

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

客流量增长 推动景气度提升

——黄山旅游（600054）半年报点评

研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期: 2011年8月19日

报告关键要素:

上半年公司客流量较快增长,推动营业收入稳定增长,并带动公司毛利率水平大幅回升。西海缆车、西海饭店及屯溪皇冠假日酒店均有望在2012年年初投入运营,预计公司2011年每股收益分别为0.66元,按8月18日收盘价17.26元计算,动态市盈率为26倍,给予“增持”的投资评级。

事件:

- **公司公布中报。**报告期内,公司实现营业收入6.78亿元,同比增长18.49%,实现利润总额1.91亿元,同比增长40.52%,实现归属于上市公司股东的净利润1.39亿元,同比增长43.42%,每股收益0.29元。

点评:

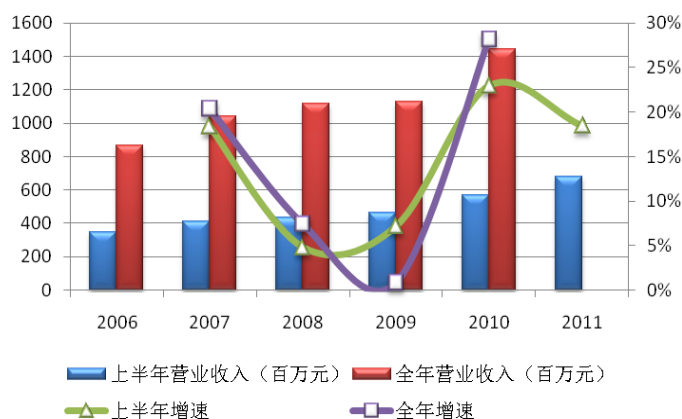
- **客流量增长推动主业稳定增长。**报告期内,公司实现营业收入6.78亿元,同比增长18.49%,其中,二季度,公司实现营业收入5.02亿元,较上年同期增长13.84%,增速较一季度有所放缓,主要是受制于雨季偏长。上半年,公司酒店业务实现营业收入1.60亿元,较上年同期增长23.72%,索道业务实现营业收入1.57亿元,较上年同期增长16.09%,园林开发业务实现营业收入2.36亿元,较上年同期增长18.88%,旅游服务业务实现营业收入1.44亿元,较上年同期增长12.12%。上半年,累计接待入山游客119.78万人次,较上年同期增长10.55%,索道业务客流量201.7万人次,较上年同期增长16.8%,高于入山游客增速,受益于入山客流量加速增长,乘索率也有所提高,预计该趋势有望持续。
- **毛利率大幅回升。**报告期内,公司营业收入增速较快,营业成本稳定增长,使得毛利率大幅回升,公司毛利率42.02%,较去年同期提高4.68个百分点,其中,酒店业务毛利率28.94%,较去年同期大幅提升了10.78个百分点,主要是由于酒店入住率快速提升,索道业务毛利率79.44%,较去年同期提高了3.93个百分点,园林开发业务毛利率40.98%,较去年同期小幅增加0.46个百分点,旅游服务业务毛利率6.26%,较去年同期减少1.11个百分点。由于酒店和索道业务在公司整体营收中占比约45%,此两项业务毛利率的提升对公司整体毛利率提高贡献很大,预计全年毛利率将维持在40%以上。
- **销售费用上涨较快。**2011年上半年,公司销售费用305.14万元,较去年同期增长70.76%,增速远超过公司营业收入,主要是由于玉屏房地产的广告宣传费和样板房设计装修费用增加。
- **管理费用稳步增长。**2011年上半年,公司管理费用7302.59万元,较去年同期增长1.56%,基本与上年同期持平。
- **财务费用大幅下降。**2011年上半年,公司财务费用为131.82万元,较去年同期下降了3.66%,主要是利息收入大增所致。
- **2012年西海缆车及两酒店预计将投入运营。**西海大峡谷地轨缆车项目已经开始土建施工,西海饭店



改造也如期推进，预计西海缆车、西海饭店及屯溪皇冠假日酒店均有望在2012年年初投入运营，但由于皇冠假日酒店为山下酒店，培育期或略长于西海饭店。

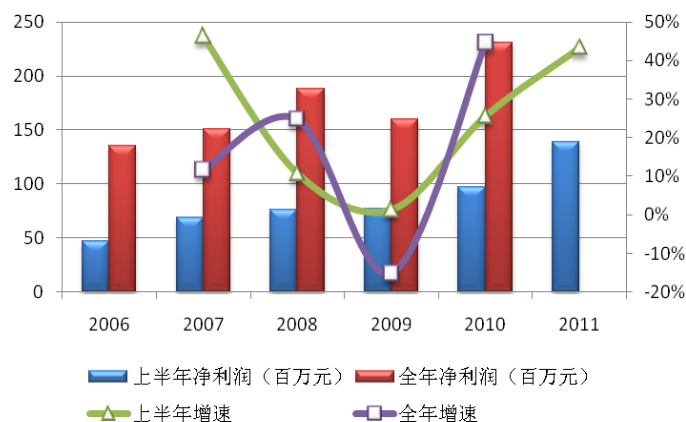
- **预计房地产项目今年尚不结算。**截至2011年上半年，房地产业务预收账款2.29亿元，上半年房地产业务并未结算，目前，玉屏府项目高层住宅已结构封顶，齐云府多层住宅已开工建设，预计房地产项目今年尚不能贡献盈利。
- **给予公司“增持”的投资评级。**预计公司2011年每股收益分别为0.66元，按8月18日收盘价17.26元计算，市盈率为26倍，给予“增持”的投资评级。
- **风险提示：**自然灾害，房地产项目结算期不确定。

图1: 公司营业收入



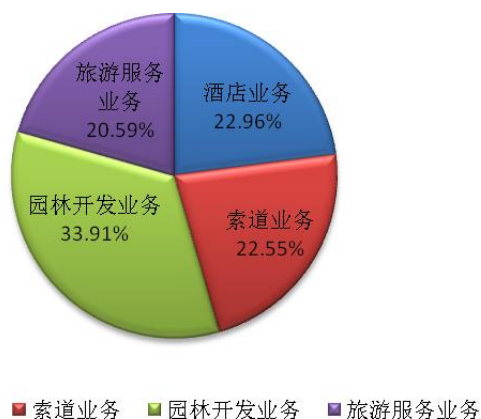
数据来源: 公司公告 中原证券研究所

图2: 公司净利润



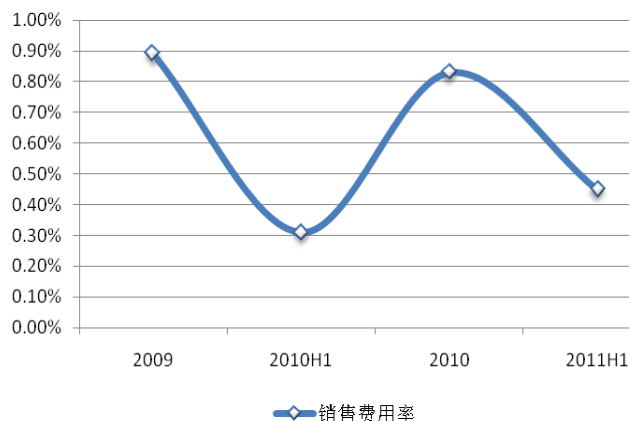
数据来源: 公司公告 中原证券研究所

图3: 公司主营业务构成 (2011年上半年)



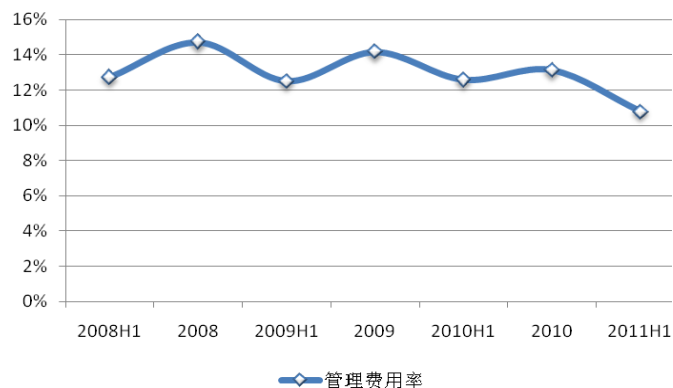
数据来源: 公司公告 中原证券研究所

图4: 公司销售费用率



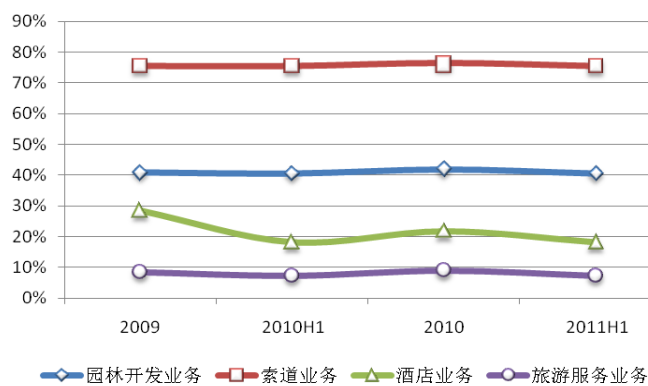
数据来源: 公司公告 中原证券研究所

图5: 公司管理费用率



数据来源: 公司公告 中原证券研究所

图6: 分业务毛利率水平



数据来源: 公司公告 中原证券研究所

盈利预测

	2009A	2010A	2011E
营业收入 (百万元)	1127.92	1444.99	1618.38
增长比率 (%)	0.87	28.11	12.00
净利润 (百万元)	159.84	230.99	312.97
增长比率 (%)	-15.22	44.52	35.49
每股收益 (元)	0.34	0.49	0.66

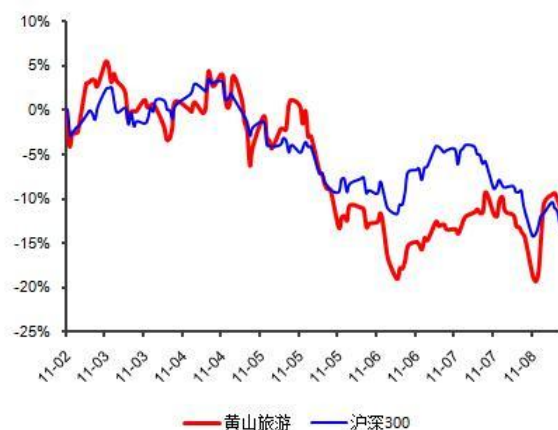
市场数据 (2011年08月18日)

收盘价 (元)	17.26
一年内最高/最低 (元)	22.86/15.02
沪深300 指数	2834.25
市净率 (倍)	5.03
流通市值 (亿元)	47.23

基础数据 (2011年06月30日)

每股净资产 (元)	3.43
每股经营现金流 (元)	0.01
毛利率 (%)	42.02
净资产收益率 (%)	8.97
资产负债率 (%)	40.99
总股本/流通股 (万股)	47135/27362
B股/H股 (万股)	15600

个股走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。