

买入(首次)

目标价格:

25.00-27.00 元

当前价格:

21.39 元

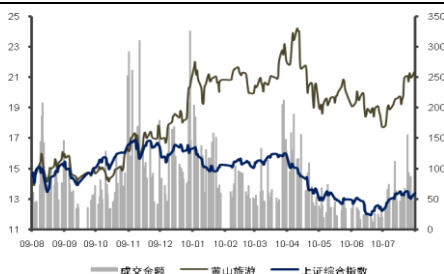
市场数据

餐饮旅游指数	3062
三个月涨跌幅	14.6%
上证综合指数	2672
沪深 300 指数	2942

基础数据

每股净资产(元)	2.63
资产负债率(%)	35.7%
总股本(百万)	471
流通股(百万)	274

相对股价表现



相关研究

研究员:

李项峰 S0120109030554

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

刘晓华

Liuxh@tebon.com.cn

8621-68761616-8515

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26

楼,200122

http://www.tebon.com.cn

黄山当为先，晴雨皆悦目

报告摘要:

公司具有国内最优质的景区资源，是国内 A 股为数不多的、同时掌控景区门票与索道经营的上市公司。

主要看点: 1) 10 年以来黄山景区旅游市场持续回暖，尽管上半年世博效应并未充分显现，但公司通过各种营销途径提升了黄山旅游的品牌价值；2) 2008 年索道提价及 2009 年门票涨价对于公司未来业绩增长具有明显的拉动效应；3) 黄山航空口岸对外开放已获国务院正式批准，2013 年杭黄、京福及皖赣等高铁陆续开通将刺激黄山旅游人数大幅飙升；4) 西海大峡谷将是公司未来业绩的主要增长点；5) 玉屏府将明显增厚公司 10-14 年的 EPS。

盈利预测: 预计 2010-2014 年公司营业收入同比增幅分别为 26.5%、21.1%、13.3%、16.5%、7.9%，若剔除地产销售部分，则增幅分别为 15.6%、18.5%、14.5%、17.2%、17.7%；归属于母公司所有者的净利润分别为 2.40 亿元/3.00 亿元/3.44 亿元/4.10 亿元/4.44 亿元；EPS 分别为 0.51 元/0.64 元/0.73 元/0.87 元/0.94 元，其中地产部分 EPS 分别为 0.05 元/0.09 元/0.09 元/0.10 元/0.01 元。

目标价格: 未来 6 个月目标价为 25-27 元/股，给予“买入”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2007	2008	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	1033	1112	1127	1425	1727	1956
收入增幅(%)		7.6%	1.37%	26.5%	21.2%	13.3%
净利润	151	189	160	240	300	344
净利增幅(%)		24.7%	-15.2%	50.3%	25.0%	14.7%
毛利率(%)	44.4%	44.1%	42.7%	42.7%	42.5%	42.3%
EPS(元)	0.32	0.40	0.34	0.51	0.64	0.73

目 录

1. 公司掌控着国内最优质的景区旅游资源	1
1.1 景区门票：09 年门票提价对公司业绩具有明显拉动效应	2
1.2 客运索道：新索道建成后公司载客能力迅速提升.....	3
1.3 酒店业务：发展平稳，公司在当地具有明显定价能力.....	4
1.4 旅游服务：经营规模偏小，毛利率有望平稳提升.....	5
2. 高铁贯通将带来景区游客规模几何级增长	5
3. 西海大峡谷：公司下一个主要的增长点	6
4. 房地产：公司由景区迈向旅游综合体的关键	7
5. 盈利预测.....	10

1. 公司掌控着国内最优质的景区旅游资源

景区门票和索道资源已经成为国内旅游类上市公司最具价值的经营标的，具有收入稳定、现金流充裕且毛利率高等诸多优点。黄山旅游是国内为数不多的、同时掌控着景区门票收入和索道资源的旅游类上市公司。基于旗下丰富的旅游资源和持续稳健的经营模式，我们认为，与当前公司股价相比，黄山旅游理应被赋予更高的估值水平。从长远来看，公司是一家名副其实的现金牛公司。

黄山市位于安徽省最南端，与浙江、江西两省交界，区域位置优越，交通十分便利。黄山景区更是景色秀丽、气势磅礴，被誉为具有泰山之雄伟、华山之险峻、衡山之烟云、峨眉山之清凉，素有“天下第一奇山”之称。

黄山历来都是国内游客必到之地。作为目前中国唯一、世界仅有的同时拥有世界文化与自然遗产和世界地质公园三项桂冠的景区，黄山旅游市场潜力巨大，成长前景广阔。2009年，黄山景区接待购票游客人数达到236万人次，同比增幅5.2%。尽管景区游客规模与玉龙雪山基本相当，但由于黄山票价不断上调（2009年5月1日起上调30元，目前为旺季230元/淡季150元），景区门票收入增幅明显，09年已达11.28亿元，5年复合增长率为13%。

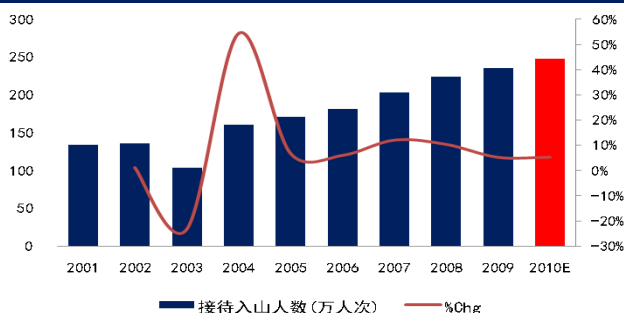
与国内其它旅游景区比较，黄山的竞争优势在于：1)黄山景区地处皖浙赣三省交界处，背靠长三角这个国内最大的旅游客源地，地理位置优越；2)黄山也是目前为止国内遭受自然灾害冲击影响最小的风景名胜区之一，由于景区资源的依存性通常较高，黄山旅游的比较竞争优势就更为突出；3)黄山的价值还在于其具有不断深挖掘的空间和潜力。除了前海、东海和北海之外，西海将是公司未来几年内开发的重点。公司对西海景区的不断深挖掘将无疑提升景区整体的游览价值和调价空间。与峨眉山、华山等景区比较，黄山目前的名义票价是最高的，这意味着在确保游览人数稳步增长的前提下，更高的票价就将带来更大规模的门票收入。

图表1 国内各大景区接待规模及门票价格

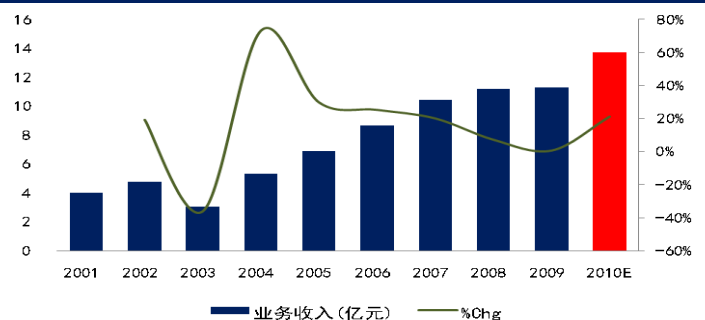
	黄山	峨眉山	华山	玉龙雪山	泰山	庐山	九华山
09年购票人数(万人次)	236	183	154	230	340	446	310
%Chg.	5.20%	51.48%	31%	23%	11.02%	14.50%	13.97%
景区门票价格(元/人次)	230/150	150/90	120/60	80	125/100	180/135	190/140

资料来源：德邦研究

图表2 黄山景区接待入山人数已趋持续稳定增长



图表3 公司业务收入规模基本趋于平稳增长阶段



资料来源：德邦研究

1.1 景区门票：09 年门票提价对公司业绩具有明显拉动效应

公司于 1996 年 8 月 13 日与黄山管委会签订管理黄山风景区门票发售收取合同，期限至 2036 年底。依约公司每年应将门票收入减营业税及附加和票房成本后净额的 50%按季支付给黄山管委会，作为黄山管委会将黄山风景区门票专营权授予黄山园林开发公司的报酬及对管委会防火防虫等支出的补偿。

黄山景区门票价格分别于 2002 年、2005 年和 2009 年进行了上调，调整周期一般在 3-4 年，调整幅度在 15%-65%不等（具体调整幅度如下表 4），旺季门票价格已从 02 年前 80 元/人次上调至当前的 230 元/人次，淡季票价从原来的 60 元/人次调整至当前的 150 元/人次。

门票价格上调对于景区门票收入增长具有明显的提升作用：2002 年黄山景区门票上调导致景区有效门票从 01 年的 73 元/人次上升至 02 年的 104 元/人次和 03 年的 101 元/人次，而从调整后运行几个月的情况来看，02 年 5-12 月份景区游客人数与 01 年同期基本持平，说明调价对于游客数量增长的抑制作用并不明显；2005 年景区门票调价导致有效票价从 04 年的 119 元/人次上升至 05 年的 154 元/人次和 06 年的 180 元/人次；2009 年 5 月 1 日，黄山景区门票又进行了调价，此次调价幅度旺季为+15%，淡季为+25%，尽管与 08 年相比，09 年景区有效票价有所下滑，但我们认为，09 年的下降主要是基于整个宏观环境较差的条件下实现的，因此调价的真实效应并没有获得充分体现，我们预计 10 年黄山有效门票有望突破 210 元/人次。若以 2010 年 248 万人次计算，有效票价上调 10 元/人次将为公司带来 2480 万元收入。

图表 4 历年黄山景区门票调价情况

调整时间	调整幅度
2002 年 5 月 1 日	旺季门票从 80 元/人次上调至 130 元/人次（+62.5%），淡季门票从 60 元/人次上调至 85 元/人次（+41.7%）
2005 年 6 月 1 日	旺季门票从 130 元/人次上调至 200 元/人次（+53.8%），淡季门票从 85 元/人次上调至 120 元/人次（+41.2%）
2009 年 5 月 1 日	旺季门票从 200 元/人次上调至 230 元/人次（+15%），淡季门票从 120 元/人次上调至 150 元/人次（+25%）

资料来源：德邦研究

图表 5 调价对公司门票收入的拉动作用

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
旺季票价(元/人次)	80	113	130	130	171	200	200	200	220	230
淡季票价(元/人次)	60	77	85	85	105	120	120	120	140	150
平均票价(元/人次)	75	104	119	119	154	180	180	180	200	210
有效票价(元/人次)	73	104	101	119	154	180	200	182	172	

资料来源：德邦研究

图表 6 历年景区门票收入增长情况

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
门票收入(万元)	9,755	14,140	10,498	19,079	26,325	32,676	41,278	40,699	40,451
接待人数(万人次)	134	135	104	160	171	181	203	224	236
有效门票(元/人次)	73	104	101	119	154	180	200	182	172
毛利率(%)		37.8%	34.0%	45.0%	41.5%	34.7%	41.9%	42.4%	40.9%

资料来源：德邦研究

1.2 客运索道：新索道建成后公司载客能力迅速提升

公司目前拥有 4 条客运索道，包括老云谷索道、新云谷索道、玉屏索道和太平索道。公司于 1997 年、2003 年分别收购了玉屏索道 80% 股权（1996 年 9 月运营）和太平索道 70% 股权（1997 年 7 月运营）。2007 年 11 月，公司投资新建的新云谷索道也正式投入运营。新索道运行路段基本与老云谷索道平行（云谷寺至白鹅岭），索道全长 2800 米，单车厢容量 8 人/次，采用了奥地利多贝玛亚公司的设备和技术（全球三大索道公司分别为法国波马、奥地利多贝玛亚和瑞士 BMF 公司），索道设计为当前国际最先进的脱挂式抱索器，运输能力达 1000 人次/小时，大大改善了景区东线长期运能不足的状况。据黄山索道设备运行计时器显示，截至 2010 年 5 月 3 日，新云谷索道已累计接待游客达 348 万人次，实现收入 2.63 亿元，运行情况非常良好。

图表 7 黄山旅游 4 条索道基本情况

索道名称	股权比例	索道类型	索道设备	运营时间(年)	运输能力(人次/小时)	单车厢容量(人/次)	索道全长(米)	运营路段
云谷索道	100%	三线往复式客运索道	日本、奥地利引进	1986 年 6 月	325	55+1	2800	云谷寺至白鹅岭
玉屏索道	80%	循环吊厢式索道	奥地利多贝玛亚引进	1996 年 9 月	600	6	2017	慈光阁至玉屏楼
太平索道	70%	双承载三线往复式索道	奥地利引进	1997 年 7 月	750	100+1	3709	松谷庵至松林峰
新云谷索道	100%	单线循环脱挂式抱索器	奥地利多贝玛亚引进	2007 年 11 月	1000	8	2800	云谷公寓至白鹅岭

资料来源：德邦研究

公司索道自 1998 年以来进行了 4 次提价，前三次提价频率为 1 年，最近一次提价是 2008 年 4 月 1 日，景区 4 条索道实行价格并轨，即旺季单程票价为 80 元/人次，淡季单程票价为 65 元/人次。与国内主要景区索道票价相比，黄山索道定价是最高的（如图表 10 所示）。

我们认为，索道提价对于公司业绩影响明显：以 2008 年提价为例，公司 3 条索道（云谷索道、玉屏索道和太平索道）旺季和淡季名义票价上调幅度分别达到 23% 和 18%，即年度平均为 21.75%，提价导致公司索道 08 年有效票价比 07 年上升了 24.59%，运营收入增长 19.52%。

图表 8 历年黄山旅游索道提价情况

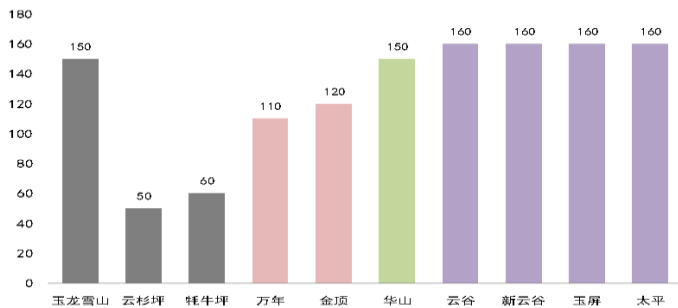
调整时间	调整幅度
1998 年 4 月 1 日	云谷索道上行价格由 40 元/人次上调至 45 元/人次，下行价格由 30 元/人次上调至 45 元/人次；玉屏索道上行价格由 45 元/人次上调至 50 元/人次，下行价格由 35 元/人次上调至 50 元/人次
1999 年 4 月 1 日	云谷索道和玉屏索道淡旺季价格核定为 53 元/人次；太平索道旺季价格为 65 元/人次，淡季价格为 55 元/人次
2001 年 1 月 1 日	云谷索道、玉屏索道和太平索道实行统一票价，即旺季价格由原来的 53 元/人次上调至 65 元/人次，淡季价格由原来的 53 元/人次上调至 55 元/人次
2008 年 4 月 1 日	新云谷索道价格核定为旺季 80 元/人次，淡季 65 元/人次；其它三条索道实行价格并轨，即由原旺季 65 元/人次，淡季 55 元/人次调整为旺季 80 元/人次，淡季 65 元/人次

图表 9 黄山客运索道运营收入增长情况

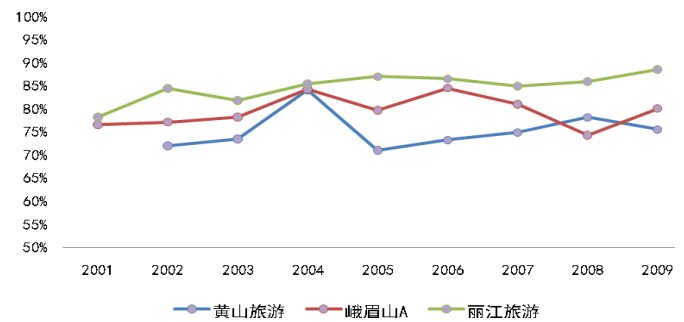
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
乘索人数(万人次)	190	197	168	256	265	293	367	357	369
运营收入(万元)	9260	9419	7649	15309	16445	18387	22552	26954	28389
有效票价(元/人次)	49	48	45	60	62	63	61	76	77
毛利率(%)		72.0%	73.5%	84.1%	71.0%	73.2%	74.9%	78.1%	75.5%

资料来源：德邦研究

图表 10 A 股主要上市公司索道票价比较



图表 11 上市公司索道毛利率比较



资料来源: 德邦研究

1.3 酒店业务：发展平稳，公司在当地具有明显定价能力

公司酒店业务主要由宾馆、酒店及招待所等组成，主业为住宿及饮食，目前公司旗下共有 12 家酒店，其中 2 家五星级酒店，1 家三星级酒店，其余均为四星级酒店。公司酒店业务发展较为平稳，09 年酒店运营收入共计 2.68 亿元，毛利率为 28.4%。从酒店经营状况来看，景区内酒店房价和入住率较高，且基本处于盈利状态；景区下和屯溪区的酒店大多数经营相对偏差，整体略有亏损（如汤泉大酒店 08 年净亏 221.82 万元）；综合来看，公司酒店业务收入规模不大，毛利率偏低，但基本可以维持盈利点之上。酒店入住率呈现明显的季节特征，旺季高达 80%，淡季则低于 30%，全年平均在 70% 左右。

随着黄山景区旅游和商务客人逐年增多，公司近年加大了对景区内外的投资建设，如 07 年公司以非公开发行募集资金方式投资新建了黄山轩辕国际大酒店，并对黄山国际大酒店进行了扩建改造；西海饭店至 09 年底停运改造，预计 2011 年 5 月 1 日重新开业；2010 年上半年，公司北京徽商故里项目正式对外营业；屯溪皇冠假日大酒店计划总投资 6 个亿，建筑面积超过 7 万平方米，目前该项目正在建设中，预计 2010 年底能够基本竣工。

图表 12 公司目前主要酒店资产情况

酒店名称	所属资产	股权比例	酒店等级	酒店位置	酒店状态
天海山庄	母公司	100%	4	黄山景区内	运营中
排云楼宾馆	母公司	100%	4	黄山景区内	运营中
西海饭店	子公司	94%	4	黄山景区内	停业改造中
北海宾馆	母公司	100%	4	黄山景区内	运营中
玉屏楼宾馆	母公司	100%	4	黄山景区内	运营中
狮林大酒店	母公司	100%	4	黄山景区内	运营中
轩辕国际大酒店	母公司	100%	5	黄山景区下	运营中
汤泉大酒店	母公司	100%	4	黄山景区下	运营中
云谷山庄	母公司	100%	3	黄山景区下	运营中
黄山国际大酒店	子公司	100%	5	黄山屯溪区	运营中
徽商故里大酒店	母公司	100%	4	黄山屯溪区	运营中
华山宾馆	母公司	100%	4	黄山屯溪区	运营中

资料来源: 德邦研究

图表 13 公司酒店业务收入及毛利情况

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
酒店收入(万元)	8,588	9,184	7,426	12,978	16,670	18,876	25,439	27,288	26,820
毛利率(%)		24.3%	10.7%	27.1%	27.0%	40.1%	40.0%	33.5%	28.4%

资料来源:德邦研究

1.4 旅游服务：经营规模偏小，毛利率有望平稳提升

公司目前旗下拥有 4 家旅行社：黄山中国旅行社（100%）、黄山中国国际旅行社（100%）、黄山海外旅行社（100%）和黄山中海假日旅行社（51%），主要承担着为公司输送游客及市场营销联络任务，作为门票和索道业务的补充。2009 年公司 4 家旅行社收入合计 2.72 亿元，毛利率为 8.5%，盈利规模相对偏小。

图表 14 公司旅游服务收入及毛利情况

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
旅游服务收入(万元)	11,765	12,161	5,078	9,056	14,383	18,544	23,924	23,423	27,201
毛利率(%)		2.5%	-10.4%	1.9%	2.5%	2.2%	3.9%	3.6%	8.5%

资料来源:德邦研究

2. 高铁贯通将带来景区游客规模几何级增长

景区旅游的基本特性决定了交通将是游客前往此地的首要考虑因素。目前，黄山旅游的交通条件获得了较大改善。北京、上海、广州和深圳等城市均已开通了至黄山的航班。此外，通往黄山的公路和铁路等交通设施也获得了相应的提升。

航空口岸：2009 年 8 月，国务院正式批复黄山航空口岸对外开放申请。2010 年 3 月，黄山航空口岸对外扩大开放顺利通过省级验收审核。待经过国家有关部门验收以后，黄山航空口岸将正式对外常态化开放，国际航班在黄山机场将会实行常态化运营。目前，黄山旅游在韩国、日本、台湾、及东南亚等国家或地区有着很大的市场需求，黄山航空口岸常态化开放将大大促进这些市场的客流增长，消除原先黄山国际直飞航线等领域的瓶颈，为黄山面向全球客源市场架起了一座空中直通桥梁。

高速公路：目前已建成徽杭、景婺黄及合铜黄高速公路 3 条，在建和拟建 5 条，包括将于 2010 年底前完工的黄衢南高速。黄衢南高速通车后，黄山、西湖、三清山和武夷山等景区将连成一线，有力地促进公司对浙、赣、闽三大客源市场的进一步开拓。

高速铁路：黄山已被国家纳入了高铁规划主要建设区域，目前拟建和在建的高速铁路主要有 3 条，包括杭黄高铁、京福高铁和皖赣高铁。杭黄高铁东起杭州，西至黄山，途经建德和淳安，全长 262 公里，设计时速 250 公里，已于近日通过国家发改委审议批复，预计年内能够顺利开工并于 2013 年正式通车。我们认为，杭黄高铁的开通对于公司未来发展影响尤为明显，主要包括：1) 将彻底打开黄山至长三角地区间的快速通道，使得黄山真正融入到长三角地区城市的发展进程中来，届时杭州至黄山仅需 1 小时行程，比当前徽杭高速要节省 1 个半小时，游

览景区的时间价值更为明显；2)彻底贯通了黄山、千岛湖、富春江和西湖等各大景区，形成一条世界级的黄金旅游路线；3)进一步突破黄山景区的交通瓶颈，挖掘江浙沪客源市场，杭黄高铁对黄山景区的拉动效应非常明显，尤其是来自江浙沪地区游客的周末游。我们估算，仅杭黄高铁每年给景区带来的游客规模就将突破 500 万人次。京福高铁将贯通北京与福州，途经天津、济南、徐州、蚌埠、合肥及黄山等城市。京福线黄山段长约 70 公里，估算投资 87 亿元，已于今年 5 月进入实施阶段，预计 2013 年能够全线贯通。届时北京至黄山行程将缩至 6-7 小时（目前行程为 20 小时），合肥至黄山仅需 1 小时（目前行程为 6 小时），使得黄山南北客源市场全线打通，尤其是大大开拓了京津地区旅游市场。此外，按照规划，皖赣铁路扩能改造项目也将于 2012 年正式完成，其对江西客源市场具有较大的拉动作用。

图表 15 高铁与高速公路陆续开通对于公司游客规模具有拉动效应

类别	名称	开通时间	对黄山景区的影响分析
高速公路	徽杭高速	2006 年	使得杭州与黄山行程缩至 2.5 小时, 打开沪杭长三角地区旅游市场
	景婺黄高速	2006 年	连接景德镇、婺源与黄山, 使得婺源与黄山景区行程缩至 1 小时
	合铜黄高速	2007 年	使得合肥与黄山行程缩至 3 小时, 黄山、九华山和太平湖等景区连成一线
	黄衢南高速	2010 年	将使得黄山、西湖、三清山和武夷山等景区连成一线
高速铁路	杭黄高铁	2013 年	使得杭州与黄山行程缩至 1 小时, 黄山、千岛湖和西湖景区连成一线
	京福高铁	2013 年	使得北京至黄山行程缩至 6-7 小时、合肥至黄山仅需 1 小时, 大大开拓了京津地区旅游市场
	皖赣高铁	2012 年	进一步打开江西旅游市场

资料来源: 德邦研究

3. 西海大峡谷：公司下一个主要的增长点

西海大峡谷，又称梦幻景区，是黄山近年新开发的景区，北起西海排云亭，南至白云景区步仙桥，景区面积 16.5 平方公里，被认为当前黄山各景区中最秀丽、最深邃的部分。由于位置偏僻、峡壁陡峭，可进入性差，该景区自 2003 年对外开放以来游客数量一直有限。

制约西海大峡谷游客增长的主要原因在于，其游览路线仅靠原始的徒步游览形式。徒步游览通常需要花费游客大量的时间和精力，难以满足一日游游客及其他大部分游客的实际需要。随着黄山周边交通条件的改变及来山游客数量的增加，游客构成及需求也在发生变化。为了充分挖掘西海大峡谷游客增长空间，公司拟投资西海大峡谷地轨缆车及西海饭店改造项目。

西海大峡谷地轨缆车：根据规划，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，总投资约 1.2 亿元，预计 2011 年正式运营。

西海饭店：2006 年公司通过股权收购持有西海饭店 94% 股权。西海饭店位于西海景区，是黄山具有一定品牌地位的四星级酒店。公司拟投资 1.75 亿元将其改造成为一座五星级酒店，客房数约 200 间。该酒店至 09 年底已处停运状态，预计 2011 年 5 月 1 日前有望重新开业。西海饭店开业将大大提升公司在西海景区的接待能力和档次，满足逐年增长的游客消费需求。

我们认为，西海大峡谷的开辟将成为黄山旅游下一个最重要的增长点。1) 黄山景区尽管面积广阔、景点丰富，但游客资源在空间分布上存在着明显的不均衡性，即游客主要集中在玉屏等若干热门景点和经典路线上。西海大峡谷的开辟将有效扩展景区的实际游览区域，为游客

创造一个新的经典景区的同时，也提升了黄山旅游整体的游览价值。2) 西海大峡谷汇集了“奇秀”和“清幽”两大特征，与北海、玉屏等景区截然不同，是黄山景区中一个新的亮点，具有良好的客源基础，将成为公司未来游客数量增长的“突破口”。3) 西海大峡谷与排云亭一样，是黄山观赏日出和云霞的最佳去处。重新开业之后的西海饭店无论在档次和接待能力方面均有显著提升，无疑将满足更多游客的实际需求。4) 地轨缆车具有很强的代步功能，可以有效缩短大峡谷的实际游览时间，使得不同类型游客游览此地成为可能。

由于西海饭店和西海大峡谷地轨缆车项目均涉及景区规划、环境保护等相关政策，因此可能面临一定未获批准的风险。但鉴于公司是黄山当地的影响力，以及多年景区经营的经验与能力，我们认为获批的可能性很大。

4. 房地产：公司由景区迈向旅游综合体的关键

屯溪区 187 亩土地开发项目：2007 年，公司以自筹资金方式取得黄山市屯溪区黄口旅游度假开发区 187 亩（12.4 万平方米）土地使用权。该地块地处黄山市中心，交通便捷，环境优美，是旅游度假、办公、休闲和投资居住的理想场所。公司拟把其中 36919 平方米地块用于新建屯溪皇冠假日酒店，另外 87730 平方米地块将用于建设高档商住房及商业楼。

黄山屯溪皇冠假日酒店由公司全资子公司黄山桃花溪旅游房地产开发有限公司具体负责开发，项目定位于五星级豪华酒店及会所（高档度假酒店）。该酒店计划总投资约 6 亿元，总建筑面积为 72769 平方米，共有客房 461 间（套），已于 2008 年 4 月开工建设，预计 2010 年底竣工营业。公司拟委托全球知名酒店管理品牌洲际酒店管理集团对该酒店进行日常管理。

图表 16 皇冠假日酒店外观效果图



资料来源：德邦研究

玉屏府房地产开发项目由公司成立的玉屏房地产开发有限公司具体负责开发。玉屏府居黄山市区中心地段，临近徽州美食城，背靠新安江南岸湿地公园，距离黄山机场和火车站分别仅5公里和2公里，距离徽杭高速公路出口仅0.5公里，地理位置优越，交通十分便利。玉屏府秉承中国传统的“逐水而居”和“因地制宜”的建筑理念，吸纳徽派建筑布局手法，结合现代建筑布局，通过现代与传统的有效结合，建造出既显现徽派建筑古韵，又涵盖现代建筑经典的江景高档住宅区。

图表 17 公司玉屏府位置优势、交通便捷



资料来源:德邦研究

玉屏府绿化率达 35.65%，容积率为 1.6，建筑面积近 14 万平方米，将分四期进行开发：一期善泉苑(1—4 号)多层住宅，共有 432 套，目前已基本售完，预计 2010 年底交房入住；二期弈竹轩(5-27 号)联排别墅，共有 77 套，现已销售过半；三期泊玉轩(28-37 号)10 栋双拼别墅和万山阁(38-42 号)5 栋高层，目前已在接受登记；四期百望居高层正在开发建设中。

我们看好玉屏府后续的销售情况,主要基于:1)黄山旅游市场持续增长,加上多条高速和高铁的陆续开通使得黄山成为华东重要的交通枢纽,必将带来全国各地纷纷前往黄山进行投资置业。2)玉屏府位于黄山江南片区一线江景核心地段,属于市中心绝版地块,距离徽杭高速仅0.5公里,位置优越,交通便捷。3)毗邻的皇冠假日酒店营业也将拉动该区域内房地产销售的提升。

图表 18 公司玉屏府地产项目基本情况

住宅类型	住宅名称	套(栋)数	单套面积 (m²)	可售面积(m²)	建设或销售情况
多层住宅	一期善泉苑 (1-4 号)	216 套	80-140	26, 900	基本销售完毕
联排别墅	二期弈竹轩 (5-27 号)	77 套	170-240	15, 100	现已销售过半, 封顶
双拼别墅	三期泊玉轩(28-37 号)	10 栋	300	6, 200	现已接受登记, 尚处开发中
高层住宅	三期万山阁 (38-42 号)、四期百望居	万山阁 600 多套	-	88, 500	三期高层部分下半年开盘, 四期处开发中

资料来源：德邦研究

从已销售住宅情况来看，玉屏府善泉苑（多层）和万山阁（高层，期房）销售均价为 4500 元/㎡左右，而处于热销中的联排别墅奔竹轩售价竟达 8200 元/㎡。对照周边地产项目销售情况，玉屏府的售价明显偏高，已站在黄山市区房价的“天花板”上。图表 19 数据表明，玉屏府联排别墅的售价要远高于该区域碧桂园、东方丽景及广宇江南新城的销售单价。

图表 19 玉屏府周边房地产项目销售情况

		玉屏府	碧桂园	东方丽景	广宇江南新城
多层高层	单套面积(㎡)	80-140		88-143	90-119
	均价(元/㎡)	4500		4300	4300
联排别墅	单套面积(㎡)	170-240	220-250	263-366	200-300
	均价(元/㎡)	8200	5500	7000	7800
双拼别墅	单套面积(㎡)	300	215-290		
	均价(元/㎡)		8600		

资料来源：德邦研究

从成本方面来看，2007 年公司土地成本不超过 1500 元/㎡，以 1.6 的容积率计算，项目的楼面地价也就在 1000 元/㎡左右，加上建安成本等，与当前的售价比照，玉屏府的盈利状况是相当可观的（具体盈利预测见图表 24）。

图表 20 玉屏府项目收入预测简表

		2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
多层住宅	结算面积(㎡)	26,900				
	结算比例(%)	100%				
	销售收入(万元)	12,105				
	销售单价(元/㎡)	4,500				
联排别墅	结算面积(㎡)		15,100			
	结算比例(%)		100%			
	销售收入(万元)		12,382			
	销售单价(元/㎡)		8,200			
双拼别墅	结算面积(㎡)		1,240	2,480	2,480	
	结算比例(%)		20%	40%	40%	
	销售收入(万元)		1,401	2,802	2,802	
	销售单价(元/㎡)		11,300	11,300	11,300	
高层住宅	结算面积(㎡)		9,920	35,400	39,290	3,890
	结算比例(%)		11%	40%	44%	4%
	销售收入(万元)		4,464	15,930	17,681	1,751
	销售单价(元/㎡)		4,500	4,500	4,500	4,500
玉屏府销售收入合计(万元)		12,105	18,247	18,732	20,483	1,751

资料来源：德邦研究

新增 400 多亩地块开发项目：2009 年公司子公司玉屏府房地产开发有限公司以 5.54 亿元的价格分别购得黄山市中心城区 4 块土地，合计面积 404 亩（即 26.94 万㎡），土地单价为 2056 元/㎡。

公司拟将这 4 块土地主要用于商服和酒店式公寓。由于地块位置较好，土地单价不高，未来有望成为公司业绩增长的主要看点。

图表 21 公司新购 404 亩市区地块

地块名称	购地价格	土地面积	容积率	地块位置	土地用途
0922 号地块	1.6250 亿元	89557 m ²	1.5 以下	黄山市中心城区齐云大道南侧, 西南临近横江, 紧邻长途汽车站	商业 20150 m ² , 住宅 114186 m ²
0929 号地块	3.9156 亿元	25876 m ²	2.7 以下	黄山市中心城区齐云大道西南侧、东关路东南侧	商服、酒店式公寓
0930 号地块		124106 m ²	2.0 以下	黄山市中心城区沿横江新二路东侧、东关路南侧、新五路西北侧	商服、居住
0931 号地块		29903 m ²	2.7 以下	黄山市中心城区齐云大道西南侧、新四路西北侧、新五路东南侧	商服、酒店式公寓

资料来源: 德邦研究

5. 盈利预测

假设条件:

1) 2010 年开始黄山景区入山游客数量呈现恢复性增长, 预计 2010-2012 年每年同比增幅分别为 10.0%、8.5%和 9.0%; 2013 年高铁开通对黄山游客规模增长具有决定性拉动作用, 预计 2013 年和 2014 年同比增幅分别达 15.0%和 20.0%。

2) 2009 年 5 月 1 日黄山旺季和淡季门票分别上调至 230 元/人次和 150 元/人次, 平均调整幅度达到 16.67%, 门票提价效应在 2010 年将全面体现; 2008 年 4 月 1 日公司 4 条索道统一定价, 索道旺季和淡季票价分别上调至 80 元/人次和 65 元/人次, 平均调整幅度达到 22.00%, 预计 2010 年索道有效票价为 77 元/人次; 公司当前在景区经营领域具有绝对垄断权, 假设黄山索道、门票价格在 2011 年和 2012 年分别上调 10%和 11%, 提价对公司主营收入的提升作用进一步体现。

3) 皇冠假日大酒店在 2010 年底竣工营业并在次年产生收益; 公司玉屏府一期在 10 年底全额结算, 联排别墅、双拼别墅及高层住宅于 11 年始陆续产生收益, 房地产业务在未来三年对公司业绩具有正的贡献。市区新增 404 亩土地开发项目目前尚无明确规划, 暂不作盈利预测。

盈利预测:

预计 2010-2014 年公司营业收入同比增幅分别为 26.5%、21.1%、13.3%、16.5%、7.9%, 若剔除地产销售部分, 则增幅分别为 15.6%、18.5%、14.5%、17.2%、17.7%; 归属于母公司所有者的净利润分别为 2.40 亿元/3.00 亿元/3.44 亿元/4.10 亿元/4.44 亿元; EPS 分别为 0.51 元/0.64 元/0.73 元/0.87 元/0.94 元, 其中地产 EPS 分别为 0.05 元/0.09 元/0.09 元/0.10 元/0.01 元。

图表 22 公司门票和索道业务收入预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
入山人数(万人次)	203	224	236	259	281	307	352	423
同比增幅(%)	12.0%	10.3%	5.2%	10.0%	8.5%	9.0%	15.0%	20.0%
有效门票(元/人次)	203	182	172	190	210	220	230	230
门票收入(万元)	41,278	40,699	40,451	49,245	59,055	67,435	81,075	97,290
索道运送(万人次)	367	357	369	402	433	469	536	639
乘坐比例(%)	1.81	1.59	1.57	1.55	1.54	1.53	1.52	1.51
有效票价(元/人次)	61	76	77	77	80	83	85	85
索道收入(万元)	22,552	26,954	28,389	30,933	34,645	38,925	45,543	54,292

资料来源: 德邦研究

图表 23 公司主营业务收入预测一览

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
门票收入(万元)	41,278	40,699	40,451	49,245	59,055	67,435	81,075	97,290
增长率(%)	26.3%	-1.4%	-0.6%	21.7%	19.9%	14.2%	20.2%	20.0%
毛利率(%)	41.9%	42.4%	40.9%	41.0%	41.5%	41.5%	41.5%	41.5%
门票成本(万元)	23,966	23,455	23,897	29,054	34,547	39,449	47,429	56,915
索道收入(万元)	22,552	26,954	28,389	30,933	34,645	38,925	45,543	54,292
增长率(%)	22.7%	19.5%	5.3%	9.0%	12.0%	12.4%	17.0%	19.2%
毛利率(%)	74.9%	78.1%	75.5%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
索道成本(万元)	5,667	5,895	6,952	7,733	8,661	9,731	11,386	13,573
酒店收入(万元)	25,439	27,288	26,820	29,099	34,919	39,109	43,020	47,322
增长率(%)	34.8%	7.3%	-1.7%	8.5%	20.0%	12.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	40.0%	33.5%	28.4%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
酒店成本(万元)	15,268	18,155	19,208	20,369	24,443	27,377	30,114	33,126
旅行社收入(万元)	23,924	23,423	27,201	31,282	35,974	41,370	47,575	54,712
增长率(%)	29.0%	-2.1%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率(%)	3.9%	3.6%	8.5%	7.0%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
旅行社成本(万元)	22,983	22,589	24,880	29,092	33,276	38,267	44,007	50,608
收入合计(万元)	113,193	118,364	122,860	140,559	164,593	186,839	217,213	253,616
增长率(%)	27.9%	4.6%	3.8%	14.4%	17.1%	13.5%	16.3%	16.8%
毛利率(%)	40.0%	40.8%	39.0%	38.6%	38.7%	38.5%	38.8%	39.2%
成本合计(万元)	67,885	70,094	74,938	86,249	100,927	114,824	132,936	154,221

资料来源:德邦研究

图表 24 公司盈利预测一览表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入(万元)	103,303	111,162	112,683	142,496	172,702	195,600	227,858	245,794
旅游部分(万元)	103,303	111,162	112,683	130,391	154,455	176,868	207,375	244,043
毛利率(%)	44.4%	44.1%	42.7%	42.7%	42.5%	42.3%	42.3%	42.6%
地产部分(万元)				12,105	18,247	18,732	20,483	1,751
毛利率(%)				35.0%	37.5%	37.6%	37.8%	30.0%
营业毛利(万元)	45,823	49,067	48,069	59,958	72,518	81,829	95,548	104,366
旅游部分(万元)	45,823	49,067	48,069	55,721	65,676	74,785	87,805	103,841
地产部分(万元)				4,237	6,843	7,043	7,743	525
销售费用(万元)	0	0	1,004	1,457	1,902	2,081	2,373	1,787
费用率(%)			0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	0.7%
管理费用(万元)	15,248	16,438	15,956	18,618	21,399	23,555	26,536	29,338
费用率(%)	14.8%	14.8%	14.2%	13.1%	12.4%	12.0%	11.6%	11.9%
财务费用(万元)	(12)	(102)	744	542	514	327	176	74
费用率(%)	0.0%	-0.1%	0.7%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%
净利润(万元)	15,118	18,854	15,984	24,032	30,028	34,433	41,038	44,431
旅游部分(万元)	15,118	18,854	15,984	21,535	25,923	30,204	36,383	44,136
地产部分(万元)				2,497	4,106	4,229	4,655	295
当前股本(万股)	47,135	47,135	47,135	47,135	47,135	47,135	47,135	47,135
EPS(摊薄,元)	0.32	0.40	0.34	0.51	0.64	0.73	0.87	0.94
旅游EPS(元)	0.32	0.40	0.34	0.46	0.55	0.64	0.77	0.94
地产EPS(元)				0.05	0.09	0.09	0.10	0.01

资料来源:德邦研究

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。