

黄山旅游

600054

增持

行业评级

增持

相关研究

区域优势下的稳定增长

—黄山旅游调研简评

事件

2009 年中国宏观经济环境仍是较为严峻的一年，而经济周期一直是公司业绩增长的主要驱动因素之一。我们对公司进行了实地调研来考察此次经济危机对公司业绩的影响。

评论

09 年不容乐观，10 年增长明确

在 08 年行业低景气度下，公司 1-9 月累计接待游客增长 6.16%。同时收益于索道提价和税率降低（税率下调至 28%），营业收入同比增长 11.02%，净利润增长 13%。2008 年公司的总体盈利质量较高，扣除非经常损益后的净资产收益率为 15.01%，比去年同期增加 0.65 个百分点。

“十一”黄金周后景区游客出现较大幅增长，截止至 11 月 11 日，黄山风景区就接待进山旅游 210 万人次，预计 2008 年全年黄山的游客接待量将达到 223 万人次，同比增长 10%；从公司的历史数据来看，经济周期和交通是影响公司业绩的主要因素，在 09 年宏观经济增速放缓的情况下，公司 09 年的经营状况不容乐观，保守估计 09 年景区游客增速与 08 年相同，游客人数约 245.6 万人左右；2010 年在京福高铁安徽段、皖赣铁路 2 线和黄山至杭州铁路客运专用线开通、上海世博会和经济逐渐回暖等事件推动下，游客增速有望得到快速增长，大约在 12%。预计 08-10 年 EPS 为 0.41, 0.49 和 0.60 元，给予“增持”评级。

景区门票提价提高折价基数，为未来收入增长提供支持

黄山景区门票自 2009 年 5 月 1 日起，旺季门票价格由 200 元调整为 230 元，淡季由 120 元调整为 150 元。从公司历次提价后的市场反映来看，此次提价对游客量的负面影响有限。公司 2005 年提高名义票价后，当年的游客量仍 6.7% 的增长（图 1）。但是由于 09 年旅游业受全球经济下滑影响，形势较为严峻，公司实际票价提升未必会与名义票价同步，而更有可能是公司继续采取 08 年门票优惠来吸引客源。这次提价实际上是提高了公司日后的折价基数，有助于稳定实际人均票价，为未来门票收入的稳定增长提供支持。

我们预计 09 年实际人均票价与 08 年持平，约 184 元；门票收入为 4.54 亿元，同比增长 10.63%，略高于游客增速。但随着 2010 年宏观环境转暖和世博会的提振作用，届时公司不再需要以低价吸引客源，实际票价将有所提升，预计 2010 年门票收入将达到 5.6 亿元，同比增长 22.9%。

分析师

吴红光

(0755) 82492069

wuhg@lhqz.com

分析师

李珊珊

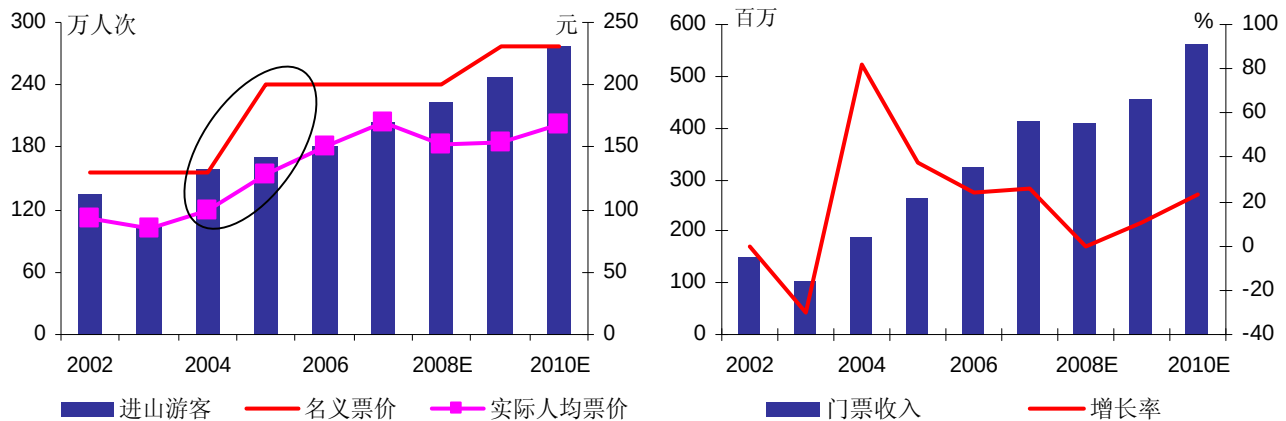
(0755) 8364411

liss@lhqz.com

图 1：公司门票收入情况及预测

公司票价变化VS游客量

门票收入预测



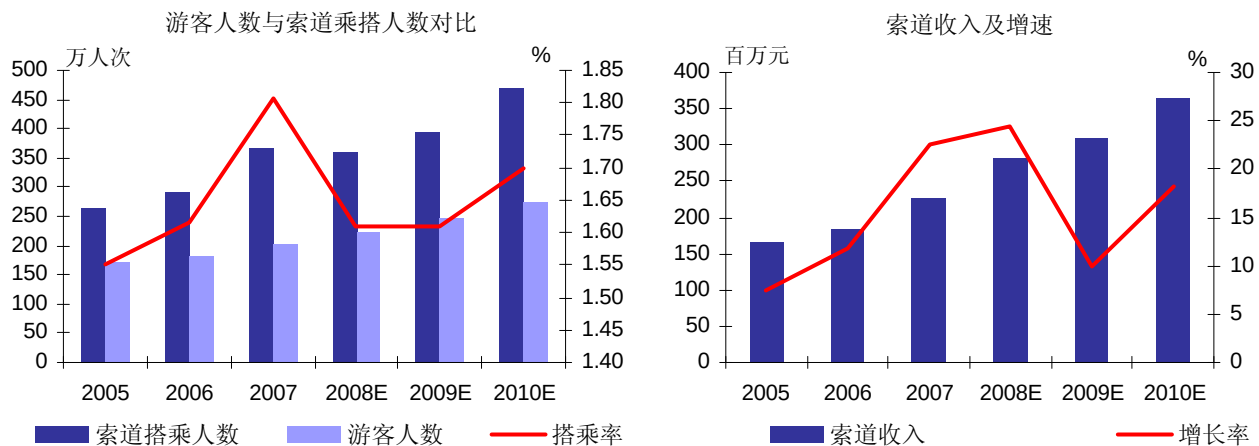
数据来源：公司年报、联合证券整理

索道提价驱动收入增长

公司索道票价格从 2008 年 4 月 1 日起作如下调整：黄山新云谷索道价格核定为旺季 80 元/人次，淡季 65 元/人次，上下行同价。其它三条索道（玉屏索道、太平索道、老云谷索道）实行价格并轨，即由原旺季 65 元/人次，淡季 55 元/人次调整为旺季 80 元/人次，淡季 65 元/人次；索道价格内含基本保险和风景区开发维护费 10 元/票。

索道价格的提升将促进索道收入的大幅增长。但不同于景区门票，索道的需求价格的弹性较高，2008 年索道全面提升后，将会使得游客搭乘索道的意愿有所下降，预计 08 年搭乘率将下滑至 1.61，全年乘搭人次约为 359.5 万人次，索道收入为 2.8 亿元。随着游客逐步适应高票价，乘坐率将回升，保守估计 09 年索道搭乘率保持在 1.61，2010 年有望恢复至平均水平，大约在 1.7 左右；索道搭乘人次分别为 395 和 467 万人次，索道收入为 3.06 和 3.65 亿。

图 2：索道乘搭人次及收入预测—预计 08、09 和 10 年索道收入增速分别为 24.3%、10%和 18.3%



数据来源：公司年报、联合证券整理

酒店经营状况有待改善

公司目前拥有 12 家酒店，其中山上 7 家，共计约 1200 间客房。由于受规划的限制，山上酒店本来就具有较强的需求价格刚性。而且近两年来，公司又对山上酒店进行了大规模的装修和改造，使得这些酒店的盈利能力近一步加强。目前山上酒店的平均出租率达到了 69% 左右，旺季(9 个月)平均实际房价约 800 元，淡季(3 个月)在 400 元左右，每年对公司利润贡献约 5000 万元。

公司山下酒店共有 5 家，包括黄山市内的徽商故里大酒店、华山宾馆、黄山国际大酒店，北大门的轩辕国际大酒店和位于汤口的汤泉大酒店，共计约 1000 间客房。近年来，黄山山下酒店客房数量激增，竞争愈加激烈，而且由于黄山市区范围较小，公司酒店的选址优势无法体现。目前已开业的 5 家山下酒店中，有 4 家还处于亏损状态。山下酒店的严重亏损是目前制约公司酒店业务的主要原因。

黄山国际大酒店 08 年上半年录得亏损 131 万元，随着经营环境的好转，下半年盈利状况将转好，预计全年亏损 230 万元，同比下降 41.8%。

轩辕国际大酒店位于黄山北大门，于 2008 年 6 月底开业，共投资 1.65 亿元，是太平地区唯一的五星级酒店。酒店位置靠近合铜黄高速，交通便利。但 08 年由于各种特殊事件，入住率低，加上开业费摊销和固定资产折旧(假设年折旧率为 4.9%，每年约 800 万)，预计今年将亏损 700-900 万元。随着酒店知名度的提高，入住率在未来有望得到提高，经营情况将趋好。

总体而言，由于山下酒店竞争激烈，公司不具有定价权，预计 08、09 年山下酒店将继续亏损，估计亏损总额约 1000-2000 万左右。2010 年随着经济的回暖和世博会的提振效应，经营状况将会好转，保守估计能实现经营保本。

房地产业务存在较大的不确定性

公司 2007 年购得黄山市屯溪黄口旅游度假开发区 187 亩地(12.4 万平方米)。该投资项目分为两部分，第一部分 3.69 万平方米地拟建五星级豪华酒店及会所，并成立黄山桃花溪旅游房地产开发公司从事该房地产开发项目；第二部分 8.77 万平方米拟建高档住宅及商业楼，成立黄山旅游玉屏房地产开发有限公司负责此地块的开发，现两部分项目正如期进行当中。

目前黄山市区房地产市场受到经济的影响，成交量有所萎缩，未来的不确定性较大，我们的盈利预测中暂时不考虑地产业务的盈利贡献。

旅游社业务毛利率低下

公司的旅行社业务主要通过期下控股的 4 家旅行社来运作，旅行社业务收入虽然在公司总收入的 22%，但其毛利率只有 4.01%，对公司毛利的贡献率较小。我们预计该业务未来几年保持稳定，预测 08-10 年毛利率分别为 5.49%、5.54% 和 5.6%。

总的来讲，公司目前盈利状况良好，09 年经济增速放缓将对公司业绩

增长有一定的负面影响；但 10 年受多重事件的刺激作用，业绩有望得到较大幅度的回升。我们给予“增持”评级，并将会密切关注公司，适时推出深度研究报告。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。