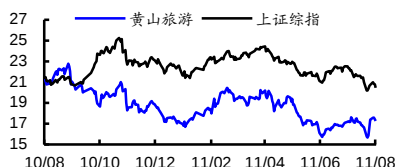


证券研究报告—动态报告
旅游休闲
旅游综合
黄山旅游(600054)
2011 年半年报点评
谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 8 月 19 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	471.4/117.6
总市值 (百万元)	8,135.5/4,722.7
沪深 300/深圳成指	2,559.47/11,414.16
12 个月最高/最低 (元)	22.78/15.67

相关研究报告:
证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809

E-mail: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

独立性声明:

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。

半年报点评

量价齐升 中报业绩超预期

●客流量快速增长驱动中报业绩增长 43 %

今年上半年, 公司累计接待入山游客 119.78 万人, 同比增长 10.55%; 完成营业收入 6.78 亿元, 同比增长 18.49%; 实现归属于母公司的净利润 1.39 亿元, 同比增长 43.42%。EPS 0.29 元。6 月份受连续强降雨影响客流下滑 10.35 %, 统计数据显示 7 月客流恢复快速增长超过 20 %, 保守预计全年客流增长 10 %。

●各旅游主业均实现较好增长, 成本费用相对刚性

上半年公司门票业务收入同比增长 18.88 %, 人均有效票价从去年同期的 183.5 提升至 197.3 元, 需求旺盛使得门票折扣率减少。索道业务收入同比增长 16.09 %, 乘索率从去年同期的 1.59 提升至 1.68, 毛利率提升 3.93 个百分点。RevPAR 提升带来酒店业务收入同比增长 23.72 %, 毛利率提升 10.78 个百分点。公司综合毛利率同比提升 4.68 个百分点。地产业务使得销售费用同比 70.76 %, 但销售费用率仅 0.45 %。管理费用同比仅增长 1.56 % 使得期间费用率同比下滑 1.70 个百分点。华安证券本期分红收益 1000 万元, 同比下降 50 %。西海饭店和西海大峡谷地轨缆车预计今年年底明年年初投入使用。屯溪皇冠假日酒店预计今年 10 月竣工, 仍在找寻合适的合作者接盘。

●地产业务短期业绩贡献少, 公司将加快现有储备土地开发

去年下半年地产业务贡献利润 320 万元。今年上半年地产业务收入 1657 万元, 毛利率 53.37 %。报告期末公司预收账款达 2.29 亿元, 玉屏府首批高层住宅项目已结构封顶。齐云府高层住宅项目也已开工建设。公司将增资玉屏房地产公司 (注册资本从 5000 万元增至 2 亿元), 显示公司将加快现有储备土地开发。

●风险提示

地产业务加大公司业绩波动性, 市区酒店业务面临竞争加剧带来亏损加大风险。

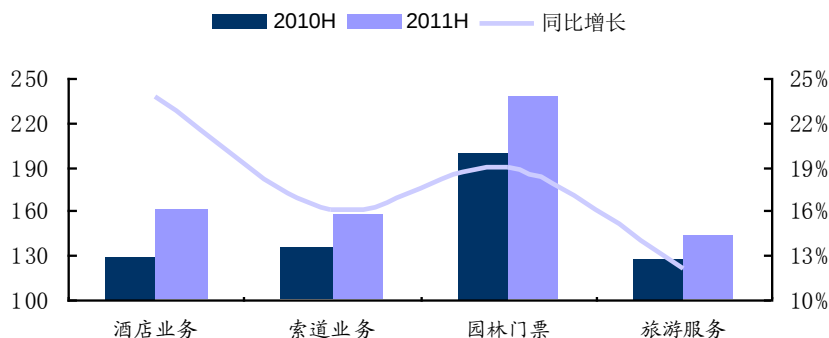
●目前公司估值处于低位, 给予 “谨慎推荐” 评级

提高公司 11-13 年 EPS 预测分别到 0.64/0.79/0.92 元, 其中地产业务贡献 0.03/0.06/0.06 元。目前公司估值处于相对低位, 给予 “谨慎推荐” 评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,127.92	1,444.99	1,677	1,965	2,172
(+/-%)	0.87%	28.11%	16.1%	17.2%	10.5%
净利润(百万元)	159.84	230.99	303	371	435
(+/-%)	-15.22%	44.52%	31.2%	22.3%	17.3%
每股收益 (元)	0.34	0.49	0.64	0.79	0.92
EBIT Margin	22.08%	22.81%	25.7%	26.9%	28.4%
净资产收益率 (ROE)	12.83%	15.64%	17.6%	18.7%	19.4%
市盈率 (PE)	50.90	35.22	26.8	21.9	18.7
EV/EBIT A	24.76	19.80	17.1	14.2	12.4
市净率 (PB)	6.53	5.51	4.73	4.11	3.63

图 1: 2011 年上半年黄山旅游各主营业务收入同比增长情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 1: 2011 年上半年黄山旅游主要财务指标对比

科目	2011H	2010H	同比增减
酒店业务毛利率	28.94%	18.17%	10.78%
索道业务毛利率	79.44%	75.51%	3.93%
园林门票业务毛利率	40.98%	40.52%	0.46%
旅游服务业务毛利率	6.26%	7.37%	-1.11%
综合毛利率	42.02%	37.34%	4.68%
销售费用率	0.45%	0.31%	0.14%
管理费用率	10.78%	12.57%	-1.80%
财务费用率	0.19%	0.24%	-0.04%
期间费用率	11.42%	13.13%	-1.70%
ROE	8.97%	7.48%	1.50%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 3: 黄山旅游地产项目一览

项目	位置	土地面积	容积率	拿地成本	土地用途
玉屏府项目	黄口旅游度假开发区	124000M2			36919 平方米拟建五星级豪华酒店及会所, 87730 平方米地块拟建高档商住及商业楼
0922	中心城区齐云大道南侧, 西南濒临横江, 紧邻黄山市长途汽车站	89557.17M2	1.5	121 万元/亩	商业为 20150 平方米, 住宅为 114186 平方米
0929	中心城区齐云大道西南侧、东关路东南侧	25876.32M2	2.7 以下 (含 2.7)	140 万元/亩	商服、居住 (居住为酒店式公寓)
0930	中心城区沿横江新二路东侧、东关路南侧、新五路西北侧	124105.79M2	2.0 以下 (含 2.0)	145 万元/亩	商服、居住
0931	中心城区齐云大道西南侧、新四路西北侧、新五路东南侧	29903.12M2	2.7 以下 (含 2.7)	150 万元/亩	商服、居住 (居住为酒店式公寓)

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	353	705	883	1174	营业收入	1445	1677	1965	2172
应收款项	52	64	75	83	营业成本	857	933	1090	1195
存货净额	538	575	672	738	营业税金及附加	59	67	79	87
其他流动资产	58	34	39	43	销售费用	12	17	20	22
流动资产合计	1002	1379	1670	2039	管理费用	190	230	249	251
固定资产	1145	1237	1312	1277	财务费用	14	12	13	11
无形资产及其他	79	78	78	77	投资收益	20	10	10	10
投资性房地产	89	89	89	89	资产减值及公允价值变动	(5)	0	0	0
长期股权投资	60	60	60	60	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2376	2844	3209	3542	营业利润	328	429	525	615
短期借款及交易性金融负债	206	400	400	400	营业外净收支	(11)	0	0	0
应付款项	77	73	86	94	利润总额	317	429	525	615
其他流动负债	492	512	590	638	所得税费用	72	107	131	154
流动负债合计	775	986	1076	1132	少数股东损益	14	19	23	27
长期借款及应付债券	62	62	62	62	归属于母公司净利润	231	303	371	435
其他长期负债	46	46	46	46					
长期负债合计	108	108	108	108	现金流量表（百万元）				
负债合计	883	1094	1184	1240		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	16	30	46	63	净利润	231	303	371	435
股东权益	1477	1720	1979	2240	资产减值准备	(15)	1	0	(0)
负债和股东权益总计	2376	2844	3209	3542	折旧摊销	75	108	126	137
					公允价值变动损失	5	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	14	12	13	11
	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	44	(6)	(23)	(22)
每股收益	0.49	0.64	0.79	0.92	其它	27	14	16	16
每股红利	0.06	0.13	0.24	0.37	经营活动现金流	367	420	490	566
每股净资产	3.13	3.65	4.20	4.75	资本开支	(219)	(201)	(201)	(101)
ROIC	17%	19%	22%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	16%	18%	19%	19%	投资活动现金流	(213)	(201)	(201)	(101)
毛利率	41%	44%	45%	45%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	26%	27%	28%	负债净变化	59	0	0	0
EBITDA Margin	28%	32%	33%	35%	支付股利、利息	(27)	(61)	(111)	(174)
收入增长	28%	16%	17%	11%	其它融资现金流	(57)	194	0	0
净利润增长率	45%	31%	22%	17%	融资活动现金流	8	133	(111)	(174)
资产负债率	38%	40%	38%	37%	现金净变动	162	352	178	291
息率	0.3%	0.7%	1.4%	2.1%	货币资金的期初余额	191	353	705	883
P/E	35.2	26.8	21.9	18.7	货币资金的期末余额	353	705	883	1174
P/B	5.5	4.7	4.1	3.6	企业自由现金流	152	224	298	477
EV/EBITDA	22.4	17.1	14.2	12.4	权益自由现金流	154	409	288	468

资料来源：wind, 国信证券经济研究所预测

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

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勍	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwyng@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn