

自然景点

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

6-12 个月目标价: 24.00 元

当前股价: 20.69 元

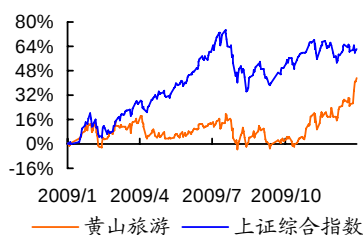
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3224.15
总股本(百万)	471
流通股本(百万)	274
流通市值(亿)	57
EPS (TTM)	0.41
每股净资产 (元)	2.45
资产负债率	31.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
黄山旅游	16.11	38.49	26.93
上证综合指数	-1.54	8.20	1.12



相关报告

《黄山旅游-景区龙头魅力不减 未来具备诸多看点》2009-12-14

《黄山旅游-三季度经营波澜不惊 持续试水地产业务》2009-10-29

《黄山旅游-上半年业绩略低预期 行业复苏及地产业务或将超预期》2009-8-20

黄山旅游

600054

推荐

老品牌 新机遇 新希望

投资要点:

- **2010 年世博会预计将给公司带来明显利好, 公司迎来量价齐升格局。** 保守预测上海世博会参观游客将达 7000 万人次, 其中外国人 350 万人次。黄山已成为世博会体验之旅示范点城市, 实现与上海世博会组委会的成功对接。据《2010 年上海世博会黄山市旅游工作实施方案》披露, 黄山市政府下达的世博游客目标任务是 500 万人次, 其中黄山管委会下辖任务 90 万人次, 此一增量相当于 09 年全年游客的 38%。考虑到世博游客与传统游客的交叉重叠, 我们保守预计 10 年景区接待量将增长 15%, 超过 270 万人次。与此同时, 2010 年门票提价效益将正式显现, 而索道乘坐率也将向 07 年的历史高点看齐。酒店业务也将面临房价和入住率企稳回升态势。
- **高铁将使黄山迎来与长三角城市“同城”时代。** 近几年, 黄山周边四通八达的高速公路网络已基本成型, 对游客持续快速增长功不可没。更具有重要意义的“三条高铁”(经黄山的京福高铁、皖赣高铁、黄杭高铁) 将于 2010 年开工建设, 预期在未来 3-4 年相继建成通车, 届时上海、杭州至黄山分别只需 2h、1h。景区交通将再次迎来质的飞跃。
- **开发西海大峡谷备战高铁时代。** 目前黄山景区已开发区域仅占景区总面积的 1/3。公司谋划已久的西海大峡谷地轨缆车已正式启动, 公司拟投资约 1.2 亿元实施该项目, 目前正有条不紊进行前期准备工作。北大门、西大门相继开发的重要意义在于使得景区在高铁时代赢得极广的战略纵深, 保持长期的增长潜力; 同时, 西大门休闲游的特征将是对目前南大门观光游的极好补充, 构建了景区复合型接待能力。
- **地产投资将对公司业绩起到锦上添花的效果。** 基于黄山市目前较低的拿地成本以及未来交通条件改善后商业地产较好的增值空间, 预期不论是酒店地产还是住宅地产未来都能给公司带来较好经济效益。保守测算公司目前 5 个住宅地产项目将为公司带来总额约 3 亿元的净利润。
- **维持“推荐”投资评级。** 暂不考虑地产项目的盈利贡献, 我们预测公司现有业务 09-11 年 EPS 分别为 0.42、0.60、0.70 元。考虑到公司较显著的世博会题材(如 2010 年客流增速达到 30%, 则 EPS 区间值将达 0.70-0.80 元) 以及中长期成长空间被打开, 给予 2010 年 40 倍 PE, 未来 6-12 个月目标价 24.00 元, 维持“推荐”。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1118	1198	1470	1622
同比(%)	7%	7%	23%	10%
归属母公司净利润(百万元)	189	196	282	330
同比(%)	25%	4%	44%	17%
毛利率(%)	43.9%	41.5%	46.1%	46.9%
ROE(%)	16.5%	15.2%	18.9%	19.2%
每股收益(元)	0.40	0.42	0.60	0.70
P/E	51.73	49.72	34.63	29.58
P/B	8.56	7.57	6.53	5.67
EV/EBITDA	27	25	18	15

资料来源: 中投证券研究所

关键假设:

假设 2009-2011 年黄山旅游接待游客人数分别增长 6%、15%（上海世博会因素）、8%。

园林门票业务：假定 09-11 年人均实际票价分别为 178 元、210 元、220 元。

客运索道业务：假定 09-11 年乘索率分别为 1.65、1.80、1.80。

酒店食宿业务：假设 09-11 年公司酒店食宿业务收入增长率分别为 6%、20%、10%；

旅游服务业务：由于其业绩影响较小，简单假设 09-11 年公司旅游服务业务平均增长 5%；

暂不考虑旅游地产盈利贡献（假设 10 年黄口酒店亏损与地产结算打平）。

表 1: 黄山旅游 2009-2011 年营业收入预测

主营业务类别	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)				
园林门票	269.5	296.5	372.0	401.7
客运索道	407.0	421.9	572.4	647.7
酒店食宿	272.9	289.3	347.1	381.8
旅游服务	234.2	245.9	258.2	271.2
合计:	1118.2	1197.6	1469.8	1622.4
主营成本(百万元)				
园林门票	59.0	61.7	76.3	80.3
客运索道	234.6	243.2	326.3	367.9
酒店食宿	181.6	216.9	222.1	232.9
旅游服务	225.9	238.6	248.1	260.3
合计:	627.5	700.3	792.8	861.4

资料来源：中投证券研究所

表 2: 黄山旅游地产项目一览

项目	位置	土地面积	容积率	拿地成本	土地用途	利润概算
黄口项目	黄口旅游度假开发区	124000M2			36919 平方米 拟建五星级豪华酒店及会所，	约 1 亿元
0922	中心城区齐云大道南侧，西南濒临横江，紧	89557.17M2	1.5	121 万元/亩	87730 平方米地块拟建高档商住房及商业楼。商业为	约 7000 万元
					20150 平方米，住宅为 114186 平	

	邻黄山市长途汽车站				方米	
0929	中心城区齐云大道西南侧、东关路东南侧	25876.32M2	2.7 以下 (含 2.7)	140 万元/亩	商服、居住 (居住为酒店式公寓)	约 2000 万元
0930	中心城区沿横江新二路东侧、东关路南侧、新五路西北侧	124105.79M2	2.0 以下 (含 2.0)	145 万元/亩	商服、居住	约 8000 万元
0931	中心城区齐云大道西南侧、新四路西北侧、新五路东南侧	29903.12M2	2.7 以下 (含 2.7)	150 万元/亩	商服、居住 (居住为酒店式公寓)	约 2500 万元

注释：假设 0929、0931 两个项目容积率为 2.7，商服比例为 20%；0930 项目容积率为 2.0，商服比例为 20%；上述住宅地产部分平均售价为 3900 元/平米，项目净利润率均为 10%；项目利润概算单指住宅部分。

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附件一：2010 年上海世博会黄山市旅游工作实施方案

一、指导思想

充分抓住上海世博会召开契机，按照市委、市政府统一部署，围绕我市旅游营销主题，组织开展系列旅游营销活动，宣传、展示我市整体旅游形象，吸引海内外游客来我市旅游观光、休闲度假、投资兴业。

二、实现一个接待目标

接待游客 520 万人次（约占上海世博会预计总接待量的 7%），其中入境游客 20 万人次。**黄山管委会（黄山股份公司）目标任务为 90 万人次。**

三、突出两个营销主题

- 1、世博在上海，旅游到黄山
- 2、徽文化让生活更多彩——无徽不成镇

四、落实五项措施

- 1、实施 5 项形象产品宣传推广
- 2、开展 5 项专项主题营销活动
- 3、推广 5 条世博旅游线路产品

4、做好 4 项服务接待保障工作

5、出台系列世博旅游营销政策

五、完成十六项工作

1、联手上海世博局宣传部，通过世博局官方网站等平台，进行整体旅游形象宣传；市内开展网络宣传，在黄山市旅游政务网、黄山途马电子等官方网站开设黄山世博之旅专栏，元月底前完成与世博旅游官方网站链接。

2、巩固拓展“三进”成果，在上海城市名园、三湘世纪花城二期、中远两湾城、万邦都市花园等 10 个大型社区、地铁站、上海交通广播电台投放黄山世博主题体验之旅宣传广告。

3、在国航、东航、上航航班杂志投放黄山世博主题体验之旅宣传广告。

4、以黄山世博主题体验之旅示范点和“百处最佳摄影点”为重点，2 月底前完成制作《世博体验之旅黄山手册》、《世博黄山旅游产品折页》；联手上海市旅游局，3 月底前完成投放资料到虹桥机场、浦东机场旅游咨询中心，免费派送到上海 100 家三星级以上酒店的宣传架。

5、对接长三角世博主题体验之旅专题合作项目工作小组，制作《长三角世博主题体验之旅画册》、《长三角世博主题体验之旅旅游手册》、《长三角世博主题体验之旅地图》。

6、开展“世博在上海、旅游到黄山”百辆大巴、千辆自驾黄山世博主题体验之旅系列活动。

7、组织市内旅游企业，对接上海春秋国旅、上航假期、上海大众国旅、上海玉屏国旅、上海徽州协和旅 5 家上海世博局指定旅行社，达成输客协议。

8、与康辉总社、国旅总社、中青旅总社、中旅总社四大总社合作，达成输客协议。

9、策划“世博专家黄山行”活动，邀请上海世博局专家、世博旅游专家和世博权威宣传媒体到黄山考察踩线、采风。

10、充分利用“安徽馆”平台、“安徽周”活动，策划“黄山日”旅游宣传推广活动。

11、围绕黄山市长三角世博主题体验之旅示范点，强力推广 5 条精品线路；力争我市世博主题示范点产品入选“2010 世博旅游项目”持续推广（20 个最佳世博主题体验之旅示范点，10 条最佳世博主题体验之旅示范点线路）。

12、确保我市推荐的 8 家酒店、8 家旅行社入选安徽省世博旅游推荐酒店和安徽省世博旅游推荐旅行社；发挥示范带动作用，全市推出世博旅游示范酒店 30 家，世博旅游示范旅行社 30 家。

13、全面营造“世博在上海，旅游到黄山”氛围，提高市民好客度，开展迎世博旅游服务人员专项培训工作；加强旅游景区（点）环境质量管理，开展世博旅游行业大练兵，推动整体服务质量进一步提升。

14、确保现有航线航班继续执飞；争取开通黄山—西安、黄山—沈阳航班；境外争取开通黄山—韩国、黄山—日本、黄山—香港、黄山—新加坡航班。

15、出台世博营销政策，充分调动旅游企业积极性，吸引更多游客来黄山旅游（另行下发）。

16、对各区县政府、黄山管委会和市内旅行社招徕、接待世博游客，按月统计，实行目标管理；对各区县政府、黄山管委会旅游“三进”，按月统计，实行目标管理。

附件二：关于投资建设西海大峡谷地轨缆车项目的议案

为进一步妥善解决黄山风景区旅游环境容量限制问题，缓解热点景区的接待压力，同时更好地为西海大峡谷的游客提供服务，根据《黄山风景名胜区总体规划》及《黄山风景名胜区钓桥景区（扩大）规划》要求，公司拟投资约 1.2 亿元实施西海大峡谷地轨缆车建设项目。

根据设计方案，西海大峡谷地轨缆车下站设在接近谷底尽头的步道旁，上站设在石床峰东北侧的山凹中。项目具体情况以规划设计为准。

西海大峡谷景区于 2003 年对外开放，目前的游览路线仅靠原始的徒步游览形式。随着黄山周边交通条件的根本改善，来山游客逐年增加，游客构成及需求也发生了变化，本项目投资正是瞄准这一市场机遇，进行战略布局，延伸产业链，增强公司持续发展能力。

经测算，本项目建设期为 1 年，投资回收期约 9 年。项目建成运营后，预计年均可实现营业收入 3000 多万元。

本项目建设涉及环境保护等相关政策，可能面临未获批准的风险。公司将严

格按照有关法定程序做好相关工作，使其可能带来的环境影响减至最小，最大限度地规避政策风险。

本项目建成后的运营效益在一定程度上取决于西海大峡谷未来的客流量。公司将充分利用自身在景区内的管理优势，积极引导，力争取得项目投资的预期效果。

附件三：黄山高铁及其他基础交通项目相关资料

根据《加快安徽重点铁路项目建设会议纪要》，2009 至 2010 年，黄山市将开工建设 3 条高铁，分别是北京至福州客运专线安徽段，实施皖赣铁路扩能改造，新建黄山至杭州铁路，全部是时速 200 公里以上的现代化铁路。

京福高铁安徽段，北起合肥，南至福州，线路总长约 808 公里，设计时速 350 公里。铁路自合肥南站引出，经安徽巢湖、铜陵、绩溪、黄山，江西婺源、上饶，福建武夷山、南平，至福州站。项目建设工期为 4 年半。2009 年 12 月 22 日上午，铁道部、安徽省、福建省等在河南郑州市联合举行合肥至福州等铁路项目建设动员大会，标志着合福铁路正式开工建设。

黄杭快速铁路，线路总长约 268 公里，设计时速 300 公里以上。全线共设黄山、绩溪、淳安、富阳、萧山、杭州等 9 个车站。项目建设总工期 4 年。2010 年 1 月，受国家发改委委托，有关专家到黄山、杭州进行了新建黄山至杭州铁路项目的调研、评估论证，形成评估意见，并将上报国家发改委。

皖赣铁路扩能，分新建双线和既有线电气化改造 2 个项目。新建双线北起芜湖南至鹰潭北，线路总长约 483 公里，设计时速 200 公里以上、预留 300 公里空间。皖赣铁路途经安徽省芜湖市、宣城市、黄山市及江西省景德镇市、上饶市、鹰潭市。既有线电气化改造，设计时速 80—120 公里。项目计划工期 4 年，预期 2010 年开工建设。

与此同时，新黄山火车站选择在黄山经济开发区北侧长岭自然村（徽州区西溪南镇）区域，京福、黄杭、皖赣三条铁路并站建设。

黄山至杭州铁路将直接与规划建设的沪杭高铁、京福客运专线、扩能改造的皖赣铁路以及已经建成的铜九高铁相连，东西形成上海-宁波-杭州-黄山-九江-武汉直接通道，南北连接北京-合肥-黄山-福州快速通道，对完善华东铁路枢纽和长三角南翼地区铁路交通网络具有重要意义。

在加速推进三条高铁建设的同时，黄山机场建设方面亦有大的突破，以完善 4D 飞行等级标准为目标，黄山机场从去年底开始第 5 次升级改造，工程计划工期 2 年，总投资 3.03 亿元。预计到 2010 年，黄山机场旅客吞吐量将达到 40 万人次，2015 年达到 100 万人次。在高速公路建设方面，黄山市目前已建成徽杭、合铜黄、黄塔桃 3 条高速，总里程 245 公里。**在建的宣黄高速、黄祁高速分别在 2011、2012 年底建成通车**，拟建的还有黄千、巢黄、碇祁 3 条高速。正在加速形成以屯溪为中心，东连杭州、西接南昌、南通福州、北达合肥的十字型高速公路主骨架。

通过实施综合交通提速升级工程，三五年后，黄山东至杭州、上海，南至福州、广州，西至南昌、武汉，北至合肥、北京的时空距离将大大缩短，优越的区位优势将进一步凸现。黄山到北京只需 5 个小时、到福州只需 2 个小时、到杭州只需 1 个小时。

黄山将迎来与长三角城市“同城”时代。黄山将成为安徽、江西、浙江三省交界的中心节点、华东地区次级枢纽城市、长三角“后花园”和现代国际旅游城市。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	626	663	779	868	营业收入	1118	1198	1470	1622
现金	286	419	441	487	营业成本	627	700	793	861
应收账款	39	40	50	56	营业税金及附加	44	46	60	67
其它应收款	9	21	21	21	营业费用	0	0	0	0
预付账款	12	65	96	67	管理费用	164	168	191	200
存货	278	117	169	237	财务费用	-1	6	7	4
其他	1	1	1	1	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	1068	1241	1348	1513	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	66	149	117	134	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	906	1012	1149	1303	营业利润	282	278	419	491
无形资产	20	19	18	18	营业外收入	1	0	0	0
其他	76	61	64	58	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1693	1904	2128	2381	利润总额	281	278	419	491
流动负债	471	519	513	511	所得税	77	69	113	132
短期借款	68	145	87	82	净利润	205	208	306	358
应付账款	29	32	37	40	少数股东损益	16	12	24	28
其他	373	343	389	389	归属母公司净利润	189	196	282	330
非流动负债	67	68	68	68	EBITDA	356	373	531	617
长期借款	8	8	8	8	EPS (元)	0.40	0.42	0.60	0.70
其他	59	60	61	60					
负债合计	538	587	581	579	主要财务比率				
少数股东权益	16	28	53	81	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	471	471	471	471	成长能力				
资本公积	171	171	171	171	营业收入	7.4%	7.1%	22.7%	10.4%
留存收益	497	646	851	1078	营业利润	5.2%	-1.3%	50.8%	17.1%
归属母公司股东权益	1139	1288	1493	1721	归属于母公司净利润	24.7%	4.0%	43.6%	17.1%
负债和股东权益	1693	1904	2128	2381	获利能力				
					毛利率	43.9%	41.5%	46.1%	46.9%
					净利率	16.9%	16.4%	19.2%	20.3%
					ROE	16.5%	15.2%	18.9%	19.2%
					ROIC	25.3%	23.8%	29.2%	29.1%
					偿债能力				
					资产负债率	31.8%	30.8%	27.3%	24.3%
					净负债比率	14.07	26.00%	16.29	15.45%
					流动比率	1.33	1.28	1.52	1.70
					速动比率	0.74	1.05	1.19	1.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.69	0.67	0.73	0.72
					应收账款周转率	23	23	24	23
					应付账款周转率	22.02	22.98	23.10	22.45
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.40	0.42	0.60	0.70
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.68	0.80	0.97
					每股净资产(最新摊薄)	2.42	2.73	3.17	3.65
					估值比率				
					P/E	51.73	49.72	34.63	29.58
					P/B	8.56	7.57	6.53	5.67
					EV/EBITDA	27	25	18	15

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 中国国旅、中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434