

2018年04月13日

公司研究

评级：买入（维持）

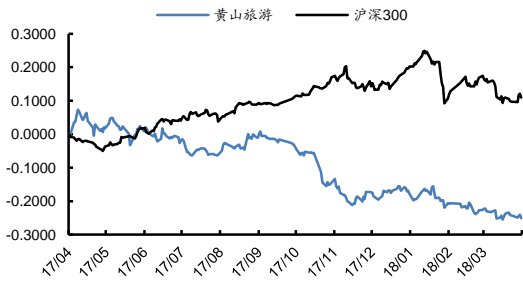
研究所

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

经营稳健，静待杭黄高铁开通

——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	-3.2	-8.9	-24.4
沪深300	-4.7	-7.7	10.9

市场数据

2018-04-12

当前价格（元）	12.87
52周价格区间（元）	12.62 - 18.62
总市值（百万）	9617.75
流通市值（百万）	6606.17
总股本（万股）	74730.00
流通股（万股）	74730.00
日均成交额（百万）	43.68
近一月换手（%）	11.58

相关报告

《黄山旅游（600054）事件点评：经营效率不断提升，杭黄高铁锦上添花》——2017-08-27

《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：

公司公布年报：2017年实现营业收入17.8亿元，同比增6.9%；实现归母净利润4.1亿元，同比增17.6%；实现扣非后归母净利润3.5亿元，同比增5.7%，其中非经常性损益中包含减持华安证券获投资收益5240万元；EPS为0.55元。其中Q4实现营业收入4.7亿元，同比增7.3%；实现归母净利润7176万元，扣非后归母净利润亏损11.6万元

投资要点：

■**游客接待量平稳增长。**公司2017年共接待进山游客336.9万人，同比增2.1%；索道及缆车累计运送游客667.3万人次，同比增3.3%。分季度看，公司Q1-Q4客流同比增速分别为9.5%、21.6%、-11.3%和-4.7%。根据公司经营计划，预计2018年全年接待进山游客346万人，同比增2.7%。

■**经营效率提升，费用控制严格。**全年看，公司经营毛利率和净利率分别为50.63%和24.58%，同比分别提升0.11PCT和2.11PCT，经营效率呈提升态势。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87.49%、85.15%和33.06%，同比分别降0.61PCT、增2.05PCT和增0.96PCT。

费用方面，公司2017年期间费用率为18.64%，同比降0.08PCT。其中，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为1.54%、17.36%和-0.27%，同比分别升0.37、升0.2和降0.67PCT。销售费用率略增主要源于支付黄山机场广告宣传费，财务费用下降主要源于金融借款减少。

■**太平湖项目已签署合作协议，宏村项目仍在谈判。**公司围绕“一山一水一村一窟”布局积极推进各个项目进展。目前太平湖项目已经签署合作协议，标的公司已经取得景区经营权，宏村项目亦已进行多次商谈，黄山迷窟景区总体策划全面完成。此外公司还与蓝城集团签订了战略合作协议，积极探索“旅游+小镇”发展模式。

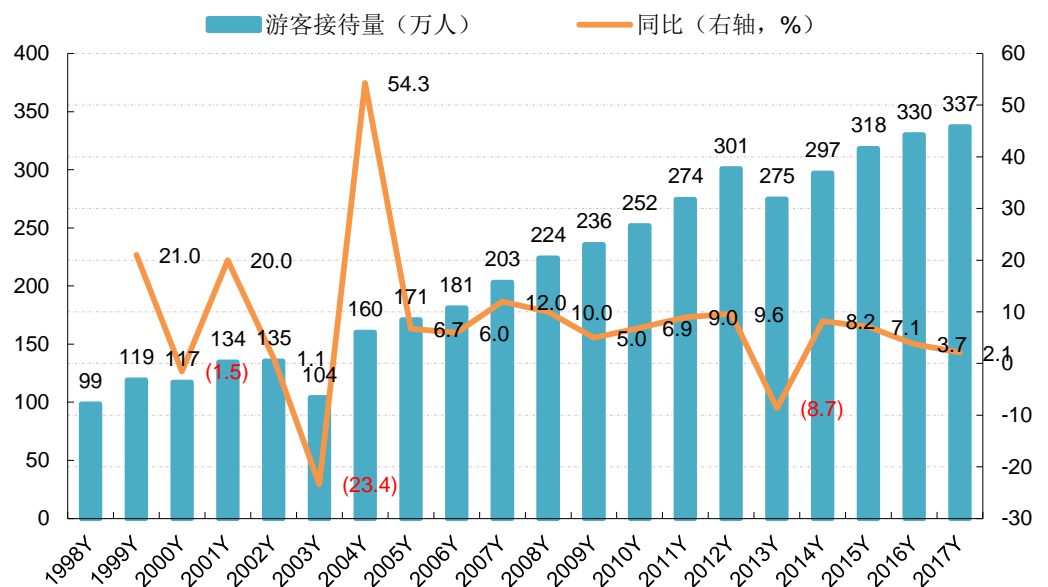
■**盈利预测和投资评级：**公司管理层积极进取，经营效率持续提升，坚定坚持“走下山、走出去”发展战略。太平湖、宏村和东黄山开发均在积极推进，黄山赛富旅游文化产业发展基金已经进入实质性运作阶段。2018年杭黄高铁通车将增加景区对长三角客流便利性和吸引力。**预计公司2018-2020年EPS分别为0.58、0.64和0.7元，对应的PE分别为22、20和19倍，维持买入评级。**

■**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	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1784	1813	1979	2142
增长率(%)	7%	2%	9%	8%
净利润(百万元)	414	436	476	526
增长率()	18%	5%	9%	10%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.58	0.64	0.70
ROE(%)	9.85%	9.36%	9.23%	9.20%

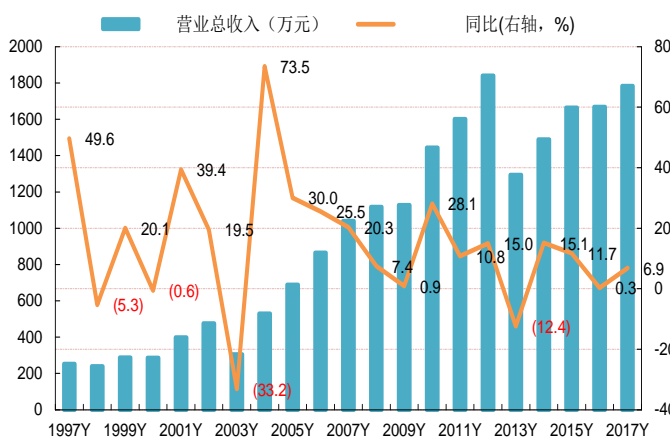
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 1: 黄山景区接待进山游客量保持稳定增长



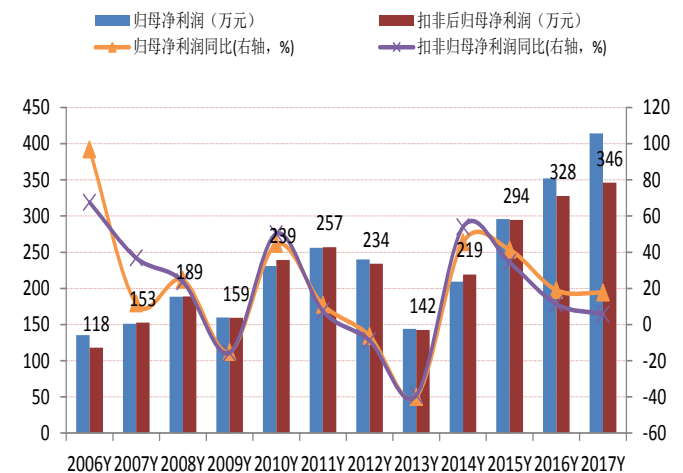
资料来源: 公司年报, 国海证券研究

图 2: 公司营收近三年复合增长率为 6.2%



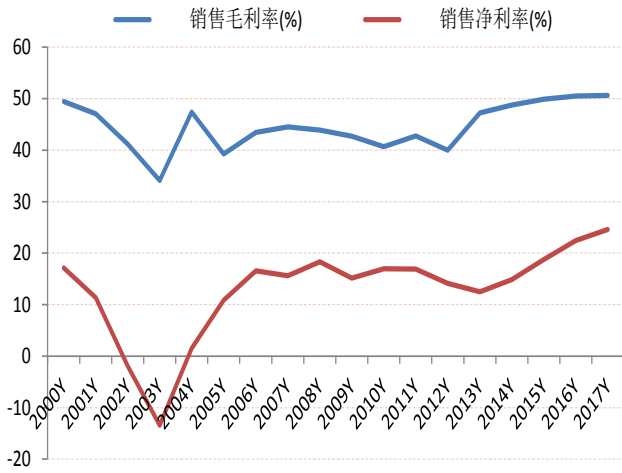
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 3: 公司扣非后归母净利润近三年复合增长率为 16.5%



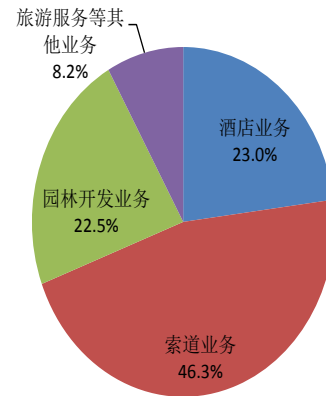
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 4: 公司毛利率和净利率稳步提升



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 5: 索道、酒店和园林开发是公司毛利的主要构成部分



资料来源: Wind 资讯, 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:	12.87	投资评级:	买入	日期:	2018-04-12
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	10%	9%	9%	9%	EPS	0.55	0.58	0.64	0.70	
毛利率	51%	51%	50%	51%	BVPS	5.54	6.12	6.75	7.45	
期间费率	21%	20%	19%	19%	估值					
销售净利率	23%	24%	24%	25%	P/E	23.55	22.36	20.47	18.55	
成长能力					P/B	2.36	2.13	1.93	1.75	
收入增长率	7%	2%	9%	8%	P/S	5.47	5.38	4.93	4.55	
利润增长率	18%	5%	9%	10%						
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.37	0.35	0.34	0.34	营业收入	1784	1813	1979	2142	
应收账款周转率	2.55	20.05	21.21	20.05	营业成本	881	895	980	1048	
存货周转率	39.63	32.56	44.45	70.04	营业税金及附加	36	36	39	43	
偿债能力					销售费用	28	27	28	30	
资产负债率	12%	11%	10%	10%	管理费用	310	312	337	362	
流动比	5.54	6.95	8.28	9.37	财务费用	(5)	(22)	(29)	(35)	
速动比	5.49	6.88	8.23	9.34	其他费用 / (-收入)	62	60	60	60	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	605	625	683	754	
现金及现金等价物	659	2418	3240	3916	营业外净收支	(7)	5	5	5	
应收款项	700	90	93	107	利润总额	598	630	688	759	
存货净额	22	29	23	16	所得税费用	159	168	183	202	
其他流动资产	852	322	153	168	净利润	438	462	504	557	
流动资产合计	2233	2858	3510	4207	少数股东损益	24	26	28	31	
固定资产	1689	1531	1401	1287	归属于母公司净利润	414	436	476	526	
在建工程	24	24	22	22	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	71	71	65	60	经营活动现金流	611	1805	876	738	
长期股权投资	11	11	11	11	净利润	438	462	504	557	
资产总计	4778	5246	5759	6337	少数股东权益	24	26	28	31	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	139	176	160	147	
应付款项	100	113	129	147	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	20	15	11	18	营运资金变动	10	1124	159	(46)	
其他流动负债	283	283	283	283	投资活动现金流	(821)	158	132	114	
流动负债合计	403	412	424	449	资本支出	53	158	132	114	
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	170	170	170	170	其他	(871)	0	0	0	
长期负债合计	172	172	172	172	筹资活动现金流	1968	(3)	(3)	(4)	
负债合计	575	584	596	621	债务融资	0	0	0	0	
股本	747	747	747	747	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	4203	4662	5163	5716	其它	1968	(3)	(3)	(4)	
负债和股东权益总计	4778	5246	5759	6337	现金净增加额	1758	1960	1005	848	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【分析师承诺】

周五华，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。