

黄山旅游 (600054)

纳新吐故新周期 看山不是山


许娟娟 (分析师) **王毅成 (研究助理)**
 021-38676545 021-38676720
 xujuanjuan@gtjas.com wangyicheng@gtjas.com
 证书编号 S0880511010028 S0880115060031

本报告导读:

我们认为公司已经进入量价齐升的周期, 新任管理层将推动公司实现市场化机制改革; 市政府主导下, 公司业务有望全面向休闲娱乐度假升级, 并存在外延扩张预期。
投资要点:

- **量价齐升带来发展新周期, 外延扩张打造产业升级, 维持增持评级。**
 ①高铁带来客流持续快增, 索道、酒店均进入提价周期, 东黄山开发将提高景区接待能力。②新任管理层上任将持续市场化改革, 与民企合作实现跨越式发展。③景区向休闲度假游升级, 有望加速推动当地优质旅游资源整合。考虑到高铁开通有望持续给公司带来增量客流, 上调 2015-2017 年 EPS 为 0.61/0.88/1.12 元 (+0.02/0.13/0.20 元), 同时公司有着较强的外延扩张和产业升级战略规划, 给予略高于行业平均的 35xPE, 对应 2016 年目标价 30.8 元, 增持。
- **公司业务进入量价齐升新周期。**①京福、杭黄高铁将连接黄山与国内最优客源地, 客流增速持续超越市场预期; 上海迪士尼、杭州 G20 峰会等提供旅游线路整合机遇。②索道产能瓶颈已打开, 或进入提价周期, 山上酒店旺季也有能力提档提价。③黄山约 70 平方公里景区未开发, 东黄山可能成为下一轮扩产能的主要方向, 并带来融资预期。
- **新任管理层上任推动市场化改革, 引入民企实现跨越式发展。**①2016 年公司管理团队变动, 核心高管为市场化改革代表, 控费用、外延扩张、资本运作经验丰富。②2014 年起, 公司在营销、绩效考核、用人制度、财务管理等 7 大方面开展开源节流, 期间费用率下降显著, 酒店等竞争性业务毛利润率提升 1.5 倍。③引入祥源房地产, 有望借由民企的机制和祥源在齐云山等地的资源, 实现跨越式发展。
- **升级休闲开展并购, 更兼文体娱乐。**①黄山在“皖南国际文化旅游”示范区规划中是头号发展城市, 定位休闲旅游, 文娱、养生、户外等都有望成为“旅游+”方向。②公司定位融资平台, 集团定位投资平台, 外延预期增强, 而徽州旅游资源丰富、空间巨大。
- **风险提示:** 自然灾害等因素影响客流, 相关项目建设进度不及预期。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,294	1,490	1,596	1,804	2,015
(+/-)%	-30%	15%	7%	13%	12%
经营利润 (EBIT)	278	374	469	648	804
(+/-)%	-27%	34%	25%	38%	24%
净利润	144	209	306	438	556
(+/-)%	-40%	46%	46%	43%	27%
每股净收益 (元)	0.29	0.42	0.61	0.88	1.12
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
利润率和估值指标					
经营利润率 (%)	21.5%	25.1%	29.4%	35.9%	39.9%
净资产收益率 (%)	7.1%	9.4%	12.6%	15.8%	17.3%
投入资本回报率 (%)	10.0%	12.9%	15.4%	19.9%	22.3%
EV/EBITDA	24.7	20.0	17.4	13.1	10.6
市盈率	76.6	52.6	36.0	25.2	19.8
股息率 (%)	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **30.80**

上次预测: 27.36

当前价格: 22.88

2016.02.25

交易数据

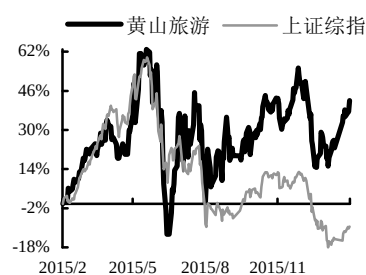
52 周内股价区间 (元)	14.09-26.77
总市值 (百万元)	11,399
总股本/流通 A 股 (百万股)	498/118
流通 B 股/H 股 (百万股)	156/0
流通股比例	55%
日均成交量 (百万股)	320.05
日均成交值 (百万元)	68.58

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,974
每股净资产	5.97
市净率	3.8
净负债率	-29.07%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.03	0.03
Q2	0.20	0.23
Q3	0.20	0.35
Q4	-0.01	0.00
全年	0.42	0.61

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	15%	0%	42%
相对指数	14%	19%	52%

相关报告

《新领导班子接任 大黄山旅游创新升级值得期待》2016.01.19

《战略合作打开想象空间, 期待国企改革加速落地》2015.12.07

《业绩符合预期 高铁游时代有望渐入佳境》2015.10.29

《业绩符合预期 高铁开通推动客流高增长》2015.08.26

《业绩拐点明朗, 经营改革打开成长空间》2015.07.21

模型更新时间: 2016.02.25

股票研究

社会服务

社会服务业

黄山旅游 (600054)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **30.80**

上次预测: 27.36

当前价格: 22.88

公司网址

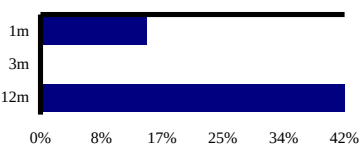
www.huangshan.com.cn

公司简介

公司属于资源垄断性旅游企业,业务范围涵盖了景区开发管理、酒店、索道、旅行社等旅游领域,被誉为“中国第一只完整意义的旅游概念股”。

主业包括园林门票、索道、酒店和旅行社等,门票和索道业务是公司两大利润支柱。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

14.09-26.77

市值 (百万)

11,399

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

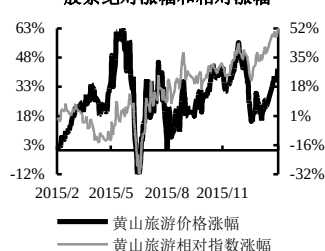
EV/EBITDA

P/S

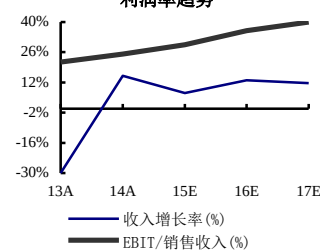
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,294	1,490	1,596	1,804	2,015
营业成本	683	763	757	782	844
税金及附加	66	72	82	92	103
销售费用	20	17	22	23	23
管理费用	247	263	267	259	241
EBIT	278	374	469	648	804
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-2	1	3	4	4
财务费用	44	39	22	17	10
营业利润	231	325	450	634	797
所得税	71	85	127	172	212
少数股东损益	18	13	29	39	46
净利润	144	209	306	438	556
货币资金、交易性金融资产	318	294	409	602	842
其他流动资产	4	4	0	0	0
长期投资	68	70	70	70	70
固定资产合计	1,869	1,983	1,979	1,975	1,970
无形资产及其他资产	138	132	121	118	114
资产合计	3,355	3,432	3,496	3,741	4,067
流动负债	1,210	1,095	1,106	1,122	1,092
非流动负债	89	86	54	56	59
股东权益	2,031	2,221	2,428	2,766	3,222
投入资本(IC)	1,937	2,089	2,211	2,397	2,663
NOPLAT	194	270	340	476	595
折旧与摊销	142	143	117	118	118
流动资金增量	-149	60	-82	58	-125
资本支出	-177	-207	-91	-95	-93
自由现金流	9	266	284	556	496
经营现金流	241	409	410	532	575
投资现金流	-176	-206	-88	-92	-89
融资现金流	-79	-226	-207	-248	-247
现金流净增加额	-14	-24	115	193	240
收入增长率	-29.7%	15.1%	7.1%	13.0%	11.7%
EBIT 增长率	-27.3%	34.5%	25.3%	38.2%	24.0%
净利润增长率	-40.1%	45.5%	46.4%	42.9%	27.0%
利润率					
毛利率	47.2%	48.8%	52.6%	56.7%	58.1%
EBIT 率	21.5%	25.1%	29.4%	35.9%	39.9%
净利率	11.1%	14.0%	19.2%	24.3%	27.6%
净资产收益率(ROE)	7.1%	9.4%	12.6%	15.8%	17.3%
总资产收益率(ROA)	4.3%	6.1%	8.8%	11.7%	13.7%
投入资本回报率(ROIC)	10.0%	12.9%	15.4%	19.9%	22.3%
存货周转天数	455	406	406	406	406
应收账款周转天数	13	10	10	10	10
总资产周转天数	950	831	792	732	707
净利润现金含量	1.67	1.96	1.34	1.22	1.03
资本支出/收入	14%	14%	6%	5%	5%
资产负债率	38.7%	34.4%	33.2%	31.5%	28.3%
净负债率	-2.6%	-4.1%	-8.5%	-14.3%	-19.6%
PE	76.6	52.6	36.0	25.2	19.8
PB	5.1	4.7	4.3	3.8	3.2
EV/EBITDA	24.7	20.0	17.4	13.1	10.6
P/S	8.1	7.0	6.5	5.8	5.2
股息率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

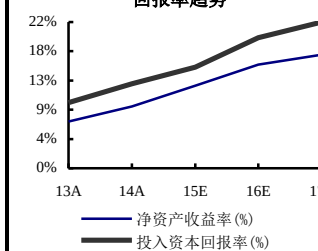
股票绝对涨幅和相对涨幅



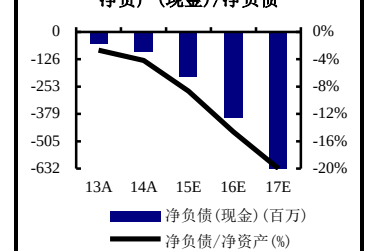
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 公司发展进入量价齐升新周期.....	4
1.1. 高铁引入客源，游客增速上新台阶.....	4
1.2. 迪士尼+G20 峰会带来设计旅游线路绝佳时机.....	5
1.3. 索道价格或并轨，产能瓶颈已打开.....	6
1.4. 酒店业务：客流旺盛凸显稀缺性，提质提价有空间.....	7
1.5. 规模效应明显，业绩加倍释放.....	7
1.6. 接待潜能在哪里：东黄山尚待开发.....	9
2. 公司成为自然景区市场化改革第一例.....	10
2.1. 管理层变动：更市场、更专业、更有效.....	10
2.2. 改善管理、提高效率，竞争性业务逐年提升.....	11
2.3. 引入祥源房地产，开发旅游资源.....	11
3. 升级休闲开展并购，更兼文体娱养.....	12
3.1. 皖南文旅示范区：黄山是头号重点城市、黄山旅游是龙头	12
3.2. 与大股东将实现更加有效和深入的协同.....	13
3.3. 周边旅游资源丰富、整合空间巨大.....	15
3.4. 黄山特色“旅游+”，产业链拓展空间大.....	18
4. 盈利预测与投资建议.....	18
5. 风险提示.....	19

1. 公司发展进入量价齐升新周期

1.1. 高铁引入客源，游客增速上新台阶

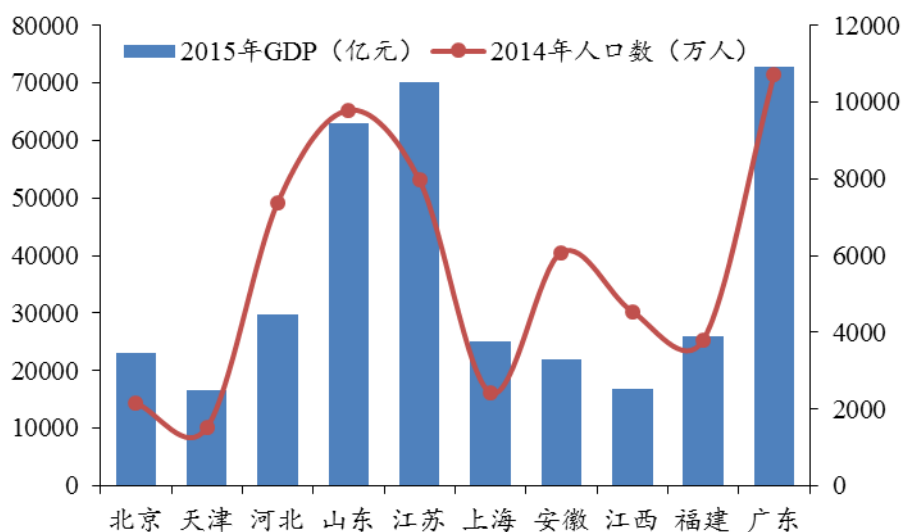
2015 年，京福高铁全线贯通，2018 年杭黄高铁将开通。与其他景区的交通改善不同，京福与杭黄高铁连接两大客源地。我们预计京福高铁开通后，京津冀可以带来 35% 的游客累计增长，福州经济圈可能带来 15% 的游客累计增长。

表 1: 京福、杭黄高铁相继开通将大大缩短京沪至黄山时间

名称	开通时间	途径站点	开通意义
京福高铁	2015 年	北京南站、天津西站、天津南站、廊坊站、沧州西站、德州东站、济南西站、泰安站、曲阜东站、滕州东站、枣庄站、徐州东站、南京南站、镇江南站、常州北站、无锡东站、苏州北站、昆山南站、宿州东站、蚌埠南站、新刘府站、淮南东站、水家湖站、下塘集站、合肥北城站、合肥南站、长临河站、巢湖东站、无为站、铜陵北站、南陵站、泾县站、旌德站、绩溪北站、歙县北站、黄山北站	北京至黄山 6.5 小时； 福州至黄山 3.5 小时； 上海至黄山 4.5 小时
杭黄高铁	2018 年	杭州东、杭州南、富阳、桐庐、建德东、淳安（千岛湖）、三阳、绩溪北、歙县北、黄山北	杭州至黄山 1.5 小时； 上海至黄山 2.5 小时

资料来源：国家铁路局，国泰君安证券研究

图 1: 京福高铁沿线及影响省市达到 10 个

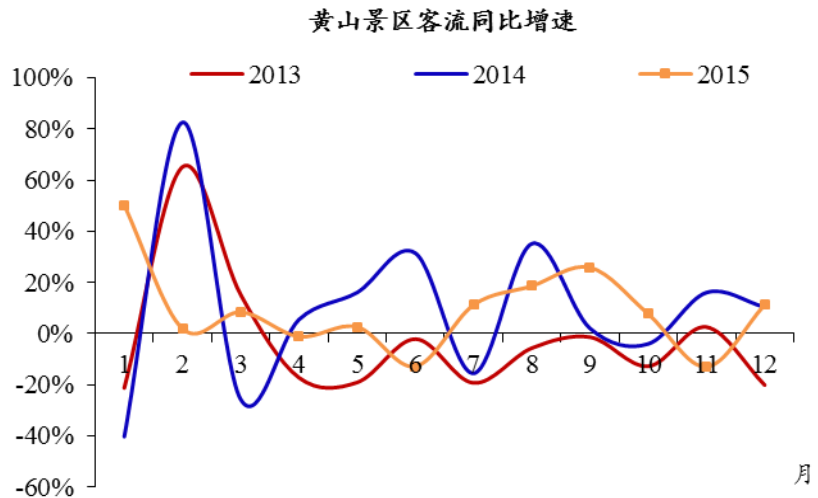


资料来源：国家统计局，国泰君安证券研究

判断得到验证：自 2015 年 6 月底开通京福高铁以来，黄山风景区接待游客增速显著提高（2015H2 同比增速达到 18%）。

预计 2016-2017 年，黄山景区游客接待量将维持复合 15% 的增速；2018 年杭黄高铁开通后，黄山将迎来新一轮增长。

图 2: 黄山风景区游客 2015H2 整体保持快增



资料来源: 黄山市统计局, 国泰君安证券研究

1.2. 迪士尼+G20 峰会带来设计旅游线路绝佳时机

重大旅游项目对周边景区有明显带动: 根据复旦大学调研数据, 迪士尼游客中分流至黄山的比例大约为 4.5%, 而考虑到高铁开通后上海至黄山交通大幅便利, 迪士尼的这一比例将更高。杭州 G20 峰会有望带来类似效应。

上海迪士尼乐园首批 30 家签约合作旅行社已经对外公布。知名旅行社公司, 包括国旅、中青旅、广之旅、南湖国旅、康辉国旅、凤凰假期、春秋国旅、锦江国旅、去哪、携程、新美大、驴妈妈等均在签约合作之列, 同时安徽、浙江、江苏、常州等地方旅行社也出现在合作名单当中。

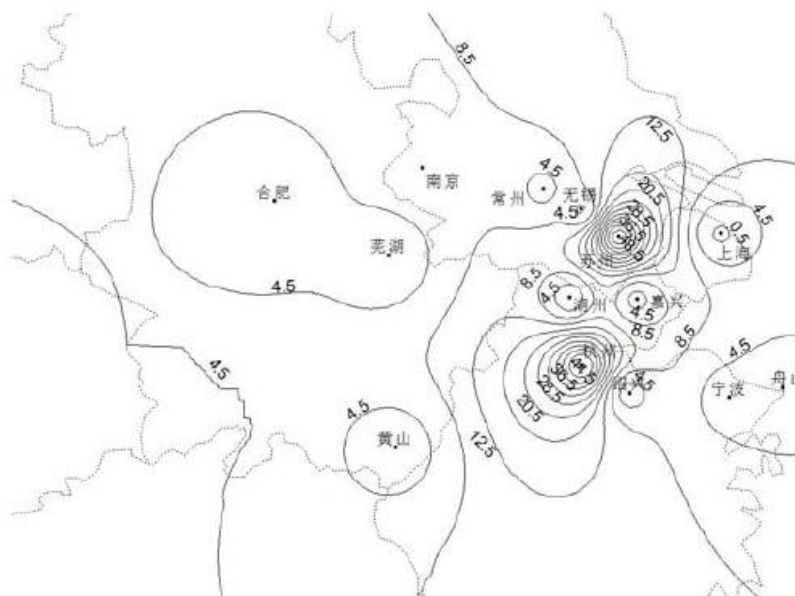
各家旅行社都被规定, 只能售卖迪士尼的打包产品, 禁止向消费者售卖迪士尼乐园的“裸票”(单纯门票)。我们判断上海迪士尼外地游客占比可达 40% 甚至更多, 迪士尼对于旅行社的折价可能不会太高。旅行社有非常强的动力设计通过打包旅游产品获取盈利。

上海迪士尼门票 3 月 28 日起售, 6 月 16 日正式开门迎客, 其总投资达到 55 亿美元, 占地 1000 公顷, 规模仅次于美国佛罗里达及法国巴黎迪士尼, 拥有全球最大规模迪士尼商店、最高最大的迪士尼奇幻童话城堡等景点。上海迪士尼 3 小时交通圈范围内拥有超过 3 亿人口, 腹地可能深入全国。全球不乏较上海迪士尼小、且游客接待量过千万的迪士尼乐园, 预计上海迪士尼一期游客将达到 1200 万人次左右。

世博会杭州、桐乡的二级到访率分别是 45%、9%, 迪士尼开业后黄山到访率有望进一步提升。据 2010 年 5 月有关“最喜爱的上海周边省市旅游目的地”的调查显示(本期抽样调查共计发放问卷 8000 份, 回收问卷 5800 份, 其中有效问卷 5326 份), 超过一半的游客(51.1%)表示会参加上海周边省市旅游, 36.7%的人会根据情况而定, 仅有 12.3%的受访者表示不会参加上海周边省市旅游。

关于受访者最喜爱的上海周边省市旅游目的地的调查显示，超过一半的游客（50.4%）会选择前往江苏，选择浙江的比例也较高，达到 45.4%。对于选择江苏的游客，提及较多的旅游城市或景点有苏州、南京及中山陵、扬州、周庄和无锡等；选择浙江的游客，提及较多的旅游城市或景点是杭州、西湖、绍兴、千岛湖、普陀山等。外地的旅游者中选择去其他城市旅游的旅游者占总样本数的 26.3%。

图 3：黄山处于世博游客二级目的地中



资料来源：复旦大学数据

1.3. 索道价格或并轨，产能瓶颈已打开

玉屏索道自 2014 年 10 月 8 日停运改建，历时近 8 个月的改造，现已全面完工，于 2015 年 6 月 16 日恢复运营。索道运力翻倍，等待时间将缩短。新玉屏索道将执行平旺季票单程 90 元/张，冬游期间单程 75 元/张，提价 10 元左右。预计提价可以为业绩带来 10%左右的弹性。

此次玉屏索道改造项目主要为延伸扩能：拆除原索道，改造并利用原有上站，线路方向不变，下站改建到温泉景区附近。改造后，新玉屏索道下站向下移 400 米左右，延伸了沿途景观带，纵跨温泉与玉屏两大景区。

2016 年，西海大峡谷观光缆车票将恢复单程每张 100 元的政府核准价格，而此前西海地轨缆车一直执行培育期价格 80 元/张。

总体来看，由于黄山各索道价格不一，未来存在价格并轨的可能。

表 2：黄山主要索道运营情况

索道名称	运力	价格
玉屏索道	2400 人/小时	旺季票单程 90 元/张，淡季单程 75 元/张
云谷索道	2000 人/小时	旺季 80 元/张，淡季 65 元/张
太平索道	600 人/小时	旺季 80 元/张，淡季 65 元/张
西海缆车	800 人/小时	100 元/张

资料来源：公司官网，国泰君安证券研究

1.4. 酒店业务：客流旺盛凸显稀缺性，提质提价有空间

黄山山上的星级酒店只有 7 家，公司垄断了经营权，且山上不会再审批新的酒店。我们测算，山上的星级酒店共有房间 2306 间，旺季入住率 99% 左右、淡季 40-60%，年均入住率 60-65%。

对于山上酒店来说，每年旺季已经出现供不应求的情况，未来公司可能通过标准房、三人房、豪华观景房、豪华套房和经济实用的多人独卫高低铺多种形式来提高实际接待能力。

此外，公司酒店业务未来可通过提高客单价的方式实现提质升级。从实际情况来看，提质升级后的酒店（如西海饭店）盈利状况明显提升。

表 3：黄山旅游经营酒店遍布山上山下

	位置	等级	规模
黄山白云宾馆	山上	4 星	1300 间
黄山北海宾馆	山上	4 星	370 间
白云宾馆新楼（天海山庄）	山上	3 星	130 间
黄山狮林大酒店	山上	4 星	143 间
黄山玉屏楼宾馆	山上	4 星	60 间
黄山排云楼宾馆	山上	4 星	103 间
西海饭店	山上	4 星	200 间
徽商故里大酒店	山下	4 星	72 间
黄山国际大酒店	山下	5 星	186 间
黄山轩辕国际大酒店	山下	5 星	2267 间
汤泉大酒店	山下	5 星	45 间
皇冠假日酒店	山下	5 星	485 间

数据来源：国泰君安证券研究

1.5. 规模效应明显，业绩加倍释放

黄山旅游主要利润来源是门票、索道、酒店业务。门票票面价格 230 元/人，淡季因素影响下，人均实际票价 200 元左右。每张门票需缴纳遗产保付费 23 元、门票价格调节基金 6 元，扣除其他必要成本后，还需将剩余收入中的 50% 缴纳门票专营权使用费。

索道及地轨缆车业务包括玉屏索道、云谷索道、太平索道等，2014 年索道（包括西海地轨缆车）人均实际票价 78 元。2015 年 6 月，玉屏索道价格提高至平旺季票单程 90 元/张，冬游期间单程 75 元/张。2016 年起，西海地轨缆车价格恢复至 100 元/张。索道需缴纳风景区建设维护费，我们测算每张票 8.5 元左右。

2015 年西海地轨缆车接待量同比增加 50%，预计乘坐率提高至 182%；未来随着西海大峡谷被游客熟悉，西海地轨缆车的接待量将继续提高；玉屏索道 2015 年扩建后，排队明显减少，有利于推动游客选择乘坐索道上下山。索道乘坐率提高上限为 300%。

假设游客中 40% 入住山上酒店，平均 2 人入住 1 间，房间单价 700 元。

黄山山上酒店不提供洗漱用品和免费早餐，假设可变成本为 40%。

表 4: 黄山门票和索道票价汇总

项目	单价
门票	230 元/人
玉屏索道	90 元/人
云谷索道/太平索道	80 元/人
西海地轨缆车	100 元/人

资料来源：公司官网，国泰君安证券研究

表 5: 每增加一名游客带来的营收与成本测算

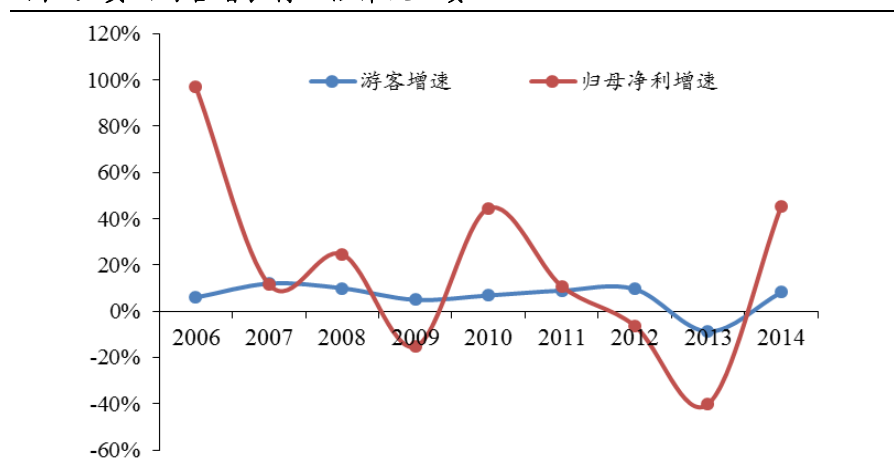
项目	增幅/人
收入	
门票（全额法）	200 元
索道（包括缆车、假设乘坐率 200%、人均票价 80 元）	160 元
酒店（假设 40% 游客在山上入住、平均 2 人/间）	140 元
收入合计	500 元
成本	
门票价格调节基金+遗产保护费	29 元
门票专营权使用费	85.5 元
景区建设维护费（包括缆车、假设乘坐率 200%、人均票价 80 元）	17 元
酒店成本	56 元
营业税	23 元
成本合计	168.5 元
净利润	217 元

资料来源：国泰君安证券研究

2014 年，黄山游客同比增长 8%，归母净利同比增长 46%；2015 年上半年，黄山游客同比增长 2%，归母净利同比增长 10%。2015 年 3 季度，黄山游客同比增长 17%，归母净利同比增长 66%。

而实际上，公司山下酒店业务不断减亏；随着人员精简等措施的落地，管理费用也有节约空间。伴随着游客增长，业绩将更大倍数的释放。

图 4: 黄山游客增长将加倍释放业绩



资料来源：黄山市统计局、WIND、国泰君安证券研究

1.6. 接待潜能在哪里：东黄山尚待开发

黄山风景区面积 160 平方公里，其中已开发景区 90 平方公里左右，未开发面积尚很大，东黄山可能成为下一阶段开发重点。如果启动开发，1）不排除会有融资需求；2）将打开黄山接待的天花板；3）休闲度假、户外运动的定位有利于帮助上市公司进行产业升级、提高客单价。

2016 年 1 月 29 日，黄山市委书记任泽锋专门主持召开黄山东部开发工作会议，将以特色小镇、生态群落、景点开发为依托，统筹布局，高瞻远瞩，以国际眼光描绘蓝图，进行开发，实现山上山下联动发展，谭家桥国际定位旅游小镇。要整合旅游资源，挖掘文化底蕴，丰富景区内涵，全力推进皖南国际文化旅游示范区建设。要加大对谭家桥镇的开发力度，努力将之打造成具有**旅游集散、休闲度假、户外运动**等业态丰富的国际特色小镇，实现山上山下联动发展。要积极对上争取资金，深入研究，制定方案，倒排时间表，尽快启动各项工作。

根据《黄山市“十二五”旅游发展规划》，黄山市政府在东黄山开展了户外拓展训练基地和太平湖摩托艇训练基地等运动型旅游产品，未来东黄山是环黄山观光度假旅游圈上的重要节点，**定位为休闲度假旅游目的地**。

我们实地考察了黄山东大门的情况，亮点颇多：

一是交通比较便利、地势相对平坦、建设难度不大：黄山景区东大门位于安徽省黄山市谭家桥镇，交通处于 205 道于 103 省道的交汇点。距黄山景区南大门入口处 22km，车程 20 分钟左右；距离黄山北站车程 1 小时左右。主路是国道，平坦顺畅；主路至景点间以水泥路为主。从高速公路至黄山东大门，地势比较平坦。

二是建设基础比较好：除了道路通达，东门谭家桥镇各个村落民居都有比较新的规划和建设，白墙黑瓦，民居井井有条，很适合开发为民宿；附近丰大酒店毗邻石门峡，5 星级建设标准，占地 1100 亩，建筑占地 350 亩，建筑面积 12 万平米，客房总数 964 间，24 幢独立酒店别墅公寓、高尔夫练习场和 2 万平米超高层温泉养生中心。

三是景色秀丽、适合休闲度假。东门附近拥有石门峡景区和凤凰源景区。路上树木郁郁葱葱、有山涧小溪，僻静优美，非常适合休闲度假。黄山东海景色秀丽，与南门经典线路有所相似。如果开发索道，游客可以直接从石门峡（可能）乘索道上山，沿途欣赏奇松峭壁，最近的山峰临近北海，山上线路修建完毕后可与北海、西海、天海形成环线。

图 5：黄山东海拥有独特的自然风光



资料来源：携程旅游网

图 6：东黄山拥有险峻地势



资料来源：携程旅游网

2. 公司成为自然景区市场化改革第一例

2.1. 管理层变动：更市场、更专业、更有效

➤ 人事变动一：

黄林沐辞任公司董事长、董事。黄总是黄山风景区管理委员会党委书记，此次变动是景区股中政企分开的第一个案例，充分反映了市场化改革的决心。

➤ 人事变动二：

叶正军辞任副董事长、总裁，升任董事长。叶总之前任公司总裁多年，非常擅长企业经营。2014 年，叶总掌握公司实际运营后，帮助上市公司完成了（1）定向增发；（2）费用控制成效显著，利润率提高明显；（3）人才选拔和激励机制大幅改善，公司提拔多名 80 后高管，竞争性业务的子公司激励落实；（4）产业链拓展落实，公司实现了管理输出，徽商故里稳健扩张，这样的扩张还在继续；（5）酒店业务统一订房、统一采购，营收大幅提高、成本节约明显。

叶总升任公司董事长、依据往年黄山市政府对于上市公司和集团人事变动的经验，预计叶总也将上任集团董事长，将在更高层面指导公司更有效率的经营，上市公司与集团的资源对接也将更加便利。

➤ 人事变动三：

章德辉任公司总裁、董事。章总：（1）1968 年出生，年富力强；（2）出身专业、学历高：毕业于江西财经大学，经济学学士学位，研究生学历。（3）懂旅游、懂金融：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。曾主导文产公司多项大规模投资。

➤ 人事变动四：

在其他员工激励上，改变定编、定岗、定额，薪酬能上能下，考核经营

指标、经营效率。在用人制度上，实施“543”机制，推行扁平化管理和减员增效。2015年，公司提拔2位80后高管任董事会秘书和总裁助理。

2.2. 改善管理、提高效率，竞争性业务逐年提升

2014年起，公司开始开源节流的7项改革。

- 1、在营销模式上，坚持山上山下联动，线上线下并举，减少普惠增加特惠，既要人气更要财气的四项营销原则。
- 2、在投融资上，拓展融资渠道，降低财务成本，采取银行竞价招标方式，发行七亿元短期融资券。
- 3、在绩效考核上，突出效益原则，强化成本控制，注重安全和品质。
- 4、在用人制度上，实施“543”机制，推行扁平化管理和减员增效。同时制定对外拓展管理奖励办法和外分派人员薪酬规定，增强外派人员工作积极性。
- 5、在财务管理上，成立结算中心，加强核算管理，从程序上堵塞漏洞。加强内控体系建设，从制度上防范风险。
- 6、在订房方式上，设立订房中心，收回山上酒店订房、定价和结算三个权利，严明纪律、强化监管，效果明显。
- 7、在经营管理上，盘活存量资产，对长期亏损的华山宾馆实行租赁经营；收回与主业相冲突的外包经营项目，从源头上堵塞漏洞。

改革一方面对于酒店等竞争性业务提升尤为明显。以上半年数据为例，2013-2015年，酒店业务毛利润率从11.12%提升到了27.83%。另一方面也使得公司费用率逐年显著下降。

图 7：2015 年黄山旅游整体费用率得到控制并逐年下降

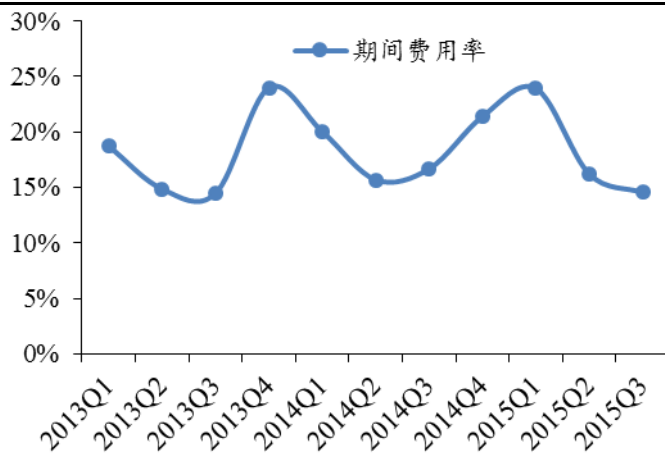
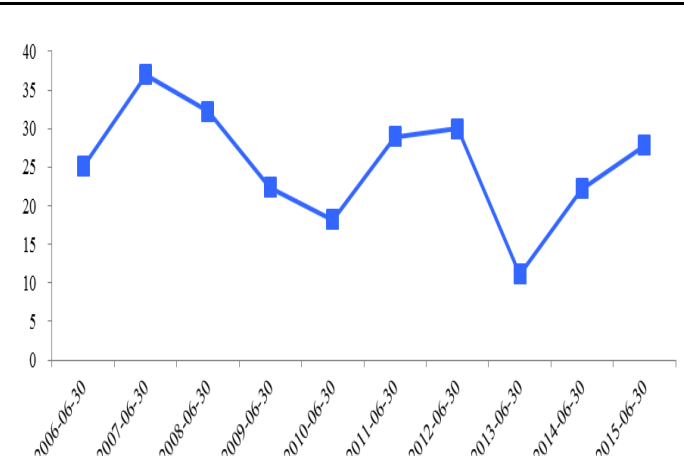


图 8：黄山旅游酒店业务上半年毛利润率有所提升



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

2.3. 引入祥源房地产，开发旅游资源

公司已与祥源控股集团有限责任公司签署战略合作框架协议，在资源整合、品牌拓展、项目推进等方面开展合作，其中，以租赁的形式引进祥源旗下旅游开发有限公司，对云谷山庄（位于黄山云谷索道下站附近）进行改造提升。

同时，在景区、索道及其他旅游项目上，双方将寻找合作基点，并充分利用各自资源合作寻找旅游项目、共同推进项目，在同等条件下，优先提供给对方合作机会。

双方还约定在资本运作、宣传营销方面等方面尝试开展深层次、多方位的合作。

祥源集团于 2002 年在浙江绍兴设立，注册资本 9 亿元，是一家以构建旅游目的地为战略目标的综合型控股集团，经营业务包括旅游、基础设施建设、房地产开发、家用电器制造、茶业，目前在浙江、安徽、上海、杭州、湖北、云南等地所属成员企业 40 余家。祥源集团重点投资的项目有齐云山生态文化旅游综合开发项目、颍淮生态文化旅游区项目、武当山太极湖生态文化旅游区项目、湖北鄖阳岛生态文化旅游区项目、五河县淝河生态综合治理项目、黄山祁门红茶及其他茶产业项目等。2014 年，祥源集团实现营业收入 62.96 亿元、净利润 6.51 亿元。

祥源控股在旅游项目策划、开发、运营和营销等方面具有丰富的市场经验和专业的技术优势，双方将作为重要的战略合作伙伴，在法律、法规允许的情况下，充分发挥自身优势开展业务合作，有利于公司的长远发展。

3. 升级休闲开展并购，更兼文体娱乐

3.1. 皖南文旅示范区：黄山是头号重点城市、黄山旅游是龙头

2014 年 2 月 12 日，经国务院同意，国家发改委正式批复《皖南国际文化旅游示范区建设发展规划纲要》。示范区范围包括黄山、池州、安庆、宣城、铜陵、马鞍山、芜湖等七市，共 47 个县(市、区)，国土面积 5.7 万平方公里。其中黄山市、池州市，安庆市和宣城市为核心区。规划期为 2013 年至 2020 年，重大问题展望到 2030 年。

黄山市是《皖南国际文化旅游示范区建设发展规划纲要》重点发展区域中排在第一位的城市。

未来黄山市将争取成为外国人 72 小时过境免签城市。近期全面落实好已开放的第三、第四航权，加快开辟国际航线。中远期争取黄山机场开放第五航权航线。争取在黄山国际机场引进免税品经营集团开展免税购物业务，在黄山设立市内免税商店。**支持黄山旅游集团发展品牌优势和管理经验，通过资本输出、品牌输出、管理输出，拓展经营规模，树立龙头示范。**

黄山总体定位是以世界一流旅游目的地为方向，以现代国际旅游城市为目标，与长三角地区实现无障碍、同城化发展，成为集生态旅游示范、休闲度假示范、文化体验示范、乡村旅游示范和会奖旅游示范等与一体的旅游综合示范城市，建设皖南国际旅游文化示范区先导城市、安徽旅游龙头城市、华东旅游中心城市和中国旅游标志性城市。

未来将建设休闲度假城市、徽文化主题城市、提升集散能力、建设“旅

游之都”、构建产业聚集区。

表 6：《皖南际文化旅游示范区建设发展规划纲要》重点发展项目

大类	旅游产品	内容
三区	黄山—徽文化旅游区	包括黄山市和宣城市。以世界遗产观光、徽文化体验和休闲度假为发展重点，构建世界级旅游目的地。
	九华山—天柱山旅游区	包括池州市及安庆的潜山县。以佛教文化、生态旅游和康体养生为发展重点，构建世界级旅游目的地。
	铜芜马时尚旅游区	包括铜陵市、芜湖市和马鞍山市。以文化休闲和时尚游乐为发展重点，构建安徽城市旅游新品牌。
两带	徽池（徽杭）古道旅游带	为从池州到徽州（最东至宣城绩溪县）的古道，进一步延伸到杭州。沿途建设乡村客栈、游憩点、露营地等住宿和服务设施，开展生态旅游、乡村旅游、徒步运动等项目。 形成与浙江杭州的合作，把江西的婺源等也纳入线路，适时扩展到其他多条徽商古道，形成徽商古道群。
	皖江黄金水道旅游带	为长江皖江段，串联沿线各城市，以及铜陵江心洲、芜湖米市码头和马鞍山采石矶等重要景区。重点开发游轮旅游和水上观光。与上下游沿江城市互动，共建长江黄金旅游通道。
一圈	黄—池—芜度假城市圈	通过黄山市、池州市、芜湖市的主题城市建设和城市休闲功能提升，提升城际快速交通体系，形成徽文化、佛教文化和时尚文化的组合，黄山、九华山和主题公园的组合，形成旅游“金三角”，构建有全国影响力的度假城市圈。
旅游产品	重点观光旅游区	黄山风景区、齐云山风景区、西递—宏村旅游区、呈坎—唐模旅游区、绩溪百里历史文化旅游走廊、青龙湾—板桥生态旅游区、大卢湖竹海旅游区、大云岭风景区、天柱山风景区、九华山风景区、杏花村景区、牯牛降—仙寓山生态旅游区、历山—升金湖生态旅游区、方特欢乐世界、梦幻王国、天井山旅游区、采石风景区、大青山李白文化旅游区、天井湖景区、“青铜帝国”铜文化博览园
	重点旅游度假区	黄山甘棠—太平湖旅游度假区、黄山海阳—齐云山旅游度假区、环黄山度假旅游圈、黄山徽州乡村旅游度假区、宁国恩龙—青龙湾生态度假区、宣城南漪湖旅游度假区、潜山县天柱山旅游度假区、池州齐山—平天湖旅游度假区、池州秋浦仙境旅游度假区、池州秋浦仙境旅游度假区、池州青阳（蓉城—朱备）旅游度假区、九华山国际运动休闲度假中心、马鞍山濮塘旅游度假区、马鞍山和县香泉温泉度假区、马鞍山昭关温泉度假区、铜陵七洲旅游度假区、芜湖阳光半岛旅游度假区、芜湖马仁楠海温泉度假区
	重点旅游文化产业聚集区	黄山屯溪老街、黄山徽文化艺术长廊、西递—宏村古村落、呈坎—唐模古村落、宣城文房四宝文化创意产业园、绩溪百里历史文化长廊、池州中韩旅游文化合作园、九华山旅游文化创意产业园区、池州大愿文化园、池州杏花村文化园、芜湖动漫创意产业集聚区、芜湖奇瑞汽车文化产业集聚区、芜湖旅游装备制造业园区、芜湖大浦现代农业科技园、铜陵江南文化园、铜陵“青铜帝国”铜文化博览园、马鞍山采石矶诗歌文化创意产业园
	重点夜景游览区	新安江旅游带、屯溪老街、贵池水城、敬亭山旅游区、青龙湾太虚幻境、贵池水城、九华山（含大愿、九华河、水映九华等）、秋浦河、芜湖古城、芜湖滨江旅游带、芜湖阳光半岛、铜陵天井湖、马鞍山采石矶、潜山古皖文化园
	重点休闲运动	徽池（徽杭）古道：徒步+自行车、黄山率水—新安江：自行车+徒步+漂流+水上运动、黄山太平湖：高尔夫+自行车+水上运动+山地运动、环黄山度假旅游圈：自行车、黄山雨润高尔夫：高尔夫、青弋江旅游带：山地运动+自行车+漂流、宁国青龙湾—板桥生态旅游区：自行车+水上运动+山地运动+户外探险、宣城南漪湖：体育赛事+水上运动、秋浦河乡村旅游带：自行车+山地运动+水上运动、九华山国际运动休闲度假中心：球类+高尔夫+自行车、池州升金湖—黄泥湖乡村旅游带：自行车+山地运动+水上运动、池州齐山—平天湖：自行车+水上运动+高尔夫、铜陵七洲：水上运动+自行车+高尔夫+垂钓、马鞍山户外运动：自行车+徒步+拓展、天柱山旅游度假区：高尔夫+网球
	重点养生产品	黄山徽州文化养生、黄山温泉养生、齐云山道教文化养生、宣城文房四宝艺术养生、天柱山太极气功养生、池州升金湖温泉养生、九华山佛教文化养生、芜湖楠海温泉养生、马鞍山诗歌文化养生、马鞍山沐浴养生、马鞍山昭关—香泉温泉养生

资料来源：《皖南际文化旅游示范区建设发展规划纲要》，国泰君安证券研究

3.2. 与大股东将实现更加有效和深入的协同

上市公司大股东黄山旅游集团有限公司是黄山市最大的旅游企业；黄山

风景区管委会对其 100%控股，其持有黄山旅游 39.69%股权。未来黄山旅游有望作为融资平台，集团公司作为投资平台，有望实现紧密联动。大股东旗下共 3 大板块，未来不排除继续收购并与上市公司深度协同的可能。

➤ 旅游业务板块（通过持股上市公司获得）

门票：主要包括黄山景区门票款

索道：三条索道+西海大峡谷地面缆车

酒店：公司下属酒店、商务旅馆等共 14 家，其中包括 6 家“徽商故里”酒店分布于景区和市内，市占率排名黄山市第一。

旅游服务：包括相关旅游产品、旅游纪念品和旅行社服务业务；以中海国旅为主体（其为安徽省规模最大的旅行社集团公司）。

➤ 旅游地产板块

公司旅游地产业务主要依托黄山旅游集团的品牌优势，重点投资开发具有较高前景的住宅。由于黄山景区内的开发要上报国务院批准，也不符合国家相关产业政策，因此地产开发立足于黄山市内。

两大经营主体：

（1）天都房产：2014 年销售 146 套商品房，销售额（合同款）11852 万元。截至 2015Q1，天都房产拥有土地储备 101 亩，已开发的剩余可销售面积为 45139 平米。

（2）玉屏地产：2014 年销售 124 套商品房，销售额 5759 万元。截至 2015Q1，玉屏地产拥有土地储备 334 亩，已开发的剩余可销售面积为 20971 平米。

➤ 其他业务板块

主要包括供水、洗涤、用电服务等后勤业务、农产品加工业务和高速公路运营业务。2014 年，徽杭高速实现日均车流量 1.64 万辆，实现通行费收入 1.36 亿元/+13.33%

截至 2014 年底，公司合并资产总额 72.54 亿元，所有者权益合计 25.7 亿元，实现营收 17.39 亿元，利润总额 2.13 亿元。

表 7：黄山旅游集团直接控股子公司列表：

控股子公司	直接持股比例	简介
黄山旅游发展股份有限公司	39.69%	上市公司
天都房地产开发有限公司	100.00%	主营旅游地产开发、经营、销售以及商品房租赁业务。
黄山风景区用电服务公司	100.00%	主要承担全山用户电工行业管理、管委会办公大楼保电和值班维护、石门电站发电和景区路灯的维护管理工作。
黄山风景区供水有限公司	100.00%	景区唯一从事自来水生产、经营和管理的国有企业
佳龙绿色食品有限公司	51.00%	主要从事豆制品、米酒、茶叶、茶油等加工、销售业务，是当地豆制品生产加工的龙头企业。初步形成了“龙湾”和“状元”两大品牌的休闲旅游、商务礼品、居家使用、航空专用等系列。
黄山风景区旅游客运公司	51.00%	负责经营黄山风景区南大门内的旅游专线客运业务，同时承担出租车、景区职工班车、汤口镇农公班车经营。

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.3. 周边旅游资源丰富、整合空间巨大

2016年2月18日，在集团公司、股份公司召开的2016年经营管理工作会议上，叶总强调黄山旅游发展与市委市政府要求比有差距，与行业巨头比有不足，与新兴力量比有压力，“十三五”时期，是推进黄山旅游“二次创业”的关键阶段，要现黄山旅游规模更大、资产更优、效益更好、品牌更响；要扎实推进发展思路、增长方式、发展视野和经营模式四个转变；要全面落实深化改革攻坚、全力提质增效、强化内控管理、建设优质项目、强化资本运作、加快对外拓展六大战略任务，改善管理制度、经营机制、激励机制、薪酬制度、考核制度、企业产权关系六项改革，提升企业活力；要突出一个重点，全面推进减亏扭亏工作，确保提质增效；要用好向精准营销要增量、向强化管理要潜力、向资本运作要红利、向加快拓展要后劲四大抓手，明确发展举措；要强化服务品质、安全责任、人才队伍、组织建设、纪律作风五个保障，提高发展质量。

安徽省和黄山市都拥有非常丰富的旅游资源，但由于历史原因，许多景区开发权分散、各自为政，不利于整体规划和发展。未来安徽省和黄山市政府有望将其收归国有控股进行开发，黄山旅游作为黄山市唯一的上市旅游企业、安徽省最大的旅游上市企业，有望成为旅游资源的整合平台。

表 8：安徽省 5A 景区列表

景区名称	简介	门票价格
黄山市黄山风景区 (黄山市)	黄山是世界文化与自然遗产、世界地质公园，是国家级风景名胜、全国文明风景旅游区、国家 5A 级旅游景区，被世人誉为“人间仙境”、“天下第一奇山”，素以奇松、怪石、云海、温泉、冬雪“五绝”著称于世。境内群峰竞秀，怪石林立，有千米以上高峰 88 座，“莲花”、“光明顶”、“天都”三大主峰，海拔均逾 1800 米。	平旺季 230 元； 冬游 150 元
西递宏村古村落 (黄山市)	(1) 宏村：位于徽州六县之一的黟县东北部，整个村庄伴水而建，村后青山为屏。村中湖光山色与层楼叠院和谐共处，自然景观与人文内涵交相辉映，成为当今世界历史文化遗产一大奇迹，被誉为“画中的村庄”。 (2) 西递：位于黄山市黟县，素有“桃花源里人家”之称。两条清泉穿村而过，99 条高墙深巷，各具特色的古民居，使游客如置身迷宫。村头有座明万历六年(公元 1578)建的三间四柱五楼的青石牌坊，峥嵘巍峨，结构精巧，是胡氏家族地位显赫的象征。	104 元
古徽州文化旅游区 (黄山市)	由徽州古城、牌坊群鲍家花园、唐模、潜口民宅、呈坎五大精品子景区组成的大景区。这里汇聚了徽州古城、古村落、官署、民居、牌坊、徽派园林和风水文化等古徽州最具代表性的元素，将中华三大地域文化之一的徽文化完美鲜活地呈现于世。	220 元
天柱山风景区 (安庆市)	天柱山，又名皖山、皖公山，因主峰形似“擎天一柱”而得名。天柱山地处南北交汇地带，兼具北山之雄伟，南山之秀丽。峰雄、石奇、水秀、洞幽是天柱山的“四绝”。天柱山风景区著名的景点有天柱峰、飞来峰、神秘谷、石牛古洞、炼丹湖、渡仙桥等。	旺季 150 元； 淡季 110 元
九华山风景区 (池州市)	九华山风景区以地藏菩萨道场驰名天下，享誉海内外，现存寺庙 99 座，文物 2000 多件，僧尼近千人，佛像万余尊，历代名人雅士的诗词歌赋 500 多篇。九华山历代高僧辈出，从唐至今自然形成了 15 尊肉身。长期以来，各大寺庙佛事频繁。	旺季 190 元； 淡季 140 元
绩溪龙川风景区 (宣城市)	由于特殊的地理环境和绵长的历史文化渊源，形成了其独特的自然和人文景观。龙川不仅山水清丽，自古也是文风昌盛、人才荟萃之地。龙川胡氏代有人才，是徽州出名的“进士村”。村内现有龙川胡氏宗祠、奕世尚书坊、徽商胡炳衡宅和胡宗宪故居等。	60 元
天堂寨风景区 (六安市)	成陆于 26 亿年前新太古年代的天堂寨被誉为“中华山祖”。她横亘在吴楚大地，是江淮分水岭、皖鄂分界地，又是华东、华中、华北三大植物区系交汇点。特殊的地理位置和独特的小气候环境，孕育了这块“华东最后一片原始森林”，是天然大氧吧，有梦幻天堂之美誉。	115 元

八里河风景区 (阜阳市)	八里河风景区主园区占地 3600 亩，有“世界风光”、“锦绣中华”、“碧波游览区”、“鸟语林”四大分区。“世界风光”微缩了世界著名建筑希腊宙斯神庙、法国雄狮凯旋门、德国柏林众议院、荷兰大风车等十大景点。“锦绣中华”集东方建筑之艺术，融中华传统文化之精华，有苏式园林、卷石洞天、白雀寺等景点。“碧波游览区”主景为分布在 3000 亩的湖面上的十二生肖岛，可供观赏的动物有野马、野驴、棕熊、斑马、河马等。“鸟语林”占地 3 公顷，饲养鸟类近百种，有绿孔雀、白鹤、白尾海雕、天鹅等。	80 元
三河古镇	古镇有优美的自然风景和醇厚的文化积淀，总面积 2.9 平方公里，有古城墙、古炮台、太平军指挥部旧址、李府粮仓、鹤庐、刘同兴隆庄、杨振宁旧居、孙立人故居、望月桥、望月阁、鹊渚廊桥、“八古”等历史遗迹，是庐剧的发源地。	开放式景区，不收取大门票；12 个单独购票景点，或者购买联票

数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

表 9：安徽 4A 景区汇总

景区名称	所在城市
包公园	合肥市
金孔雀温泉旅游度假村	
丰乐生态园	
岱山湖风景区	
三国遗址公园	
紫蓬山	
双凤湖国际旅游度假区	
安徽省博物馆	
合肥野生动物园	
徽园	
鸠兹风景区	芜湖市
方特欢乐世界	
王稼祥纪念园	
丫山花海石林旅游区	
马仁山国家森林公园	
赭山风景区	
采石风景名胜	马鞍山市
采石矶	
巨石山生态文化旅游区	安庆市
五千年文博园景区	
菱湖公园	
陈独秀墓	
石莲洞国家森林公园	
嬉子湖生态旅游区	
浮山风景区	
花亭湖景区	
淮河蚌埠闸水利风景区	蚌埠市
龙子湖风景区	
张公山公园	
禾泉农庄	

上窑旅游景区	淮南市
龙湖公园	
焦岗湖旅游景区	
八公山旅游景区	
琅琊山风景名胜	滁州市
小岗村乡村旅游	
狼巷迷谷景区	
天井湖公园	铜陵市
迪沟生态旅游风景区	阜阳市
阜阳生态乐园	
相山公园	淮北市
桃花源景区	宣城市
水西景区·皖南事变烈士陵园	
查济景区	
白马山庄国际度假村	
太极湖村景区	
旌德江村	
宣酒文化博物馆	
郭山大峡谷旅游区	
云岭新四军军部旧址纪念馆	
思龙山庄生态旅游度假区	
太极洞	
天堂寨景区	六安市
大别山主峰景区	
红军广场景区	
南岳山景区	
寿县古城	
佛子岭风景区	
横排头景区	
独山革命旧址群	
寿县博物馆	
万佛湖风景区	
九子岩风景区	池州市
牯牛降景区	
九华天池	
怪潭景区	
杏花村	
大王洞	
东至九天仙寓风景名胜	
升金湖	黄山市
太平湖风景区	
翡翠谷风景区	
东黄山旅游度假区	
新安江山画廊	
雄村景区	
花山谜窟-浙江风景区	

棠樾牌坊群·鲍家花园景区	
芙蓉谷景区	
呈坎景区	
南屏风景区	
丰乐谷景区	
赛金花故居归园景区	
徽州古城	
齐云山风景名胜	
唐模景区	
潜口民宅	
九龙瀑景区	
亳州花戏楼	亳州市
古井酒文化博物馆	
皇藏峪国家森林公园	宿州市

资料来源：国家旅游局，国泰君安证券研究

3.4. 黄山特色“旅游+”，产业链拓展空间大

“旅游+”将成为“十三五期间”黄山市的重点发展方向，不排除上市公司依托黄山核心资源，进行旅游产业链相关项目开发的可能。未来看点主要包括：

（1）“旅游+农业”，着力壮大乡村旅游。黄山市有 700 多个村，应结合美好乡村建设大力发展乡村旅游，基础建设注意满足游客进入需要、房屋修缮注意植入接待功能、产业开发注意吸引游客参与、环境美化注意扣住景区标准，不少地方“一个村庄就是一个景区”。全市 7 个区县均进入安徽省旅游强县（区）行列，乡村旅游专业村 188 个、农家乐专业户近千户，乡村旅游接待量占全市接待总量的六成以上。逛乡村、摘水果等日常琐事已成为黄山“旅游+”的重要发力点。

（2）“旅游+工业”，着力开发特色旅游商品。黄山历史上就有徽州四雕、徽墨歙砚等文化商品，有茶叶、干笋等特色农产品，还有臭鳃鱼、毛豆腐等徽州名菜名小吃，将其科学加工和包装可以形成很好的卖点。

（3）“旅游+文化”，黄山是徽商故里、徽文化发祥地，拥有世界文化遗产地两处，国家历史文化名城名镇名村名街 20 处，中国传统村落 68 处，各类古建筑近 4000 处，国家和省非遗近百项。

四是“旅游+体育”，着力发展体育产业。黄山市地表水水质 100%达到优良标准，空气质量优良率常年在 95%以上，是天然的“生态运动场”。近年来，将打造和承办国际龙舟公开赛、国际登山大会等一批品牌赛事，开发水上运动、绿道骑行等一批运动休闲产品，建设东黄山户外拓展、奇瑞黄山宿营、太平湖水上运动等一批特色运动基地，体育旅游正在成为一个新的增长点。

4. 盈利预测与投资建议

2015 年合福高铁开通、2018 年杭黄高铁即将开通，定增资金助力索道

及北海宾馆项目改造以及西海区持续扩容带来的新增客流量，同时索道、酒店等业务均有望进入提价周期，上调 2015-2017 年 EPS 为 0.61/0.88/1.12 元 (+0.02/0.13/0.20 元)。

可比公司 2016 年平均 PE 为 28x，考虑到公司有着较强的外延扩张、产业升级和资本运作的预期，给予略高于行业平均的 35xPE，对应 2016 年目标价 30.8 元，增持。

表 10: 同类旅游上市公司盈利预测 (2016.02.24)

	股本 亿	收盘 价	市值 亿元	EPS				PE				评级
				14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E	
张家界	3.2	11.8	38	0.19	0.36	0.40	0.51	62	33	30	23	增持
峨眉山	5.3	13.2	70	0.36	0.41	0.52	0.60	37	32	25	22	增持
丽江旅游	4.2	13.7	58	0.43	0.54	0.63	0.71	32	25	22	19	增持
云南旅游	7.3	8.4	61	0.09	0.18	0.24	0.30	93	47	35	28	增持
均值								58	34	28	23	

资料来源：公司公告、国泰君安证券研究

5. 风险提示

- 天气因素、自然灾害等影响景区客流
- 相关项目审批受阻，或者项目建设进度低于预期

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		