

恢复性增长+门票提价

研究结论

- 2008 年度公司实现营业收入 11.18 亿 万元，同比下降 7.43%；利润总额 2.81 亿元，同比增长 6.5%；归属于上市公司股东的净利润 1.89 亿元，同比增长 24.71%；每股收益 0.40 元，略低于预期。
- 报告期景区接待人次同比增长 10%，创历史新高。2008 年度，公司全年接待入山游客 224 万人次，同比增长 10%；其中境外游客 23 万人次，同比增长 12%；但是由于促销力度的增加等致使园林门票收入出现小幅负增长。08 年 4 月 1 日，随着新云谷索道的正常运营，公司下属三条索道同时提价，单次价格从旺季 65 元提高至 80 元，淡季从 55 元提高至 65 元。虽然报告期索道单向乘坐率下降近 5 个百分点，但提价的积极作用完全覆盖了负面影响，致使 08 年该业务收入同比增长达 19.52%，毛利率达 78.13%，上升 3.26 个百分点。
- 08 年度酒店实现收入 27288 万元，同比增长 7.27%；毛利率 33.47%，同比下降 6.52 个百分点。游客人次增长的不均衡和年中开业的轩辕酒店开办费摊销是造成 08 年度酒店盈利能力下降的主要原因。预计 08 年轩辕酒店亏损近 1000 万元，酒店盈利整体下降近 1500 万元。值得一提的是，年内公司对山上酒店进行了系列改造，目前均已完工，由于资源相对垄断，这些项目有望成为公司 09-10 年业绩增长点之一。
- 我们对公司 09-10 年的经营情况持谨慎乐观态度。虽然金融危机的影响正逐步显现，但中长期来看行业面临较好的发展机遇。4 万亿重点将投向高速铁路和高速公路网络建设，理论上 3-4 年后全国性的网络将基本形成，旅游业有望成为最大的受益者。旅游业对启动内需的积极作用正被越来越多的地方政府所认知，各种类型的促进旅游业发展的政策相继出台，将使国内旅游仍保持相对旺盛的态势。
- 通达性的改善是公司发展的长期推动力。至 08 年底有三条高速公路相继贯通至黄山，由此以黄山为中心连接长三角地区的高速公路网基本形成。一般高速公路的通车效应有 2-3 年，以此推算未来二年黄山的接待人次有望保持较快增长。计划中的三条高铁将于 09 年 6-9 月同时开工，预计 2-3 年内全部完工，2011 年下半年开始陆续通车（如从杭州到黄山仅半个小时），由此景区的通达性和运送能力将再次大幅提高。
- 按照 09-10 年游客人次年增长 5%，考虑索道和门票相继涨价效应，我们预计 09-10 年公司每股收益 0.51 元和 0.61 元。目前股价 09 年动态市盈率 30 倍，基本合理。考虑到公司门票和索道涨价及未来较好的成长性，维持增持评级。
- 催化剂：09 年一季报和中报同比有望出现大幅增长。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



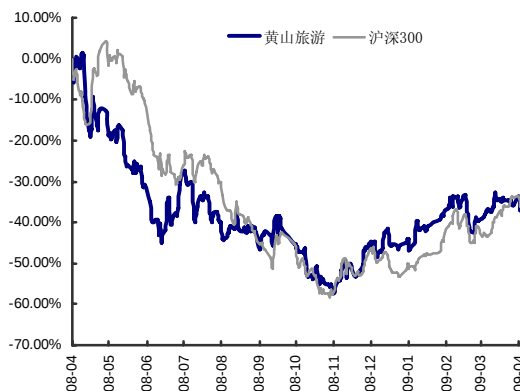
东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游/轻工行业资深分析师
8621-63325888×6080
yangy@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价(09 年 4 月 8 日)	15.44 元
目标价格(12 个月)	18.3 元
总股本/A 股(万股)	47135/27362
A 股市值(百万元)	73 亿元
国家/地区	中国
行业	旅游
报告日期	2009 年 4 月 9 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	2.57%	7.49%	-37.07%
相对表现 (%)	-2.39%	-2.39%	-0.79%

资料来源：WIND

财务预测

会计年度	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入(百万)	1041	1118	1272	1404
营业利润(百万)	268	282	350	416
净利润(百万)	151	204	241	287
EBITDA(百万)	327	339	443	522
每股收益(元)	0.32	0.40	0.51	0.61
净资产收益率(%)	14.9%	16.5%	18.5%	19.2%
每股经营现金流(元)	0.6	0.44	0.7	0.8
市盈率(X)	48.1	38.8	30.1	25.3
EV/EBITDA(X)	20.8	20.0	15.3	13.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

1. 2008 年经营情况

主营收入保持平稳增长

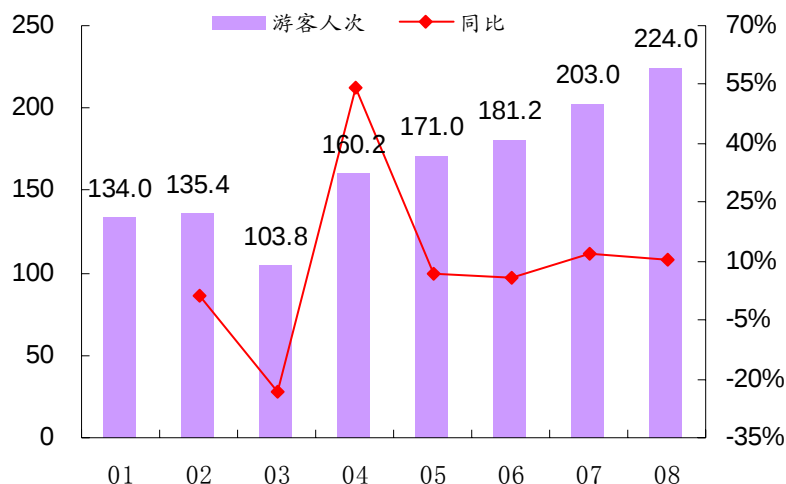
2008 年度公司实现营业收入 11.18 亿 万元，同比下降 7.43%；利润总额 2.81 亿元，同比增长 6.5%；归属于上市公司股东的净利润 1.89 亿元，同比增长 24.71%；每股收益 0.40 元，略低于预期。

报告期景区接待人次同比增长 10%，创历史新高。2008 年度，公司全年接待入山游客 224 万人次，同比增长 10%；其中境外游客 23 万人次，同比增长 12%；索道业务累计运送游客 356.87 万人次，单次乘坐率达到 79.66%。

景区实际票价同比下降 13%。虽然报告期接待人次出现较快增长，但由于促销力度的增加致使园林门票收入出现小幅负增长。2008 年度黄山景区实现门票收入 3.94 亿元，较 07 年下降 4%，实际票价仅为 176 元；毛利率 42.23%，与 07 年基本持平。

图 1：黄山旅游景区游客接待情况

单位：万人次，%



资料来源：公司公告

索道收入同比增长 19.52%。报告期公司索道业务实现收入 2.69 亿元，占到公司主营业务收入的 24%，如果扣除盈利能力非常低的旅行社收入，则索道占比将达 30%，该业务是公司重要的收入与利润来源。08 年 4 月 1 日，随着新云谷索道的正常运营，公司下属三条索道同时提价，单次价格从旺季 65 元提高至 80 元，淡季从 55 元提高至 65 元。虽然报告期索道单向乘坐率下降近 5 个百分点，但提价的积极作用完全覆盖了各类负面影响，致使 08 年该业务收入同比增长达 19.52%，毛利率达 78.13%，上升 3.26 个百分点。

表 1：黄山旅游索道业务经营情况

索道	单位	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
收入	万元	10103	10294	8660	15309	16445	18387	22552	26954
增长率	%		1.9%	-15.9%	76.8%	7.4%	11.8%	22.7%	19.5%
平均票价	元	75	76	83	96	96	101	111	120

乘座率	%	58.0%	58.5%	64.2%	73.5%	74.0%	78.1%	85.5%	80.2%
毛利率	%	78.3%	74.4%	73.5%	84.1%	71.0%	73.2%	69.5%	78.1%

资料来源：东方证券研究所

酒店业务盈利下降。从报表看,08年度酒店实现收入27288万元,同比增长7.27%;毛利率33.47%,同比下降6.52个百分点。从前期的调研了解到,报告期游客人次增长的不均衡和年中开业的轩辕酒店尚处于开业周期入住率较低,是造成08年度酒店盈利能力下降的主要原因。预计08年酒店整体盈利1000余万元,较往年下降近1500万元,其中轩辕酒店亏损近1000万元。值得一提的是,报告期公司进行了一系列酒店的改造项目,如西海饭店整体改造、北海宾馆贡阳山庄、排云楼宾馆接待设施改造等,至08年底这些项目均已完工。由于以上项目均处于山上,资源相对垄断,重新开业后有望迅速盈利,成为公司09-10年业绩增长点之一。

2. 2009 年展望

我们对公司09-10年的经营情况持谨慎乐观态度

金融危机的影响正逐步显现。从最新统计数据来看,入境游受到的冲击非常明显,国内游整体恢复情况较好,但较07年仍有一定程度下降。根据国家旅游局的统计,09年1-2月,全国接待入境旅游者人数1973万人次,同比下降4.76%,过夜旅游者人次768.55万人次,同比下降9.41%,实现旅游外汇收入56.04亿美元,同比下降14.32%,其中入境外国人接待情况出现20%的负增长。虽然黄山接待总量中外国人仅占到10%,但由于其消费能力较强,入境游客的下降对公司高端的酒店等业务仍会产生一定负面影响。

行业中长期发展前景看好。从中长期来看,当前行业面临的挑战可以看作是为下一轮的发展做准备和积累。4万亿重点将投向高速铁路和高速公路网络建设,理论上3-4年后全国性的网络将基本形成,旅游业有望成为最大的受益者。另外,旅游业对启动内需的积极作用(旅游业每直接收入1元,会给国民经济相关行业带来4.3元增值效益)正被越来越多的地方政府所认知,各地各种类型的促进旅游业发展的政策相继出台。我们认为短期内这些以折扣和低价促销为主的政策将使国内旅游仍保持相对旺盛的态势,从中长期来看,这些政策的出台具有持续性,将促使行业在GDP中的占比稳步提高。

通达性的改善是公司发展的长期推动力。至08年底有三条高速公路相继贯通至黄山,由此以黄山为中心连接长三角地区的高速公路网基本形成。一般高速公路的通车效应有2-3年,以此推算未来二年黄山的接待人次有望保持持续较快增长。值得一提的是,计划中的三条高铁将于09年6-9月同时开工,预计2-3年内全部完工,2011年下半年开始陆续通车(如从杭州到黄山仅半个小时),由此景区的通达性和运送能力将再次大幅提高。

门票和索道涨价是09-10年业绩增长主要推动力。09年增长主要来自于游客人次的增长,门票和索道提价效应显现、酒店经营好转。预计全年接待游客人次有望达到235万人次,单人次门票价格有望提高至192元(考虑涨价因素),索道乘座率小幅上升至82%;轩辕酒店亏损额大幅下降使得酒店整体效应恢复到07年水平。2010年增长主要来自于游客人次上升至247万,同比增长5%,门票提价效应继续显现和门票折扣率下降,酒店效益的继续好转。另外,公司在黄山187亩地块的高端酒店和商业地产等在建项目进展顺利,由于成本相对较低,一旦竣工将产生较好的收益,最早预计在2010年完工。出于谨慎性原则,我们2010年盈利预测中暂不考虑此项收益的影响。

调低09-10年盈利预测至0.51元和0.61元,目前股价09年动态市盈率30倍,基本合理。考虑到公司门票和索道涨价及未来较好的成长性,维持增持评级。

表 2：黄山旅游利润预测表
单位：百万元

会计年度	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	1041	1118	1272	1404
营业成本	578	627	695	742
营业税金及附加	40	44	51	56
营业费用	0	0	0	0
管理费用	152	164	173	190
财务费用	0	-1	3	0
资产减值损失	3	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	0	0
营业利润	268	281	350	416
营业外收入	0	1	0	0
营业外支出	4	1	3	3
利润总额	264	281	347	413
所得税	101	76	87	103
净利润	163	204	261	310
少数股东损益	12	16	19	23
归属母公司净利润	151	189	241	287
EBITDA	327	339	443	522
EPS（元）	0.32	0.40	0.51	0.61

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨春燕：造纸、旅游资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn