

2017年08月28日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

 证券分析师：周玉华 S0350513110001
 0755-83716906 zhouyh@ghzq.com.cn

经营效率不断提升，杭黄高铁锦上添花

——黄山旅游（600054）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
黄山旅游	1.3	-4.8	4.9
沪深300	2.0	8.9	14.7

市场数据

2017-08-25

当前价格（元）	16.55
52周价格区间（元）	14.80 - 19.14
总市值（百万）	12367.82
流通市值（百万）	8495.12
总股本（万股）	74730.00
流通股（万股）	74730.00
日均成交额（百万）	70.37
近一月换手（%）	9.72

相关报告

《黄山旅游（600054）动态研究：静享高铁红利，外延发展值得期待(买入)*休闲服务*周玉华》
 ——2016-06-21

事件：

公司公布半年报：上半年实现营收 7.3 亿元，同比降 0.85%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比增 6.8%；实现扣非后归母净利润 1.9 亿元，同比增 9.9%；EPS 为 0.25 元。

其中 Q2 实现营收 4.5 亿元，同比增 5.5%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比增 19.5%。

投资要点：

■**游客接待量平稳增长。**公司上半年共接待进山游客 164.5 万人，同比增 6.5%；索道板块累计运送游客 303.5 万人次，同比增 8.3%。若考虑今年上半年游客接待量包含 20 万左右免票游客，剔除其影响，则相较 2016 年上半年 141.5 万人（不含免票游客）接待量，公司上半年游客量同比增 2.1%，实现平稳增长。

■**经营效率提升，费用控制严格。**公司近几年不断提倡改革，同时加强集中配送和采购，并加强对各个业务板块的激励和考核，促使经营效率不断提升。公司上半年经营毛利率和净利率分别为 53.08%和 27.48%，同比分别提升 2.98PCT 和 2.18PCT，经营效率提升显著。具体看，公司园林开发、索道及缆车和酒店业务毛利率分别为 89.31%、85.54%和 37.08%，同比分别增 0.99PCT、3.26PCT 和 1.98PCT。旅游服务业务毛利率为 5.68%，同比降 4.16PCT。除旅游服务业务外，公司园林开发、索道和酒店业务毛利率均稳中有升。

费用方面，公司上半年销售期间费用率为 14.47%，同比降 1.76PCT。其中，销售费用率同比降 0.05PCT；管理费用率同比降 0.9PCT；财务费用率同比降 0.82PCT。公司销售费用率降低主要源于地产项目营销费用同比减少，管理费用率下降则源于会计科目调整，而财务费用下降受益于短期融资减少。

■**宏村和太平湖项目持续推进。**目前太平湖合作标的公司已成立，标的公司正履行法定程序取得相关权益，而宏村项目则处于商务谈判中。基金项目方面，黄山赛富基金管理公司已开始就相关潜在项目启动尽调程序，黄山赛富旅游文化产业基金募集资金工作即将完成。

■**盈利预测和投资评级：**公司管理层积极进取，经营效率持续提升，太平湖、宏村和东黄山开发均在积极推进。2018 年杭黄高铁通车为未来发展锦上添花。除此之外，持有华安证券 1 亿股股票为公司提供较好投资收益预期。**预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.52 和 0.61 元，对应的 PE**

分别为 32 和 27 倍，维持买入评级。

■风险提示：突发安全事故；自然灾害及其他不可控因素；持续阴雨天气；项目进展低于预期；宏观经济下滑及系统性风险

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1669	1777	1999	2110
增长率(%)	0%	6%	12%	6%
净利润（百万元）	352	391	458	516
增长率()	19%	11%	17%	13%
摊薄每股收益（元）	0.47	0.52	0.61	0.69
ROE(%)	8.34%	8.44%	8.94%	9.11%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 黄山旅游盈利预测表

证券代码:	600054.SH				股价:	16.55	投资评级:	买入	日期:	2017-08-25
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	8%	8%	9%	9%	EPS	0.47	0.52	0.61	0.69	
毛利率	51%	51%	52%	53%	BVPS	5.56	6.08	6.69	7.37	
期间费率	21%	20%	20%	19%	估值					
销售净利率	21%	22%	23%	24%	P/E	35.13	31.63	27.02	23.96	
成长能力					P/B	2.97	2.72	2.47	2.24	
收入增长率	0%	6%	12%	6%	P/S	7.41	6.96	6.19	5.86	
利润增长率	19%	11%	17%	13%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.32	0.32	0.33	0.32	营业收入	1669	1777	1999	2110	
应收账款周转率	25.33	23.68	25.33	23.68	营业成本	826	874	967	985	
存货周转率	1.05	1.05	1.06	1.07	营业税金及附加	41	44	49	52	
偿债能力					销售费用	19	20	22	21	
资产负债率	18%	17%	16%	15%	管理费用	286	302	337	352	
流动比	3.16	3.96	4.71	5.50	财务费用	7	(14)	(19)	(25)	
速动比	1.89	2.60	3.30	4.13	其他费用 / (-收入)	18	11	16	20	
					营业利润	507	562	659	743	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	3	5	5	5	
现金及现金等价物	1032	1531	2099	2770	利润总额	510	567	664	748	
应收款项	66	75	79	89	所得税费用	135	150	176	198	
存货净额	784	876	962	974	净利润	375	417	488	550	
其他流动资产	63	69	79	86	少数股东损益	23	26	30	34	
流动资产合计	1945	2551	3219	3919	归属于母公司净利润	352	391	458	516	
固定资产	1755	1590	1454	1335						
在建工程	11	11	9	9	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	75	75	68	63	经营活动现金流	487	547	623	737	
长期股权投资	9	9	9	9	净利润	375	417	488	550	
资产总计	5154	5596	6120	6694	少数股东权益	23	26	30	34	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	141	183	166	152	
应付款项	133	155	178	190	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	177	183	201	218	营运资金变动	(52)	(136)	(140)	(57)	
其他流动负债	306	306	306	306	投资活动现金流	246	164	138	119	
流动负债合计	615	644	684	713	资本支出	126	164	138	119	
长期借款及应付债券	3	3	3	3	长期投资	2	0	0	0	
其他长期负债	315	315	315	315	其他	118	0	0	0	
长期负债合计	318	318	318	318	筹资活动现金流	(234)	(3)	(4)	(4)	
负债合计	933	962	1002	1031	债务融资	0	0	0	0	
股本	747	747	747	747	权益融资	30	0	0	0	
股东权益	4221	4634	5118	5663	其它	(264)	(3)	(4)	(4)	
负债和股东权益总计	5154	5596	6120	6694	现金净增加额	499	708	758	852	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

周玉华，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。

【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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户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、展示或以其他任何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。