

日期：2009 年 8 月 21 日

行业：旅游业



刘丽

021-53519888-1923



liuli@sigchina.com

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	14.48
12mth A 股价格区间 (元)	17.96/10.20
总股本 (百万股)	471.35
无限售 A 股/总股本	24.95%
流通 A 股市值 (百万元)	1703.14
每股净资产 (元)	2.48
PBR (X)	5.84
DPS (Y08, 元)	0.10(含税)

主要股东 (09H1)

黄山旅游集团有限公司	41.95%
------------	--------

收入结构 (09H1)

酒店业务	22.09%
索道业务	24.39%
园林开发业务	34.25%
旅游服务	19.26%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：LL09-CT29

相关报告：

经营稳定, 业绩同比基本持平

■ 报告目的：

公司公布 2009 年中期业绩, 上半年实现营业收入 4.65 亿元, 同比增长 7.2%; 归属于母公司所有者的净利润 7698 万元, 同比增长 1.41%; 每股收益 0.16 元。本报告对其 2008 年经营业绩以及未来发展趋势进行点评分析。

■ 主要观点：

毛利率下降、费用增加影响净利润增长

09 年上半年公司累计接待入山游客 98.96 万人次, 同比增长 10.16%, 在国内旅游市场受到金融危机及甲型流感冲击的情况下, 游山人数仍能实现较快增长。净利润增幅低于收入增幅的原因主要是 (1) 综合毛利率下降 1.39 个百分点; (2) 由于流动资金借款增加, 财务费用同比增加 310 万, 同时管理费用增加 298 万元, 使得期间费用合计同比增长 11.05%。

索道收入由于提价因素增长明显

索道业务收入同比增长较为明显, 上半年实现营业收入 1.22 亿元, 同比增长 15.6%, 毛利率 76.11%, 同比提升 2.29 个百分点。这主要是由于索道价格自 08 年 4 月 1 日起进行了调整, 提价效应较为明显。

投资建议：

维持评级“跑赢大市”

公司景点优势突出, 资源稀缺, 仍是景区类公司中的蓝筹品种; 凭借其靠近长三角地区的地理优势, 未来主业的持续稳定增长确定性强。根据公司最新经营情况, 我们下调公司 09、10 年每股收益分别为 0.45 元和 0.55 元; 目前 09、10 年的动态市盈率分别为 32 倍和 26 倍。目前估值合理, 建议增持。维持黄山旅游“未来六个月, 跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,040.88	1,118.18	1,238.86	1,437.00
年增长率 (%)	20.34	7.43	10.79	15.99
归属于母公司的净利润	151.18	188.54	211.95	261.06
年增长率 (%)	11.60	24.71	12.42	23.17
每股收益 (元)	0.33	0.40	0.45	0.55
PER (X)	43.88	36.20	32.20	26.14

一、09 年上半年业绩同比基本持平

1、毛利率下降、费用增加影响净利润增长

09 年上半年公司累计接待入山游客 98.96 万人次，同比增长 10.16%，在国内旅游市场受到金融危机及甲型流感冲击的情况下，游山人数仍能实现较快增长（08 年同期受自然灾害影响游客数略降，今年上半年游客接待数比 07 年上半年 90.1 万人次也有明显增长），充分体现了黄山景点的吸引力。

公司上半年实现营业收入 4.65 亿元，同比增长 7.2%；归属于母公司所有者的净利润 7698 万元，同比增长 1.41%。公司上半年净利润增幅低于收入增幅的原因主要是（1）综合毛利率下降 1.39 个百分点；（2）由于流动资金借款增加，财务费用同比增加 310 万，同时管理费用增加 298 万元，使得期间费用合计同比增长 11.05%。

2、索道收入由于提价因素增长明显

分业务来看，索道业务收入同比增长较为明显，上半年实现营业收入 1.22 亿元，同比增长 15.6%，毛利率 76.11%，同比提升 2.29 个百分点。这主要是由于索道价格自 08 年 4 月 1 日起进行了调整，提价效应较为明显。

上半年园林开发业务收入 1.71 亿元，同比增长 3.35%，入山游客增速 10%左右，而门票收入增速相对较慢，我们认为主要是因为公司为应对旅游市场不景气而主动采取的各种优惠促销措施仍在延续，使得平均门票价格有所下降（简单以园林业务收入/游客数计算，09 年上半年均价 173 元，08 年同期均价为 185 元）。园林开发业务毛利率为 40.3%，同比下降 1.99 个百分点。黄山风景区门票价格从 09 年 5 月 1 日起上调 30 元，由于目前国内旅游市场仍处于恢复中，我们预料公司仍将会实施积极灵活的优惠政策，提价对整体业绩影响不大。

酒店业务收入 1.10 亿元，与 08 年同期基本持平，略增 0.47%，毛利率则出现较大幅度下降，同比下降 9.92 个百分点；旅游服务业务收入 0.96 亿元，同比略降 0.14%，毛利率 2.02%，同比下降 1.99 个百分点。

公司 07 年定向增发募集资金投入的两个酒店项目目前经营亏损，黄山国际大酒店亏损 466.26 万元，黄山轩辕国际大酒店亏损 661.88 万元。公司近期投资的两个项目正在稳步进行中：北京徽商故

里餐饮项目，计划投资 4000 万元，预计 2009 年底试运营；屯溪 187 亩地块开发项目，其中屯溪皇冠假日酒店主体结构已封顶，预计 2010 年底竣工，房地产开发项目也正在进行中。

二、业绩预测、估值及建议

公司景点优势突出，资源稀缺，仍是景区类公司中的蓝筹品种；我们相信黄山凭借其靠近长三角地区的地理优势，未来主业的持续稳定增长确定性强。根据公司最新经营情况，我们下调公司 09、10 年每股收益分别为 0.45 元和 0.55 元；目前 09、10 年的动态市盈率分别为 32 倍和 26 倍。目前估值合理，建议增持。维持黄山旅游“未来六个月，跑赢大市”评级。

三、附表

附表 黄山旅游损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
营业收入	1,040.88	1,118.18	1,238.86	1,437.00
营业成本	577.82	627.48	686.33	777.86
营业税金及附加	40.08	43.65	48.32	56.04
管理费用	152.48	164.38	182.11	208.37
财务费用	-0.12	-1.02	6.00	6.00
资产减值损失	3.17	1.10	0.00	0.00
投资收益	0.18	-0.96	1.00	1.00
营业利润	267.61	281.63	317.10	389.74
加：营业外收入	0.19	1.23	0.00	0.00
减：营业外支出	3.62	1.49	0.00	0.00
利润总额	264.19	281.37	317.10	389.74
所得税费用	101.45	76.55	85.62	105.23
净利润	162.73	204.82	231.49	284.51
归属于母公司所有者的净利润	151.18	188.54	211.95	261.06
少数股东损益	11.56	16.28	19.54	23.45
每股收益（元）	0.33	0.40	0.45	0.55

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。