

**推荐**

前次评级: 推荐

2006 年 12 月 4 日

旅游行业分析师

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

信息公布时间

2006 年 12 月 2 日

52 周股价表现



公司基本数据

收盘价(元)	10.46
市盈率(倍)	45.5
市净率(倍)	4.4
每股净资产(元)	2.37
资产负债率(%)	25.3
流通 A 股市值(亿元)	10.5

相关研究报告

**黄山旅游(600054)**

旅游业

合理价格: 12.00 元

当前价格: 10.35 元

**定向增发提升公司盈利能力**

**投资要点:**

2006 年 12 月 2 日, 黄山旅游(600054) 刊登临时股东大会决议公告, 通过公司董事会 11 月 11 日决议的关于非公开发行 4000 万 A 股发行方案的议案。本次股票发行主要用于云谷改建工程、黄山国际大酒店改扩建工程和黄山北大门酒店新建项目。总体来看, 黄山旅游本次定向增发将对公司未来发展产生积极影响。

作为旅游资源类上市公司, 客运索道经营在黄山旅游整体业绩中扮演重要角色。目前, 客运索道占主营业务收入比重为 1/5 左右, 业务利润占公司主营业务利润的 2/5 左右, 其毛利率也位居各大主营业务之首, 达 70%以上。云谷索道扩容改造后运力将从目前的每小时 300 人达到每小时 1200 人, 扩容四倍, 将于明年 7 月投入使用, 索道票价存在提价预期。

在目前以旅游客流而非商务客流为主的屯溪地区, 五星级酒店虽然非常稀缺, 但是能够满足旅游者住宿要求的旅馆酒店数量仍然很多, 竞争比较激烈。对于黄山国际大酒店改建成五星级后的经营业绩, 我们持谨慎乐观态度。特别就黄山北大门酒店新建项目而言, 北面上山游客资源的不足有可能制约该五星级酒店项目的盈利能力。但从长远来看, 这两个项目的经营前景还是可以看好的。

我们预计黄山旅游 2006-2008 年的每股收益分别为 0.26、0.31 和 0.37 元; 如果索道进行提价, 07、08 年 EPS 将可分别增厚至 0.33 和 0.41 元。六个月目标价在 12.00 元, 维持“推荐”投资评级。

**风险提示:**

本次定向增发中的两个酒店投资项目经营前景存在不确定性, 可能造成未来上市公司经营业绩的波动。

**盈利预测与主要财务指标:**

	2005A	2006B	2007B	2008B
主营收入(百万元)	689	835	930	1070
(+/-%)	32	21	11	15
净利润(百万元)	69	128	165	185
(+/-%)	1590	86	29	12
净资产收益率(%)	9.60	11.6	12.7	13.2
资产负债率(%)	25.3	21.8	20.5	19.6
每股收益(元)	0.23	0.26	0.31	0.37
市盈率	45.5	40.2	33.7	28.3
市净率	4.4	4.7	4.0	3.7

资料来源: 公司年报 中投证券研究所

## 事件描述：拟定向增发 4000 万 A 股投资索道和酒店

2006 年 12 月 2 日，黄山旅游(600054) 刊登临时股东大会决议公告，通过公司董事会 11 月 11 日决议的关于非公开发行股票发行方案的议案：拟向不超过 10 名的特定对象非公开发行股票数量不超过 4000 万股(含 4000 万股)A 股。公司控股股东、实际控制人及其控制的企业不认购此次增发的股份。发行价格不低于该次董事会决议公告日前二十个交易日公司股票均价的 90%。

图表 1 黄山旅游本次募集资金计划所投资项目

序号	项目名称	预计投资额(万元)
1	云谷索道改建工程	11100
2	黄山国际大酒店改扩建工程	3600
3	黄山北大门酒店	15340
	合 计	30040

资料来源：公司公告 注释：黄山国际大酒店改扩建工程预计投资额按公司持有的股权比例 80%计算。

黄山旅游表示，以上项目投资金额合计为 30040 万元，不足部分由公司自筹解决；如有资金剩余，将用于补充公司流动资金。

与此同时，黄山旅游董事会还通过关于变更部分 A 股募集资金投向的议案。截至 2006 年 6 月 30 日，公司尚未使用的前次募集资金余额为 2973 万元，未来拟将其中的 140 万元用于支付前次募集资金项目的工程尾款及质保押金；2200 万元拟变更用于向黄山市花山谜窟旅游开发有限责任公司(原为黄山市古徽州石窟群旅游开发有限责任公司，注册资本 100 万元，公司持有 75%的股权)增资，增资扩股后，公司对花山谜窟持股比例将增加到 83.76%；剩余 633 万元用于补充公司流动资金。

## 点评一：索道改建将大幅提升运力，并存在提价预期

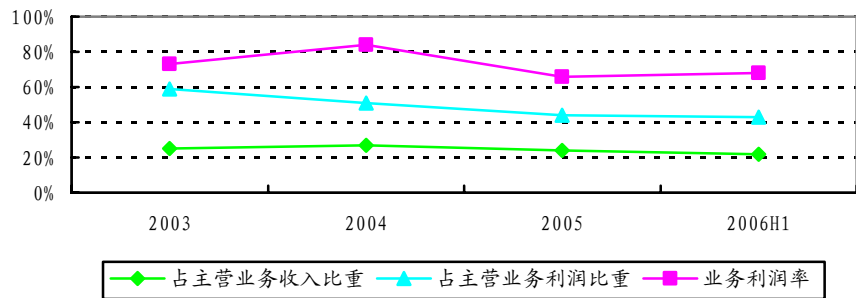
黄山旅游作为一个以经营景区资源为主的旅游类上市公司，其园林门票和客运索道收入对公司业绩影响巨大，其中客运索道的毛利率还位居各主要业务之首。以 2006 年前三个季度的经营情况为例，客运索道占主营业务收入比例为 22.3%，但由于其毛利率为 74.67%，因此其业务利润占公司主营业务利润约占 2/5。

图表 2 黄山旅游各主营业务经营情况对比

主营业务类别	主营业务收入(万元)	收入占比(%)	毛利率(%)
园林门票	25722	40.8	42.06
客运索道	14092	22.3	74.67
酒店食宿	13947	22.1	40.64
旅游服务	13618	21.6	2.82
其它	3023	0.5	40.35
其中：关联交易	1157	1.8	-

资料来源：公司报告、中投证券研究所

图表 3 客运索道在黄山旅游经营中发挥重要作用



资料来源：公司报告、中投证券研究所

目前公司共有三条索道，分别是云谷索道、玉屏索道和太平索道，设计运力分别为每小时 300、1000、600 人。其中云谷索道 1986 年就投入运营，设备老化现象比较严重，而且运力也满足不了实际需要。其实，在定向增发公告前，新云谷索道就已经获批并于 9 月份开始施工，根据相关规划，将于明年 7 月投入使用云谷索道扩容改造后运力将从目前的每小时 300 人达到每小时 1200 人，扩容四倍，运力得到极大提升。索道票价存在提价预期。在索道改造的同时，公司还准备对索道进行提价（索道已 5 年没有提价），这将进一步提升客运索道的盈利前景。

## 点评二：酒店项目持谨慎乐观态度

黄山国际大酒店位于黄山市府所在地——屯溪（位于黄山南边），地理环境优越，背山面水，交通便捷，距机场 4 公里，距火车站 2 公里，是一家集住宿、饮食、娱乐、商务、旅游、购物于一体的国际四星级酒店。酒店开业时间 1995 年，共有标准客房 186 间，现由黄山旅游集团、中国中旅（集团）公司合资管理，是目前黄山市接待档次最高、设施最豪华、服务项目最齐全的酒店。

目前黄山市最高档次的星级酒店是黄山高尔夫国际乡村俱乐部下属的五星级黄山高尔夫酒店，黄山国际大酒店经过改扩建后将作为黄山地区第二家五星级酒店。而黄山北大门酒店位于黄山市黄山区政务新区北侧，周边配套完善、交通便利，建成之后将成为北大门地区唯一的一家五星级酒店。

随着黄山外部交通设施的不断完善，屯溪已成为黄山市最大的旅游集散地，就黄山国际大酒店改扩建项目来说，其经营前景还是值得看好的。不过在目前以旅游客流而非商务客流为主的屯溪地区，五星级酒店虽然非常稀缺，但是满足游客住宿要求的低星级酒店和旅馆数量很是比较多的，而且实际经营情况也是黄山旅游山下酒店的盈利能力明显不及山上酒店。因此，短期内酒店的经营业绩需要进一步观察，我们持相对谨慎乐观态度。

随着黄山北大门外部环境的逐渐改善以及安徽省“两山一湖”旅游战略的不断推进，选择从此处上山的游客也不断增多，该项目所处地理位置的优越性正日益凸现。不过整体来说，从南边进入黄山旅游的游客仍占主导地位，北面上山游客的不足有可能制约该五星级酒店项目的盈利能力。并且由于建设周期和市场培育期的原因，我们认为短期内，黄山北大门酒店不会给公司

带来投资回报。

不过整体上看,通过这两个酒店项目加上不久前收购集团公司的四家酒店(黄山西海饭店及附属客房楼94%股权、黄山国际大酒店有限责任公司80%股权及黄山散花精舍、清凉别墅整体资产),黄山旅游对景区周边的酒店资源的控制能力在增强,这将有助于提供公司的酒店经营业绩。

综上所述,我们的看法是黄山旅游本次定向增发将对公司未来发展产生积极影响,但是三个项目赢利前景则不太相同。我们最看好云谷索道改建工程,07年下半年投入运营后,公司的业绩将会有相对明显的促进;而黄山国际大酒店改扩建工程和黄山北大门酒店新建项目在2-3年的时间里不会对上市公司有较大利润贡献,我们更多地把它当作公司的一项长期投资。

## 投资建议: 维持“推荐”评级

黄山是中国目前唯一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。在观光游市场上拥有非常强的竞争实力。即使在2005年6月景区门票大幅提价后,今年1-9月接待入山游客仍达143.1万人次,同比增长6.25%;净利润也同比增长28%达1.07亿元。今年年底徽杭高速公路将全线通车。上海至黄山的车程缩短至4小时,杭州至黄山仅需2小时,交通条件的改善将更加吸引来自“长三角”的游客。除此之外,黄山机场进行了扩建,铁路路线也有所增加,芜湖—黄山、铜陵—黄山、安庆—黄山等高速今年明年将相继开通。今年6月,黄山旅游集团承诺在9个月内推行与股票市值、经营业绩增量、利润增量、总资产收益率、净资产收益率紧密挂钩的高管人员业绩考核制度。股权激励的实施有助于提高经营管理效率。可以预见,公司未来将能稳定快速的发展势头。

不过此前我们对黄山旅游的盈利进行预测时已经考虑了云谷索道改建所产生的业绩影响,因此本次定向增发如若成功,则未来每年的业绩将会因股本增厚而稍微有所摊薄,我们预计黄山旅游2006-2008年的每股收益分别为0.26、0.31和0.37元;如果目前三条索道的价格由旺季的65元提高到80元,每年索道收入将因此增加2000万左右的利润,07、08年EPS将分别增厚0.02元、0.04达0.33和0.41元。六个月目标价在12.00元,维持“推荐”投资评级。

## 中投证券评级标准

### 股票评级

强烈推荐: 预期未来6个月内股价升幅30%以上  
推 荐: 预期未来6个月内股价升幅15%以上  
观 望: 预期未来6个月内股价随大盘波动  
减 持: 当前股价已被高估

### 行业评级

看 好: 预期未来6个月内行业指数表现优于市场指数5%以上  
中 性: 预期未来6个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来6个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

### 免责条款

本报告旨为发给中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)的特定客户及其他专业人士,未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。

本报告所载资料均来自中投证券认为可靠的来源资料,但中投证券不能保证任何资料或数据的准确性、完整性和正确性。中投证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任,除非法律法规有明确规定,客户并不能尽依赖此报告而取代行使独立判断。

本报告仅作提供资料之用,其所包含或表达的一切资料或意见,如有任何变更恕不预先通知。就本报告内容及其中可能出现的任何错误、疏忽、误解或其他不确之处,中投证券不承担任何法律责任。

---

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

深圳

地址：深圳福田区福华三路国际商会中心49楼

主页：<http://www.cjis.cn>

传真：（0755）82026711

北京

地址：北京市西城区金融大街（乙）16号华实大厦5层

传真：（010）66212490-541