

## 黄山旅游（600054）：新开业酒店和房地产处于导入期 毛利率下滑 增持（维持）

### 旅游

当前股价：22.20 元

报告日期：2010 年 4 月 21 日

#### 主要财务指标（单位：百万元）

|                | 2008A  | 2009A   | 2010E  | 2011E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入           | 1118   | 1128    | 1305   | 1512   |
| (+/-)          | 7.43%  | 0.87%   | 15.69% | 15.86% |
| 营业利润           | 282    | 242     | 338    | 394    |
| (+/-)          | 5.24%  | -14.16% | 39.85% | 16.64% |
| 归属于母公司<br>的净利润 | 189    | 160     | 235    | 277    |
| (+/-)          | 24.71% | -15.22% | 47.06% | 17.95% |
| 每股收益（元）        | 0.40   | 0.34    | 0.50   | 0.59   |
| 市盈率（倍）         | 56     | 65      | 45     | 38     |

#### 公司基本情况（2010 年 3 月 31 日止）

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本/已流通股（万股） | 47,100/11,800 |
| 流通市值（亿元）     | 26.11         |
| 每股净资产（元）     | 2.63          |
| 资产负债率（%）     | 35.74         |

#### 股价表现（最近一年）



联系人：王旭

010-66045513

[wangxu@txsec.com](mailto:wangxu@txsec.com)

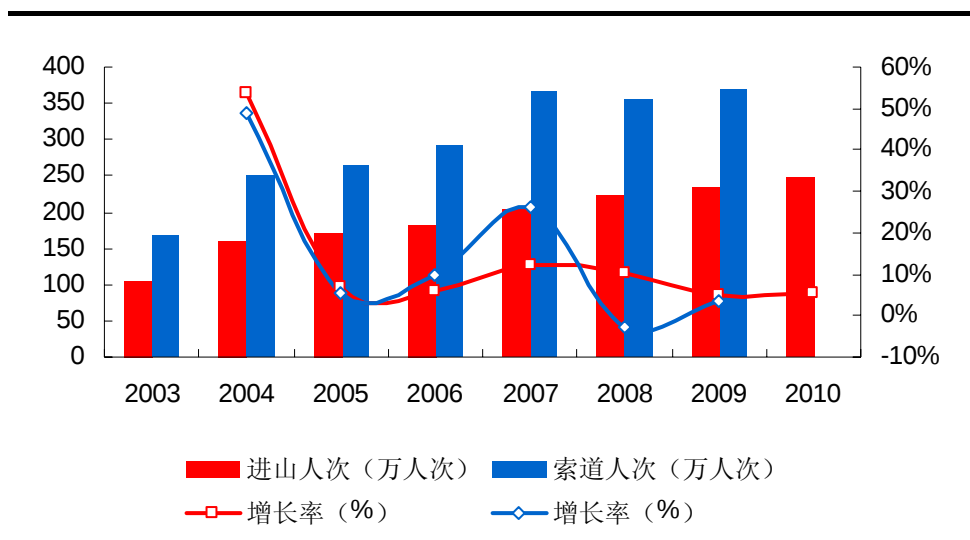
服务热线 010-66045555

服务邮箱 [service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

- 2010 年一季度，公司实现营业收入 1.31 亿元，同比增长 8.11%；营业利润-665 万元，同比多亏 173.34%；归属母公司净利润-674 万元，同比多亏 57.26%；每股收益-0.01 元，符合预期。公司 2010 年业务发展的主要预期目标是：接待游客总量 248 万人，完成营业收入 13.7 亿元以上。
- 新开业酒店和房地产业务处于导入期，毛利率下滑。**目前，黄山市中心城区玉屏府住宅一期项目如期开盘销售、北京徽商故里顺利竣工经营；屯溪皇冠假日酒店和商业地产在建项目按计划进行中；中心城区新增 400 多亩土地储备项目也按计划有序推进。未来公司将完善项目建设。推进西海大峡谷地轨缆车项目、西海饭店整体改造工程；加快玉屏府房产开发和皇冠假日酒店建设，规划中心城区齐云大道南侧地块开发，为公司后续发展打好基础。虽然未来发展前景良好，但短期内导致毛利率下滑，一季度公司综合毛利率为 22.09%，同比下降 3.51 个百分点。
- 积极开展营销活动，产生销售费用。**公司积极应对不利形势，着力实施“联合营销”、深入开展“主题营销”、适时推行“政策营销”，全力巩固、拓展了境内外两个市场。公司销售费用为 121 万元，2009 年同期无该项费用。管理费用 2,824 万元，同比增长 4.63%，管理费用率为 21.63%，同比减少 0.72 个百分点。财务费用 96 万元，同比下降 29.97%，财务费用率为 0.73%，同比减少 0.4 个百分点。
- 门票价格提高，预计提高 2010 年净利润两个百分点。**黄山风景区门票价格由旺季每票由 200 元调整为 230 元，淡季每票由 120 元调整为 150 元，调整后的门票价格从 2009 年 5 月 1 日起执行。预计 2010 年由于门票价格提高将带来净利润增长两个百分点左右。
- 高速铁路、公路将提高景区的可介入性。**黄山地处皖浙赣三省交界处，已建成 3 条高速公路，在建和拟建 5 条。特别是事关黄山长远发展三条高速铁（京福高铁、黄杭高铁、皖赣铁路扩能改造项目）的陆续开工建设，黄山口岸的正式对外开放，作为区域交通枢纽的地位愈加凸显，景区发展的外部环境日益优化。

- **世博会和亚运会的举办为公司带来机遇。**上海世博会将于今年5月至10月举办，上海历来是黄山的主要客源市场，黄山市是除江浙沪城市之外唯一的长三角世博主题体验之旅示范点城市。此外，今年还将举办广州亚运会，这对公司开拓市场，招徕游客，提供了难得的机遇。加之2009年的门票提价，公司将增收增利。
- **盈利预测与风险提示：**预计公司2010年至2012年每股收益为0.50元、0.59元和0.72元。以4月21日收盘价22.20元计算，对应动态市盈率为45倍、38倍和31倍，估值较低，维持公司“增持”的投资评级。提示世博会临近，存在利好兑现的风险。

图表 1：旅游人次变动情况（万人次）



资料来源：公司公告

图表 2：公司分季度盈利情况（万元）

|            | 1Q2008   | 2Q2008 | 3Q2008 | 4Q2008  | 1Q2009 | 2Q2009 | 3Q2009 | 4Q2009   | 1Q2010  |
|------------|----------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|----------|---------|
| 营业收入       | 10,620   | 32,761 | 37,349 | 31,088  | 12,075 | 34,430 | 41,744 | 24,542   | 13,054  |
| 同比增长率      | 3.14%    | 5.37%  | 19.22% | -0.91%  | 13.70% | 5.09%  | 11.77% | -21.06%  | 8.11%   |
| 营业成本       | 7,518    | 17,384 | 19,112 | 18,734  | 8,984  | 18,360 | 23,719 | 13,559   | 10,170  |
| 毛利率        | 29.21%   | 46.94% | 48.83% | 39.74%  | 25.60% | 46.67% | 43.18% | 44.75%   | 22.09%  |
| 营业利润       | -258     | 11,469 | 12,848 | 4,104   | -243   | 11,541 | 13,312 | -435     | -665    |
| 同比增长率      | -198.48% | 4.44%  | 6.87%  | 17.40%  | -5.73% | 0.63%  | 3.61%  | -110.61% | 173.34% |
| 利润总额       | -250     | 11,370 | 12,835 | 4,182   | -242   | 11,546 | 13,324 | -380     | -650    |
| 同比增长率      | -195.54% | 3.52%  | 7.27%  | 30.33%  | -3.30% | 1.55%  | 3.82%  | -109.10% | 168.77% |
| 净利润        | -414     | 8,639  | 9,726  | 2,530   | -448   | 8,663  | 9,960  | -1,087   | -844    |
| 归属于母公司的净利润 | -442     | 8,033  | 9,102  | 2,160   | -429   | 8,127  | 9,352  | -1,067   | -674    |
| 同比增长率      | -702.81% | 18.52% | 14.90% | 527.87% | -2.95% | 1.17%  | 2.74%  | -149.40% | 57.26%  |
| 净利润率       | -4.16%   | 24.52% | 24.37% | 6.95%   | -3.55% | 23.60% | 22.40% | -4.35%   | -5.16%  |
| 每股收益（元）    | -0.01    | 0.17   | 0.19   | 0.05    | -0.01  | 0.17   | 0.20   | -0.02    | -0.01   |

资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 3：黄山旅游盈利预测（万元）

|            | 2006A   | 2007A   | 2008A   | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 81,673  | 104,088 | 111,818 | 112,792 | 130,490 | 151,182 | 175,267 |
| 增长率 (%)    | 18.53%  | 27.44%  | 7.43%   | 0.87%   | 15.69%  | 15.86%  | 15.93%  |
| 减：营业成本     | 48,137  | 57,782  | 62,748  | 64,623  | 71,890  | 83,175  | 94,712  |
| 毛利率 (%)    | 41.06%  | 44.49%  | 43.88%  | 42.71%  | 44.91%  | 44.98%  | 45.96%  |
| 营业税金及附加    | 3096    | 4008    | 4365    | 4439    | 5089    | 5896    | 6835    |
| 销售费用       | 0       | 0       | 0       | 1004    | 1305    | 1512    | 1753    |
| 管理费用       | 11278   | 15248   | 16438   | 15956   | 18399   | 21165   | 24537   |
| 财务费用       | -116    | -12     | -102    | 744     | 0       | 0       | 0       |
| 期间费用率 (%)  | 13.67%  | 14.64%  | 14.61%  | 15.70%  | 15.10%  | 15.00%  | 15.00%  |
| 资产减值损失     | 0       | 317     | 110     | 2,021   | 0       | 0       | 0       |
| 加：公允价值变动收益 | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益       | 2,090   | 18      | -96     | 170     | 0       | 0       | 0       |
| 营业利润       | 21,368  | 26,761  | 28,163  | 24,174  | 33,807  | 39,433  | 47,430  |
| 增长率 (%)    | 76.68%  | 25.24%  | 5.24%   | -14.16% | 39.85%  | 16.64%  | 20.28%  |
| 加：营业外收入    | 9       | 19      | 123     | 118     | 0       | 0       | 0       |
| 减：营业外支出    | 113     | 362     | 149     | 44      | 0       | 0       | 0       |
| 利润总额       | 21,263  | 26,419  | 28,137  | 24,248  | 33,807  | 39,433  | 47,430  |
| 增长率 (%)    | 79.18%  | 24.25%  | 6.50%   | -13.82% | 39.42%  | 16.64%  | 20.28%  |
| 减：所得税      | 7521    | 10145   | 7655    | 7160    | 8452    | 9858    | 11857   |
| 净利润        | 13,742  | 16,273  | 20,482  | 17,088  | 25,355  | 29,575  | 35,572  |
| 归属于母公司的净利润 | 12,991  | 15,118  | 18,854  | 15,984  | 23,505  | 27,725  | 33,722  |
| 增长率 (%)    | 108.35% | 16.37%  | 24.71%  | -15.22% | 47.06%  | 17.95%  | 21.63%  |
| 净利润率 (%)   | 16.83%  | 15.63%  | 18.32%  | 15.15%  | 19.43%  | 19.56%  | 20.30%  |
| 少数股东损益     | 751     | 1,156   | 1,628   | 1,104   | 1,850   | 1,850   | 1,850   |
| 总股本（万股）    | 47135   | 47135   | 47135   | 47135   | 47135   | 47135   | 47135   |
| 每股收益（元）    | 0.28    | 0.32    | 0.40    | 0.34    | 0.50    | 0.59    | 0.72    |

资料来源：天相投资顾问有限公司

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅   |
|---|------|------------------|
| 1 | 买入   | >15%             |
| 2 | 增持   | 5---15%          |
| 3 | 中性   | (-) 5%---(+) 5%  |
| 4 | 减持   | (-) 5%---(-) 15% |
| 5 | 卖出   | <(-) 15%         |

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                                     |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140       |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层<br>电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088             |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120           |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A<br>电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040       |
| 山东天相  | 地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室<br>电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100 |