

黄山旅游(600054)深度调研报告

收天下奇观, 创稳定业绩增长

可选消费/景点与休闲设施

推荐

首次评级

发布时间: 2012 年 3 月 6 日

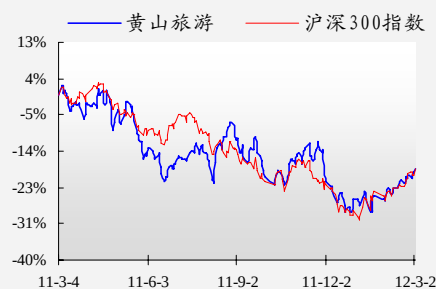
投资要点:

- 公司是一家以景区旅游为核心的综合性旅游企业。公司主要业务包括景区门票、索道、酒店和旅行社及旅游地产等。景区门票以及索道是公司营收以及利润的主要来源。公司凭借垄断性的景区资源优势、清晰的战略规划, 优秀的内部管理, 以及高质量的服务, 连续多年入选中国服务企业 500 强, “黄山旅游”也成为旅游行业的知名品牌。
- 公司经营业绩平稳增长: 营业总收入从 2006 年的 8.65 亿元上升到 2010 年的 14.45 亿元; 归属于母公司的净利润从 2006 年的 1.35 亿元上升到 2010 年的 2.31 亿元。凭借垄断性的景区资源优势, 公司有着良好的、稳定的盈利能力, 公司资产负债状况处于健康范围, 公司有良好的现金流和偿付能力。公司整体财务状况良好。
- 投资逻辑分析: 垄断性景区资源为公司的核心竞争力之一, 给公司带来稳定的营业收入和较高的利润率。良好的外围环境: 交通状况改善, 政策支持力度加大, 当地政府助力。西海大峡谷、“玉屏府”地产项目等形成公司新的利润增长点。公司内外兼修, 加大营销力度, 强化内部管理, 控制成本。
- 盈利预测: 公司掌握自然资源垄断优势, 景区接待游客量逐年上升, 现有业务业绩平稳增长, 新业务将给公司带来新的利润增长点。公司现估值水平合理, 具备成长空间。我们预计公司 2011-2013 的 EPS 分别为 0.63 元、0.75 元和 0.87 元, 公司目前动态 PE 为 26 倍、22 倍和 19 倍, 给予“推荐”评级。
- 风险提示: 西海大峡谷工程进度不如预期、房地产项目结算低于预期、自然和社会因素等影响客流量。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	1444.99	28.11	230.90	44.52	0.49	--	33.1	--
2011E	1733.98	20.00	296.02	28.15	0.63	--	25.8	--
2012E	2028.76	17.00	351.24	18.65	0.75	--	21.7	--
2013E	2373.65	17.00	409.35	16.54	0.87	--	18.7	--

走势图



市场数据

2012-3-5

收盘价:	16.24 元
52 周最高价:	21.00 元
52 周最低价:	13.98 元
平均持仓成本:	16.05 元

基本数据

2011Q3

总股本 (万股):	47,135
流通 A 股 (万股):	31,535
每股收益 (元):	0.55
每股净资产 (元):	3.68
每股经营现金流 (元):	0.27
市净率:	4.41

分析师: 周思立; 研究助理: 梁莉
执业证书编号: S0550511010003

TEL: (8621)2036 1135

FAX: (8621)2036 1159

Email: liangli@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

内容目录

一、	黄山旅游：享垄断资源，创知名品牌	4
二、	公司主营业务情况及财务分析	5
2.1	业务结构分析：垄断性景区资源带动下的全面发展	5
2.2	财务状况分析：健康平稳增长	7
三、	投资逻辑分析	8
3.1	收天下奇观，创稳定收益	8
3.1.1	景区门票量价齐升推动营收稳定增长	9
3.1.2	索道业务：金牛特性凸显	10
3.2	外围环境改善，推动业务增长	11
3.2.1	外围交通环境的改善	11
3.2.2	政策支持力度日趋加大	12
3.2.3	当地政府助力，推动旅游市场增长	12
3.3	积极开拓新业务，创造新的利润增长点	13
3.3.1	西海大峡谷项目将打开景区成长空间	13
3.3.2	纵向延伸，拓展酒店业务	13
3.3.3	“玉屏府”地产项目	14
3.4	对外优化营销，对内加强管理	15
3.4.1	持续优化营销工作	15
3.4.2	强化内部管理，控制成本	16
四、	公司估值及盈利预测	16

图表目录

图表 1 黄山旅游股权结构	4
图表 2 截止 2011 年二季度公司前十大股东持股情况	5
图表 3 公司主营业务收入情况（万元）（2006-2011/06）	6
图表 4 公司主营业务毛利率情况（2006-2011/06）	6
图表 5 2010 年公司主营业务收入占比	6
图表 6 2010 年公司主营业务毛利占比	6
图表 7 2011 年上半年各主营业务收入、营业成本、毛利率一览	6
图表 8 公司营业总收入与同比增长率（2006-2011/09）	7
图表 9 公司归属母公司股东的净利润与同比增长率（2006-2011/09）	7
图表 10 公司销售毛利率与销售净利率（2006-2011/09）	8
图表 11 公司成本费用率（2006-2011/09）	8
图表 12 重要景区类上市公司游客接待量（1998-2010）	9
图表 13 公司接待游客量与同比增长率（2002-2011/06）	9
图表 14 景区门票业务营业收入与毛利率（2006-2011/06）	9
图表 15 景区门票业务盈利预测	10
图表 16 索道业务营业收入与毛利率（2006-2011/06）	10
图表 17 索道业务盈利预测	11
图表 18 西海大峡谷	13
图表 19 酒店业务营业收入与毛利率（2006-2011/06）	14
图表 20 酒店业务盈利预测	14
图表 21 “玉屏府”	15
图表 22 公司利润预测表	17

一、黄山旅游：享垄断资源，创知名品牌

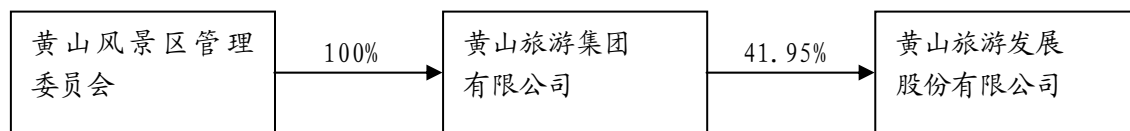
黄山旅游发展股份有限公司是由黄山旅游集团有限公司以其所属单位的净资产以独家发起的方式于1996年11月18日在中国安徽省黄山市成立的股份公司,设立时国有法人股11300万股。1996年10月30日公司经批准,于1996年11月18日发行境内上市外资股(B股)8000万股,1997年4月17日经批准,发行境内上市人民币普通股(A股)4000万股,1999年10月15日经公司股东大会决议,公司以资本公积按每10股转增3股的比例转增股本6990万股(基数为23300万股),2006年10月13日经公司股东大会决议,公司以资本公积按每10股转增5股的比例转增股本15145万股(基数为30290万股),2007年7月13日中国证监会《关于核准黄山旅游发展股份有限公司非公开发行股票的通知》核准本公司非公开发行1700万股,经上述发行及两次转增后本公司的股本为47135万股,其中流通股为11800万股。

公司是一家以景区旅游为核心的综合性旅游企业。公司以景区资源为基础,纵向资源整合,业务范围从景区经营,向上延伸到旅行社经营,向下延伸至餐饮、住宿、甚至房产。另外,公司也开发度假休闲游产品,即包括西海大峡谷在内的休闲、娱乐项目。公司主要业务包括景区门票、索道、酒店和旅行社等。园林和索道业务作为公司两大主营业务,2010年这两大主营业务营收占总营收的53.55%,酒店业务营收占总营收的20.37%,旅行社业务营收占总营收的18.46%。

公司享有垄断性的旅游资源,黄山风景区是目前中国唯一、世界仅有同时拥有世界文化与自然遗产和世界地质公园三项桂冠的景区,是中国最负盛名的景区之一。作为一家拥有双重文化遗产性质的国家AAAA级景区,其具有不可替代的自然禀赋,资源优势非常突出。

公司凭借清晰的战略规划,优秀的内部管理,以及高质量的服务,连续多年入选中国企业500强,“黄山旅游”也成为旅游行业的知名品牌。2010年公司被国家旅游局确定为“全国旅游标准化试点单位”和“全国旅游人才开发示范试点旅游企业”。公司景区游道建设和卫生保洁两项标准纳入国家行业标准工作计划。公司直属的黄山市中国旅行社跻身“全国百强”旅行社。“黄山旅游”也被认定为中国驰名商标,成为安徽省旅游界首件中国驰名商标,企业无形资产进一步增值。

图表 1 黄山旅游股权结构



资料来源：公司公告，东北证券

图表 2 截止 2011 年二季度公司前十大股东持股情况

股东名称	持股数量(股)	持股比例 (%)	股本性质
黄山旅游集团有限公司	197,730,500	41.95	A 股流通股
GAOLING FUND, L. P.	14,414,039	3.06	B 股流通股
中国工商银行-汇添富均衡增长股票型证券投资基金	12,466,651	2.64	A 股流通股
GUOTAI JUNAN SECURITIES (HONGKONG) LIMITED	11,910,665	2.53	B 股流通股
中国工商银行-上投摩根内需动力股票型证券投资基金	8,230,298	1.75	A 股流通股
中国民生银行股份有限公司-东方精选混合型开放式证券投资基金	5,483,896	1.16	A 股流通股
HANG SENG CONSUMER SECTOR FLEXIPOWER FUND	5,418,304	1.15	B 股流通股
中国农业银行-中邮核心成长股票型证券投资基金	4,572,920	0.97	A 股流通股
袁赛男	3,374,442	0.72	B 股流通股
中国建设银行-工银瑞信精选平衡混合型证券投资基金	3,330,176	0.71	A 股流通股

资料来源：公司公告，东北证券

二、公司主营业务情况及财务分析

2.1 业务结构分析：垄断性景区资源带动下的全面发展

公司主要围绕黄山风景区开展相应的旅游服务业务，主营业务包括景区门票、客运索道、酒店食宿、旅游服务及旅游地产等部分。景区门票以及客运索道是直接受益于黄山景区资源优势的业务板块，而酒店食宿以及旅游服务是黄山景区资源优势驱动下受益的业务板块。

从各主营业务收入占比情况看，直接受益于黄山景区资源优势的景区门票业务以及客运索道业务是公司的主要营收来源。2010 年景区门票以及客运索道两大主营业务营收占公司总营收的 53.55%，而酒店营收占公司总营收的 20.37%，旅行社营收占公司总营收的 18.46%。往年（2006 年-2010 年）景区门票以及客运索道也是公司主要营收来源。

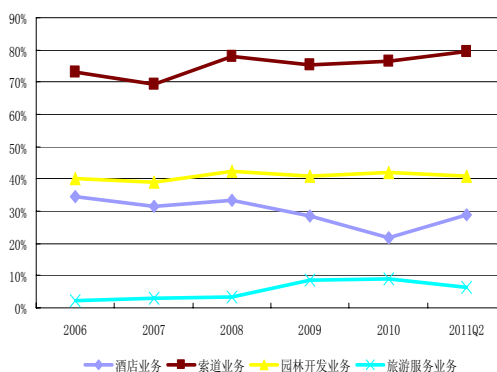
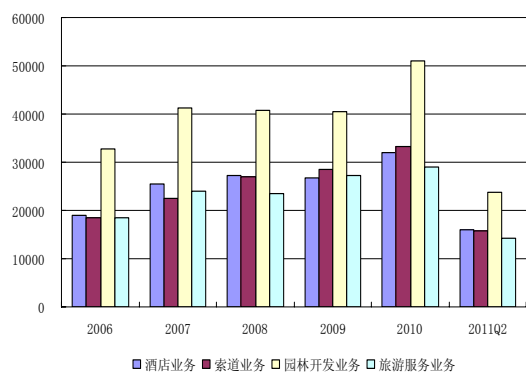
从各主营业务毛利率情况可知，毛利率由高到低分别是客运索道、景区门票、酒店食宿和旅游服务。从历史数据（2006-2010 年）来看：索道营运一直维持在 70%-80%的毛利率，景区门票业务一直稳定维持在 40%左右的毛利率，而旅行社业务一直是公司各类业务中毛利率贡献最低的，维持在 2%-10%之间，酒店业务毛利率贡献居中，维持在 22%-35%之间。公司 2011 年上半年毛利率贡献状况与历史数据相近，上半年整体毛利率为 42.02%，其中，酒店业务毛利率 28.94%，较去年同期大幅提升了 10.78 个百分点，索道业务毛利率 79.44%，较去年同期增加了 3.93 个百分点，景区门票业务毛利率 40.98%，较去年同期小幅增加了 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。由此可见，具有垄断性的景区资源是公司的核心竞争力之一，给公司带来稳定的收益和增长。

鉴于公司的稳定发展受益于垄断性景区资源，公司也战略性的投资开发西海大峡谷，以深度开发景区资源，扩大游客接待量，增加公司收益。

另外，公司积极参与黄山市“现代国际旅游城市”的战略规划，开发旅游地产项目。公

司投资多个酒店项目，如西海饭店改造项目，屯溪皇冠假日酒店项目等，除酒店外，公司也投资“玉屏府”等商业地产项目。

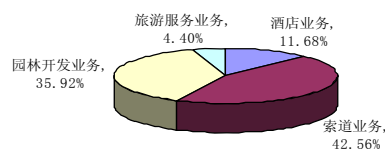
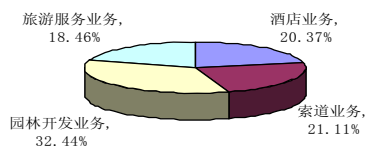
图表 3 公司主营业务收入情况（万元） 图表 4 公司主营业务毛利率情况（2006-2011/06）



资料来源：Wind，东北证券

图表 5 2010 年公司主营业务收入占比

图表 6 2010 年公司主营业务毛利占比



资料来源：公司公告，东北证券

图表 7 2011 年上半年各主营业务收入、营业成本、毛利率一览

	营业收入 (万元)	营业收入 同比增减	营业成本 (万元)	营业成本 同比增减	毛利率	毛利率 同比增减
酒店业务	16005.12	23.72%	11373.16	7.43%	28.94%	增加10.78个百分点
索道业务	15718.63	16.09%	3232.43	-2.52%	79.44%	增加3.93个百分点
园林开发业务	23637.67	18.88%	13950.29	17.96%	40.98%	增加0.46个百分点
旅游服务业务	14355.72	12.12%	13457.34	13.47%	6.26%	减少1.11个百分点

资料来源：公司公告，东北证券

2.2 财务状况分析：健康平稳增长

公司盈利能力分析。公司主营业务收入从 2006 年的 8.65 亿元上升到 2010 年的 14.45 亿元，呈现出逐年同比的正增长。公司净利润从 2006 年的 1.38 亿上升到 2010 年的 2.31 亿元，除 2009 年外，也呈现出逐年同比的正增长。而销售毛利率从 2006 年到 2010 年一直维持在 40% 以上。由此可见公司有着良好的、稳定的盈利能力。

公司良好的、稳定的盈利能力主要受益于所拥有的垄断性景区旅游资源优势。如前分析，在公司主营业务结构中景区门票和索道收入占到公司营收的大部分，而这两部分则是景区旅游资源优势的直接体现。随着国内经济的发展以及旅游行业的发展，黄山景区接待的游客数量逐年增长，另外一方面，景区门票以及索道价格也多次提价，为这两部分主营业务的稳定增长提供了强有力的支撑。

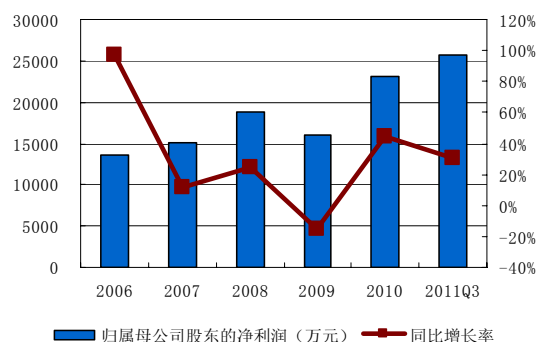
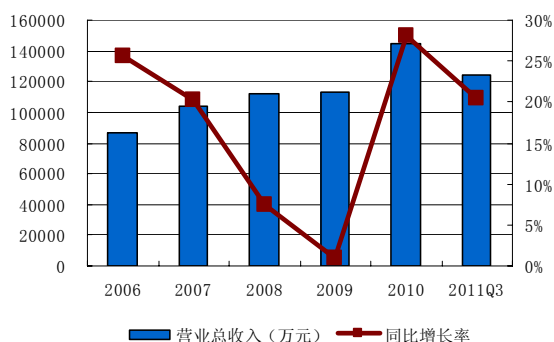
公司 2011 年三季报显示，公司前三季度实现营业总收入 12.38 亿元，同比增长 20.45%；实现归属于母公司股东的净利润 2.58 亿元，同比增长 30.61%。实现每股收益 0.55 元。我们预计公司 2011 年全年的营业总收入将达到 20% 左右的增速；归属于母公司股东的净利润将达到 28% 左右的增速。

公司资产负债状况分析。公司总资产逐年增长，从 2006 年 11.63 亿元上升到 2010 年的 23.75 亿元。而资产负债率则维持在 30% 左右的健康水平，与同类上市公司比较来看这一比例也在合理范围。从流动比率来看，2006 年以来公司流动比率保持在 1.3 左右，略微显低，但是也属于正常范围。从速动比率来看，呈现逐年下降的趋势，从 2006 年的 1.45，到 2008 年的 0.74，2009 年的 0.62，2010 年的 0.60。这一速动比率偏低，主要归结于公司流动负债的快速增长，2006 年流动负债合计 2.66 亿，而 2010 年流动负债则达到 7.75 亿元，究其原因可归结为公司新项目开发带来较高的流动负债，如商业地产项目，酒店项目等。而与同行业相比，公司流动比率以及速动比率尚属于较好的状态。

公司现金流量分析。公司现金净流量呈现出较好的发展态势。2006 年公司现金净流量为 2083.25 万元，2007 年为 4189.37 万元，2008 以及 2009 年现金净流量为负值，到 2010 年现金净流量为 1.21 亿元。体现出公司良好的现金流动性以及较好的偿债能力。

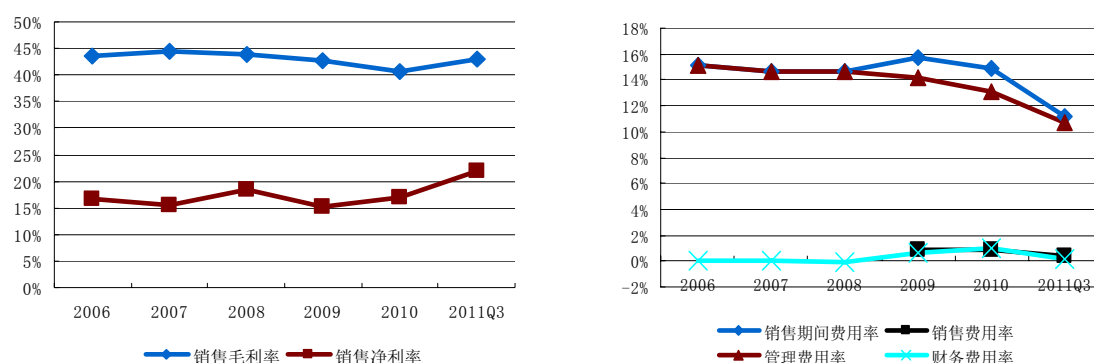
因此，公司具有良好的稳定的盈利能力，健康的财务状况，呈现出健康平稳的增长态势。

图表 8 公司营业总收入与同比增长率 (2006-2011/09) **图表 9 公司归属母公司股东的净利润与同比增长率 (2006-2011/09)**



资料来源：Wind，东北证券

图表 10 公司销售毛利率与销售净利率 图表 11 公司成本费用率 (2006-2011/09)
(2006-2011/09)



资料来源: Wind, 东北证券

三、投资逻辑分析

3.1 收天下奇观，创稳定收益

黄山官网如是介绍黄山：黄山素有天之骄子，国之瑰宝，世界奇观，大自然绝唱之美誉。她是世界文化遗产、世界自然遗产、世界地质公园，是山岳型国家重点风景名胜，是具有世界意义的天然美景。她与长江、长城和黄河同为中华民族的象征，被世人誉为“人间仙境”、“天下第一奇山”。可见黄山在中华名山大川中所享有的殊荣以及其独特的位置。

细说黄山，有着罗列不清的景点奇观。黄山有五绝：奇松、怪石、云海、温泉、冬雪，每一绝给人充满了想象；黄山有五胜：遗存、书画、文学、传说、名人，每一胜都令人叹为观止；黄山有六大景区：温泉景区、玉屏景区、钓桥景区、北海景区、松谷景区、云谷景区，每一景区都令人神往；黄山四季呈现不同的风光：春之妩媚、夏之激情、秋之灿烂、冬之素美，每一风光都令人心醉。

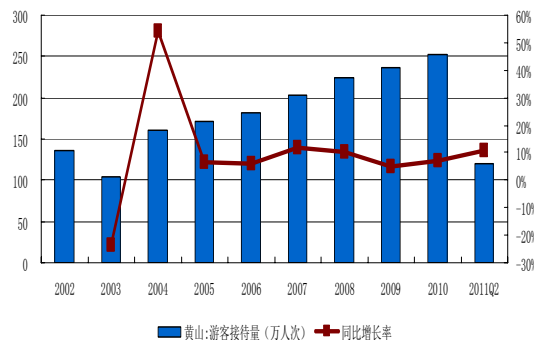
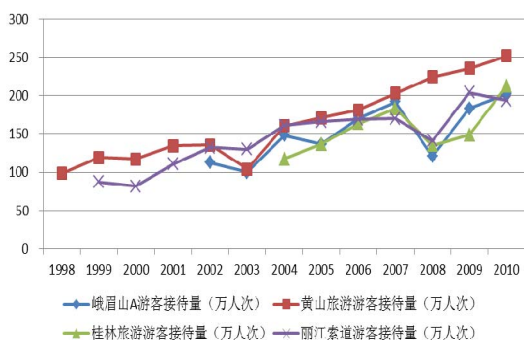
除上述种种自然遗产、文化遗产之外，黄山又是世界联合国教科文组织支持的世界地质公园，这又给黄山覆上了一层神秘的面纱。地质公园以其特殊地质科学意义、稀有的自然属性、较高的美学观赏价值，融合了自然景观和人文景观，形成了一种独特的自然区域。她既为人们提供了具有较高科学品位的观光旅游、度假休闲、保健疗养、文化娱乐的场所，又是人们研究地质遗迹、探索地质变迁的科学基地。

黄山凭借如此种种不可多得的、不可复制的、不可替代的自然资源、文化资源也吸引了众多的国内外游客。旅游参观游客的增长也为公司相关主营业务收入带来稳定的增长，形成了公司的核心竞争力。

3.1.1 景区门票量价齐升推动营收稳定增长

公司接待游客数量从 2002 年的 135.48 万人上升到 2010 年的 251.83 万人。2011 年上半年公司累计接待入山游客 119.78 万人，同比增长 10.55%。相对比其他景区而言，黄山景区接待游客数量从 1998 年至今呈现平滑稳步增长趋势。

图表 12 重要景区类上市公司游客接待量 (1998-2010) **图表 13 公司接待游客量与同比增长率 (2002-2011/06)**

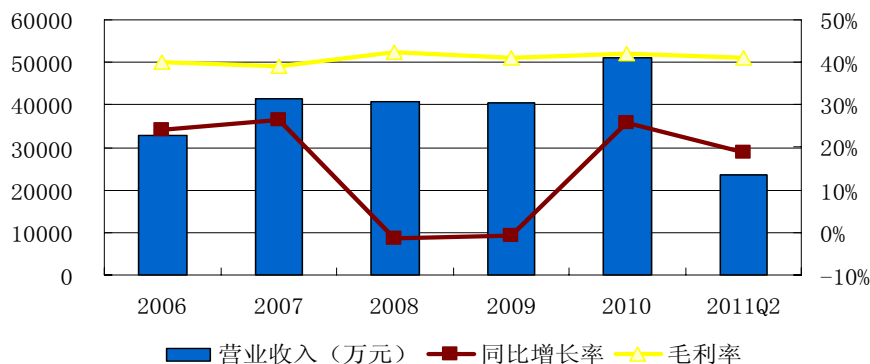


资料来源: Wind, 东北证券

景区门票价格方面，公司分别于 2008 年 4 月份和 2009 年 5 月份上调了索道和门票的票价：2008 年 4 月公司将旗下的 4 条索道（玉屏、太平、云谷和新云谷）实行了价格并轨制，并将旺季单程票价从 65 元/人次上调至 80 元/人次，淡季单程票价从 55 元/人次上调至 65 元/人次；2009 年 5 月公司又将旺季景区门票从 200 元/人次上调至 230 元/人次，淡季景区门票从 120 元/人次上调至 150 元/人次。但是统计数据显示索道和门票的提价对公司接待游客的数量并没有太大的影响，公司入山接待游客量依然逐年上升。

受益于景区接待游客量的逐年上升和景区门票的提价效应，公司景区门票业务的营业收入保持良好的增长态势，对公司营业收入的贡献最大。景区门票业务的毛利率变化幅度不大，基本维持在 40% 左右的水平，仅次于索道业务的毛利率。2011 年景区接待游客数量 274 万，增速达到 8.80%。我们预计 2012 年接待游客数量达到 10% 的增长速度，景区门票收入将继续保持稳定的增长。

图表 14 景区门票业务营业收入与毛利率 (2006-2011/06)



资料来源: Wind, 东北证券

图表 15 景区门票业务盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
入山人数 (万人次)	181.20	203.00	224.00	235.62	251.83	274.00	301.40
同比增幅 (%)	5.99%	12.03%	10.34%	5.19%	6.88%	8.80%	10.00%
有效票价 (元/人次)	180.33	203.34	181.69	171.68	202.21	202.41	202.82
同比增幅 (%)	17.11%	12.76%	-10.65%	-5.51%	17.78%	0.10%	0.20%
门票收入 (万元)	32675.99	41278.26	40698.56	40450.84	50922.18	55460.55	61128.62
同比增幅 (%)	24.13%	26.33%	-1.40%	-0.61%	25.89%	8.91%	10.22%
毛利率 (%)	40.12%	39.02%	42.37%	40.92%	41.95%	42.00%	42.00%

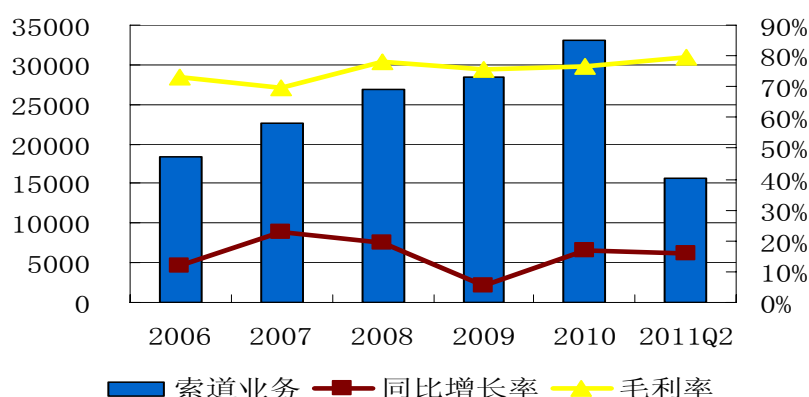
资料来源：公司公告，东北证券

3.1.2 索道业务：金牛特性凸显

按照波士顿矩阵中对产品生命周期的分类，金牛类产品属于进入成熟期的产品，其具备销售量大，产品利润率高，负债比率低，无需大量投资，可以为企业带来大量现金收入。从索道业务的高盈利能力、低维护、运行成本的角度来看，其具备金牛产品的特性。该业务带来的营收支撑公司开发其他新的产品。

同样受益于景区接待游客量的逐年上升和索道的提价效应，公司索道业务的营业收入逐年增长。索道业务因其成本较固定，维护费用较低，因此其故毛利率水平最高，平均维持在70%-80%之间，而其净利润率则在40%以上。我们预计公司2011年和2012年索道接待游客数量分别有9.60%和11%的增长速度，索道业务收入亦将继续保持稳定的增长。

图表 16 索道业务营业收入与毛利率 (2006-2011/06)



资料来源：Wind，东北证券

图表 17 索道业务盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
索道接待人数（万人次）	292.56	367.00	356.87	369.00	420.00	460.32	510.96
同比增幅（%）	10.40%	25.44%	-2.76%	3.40%	13.82%	9.60%	11.00%
有效票价（元/人次）	62.85	61.45	75.53	76.93	78.92	79.00	79.00
同比增幅（%）	1.27%	-2.22%	22.91%	1.86%	2.58%	0.10%	0.00%
索道收入（万元）	18386.87	22552.17	26954.23	28388.58	33146.59	36365.28	40365.46
同比增幅（%）	11.81%	22.65%	19.52%	5.32%	16.76%	9.71%	11.00%
毛利率（%）	73.23%	69.48%	78.13%	75.51%	76.36%	80.00%	80.00%

资料来源：公司公告，东北证券

3.2 外围环境改善，推动业务增长

3.2.1 外围交通环境的改善

交通状况是影响游客出行的重要因素。交通的便利与否是游客选择出行目的地的重要考虑因素，交通条件的改善将极大提高旅游景区的可进入性，并有力推动区域旅游市场的发展。黄山高速铁路网的建设将给黄山景区带来长期利好。

黄山高铁新区位于黄山市中心城区屯溪区，这个依托京福高速铁路黄山站建的新区，也是京福、皖赣、黄杭3条高铁在黄山市的交会点和重要节点，可容纳21万人创业与生活，是黄山市未来主城区的重要组成部分。黄山高铁新区控制面积10平方公里，规划建筑总量约1400万平方米，容纳人口约21万，远期规划面积将达27平方公里。目前，黄山市中心城区屯溪区的面积20余平方公里，黄山高铁新区建成后，可以让该市主城区人口和面积均增加一倍。

京沪高铁的开通也缩短了中国北部尤其是京津区域游客到黄山的时空距离，将推动黄山游客的稳定增长。

即将全面开建的黄杭高铁为客运专线，起于黄山市，至杭州市，线路全长261.96公里，设计时速250公里，全线共设黄山、绩溪、淳安、富阳、萧山、杭州等9个车站。建成后，安徽黄山、浙江千岛湖和杭州西湖等名山胜水连成一线，形成一条世界级黄金旅游通道。同时，这条旅游黄金线通车后，乘坐火车从合肥经黄山再到杭州只要2个小时，将彻底打开黄山连接长三角的快速通道，加速黄山现代国际旅游城市建设进程。届时，亚太旅居城市的经济、地位等格局将重新排位。

高铁强大的客运能力将大大提升黄山景区接待游客的能力，有力促进黄山旅游产业的发展。随着黄山周边高速公路网的形成和自驾游、短线游的趋势发展，紧临长三角客源市场的地缘优势更加明显。“三条高铁”开工建设，黄山口岸对外开放，这为黄山旅游拓展市场空间提供了难得契机。

另外，黄山市近来通过《2012年全市航空旅游发展工作意见》，将加密黄山到北京，上

海, 广州, 深圳和仁川等 5 条航线, 巩固黄山到合肥, 成都, 重庆, 西安, 厦门和天津等 6 条航线, 力争新开黄山到台北, 长沙, 沈阳, 福州, 太原和昆明等 6 条航线, 力争新开黄山到大连, 青岛, 釜山, 香港, 日本, 新加坡, 和马来西亚等 7 条航线, 累计航线达 24 条, 确保黄山机场完成旅游吞吐量达 80 万人次, 而这一数量在 2011 年仅为 50 万人次。国内外航线的开通, 尤其是东南亚航线的开通, 将有助于拓展黄山旅游市场的空间, 推动黄山旅游的稳步增长。

3.2.2 政策支持力度日趋加大

较早发布的《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》以及七部委联合下发的《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》都针对旅游业的发展提出了相关的政策倾斜和保障。近期起草的《中国旅游法》以及发布在即的《国民旅游休闲纲要》也为旅游行业, 尤其是景区旅游行业的发展创造了良好的外围环境。

近期召开的国务院常务会议决定, 从 2012 年起在上海交通运输和部分现代服务业开展增值税改革试点, 逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税。从长远来看, 此举措将有利于旅游行业的发展壮大。黄山旅游也将受益于该政策的实施。

安徽省出台《进一步加快发展旅游业的实施意见》, 明确支持旅游企业通过兼并收购、合资合作、战略重组的措施, 引导旅游资源向优势企业集中。皖南国际旅游文化示范区、徽州文化生态保护实验区和国家服务业综合改革试点市等有关政策的进一步落实, 这些机遇将给公司创造更大的发展空间。

3.2.3 当地政府助力, 推动旅游市场增长

公司积极拓展入境游客客源。目前, 黄山入境游客以东南亚的游客, 如韩国、日本居多。黄山今年重点拓展北美旅游市场, 力促北美旅游市场全年游客增加 50%。近年来, 黄山市接待美国游客年平均增长 27%。2011 年接待美国游客 6.63 万人次, 占该市入境游客总量的 5%。美国连续 3 年成为该市第四大入境旅游客源地。

黄山市旅委与美国中旅国际旅行社达成合作意向, 由该社操作的首发团, 预计全年将为黄山市输送 5000 名美国游客。今年 2 月底, 该市旅委还与美国联谊假期集团公司签订合作协议, 在产品研发、市场营销、客源组织和信息互通等方面开展全方位合作, 力争全年输送 10000 名美国游客来黄山市旅游。北美旅游市场的重点拓展将会促进黄山市境外旅游市场的发展, 将会对黄山旅游带来客流量增加的直接利好。

黄山市当地政府领导利用一切机会推广宣传黄山, 推动黄山旅游的发展。3 月 1 日黄山市市委书记王福宏以及其他领导利用赴京出席第十一届人代会的机会拜访国家相关部委, 推销黄山以及黄山旅游。

3.3 积极开拓新业务，创造新的利润增长点

3.3.1 西海大峡谷项目将打开景区成长空间

西海大峡谷，是黄山风景区经过数年的努力，在丹霞站（俗称二索上站）下方的群峰之中开发出的新景区，一期工程业已完成，可让人们在峡谷之半腰盘旋观赏。位于黄山风景区西部的西海群峰的西海大峡谷，是黄山大美西海风景区中最秀丽、最深邃的部分。该景区约 25 平方公里，景点集中，以奇秀著称，众多的巧石，壮丽的晚霞和神秘的深壑幽谷，无数山峰如刀劈斧斫般，巨型石片垒积木似地堆积起来，形成破碎状的峰森坐落在深谷之中。

图表 18 西海大峡谷



资料来源：互联网，东北证券

西海大峡谷地轨缆车项目有望在今年“十一”正式运营。公司目前正在定价、和旅游社合作方面积极拓展营销。西海大峡谷的开发将大大拓展黄山景区接待游客的容量，将提升北大门入山的游客量和太平索道的乘坐率。将对公司景区门票业务和索道业务的增长带来直接利好。

西海大峡谷项目的深度开发将打开景区的成长空间，成为公司未来几年利润增长的新来源。

3.3.2 纵向延伸，拓展酒店业务

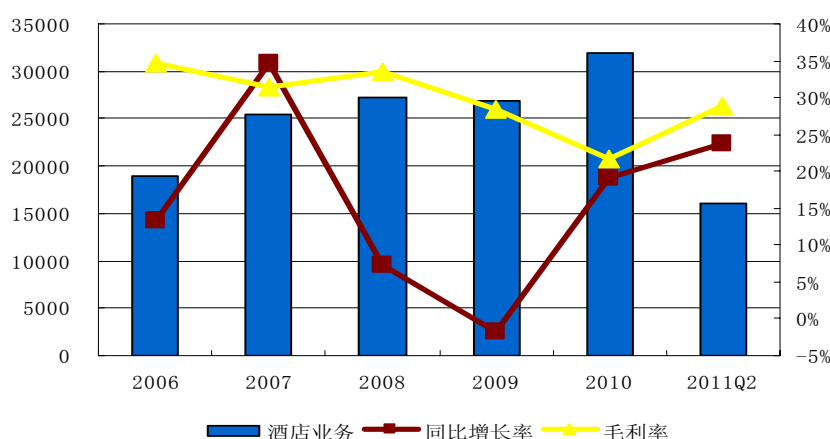
公司酒店业务主要分为山上酒店业务和山下酒店业务。公司拥有山上 6 家酒店和山下 7 家酒店。山上 6 家酒店属于垄断性，有较强的竞争力。山下酒店则市场竞争异常激烈，盈利能力相对较差。近年来酒店业务板块的营收在 2.7 亿元左右，占整个主营业务收入的 22% 左右。

2008 年和 2009 年，公司酒店业务营业收入和毛利率均出现大幅下滑，原因是山上西海饭店的停业整修和山下酒店的竞争日趋激烈。2011 年上半年酒店的营业收入增长 23.72%，毛利率提升 10.8 个百分点到 28.94%。酒店的固定成本比例高，收入的较快增长能提升毛利率。

我们预计公司 2011 年酒店业务的收入保持 24%的增速，2012 年保持 20%的增速。

西海饭店有望在今年“五一”正式开张。西海饭店的盈利能力较高，每年可能盈利 4000 多万，所以前期投入的成本回收会比较快。西海饭店的改造工程将对提高公司酒店业务的毛利率起到积极作用。受益于公司经营管理水平的不断提高、良好的成本控制能力、酒店业务的统一定价和标准化建设，并随着西海饭店的改造完成，酒店业务的毛利率有望恢复到 30% 以上的水平。

图表 19 酒店业务营业收入与毛利率（2006-2011/06）



资料来源：Wind，东北证券

图表 20 酒店业务盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
酒店收入(万元)	18875.59	25438.80	27288.22	26819.55	31978.51	39653.35	47584.02
同比增幅 (%)	13.23%	34.77%	7.27%	-1.72%	19.24%	24.00%	20.00%
毛利率 (%)	34.68%	31.40%	33.47%	28.38%	21.72%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，东北证券

但是位于黄山市区的屯溪皇冠假日酒店今年 4 月份有望营业。受制于公司 2011 年资金面紧张，公司一直在为酒店寻找合适的买家，因为其总投资高达 6 个亿，开业费达到 2000 万，所以 2012 年酒店开业后可能将面临亏损状态。

3.3.3 “玉屏府”地产项目

玉屏府是黄山旅游发展股份有限公司投资开发的，其占地约 132 亩，总建筑面积（含地下建筑面积）约 17 万平方米，采用面、线结合的方式分区布局：双拼别墅、连排别墅、多层住宅、高层住宅和会所等多种物业形态。玉屏府地处黄山市中心地段，位于屯溪徽州大道 3 号，其东临徽州美食城，南临徽杭高速公路屯溪出入口，西临黄山市重点商住开发区，北临新安江和湿地公园，与市政大楼、世纪广场隔江相望，离黄山机场 5 公里，火车站 2 公里，

离高速公路出入口仅 0.5 公里，北距黄山风景区 69 公里，西距齐云山 33 公里，西递 53 公里，宏村 64 公里，牯牛降风景区 126 公里，东距歙县牌坊群 27 公里、千岛湖景区 60 公里，距花山谜窟 4.5 公里。

公司加大力度开拓房地产业务。2011 年 8 月 17 日，公司五届二次董事会审议通过了《关于对全资子公司增资的议案》，决定以自有资金对公司全资子公司玉屏房地产开发有限公司增资 1.5 亿元，本次增资完成后玉屏房地产公司的注册资本金将增加到 2 亿元。公司的玉屏地产项目共有 187 亩（98 万平方米），三分之一用于酒店，剩下开发做地产。随着公司向玉屏房地产公司的增资，子公司房地产项目能够顺利实施，并且玉屏项目定位在中高端，均价约在 5000 多元/平方米。截至 2011 年 9 月，公司房地产业务预售款达到 2.30 亿元，未来两年左右，公司“玉屏府”项目将进入集中结算期。

图表 21 “玉屏府”



资料来源：互联网，东北证券

随着黄山交通环境的改善和景区容量的提升，地产项目将有一定的升值空间。公司大力开拓房地产业务，使主营业务和地产业务相辅相成，将成为公司的又一盈利点。

但是面对国家对房地产市场的宏观调控政策，该业务板块的盈利能力面临一定的不确定性。

3.4 对外优化营销，对内加强管理

3.4.1 持续优化营销工作

公司为落实全年营销计划，展开多项优化营销的工作。

一、开展多个主题营销活动，增加游客数量。公司先后举办了“清凉黄山·避暑天堂”、“中国旅游日、黄山霞客行”、“沐春风—安徽人游黄山”、“阳春三月女人节、满园春色黄山行”等多个大型主题营销活动。

二、推介力度大。公司积极联手旅游部门、周边景区、旅行社和媒体，在上海、南京、杭州、武汉等主要客源市场进行推介宣传，也提振了黄山旅游的人气，增加了黄山的知名度。

三、营销政策灵活，促销政策力度大。2011 年 12 月 29 日公司发布了 2012 年平旺季价格

以及优惠奖励政策。该政策扩大了对国内旅游特殊群体的优惠，与往年相比，此次黄山风景区免票游客群体中新增了记者和摄影家协会会员。

四、跟踪问实效。公司制定明细的营销工作方案，及时跟踪反馈落实情况，认真分析评估营销活动效果，不断加强营销活动的系统性和实效性。

为推进营销活动，方便游客，公司推出了在线营销活动，公司将吃、住、行、游、购、娱等旅游六要素全部搬到网络平台。

3.4.2 强化内部管理，控制成本

公司经营管理不断提升。公司针对内部外部环境变化，以及对以往工作总结的基础上，进一步加强了财务监管、物资采购运输、统一订房、承包点管理以及山上带动山下等工作。公司继续推进各业务板块的标准化建设，同时抓好业务培训和人才储备工作，致力于加强安全生产，努力提高风险管控能力。在加强各项管理的措施基础之上，公司增强了核心竞争力，很好的控制了公司各项成本。

四、公司估值及盈利预测

公司掌握自然资源垄断优势，景区接待游客量逐年上升，现有业务业绩平稳增长，新业务将给公司带来新的利润增长点。公司现估值水平合理，具备成长空间。我们预计公司2011-2013的EPS分别为0.63元、0.75元和0.87元，公司目前动态PE为26倍、22倍和19倍，给予“推荐”评级。

风险提示：西海大峡谷工程进度不如预期、房地产项目结算低于预期、自然和社会因素等影响客流量。

图表 22 公司利润预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入(百万元)	1127.92	1,444.99	1733.98	2028.76	2373.65
二、营业总成本(百万元)	887.88	1137.19	1328.23	1543.89	1806.35
营业成本(百万元)	646.23	857.15	1005.71	1176.68	1376.72
营业税金及附加(百万元)	44.39	59.10	71.09	83.18	97.32
销售费用(百万元)	10.04	11.93	13.87	16.23	18.99
管理费用(百万元)	159.56	189.52	234.09	263.74	308.57
财务费用(百万元)	7.44	14.49	3.47	4.06	4.75
资产减值损失(百万元)	20.21	5.00	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益(百万元)	1.70	20.12	10.00	10.00	10.00
四、营业利润(百万元)	241.74	327.92	415.75	494.87	577.30
加：营业外收入(百万元)	1.18	2.67	5.70	0.00	0.00
减：营业外支出(百万元)	0.44	13.89	4.90	0.00	0.00
五、利润总额(百万元)	242.48	316.70	416.55	494.87	577.30
减：所得税(百万元)	71.60	71.92	101.64	121.22	141.83
六、净利润(百万元)	170.88	244.79	314.91	373.66	435.48
减：少数股东损益(百万元)	11.04	13.79	18.89	22.42	26.13
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	159.84	230.99	296.02	351.24	409.35
七、每股收益	0.34	0.49	0.63	0.75	0.87

资料来源：公司公告，东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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征价。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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。