



中信证券研究部

核心观点



姜娅  
分析师

S1010510120056



武明戈  
分析师

S1010518080003

根据“上海发布”信息，2019年1月5日零时起，杭黄高铁将正式融入全国高速铁路版图，初期安排开行36对列车。杭黄高铁全长265公里，全线共设9个车站，设计时速250公里。高铁的开通将显著提升黄山景区的可达性，带动景区客流上一平台，客流释放有望抵消门票降价的短期影响。

**杭黄高铁开通将显著提升黄山景区可达性。**根据梳理，杭黄高铁途径黄山北火车站的旅客列车共29对，用时大幅度缩短。重点城市上海和杭州前往黄山高铁班次将由目前每天2班，分别增加10班和24班。火车班次密度显著增加，乘车时间也大幅缩短：目前上海/杭州乘火车前往黄山所需最短时长分别为4小时8分钟和3小时2分钟，通车之后仅需2小时28分钟和1小时26分钟，几乎减半。此外，南京、南昌、厦门、苏州等城市将实现与黄山的高铁直达。

**预计景区可达性提升将提高周边游客渗透率，平滑客流季节性。**对比同处华东线的乌镇景区，黄山景区的长三角地区客流占比并不高（上海、杭州等地区客流占比均在5%以下），杭黄高铁开通后将显著提升周边地区游客前往黄山的便利性，有望挖掘长三角游客潜力、提高游客渗透率。此外黄山景区客流的季节性较强，以2017年为例，7-10月份的客流占全年的比例达到40.8%。我们认为杭黄高铁开通对黄山景区提升平日客流、平滑淡旺季差异将有显著作用，黄山景区整体客流空间将被打开。我们预计2019/2020年客流增速达17%/15%。

**风险因素：**自然气候影响，转型效果不及预期，竞争加剧超预期。

**投资建议：**我们认为杭黄高铁开通显著提升黄山的可达性，将带动黄山景区客流上一平台，客流释放将抵消门票降价的短期影响。放长来看，公司一直积极探索升级方向，围绕核心资源挖掘成长潜力，同时也在探索优化和团队激励。内部挖潜+外部扩张同步进行，有望打开成长空间。综合考虑门票降价的负面影响和高铁开通的正面影响，我们调整预计公司2018-2020年EPS为0.56/0.60/0.69元（原预测0.56/0.66/0.77元），现价对应2018-2020年PE为18/17/15倍，处于低位，我们认为公司资源价值仍然显著，短期受门票降价影响业绩、估值双降，但考虑长期非门票业务的潜力挖掘，当前估值显低，维持“增持”评级。

黄山旅游	600054
评级	增持（维持）
当前价	9.97元
总股本	747百万股
流通股本	513百万股
52周最高/最低价	14.51/8.58元
近1月绝对涨幅	4.07%
近6月绝对涨幅	-21.39%
近12月绝对涨幅	-28.36%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1669	1784	1722	1872	2054
增长率 YoY%	0.3	6.9	-3.5	8.7	9.7
净利润(百万元)	352	414	419	448	513
增长率 YoY%	19.0	17.6	1.3	6.8	14.5
每股收益 EPS(元)	0.47	0.55	0.56	0.60	0.69
毛利率%	50.5	50.6	51.8	52.1	53.9
净资产收益率 ROE%	8.5	10.0	9.5	9.4	10.0
PE	21	18	18	17	15
PB	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为2018年12月7日收盘价

据“上海发布”信息，2019年1月5日零时起，杭黄高铁将正式融入全国高速铁路版图，初期安排开行36对列车（日常线33对、周末线1对、高峰线2对）。杭黄高铁全长265公里，全线共设9个车站，其中新建富阳、桐庐、建德、千岛湖、三阳等五个客运车站，设计时速250公里。

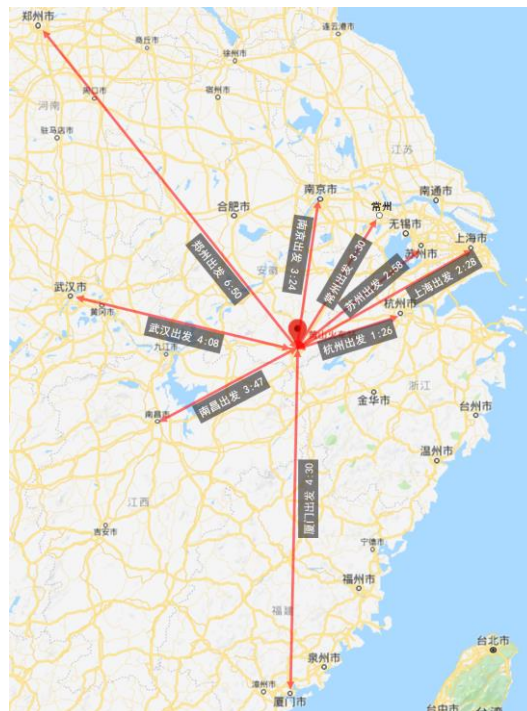
图1：杭黄高铁路线示意图



资料来源：杭州网

**杭黄高铁开通将提升黄山景区辐射面。**根据最新时刻表，长途方向，杭黄高铁将首次新增千岛湖始发前往北京南的“复兴号”高铁，千岛湖发往武汉的动车以及杭州东始发途径杭黄高铁前往西安北、郑州东、汉口、厦门北、南昌西等地的列车。长三角短途，将新增上海虹桥至黄山北5.5对、杭州东至黄山北7对（日常线5对、高峰线2对）以及南京、常州等地区途径杭黄高铁开往黄山的列车。从时间上看，杭黄高铁上的36对列车覆盖从早到晚各时段。**我们此前调研了解，杭黄高铁有望于2018年年底通车，与“上海发布”的预计时间吻合。**

图1：杭黄高铁开通后黄山到周边主要城市的通车时间



资料来源：杭州网

途径黄山北火车站的旅客列车 29 对，用时大幅缩短。我们对杭黄高铁所连接的黄山与沿线主要城市位置关系进行了梳理和分析，其中上海和杭州在高铁开通后相对于目前每天 2 班的高铁动车班次，分别增加 10 班和 24 班，火车班次密度大大增强，且时间上基本上实现了从早到晚的全覆盖。乘车时间也将大幅缩短，杭黄高铁通车前上海/杭州到达黄山所需最短时间分别为 4 小时 8 分钟和 3 小时 2 分钟，通车之后只需 2 小时 28 分钟和 1 小时 26 分钟，几乎减半。此外，南京、南昌、厦门、苏州、常州、武汉、郑州等重点城市则将在杭黄高铁通车后实现与黄山的高铁直达，通行时间相对于此前的普通火车大幅缩减。

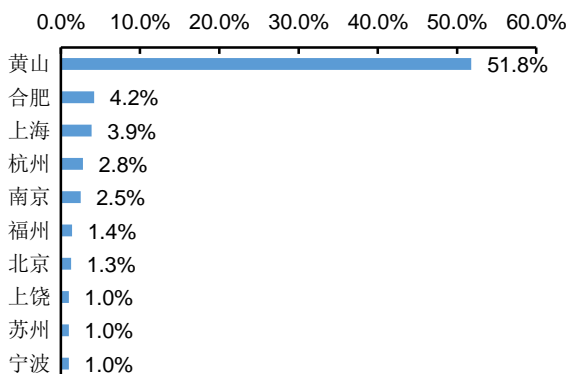
表 1：杭黄高铁沿线主要城市开通前后火车班次及到达黄山时间对比

主要城市	杭黄高铁开通后班次（高铁动车）	最短时间	目前班次（高铁动车）	目前最短时间
上海	12	2:28	2	4:08
杭州	26	1:26	2	3:02
南京	3	3:24	无高铁动车，普通火车 5 趟	5:44
南昌	1	3:47	无高铁动车，普通火车 2 趟	2:12
厦门	2	4:30	无高铁动车，普通火车 7 趟	4:15
苏州	3	2:58	无高铁动车，普通火车 2 趟	9:19
常州	3	3:30	无高铁动车，普通火车 2 趟	8:16
武汉	4	4:08	无高铁动车，普通火车 1 趟	4:17
郑州	2	6:50	无高铁动车，普通火车 2 趟	5:36

资料来源：杭州发布，中信证券研究部整理

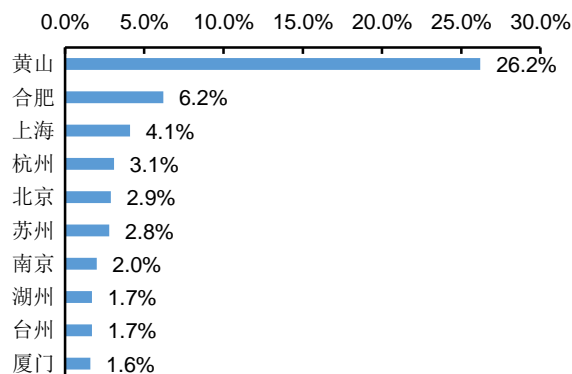
我们认为杭黄高铁的开通将显著提升黄山在长三角地区的渗透率。杭黄高铁开通后将有利于进一步发挥黄山紧邻长三角经济发达地区的区域优势，发展周边游，提升客流基数和旅游频次。从目前来看，由于从上海、杭州等地前往黄山的交通便利性较差（高铁每天只有两班，且耗时较长），黄山的客源机构中长三角地区的游客并没有形成绝对的主流。根据 MobData 发布的《黄山风景区旅游全景大数据分析报告》，黄山风景区目前不论淡旺季，都对本地客源有较大的依赖度，这一方面是因为黄山风景区对安徽本省市地区实行了大面积免票优惠政策，另一方面也说明对于长三角地区游客的潜力挖掘空间仍然较大。从下图可以看出，黄山周边的上海、杭州等地区客流占比都在 5% 以下，相对于更远距离的北京地区客源没有形成显著的优势。

图 1：黄山淡季游客来源 10 城市



资料来源：《黄山风景区旅游全景大数据分析报告》，中信证券研究部

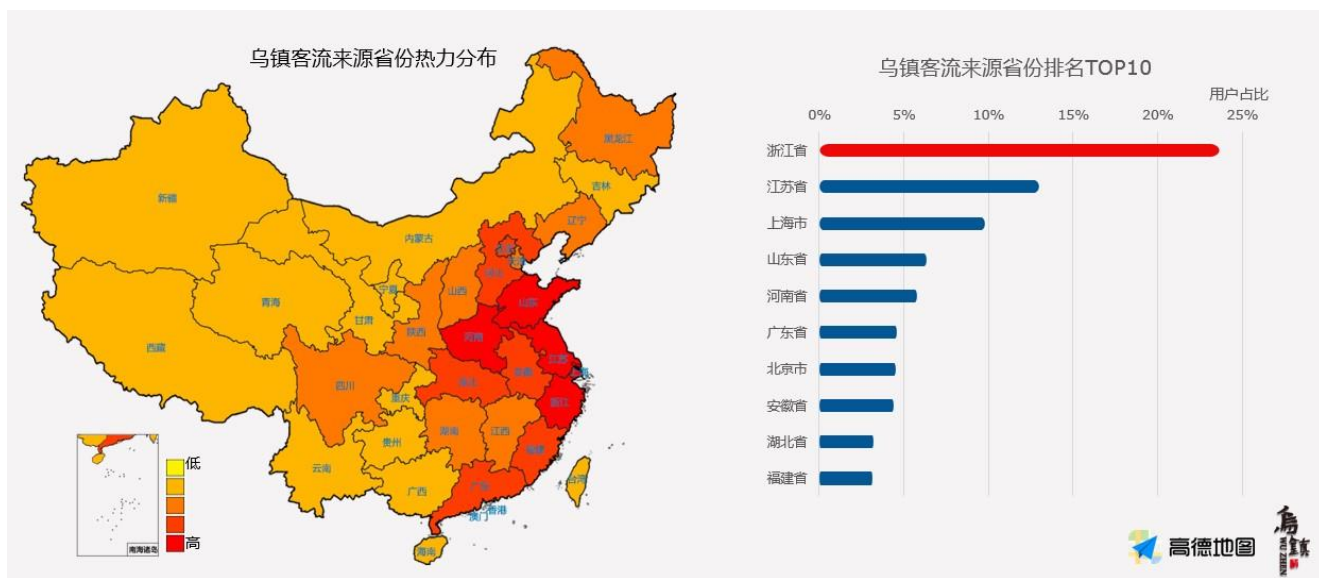
图 2：黄山旺季游客来源 10 城市



资料来源：《黄山风景区旅游全景大数据分析报告》，中信证券研究部

对比长三角地区的另一景区乌镇，从客源结构上来看，江浙沪的游客在其游客总量中占据了绝对的优势地位，占比达到 45%以上。我们认为这一方面是因为乌镇景区属于休闲度假景区，周边游客的重游率较高；另一方面也是因为便利的交通条件为景区的高周边渗透率提供了基础。

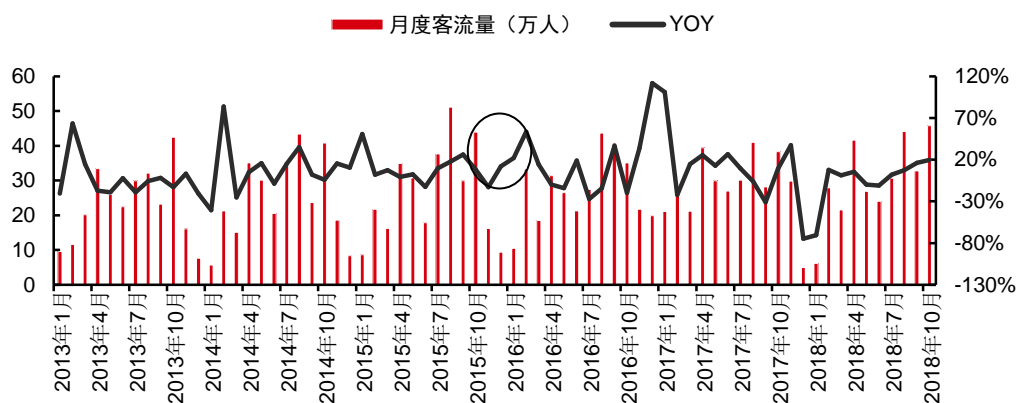
图 1：乌镇客流来源省份分布



资料来源：《高德地图&乌镇景区：乌镇景区大数据报告》，中信证券研究部

**杭黄高铁的开通有望平滑黄山景区的季节性特征。**从黄山景区的月度客流量数据来看，黄山景区客流的季节性较强，淡旺季差别较明显，以 2017 年为例，7-10 月份的客流占全年的比例达到 40.8%。我们认为杭黄高铁开通后，黄山景区有望成为长三角客流的周边旅游目的地，提升淡季的游客量，平滑季节性特征，提升全年整体客流规模。

图 2：2015 年-2018 年黄山风景区月度客流量



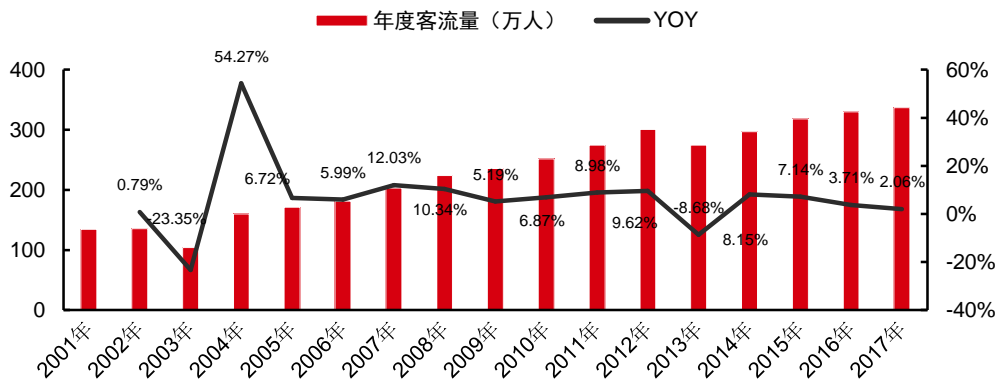
资料来源：数据黄山，中信证券研究部整理

**历史上看，交通改善对客流的带动作用明显。**2015 年 6 月合福高速开通，黄山景区 2015 年下半年客流增长显著提速（+11.2%vs.15H+1.8%），可见交通的改善对于景区的客流增长带动作用明显。而 2016 年黄山景区客流增速低迷（+3.7%）则主要是因为旺季天



气原因所导致。我们认为本次杭黄高铁的开通对于黄山景区的影响相较于合福高铁更加直接和显著，粗略预计 2019/2020 年黄山景区客流增幅分别达到 17%/15%。

图 2: 2001 年-2017 年黄山风景区年度客流量



资料来源：数据黄山，中信证券研究部整理

我们认为杭黄高铁开通将助推核心区景区客流规模上一平台，为公司持续增长奠定基础。放长来看，公司积极探索升级方向，围绕核心资源挖掘成长潜力，同时也在探索优化和团队激励。内部挖潜+外部扩张同步进行，公司价值支撑明显。在景区门票降价预期影响下，公司股价下跌明显，当前估值较低，建议积极关注底部介入机会。综合考虑景区门票调价和杭黄高铁开通的影响，下调公司 2018-2020 年 EPS 预测至 0.56/0.60/0.69 元（原预测 0.56/0.66/0.77 元），现价对应 2018-2020 年 PE 为 18/17/15 倍，维持“增持”评级。

表 1: 黄山旅游盈利预测

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1669	1784	1722	1872	2054
增长率 YoY%	0.3	6.9	-3.5	8.7	9.7
净利润(百万元)	352	414	419	448	513
增长率 YoY%	19.0	17.6	1.3	6.8	14.5
每股收益 EPS(基本)(元)	0.47	0.55	0.56	0.60	0.69
毛利率%	50.5	50.6	51.8	52.1	53.9
净资产收益率 ROE%	8.5	10.0	9.5	9.4	10.0
PE	21	18	18	17	15
PB	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	24	22	23	18	15

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2018 年 12 月 7 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,669	1,784	1,722	1,872	2,054
营业成本	826	881	829	897	947
毛利率	50.5%	50.6%	51.8%	52.1%	53.9%
营业税金及附加	41	36	34	37	41
销售费用	19	28	69	52	51
营业费用率	1.2%	1.5%	4.0%	2.8%	2.5%
管理费用	286	310	287	281	298
管理费用率	17.2%	17.4%	16.7%	15.0%	14.5%
财务费用	7	-5	-5	-7	-12
财务费用率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	20	95	100	50	20
营业利润	504	605	622	658	747
营业利润率	30.2%	33.9%	36.1%	35.2%	36.4%
营业外收入	11	4	2	2	2
营业外支出	8	11	20	15	10
利润总额	507	598	604	645	739
所得税	135	159	160	171	196
所得税率	26.7%	26.7%	26.5%	26.5%	26.5%
少数股东损益	23	24	25	26	30
归属于母公司股东的净利润	352	414	419	448	513
净利率	21.1%	23.2%	24.4%	23.9%	25.0%
每股收益(元)(摊薄)	0.47	0.55	0.56	0.60	0.69

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,032	659	1,316	1,734	2,306
存货	784	22	612	635	559
应收账款	39	62	50	52	56
其他流动资产	89	1,489	859	863	867
流动资产	1,945	2,233	2,837	3,284	3,788
固定资产	1,755	1,689	1,592	1,494	1,397
长期股权投资	9	11	11	11	11
无形资产	75	71	67	63	59
其他长期资产	1,371	774	834	866	900
非流动资产	3,209	2,545	2,503	2,434	2,368
资产总计	5,154	4,778	5,340	5,719	6,155
短期借款	0	0	100	100	100
应付账款	133	100	124	135	142
其他流动负债	482	303	422	450	490
流动负债	615	403	646	685	732
长期借款	3	3	3	3	3
其他长期负债	315	170	170	170	170
非流动性负债	318	172	172	172	172
负债合计	933	575	819	857	905
股本	747	747	747	747	747
资本公积	345	502	502	502	502
股东权益合计	4,157	4,139	4,433	4,746	5,105
少数股东权益	63	64	89	115	145
负债股东权益总计	5,154	4,778	5,340	5,719	6,155

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	352	414	419	448	513
所得税支出	23	24	25	26	30
折旧和摊销	165	159	122	119	117
营运资金的变化	-33	82	211	7	115
其他经营现金流	-20	-68	-120	-54	-30
经营现金流合计	487	611	657	546	745
资本支出	-80	-2,430	-80	-50	-50
投资收益	301	1,589	100	50	20
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资现金流合计	26	20	0	0	0
发行股票	246	-821	20	0	-30
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	0	0	100	0	0
其他融资现金流	-142	-179	-126	-134	-154
融资现金流合计	121	52	-117	-16	2
现金及现金等价物净增加额	-21	-128	-142	-150	-151

**主要财务指标**

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
营业收入	0.28	6.86	-3.48	8.70	9.72
营业利润	17.92	19.93	2.90	5.80	13.46
净利润	19.04	17.60	1.30	6.80	14.51
利润率 (%)					
毛利率	50.52	50.63	51.84	52.09	53.91
EBIT Margin	29.73	29.73	29.17	32.29	34.91
EBITDA Margin	39.62	38.66	36.24	38.66	40.59
净利率	21.09	23.21	24.36	23.93	24.98
回报率 (%)					
净资产收益率	8.47	10.00	9.46	9.44	10.05
总资产收益率	6.92	8.78	7.99	7.99	8.53
其他 (%)					
资产负债率	18.11	12.04	15.33	14.99	14.70
所得税率	26.67	26.65	26.50	26.50	26.50
股利支付率	38.18	40.91	28.33	28.33	28.33

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500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20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。