

黄山旅游 (600054.SH) 综合旅游行业

评级：买入 维持评级

公司点评

主业平稳增长，发展提速还需有新东西

事件

今年春节黄金周黄山风景区客流旺盛，共接待中外游客 61,726 人，比去年同期增加 16,074 人，同比增速达到 35.21%，门票收入 789.18 万元，同比增长 41.59%。鉴于公司今年良好的开局，我们于近期对公司进行了调研，对 2010 年经营情况和部分投资项目的建设情况进行了解。

评论

2010 年游客规模保持稳定增长：我们预计 2010 年公司游客接待量有望突破 250 万人次。由于在世博期间，公司出台了与世博相关的优惠政策：从 2010 年 5 月 1 日至 10 月 31 日，参加上海世博会购买全价票的游客凭世博会全价门票原件，购买黄山全价门票时，可享受九折优惠，藉此拉动游客数的增长。据此，我们认为，这在一定程度上牺牲了黄山实际门票价格水平，折扣比例较历史高点时略有降低。

西海大峡谷项目为明年业绩增长点：由于再融资项目暂时搁置，公司将利用自有资金对西海大峡谷地轨缆车项目进行建设，预计项目于今年 3 月份开始动工，2012 年将投入运营，届时，有望成为公司新的盈利增长点。

皇冠假日酒店有望整体转让，为将来主业经营减负，提高资产流动性：原本计划于今年投入运营的皇冠假日酒店，考虑在黄山市区酒店经营压力较大，公司正在考虑将酒店出让，由于土地成本较低，资产重置价值较高，藉此公司将回收 6 亿多现金，尽管形成的投资收益不是很高，但减少了高星级酒店开业初期的亏损压力，提高资产流动性，为今后公司发展提供更多的可能性。

黄山资源特点决定推进外延式扩张是公司主业实现发展提速的正确方向：旅游行业未来的发展空间巨大，从企业经营层面看，主要有两种成长路径：一是进行景区的深度开发，通过依托景区资源(首先要有大量可供开发的土地)发展多业态经营，以提高游客的人均旅游消费，这也是我们对行业发展主流趋势一直以来的判断；二则就是进行资源的外延式扩张。对于黄山旅游而言，由于受到环境保护的限制和黄山山体、地形的局限，景区深度开发的空間不大，景区周边的土地资源也基本消耗殆尽。因此，我们认为，长期来看，公司主业能否实现发展提速还是需要通过外延式扩张，并购优质旅游资源，并加以整合经营方能。然而，从历史来看，公司这方面的运作一向较为谨慎，能够推动资源扩张还需要时间观察。

投资建议

根据此次调研的情况，我们维持对公司 2010 -2012 年的盈利预测，每股收益分别为 0.522 元，0.585 元和 0.666 元。对应市盈率分别为 33.6，33.15，29.13 倍，处于行业估值中低端，我们继续维持对公司“买入”的投资评级。

图表1：盈利预测详表

(百万元)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	536.4	695.5	864.9	1,040.9	1,118.2	1,127.9	1,410.0	1,520.1	1,750.8
增长率		29.67%	24.36%	20.34%	7.43%	0.87%	25.01%	7.81%	15.17%
客运索道	153.09	164.45	183.87	225.52	269.54	283.89	317.99	342.58	379.42
园林门票	190.79	263.25	338.84	412.78	406.99	404.51	459.64	504.27	552.50
酒店食宿	129.78	166.70	213.75	254.39	272.88	268.20	307.63	316.43	325.68
旅游服务	90.56	143.83	185.44	239.24	234.23	272.01	319.26	357.82	415.09
房地产相关							117.16	98.35	189.80
其他	9.01	9.00	15.83	15.42	17.35	21.81	23.08	21.92	21.67
其中：内部交易互相抵消	36.9	51.7	72.8	106.5	82.8	122.5	134.7	121.3	133.4
营业成本	278.9	418.4	489.3	577.8	627.5	646.2	854.4	876.8	1,040.6
增长率		50.05%	16.94%	18.09%	8.59%	2.99%	32.21%	2.62%	18.68%
客运索道	24.39	47.64	49.22	56.68	58.95	69.52	74.97	81.32	88.81
园林门票	104.93	154.14	200.13	239.64	234.56	238.97	273.45	301.67	328.59
酒店食宿	94.67	121.64	125.91	152.68	181.56	192.08	238.72	206.57	223.09
旅游服务	88.83	140.31	181.45	229.82	225.89	248.80	293.27	328.44	380.72
房地产相关							87.91	60.90	132.29
其他	2.90	3.93	4.13	3.30	6.54	7.64	7.96	7.59	7.74
其中：内部交易	36.86	49.23	71.53	104	80.02	110.80	121.88	109.69	120.66
主营业务利润	257.5	277.1	375.6	463.1	490.7	481.7	555.6	643.3	710.2
主营业务利润率	48.01%	39.84%	43.43%	44.49%	43.88%	42.71%	39.41%	42.32%	40.56%
营业税金及附加	21.05	26.55	33.65	40.08	43.65	44.39	58.65	68.13	71.78
营业税金税率	3.92%	3.82%	3.89%	3.85%	3.90%	3.94%	4.16%	4.48%	4.10%
销售费用						10.04	4.51	4.79	5.25
销售费用率						0.89%	0.32%	0.32%	0.30%
管理费用	116.39	101.89	130.58	152.48	164.38	159.56	149.74	160.83	180.33
管理费用率	21.70%	14.65%	15.10%	14.65%	14.70%	14.15%	10.62%	10.58%	10.30%
财务费用	0.92	-1.15	0.43	-0.12	-1.02	7.44	2.30	3.36	4.01
资产减值准备			1.63	3.17	1.10	20.21	-	-	-
投资净收益	-62.71	-22.39	20.80	0.18	-0.96	1.70	24.60	0.90	13.80
其中：对联营企业和合营企业的	-	-	-	-	-	0.10	-	-	-
投资收益									
营业利润	56.44	127.40	230.14	267.61	281.63	241.74	365.01	407.09	462.60
营业外收支净额	-0.84	-2.27	-1.19	-3.43	-0.26	0.74	-1.30	0.00	0.00
利润总额	55.59	125.13	228.95	264.19	281.37	242.48	363.71	407.09	462.60
所得税	47.55	50.53	85.56	101.45	76.55	71.60	100.75	112.36	127.22
实际所得税率	85.53%	40.38%	37.37%	38.40%	27.21%	29.53%	27.70%	27.60%	27.50%
净利润	8.04	74.61	143.39	162.73	204.82	170.88	262.96	294.73	335.39
减：少数股东损益	3.71	5.79	7.93	11.56	16.28	11.04	16.91	18.92	21.46
少数股东损益比例	46.19%	7.76%	5.53%	7.10%	7.95%	6.46%	6.43%	6.42%	6.40%
归属于母公司所有者的净利润	4.33	68.82	135.46	151.18	188.54	159.84	246.06	275.81	313.92
增长率		1490.21%	96.84%	11.60%	24.71%	-15.22%	53.94%	12.09%	13.82%
净利润率	0.81%	9.89%	15.66%	14.52%	16.86%	14.17%	17.45%	18.14%	17.93%
每股收益	0.014	0.227	0.298	0.321	0.400	0.339	0.522	0.585	0.666

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-04-09	买入	16.09	N/A
2	2009-04-28	买入	14.85	N/A
3	2009-08-21	买入	14.69	N/A
4	2010-03-26	买入	20.63	N/A
5	2010-06-30	买入	18.42	20.40 ~ 22.50
6	2010-08-18	买入	21.31	22.50 ~ 24.50
7	2010-10-28	买入	19.64	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室