

黄山旅游 (600054.SH) 综合旅游行业

评级：买入 首次评级

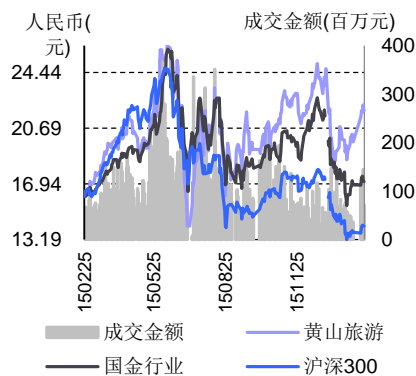
公司深度研究

市场价格(人民币): 23.99 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	117.62
总市值(百万元)	10,885.67
年内股价最高最低(元)	26.25/14.09
沪深 300 指数	3051.59
上证指数	2860.02



高铁带动，内生量价齐增长 快旅慢游，全域旅游新时代

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.31	0.44	0.61	0.76	0.87
每股净资产(元)	4.31	4.71	5.23	5.90	6.68
每股经营性现金流(元)	0.51	0.87	0.36	1.12	1.24
市盈率(倍)	33.63	34.89	38.72	28.48	24.84
行业优化市盈率(倍)	27.68	40.21	57.73	39.38	39.38
净利润增长率(%)	-40.08%	45.50%	45.20%	23.95%	14.69%
净资产收益率(%)	7.08%	9.42%	12.33%	13.55%	13.71%
总股本(百万股)	471.35	471.35	498.20	498.20	498.20

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **外因刺激——高铁带动效应 2016 年将全年体现，游客人次激增：**2015 年 7 月合福高铁开通，通过各季度人次占比推测，预估 2016 年全年将会实现游客人次大幅增长，预测全年游客人次增长 15%。由于 2015 年第二季度的低基数、旺季的来临以及二季度人次较全年总量的占比较高（2016 年预测达到 30%），二季度的人次增量将具有更大的弹性。
- **内生增长——酒店全面整改，索道和门票业务受人次增量弹性较大，营收量价齐升：**酒店业务统一管理减少内部竞争，山上酒店设施改造提升入住率，山下酒店整顿运营留下最优资产；目前索道渗透率 178%，随着新玉屏索道运量提升，索道和缆车客单价的提价，索道和门票业务将量价提升，同时游客增量将有望促使两类业务毛利突破 85%。
- **景区扩容——黄山东景区项目挺进，景区扩容成为未来新业绩增长点：**公司将投资 10 亿，打造拥有景区游览、旅游接待、休闲消费、客流集散和交通接驳等功能的休闲小镇，总占地约 40-50 平方公里，项目开发时间约 3 年，2019 年之前完成建设。东大门与南大门可以依靠交通接驳，约 15 分钟车程。因目前黄山旺季承载量已达上限，开发后有望有效承接杭黄高铁开通后带来的客流增量。
- **全域整合——整合周边资源，迈入徽文化全域旅游阶段：**黄山作为稀缺型观光景区在大安徽板块中处于核心地位，周边徽派古镇、度假酒店和休闲文娱消费的兴起将带动安徽整体发展。公司未来将以点带面由单一景区发展转向全域旅游的发展。

投资建议

- 受益高铁人次带动和索道及门票业务的量价齐升，公司人次增长和业绩增速比较明确，2015 年游客人次 318 万，增速 7.9%，预估 2015 年主营收入达到 17.54 亿，同比增长 17.7%；净利润 3.04 亿，同比增长 45.2%。
- 预估 2016 年总游客人次增长 15%，达到 366 万。因 2016 年具有较高增量，到年底的人次基数已较大，在暂时不考虑杭黄高铁的带动影响和东黄山景区尚未改造完成的前提下，目前假设 2017/2018 的游客增量为 10%。
- 2015-2017 的净利润为 3.04/3.77/4.32 亿元，增速为 45.20%/24%/14.7%，

楼枫桦

联系人

(8621) 60933978

loufy@gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号：

S1130511030002

(8621) 60230230

zhangbin@gjzq.com.cn

EPS 分别为 **0.61/0.76/0.87** 元，对应目前股价的 PE 分别为 **39/28/25** 倍。给予 2016 年目标价 30-32 元。

- 根据 wind 资料测算，在景区类业务，黄山旅游的 PE 低于平均值水平，加上其确定的成长性、业务受人次增长的高弹性和高铁催化及景区扩容的积极影响，给予买入评级。

风险提示

- 游客人次不达预期
- 天气影响
- 景区承载力有限

内容目录

1. 财务关键要点和投资建议.....	5
投资建议:	5
关键点 1.....	5
关键点 2.....	6
关键点 3.....	6
关键点 4.....	8
2. 公司基本资料和财务情况分析.....	10
2.1 股权结构清晰, 国企改革步伐稳中求进	10
2.2 五大业务齐头并进, 业绩表现优异:	11
3. 高铁效应逐步兑现, 未来景区项目扩容, 内生业绩强劲增长	13
3.1 高铁助推“快旅慢游”模式, 人次业绩大幅提升	13
3.2 内生强势增长:	18
3.3 景区占据核心资源, 扩容潜力巨大	20
4. 围绕徽文化核心资源, 实施“旅游+”, 迈向全域旅游时代.....	21
5. 投资建议	25
6. 风险提示	26

图表目录

图表 1: 景区类可比公司估值和 EPS 对比	5
图表 2: 2012-2014 四个季度游客人次平均占比	6
图表 3: 2016 年黄山游客人次和季度增速预测	6
图表 4: 2014 年公司五大业务板块的主营收入与净利润情况	7
图表 5: 2014 年公司五大业务板块的毛利率与净利率情况	7
图表 6: 五大业务板块财务情况 (2010-2018E)	8
图表 7: 公司与实际控制人之间的关系示意图	10
图表 8: 公司管理层人员变动情况一览表	10
图表 9: 黄山旅游 2006-2014 年经营情况	11
图表 10: 黄山旅游 2001-2015 年游客人次及同比增长情况	11
图表 11: 2014 年公司各项目营业收入占比情况	12
图表 12: 公司五大业务项目毛利率情况	12
图表 13: 黄山机场 2011-2015 年旅客及货邮吞吐量情况	13
图表 14: 黄山机场到各地的航班频次	13
图表 15: 合福段高铁线路示意图	14
图表 16: 宁安高铁线路示意图	15
图表 17: 2013 年黄山市国内客源地分布	15
图表 18: 黄山游客人次季度性变化	16

图表 18: 2012-2014 四个季度游客人次平均占比.....	17
图表 20: 公司拥有酒店资产情况一览.....	18
图表 21: 新西兰皇后小镇案例.....	20
图表 22: 黄山市主要旅游景点及景区情况一览.....	21
图表 23: 黄山市旅游景点位置简图.....	22
图表 24: 黄山高端度假酒店情况一览.....	22
图表 25: 黄山各景区特色和游客人次.....	23
图表 26: 黄山市 2015-2016 年举办的体育赛事一览表.....	23
图表 27: 公司布局互联网战略一览表.....	24
图表 28: 景区类可比公司估值和 EPS 对比.....	25

1. 财务关键要点和投资建议

投资建议：

- 受益高铁人次带动和索道及门票业务的量价齐升，公司人次增长和业绩增速比较明确，2015 年游客人次 318 万，增速 7.9%，预估 2015 年主营收入达到 17.54 亿，同比增长 17.7%；净利润 3.04 亿，同比增长 45.2%。
- 预估 2016 年总游客人次增长 15%，达到 366 万。因 2016 年具有较高增量，到年底的人次基数已较大，在暂时不考虑杭黄高铁的带动影响和东黄山景区尚未改造完成的前提下，目前假设 2017/2018 的游客增量为 10%。
- 2015-2017 的净利润为 **3.04/3.77/4.32** 亿元，增速为 **45.20%/24%/14.7%**，EPS 分别为 **0.61/0.76/0.87** 元，对应目前股价的 PE 分别为 **39/28/25** 倍。给予 2016 年目标价 30-32 元。
- 根据 wind 资料测算，在景区类业务，黄山旅游的 PE 低于平均值水平，加上其确定的成长性、业务受人次增长的高弹性和高铁催化及景区扩容的积极影响，给予买入评级。

图表 1：景区类可比公司估值和 EPS 对比

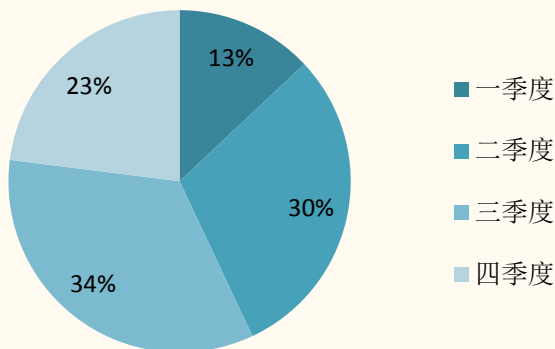
股票名称	2014 年 EPS	2015 年 EPS	2016 年 EPS	2014 年 PE	2015 年 PE	2016 年 PE
桂林旅游	0.11	0.11	0.16	94.49	101.41	69.70
张家界	0.19	0.36	0.42	64.21	33.96	28.63
峨眉山 A	0.72	0.39	0.49	15.85	29.31	23.12
长白山	0.30	0.40	0.47	64.67	48.00	41.27
丽江旅游	0.64	0.47	0.59	18.75	25.82	20.27
九华旅游	0.80	0.67	0.75	41.95	50.02	44.60
平均				50.00	48.09	37.93

来源：Wind, 国金证券研究所

关键点 1：游客人次关键假设

- A. 假设情形 1：**基于对黄山旅游三年（2013-2015）的游客量监测，测得各个季度的人次周期性浮动和占比情况。鉴于此种假设情形是用一季度推测全年，在高铁对游客人次的拉动效应具有波动的不确定因素情形下，仅供投资参考。
- 受益高铁人次带动和索道及门票业务的量价齐升，公司人次增长和业绩增速比较明确，2015 年游客人次 318 万，增速 7.9%，预估 2015 年主营收入达到 17.54 亿，同比增长 17.7%；净利润 3.04 亿，同比增长 45.2%。
 - 2016 年根据一季度人次跟踪数据，同比增长 29%，根据季度人次占比，二季度的人次增量将具有更大的弹性。预测二季度将达到 61%的增速，人次 134 万，业绩释放效应大。预估 2016 年总游客人次增长 40.57%，达到 447 万。主营收入和净利润为 22.45 亿和 4.98 亿，增速分别为 28%和 69.72%。
 - 2015-2018E 的游客人次为 **318/447/492/541** 万，增速为 **7.13%/41%/10%/10%**。
 - 2015E-2018E 的净利润为 **3.045.06/5.75/6.51** 亿，增速为 **45.2%/66.52%/13.63%/13.26%**。

图表 2：2012-2014 四个季度游客人次平均占比



来源：黄山市统计局，黄山风景区管委会，国金证券研究所

图表 3：2016 年黄山游客人次和季度增速预测

	2016-01	2016-02	2016-03	2016-04	2016-05	2016-06	2016-07	2016-08	2016-09	2016-10	2016-11	2016-12
单月人次		43.82	16.20									
季度人次			60.02			134.27			150.62			102.48
季度人次增速			29.02%			60.75%			26.83%			47.52%
年总人次												447.40
年总人次增速												40.57%
季度占比			13%			30%			34%			23%

来源：黄山市统计局，黄山风景区管委会，国金证券研究所

B. 情形假设 2：2015 年游客同比增长 7.13%，假设 2016 年高铁拉动人次的效应可全年体现，假设可实现 15% 的增长，本文采用情形假设 2 的游客人次数据。

- 因 2016 年具有较高增量，到年底的人次基数已较大，在暂时不考虑杭黄高铁的带动影响和东黄山景区尚未改造完成的前提下，目前假设 2017/2018 的游客增量为 10%。
- 2015-2017E 的游客人次为 **318/366/403/443 万**，增速为 **7.13%/15%/10%/10%**。
- 2015E-2018E 的净利润为 **3.04/3.77/4.32/4.94 亿**，增速为 **45.2%/24%/14.7%/14.3%**。

关键点 2：索道业务和门票业务的毛利率最高，对公司的净利润业绩影响贡献较大，提升增长的弹性大。

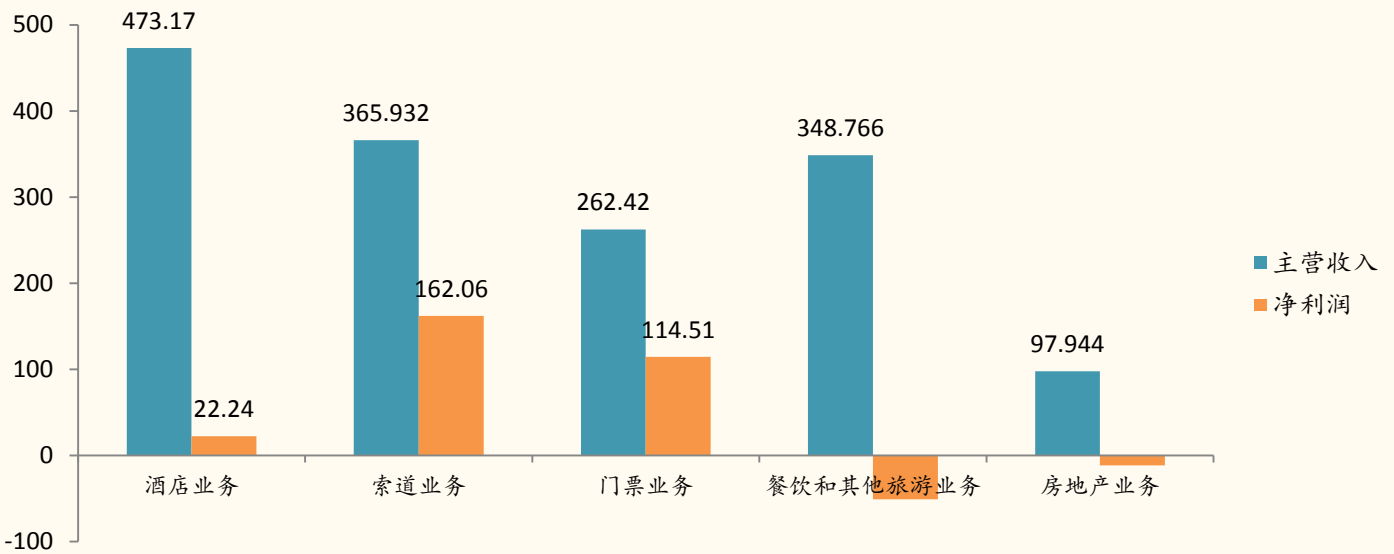
- 公司的门票和索道票除优惠票外无折扣票，业务增长的逻辑主要依靠人次增长。根据测算所得，2015 年索道人次是入园人次的 178%，且近三年数据都是每年维持 2% 的增长，说明 1) 随着索道的改造完毕和效率提升，搭乘索道的人次会逐渐提升；2) 游客人次的提升会大幅带动索道和门票的收入，由于景区和索道业务的特性，业务增长的边际增量都可转化为净利润。业绩弹性大。
- 索道和门票业务毛利率和净利率都为所有业务板块中最高的业务，增量对公司的利润业绩提升影响大。

关键点 3：通过拆分净利润发现几大业务板块的净利润占比与总营收占比的

情况相关性较小，主要原因是各业务板块的商业运营模式有较大差异。

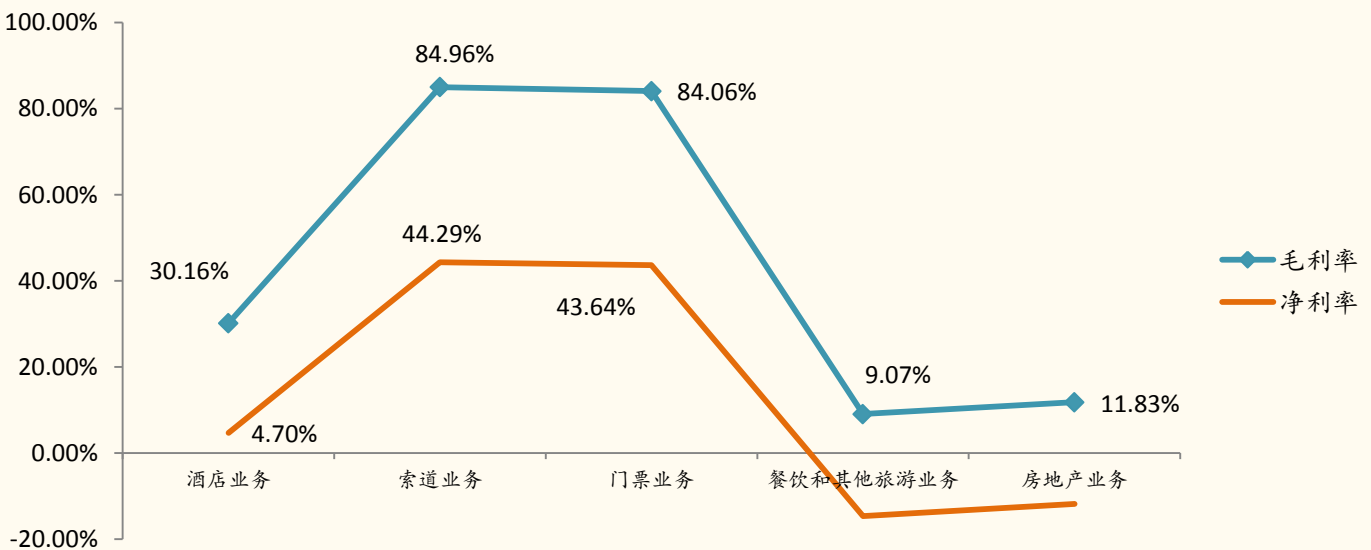
- 通过对 2010 年-2014 年年报公开的经营数字对各业务板块的净利润进行拆分测算，加总之后与公司公开的净利润数据误差不超过 8%，各板块的拆分数据有一定可信度。
- 对每个业务板块假设同样的营业费用比例，2010-2014 沿用公司公开数据，2015-2020 的预测如下，测得公司几大业务板块的毛利率与净利率情况
 - 营业税金及附加：4.95%
 - 营业费用：1.2%
 - 管理费用：17%

图表 4：2014 年公司五大业务板块的主营收入与净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：2014 年公司五大业务板块的毛利率与净利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

关键点 4：对 2015-2018 年的营收和净利润进行预测，关键假设如下：

- **酒店业务：**因入住率数据不完整，假定 2015E-2018E 的总营收的增长率 7%，毛利率保持在 27%-30% 的区间；
- **索道业务：**除去前述的人次假设之外，因索道速率和改造逐步完成，假定索道人次对游客人次的比例 2015E-2018E 为 178%/180%/182%/182%。西海缆车的游客人次自 2015 年起每年保持 10% 的增长，毛利率保持在 85% 的水平。
- **门票业务：**除去前述的人次假设之外，因门票提价，2015E-2018E 的门票为 210 元，毛利率保持 85% 的水平。同时因黄山旅游 2013 年开始实行新的会计制度，门票及索道收入由原先的总额法改为净额法：在营业收入计算时，已去除代黄山风景区管理委员会和黄山旅游集团有限公司收取的门票收入、价格调节基金、遗产保护基金和景区开发维护费用。用门票乘以客单价的全额法计算时，假定扣除 2015E-2018E 的维护费用为 350/370/390/400 百万元。
- **餐饮和其他旅游业务：**假定增速为 5%，毛利率保持在 9%。
- **房地产业务：**公司允诺 2019 年前逐步房地产经营业务，假设 2015E-2018E 的销售收入为 80/65/50/50 百万元，

图表 6：五大业务板块财务情况 (2010-2018E)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
业务 1：酒店业务									
主营收入	319.78	356.93	398.38	382.78	473.17	506.2919	541.7323	579.6536	620.2293
主营收入占比	20.68%	21.03%	20.82%	28.61%	30.56%	28.87%	27.66%	27.33%	26.74%
毛利率	21.72%	29.47%	22.03%	15.27%	30.16%	28.00%	27.00%	27.00%	27.00%
净利润	9.12	28.20	8.30	-27.87	22.24	17.93	15.23	16.30	17.43
净利润占比	3.95%	11.01%	3.46%	-19.38%	10.63%	5.80%	4.00%	3.75%	3.52%
净利率	2.85%	7.90%	2.08%	-7.28%	4.70%	3.54%	2.81%	2.81%	2.81%
业务 2：索道业务									
主营收入	331.466	366.3	387.33	322.723	365.932	482.7653	684.6016	760.8376	836.9213
主营收入占比	21.44%	21.58%	20.24%	24.13%	23.64%	27.53%	30.49%	31.21%	31.37%
毛利率	76.36%	77.38%	77.27%	84.86%	84.96%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%
净利润	149.44	155.84	163.74	132.77	162.06	217.98	309.10	343.53	377.87
净利润占比	64.69%	60.85%	68.22%	92.33%	77.45%	70.56%	60.63%	59.47%	57.92%
净利率	45.08%	42.55%	42.27%	41.14%	44.29%	45.15%	45.15%	45.15%	45.15%
业务 3：门票业务									
主营收入	509.22	576.29	606.43	239.357	262.42	318.388	398.6462	455.5108	530.0619
主营收入占比	32.94%	33.95%	31.69%	17.89%	16.95%	18.16%	20.35%	21.48%	22.85%
毛利率	41.95%	42.37%	39.88%	82.03%	84.06%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%
净利润	94.14	99.29	91.39	93.76	114.51	143.76	179.99	205.67	239.33
净利润占比	40.75%	38.77%	38.08%	65.20%	54.73%	46.53%	47.31%	47.31%	48.33%
净利率	18.49%	17.23%	15.07%	39.17%	43.64%	45.15%	45.15%	45.15%	45.15%
业务 4：餐饮和其他旅游业务									
主营收入	289.82	322.81	311.50	229.27	348.766	366.2043	384.5145	403.7402	423.9273
主营收入占比	18.75%	19.02%	16.28%	17.14%	22.53%	20.88%	19.63%	19.04%	18.28%
毛利率	9.03%	6.26%	9.55%	10.39%	9.07%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
净利润	-26.09	-39.65	-29.95	-35.18	-50.86	-51.81	-54.41	-57.12	-59.99
净利率	-9.00%	-12.28%	-9.62%	-15.34%	-14.58%	-14.15%	-14.15%	-14.15%	-14.15%
业务 5：房地产业务									
主营收入	95.819	74.992	209.87	163.57	97.944	80	65	50	50

主营收入占比	6.20%	3.08%	9.59%	7.85%	1.62%	1.11%	0.77%	0.53%	0.48%
毛利率	15.99%	27.68%	33.28%	28.79%	11.83%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
净利润	-1.96	6.85	29.62	5.00	-11.58	-8.92	-7.25	-5.57	-5.58
净利率	-2.04%	9.14%	14.11%	3.06%	-11.82%	-11.15%	-11.15%	-11.15%	-11.15%

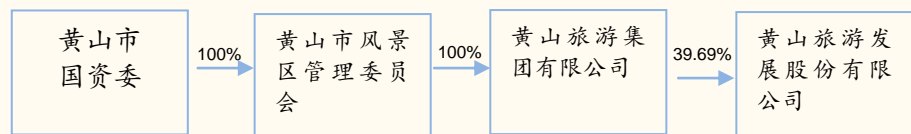
来源：国金证券研究所

2. 公司基本资料和财务情况分析

2.1 股权结构清晰，国企改革步伐稳中求进

- 公司实际控制人为黄山市国资委，公司大股东为黄山旅游集团有限公司，黄山市国资委持有黄山旅游集团有限公司的 100% 股权，2015 年 8 月 12 日公司完成非公开发行股票，以 18.55 元/股的价格非公开发行数量 2685 万股，发行后，控股股东黄山旅游集团持股比例由 41.95% 降至 39.69%，仍然是公司的控股股东。
- 公司采取事业部制组织架构，实现集中决策、分散经营的管理模式，所属的公司有 20 余家，其中索道有 3 家，酒店 12 家，4 家旅行社，2005 年投资成立了黄山旅游电子商务网，2009 年增加了商品房销售业务，2010 年开创了徽菜系列，进军餐饮业务，现如今已经在多个城市开设了分店，2011 年设立子公司进行花山谜窟景区的开发经营，公司在旅游产业链的布局不断完善。

图表 7：公司与实际控制人之间的关系示意图



来源：公司年报，国金证券研究所

- 2016 年 1 月 19 日，公司管理层人员大变动，聘任章德辉先生为公司总裁，并增补为公司董事。聘任叶志军为新董事长，章德辉为新总裁，反映了公司开展国企改革的决心，同时新的董事长叶正军拥有丰富的景区规划管理经验，新的总裁章德辉财经金融背景深厚，对于公司产业结构升级起到促进作用，营造了黄山风景区多元化产业结构融合的局面。在新的管理层的领导下，从改革创新着手，以坚持主营的情况下，充分挖掘公司的增值潜力。

图表 8：公司管理层人员变动情况一览表

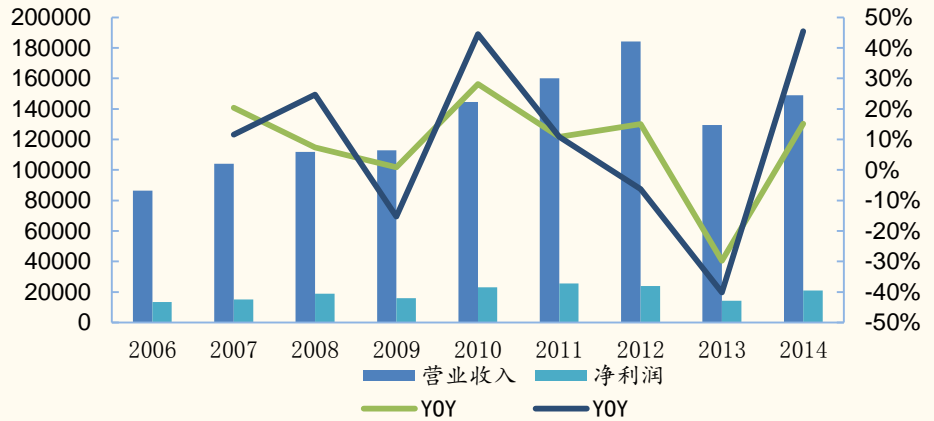
姓名	职务	变动情形	变动日期	资历背景
叶正军	董事长、董事	选举	2016.01.19	现任黄山风景区管委会党委副书记，副主任，黄山旅游发展股份有限公司董事长
章德辉	总裁、副董事长	聘任	2016.01.19	历任黄山市财政局办公室主任，外事财务科(金融科)科长，黄山市旅游局副局长，黄山市旅游委员会副主任，黄山市黟县县委常委，副县长，黄山市市政府副秘书长，黄山市徽文化产业投资有限公司总经理。
解传付	董事、副总裁	聘任	2015.5.27	历任黄山云谷索道公司副总经理，黄山玉屏索道公司总经理。现任本公司总裁助理。
何益飞	董事、财务总监、会计师	聘任	2015.5.27	历任黄山风景区管委会会计处财务科科长，本公司审计部经理，财务部经理，财务总监。现任本公司总会计师兼财务总监。
方延庆	监事	聘任	2015.5.27	历任黄山管委会园林局科长，本公司证券投资部经理，本公司采购配送中心总经理，本公司投资发展中心总监
洪海平	总裁助理	聘任	2015.5.5	历任黄山园林局办公室副主任，园林开发分公司总经理助理，副总经理。
汤石男	总裁助理	聘任	2015.5.5	历任黄山狮林酒店人事行政部经理，屯溪徽商故里大酒店副总经理。
王坤	总裁助理	聘任	2015.5.5	历任狮林大酒店人事行政部经理，公司市场营销中心策划部经理。
丁维	董事会秘书	聘任	2015.5.5	历任本公司董事会办公室员工

来源：公司年报，国金证券研究所

2.2 五大业务齐头并进，业绩表现优异：

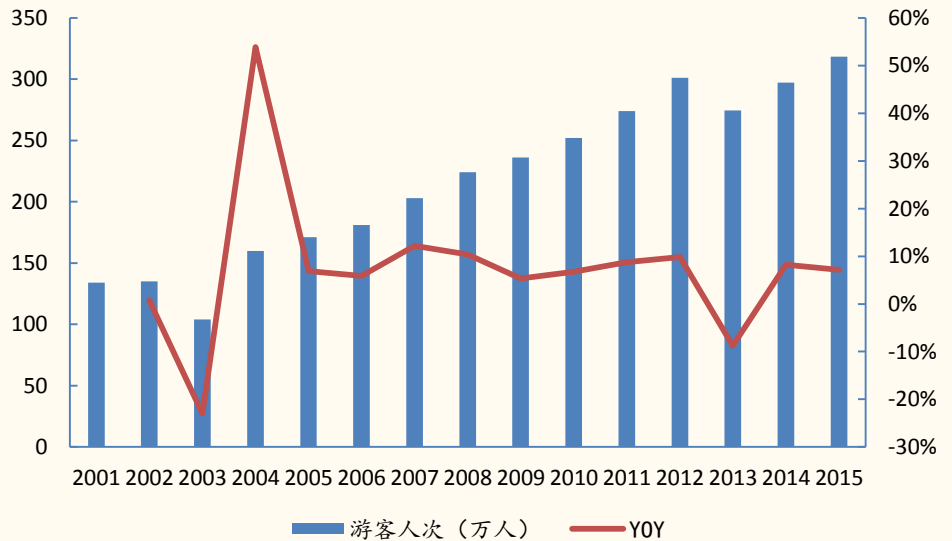
- 2015 年全年景区共接待游客 318.28 万人次，同比增长 7.13%。2014 年实现营业收入 14.90 亿元，同比增长 15.13%，归属于上市公司股东的净利润 2.09 亿元，同比增长 45.5%，公司 2006-2014 年营业收入的复合增长率 7%，2014 年接待游客人数 297.1 万人，同比增长 8.2%，索道运送游客人数 527.9 万人，同比增长 14.9%。

图表 9：黄山旅游 2006-2014 年经营情况



来源：公司年报，国金证券研究所

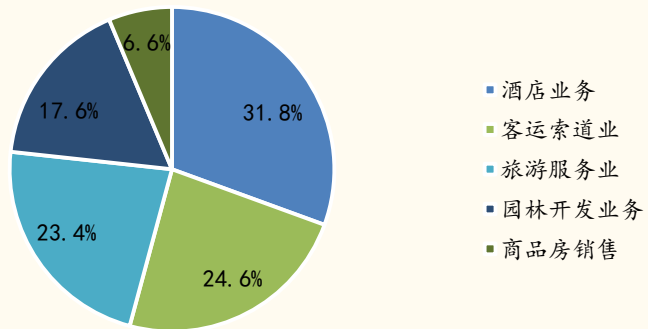
图表 10：黄山旅游 2001-2015 年游客人次及同比增长情况



来源：公司年报，国金证券研究所

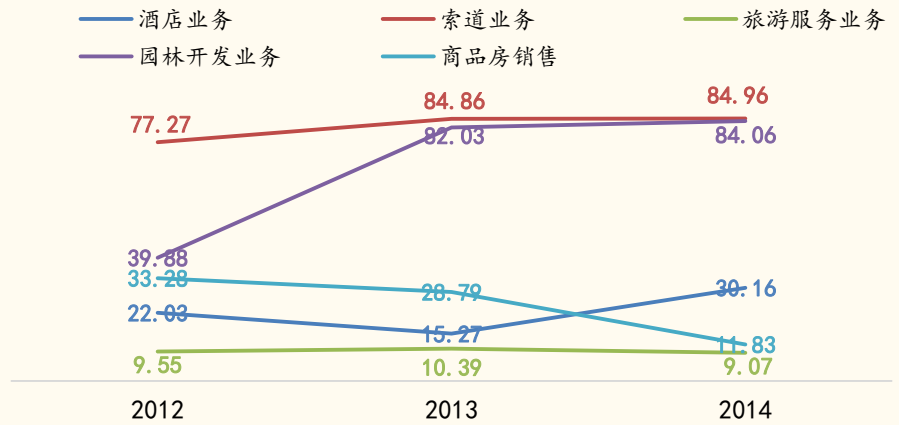
- 公司以黄山风景区为核心，延伸到产业链的上下游，主要业务分为酒店、索道、园林开发、旅游服务以及商品房销售等五大业务板块，其中收入主要来源于酒店、索道，2014 年酒店业务创造了 4.73 亿元的收入，占总收入的 31.8%，索道业务实现了 3.66 亿元的收入，占比为 24.6%，而毛利率最高的是索道和景区业务，2014 年索道和景区门票业务的毛利率分别为 84.96%和 84.06%，其中索道业务是公司不断拓展的业务，公司在 2015 年对索道进行改造，实现更大容量的承载游客，会对未来的公司经营产生积极影响。

图表 11: 2014 年公司各项目营业收入占比情况



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 12: 公司五大业务项目毛利率情况



来源: 公司年报, 国金证券研究所

3. 高铁效应逐步兑现，未来景区项目扩容，内生业绩强劲增长

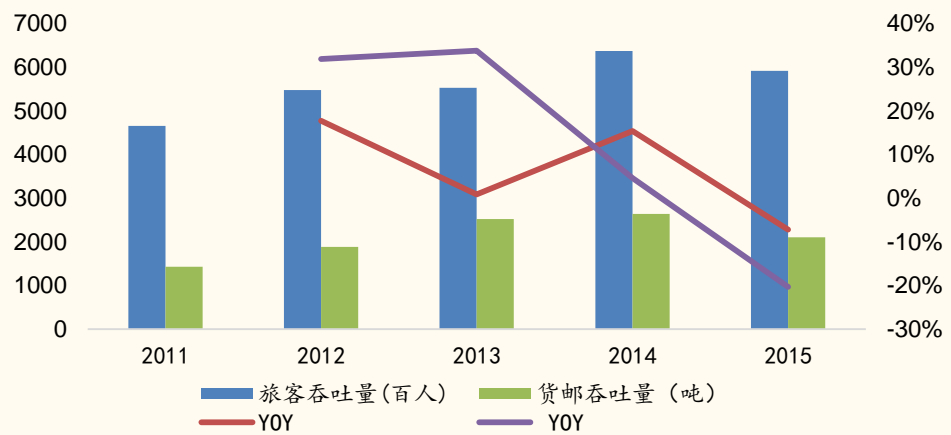
3.1 高铁助推“快旅慢游”模式，人次业绩大幅提升

黄山市拥有完善的交通网络，毗邻经济发达的长三角地区；黄山地区已经开通了机场线路、7条高速公路和2条高速铁路，规划中的高速公路和铁路分别为2条和3条。

3.1.1 高铁改变客源来源地，散客和度假游客比例提升

■ **航空：**黄山机场是4D级口岸机场，黄山机场飞行区等级指标为4D，跑道长2600米，宽45米，年旅客吞吐量为112万人次（其中国内92万人次，国际20万人次）。现已开通首尔、釜山、台北3条境外航线和北京、上海、广州等20余条国内航线，根据规划，未来黄山机场按照4E类标准规划控制，跑道延长至3200米，用地扩展到230公顷。2015年黄山机场共保证各类飞行起降6599架次，完成旅客吞吐量591281人次，货邮吞吐量2101.7吨，黄山机场将升级扩容，未来黄山市的旅游吞吐量将大幅度增加。

图表 13：黄山机场 2011-2015 年旅客及货邮吞吐量情况



来源：黄山旅游局，国金证券研究所

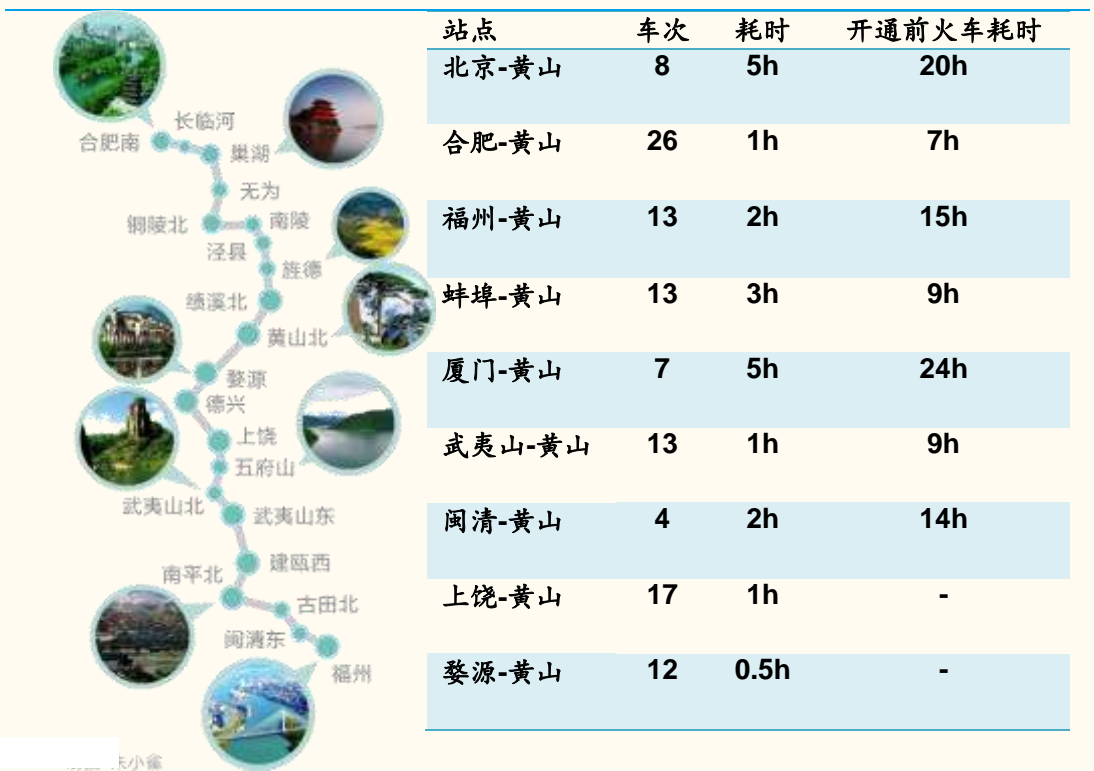
图表 14：黄山机场到各地的航班频次

始发	起飞	到达	一	二	三	四	五	六	日	票价/最低价及备注
北京	10:50	14:15	Y	Y	Y	Y	Y	Y		1090
成都	20:05	22:10	Y				Y			1350
福州	13:05	14:55	Y		Y		Y	Y	Y	630
广州	20:20	22:00	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	960
海口	09:45	11:55	Y		Y		Y		Y	1500
合肥	13:35	14:15	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	640
合肥	09:00	10:10	Y		Y		Y	Y	Y	640
上海	14:20	15:25	Y				Y			580/虹桥起飞
上海	14:20	15:25				Y			Y	580/虹桥起飞
首尔	12:25	14:05			Y			Y		/
台北	18:20	20:15			Y			Y	Y	/
天津	15:30	17:15	Y		Y		Y		Y	1140
西安	12:55	14:35		Y		Y		Y		1260
厦门	18:10	19:15		Y		Y		Y		710
重庆	19:35	21:40				Y			Y	1210

来源：黄山屯溪国际机场，国金证券研究所

- **京福高铁通车，拉动京津、合肥、厦门和福州等地客源：**2015年7月正式全线通车。这条高铁将福建、安徽、江苏、山东、河北以及北京等多个省市串联起来，京福高铁开通与沪汉蓉、沪昆等多条高速铁路的衔接。黄山将北通京津、南连闽粤、西达川渝、东接沪杭，对外交通明显改善，每日在高铁黄山北站停靠的列车有68列，大大缩短各地游客来黄山的旅途时程，北京到黄山只需5个多小时，合肥到黄山只需1个多小时，福州到黄山只需2个多小时。
- **游客比例和消费结构发生改变，散客和度假游客比例提升：**过去黄山市总游客量中长三角地区游客占据了50%，京福高铁使得3小时到达黄山的覆盖范围在不断扩大，散客和自驾游的比例逐步上升，这对黄山旅游开发新产品，发展休闲度假游，延伸产业链，促进产业转型升级是一个重大机遇。

图表 15：合福段高铁线路示意图



来源：网络公开信息，国金证券研究所

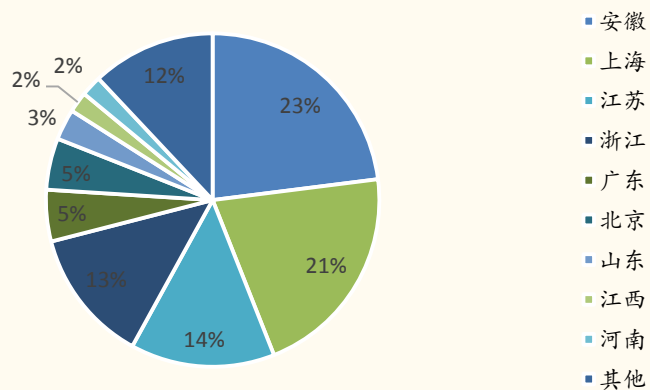
- **宁安高铁拉动皖苏客源：**2015年12月5日正式开通，由南京南站出发，途经马鞍山、芜湖、铜陵、池州，最后抵达安庆，全程速度达到250km/h，从南京到安庆只需要1小时30分钟，南京到马鞍山仅需要15分钟，安同城际铁路通过仙宁铁路与沪宁城际高速铁路箱连接，形成安庆至上海的高铁通道，形成围绕长三角地区的交通辐射网络，带动长三角地区的经济发展向外辐射范围的扩大。

图表 16：宁安高铁线路示意图



来源：网络公开信息，国金证券研究所

图表 17：2013 年黄山市国内客源地分布



来源：黄山旅游局，国金证券研究所

■ 未来高铁的拉动效应愈发显著

- **杭黄高铁**：预计将于 2018 年开通，将黄山、千岛湖和西湖等名山胜水连成一线，彻底打开黄山连接长三角的快速通道，形成一条世界级黄金旅游通道。大黄山地区五大主要客源地市场地实现大串联，黄山将形成“5 小时高铁生活圈”：到合肥、杭州仅需 1 个多小时，到上海、宁波、福州只需 2 个多小时，到武汉、长沙、南昌只需 3 小时，到北京只需 5 个小时，黄山也将步入长三角地区“同城时代”。
- **皖赣复线**：皖赣铁路扩能改造于 2013 年底开工，全场 570 千米，途经诸多历史名城，沿线穿越皖南新安江谷地和赣东北丘陵区。
- **郑合高铁**：郑合高铁于 2015 年底开工建设，预计 2018 年建成通车，全长 520 公里。建成后从郑州去往合肥、杭州、福州的时间大大缩短，郑州到合肥缩短至 2 个多小时。

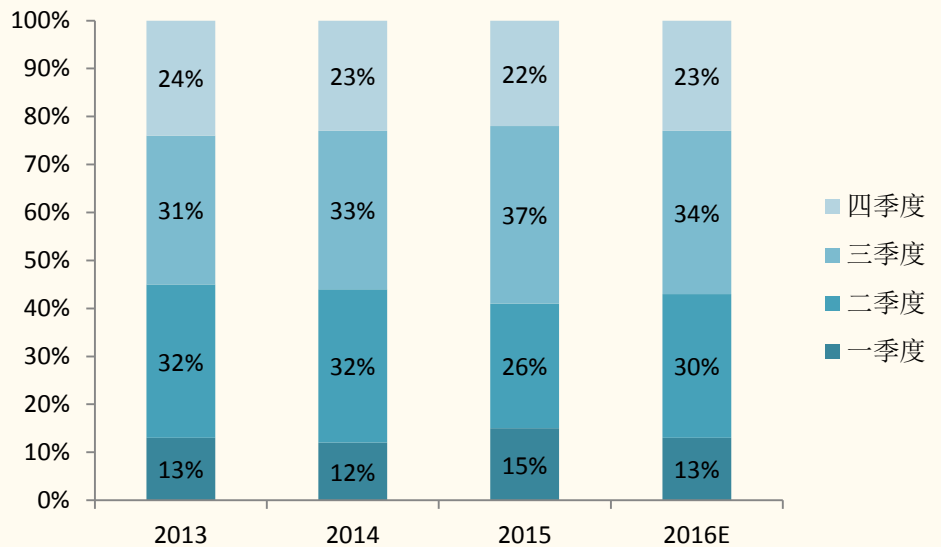
3.1.2 游客人次高速增长，增量弹性效应显著

高铁带动游客人次高速增长这一结论需要通过过往数据的量化分析预测未来的人次增量情况。在此做了两种情形假设作为投资参考：

A. 假设情形 1: 基于对黄山旅游三年 (2013-2015) 的游客量监测, 测得各个季度的人次周期性浮动和占比情况。鉴于此种假设情形是用一季度推测全年, 在高铁对游客人次的拉动效应具有波动的不确定因素情形下, 仅供投资参考。

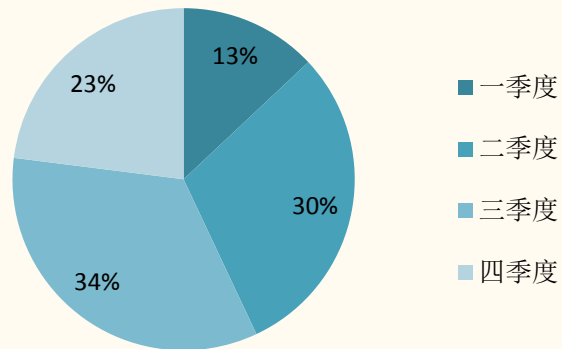
- **游客人次季节性波动强:** 通过对近三年游客人次的数据监测所得, 可发现黄山的季节波动性强, 2014 年二季度和三季度的人次占比同年总人次分别达到 26% 和 37%。同时通过加权法预测 2016 的各个季度人次占比情况为 13%、30%、34% 和 23%。
- **2016 年增量最为显著, 预测增速达 41%:** 2015 年 7 月合福高铁开通, 三季度人次同比增量 22.3%, 四季度增量 2.5%。2016 年第一季度人次预测 60 万, 增量 29% (三月数据按照 2015 年人次数据做无增量保守计算)。而一季度通常为黄山淡季, 保守测算按照 29% 的增速, 通过各季度人次占比推测, 预估 2016 全年将会实现游客人次大幅增长, 达到 41%。
- **二、三季度的受益弹性最大:** 由于 2015 年二季度的低基数、旺季的来临以及二季度人次较全年总量的占比较高 (2016 年预测达到 30%), 二季度的人次增量将具有更大的弹性, 预估人次可达 134 万, 实现 61% 的增速。而三季度由于去年已经有高铁开通拉动的预期实现, 人次基数已大幅提升, 2015 年的增速达到 22%, 2016 年预测同比增速为 27%。
- **2015-2018E 的游客人次为 318/447/492/541 万, 增速为 7.13%/41%/10%/10%。**

图表 18: 黄山游客人次季度性变化



来源: 黄山市统计局, 黄山风景区管委会公布数据, 国金证券研究所

图表 19: 2012-2014 四个季度游客人次平均占比



来源: 黄山市统计局, 黄山风景区管委会, 国金证券研究所

B. 情形假设 2: 2015 年游客同比增长 7.13%, 假设 2016 年高铁拉动人次的效应可全年体现, 假设可实现 15% 的增长, 本文采用情形假设 2 的游客人次数据。

- 因 2016 年具有较高增量, 到年底的人次基数已较大, 在暂时不考虑杭黄高铁的带动影响和东黄山景区尚未改造完成的前提下, 目前假设 2017/2018 的游客增量为 10%。
- 2015-2017E 的游客人次为 **318/366/403/443 万**, 增速为 **7.13%/15%/10%/10%**。

3.2 内生强势增长：

公司作为唯一代理经营黄山风景区的企业，已产生由上自下的产业链，公司的主营业务覆盖了酒店、索道、园林开发、旅游服务以及商品房销售，其中公司收入占比最高的是酒店和索道业务，毛利最高的是索道业务，公司的业务收入来源多样化，从多个产业来获得利润，大大减低了对单一业务收入的依赖性。

3.2.1 酒店业务：统一管理减少内部竞争，设施改造提升入住率，整顿运营留下最优资产。

- **餐饮酒店市场份额占据公司主营收入最大比重：**公司共有山上六间山下六间共 12 间酒店。分布于黄山风景区的酒店包括玉屏楼宾馆、排云楼宾馆、北海宾馆、西海云庄，西海饭店、白云饭店、狮林大酒店等，可以提供各种类型的房间 2398 间。
- **全部酒店统一管理减少内部竞争：**过去山上酒店由于内部竞争出现损耗，流失净利润，目前公司实现销售和运营平台的统一管理，山上和山下酒店的联动发展。酒店通过内部改革掌握定价权，订房权和营销权，2014 年增加 4000 万营收。
- **山上酒店设施改造提升入住率，客单价更具弹性：**西海酒店改造过之后，床位减少，客房面积不会增加，平均能达到 67-68%入住率，2015 年实现 8800 万收入，留住中高端游客。目前山上酒店全年平均出租率 67%-68%，客单价仅 400 元左右，西海饭店经改造后房价将提高 200 元/间。公司希望努力将人均支出提升至 500 元左右。受益于良好效益，北海酒店改造将于 2016 年启动。由于山上的六家酒店由于其独特的地理位置主要是刚性需求，具有很强的议价能力，未来可以通过制定更为灵活的定价体系实现收益管理来提升酒店的收益。
- **山下酒店提升休闲度假游客比例，同时整顿运营留下最优资产：**山下酒店的客源由观光转向休闲度假游客，例如皇冠假日 2015 年毛利 868 万，春节期间同期增长 20%的客流主要是休闲度假游客。

图表 20：公司拥有酒店资产情况一览

	客房数	星级	设施情况	
山上宾馆	白云宾馆及天海山庄	167	☆☆☆☆	高级套房、准间、原木生态屋及多人独立卫房等多种房型，餐厅、观光餐厅、宴会厅、多功能厅，三处可同时容纳 600 人就餐；公独一无二的地热采暖设备；
	西海饭店	184	☆☆☆☆☆	西海饭店拥有 184 间客房，至尊套房、御尊套房、荣尊套房、豪华标间、豪华大床房、精品观景房、精品标间、精品大床房
	北海宾馆	295	☆☆☆☆	宾馆由散花精舍、主楼、贡阳山庄、竹木房、居仙阁、八号楼组成，能满足不同消费层次的宾客及旅游团队的需要
	狮林大酒店	180	☆☆☆☆	4 人同缘屋、特惠家庭房、标准双人间、普通单间、豪华单间、商务套房、清凉别墅-豪华标间、豪华单间、豪华套房、观景套房以及多人独立卫间
	玉屏楼宾馆	41	☆☆☆☆	套房、标准间、经济房等不同档次的房间，24 小时供应冷热水，客房内备有暖气、闭路电视；设有宴会厅、包厢、中餐厅、西餐厅、自助餐厅，可一次接待 200 余人用餐
	排云楼宾馆	143	☆☆☆☆	宾馆有标准房、三人房、豪华观景房、豪华套房和经济实用的多人独立卫高低铺，房内均设有进口电热装置与独立卫生间，全天供应热水
	微商故里	70	☆☆☆☆	——
山下宾馆	黄山国际	356	☆☆☆☆☆	拥有“新安江景观房”、“生态氧吧房”各类标、单房 356 余间，主力房型宽敞明亮、浴室干湿分离，更有高档棉质床品，酒店内中、西餐厅、酒吧一应俱全，可同时容纳 800 人就餐
	呈城皇冠假日	485	☆☆☆☆☆	酒店拥有中餐厅、西餐厅、咖啡厅、酒吧、大堂吧等餐饮设施。有会议厅、鲜花店、自动取款机、电梯、可无线上网的公共区域、收费停车场、前台保险箱、医务室、行李寄存处、残疾人客房、邮政服务等设施。茶室、乒乓球室、健身室、室内游泳池、桑拿浴室、SPA 等娱乐设施。

轩辕大酒店	267	☆☆☆☆☆	距离黄山风景区最近的五星级酒店。房间最小面积 45 平米。房间拥有免费高速宽带接口及独立的淋浴和按摩浴缸。黄山景观客房面积 55 平米起，拥有 6 平米独立景观阳台及浴缸电视。
华山宾馆	210	☆☆☆☆	餐饮能同时容纳 600 人就餐，设有中、西餐厅、宴会厅及各类豪华包厢，是目前黄山市康乐设施最先进的娱乐场所，宾馆全套安全消防监控，虚拟网电话、客房的宽网接口，卫星电视等配套设施，为您提供方便、快捷、安全的现代化服务。

来源：网络公开信息，国金证券研究所

3.2.2 索道业务：索道运量提升，客单价提价，总营收量价齐升。

- **索道渗透率 178%，未来进一步提升：**索道业务是公司净利润贡献最大的业务，索道业务收入主要来自于索道门票的销售收入。目前拥有三条索道一条地轨：云谷索道、玉屏索道、太平索道及位于西海大峡谷的西海地轨。根据 15 年的数据所得，搭乘索道的游客人次为 527.9 万，是总游客人次 297 万的 1.78 倍，即渗透率 178%。未来随着新玉屏索道的运量提升，将形成以观光缆车为中心的多条全新游览线路，索道和缆车选择余地大，渗透率将进一步提升。
- **新玉屏索道运能和票价双提升：**新玉屏索道下起温泉景区观瀑楼、上至玉屏景区蒲团松，是连接温泉、玉屏两大景区的重要通道。2014 年 10 月 8 日玉屏索道进行扩容改造停运，改建之后 2015 年 6 月 16 日完工并投入运营。索道配备 8 人座车厢 82 个，最大单向运量由原来的 1000 人/小时提高到 2400 人/小时，高峰时段疏散客流能力提升一倍之多，有效减少了游客排队等候时间，将提升游客搭乘索道的意愿缓解客流压力。同时，改建后的玉屏索道提价 10 元/人次，旺季 90 元，淡季 75 元。玉屏索道运能和票价的双提升将驱动黄山景区客流加速增长。
- **西海观光缆车提升西黄山：**西海观光缆车 2011 年开工建设，于 2013 年 7 月 9 日投入运营，扩大了景区容量，在旅游高峰日缓解黄山北海、天海等热点景区的人流压力。由于尚属培育期客流量不大，西海大峡谷地轨缆车 2014 年客流量 50 万。同时，地轨缆车价格在 2016 年将上涨至 100 元，西海景区的深度开发和缆车提价因素成为公司未来业绩增长的新来源。

3.2.3 园林开发业务：受益高铁拉动，游客人次和业绩双增长

- **园林业务收入主要来自于景区的门票收入，游客人次是最主要影响因素。**在景区门票提价受限的情况下，此部分的业务增量主要来自游客人次的增长。景区分为六大景区：温泉景区、玉屏景区、白云景区、北海景区、西海景区、松谷景，实行一票通行制。
- **毛利高达 85%，人次提升为增量业绩贡献：**自 2013 年始，门票业务的收入准则从全额法改为净额法，除去管委会园林管理、基金会开支外，门票业务的毛利高达 85%，游客人次的高增长对门票收入的带动弹性显著，且为纯利润的贡献。

3.2.4 旅游服务和房地产销售业务：旅游服务的毛利下降，逐步退出房地产业务板块

- **徽商故里：**目前，徽商故里主题连锁餐馆已达 6 家，其中北京门店 4 家。据公司预计徽商故里集团在未来 3 年时间内，营业收入要突破 3 亿元。
- **公司投资 5000 万元成立全资子公司徽商故里文化发展集团有限公司，**经营范围包含组织文化艺术交流、承办会展活动、制售中餐等。2014 年营收达 7400 万元，接待人数 26 万人次，目前在全国范围内拥有 9 家门店，天津门店将于 4 月份开业。公司徽菜板块将发挥集团管理优势形成标准化商业模式，解决当下餐饮行业人力资源匮乏的痛点；将具备地方性特色的徽墨、徽剧、徽派建筑、徽州工艺等融入就餐环境，品牌营销推广的同时提升其内涵及附

加值, 凸显差异化竞争优势。子公司将加快对徽菜板块的孵化, 逐步打开相关资源整合的空间, 实现规模化扩张。未来有望独立上市丰富公司平台布局。

3.3 景区占据核心资源, 扩容潜力巨大

黄山市境内汇聚丰富的自然资源与历史人文遗迹于一身, 周边徽派古镇、度假酒店和休闲文娱消费带动安徽整体发展。公司未来将由单一景区发展转向全域旅游的发展, 其中东黄山的开发是未来三年内的重中之重, 东大门总面积 40-50 平方公里, 与南大门的交通接驳优势明显, 具有极佳的生态环境和观光价值。

3.3.1 黄山东景区项目挺进, 景区扩容成为新业绩增长点

- **“打开黄山四门”战略构想提上日程:** 黄山东大门位于黄山风景区东麓, 隶属黄山区谭家桥镇, 由于资源禀赋条件的与交通等基础设施条件的限制, 远远落后于黄山风景区的南大门和西大门焦村镇, 旅游开发还属于初创期。安徽省委省政府、黄山市委市政府已提出“打开黄山四门”的战略构想, 预计黄山东区的开发也将逐步迎来机遇。
- **黄山东景区项目基本情况:** 黄山整个景区 140 平方公里, 核心景区 90 平方公里, 东黄山景区 38 平方公里, 景色秀丽。公司将投资 10 亿, 打造包含景区游览与接待设施的休闲小镇, 总占地约 40-50 平方公里, 项目开发时间约 3 年, 2019 年之前完成建设, 目前已完成控规, 将会进行详规的国际招标。由于南大门目前已人满为患, 东黄山山下做东大门入口, 与南大门可以依靠交通接驳, 约 15 分钟车程。此小镇拥有旅游接待、休闲消费、客流集散和交通接驳等功能。因目前景区的旺季承载量已达上限, 游客体验不佳, 开发后有望有效承接杭黄高铁开通后带来的客流增量。
- **对标新西兰皇后小镇, 打造休闲小镇模式:** 新西兰皇后镇位于新西兰的哇卡迪普湖, 是冒险运动与奢华享受完美结合, 这个度假胜地拥有全国最好的酒店设备, 世界级的高尔夫球场和葡萄酒产区。

图表 21: 新西兰皇后小镇案例

新西兰皇后小镇案例卡	
地理位置	新西兰的哇卡迪普湖
人口数量	17000 人
占地面积	8467 平方公里
游客人次	200 万
中国游客接待人次和消费	2015 年一年中国游客在皇后镇的花费将达 2.07 亿, 比 2014 年的 1.295 亿增长约 60%。自 2011 年以来, 入境新西兰的中国游客人数几乎增加了一倍以上, 从 2011 年全年的 14.1289 万名游客, 上涨到 2015 年的全年 34.4944 万名游客。中国游客在新西兰平均逗留时间是 16.5 天, 每位中国游客在新西兰消费平均为 3400 新西兰元, 也就是说, 中国游客在新西兰境内的总花费已达 7.37 亿新西兰元。
特色	享有“冒险之都”的美誉。冒险运动与奢华享受完美结合, 这个度假胜地拥有全国最好的酒店设备, 世界级的高尔夫球场和葡萄酒产区
配套设施	飞机场、滑雪场、高尔夫球场、餐厅、酒店、葡萄园及其他娱乐设施
户外运动	常年运营的活动与景点约 220 种之多。最热门的如喷射船、激流泛舟和野餐。

来源: 新西兰统计局, 国金证券研究所

4. 围绕徽文化核心资源，实施“旅游+”，迈向全域旅游时代

4.1 世界文化与自然双遗产，黄山核心景区稀缺性强，形成徽文化旅游圈

- 黄山汇聚丰富的自然资源与历史人文遗迹于一身：聚合了 2 处世界遗产地、3 处国家级风景名胜区、5 处国家森林公园和地质公园、2 处国家级自然保护区、1 座国家级历史文化名城、1 处国家级重点历史文化保护街区，国家级、省级重点文物 56 处。与绩溪县、婺源县构成了古徽州地区创造了中华三大地域文化的徽文化，黄山景区属于资源稀缺型，其独特性在于是中国目前唯一同时拥有世界文化与自然双遗产和世界地质公园三项桂冠的景区，黄山景区周边还聚集了多个 5A、4A 级景区，可以形成联动发展，延长游客的逗留时间。

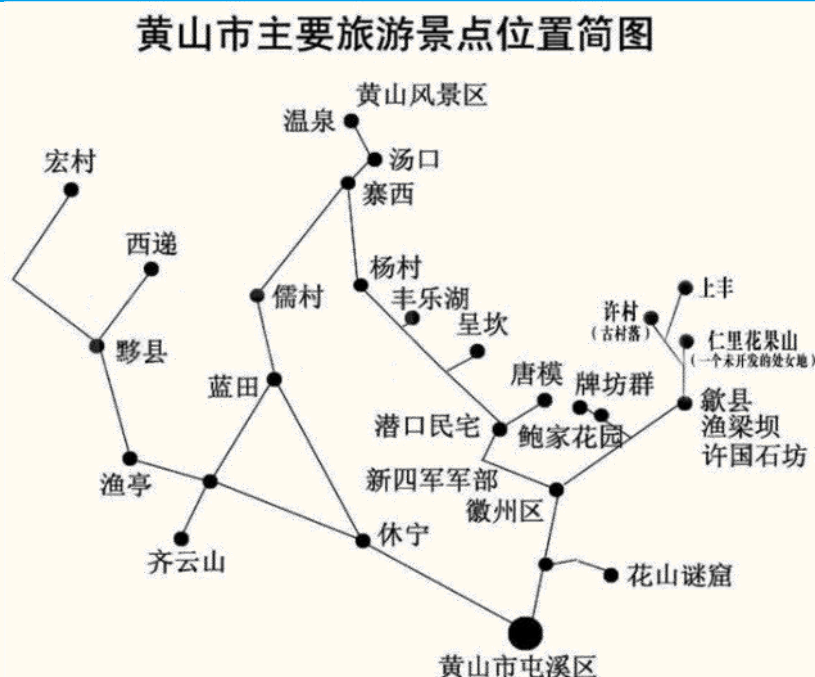
图表 22：黄山市主要旅游景点及景区情况一览



景区等级	景点项目
AAAAA 景区	黄山风景区、西递景区、宏村景区 屯溪区：新徽天地-醉温泉度假城、花山迷窟—浙江风景区、徽州文化博物馆 徽州区：唐模景区、潜口民宅、呈坎景区、丰乐湖景区 黄山区：太平湖景区、九龙瀑景区、翡翠情人谷景区、芙蓉谷景区、东黄山旅游度假区
AAAA 景区	休宁县：齐云山风景名胜區 黟县：南屏风景区、赛金花故居—归园、打鼓岭景区 祁门县：牯牛降风景区 歙县：徽州古城、新安江山水画廊、雄村景区、棠樾牌坊群—鲍家花园

来源：网络公开信息，国金证券研究所

图表 23：黄山市旅游景点位置简图



来源：网络公开信息，国金证券研究所

4.2 高端度假酒店兴起，观光景点游览向度假休闲转变

- 高端度假酒店是衡量一个旅游目的地的旅游消费模式的重要标准之一：近年来黄山的旅游投资热潮下，高端主题式度假酒店兴起。标志着黄山旅游圈从观光景点游览地向度假休闲目的地转变，旅游消费和逗留时间都将大幅提升。

图表 24：黄山高端度假酒店情况一览

高端度假酒店	地理位置	开业时间	开发商/运营商	客房数	配套设施
黄山雨润涵月楼酒店	屯溪区	2012.9.29	江苏雨润集团/SLP	99 栋别墅	室内泳池、健身室、禅月冥想室、球场、高尔夫球场、网球场、羽毛球场、乒乓球场、儿童游乐区
黄山德懋堂度假村	徽州区丰乐湖畔	2007 年开业，2012 年改造	黄山市天地旅游开发有限公司/黄山德懋堂	22 套	室内泳池、鸣琴吧、美人靠、静兰书吧、德书屋、容成仙台、可骑自行车漫游，也可享受亲水的乐趣。宾客还可进行垂钓、起鱼、采摘
黄山悦榕庄	西递宏村	2015.6.22	悦榕集团	73 间	会议室、悦容阁、SPA、户外场地、KTV
黄山太平湖 Chedi 别墅度假酒店	卧虎高尔夫区域	待定	GHM	30 间别墅、90 间客房	温泉水疗中心、健身会所、高尔夫球场及餐厅
黄山 M 酒店	屯溪区	待定	北京复华置地/新加坡 M 集团	-	客房简约时尚风格中融入徽文化精髓
黄山德懋堂万怡	丰乐湖	待定	黄山市天地旅游开发有限公司/万豪国际集团	183(主楼 135, 16 幢别墅)	SPA 设施，别墅区内更设有儿童游乐场、室外泳池及健身房等设施，还有徽州古民居改造而成的特色酒吧和中医诊疗
黄山颐品会雷迪森庄园酒店	屯溪区	待定	慢牛资本、浙江国大雷	259 间	以高端艺术主题酒店为依托，以独立的徽派建筑创意为亮点，以高品质的管家式服务为保障

迪森酒店					
黄山屯溪利港喜来登酒店	屯溪区	2017.1.31	利港集团、喜达屋集团	450 间客房与套房	均设有喜来登甜梦之床，拥有多家零售商店、娱乐健身中心、按摩中心、室内游泳池
黄山雅乐轩酒店	屯溪老街	2018.12.31	喜达屋集团	-	特色睡床、步入式淋浴间、极乐水疗定制用品以及更多的便利设施、XYZ 酒吧
黄山汤口福朋喜来登度假酒店	汤口镇	2019.7.1	喜达屋集团	-	均设有喜来登甜梦之床，拥有多家零售商店、娱乐健身中心、按摩中心、室内游泳池
黄山元一希尔顿酒店	屯溪区江南新城	待定	元一集团、希尔顿国际酒店集团	300	全景剧场、环球影城、主题酒店群、滨江大宅
黄山安粮太平湖希尔顿度假酒店	黄山区太平湖风景区	待定	安粮置地/希尔顿	-	国际健康管理中心，度假养生公寓、湖滨别墅，私享游艇俱乐部、风情婚礼教堂、天际星光泳池，阔景湖山主题餐厅

来源：网络公开信息，国金证券研究所

4.3 从“景点旅游”迈向“全域旅游”，“旅游+”带动全产业链发展

- **特色游兴起**：黄山作为徽文化的发源地，拥有多处文化遗产、国家历史文化名城名镇名村名街、中国传统村落和各类古建筑，逐步实现全域化发展。全产业联动、全要素整合，形成了多元化、特色鲜明的旅游产品。乡村游、度假游和主题游也越来越受到青睐。

图表 25：黄山各景区特色和游客人次

景点	特色旅游	2015 年游客人次
黄山景区	周边游、自驾游	318.28 万人
古徽州文化景区	文化旅游、周边游、自驾游	391.1 万人次
西递景区	乡村游、自驾游	88.96 万人次
宏村景区	乡村游、自驾游、周边游	186.0 万人次

来源：黄山旅游局，国金证券研究所

- **旅游+体育**：黄山市一直致力于打造各种体育赛事，由于其优质的生态环境，黄山市成功举办了国际级、国家级和省级比赛 20 多项，包括国际龙舟比赛。登山比赛、水上运动等一系列特色运动，体育旅游逐渐成为了黄山市旅游业的一个增长点。

图表 26：黄山市 2015-2016 年举办的体育赛事一览表

体育赛事	举办时间	参赛规模
全国竞走大赛	2016-3-5	400 名运动员
环江淮万人骑行大赛	2016-4-16	10000 人
第十届黄山国际山地车公开赛	2015-3-27	3000 人
中国定向公开赛黄山分站赛	2015-10-30	500 人
第二届中国齐云山国际养生万人徒步大会	2015-10-31	10000 人
第十一届中国黄山国际登山大会	2015-11-16	3000 人
第十届黄山国际山地车公开赛	2015-3-27	3000 人

来源：网络公开信息，国金证券研究所

4.4 外延扩张：对外收购，不断推进旅游+产业

- **旅游+产业正在推进**：公司 15 年 12 月公告将与祥源控股集团全面合作，表明公司对景区业务全面升级的目标和决心，而根据黄山市政府领导的讲话，未来黄山市旅游升级主打方向包括：旅游+文化、旅游+体育和旅游+互联网等，预计公司将逐步有所布局。

- 旅游+互联网：**黄山风景区作为2015年智慧旅游景区第三名，在线上营销渠道布局上做到更好的拓展，积极抢占在线旅游市场份额，与携程、同程、艺龙等OTA进行全面战略合作，同时与科大讯飞、阿里旅行进行深度合作，开发景区的潜在价值。未来黄山景区还会进一步深化智慧旅游布局，推动旅游和互联网营销的产业融合。

图表 27：公司布局互联网战略一览表

时间	合作公司	拓展业务
2015.3	阿里旅行	设立黄山旅游目的地频道，黄山旅游也将继续深化黄山旅游官方旗舰店方面的合作，
2014.11	携程旅行网	举行战略合作，进一步加强与黄山旅游全方位的战略合作，充分运用平台优势，
2014.8	科大讯飞	成立以智慧旅游为主业的合资公司“讯飞爱途“
2005	途马旅游电子商务有限责任公司	对接公司旗下旅行社与企业，进行订房、订票、统计等管理功能

来源：公司公告，国金证券研究所

5. 投资建议

- 预估 2016 年总游客人次增长 15%，达到 366 万。主营收入和净利润为 19.59 亿和 3.77 亿，增速分别为 11.7% 和 24%。
- 2015-2017 的净利润为 **3.04/3.77/4.32** 亿元，增速为 **45.20%/24%/14.7%**，EPS 分别为 **0.61/0.76/0.87** 元，对应目前股价的 PE 分别为 **39/28/25** 倍。给予 2016 年目标价 30-32 元。
- 根据 wind 资料测算，在景区类业务，黄山旅游的 PE 低于平均值水平，加上其确定的成长性、业务受人次增长的高弹性和高铁催化及景区扩容的积极影响，给予买入评级。

图表 28：景区类可比公司估值和 EPS 对比

股票名称	2014 年 EPS	2015 年 EPS	2016 年 EPS	2014 年 PE	2015 年 PE	2016 年 PE
桂林旅游	0.11	0.11	0.16	94.49	101.41	69.70
张家界	0.19	0.36	0.42	64.21	33.96	28.63
峨眉山 A	0.72	0.39	0.49	15.85	29.31	23.12
长白山	0.30	0.40	0.47	64.67	48.00	41.27
丽江旅游	0.64	0.47	0.59	18.75	25.82	20.27
九华旅游	0.80	0.67	0.75	41.95	50.02	44.60
平均				50.00	48.09	37.93

来源：Wind, 国金证券研究所

6. 风险提示

6.1 股价刺激催化因素

- 游客人次超预期
- 迪斯尼效应带动影响大

6.2 风险提示

- 游客人次不达预期
- 天气影响
- 景区承载力有限

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
主营业务收入	1,841	1,294	1,490	1,754	1,959	2,121	货币资金	332	318	294	1,162	1,400	1,572	
增长率		-29.7%	15.1%	17.7%	11.7%	8.3%	应收款项	68	53	55	62	69	75	
主营业务成本	-1,105	-683	-763	-888	-948	-998	存货	842	859	838	974	1,039	1,093	
%销售收入	60.0%	52.8%	51.2%	50.7%	48.4%	47.0%	其他流动资产	15	15	17	19	20	21	
毛利	736	611	727	865	1,011	1,123	流动资产	1,257	1,245	1,204	2,217	2,528	2,762	
%销售收入	40.0%	47.2%	48.8%	49.3%	51.6%	53.0%	%总资产	37.2%	37.1%	35.1%	51.8%	55.9%	58.9%	
营业税金及附加	-80	-66	-72	-87	-97	-105	长期投资	69	68	70	70	70	70	
%销售收入	4.3%	5.1%	4.9%	4.9%	5.0%	4.9%	固定资产	1,881	1,869	1,983	1,917	1,850	1,784	
营业费用	-15	-20	-17	-21	-24	-25	%总资产	55.7%	55.7%	57.8%	44.8%	40.9%	38.1%	
%销售收入	0.8%	1.5%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	无形资产	133	134	125	76	74	72	
管理费用	-258	-247	-263	-298	-333	-361	非流动资产	2,123	2,110	2,228	2,064	1,996	1,928	
%销售收入	14.0%	19.1%	17.6%	17.0%	17.0%	17.0%	%总资产	62.8%	62.9%	64.9%	48.2%	44.1%	41.1%	
息税前利润 (EBIT)	383	278	374	459	558	632	资产总计	3,380	3,355	3,432	4,282	4,524	4,689	
%销售收入	20.8%	21.5%	25.1%	26.2%	28.5%	29.8%	短期借款	680	212	150	892	734	440	
财务费用	-40	-44	-39	-35	-35	-35	应付款项	634	498	527	608	658	699	
%销售收入	2.2%	3.4%	2.6%	2.0%	1.8%	1.7%	其他流动负债	95	499	418	172	182	190	
资产减值损失	-1	-2	-11	0	0	0	流动负债	1,409	1,210	1,095	1,671	1,573	1,328	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	19	53	53	53	53	54	
投资收益	8	-2	1	6	7	8	其他长期负债	28	36	7	31	31	31	
%税前利润	2.1%	n.a	0.4%	1.4%	1.3%	1.3%	负债	1,456	1,298	1,155	1,755	1,657	1,412	
营业利润	350	231	325	430	530	605	普通股股东权益	1,901	2,031	2,221	2,464	2,779	3,150	
%营业收入	19.0%	17.9%	21.8%	24.5%	27.0%	28.5%	少数股东权益	23	26	56	63	88	127	
营业外收支	8	1	-18	0	0	0	负债股东权益合计	3,380	3,355	3,432	4,282	4,524	4,689	
税前利润	358	232	307	430	530	605	比率分析		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
利润率	19.4%	17.9%	20.6%	24.5%	27.0%	28.5%	每股指标							
所得税	-98	-71	-85	-116	-143	-163	每股收益	0.509	0.305	0.444	0.610	0.756	0.867	
所得税率	27.2%	30.4%	27.8%	27.0%	27.0%	27.0%	每股净资产	4.033	4.308	4.712	5.227	5.896	6.682	
净利润	261	161	222	314	387	442	每股经营现金净流	0.767	0.511	0.868	0.357	1.124	1.241	
少数股东损益	21	18	13	10	10	10	每股股利	0.030	0.040	0.060	0.130	0.130	0.130	
归属于母公司的净利润	240	144	209	304	377	432	回报率							
净利率	13.0%	11.1%	14.0%	17.3%	19.2%	20.4%	净资产收益率	12.63%	7.08%	9.42%	12.33%	13.55%	13.71%	
#VALUE!	-40.08%	45.50%	45.20%	23.95%	14.69%		总资产收益率	7.10%	4.29%	6.10%	3.46%	5.97%	6.29%	
现金流量表 (人民币百万元)							投入资本收益率	10.62%	8.34%	10.90%	5.31%	8.75%	9.30%	
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	增长率							
净利润	261	161	222	314	387	442	主营业务收入增长率	15.00%	-29.72%	15.13%	17.70%	11.70%	8.28%	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-1.24%	-27.34%	34.46%	22.76%	21.39%	13.41%	
非现金支出	121	144	154	130	129	128	净利润增长率	-6.29%	-40.08%	45.50%	45.20%	23.95%	14.69%	
非经营收益	26	51	51	72	28	27	总资产增长率	12.89%	-0.73%	2.28%	23.00%	6.21%	0.84%	
营运资金变动	-46	-115	-17	-347	-13	-12	资产管理能力							
经营活动现金净流	361	241	409	168	530	585	应收账款周转天数	10.2	13.1	9.8	10.0	10.0	10.0	
资本开支	-388	-177	-207	-8	-60	-60	存货周转天数	277.5	454.7	405.9	400.0	400.0	400.0	
投资	-4	0	-3	0	0	0	应付账款周转天数	50.1	100.1	97.2	100.0	100.0	100.0	
其他	11	2	4	6	7	8	固定资产周转天数	346.8	521.8	456.6	363.8	304.0	260.8	
投资活动现金净流	-382	-176	-206	-2	-53	-52	偿债能力							
股权募资	0	1	0	0	0	0	净负债/股东权益	19.08%	-2.58%	-4.02%	1.87%	-6.94%	-16.55%	
债权募资	226	-34	-162	765	-158	-293	EBIT 利息保障倍数	9.6	6.4	9.6	13.1	15.9	18.1	
其他	-127	-46	-64	-63	-82	-67	资产负债率	43.08%	38.69%	33.64%	43.87%	42.00%	36.68%	
筹资活动现金净流	98	-79	-226	702	-239	-361								
现金净流量	77	-14	-24	868	238	172								

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周	一月	二月	三月	六月
	内	内	内	内	内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—20%；
 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7BD