

动态报告/公司快评

旅游酒店

黄山旅游 (600054)

推荐

景区

2010 年半年报快评

(维持评级)

2010 年 8 月 18 日

上半年业绩超预期，系华安证券分红所致

分析师： 廖绪发 邮件：liao xf@guosen.com.cn 电话：021-60875168

SAC 执业证书编号：S0980209080424

联系人： 刘智景 邮件：liuzjing@guosen.com.cn 电话：021-60933148

事项：

黄山旅游公布了上半年年报。

评论：

■ 上半年业绩 0.2053 元，超出预期，主要系华安证券分红所致

上半年，黄山旅游完成营业收入 5.72 亿元，同比增长 23%，实现净利润 9677 万元，折合每股收益 0.2053 元，同比增长 25.7%，超出我们之前 0.17 元的预测。黄山旅游业绩超预期的主要原因在于上半年华安证券分红贡献投资收益 2000 万，若扣除此部分投资收益，则公司营业利润增长幅度在 4% 左右，净利润也应在我们预期之内。

■ 游客人次增长 9.5%，门票有效票价稳步提升

上半年，公司累计接待入山游客约 108 万人次，同比增长 9.5%，这与去年上半年同期 10% 左右的增长幅度相近，但与乌镇、周庄等上海周边景区的表现相比，世博效应对于黄山不那么明显，可能是幅射半径较长，但随着 7、8 月份旺季的到来，黄山风景区游客接待量有望加速增长，我们维持对全年游客量增长 14.5% 至 270 万人次的判断。园林景区门票票价方面，上半年有效票价在 184 元左右，较去年全年 165 元的水平提高了近 20 元，全年有效票价有望随提价效应升至 200 元左右。另外，公司玉屏府房地产项目尚未结算，玉屏府联排别墅和高层住宅项目按计划推进中。屯溪齐云大道南侧 400 余亩地块项目尚处于规划设计阶段。

■ 资金短缺产生再融资需求

公司目前有数个项目需要大量资金：(1) 公司前期拍到的经济开发区地块需要支付大部分地价款，需要资金 1 个多亿；(2) 皇冠假日酒店总投入 6 亿左右，扣除前期支付地价及投入，需 4-5 亿；(3) 西海饭店改造和西海大峡谷缆车合计需 3 亿资金。加上其他改造项目，未来两年公司需要资金约 10 亿左右，而同期经营活动现金流贡献 7 亿左右，资金仍然比较紧张。故我们认为，资金短缺产生再融资需求，但公司何时启动再融资，仍存在一定不确定性。

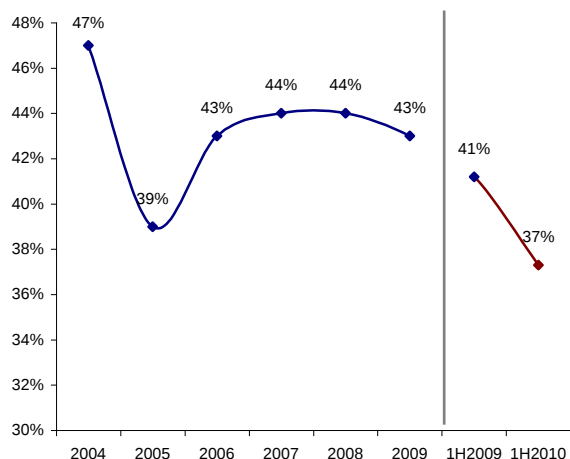
■ 维持盈利预测及推荐评级

总而言之，我们认为，黄山风景区在 2010 年有望实现旅游人次与有效票价双重加速增长，西海大峡谷建设打开景区成长空间，而未来几年交通的改善也将黄山纳入“泛华东城市圈”。在这些因素的推动下，公司的业绩有望快速增长。仍然维持 2010-12 年 EPS0.54、0.65、0.85 元的预测，当前股价对应 2010-12 年动态 PE 为 40、33、25 倍，维持“推荐”评级。

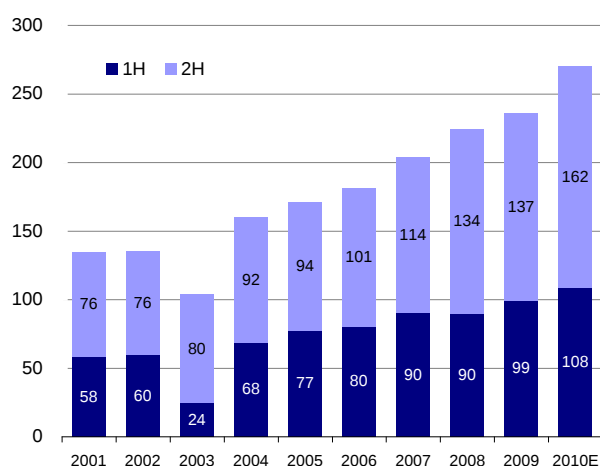
表 1: 黄山旅游 2010 年上半年损益表

	1H2009	1H2010	yoy	备注
营业收入	465.05	571.86	23.0%	上半年黄山风景区接待游客量增长 9.5%
营业成本	273.44	358.334	31.0%	
毛利	191.61	213.526	11.4%	
毛利率	41.2%	37.3%	-3.9%	主要系酒店业务毛利率下降导致
营业税金及附加	18.54	21.37	15.3%	
管理费用	58.1	71.9	23.8%	
财务费用	3.01	1.37	-54.5%	财务费用同比减少主要系利息支出中部分房地产利息资本化所致
投资收益	1.01	20.12	1892.1%	华安证券分配利润 2000 万
营业利润	112.98	137.22	21.5%	
营业外收入	0.14	0.26	85.7%	旅游局奖励款
营业外支出	0.07	1.82	2500.0%	本期固定资产处置损失增加所致
利润总额	113.04	135.66	20.0%	
所得税	30.89	34.69	12.3%	
净利润	82.15	100.97	22.9%	
少数股东损益	5.17	4.2	-18.8%	
归属于母公司所有者的净利润	76.98	96.77	25.7%	
EPS	0.1633	0.2053	25.7%	

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 1: 毛利率走势, 较去年同期下降


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 2: 预计全年游客可达 270 万人次, 同比增长 14.5%


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

表 2: 盈利预测汇总

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1118	1106	1540	1771	2190
门票	407	404	561	607	681
索道	270	284	331	368	424
宾馆	273	268	322	404	485
旅行社及其他	234	272	326.4	352.512	380.713
房地产			120.0	169.5	360.0
合并抵消	55	122	120	130	140
营业成本	627	638	898	1007	1262
门票	235	239	327	353	395
索道	59	70	73	85	95
宾馆	182	192	209	275	320
旅行社及其他	226	248	315	341	368
房地产			93	84	225
合并抵消	55	111	120	130	140
毛利	491	468	642	764	928
毛利率	43.9%	42.3%	41.7%	43.1%	42.4%
门票	172	165	234	254	286
索道	211	214	257	283	330
宾馆	91	76	113	129	165
房地产			27	85	135
旅行社及其他	8	24	11	12	13

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。