

## 社会服务行业

报告原因: 调研

2010 年 1 月 29 日

市场数据: 2009 年 1 月 29 日

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股)      | 4.71       |
| 流通股本(亿股)     | 2.73       |
| 流通市值(亿元)     | 24         |
| 1 年内最高最低价(元) | 20.55/13.8 |

基础数据: 2009 年 9 月 30 日

|            |        |
|------------|--------|
| 资产负债率      | 31.87% |
| 毛利率        | 42.4%  |
| 净资产收益率(摊薄) | 13.50% |

## 相关研究:

《黄山旅游事件点评: 门票提升+国民休闲计划将有利公司盈利增长》20090227

《黄山旅游(600054)2009 年三季报点评: 业绩增幅低于预期 房地产和世博将是未来看点》20091030

## 分析师:

贾丽果

010-82190386

jialiguo@sxzq.com

## 联系人:

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

## 黄山旅游 (600054)

旅游房地产前景美好 景区发展稳步向前

买入

维持评级

公司研究/点评报告

## 调研事由

- 2010 年 1 月 26 日, 我们对黄山旅游进行了调研, 重点实地考察了公司的玉屏府房地产的销售情况、黄冠假日酒店的建设情况及新购的四块房地产的地理位置, 同时对公司目前位于黄山市的三家酒店经营情况进行了调研。对于山上的酒店我们也进行了实地体验。我们认为公司未来的看点主要有: 首先, 我们看好公司旅游房地产的未来发展前景; 其次, 我们也看好皇冠假日酒店的增长空间; 第三, 对于世博会期间山上景区及索道和山上酒店在 2010 年将获得确定性的增长, 我们认为非常值得期待。我们认为公司已经成功从“山上”走到“山下”发展, 内生性增长和外延式扩张均已取得实质性进展。

## 投资亮点

- 向旅游综合龙头逐步迈进。**黄山是拥有世界文化遗产、世界自然遗产和世界地质公园三项世界桂冠的国内顶尖景区。2007 年开始往“山下”发展, 试水房地产。公司目前拥有山上酒店、黄山市酒店、黄山市房地产及景区和索道及山下部分景区的经营和管理权。我们看好, 将于 2010 年开业的皇冠假日酒店的盈利前景, 同时也看好公司旅游房地产未来的发展前景, 对于黄山市景区的增长空间在世博会的推动下也看好其 2010 年的增长。我们认为公司已成功转型。
- 景区稳步向前。**世博游客增长带来景区各项收入增长值得期待。我们保守估计公司世博游客带来增长可能在 40 多万左右, 我们认为公司的有效票价在 175 元左右浮动力度不大, 但公司山上酒店和山下酒店的出租率和有效票房价保守估计可能增长在 10%左右。本次调研, 我们发现, 山上的西海宾馆正在该扩建, 北海宾馆也正在扩张建设, 紧靠狮林酒店的清凉别墅也正在扩建, 我们估计, 世博会期间的山上的接待能力将大大提高, 也为景区稳步增长打开空间。
- 西海景区建设意义非凡。**由于黄山的地位和自然环境, 公司的西海地轨缆车项目进展缓慢, 但我们估计未来环评工作通过率应当极高, 西海地轨缆车项目将打开未来黄山门票增价预期, 同时提升黄山休闲旅游价值, 从而打开景区内增长空间。
- 公司房地产未来三年贡献利润值得期待。**屯溪 187 亩地块中的玉屏府房地产项目共分四期开发, 地理位置极好, 估计在 2010 年到 2012 年之间结算完毕, 一期房地产项目已售出 90%左右, 大约为 2.6 万平方米,



均价为 4300 元左右,估计在 2010 年底计算。毛利率大概为 25%左右,定位为高端地产,一期主要以打品牌为主。二期大约为联排别墅,目前正在建筑,主体结构已经搭建,看市场情况往外推广,大概均价为 8000 元左右,面积为 1.5 万平方米。三期和四期大概总建筑面积为 11 万平方米。我们估计玉屏府房地产总收入在 8 个亿左右。新增的另外 4 块地段总面积为 400 多亩,总建筑面积初步估算为 50 多万平方米,调研看到地块目前三通还没有开始做,但区位较好,为公司未来旅游房地产稳步增长打开空间。我们实地看到公司玉屏房地产设计风格为典型的徽派建筑,品味高雅。房地产大概外貌分别见图 1: 公司玉屏府房地产一期外貌和图 2: 玉屏房地产整体规划。

● **公司旅游房地产投资价值较好。**首先是高铁时代的即将来临。京福高铁、皖赣高铁、黄杭高铁三条高铁未来都要经过黄山市,预期在未来 3-4 年相继建成通车,到时上海、杭州到黄山分别只需 2 小时和 1 小时,不仅景区可达性继续提高,并且公司的旅游房地产也值得收藏。其次,城镇化建设的推进。

● **看好皇冠假日酒店未来发展。**实地调研看到假日酒店(见图 3: 已封顶的皇冠假日酒店)已封顶,估计 2010 年开业的可能比较小,因为目前还没有开始装修。但此酒店定位准确,是黄山市唯一一家引进国际水准管理标准的高星级酒店,我们认为竞争优势比较明显。

● **风险提示:**(1)房地产业务受政策影响波动较大;(2)旅游服务业务受自然灾害、季节等不确定因素影响较大;(3)全球经济复苏的不确定性对旅游经济回升的不良影响。

● **催化因素:**《国家现代旅游服务业综合改革试点城市》;皖江城市带概念;阿凡达概念。

● **盈利预测与投资评级:**我们暂还维持公司 2009 年、2010 年、2011 年每股收益分别为 0.41 元, 0.60 元、0.65 元,对应 PE 分别为 49、34、31 倍。我们认为,公司未来可能存在再融资的需求,不考虑公司再融资的影响,公司 2010 年业绩增长已基本定局,未来房地产业绩增加利润看点更值得期待。二级市场上公司最近一年来股价走势弱于大盘,但最近开始有所增长,也反映了市场预期(见图 4: 公司最近 1 年来股价走势弱于大盘),我们看好旅游行业的发展前景及公司的未来盈利前景,综合考虑,我们继续维持对公司的“买入”评级。我们认为公司在 2010 年催化剂明显增多,目前股价仍有低估,维持“买入”评级,建议逢低买入。具体盈利预测见随后的深度报告。

附：图1：公司玉屏府房地产一期外貌

图2：玉屏房地产整体规划

图3：已封顶的黄冠假日酒店

图4：公司最近1年来股价走势弱于大盘

图 1：公司玉屏府房地产一期外貌



图 2：玉屏房地产整体规划

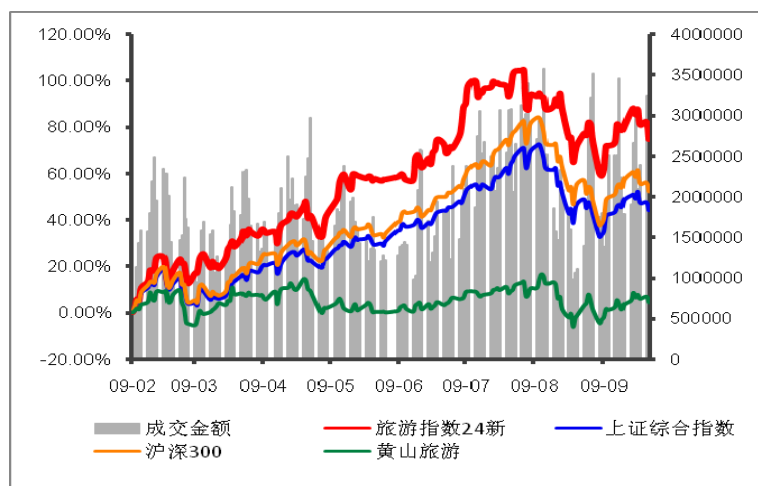


图 3：已封顶的黄冠假日酒店



资料来源：于 2010 年 1 月 25 日调研所拍

图4: 公司最近1年来股价走势弱于大盘



资料来源: wind 山西证券研究所

**投资评级的说明：**

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

**免责声明：**

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。