

证券研究报告

行业



股票名称

600054

审慎增持 (维持)

Q3 客流增速放缓叠加费用支出增加拖累业绩， 推进产品供给升级迎合消费转型

2019年10月28日

市场数据

市场数据日期	2019-10-28
收盘价(元)	9.02
总股本(百万股)	729.38
流通股本(百万股)	729.38
总市值(百万元)	6579
流通市值(百万元)	4630
净资产(百万元)	4338
总资产(百万元)	4954
每股净资产	5.95

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1620.95	1718.12	1806.40	1912.76
同比增长(%)	-9.13%	5.99%	5.14%	5.89%
净利润(百万元)	582.51	366.74	410.65	448.91
同比增长(%)	40.68%	-37.04%	11.97%	9.32%
毛利率(%)	54.14%	54.34%	54.68%	54.88%
净利润率(%)	35.9%	21.3%	22.7%	23.5%
净资产收益率(%)	13.94%	8.23%	8.63%	8.81%
每股收益(元)	0.78	0.50	0.56	0.62
每股经营现金流(元)	0.63	0.43	0.80	0.85

相关报告

《【兴证社服】黄山旅游 2019 年一季报点评：19Q1 客流如期回暖期待旺季表现，销售费用大增拖累业绩增长》2019-04-28

《【兴证社服】黄山旅游 2018 年报点评：内改外延打造增长新动力，杭黄高铁带动一季度客流开门红》2019-04-14

《【兴证社服】黄山旅游 2018 年三季报点评：Q3 客流回暖叠加出售华安证券驱动业绩增长，杭黄高铁通车在即》2018-10-28

分析师：

熊超

xiongchao@xyzq.com.cn

S0190517080005

投资要点

事件：公司公告：2019Q1-Q3 实现营收 12.39 亿元/+4.08%，其中，Q1/Q2/Q3 增速分别为 7.8%/6.19%/0.47%；归母净利润 3.36 亿元/-20.16%；扣非归母净利润 3.20 亿元/-3.9%，其中，Q1/Q2/Q3 增速分别为 -26.67%/8.67%/-9.02%；经营净现金流 3.75 亿元/-9.55%，EPS 为 0.46 元/股。

点评：

三季度受行业大环境影响客流增速放缓，投资收益下降及费用增加导致利润下滑。去年年底杭黄高铁正式通车，19H1 客流增速明显提升至 9.60%，Q3 受旺季高基数及行业景气度下行影响客流预计微增，叠加去年 10 月起旺季门票同比下调 17.4%拖累 Q3 收入增长；去年同期出售华安证券等获得投资收益 9,757 万元，本期仅为 244 万元，另外因机场广告营销及绩效方面等支出增加，综合影响下净利润出现较大幅度下滑。

毛利率改善周期暂缓，因机场广告营销及绩效方面等支出增加期间费用率增加，财务费用率下降显著起到一定对冲效果。报告期内，公司整体毛利率微幅提升 0.16pct，18 年整体毛利率下滑 -0.47pct，13-17 年 4 年毛利率改善周期暂缓；销售费用率上升 0.81pct 主要系公司为开拓中远程客源市场支付给安徽民航机场集团有限公司黄山机场分公司的奖励款及广告宣传费，以及公司本期加大营销活动所致；管理费用率提升 1.44pct 主要因 Q3 大幅提升，提升来自支付 2018 年年终奖金及增加绩效和成本费用项目调整等因素影响，财务费用率改善明显主要因利息收入增加下降 1.11pct，总费用率上升 1.14pct 至 18.62%。

推动项目改扩建，19 年加大产品供给升级。19 年公司推动花山谜窟景区提升建设、排云楼宾馆改造项目及北海宾馆环境整治改造项目等，在建工程余额增加 1.61 亿至 2.1 亿元；同时，推进产品供给升级，大力推进服务流程升级，大力推进服务体验升级，推出全新概念的高山精品山宿-雲舍；在营销方面，全面实施精准营销：创新营销方式、深度开发长三角市场、全力拓展中远程市场和全面进军入境市场，上线黄山智慧旅游官方平台，为游客提供一站式电商服务，实现“一码游黄山”；以及围绕完善现代企业治理体系，全面深化国有企业改革。

盈利预测及投资建议：19 年迎来杭黄高铁通车，客流增长尤其是淡季得到印证；公司内部改革持续推进，加大对管理层激励及营销开发，稳扎稳打，核心业务门票、索道、酒店依然具备很强的护城河；不断提升产品供给品质及推动花山谜窟景区提升建设丰富产品线，实现存量业务提质增效以及向度假型业务模式转型将带来客单价的提升空间，我们下调公司 19-21 年盈利预测，预计 19-21 年 EPS 分别为 0.50/0.56/0.62 元，2019 年 10 月 28 日收盘价对应的 PE 分别为 18/16/15 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：客流增长不及预期，门票、索道降价，东黄山开发进展不及预期，景区行业系统性风险等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2237	2498	2967	3413
货币资金	1785	1800	2294	2752
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	58	57	62	65
其他应收款	32	38	39	39
存货	26	141	86	102
非流动资产	2467	2675	2528	2463
可供出售金融资产	456	667	598	597
长期股权投资	36	23	25	26
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1643	1624	1511	1394
在建工程	40	23	15	10
油气资产	0	0	0	0
无形资产	183	232	291	355
资产总计	4703	5174	5495	5876
流动负债	406	428	425	450
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	90	98	100	106
其他	316	330	326	344
非流动负债	69	118	116	110
长期借款	3	3	3	3
其他	67	116	113	108
负债合计	475	547	541	561
股本	747	729	729	729
资本公积	503	503	503	503
未分配利润	2447	2824	3098	3404
少数股东权益	145	168	193	219
股东权益合计	4228	4627	4954	5315
负债及权益合计	4703	5174	5495	5876

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	583	367	411	449
折旧和摊销	157	151	155	157
资产减值准备	-19	2	-2	3
无形资产摊销	31	28	29	29
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-2	-12	-13	-14
投资损失	-307	-30	-35	-35
少数股东损益	23	23	25	26
营运资金的变动	19	-220	35	43
经营活动产生现金流	458	313	584	622
投资活动产生现金流	1016	-328	7	-64
融资活动产生现金流	-348	29	-97	-100
现金净变动	1126	15	494	458
现金的期初余额	659	1785	1800	2294
现金的期末余额	1785	1800	2294	2752

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1621	1718	1806	1913
营业成本	743	784	819	863
营业税金及附加	27	29	31	33
销售费用	109	125	125	121
管理费用	263	294	294	308
财务费用	2	-12	-13	-14
资产减值损失	-19	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	307	30	35	35
营业利润	825	527	586	638
营业外收入	2	2	3	4
营业外支出	11	5	3	3
利润总额	815	524	586	639
所得税	210	134	150	164
净利润	605	390	436	475
少数股东损益	23	23	25	26
归属母公司净利润	583	367	411	449
EPS(元)	0.78	0.50	0.56	0.62

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	-9.1%	6.0%	5.1%	5.9%
营业利润增长率	36.4%	-36.1%	11.1%	8.8%
净利润增长率	40.7%	-37.0%	12.0%	9.3%
盈利能力(%)				
毛利率	54.1%	54.3%	54.7%	54.9%
净利率	35.9%	21.3%	22.7%	23.5%
ROE	14.3%	8.2%	8.6%	8.8%

偿债能力(%)				
资产负债率	10.1%	10.6%	9.8%	9.5%
流动比率	5.51	5.83	6.97	7.58
速动比率	5.44	5.49	6.76	7.34
营运能力(次)				
资产周转率	34.2%	34.8%	33.9%	33.6%
应收帐款周转率	2132.4	2347.3	2373.5	2356.1
每股资料(元)				
每股收益	0.78	0.50	0.56	0.62
每股经营现金	0.63	0.43	0.80	0.85
每股净资产	5.60	6.11	6.53	6.99
估值比率(倍)				
PE	11.3	17.9	16.0	14.7
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

分析师声明

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。本报告清晰准确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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn