



毛利率、净利率双双抬头

增持维持

投资要点:

- 索道游客增速超预期, 同比增长 17%
- 费用控制良好, 净利率同比提升 3.52 个百分点
- 西海大峡谷有望将景区扩容一倍

报告摘要:

- 业绩好于预期, 实现每股收益 0.29 元。报告期内公司累计接待入山游客 119.78 万人, 同比增长 10.55%; 索道业务累计运送游客 201.7 万人次, 同比增长 16.8%, 索道游客增速好于预期。完成营业收入 67757.29 万元, 同比增长 18.49%; 实现归属于母公司的净利润 13878.10 万元, 同比增长 43.42%; 实现每股收益 0.29 元。
- 毛利、净利双双抬头。管理费用率下降, 期间费用率下降 1.6 个百分点, 创 2006 年以来的新低。同时, 综合毛利率同比增加约 4.61 个百分点, 净利率提升 3.52 个百分点。
- 索道游客增长态势良好, 西海大峡谷有望将情趣扩容一倍。报告期内公司累计接待入山游客 119.78 万人, 同比增长 10.55%; 索道业务累计运送游客 201.7 万人次, 同比增长 16.8%, 索道游客增速好于预期。从景区目前的容量来看, 节假日及黄金周的游客量已相对饱和, 而西海大峡谷的开发相当于再造一个黄山, 将打破景区接待能力有限的瓶颈。西海地轨缆车计划统一定价 80 元/人次。同时西大门周边有望规划为休闲度假区域, 这样就可以将观光游客与休闲游客分类接待, 届时增加游客的驻留时间, 提高人均消费。
- 维持增持评级。公司的存量资产索道业务增长势头良好, 西海景区也有望明年投入运营, 届时扩充景区容量约一倍, 玉屏府房产公司也正步入结算期。同时, 公司成本及费用率控制良好, 业绩增长好于预期。预计 11-13 年 EPS0.62 元、0.79 元、0.85 元, 对应 PE28 倍、22 倍、20 倍, 维持增持评级。

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入/万	144,499	179,370	207,540	226,811
YOY/%	28.11%	24.13%	15.70%	9.29%
净利润/万元	23,099	29,291	37,311	40,240
YOY/%	44.52%	26.80%	27.38%	7.85%
EPS/元	0.49	0.62	0.79	0.85
PE	39.3	28.0	22.0	20.0

服务业研究组

分析师:

陈旭 (S1180511080001)

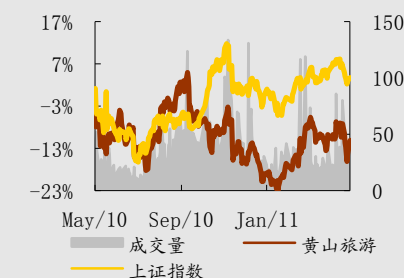
联系人:

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(亿股)	4.71
总市值(亿元)	81.12
流通比例	25.05%
12个月最高/最低(元)	24.34/14.09
主要股东	黄山旅游集团有限公司

数据来源: 港澳资讯

相关研究

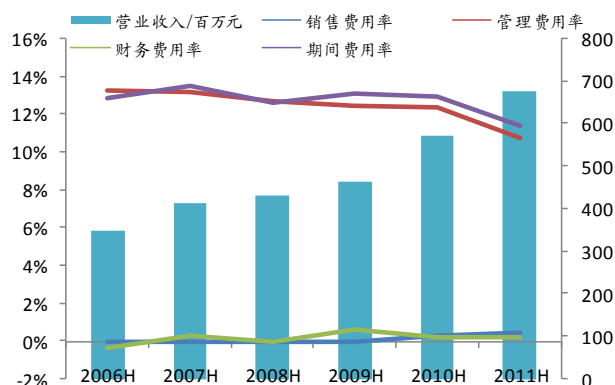
- 1《宏源证券*年报简评*黄山旅游: 游客稳步增长, 期待外延式扩张*600054*旅游酒店行业*孙妍》, 2011.5
- 2《宏源证券*季报点评*黄山旅游: 业绩符合预期, 全年增长确定*600054*旅游酒店行业*孙妍》, 2010.10
- 3《宏源证券*公司调研报告*黄山旅游: 新业态打开成长空间*600054*旅游酒店行业*孙妍》, 2010.9

一、业绩好于预期，净利率抬头向上

报告期内公司累计接待入山游客119.78 万人，同比增长10.55%；索道业务累计运送游客201.7 万人次，同比增长16.8%，索道游客增速好于预期。完成营业收入67757.29 万元，同比增长18.49%；实现净利润(归属于母公司的净利润) 13878.10 万元，同比增长43.42%。

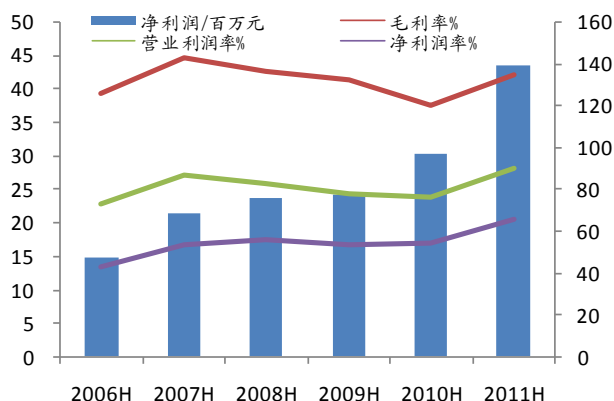
管理费用率下降，期间费用率下降1.6个百分点，创2006年以来的新低。同时，综合毛利率同比增加约4.61个百分点，净利率提升3.52个百分点。

图 1：公司费用率变化/%



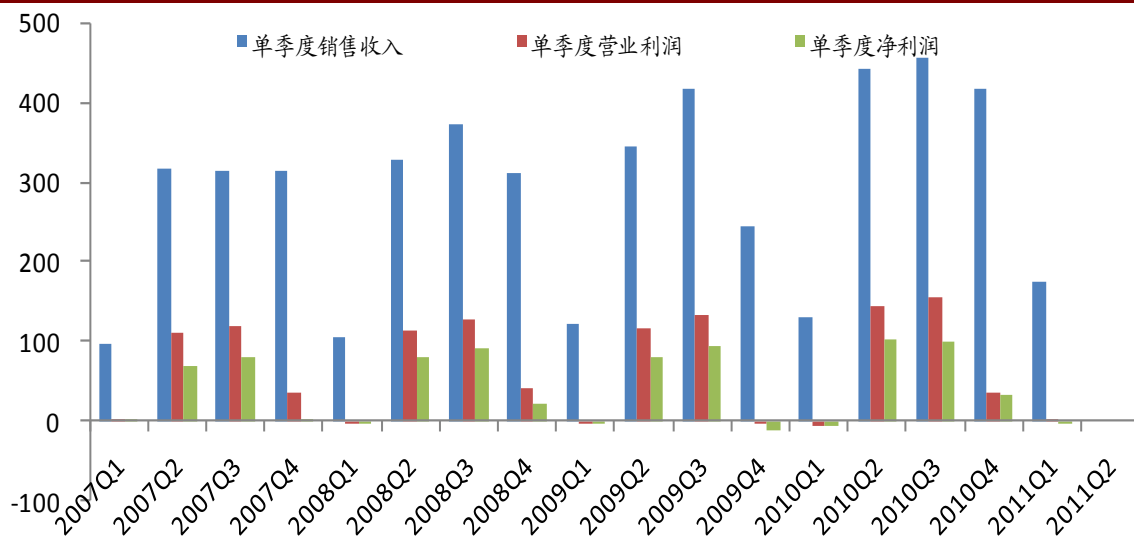
资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：公司盈利能力情况/百万元



资料来源：公司公告，宏源证券

图 3：公司分季度营业收入及利润/百万元



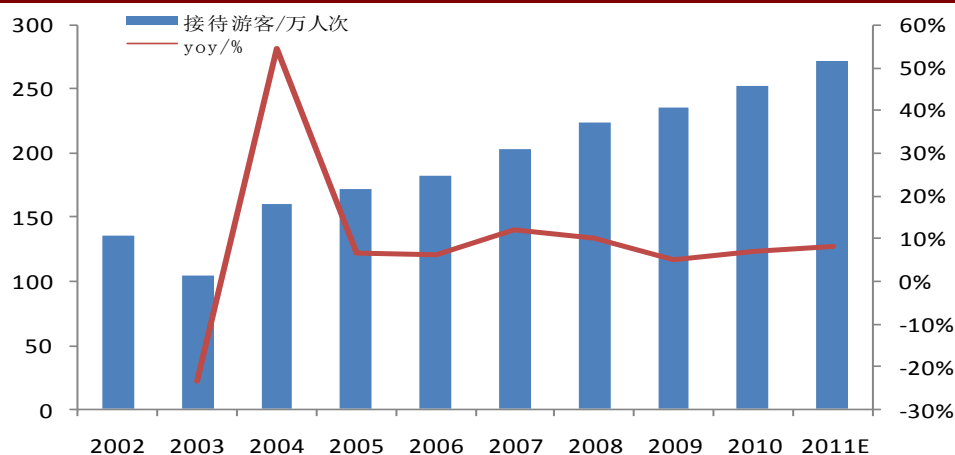
资料来源：公司公告，宏源证券

二、索道游客增速超预期，西海大峡谷扩容景区

报告期内进山游客增速与索道游客增速均好于去年全年约3个百分点。上半年公司累计接待入山游客119.78 万人，同比增长10.55%；索道业务累计运送游客201.7 万人次，同比增长16.8%。在存量资产的基础上，西海大峡谷地轨缆车与西海饭店改造工程也正在积极推进中，建设完成后景区接待容量有望扩大一倍。

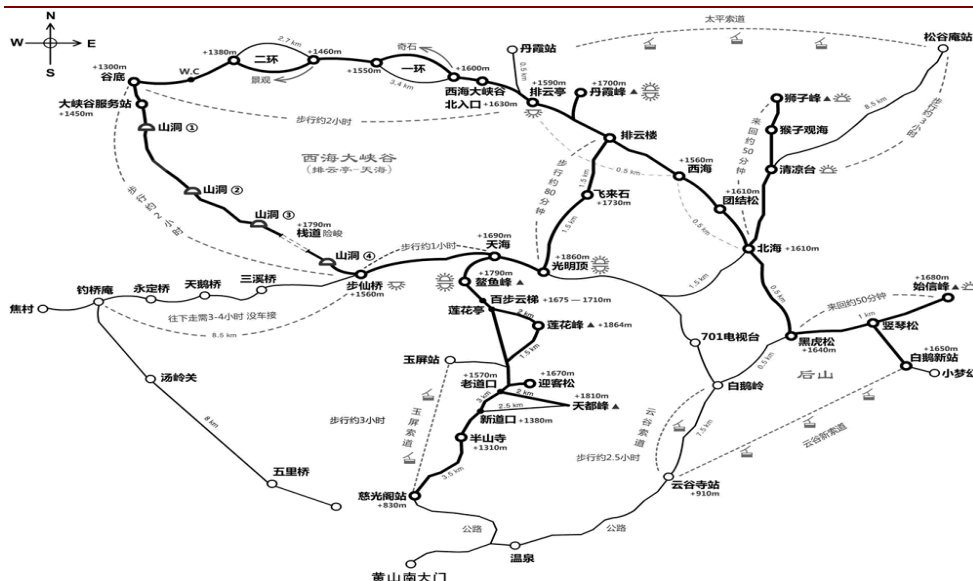
从景区目前的容量来看，节假日及黄金周的游客量已相对饱和，而西海大峡谷的开发相当于再造一个黄山，将打破景区接待能力有限的瓶颈。西海地轨缆车已开始采购相关设备，计划统一定价80元/人次。同时西大门周边有望规划为休闲度假区域，这样就可以将观光游客与休闲游客分类接待，届时增加游客的驻留时间，提高人均消费。

图 4：2002-2011 年黄山景区旅游人次



资料来源：公司公告，宏源证券

图 5：黄山景区线路导览图



资料来源：黄山旅游网站，宏源证券

黄山旅游玉屏房地产开发有限公司开发房型分别有高层、多层、联排别墅及双拼别墅，目前现价高层毛坯房5400元/m²、精装6500元/m²，联排9300元。多层与联排均已开盘，入住时间分别为10年12月31日、11年6月30日。

报告期内，公司存货期末余额同比增加 35.81%，增加主要系黄山旅游玉屏房地产开发有限公司商品房开发成本增加；预收账款增加 66.24%，主要系本公司的子公司黄山旅游玉屏房地产开发有限公司开发的商品房本年预售所收取的预售款增加所致。2010 年地产业务首次实现 9581.98 万元。

图 6：玉屏府万山阁高层



资料来源：黄山房产家居网，宏源证券

图 7：玉屏府多层



资料来源：黄山房产家居网，宏源证券

三、投资建议

公司的存量资产索道业务增长势头良好，西海景区也有望明年投入运营，届时扩充景区容量约一倍，玉屏府房产公司也正步入结算期。同时，公司成本及费用率控制良好，业绩增长好于预期。预计 11-13 年 EPS0.62 元、0.79 元、0.85 元，对应 PE28 倍、22 倍、20 倍，维持增持评级。

利润表	2008	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	112,792	144,499	179,370	207,540	226,811	成长性				
减: 营业成本	64,623	85,715	100,447	116,223	127,014	营业收入增长率	28.1%	24.1%	15.7%	9.3%
营业税费	4,439	5,910	6,816	7,887	8,619	营业利润增长率	35.7%	33.5%	25.9%	7.7%
销售费用	1,004	1,193	1,076	1,245	1,361	净利润增长率	44.5%	26.8%	27.4%	7.9%
管理费用	15,956	18,952	23,318	26,980	29,485	EBITDA增长率	29.4%	8.9%	24.6%	7.6%
财务费用	744	1,449	748	434	377	EBIT增长率	37.4%	30.1%	24.8%	7.6%
资产减值损失	2,021	500	3,273	-264	662	NOPLAT增长率	45.4%	22.0%	25.5%	7.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.3%	17.8%	15.7%	7.2%
投资和汇兑收益	170	2,012	100	100	100	净资产增长率	18.3%	22.5%	17.5%	16.0%
营业利润	24,174	32,792	43,792	55,136	59,393	利润率				
加: 营业外净收支	74	-1,122	-1,210	-1,181	-1,162	毛利率	40.7%	44.0%	44.0%	44.0%
利润总额	24,248	31,670	42,582	53,954	58,231	营业利润率	22.7%	24.4%	26.6%	26.2%
减: 所得税	7,160	7,192	11,497	14,568	15,722	净利率	16.0%	16.3%	18.0%	17.7%
净利润	15,983.8	23,099.3	29,291.1	37,311.2	40,240.4	EBITDA/营业收入	28.7%	25.2%	27.1%	26.7%
资产负债表	2008	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	23.7%	24.8%	26.8%	26.4%
货币资金	19,140	35,304	35,874	41,508	52,086	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	233	181	160	162
应收账款	14,707	5,249	8,610	9,962	10,887	流动营业资本周转天数	33	42	66	70
应收票据	-	-	18	21	23	流动资产周转天数	220	216	212	218
预付账款	779	5,671	3,587	4,151	4,536	应收账款周转天数	15	15	17	17
存货	41,867	53,813	66,367	72,639	77,116	存货周转天数	119	121	121	119
其他流动资产	234	145	494	775	968	总资产周转天数	530	482	448	456
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	320	296	298	304
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	6,644	6,008	6,339	6,339	6,339	ROE	16.4%	17.0%	18.3%	17.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.3%	12.8%	14.4%	14.1%
固定资产	92,559	94,709	86,091	98,035	105,550	ROIC	21.3%	23.4%	24.9%	23.2%
在建工程	5,219	19,811	17,937	20,754	22,681	费用率				
无形资产	1,839	7,906	8,969	10,377	11,341	销售费用率	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
其他非流动资产	5,056	8,938	8,938	8,938	8,938	管理费用率	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
资产总额	188,043	237,554	243,223	273,499	300,464	财务费用率	1.0%	0.4%	0.2%	0.2%
短期债务	16,783	20,600	11,697	10,519	-	三费/营业收入	14.9%	14.0%	13.8%	13.8%
应付账款	23,330	33,884	37,668	43,583	47,630	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	37.2%	27.0%	23.5%	19.0%
其他流动负债	15,708	22,560	9,994	3,649	2,819	负债权益比	59.2%	37.0%	30.7%	23.5%
长期借款	262	6,162	6,162	6,162	6,162	流动比率	1.29	2.02	2.33	3.04
其他非流动负债	5,114	4,628	4,424	4,424	4,424	速动比率	0.60	0.85	1.02	1.43
负债总额	61,826	88,293	67,584	65,978	58,483	利息保障倍数	23.64	59.58	128.09	158.62
少数股东权益	1,606	1,550	3,344	5,420	7,688	分红指标				
股本	47,135	47,135	55,445	55,445	55,445	DPS(元)	-	0.11	0.13	0.15
留存收益	77,476	100,575	124,008	153,857	186,049	分红比率	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	126,217	149,260	182,797	214,721	249,182	股息收益率	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%
现金流量表	2008	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	17,088	24,479	31,085	39,387	42,508	EPS(元)	0.49	0.62	0.79	0.85
加: 折旧和摊销	8,649	9,477	598	692	756	BVPS(元)	3.17	3.30	3.87	4.49
资产减值准备	2,021	500	3,273	-264	662	PE(X)	39.3	31.0	24.4	22.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.1	5.8	5.0	4.3
财务费用	-266	525	1,145	748	434	P/FCF	48.4	306.9	96.6	65.3
投资收益	-170	-2,012	-100	-100	-100	P/S	6.3	6.0	5.2	4.7
少数股东损益	1,104	1,379	1,794	2,075	2,268	EV/EBITDA	21.6	23.2	18.6	16.9
营运资金的变动	-25,905	-9,652	-25,628	-9,803	-3,574	CAGR(%)	14.6%	14.9%	32.1%	20.2%
经营活动产生现金流量	3,638	25,512	11,769	32,421	42,897	PEG	2.7	2.1	0.8	1.1
投资活动产生现金流量	-16,087	-15,655	6,495	-12,088	-8,424	ROIC/WACC	1.9	2.0	2.2	2.0
融资活动产生现金流量	1,382	7,876	-7,199	-9,073	-18,944	REP	3.6	3.2	2.6	2.6

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。