

2009 年 04 月 08 日

市场数据(人民币)

市价(元)	15.46
已上市流通A股(百万股)	117.62
总市值(百万元)	7,287.07
年内股价最高最低(元)	24.62/10.48
沪深 300 指数	2479.35
上证指数	2347.39
2007 年股息率	1.01%


相关报告

- 1 《长三角城市圈区位优势下的稳定增长》，2008.11.18
- 2 《中报符合预期,行业冲击尽显黄山区位优势》，2008.8.15
- 3 《短期冲击不改资源禀赋,资产有价不容市场低估》，2008.7.4

传媒旅游研究小组
毛峥嵘

 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

唐建伟

 (8621)61038290
 tangjw@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

黄山旅游 (600054.SH)

——08 年业绩略低于预期,09 年增长仍可期待

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.294	0.321	0.400	0.473	0.563	0.609
净利润增长率	101.53%	9.01%	24.71%	18.24%	18.99%	8.20%
先前预期每股收益(元)			0.431	0.473	0.563	0.609
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.488	0.599	N/A
市盈率(倍)	36.95	98.65	33.45	32.71	27.49	25.40
行业优化市盈率(倍)	49.08	75.88	34.29	34.29	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.36	10.95	1.35	1.79	1.45	3.10
已上市流通A股(百万股)	100.62	100.62	117.62	123.34	146.06	298.36
总股本(百万股)	454.35	471.35	471.35	471.35	471.35	471.35

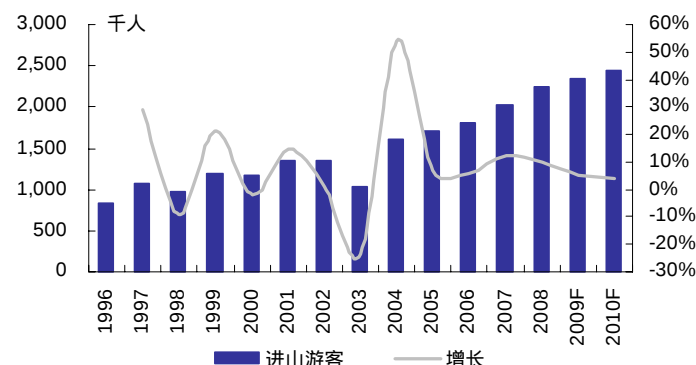
来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

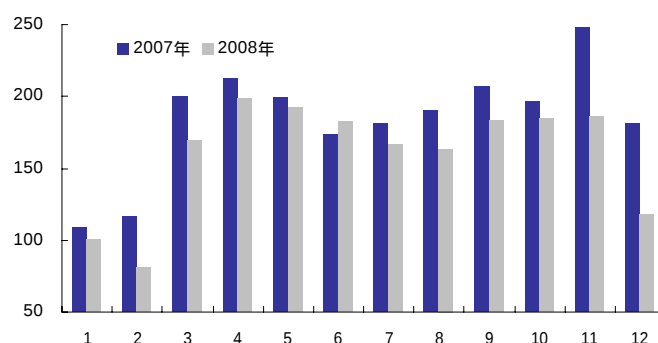
- 公司 2009 年 4 月 9 日发布公司 2008 年年报，全年实现销售收入 11.18 亿元，同比增长 7.43%，归属上市公司股东的净利润 1.89 亿元，同比增长 24.71%，实现每股收益 0.40 元，低于市场普遍预期，也低于我们此前 0.43 元的预期。低于预期的主要原因是门票折扣幅度略超过我们的预期，酒店采购成本、人工成本、广告宣传费用超过我们的预期。
- 公司 2009 年的主要预期目标是：接待游客人数 235 万人次，完成营业收入 12 亿元以上。我们认为公司的预期目标是可以实现的。
- 我们认为黄山景区的门票收入增长是相当明确的，索道乘坐人次将会随着景区接待人数的增长而增长，上山酒店的盈利能力将近一步增强，山下酒店仍然很难实现盈利。
- 我们维持公司 2009 至 2010 年的每股收益预测，分别为 0.473 元、0.563 元、0.609 元，公司目前股价对应的 PE 分别为 33 倍、27 倍、25 倍。鉴于公司属于金融危机背景下为数不多的未来业绩增长明确的公司，我们仍然维持“买入”评级。

- 公司 2009 年 4 月 9 日发布公司 2008 年年报，全年实现销售收入 11.18 亿元，同比增长 7.43%，归属上市公司股东的净利润 1.89 亿元，同比增长 24.71%，实现每股收益 0.40 元，低于市场普遍预期，也低于我们此前 0.43 元的预期。业绩低于预期的主要原因是：
 - ◆ 虽然 2008 年景区接待人数达到 224 万人（见图表 1），略超我们的预期，但由于公司门票折扣幅度大幅提高，实际景区业务收入仅 4.06 亿元，同比下降 1.40%。我们前期对门票折扣幅度加大做了充分预计，判断接待人数的上升能够基本弥补门票折扣幅度加大所带来的收入减少，预测 08 年门票收入将与 2007 年基本持平，但实际的折扣幅度仍然超过了我们的预期（见图表 2），门票收入低于我们此前 4.12 亿元的预测。

图表1：黄山景区游客接待情况及预测



图表2：黄山景区平均门票情况



来源：安徽省旅游局、公司公告、国金证券研究所

- ◆ 公司酒店业务收入虽然增长了 7.27%，成本却增长了 18.92%，酒店业务毛利率比上年下降了 6.52 个百分点，超出了我们的预期。这主要是因为 2008 年通货膨胀，采购成本上升较大，公司统一实施新的劳动法规，人工成本上升超预期。
- ◆ 2008 年雪灾、地震等自然灾害及全球金融危机给公司的生产经营带来了严重挑战。为此公司加大了市场营销力度，公司广告宣传费用大幅上升，2008 年公司支付的广告宣传费用达 1163 万元是 2007 年的两倍。
- 公司 2009 年的主要预期目标是：接待游客人数 235 万人次，完成营业收入 12 亿元以上。我们认为公司的预期目标是可以实现的。
 - ◆ 从接待人数来看，景区根据黄山市统一部署，利用传统的旅游淡季推出了一系列的优惠措施，促进了一季度游客的增长，据了解景区一季度接待游客人数达到 28 万多人次，同比增加 5 万多人次。优惠时间为 2009 年 1 月 23 日—2 月 28 日，1 月 25 日-29 日春节黄金周除外，具体优惠政策如下：

对航空旅游市场：全市所有景区对北京、厦门、广州、深圳和上海直达黄山航班出入港的游客（凭身份证和机票或其他有效证明）实行门票价 4 折优惠（黄山风景区 80 元/人）。

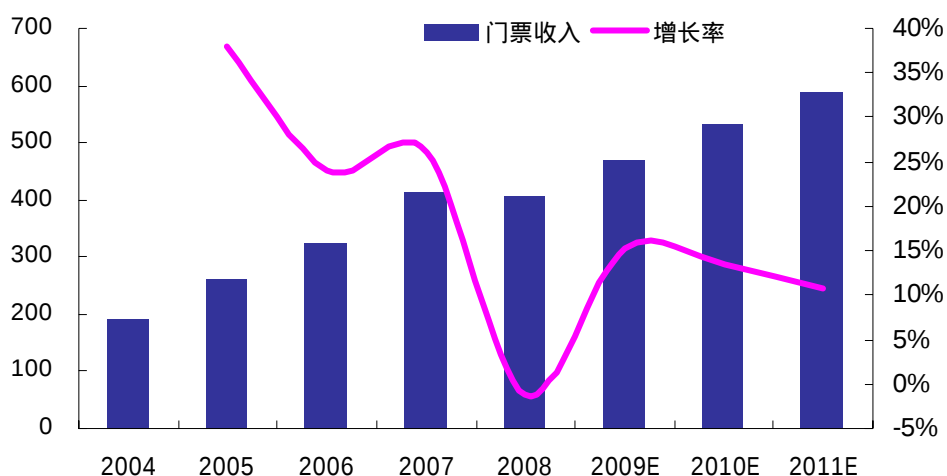
对安徽省籍来黄山旅游的游客、寒假期间来黄山旅游的学生、黄山市民：全市所有景区对安徽省籍来黄山旅游的游客（凭有效身份证或户口本原件）实行门票价 3 折优惠，对寒假期间来黄山旅游的学生（凭有效学生证）实行门票价 3 折优惠（黄山风景区 60 元/人）；全市所有景区对黄山市民游黄山（凭有效身份证或户口本原件）实行门票价 1.5 折优惠（黄山风景区 30 元/人）。

对组织百辆大巴和自驾车专项活动：全市所有景区对来自上海、南京、杭州、合肥和武汉等地参加本次活动的游客（凭组织方颁发的有效证件）实行门票价 5 折优惠（黄山风景区 100 元/人）。

“三八”妇女节期间：在 2009 年 3 月 1 日—15 日，对来黄山旅游的女性游客，全市所有景区实行门票价 5 折优惠。

- ◆ 公司公告从 2009 年 5 月 1 日起调整黄山风景区门票价格，黄山风景区门票价格旺季每票由 200 元调整为 230 元，淡季每票由 120 元调整为 150 元。淡季时间为当年 12 月 1 日至次年 2 月 28 日，旺季时间为 3 月 1 日至 11 月 30 日。
- ◆ 公司预期的接待人数目标高于我们此前的 230 万人的预测，我们认为公司在加大优惠措施的前提下，接待人数的增长是可以预期的。
- ◆ 公司营业收入预期与我们此前 11.99 亿的预测基本一致。虽然 2009 年景区向上调整了门票价格，但由于各项优惠措施的出台，景区门票折扣幅度将会加大，并可能会超过我们此前的预期，因此我们暂不调整公司的营业收入预测。
- 随着金融危机影响的逐步消除，中国旅游业也将逐步恢复，黄山也将会逐步取消门票优惠，景区收入的增长仍然是可以期待的，我们认为黄山景区的门票收入增长是相当明确的（见图表 3）。

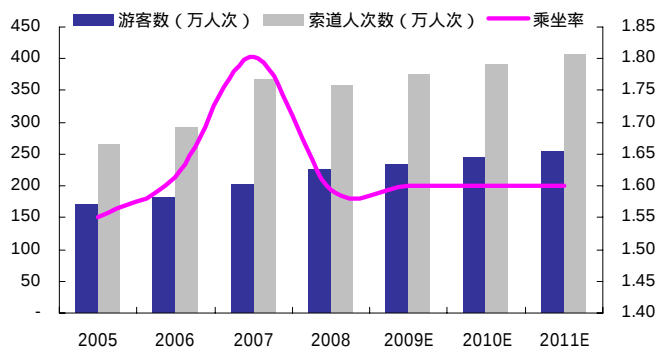
图表3：黄山景区门票收入增长预测



来源：公司资料、国金证券研究所

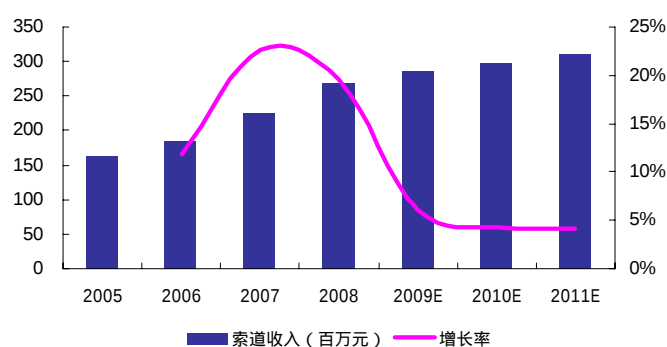
- 由于黄山景区范围广泛，多数游客为了节约游览时间，降低疲劳程度，将会选择乘坐索道，因此我们预测索道乘坐率将不会因为金融危机而下滑，因此我们预测索道乘坐人次数将会随着景区接待人数的增长而增长（见图表 4、5）。

图表4：索道乘坐率预测



来源：公司资料、国金证券研究所

图表5：索道收入预测



- 公司在 2008 年对部分酒店进行了翻修和扩建，酒店品质得以提升，上山酒店的盈利能力将近一步增强，但是山下酒店竞争激烈，我们认为公司如果不采取与垄断资源想结合的营销模式，山下酒店仍然很难实现盈利，因此我们对公司酒店业务持较为中性的态度。
- 我们暂时维持公司 2009 至 2010 年的每股收益预测，分别为 0.473 元、0.563 元、0.609 元，公司目前股价对应的 PE 分别为 33 倍、27 倍、25 倍。鉴于公司属于金融危机背景下为数不多的未来业绩增长明确的公司，我们仍然维持“买入”评级。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	3	6	19
买入	1	1	4	5	15
持有	0	0	1	3	8
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.80	1.79	1.76

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-04-21	买入	20.05	N/A
2 2008-07-04	买入	16.92	20.00 ~ 23.00
3 2008-08-15	买入	14.54	16.80 ~ 18.50
4 2008-11-18	买入	11.40	15.00 ~ 15.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。