

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

西海景区建设打开景区成长空间

——黄山旅游（600054）调研简报

研究报告-调研简报

增持（维持）

发布日期: 2011年10月26日

报告关键要素:

公司未来看点主要来自西海大峡谷地轨缆车及西海饭店带来的西海景区深度开发,对黄山景区接待能力的提高有重要作用。此外,“玉屏府”项目也将逐渐进入集中结算期。预计公司2011、2012年每股收益分别为0.66元、0.75元,按10月25日收盘价16.33元计算,市盈率分别为25倍和22倍,维持“增持”的投资评级。

事件:

- 前期我们对公司进行了实地调研,就公司目前经营情况和未来发展前景进行了探讨。

点评:

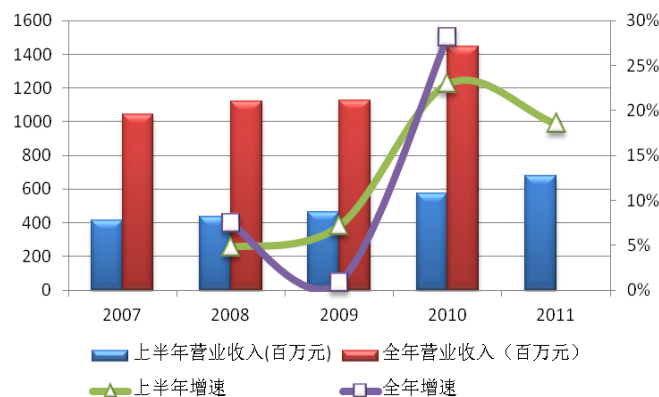
- **索道和门票业务支撑公司利润。**公司业务主要包括景区门票、索道、酒店、旅行社以及房地产业务。其中,索道业务及景区门票是公司两大主要利润来源,两项业务收入与利润合计占比分别达到53%和78%。2010年,公司累计接待游客251.83万人次,较上年同期增加6.88%,2011年上半年,公司累计接待游客119.78万人次,较上年同期增加10.55%。
- **西海大峡谷地轨缆车项目将打开西海景区发展空间。**目前,黄山一日游路线基本不包含西海景区,部分两日游线路包括西海大峡谷游览,但由于需要在山上住宿,花费相对偏高,同时,西海大峡谷徒步游览所需时间约在5-6小时,对体力消耗较大。因此,目前西海景区游客较少。公司在建的西海大峡谷地轨缆车项目预计可在2012年上半年投入使用,缆车票价预计与公司现有索道价格一致,估计在80元/人左右。我们认为西海大峡谷地轨缆车的开通,将显著改善西海景区目前的交通状况,对游客的游览体验及舒适度有较大改善,有助于提高西海景区的客流量并打开西海景区未来深度开发的空间。另外,地轨缆车将有效联通景区和外部的交通,有助于分散景区客流量,缓解景区现有的尤其是旅游旺季的接待压力,对黄山景区接待能力提高也有助推作用。
- **西海景区的深度开发,对于太平索道客流量提升亦有重要作用。**目前,太平索道客流量在公司索道客流量中占比在10%左右,绝大多数游客的游览路线选择从云谷索道或玉屏索道上下山。从黄山景区目前的游客占比情况来看,散客和团队客基本各占一半,其中,三分之一以上的游客选择一日游,未来地轨缆车开通后,西海景区游览时间大幅缩短,游客体力消耗大幅减少,预计将有大量游客将西海景区安排到黄山旅游行程中,而太平索道是最邻近西海景区的索道,目前受制于西海景区的客流量,太平索道的客流量较低,未来西海景区深度开发后,对太平索道的客流量提升也有带动效果。
- **景区逐步进入成熟期,预计未来几年客流量稳步增长。**目前,黄山已开发面积约占景区可开发面积1/3,公司针对本地游客和团队游客的票价优惠较少,游客主要来自于江浙沪地区,来自长三角的客流量占到景区客流量的5成左右,2010年景区接待游客量251.83万人次,尚未达到饱和。从目前景区的接待能力来看,若达到每天3万人次,将启动紧急预案,通常仅在节假日出现,如2011年国



庆黄金周期间日接待游客量最高达到3.93万人次。我们认为公司现有景区目前逐步进入成熟期，预计2011年客流量有望达到280万人次，未来几年将呈现稳步增长趋势。

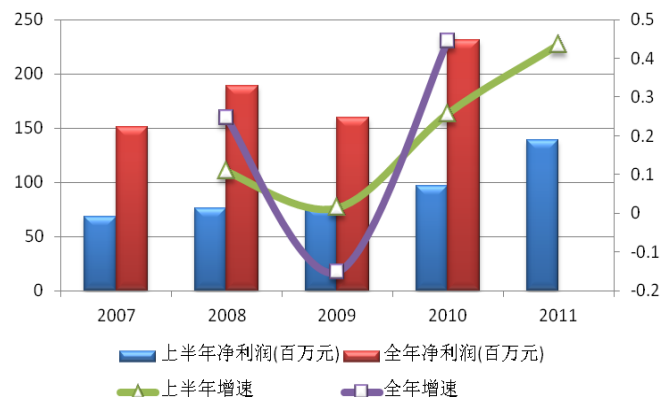
- **西海饭店及屯溪皇冠假日酒店开业在即。**西海饭店位于西海景区内，饭店改造工程目前仍在进行中，预计有望于2012年开业。屯溪皇冠假日酒店位于黄山市区，有望在2011年底开业，客房数505间。由于山上和山下酒店所面临的竞争环境不同，山上酒店均属公司所有，在房价方面不会出现价格战情况，而山下酒店相对较多，竞争激烈，因此，客房价格受到压制。预计西海饭店重新开业之后，对景区内酒店的客房出租率影响较小，而屯溪皇冠假日酒店开业之后客房出租率将低于西海饭店。
- **房地产业务即将进入结算期。**截至2011年6月，公司房地产业务预售款达到2.29亿元，预计全年预售款可达2.5亿元左右，未来两年左右，公司“玉屏府”项目将进入集中结算期。2011年8月，公司对玉屏房地产公司增加注册资本1.5亿元至2亿元，显示公司有意加快房地产业务发展。
- **维持公司“增持”的投资评级。**预计公司2011、2012年每股收益分别为0.66元、0.75元，按10月25日收盘价16.33元计算，市盈率分别为25倍和22倍，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**景区内工程受天气影响，建设进度可能低于预期；高铁建设进程低于预期。

图1: 公司营业收入及增速



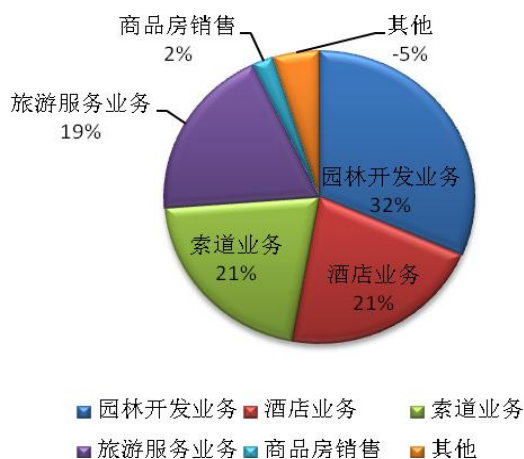
数据来源: 公司公告 中原证券

图2: 公司净利润及增速



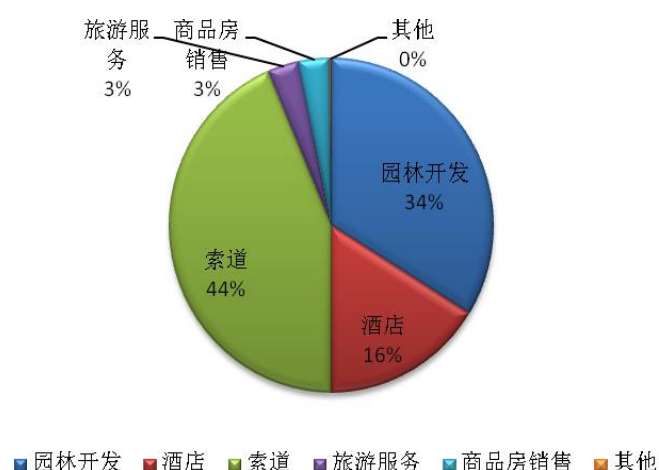
数据来源: 公司公告 中原证券

图3: 公司主营业务收入构成 (2011年上半年)



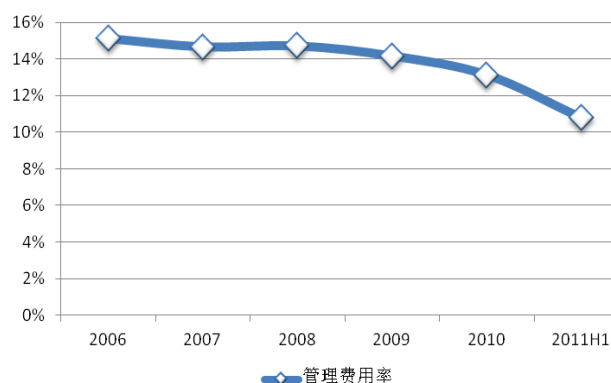
数据来源: 公司公告 中原证券

图4: 公司主营业务利润构成 (2011年上半年)



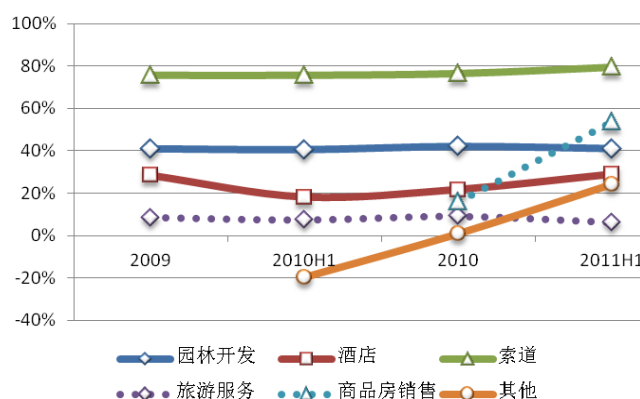
数据来源: 公司公告 中原证券

图5: 公司管理费用率



数据来源: 公司公告 中原证券

图6: 分业务毛利率水平



数据来源: 公司公告 中原证券

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	1127.92	1444.89	1618.38	1861.14
增长比率 (%)	0.87	28.11	12.00	15.00
净利润 (百万元)	159.84	230.99	312.97	355.27
增长比率 (%)	-15.22	44.52	35.49	13.52
每股收益 (元)	0.34	0.49	0.66	0.75

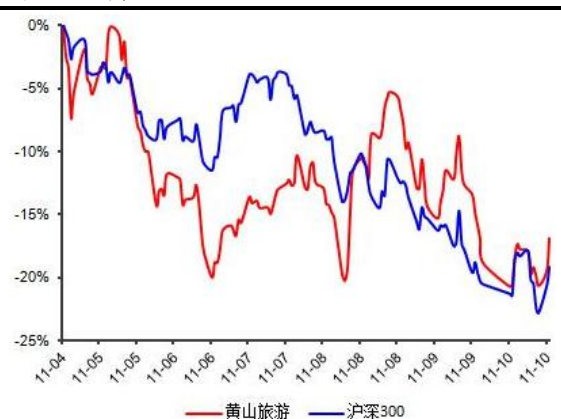
市场数据 (2011年10月25日)

收盘价 (元)	16.33
一年内最高/最低 (元)	21.68/15.02
沪深300指数	2625.43
市净率 (倍)	4.76
流通市值 (亿元)	19.21

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)	15600/0

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。