

三条铁路进黄山构成长期利好



黄山旅游（600054）

公司重大事项点评

旅游行业·公司研究

2008年12月18日

买入（维持）

分析师

联系人

✉ 赵雪芹

电话：021-68818872
邮件：zxq@citics.com

✉ 姜娅

电话：021-68818880
邮件：jiangya@citics.com

事项：

据新华网合肥12月17日电（记者王立武）：16至17日，铁道部和安徽省就加快安徽重点铁路项目建设在黄山市举行高层会晤，并共同签署了加快安徽重点铁路项目建设的会议纪要。双方明确，安徽境内2009年将开工建设3条铁路：**京福高铁安徽段**2009年三季度开工，时速350公里，建设工期4年；**皖赣铁路二线**2009年四季度开工，时速300公里，建设工期3年，皖赣铁路线电气化改造同步进行；**黄山至杭州铁路客运专用线**，2009年下半年开工，按双线、时速200公里以上的标准建设，黄山至杭州有望半小时内到达。对此评论如下：

评论：

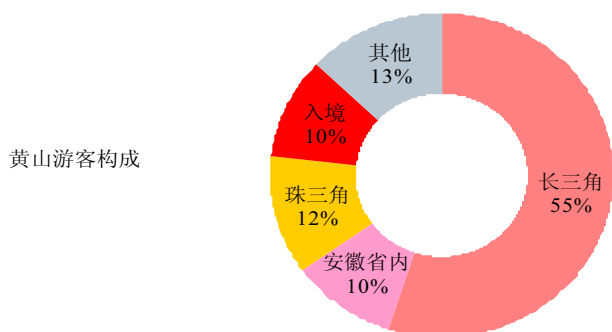
❖ 3条铁路均经黄山，黄山-杭州铁路客运专线将最早建成

此次会议纪要提及的3条铁路均途经黄山，其中京福铁路路线大致为北京-南京-芜湖-黄山-福州，预计建成后北京到福州车程7小时，福州到黄山车程约3小时。该条铁路贯穿南北，为北京、福建等地游客去黄山旅游创造了便利的交通环境；皖赣铁路连通江西，将为黄山带来江西游客的增加。但根据建设期计算，京福铁路和皖赣铁路分别至2013/2012年才可完成，因此短期不会产生实质性影响。**黄山至杭州铁路客运专线**有望2010年即建成，届时，黄山至杭州有望半小时内到达，上海-杭州-黄山火车行程也将缩短至1.5小时左右。我们认为，黄山至杭州客运专线的建成将成为黄山短期客流增长非常有力的助推剂。

❖ 游客构成中长三角游客为主力，测算得黄山-杭州客运专线建成将增加2011年EPS约0.04元

通过向旅行社等旅游机构了解，黄山景区游客构成中长三角游客占比约55%，以2007年游客总数（203万人）计算，黄山景区接待长三角游客数量达到112万人。假设目前交通环境不变情况下，我们认为每年客流增速约5%；黄山-杭州客运专线建成后，我们认为2011年长三角客流至少可达到15%的增长。据此计算铁路建成增加2011年客流约12.97万人。

图1：黄山游客构成



资料来源：中信证券研究部

我们假设：（1）新增客流仅带来景区门票收入和索道收入的增加，不考虑对酒店业绩的贡献；（2）景区有效票价、索道乘坐率、索道有效票价以 2010 年盈利预测中使用的假设（197.5/1.82/76.8 元）计算；（3）景区分成成本占收入比 48%、增加变动成本占收入比 5%；由此测得客流增加将新增 2011 年 EPS 约 0.04 元。我们原预计 2011 年公司 EPS 0.75 元左右，黄山-杭州客运专线的建成将带来 EPS 增加约 0.04 元，由此使得公司 2011 年 EPS 有望达到约 0.79 元。之后京福铁路、皖赣铁路陆续建成后也会带来黄山景区客流的较高速增长，因此上述 3 条铁路的建设对公司构成重大长期利好，提升了黄山旅游的便利性，成为公司业绩增长的长期动力。

表 1：客流增加带来 EPS 增加简单测算

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E(交通不变)	2011E（铁路通车）
入山游客总数（万人）	203.00	211.12	236.45	257.74	278.35	291.32
长三角客流（万人）	112.00	117.60	123.48	129.65	136.14	149.10
客流增速%		5.00	5.00	5.00	5.00	15.00
长三角客流占比%	55.17%	55.70%	52.22%	50.31%	48.91%	51.18%
铁路建成带来客流增加（万人）						12.97
景区有效票价（元）	196.44	196.5	197	197.5	197.5	197.50
景区收入增加（万元）						2560.67
景区分成成本（景区收入 48%计）						1229.12
风景资源使用费（22 元/人）						285.24
景区业务毛利增加						1046.31
索道乘坐倍数	1.81	1.80	1.81	1.82	1.82	1.82
索道有效票价（元）	61.45	72.44	76	76.8	76.8	76.80
索道收入增加（万元）						1812.25
景区维护建设费（10 元/人）						129.65
索道毛利增加						1682.60
毛利增加合计（万元）						2728.91
变动成本增加（假设 5%）						136.45
净利润增加合计（万元）（25%所得税）						1944.35
折合 EPS 增加（元）						0.04

资料来源：中信证券研究部

❖ 维持“买入”评级

暂维持 2008 年预测，EPS 0.45 元，投资评级为“买入”，目标价 18.00 元。

以上我们仅针对黄山-杭州专线铁路建成带来客流增加作了简单测算，3 条铁路的建设对公司的具体影响究竟能达到什么程度以及公司最新情况如何，我们将于近期对公司调研后提供详细跟踪报告，敬请关注。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2008 版权所有。保留一切权利。

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 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 28 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755) 83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			