G/D/T/K无直达			04:29					1	1	
武汉	G/D/T/K无直达	4%	00:12	04:18	04:30				4	4	
西安	G/D/T/K无直达	14%	01:17	07:55	09:12				1	1	

资料来源:携程,上海发布公众号,海通证券研究所

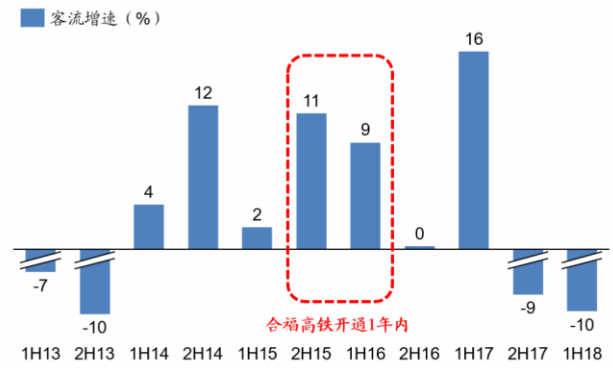
高铁对客流拉动作用显著:2015年6月28日开通京福高铁,当年下半年进山人数实现11%的增长。(合福高铁是京福高铁的一部分,沟通安徽到福建沿海,途经安徽、江西、福建三省,经停长临河、巢湖东、无为、铜陵北、南陵、泾县、旌德、绩溪北、歙县北、黄山北、婺源、上饶、武夷山北、南平北、古田北、福州等22个车站)。甚至交通是天气以外影响客流的**最大因素**—2016年厄尔尼诺、2017年拉尼娜接连极端天气也是近年客流疲软的重要原因之一;2018年黄金周期间,华东片区天气普遍较好,黄山等地客流实现2位数增长。

图2 2015 下半年京福高铁开通



资料来源：网易新闻，海通证券研究所

图3 京福高铁开通对黄山游客量影响



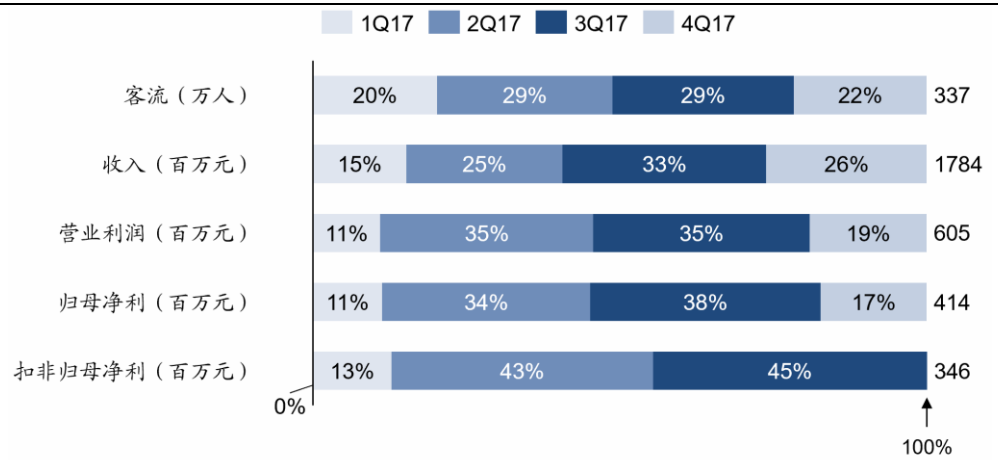
资料来源：数据黄山 App，海通证券研究所

1.2.2 淡旺季平滑增强游客体验，提升公司整体盈利

淡旺季是景区建设乃至整个旅游的最大问题。4-10月期间，旺季客流过多，这样不仅损害游客体验，对景区来说存在秩序管理、接待服务乃至生态保护的压力。另一方面，11-3月份期间，游客较少，旅游资源、接待服务设施大量闲置无法产生效益。且由于景区运营成本相对固定，在淡季几乎没有盈利。除了制度上“带薪休假”，“2.5天灵活休假”制度，交通的便利性帮助也很大——理论上来说旅游的时间成本包括交通时间和目的地休闲时间，交通便利性提升将缩短游客在往返交通中的时间成本。

以2017年为例：二三季度客流占比近60%，而扣非归母净利占比高达88%；淡季反之。

图4 旺季客流60%以上利润近90%（以2017年为例）



资料来源：公司季报（2017），海通证券研究所

但从趋势上看，这种淡旺季不平衡的矛盾趋于缓和。倒回到2011年，二三季度客流合计66%，归母净利合计占比100%。

表 3 2011-2017 淡旺季已趋于平衡

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
客流量 (万人)	274	301	275	297	318	330	337
Q1	35	37	41	42	47	62	68
Q2	85	95	82	86	84	79	96
Q3	95	95	85	102	119	112	99
Q4	59	74	66	68	70	77	73
Q1 占比 (%)	12.7	12.2	15.1	14.2	14.6	18.9	20.2
Q2 占比 (%)	30.9	31.7	29.8	28.8	26.3	24.0	28.6
Q3 占比 (%)	34.7	31.4	31.0	34.2	37.3	33.9	29.5
Q4 占比 (%)	21.6	24.6	24.1	22.8	21.8	23.2	21.7
收入 (百万元)	1601	1841	1294	1490	1665	1669	1784
Q1	175	190	242	219	216	301	272
Q2	502	559	453	403	440	431	454
Q3	561	657	503	489	567	503	592
Q4	363	436	95	379	442	435	466
Q1 占比 (%)	10.9	10.3	18.7	14.7	13.0	18.1	15.2
Q2 占比 (%)	31.4	30.4	35.0	27.1	26.5	25.8	25.5
Q3 占比 (%)	35.0	35.7	38.9	32.8	34.1	30.1	33.2
Q4 占比 (%)	22.7	23.7	7.4	25.5	26.5	26.0	26.1
扣非归母净利 (百万元)	257	234	142	219	294	328	346
Q1	-1	-2	-2	13	13	58	44
Q2	140	141	74	99	108	116	147
Q3	119	121	84	101	166	150	155
Q4	-1	-27	-13	7	7	3	0
Q1 占比 (%)	-0.5	-0.8	-1.7	5.8	4.4	17.8	12.8
Q2 占比 (%)	54.5	60.4	52.0	45.1	36.8	35.5	42.6
Q3 占比 (%)	46.2	51.9	59.1	45.9	56.3	45.8	44.6
Q4 占比 (%)	-0.3	-11.4	-9.4	3.1	2.5	0.9	0.0

资料来源：公司季报 (2011-2017)，海通证券研究所

2. 中长期视角：走下山走出去，山岳型景区的转型标杆

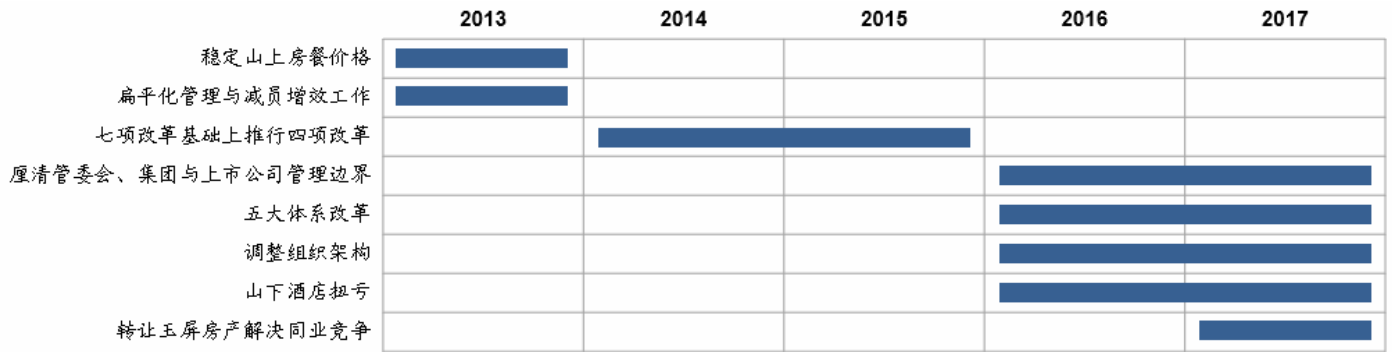
中长期视角下，我们认为拉伸游客消费深度提升客单价将驱动黄山成为“山岳型景区”转型标杆。依托世界文化与自然双遗产的资源优势，背靠长三角，又搭上合福高铁、杭黄高铁陆续开通；我们认为客流量及客源消费实力均占优的条件下，真正的机会和挑战在于通过提供优质增量服务，挖掘游客的增量价值，从而提高客单价。在前期“组织、薪酬、考核、激励、内控”五大体系改革后，公司重点进行山内改造与山下拓展：①山内改造：山上酒店错位发展（已改造西海饭店，未来升级狮林红庙为一价全包的高山轻奢度假酒店，打造排云楼为背包客酒店等）、开发东黄山、研发山上特色主题游。②“走下山走出去”包括一水一窟一村一镇，目前已收购太平湖并开始花山谜窟一期项目建设。

2.1 前提：机制体制改革阶段性完成是山内改造与山外拓展前提

自 2013 年起，公司分阶段进行内部机制体制改革：（1）2013 年：引入电商机构加大网络订房力度，力求稳定山上酒店房餐价格；并减少少数职级、优化结构，推进扁平化管理和减员增效工作。（2）2014 年：推进“营销、投融资、绩效考核、管理与用人、财务、内控、经营管理”七项改革。（3）2015 年：在七项改革基础上推行“考核模式、薪酬制度、用人制度、监控制度”四项改革。（4）2016-2017 年：①逐步厘清黄山风景区管委会、黄山旅游集团公司和黄山旅游股份公司的管理关系，明晰了三者的管理边界，强化了公司人事管理的自主权；②围绕“组织、薪酬、考核、激励、内控”五大体系改革，

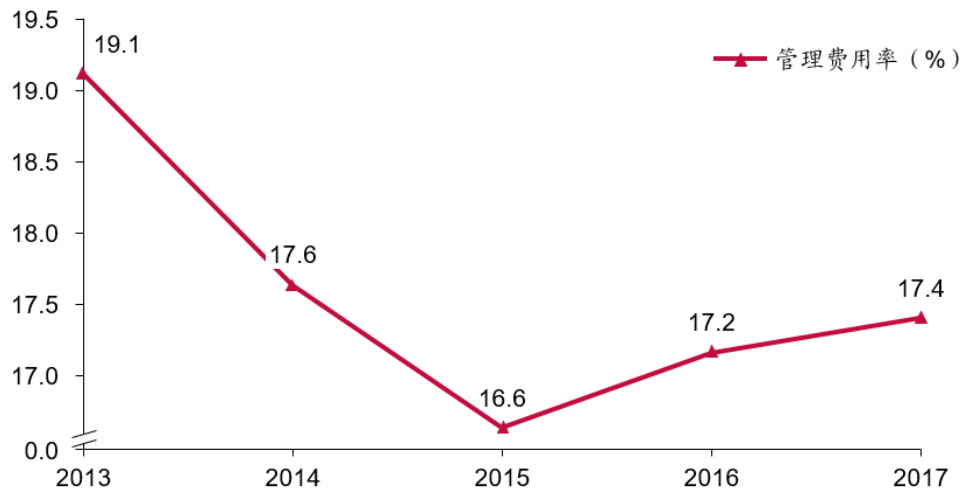
顶层设计全面完成,各项改革措施陆续落地。值得一提五大体系改革中,对管理层激励于2017年4月取得了突破,公司通过高管绩效考核办法。依据考核定高管标准绩效奖金和致胜绩效奖金。其中,超额利润奖受益对象包括高管和总部员工,首先提取超额利润的20%(上限)作为超额利润奖总额,再按照4:6分配给高管和总部员工。③根据公司发展需要,及时调整组织架构,2016年设立战略发展部,2017年加速构建集公司及下属经营单位管理为一体的综合服务管理平台。④围绕山下酒店减亏扭亏为目标,打好减亏扭亏攻坚战(以黄山轩辕国际大酒店为试点)。⑤2017年完成玉屏房产股权转让工作,提前解决与集团公司同业竞争问题。

图5 2013-2017 内部机制体制改革进度



资料来源:公司年报(2003-2017),海通证券研究所

图6 黄山旅游近年来费用控制成效显著



资料来源:公司年报(2013-2017),海通证券研究所

2.2 丰富产品供给, 观光游向休闲游转型

2.2.1 升级改造山上酒店及产品, 提高非门票收入

未来山内产品供应的升级主要体现在3点:①山上酒店错位发展;②开发东黄山,扩大景区承载量丰富旅游产品及体验;③山上特色主题游如研学旅游(古徽州文化)、夏季嘉年华(观夜空、星空帐篷)、冬游黄山(温泉冬雪等)。

公司已经于2017年9月出售房地产业务专注旅游主业(表4),并逐步对山上酒店进行升级改造,错位发展—排云楼欲打造类青年旅社的背包客酒店、狮林红庙将升级为一价全包的高山轻奢度假酒店、北海及玉屏楼宾馆将改造为高山度假型酒店、西海山庄和白云宾馆定位高山特色精品酒店等。山顶住宿的升级改造是增强游客体验的重要一环,并在提高服务价值的时候,挖掘单个客流的增量价值,即提高非门票收入(图14:2006-2017年间黄山旅游人均酒店消费)。

表 4 黄山旅游 2017 年以来加快剥离非旅游业务、专注主业改造提质增效

类型	时间	项目详情	备注
出售非主业资产	2017-9-8	协议转让玉屏房产 100% 股权给集团公司	转让价格 2.2 亿元
改造提质增效	2018-12-25	投资 6800 万元对排云楼宾馆进行综合改造, 建设期 10 个月	预计投资回收期 3 年
	2018-10-18	投资 2800 万元改造狮林精舍项目, 项目建设期 15 个月	预计投资回收期约 9 年
	2018-4-12	北海宾馆改造原为 2015 年定增项目, 计划使用 3 亿元对其进行整治改造	项目延期, 预计 2018 年下半年开工
	2016-1-29	以 1480 万元对西海山庄 A 区升级改造, 项目建设期半年	预期投资回收期 5.5 年

资料来源:《黄山旅游关于协议转让全资子公司 100% 股权及签署《股权转让协议》的关联交易公告》、《黄山旅游关于投资建设排云楼宾馆综合改造项目的公告》、《黄山旅游关于投资建设狮林精舍改造项目的公告》、《黄山旅游关于募集资金投资项目建设延期的公告》、《黄山旅游关于投资建设黄山西海山庄 A 区升级改造项目的公告》, 海通证券研究所

开发东黄山主要内容为黄山风景区内的东海景区开发和黄山风景区外的谭家桥国际旅游小镇建设。《黄山风景名胜区东海景区详细规划(评审稿)》已通过省住建厅专家论证, 并通过公示期(2017 年 2 月 24-25 日通过省住建厅专家论证, 同年 3 年月底通过公示)。根据规划, 东海景区规划面积约为 44.52 平方公里, 共设置景点 61 个。目前 90% 游客进山游览线路是从南大门出入口从而造成拥堵且汤口镇建筑与旅游服务密度大带来管理无序等难题, 开发东黄山之后, 预计东门出入口将有效分流南门压力; 东黄山的开发同时有效扩大景区承载量, 丰富景区旅游产品。

2.2.2 山外拓展: “一水一窟一村一镇”

为了拉伸游客消费深度, 公司提出“走下山走出去”的发展战略。目前包括: 一水一窟一村一镇, 即太平湖、花山谜窟、徽州古村落、谭家桥国际旅游小镇(小镇是东黄山开发规划的一部分, 同样以政府为实施主体)。公司已经完成收购太平湖, 并已经签订合作协议预计将启动项目规划及建设工作。太平湖位于黄山市黄山区西北部, 介于黄山、九华山之间, “一湖担两山”, 形成“两江一湖”的黄金旅游区域。花山谜窟是公司继收购太平湖之后又一战略性举措, 意味着公司由观光游向休闲度假体验旅游转型的探索性项目。花山谜窟分 2 期改造, 目标是将景区建设成以景区夜游为特色, 以石窟休闲为核心的休闲度假旅游目的地。一期项目包括 3 大片: 打开西大门、提升核心区、整治小草原; 具体建设项目包括旅游配套及公共服务设施提升、石窟灯光优化提升、夜游产品打造及户外运动项目的导入。徽州古村落之一的宏村项目已完成前期商谈, 正按计划稳步推进。投资回报方面: 预计 5 年收回成本, 预计核心景区“日游+夜游”年接待总人次从 20 万增长至 125 万, 户外运动板块年接待总人数达 52 万。

表 5 黄山旅游 2016 年以来“走出去”关键项目及时间点

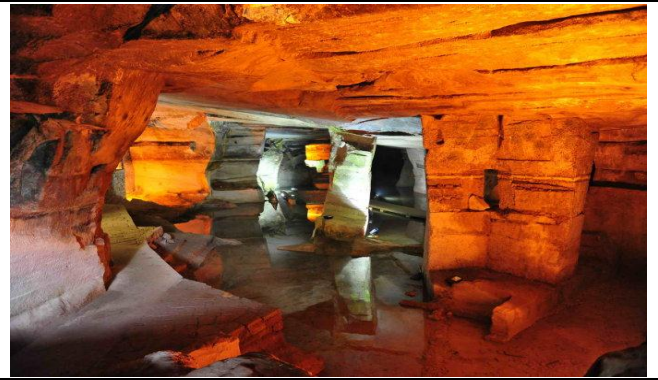
项目	时间	项目概况
太平湖	2016-11-16	与黄山区政府签署《太平湖项目合作框架协议》, 推进“两山一湖”发展战略
宏村	2016-11-25	与中坤旅游等签订《合作框架协议》, 就旗下宏村、南屏等宏村项目开展合作(但后续未有更新进展)
太平湖	2018-6-29	以 1.12 亿元受让太平湖 56% 股权, 并与国资委签《产权交易合同》
花山谜窟	2018-10-18	通过《投资建设花山谜窟提升工程(1 期)项目议案》, 预计投资总额 3.83 亿元

资料来源:《黄山旅游发展有限公司关于签订合作框架协议的公告》、《黄山旅游发展股份有限公司关于受让黄山太平湖文化旅游有限公司部分股权进展情况的公告》、《黄山旅游发展有限公司关于控股子公司投资建设花山谜窟景区提升工程(一期)项目的公告》, 海通证券研究所

太平湖与花山谜窟:

图7 黄山旅游“走下山走出去”项目之太平湖


资料来源: ZOL 论坛, 海通证券研究所

图8 黄山旅游“走下山走出去”项目之花山谜窟


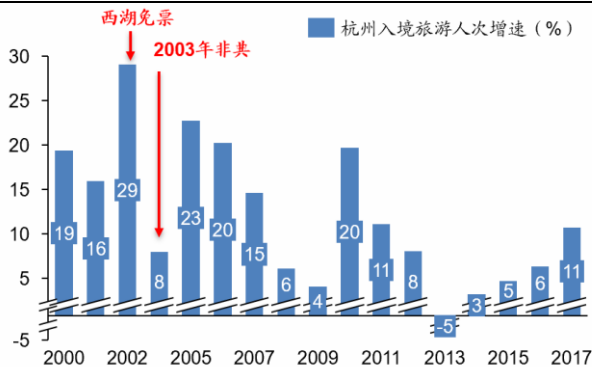
资料来源: 新浪博客, 海通证券研究所

3. 风险分析: 门票降价将吸引客流, 激发潜在消费机会

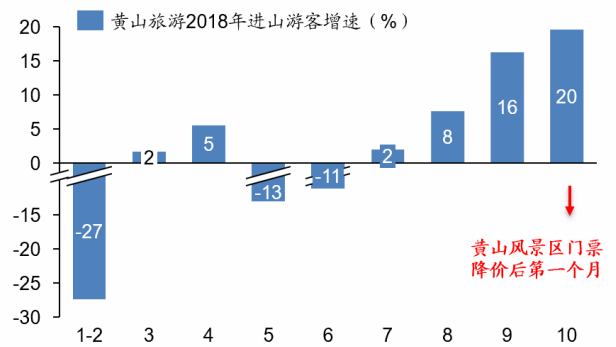
2018 年总理讲话中提出: 创建全域旅游示范区, 降低重点国有景区门票价格后, 截至 2018 年 10 月全国已有 981 个景区免票或者降价。我们对此的观点是: 降价将吸引客流, 拉伸消费深度, 促进业务多元化发展。

3.1 门票降价吸引客流, 通过增量服务拉伸游客消费深度

降价的正向作用有 2 点: ①**即时的客流刺激作用**; ②**巨大的流量意味着潜在的周边服务产业消费机会**。以杭州西湖为例: 作为杭州城市名片, 自 2002 年 10 月起西湖开始免门票并成为第一个不收门票的 5A 级风景区。从下图我们看到, 西湖免门票对客流的吸引作用相当显著, 2002 年、2005 年、2006 年分别同比增长 29%、23%、20% (2003 年非典疫情导致阶段性低增长乃至负增长); 且汹涌而来的人流带动了杭州整个第三产业的高速发展, 包括住宿、购物、交通、餐饮等。其实我们从公司 2018 年 9 月 28 日降价以来 (根据安徽省物价局, 自 2018 年 9 月 28 日起黄山旅游旺季门票价格从 230 元降至 190 元), 黄山旅游的游客量数据也可以看出降价对客流的正向刺激作用: **7-10 月黄山风景区客流各增 2%/8%/16%/20%**, 而 **2017 年同期增速各为 10%/6%/31%/9%**, 我们认为 10 月高增长反映降价对客流的提振作用逐步体现。

图9 2002 年西湖免票带来入境旅游人次增速提升


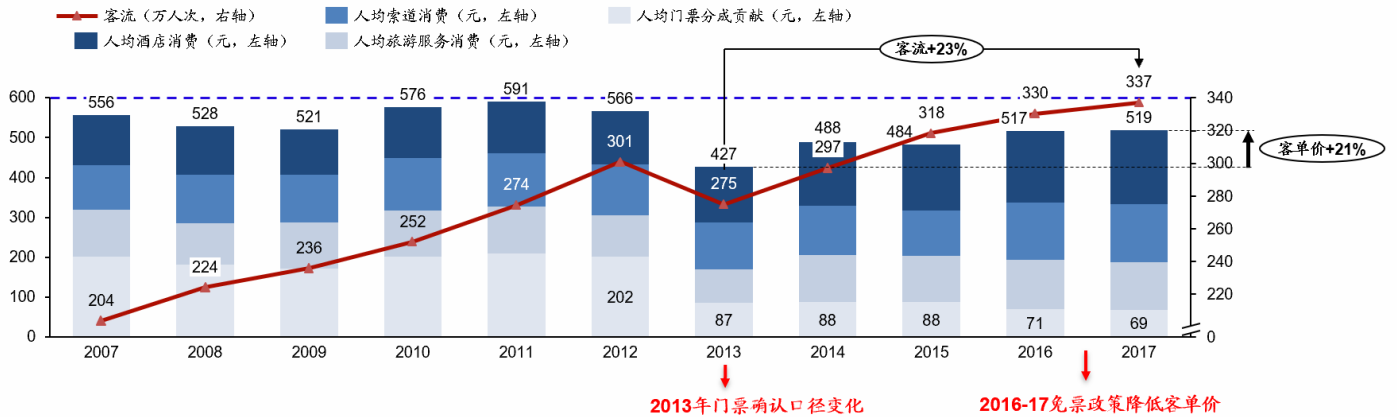
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 黄山旅游 2018 年 9 月 28 日门票降价后客流增长


资料来源: 数据黄山, 海通证券研究所

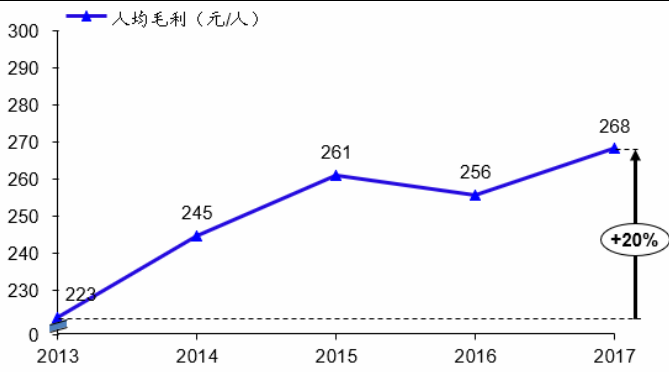
3.2 客单价提升是容易被忽视的中长期因素

由于 2007-2012 年间客流由 200 万增至 300 万, 客单价表现平淡, 我们认为: 客流是业绩增长的核心驱动力 (尽管我们看到 2012 年客单价在 566 元而 2017 年这一数字仅有 519 元, 但主要是 2013 年门票收入口径确认变化所致)。2016-17 年间游客人均收入增速略缓主因公司通过多次免票及半票的促销活动吸引客流。

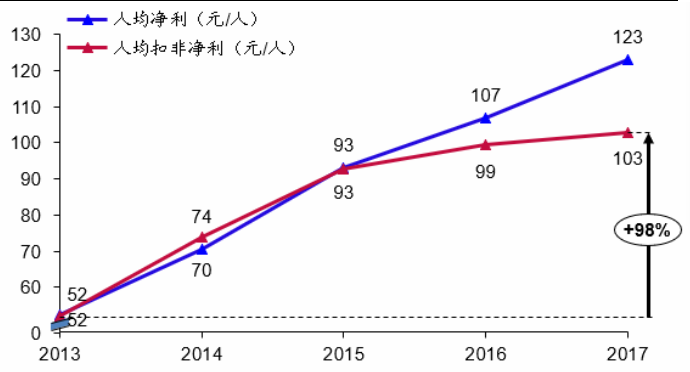
图11 2007-2017年黄山旅游客流与客单价拆分


资料来源：公司年报（2007-2017），海通证券研究所

另一个剔除口径影响的方法是观察人均毛利及净利：2013-2017年间黄山旅游人均毛利及净利（扣非后）贡献额分别增长20%和98%；净利增速远高于毛利主要在于公司内部管理体制变革带来降费。

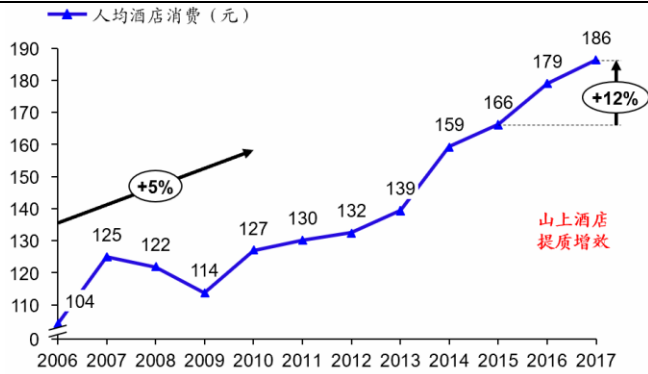
图12 2013-2017年间黄山旅游游客人均毛利（元/人）


资料来源：公司年报（2013-2017），海通证券研究所

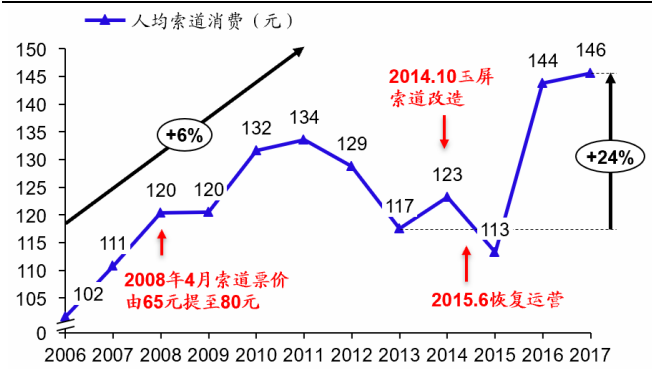
图13 2013-2017年间黄山旅游游客人均净利分析（元/人）


资料来源：公司年报（2013-2017），海通证券研究所

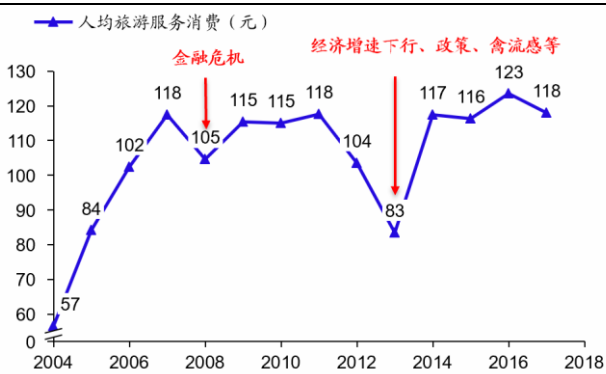
长期视角下，客单价提升是更大的驱动力，且我们从酒店与索道人均消费中看到长期明显的提升趋势。①酒店：得益于人均消费水平的提升，2006-2010年间人均酒店消费CAGR为5%，而2015年以来更是受益于内部改革2年增长12%，如“统一订房政策减少价格内部价格竞争”；另一个提高ADR和入住率的方法则是通过对现有酒店设施等进行升级改造，更现代更具设计更舒适的酒店，不仅提价，且本身脱离住宿功能吸引游客入住体验，同时提高入住率与房价。②得益于消费能力提升（乘索率提升、提价），及索道改造、乃至借助网络媒介蹿红如抖音上爆红的黄山小火车其实是西海大峡谷的地轨缆车，人均索道消费2006-2011年CAGR达6%，而2017相较于2013增长24%。

图14 2006-2017 年间黄山旅游人均酒店消费


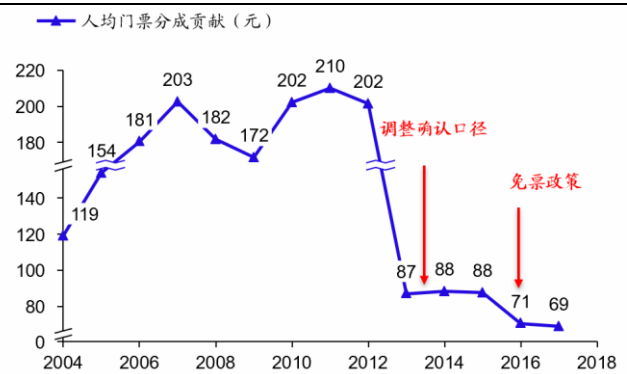
资料来源：公司年报（2006-2017），海通证券研究所

图15 2006-2017 年间黄山旅游人均索道消费


资料来源：公司年报（2006-2017），海通证券研究所

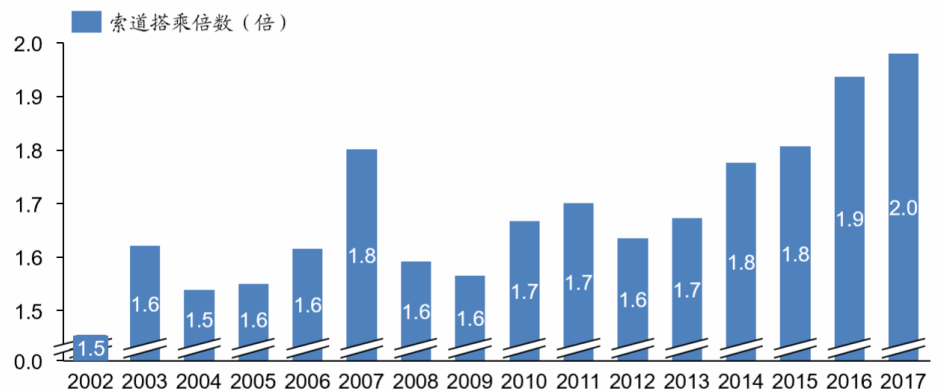
图16 2004-2017 年间黄山旅游人均旅游服务消费


资料来源：公司年报（2004-2017），海通证券研究所

图17 2004-2017 年间黄山旅游人均门票分成贡献


资料来源：公司年报（2004-2017），海通证券研究所

索道乘索率逐年提高：2002 年人均乘索率仅 1.5 倍，而这一数字到 2017 年已增至 2 倍。

图18 黄山旅游游客乘索率逐年提升


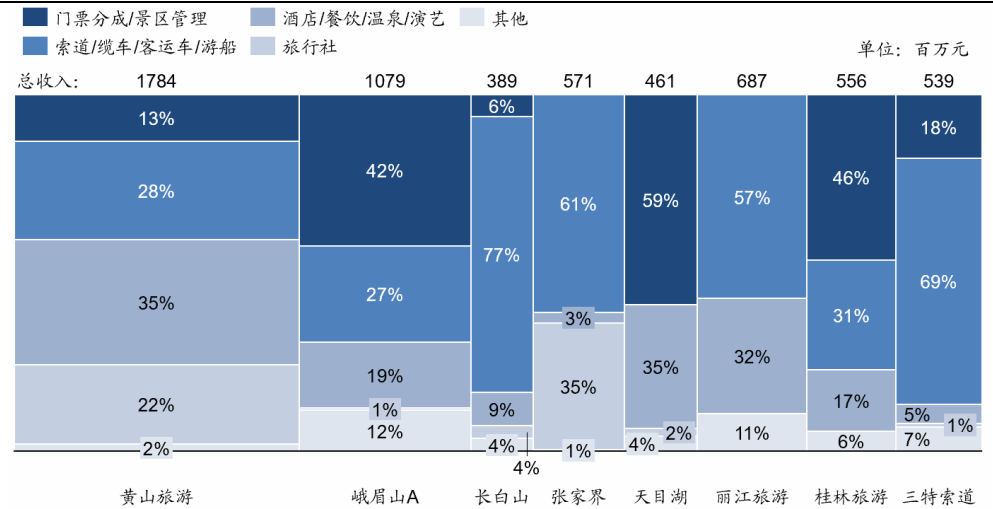
资料来源：公司年报（2002-2017），海通证券研究所

3.3 业务多元化增强抗风险能力，索道为利润贡献主体

除了走下山走出去，业务多元化也有助于抵抗单一收入来源风险。下图 17-18 我们选择目前主要上市自然景区，对比发现：

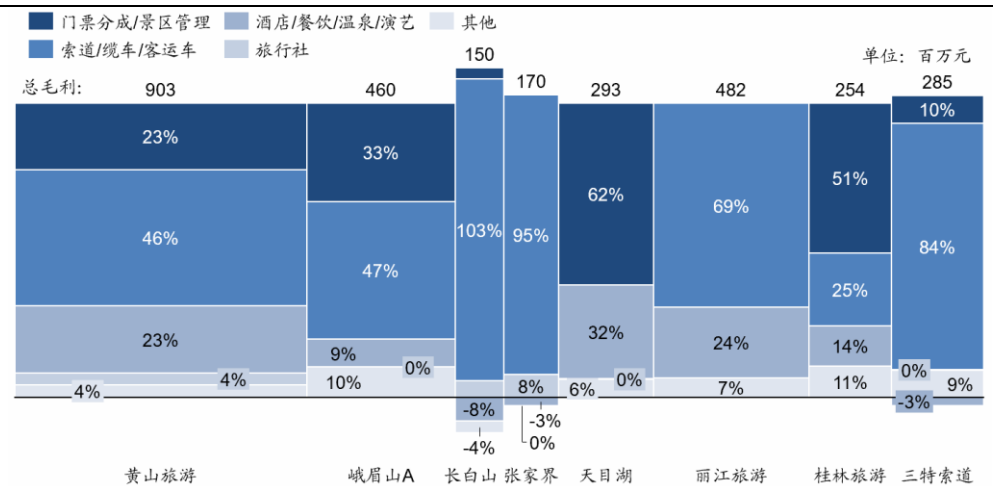
黄山不仅收入利润体量第一，而且其业务也最为均衡。目的地景区公司收入通常由门票分成（园林开发或者景区托管）、索道/缆车/客运车/游船等交通、酒店/餐饮/温泉/演

艺等目的地活动、旅行社及其他构成，2017年，黄山旅游收入17.8亿元，其中来自门票分成、索道客运车、酒店餐饮、旅行社收入占比各为13%、28%、35%、22%；其他景区收入均较为集中在单一业务或者某2个业务种类：峨眉山A收入为10.8亿元，近70%来自门票分成与索道；长白山2017年收入3.9亿元，其中77%来自客运车；张家界2017年收入5.7亿元，其中近90%来自客运游船及旅行社；天目湖2017年收入4.6亿元，其中59%来自门票分成。

图19 各大景区收入结构对比 (以2017年为例)


资料来源：黄山旅游、峨眉山A、长白山、张家界、天目湖、丽江旅游、桂林旅游、三特索道2017年年报，海通证券研究所

毛利润结构呈现同样的特点，黄山旅游尽管索道为利润贡献主体，但门票分成、酒店等也都贡献20%以上毛利润；其他景区则更为集中。

图20 各大景区毛利润结构对比 (以2017年为例)


资料来源：黄山旅游、峨眉山A、长白山、张家界、天目湖、丽江旅游、桂林旅游、三特索道2017年年报，海通证券研究所

降门票不降索道票，索道为收入利润贡献主体：以2017年为例，公司毛利润9.03亿元，其中46%来自索道；且趋势上逐年上升。

表 6 黄山旅游索道为利润贡献主体，且呈现上升趋势

	2013	2014	2015	2016	2017
收入及结构 (百万元)	1294	1490	1665	1669	1784
酒店 (%)	29.6	31.8	31.8	35.4	35.2
索道 (%)	24.9	24.6	21.7	28.4	27.5
旅游服务 (%)	17.7	23.	22.3	24.4	22.3
园林开发 (%)	18.5	17.6	16.8	14.0	13.0
抵消及其他 (%)	9.3	2.7	7.5	-2.2	2.0
毛利及结构 (百万元)	611	727	830	843	903
酒店 (%)	9.6	19.6	20.1	22.5	23.0
索道 (%)	44.8	42.8	37.3	46.8	46.3
旅游服务 (%)	3.9	4.4	3.1	3.6	3.9
园林开发 (%)	32.1	30.4	29.0	24.4	22.5
抵消及其他 (%)	9.6	2.9	10.5	2.8	4.3

资料来源：公司年报 (2013-2017)，海通证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们预测公司 2018-2020 年收入各为 17.6、19.3、20.7 亿元，分别同比下滑 1%、增长 9%、增长 8%；归母净利润分别为 5.6、4.6、5.2 亿元，对应 2018-2020 年间 EPS 各为 0.74、0.61、0.69 元/股，分别增长 34%、降低 18%、增长 14%；其中 2018 年归母净利润增长 34% 主要由于出售华安证券股票获得投资收益，2018-2020 年的扣非后净利润分别为 3.3、4.6、5.2 亿元，增速分别为 -4%、37%、14%。

参考可比公司和历史估值，给予公司 2019 年利润 18-22 倍 PE，计算得到合理价值区间 10.97-13.40 元/股，给予“优于大市”评级。

4.1 预计 2018-20 年 EPS 各 0.74、0.61、0.69 元/股

收入及毛利率判断。如我们前文分析，黄山旅游短期驱动力为客流，中长期驱动力是客单价，我们预计：①**客流**：2018-20 年间各降低 1.5%、增长 10%、增长 5%至 332、365、383 万人次；②**客单价**：分业务预测，人均门票分成贡献 2019 年受降价政策影响降幅明显，索道、旅游服务均维持小个位数增长。综合看，我们预计 2018-2020 年收入各为 17.6 亿元、19.3 亿元、20.7 亿元，分别同比下滑 1%、增长 9%、增长 8%；2018-2020 年毛利率各增至 53.6%、53.2%、53.9% (2018 年增幅略高考虑到 16-17 年期间免票政策降低了毛利率；2019 年略降主要考虑门票降价导致园林开发分部毛利率下滑)；对应 2018-2020 年间毛利润分别为 9.4 亿元、10.3 亿元、11.2 亿元。

表 7 黄山旅游收入分部门预测

	1H17	1H18	2017	2018E	2019E	2020E
收入	726	682	1784	1760	1927	2074
同比增速 (%)	-0.9	-6.0	6.9	-1.3	9.5	7.6
毛利润	385	365	903	943	1025	1118
综合毛利率 (%)	53.1	53.5	50.6	53.6	53.2	53.9
酒店收入	255	257	627	693	762	824
同比增速 (%)	0.8	0.8	6.2	10.4	10.0	8.1
毛利	95	84	207	225	255	284
酒店毛利率 (%)	37.1	32.5	33.1	32.5	33.5	34.5
索道收入 (百万元)	220	214	491	522	592	640
同比增速 (%)	6.4	-2.9	3.4	6.4	13.3	8.1
毛利 (百万元)	188	183	418	447	510	555
索道毛利率 (%)	85.5	85.6	85.2	85.7	86.2	86.7
旅游服务收入 (百万元)	136	134	397	431	478	507
同比增速 (%)	-12.9	-0.9	-2.5	8.4	11.1	6.1
毛利 (百万元)	8	13	36	43	50	56
旅游服务毛利率 (%)	5.7	9.5	9.0	10.0	10.5	11.0
园林开发收入 (百万元)	108	106	233	243	227	239
同比增速 (%)	-6.2	-2.3	-0.2	4.5	-6.5	5.0
毛利 (百万元)	97	91	204	205	186	199
园林开发毛利率 (%)	89.3	85.9	87.5	84.5	82.0	83.5
抵消及其他收入 (百万元)	-26	-29	-125	-128	-132	-136
成本 (百万元)	-17	-24	-147	-151	-155	-160
毛利 (百万元)	-9	-5	22	23	23	24

资料来源: 公司年报、半年报 (2017-1H18), 海通证券研究所

费用及净利预测。我们判断 2018-2020 年间销售费用各增 216%、3%、3%至 0.87 亿元、0.90 亿元、0.92 亿元 (近年来与黄山机场签订营销协议致销售费用增幅显著), 管理费用各降低 14%、增长 3%、增长 3%至 2.7 亿元、2.7 亿元、2.8 亿元 (2017 年三季度剥离地产业务致 2018 年管理费用降幅明显), 归母净利润分别为 5.6 亿元、4.6 亿元、5.2 亿元, 分别增长 34%、降低 18%、增长 14%; 2018 年扣非口径的净利润约降低 3.7%, 而 2019 年实际增速约 37%; 对应 2018-2020 年间 EPS 各为 0.74、0.61、0.69 元/股 (扣非后 0.45、0.61、0.69 元/股)。

表 8 黄山旅游利润表主要指标预测 (百万元, %)

项目	1H17	1H18	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	726	682	1784	1760	1927	2074
同比增速 (%)	-0.9	-6.0	6.9	-1.3	9.5	7.6
毛利 (百万元)	385	365	903	943	1025	1118
销售费用 (百万元)	8	38	28	87	90	92
管理费用 (百万元)	98	100	310	266	274	282
财务费用 (百万元)	-1	1	-5	7	7	7
营业利润 (百万元)	276	308	605	816	632	719
利润总额 (百万元)	267	306	598	812	632	719
净利润 (百万元)	199	230	438	569	474	539
归母净利润	187	219	414	555	455	519
同比增速 (%)	6.8	17.0	17.6	34.1	-18.0	13.9
扣非归母净利润	192	161	346	333	455	519
同比增速 (%)	9.9	-16.2	5.7	-3.7	36.6	13.9

资料来源: 公司年报、半年报 (2017-1H18), 海通证券研究所

4.2 估值：按 2019 年 18-22 倍 PE，给予 10.97-13.40 元合理价值区间

估值。我们选择业务类似的自然景区：长白山、峨眉山及天目湖作为参照，以 wind 一致预期盈利预测看，可比公司 2017-2020 年归母净利润复合增速平均约 18%，2019 年 PE 为 19.0 倍；考虑黄山旅游业务多元化且转型度假游潜力较大，且历史估值区间通常在 25-35 倍之间，给予公司 2019 年利润 18-22 倍 PE，对应 10.97-13.40 元/股的合理价值区间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

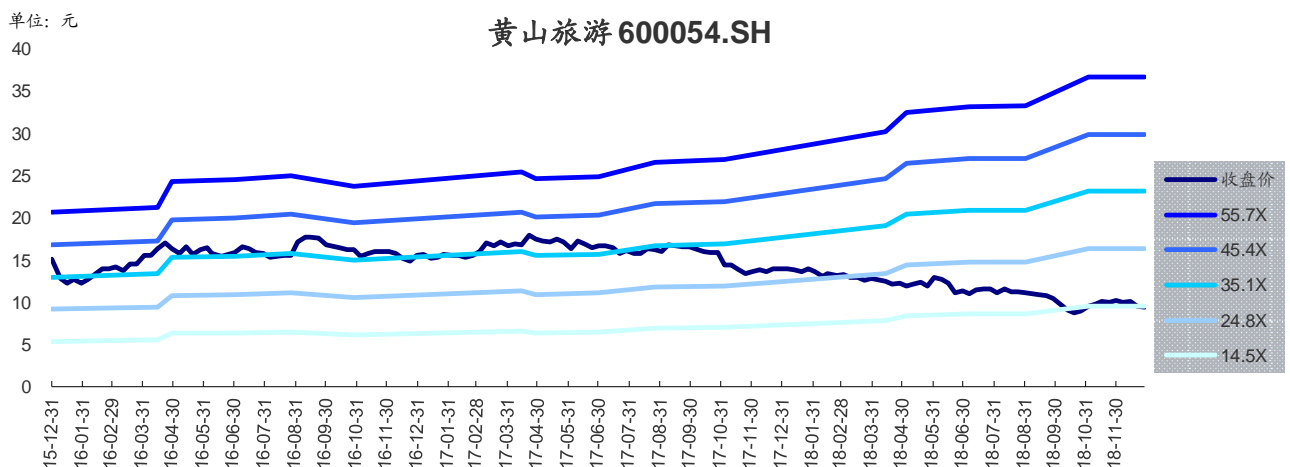
表 9 2019 年相关公司 PE 估值 (倍) 和 PEG

上市公司	EPS (元)					CAGR (%)	19PE	PEG
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(2017-20)	(倍)	
长白山	0.27	0.27	0.31	0.39	0.49	23	23.5	1.0
峨眉山 A	0.36	0.37	0.43	0.48	0.53	12	12.3	1.0
天目湖	1.15	1.30	1.26	1.47	1.77	19	20.3	1.1
平均						18	19.0	1.0
黄山旅游	0.47	0.55	0.74	0.61	0.69	7%	15.9	2.4
黄山旅游 (扣非后)	0.44	0.46	0.45	0.61	0.69	14%	15.9	1.1

资料来源：黄山旅游为海通预测；其他为 Wind 一致预期，海通证券研究所
 注：以 2019 年 01 月 14 日收盘价计算

历史 PE 趋势显示：过去 3 年黄山旅游 PE 估值 (TTM) 位于 25-35 倍之间。

图 21 黄山旅游历史 PE 趋势



资料来源：Wind，海通证券研究所

我们同时利用 DCF 估值进行检验：取公司 3 年 Beta 0.73，无风险利率 2.5%，风险溢价 10%，债务利率 4.75%，债务比率和股权比率分别 0.04%、99.96%，对应计算 WACC 为 9.8%。分两阶段计算现值，2018-2027 年为第一阶段，其后为永续价值并假设永续增长率为 1.5%；根据海通估值模型测算公司企业价值 95.1 亿元；扣除净负债 2.6 亿元后计算股权价值 94.5 亿元，合每股 12.64 元。

综合以上最终给予公司 2019 年合理价值区间 10.97-13.40 元，给予“优于大市”评级。

5. 风险提示

宏观：宏观经济下滑风险，恶劣天气风险。

行业：门票持续降价风险。

公司：高铁拉动客流效果不及预期、“走下山走出去”进展不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	1783.91	1760.15	1927.01	2073.66
每股收益	0.55	0.74	0.61	0.69	营业成本	880.66	816.77	902.24	955.94
每股净资产	5.54	6.28	6.89	7.58	毛利率%	50.63%	53.60%	53.18%	53.90%
每股经营现金流	0.82	0.62	0.73	0.85	营业税金及附加	35.58	28.47	22.77	18.22
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.99%	1.62%	1.18%	0.88%
价值评估 (倍)					营业费用	27.51	87.03	89.64	92.33
P/E	17.74	13.03	15.89	13.95	营业费用率%	1.54%	4.94%	4.65%	4.45%
P/B	1.75	1.54	1.40	1.28	管理费用	309.74	265.81	273.78	281.99
P/S	4.06	4.11	3.75	3.49	管理费用率%	17.36%	15.10%	14.21%	13.60%
EV/EBITDA	9.54	8.44	6.82	5.33	EBIT	530.41	562.08	638.58	725.18
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	-4.73	6.59	6.59	6.59
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.27%	0.37%	0.34%	0.32%
毛利率	50.63%	53.60%	53.18%	53.90%	资产减值损失	25.72	-14.95	0.00	0.00
净利润率	24.58%	32.31%	24.60%	25.99%	投资收益	87.88	245.56	0.00	0.00
净资产收益率	10.00%	11.83%	8.84%	9.15%	营业利润	604.72	816.00	631.99	718.59
资产回报率	8.67%	10.27%	7.72%	8.01%	营业外收支	-6.97	-3.61	0.00	0.00
投资回报率	12.97%	14.01%	17.96%	21.81%	利润总额	597.75	812.39	631.99	718.59
盈利增长 (%)					EBITDA	689.71	689.33	763.22	842.96
营业收入增长率	6.86%	-1.33%	9.48%	7.61%	所得税	159.32	243.72	158.00	179.65
EBIT 增长率	6.87%	5.97%	13.61%	13.56%	有效所得税率%	26.65%	30.00%	25.00%	25.00%
净利润增长率	16.87%	29.71%	-16.65%	13.70%	少数股东损益	24.37	13.51	18.73	20.37
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	414.06	555.17	455.26	518.57
资产负债率	12.0%	11.8%	11.0%	10.7%	扣非归母净利润	346.21	333.31	455.26	518.57
流动比率	5.54	6.58	7.84	8.71	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	5.43	5.45	6.73	7.58	货币资金	659.18	1418.65	2034.78	2746.49
现金比率	—	—	—	—	应收款项	62.41	49.55	54.47	58.53
经营效率指标					存货	22.22	505.52	509.96	557.43
应收帐款周转天数	10.40	10.28	10.32	10.30	其它流动资产	829.82	829.82	829.82	829.82
存货周转天数	167.10	225.91	206.30	212.84	流动资产合计	2233.06	3051.17	3736.96	4510.13
总资产周转率	0.36	0.35	0.34	0.34	长期股权投资	11.05	11.05	11.05	11.05
固定资产周转率	1.04	1.11	1.40	1.77	固定资产	1689.20	1601.74	1521.54	1438.92
					在建工程	24.09	34.39	45.60	56.50
					无形资产	70.74	67.04	59.94	53.24
					非流动资产合计	2545.32	2341.57	2142.75	1950.02
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	4778.38	5407.69	5879.72	6460.15
净利润	414.06	555.17	455.26	518.57	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	24.37	13.51	18.73	20.37	应付账款	99.66	124.41	131.34	141.31
非现金支出	185.02	112.31	124.65	117.78	预收账款	20.02	75.31	62.18	74.18
非经营收益	-101.24	-241.95	0.00	0.00	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	89.18	25.56	-56.67	-19.97	流动负债合计	402.84	463.47	476.45	517.95
经营活动现金流	611.39	464.59	541.97	636.76	长期借款	2.62	2.62	2.62	2.62
资产	-137.21	72.89	74.17	74.95	其它长期负债	169.74	169.74	169.74	169.74
投资	-709.11	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	172.36	172.36	172.36	172.36
其他	25.51	-245.56	0.00	0.00	负债总计	575.20	635.84	1521.54	1438.92
投资活动现金流	-820.80	-172.67	74.17	74.95	实收资本	747.30	747.30	45.60	56.50
债权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	4138.98	4694.15	59.94	53.24
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	64.20	77.71	2142.75	1950.02
其他	-163.22	-23.57	0.00	0.00	负债和所有者权益合计	4778.38	5407.69	5879.72	6460.15
融资活动现金流	-163.22	-23.57	0.00	0.00					
现金净流量	-372.64	268.35	616.14	711.71					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 14 日

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业 社会服务行业
陈扬扬 社会服务行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 锦江股份,当代明诚,美高梅中国,凯撒旅游,首旅酒店,海底捞,众信旅游,中国国旅,峨眉山 A,中青旅,宋城演艺

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
联系人
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷 010 56760096 lgk12371@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峰青(021)23219383 z zq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 z yx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 联系人 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许耀之 xyx11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 吴尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com