

社会服务行业

报告原因：三季度点评

2010 年 10 月 28 日

市场数据：2010 年 10 月 28 日

总股本/流通股本(亿股)	4.71/1.18
收盘价(元)	19.64
流通市值(亿元)	23.10
1 年内最高最低价(元)	24.34/14.09
PE/PB	43/7.48

基础数据：2010 年 9 月 31 日

资产负债率	37.93%
毛利率	41.65%
净资产收益率(摊薄)	13.67%

相关研究

《黄山旅游调研报告：旅游房地产前景美好 景区发展稳步向前》1 月 25 日
《2009 年年报点评：新投资项目和有效票价降低导致盈利水平下降》3 月 25 日
《点评：“大统筹”引领新发展》7 月 6 日

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760207120049

TEL: 010-82190386

Email: jialiguo@sxzq.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

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)

内生、外延增长空间正缓缓打开
业绩爆发性持续增长短期难显

增持

维持评级

公司研究/点评报告

三季度概况

- 公司 2010 年三季报实现营业收入达 10.28 亿元，同比增长 16.50%，实现营业利润 29255 万元，比去年同期增长 18.87%，实现归属于母公司股东的净利润 19726 万元，比去年同期增长 15.69%。实现每股收益 0.42 元，比去年同期增长 16%左右。

三季度点评

- 2010 年业绩同比将可能增长 30%到 40%之间。在淡季门票提价幅度为 25%的前提下，今年四季度我们预计在世博会的辐射下，四季度黄山游客人数将有一定的增长，在人数和有效票价提升的基础上，我们预计公司第四季度营业收入比去年同期将增长 20%，不考虑玉屏房地产结算收入，我们估计第四季度营业总收入将可能达到 29450 万元，参考公司前几年第四季度净利率情况分析，乐观点看，我们估计 2010 年第四季度将增厚利润为 1472 万元，增厚每股收益为 0.03 元。不考虑房地产结算收入，2010 年每股收益将可能达到 0.45 元。比去年同期增长 32%。
- 玉屏房地产结算收入将可能增厚每股收益为 0.04 元-0.08 元之间。公司中报公告称，房地产没有并入结算，从三季报我们可以看到，公司预收账款达到 18332.18 万元。参考目前上市房地产公司的净利率空间，我们估计公司这个项目房地产净利率大概在 10%到 20%之间，假设这部分房地产进入结算，进行敏感分析（见图表：），将可以增厚每股收益为 0.04 到 0.08 元之间，假设第四季度房地产进入结算，我们给予 2010 年房地产将增厚每股收益为 0.03 元，2011 年增厚每股收益为 0.04 元。
- 内生、外延增长空间正缓缓打开。公司三季报公告也称，西海大峡谷地轨缆车项目环境影响评价报告书已获得国家环保部批复，其他工作均按计划进行中，这也表明，黄山的内生空间正缓缓打开。外延方面，我们也正在看到公司房地产项目正逐渐贡献收入，虽然目前房地产调控可能对公司以后的房地产开发带来挑战，但是短期来看，黄山作为中部城市，房价调控力度我们认为有限。我们认为，公司外围交通状况的大力改善，既三条高铁未来都通过黄山市，将给黄山带来一定的客流增长。
- 我们认为公司出现业绩爆发性持续增长短期难显。短期来看，公司 2010 年业绩同比去年将有至少 30%或者 20%的增长，但是我们认为，

2011年如果不计算房地产收入，公司的营业收入将可能比2010年有所下降。而高铁带来人数的增长应该是缓慢和长周期的，公司目前拥有的玉屏房地产基本为高端房地产，调控对其影响难以估算。在西海大峡谷开发短期难以带来效益的前提下，公司未来3年出现爆发性持续增长短期难以显现。

- **催化因素：**黄山正在统筹实施的“现代国际旅游城市”建设；高铁的通车；皖江城市群经济的崛起。
- **风险因素：**（1）房地产业务受政策影响波动较大，结算期目前未定；（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。
- **盈利预测与投资评级：**不考虑公司房地产结算，我们给予公司2010年、2011年每股收益分别为0.457元、0.47元的盈利预测，对应PE分别为46、43倍。如果2010年房地产加入结算，假设2010年可增厚每股收益为0.03元，2011年可增厚每股收益为0.04元，公司2010年、2011年每股收益将分别为0.49元、0.51元，以2010年10月28日收盘价19.63元，对应PE分别为40.2、39.2倍。我们认为，未来房地产业绩增加利润看点有所期待。但公司房地产业务存在再融资的需求，也存在房地产业务调控的风险，但我们看好旅游行业的发展前景及公司高铁和西海大峡谷开发给公司带来的美好发展前景，我们认为，随着整体A股估值的提升，给予公司40到45倍的PE应该比较合适，相对应股价区间应该在19元-22元之间，我们仍维持公司“增持”评级。

图表1：公司最近四年来预收账款比较图

图表2：公司最近四年来货币资金比较图

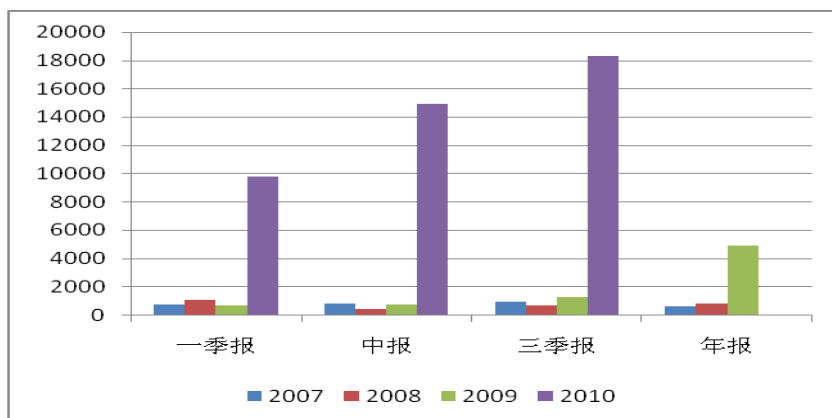
图表3：公司最近四年来存货比较图

图表4：公司最近四年来存货、预收账款和营业总收入变化比较图

图表5：玉屏房地产结算收益敏感测试

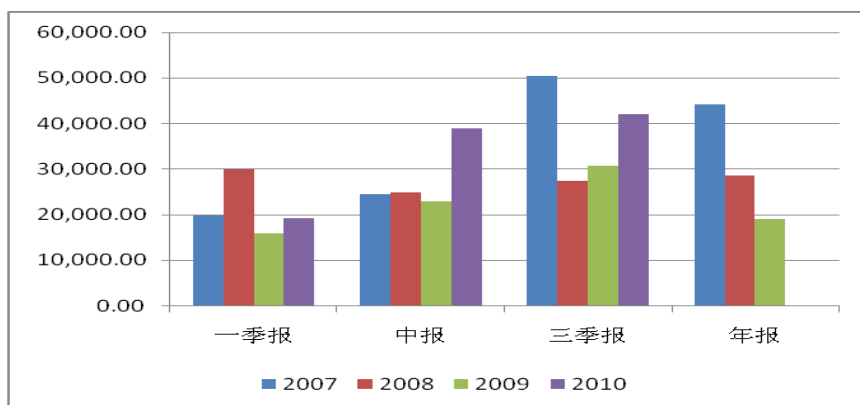
图表6：公司盈利预测

图表1：公司最近四年来预收账款比较图



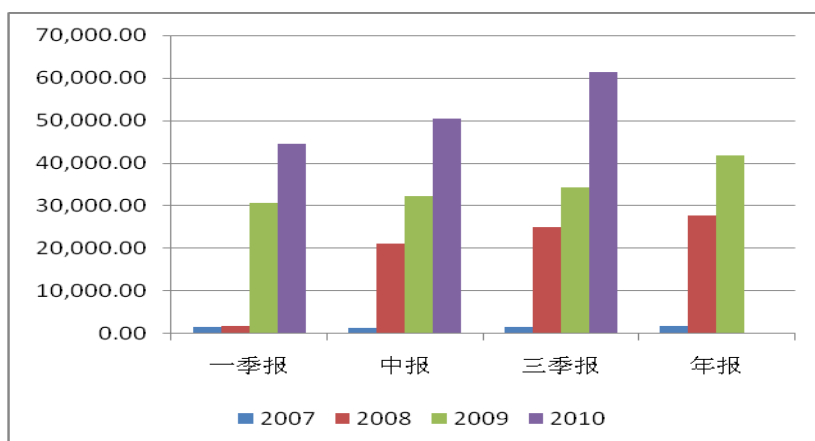
资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

图表2：公司最近四年来货币资金比较图



资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

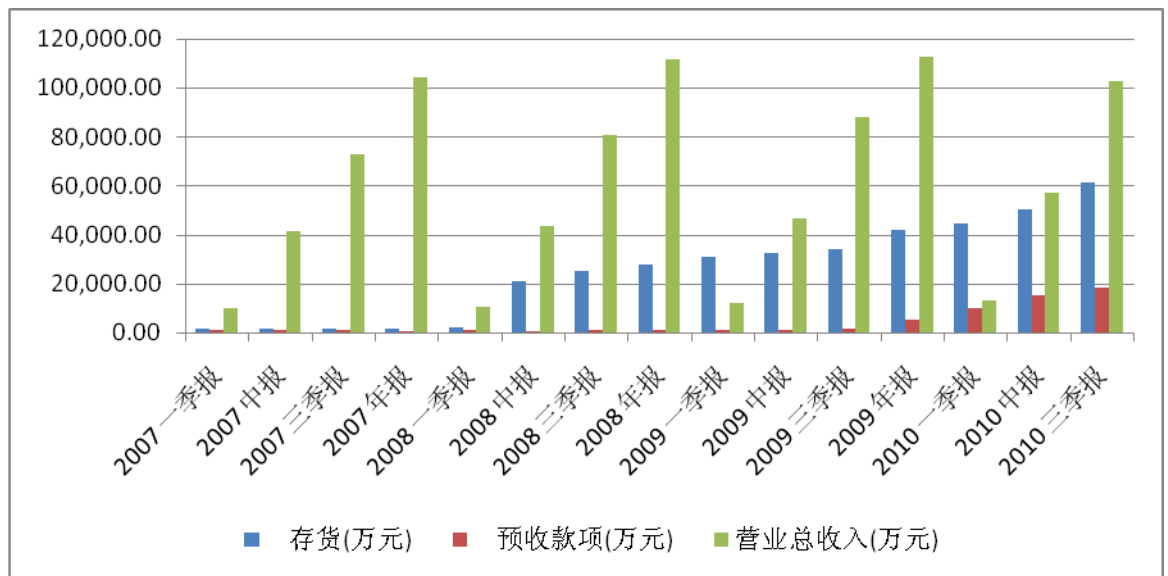
图表3：公司最近四年来存货比较图



资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所



图表4：公司最近四年来存货、预收账款和营业总收入变化比较图



资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

图表5：玉屏房地产结算收益敏感测试

三季报预收账款（万）	18,332.18	18,332.18	18,332.18	18,332.18	18,332.18	18,332.18
	47135	47135	47135	47135	47135	47135
	10%	12%	14%	16%	18%	20%
增厚每股收益（元）	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08

资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

图表6：公司盈利预测

	2009 年四季度	2010 年四季度	2010 年三季报	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
营业总收入（万）	24541.84	29450.21	102814.94	132265.15	127541.76	140295.94
增长率%		0.20		0.17	(0.04)	0.10
净利率%	(0.04)	0.05	0.20	0.16	0.17	0.17
净利润（万）		1472.51	20100.32	21572.83	21682.10	23850.31
总股本（万）		47135.00	47135.00	47135.00	47135.00	47135.00
基本每股收益（元）		0.03	0.43	0.46	0.46	0.51
房地产贡献受益（元）				0.03	0.04	0.04
				0.49	0.50	0.55
PE				40.00	40.00	40.00
股价（元）				19.51	20.00	21.84
PE				45.00	45.00	45.00
股价（元）				21.95	22.50	24.57
2010 年 10 月 28 日收盘价（元）：19.64						

资料来源：Wind 资讯 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。