

# 黄山旅游坐拥金山难赚钱

编者按：黄金周的旅游热让人们看到了旅游业快速发展的大势，景区类上市公司也成为业界关注的焦点。黄山旅游作为一线景区上市公司的代表，知名度高规模大，是为数不多的掌握门票专营“垄断资源”的公司。

然而，上市 15 年的黄山旅游，门票价格一涨再涨，客流越来越多，但公司业务整体却显得步履蹒跚，盈利能力平平。而中青旅仅乌镇一个项目的利润就几乎等同于黄山旅游整个公司 16 亿收入产生的利润。

证券时报记者 范彪

近日网上广泛流传一段文字，大意是世界景区门票中国最贵：九寨沟 310 元、黄山 230 元，而美国黄石国家公园门票 75 元、富士山免费。对于门票价格奇高、客流爆满的黄山旅游（600054）而言，这家手握一线景区资源的公司前途应一片大好，旅游业应该蒸蒸日上。可出乎意料的是，证券时报记者通过调查采访发现，具备垄断资源的黄山旅游现今却陷入了金饭碗褪色，地产、酒店业务深陷泥潭的尴尬境地。

我研究它很久了。黄山旅游是旅游行业的大公司，也曾是大牛股，很多分析师都对它保持关注，可这几年，它的业绩始终没有亮点，令人费解。”一位不愿具名的旅游行业研究员说。

## 坐拥金山赚钱少

梳理黄山旅游上市 15 年的财务数据可发现，索道、门票两大业务始终是其贡献利润的主力。

根据 2006 年 12 月 1 日施行的《风景名胜区条例》，风景名胜区的门票由风景名胜区管理机构负责出售，门票收入和风景名胜资源有偿使用费实行收支两条线管理。自此条例实施以后，景区门票不能作为上市主体的收入。

对比国内主要的旅游上市公司就会发现，黄山旅游几乎是同行中资源禀赋最好的。由于上市早，与大多数同行公司不同，黄山旅游享有门票这项可以“坐享其成”的收入。据了解，国内只有峨眉山等少数上市公司享有门票收入，其盈利模式也与黄山旅游最相似，但黄山旅游客流多、营收规模更大。

而像三特索道、北京旅游等公司也经营景区门票业务，但记者采访得知，这些景区多不属于国务院认定的风景名胜，门票价格仅几十元，客流量与黄山旅游比也完全不在一个级别。

除了大家所熟知的门票外，其实索道也有垄断资源的性质，盈利能力强，国内很多景区都是靠这两样在赚钱，特别是资源独特的一线景区。”中国旅游研究院研究旅游经济的宋子千博士告诉证券时报记者。

黄山旅游的索道业务毛利率高达 79%，甚至高于门票业务 40%左右的毛利，上半年，索道及门票两大业务贡献的营业利润占比高达 8 成，营收占比却只有 5 成多。

多年来，黄山旅游的游客稳定增长，接待游客数量从 2002 年的 135 万人上升到 2011 年的 274 万人，客流量实现翻倍；门票价格也从 1999 年的淡、旺季 60 元、80 元提升到 150 元、230 元，价格提升 2.5 倍~2.8 倍，其索道票价也是屡屡提高。

虽然通过索道和门票获得了大量现金收入，但有很大一部分却进入了黄山旅游集团及控制人（黄山风景区管委会）等利益方口袋。

对比峨眉山、庐山、华山、梵净山等景点与企业的分成方式，证券时报记者发现，单单就门票分成这一块，黄山旅游几乎是最高的。

除了要扣门票扣除税收和成本后的 50%交给景区管委会外，黄山旅游还要交遗产保护费 23 元/每张门票。而三特索道经营的华山，则只需要用净利润的 45%支付资源补偿费。

“无论索道还是门票，它们依赖的提价和客流量都到了一个瓶颈了。”上述旅游行业研究员说。

“黄金周这几天，客流的确出现了单日的接待瓶颈。”黄山旅游一位工作人员对证券时报记者解释说，这种瓶颈主要是针对单日的，但从总量看，还没有到瓶颈，要分淡季

旺季。

安信证券旅游行业资深分析师董云翔认为瓶颈还体现在总量上，他分析称，2011 年，黄山景区 274.4 万人次，均处于较高水平，瓶颈将逐步显现。

分析师普遍对公司的门票提价比较担忧，与宋城股份、华侨城等自建景区的公司不同，黄山作为公众资源，价格受到明显的管制，近期来，无论是价格本身、舆论还是政策面，都明显看到了景区提价的压力。

## 15年的另类投资

黄山旅游在拓展门票、索道之外的业务上是个另类，其特点是：不利用自身“护城河”的优势开展相关业务，反而在黄山景区外搞地产、酒店。

或许是看到索道、门票这种门票经济的局限性，近些年，很多旅游公司都在尝试投资其他的业务，比较明显的一个趋势是，多数公司都在尝试利用当地旅游、文化资源，开发出文化味重、毛利高的旅游产品。

比如，丽江旅游就在索道业务外成功开发了演艺项目印象丽江，毛利高达 75%，前期经营旅行社陷入困境的中青旅，也成功开发了乌镇项目，毛利近 80%。

黄山旅游在 1997 年上市至今的 15 年里，始终保持着高强度的对外投资。15 年来，有 12 年黄山旅游投资活动产生的现金流量净额为负，15 年总计通过投资流出 21.99 亿，与经营活动产生的现金流量净额 21.18 亿元差不多。在 15 年的时间里，黄山旅游的净利润一共还不到 16 亿。

值得注意的是，黄山旅游的这些投资除了少部分用于索道建设外，大部分用于盈利能力一般的酒店、房地产项目。

中国旅游研究院研究宋子千博士认为，相对于索道和门票，酒店这种竞争性的行业，很考验经营能力，对管理层的要求较高，盈利要困难得多。

据了解，黄山旅游公司旗下酒店共 12 家，分为三类：山上（6 家）、山下（2 家）、市内（4 家）。山上酒店垄断经营特征明显，收入较有保障。即使在这样的背景下，黄山旅游的酒店业务毛利率仅 30%，远远低于中青旅的 78%，也低于丽江旅游的 69%。

这两年，黄山旅游在山下在建一家五星级酒店——昱城皇冠假日酒店，投资约 6 亿。在 2009 年中报里，黄山旅游就预计屯溪皇冠假日酒店 2010 年年底竣工，但实际情况却是，这个酒店在今年才开业。

不仅如此，这家酒店开业的结果也让分析师们大跌眼镜。瑞银证券分析师潘嘉佑就将昱城皇冠假日酒店的开办费预测从两千万元提高到三千万，将市场培育期从两年提高到四年，预计 2016 年才开始盈利。

实际上，黄山旅游除了在山上垄断经营特征明显的酒店经营有保障外，在山下的酒店经营都比较困难。上述黄山旅游工作人员坦言，山下酒店这块，竞争的确比较激烈。目前，黄山市拥有城镇人口约 30 万人，与人口数量相比，黄山市拥有五星级酒店 9 家，四星级酒店 30 余家。

证券时报记者查阅一些酒店预订网站发现，黄山五星酒店房价仅在 400 元~500 元左右。

在酒店经营上乏善可陈的黄山旅游，即使将来还想投资酒店拓展收入来源也有极大麻烦。除山下酒店竞争激烈外，黄山山上新建酒店报批已经非常困难。

## 同业竞争留下8亿存货包袱

“存货这块，主要是地

产。”黄山旅游一工作人员说。2011 年，黄山旅游存货高达 8.39 亿，同比增长 55.95%。

8 亿多的房地产项目对于黄山旅游而言，显然不是个小数目，但在这个项目推进的过程中，却产生了同业竞争的问题。

在 2011 年的年报中，黄山旅游表示，报告期内，省证监局一行来公司开展了年报专项现场检查活动，并就公司与集团公司之间地产业务存在的同业竞争问题提出了整改要求。

“上市公司是 2008 年底开始搞地产的，集团后搞。”黄山旅游上述工作人员表示。但当记者问及，既然上市公司已经从事该业务，集团再从事该业务明显会出现同业竞争的情况下，为何没有进行干涉时，该工作人员只是回应：“不知道，那是高层的事。”

这块投资巨大，却没人知道 同业竞争为何出现”的业务，现在已经陷入泥潭。

黄山旅游的地产业务主要有两部分，一是玉屏府房产项目，2011 年年报中，黄山旅游表示，玉屏府 7-27# 楼住宅已具备交房条件，玉屏府 38-42# 高层住宅顺利封顶，但业界对此项目进展的看法却多倾向于低于预期。另一块是地产储备项目，即齐云府住宅地产、经济开发区地块，这两个项目在地产调控的背景下同样进展迟缓。

按照黄山房管局统计，截至 2012 年 2 月，黄山房产市场可供销售的住宅共 8 千套。有研究人士分析，假设地产政策调控下黄山地产以自住为主，按照黄山城镇人口计算，每 25 人中买一套房才能消化公司当前房屋库存。黄山市人均 3000 元左右的平均月收入，消化当前住宅库存有一定难度。

记者发现，结合同业竞争的问题，不少研究员预测，未来黄山旅游会以剥离地产业务的方式来解决同业竞争。

我感觉，黄山旅游大量资金投入地产、酒店，更多的是把规模做大了。在体制不畅的情况下，业绩释放对管理层没意义，反而是公司规模大了，更有意义。”在上述不愿意具名的旅游研究员看来，黄山旅游当初要拓展门票、索道之外的业务，其实更适合去做一些体验性的、娱乐休闲型的项目，比如攀岩、演艺这种娱乐体验性的。

以现在的情况看，黄山这种有垄断资源的公司，可能短期内仍然能有一定业绩，但是长期看，发展方向不明确。”一位多年从事旅游研究的分析师断定。

■记者观察 | Observation |

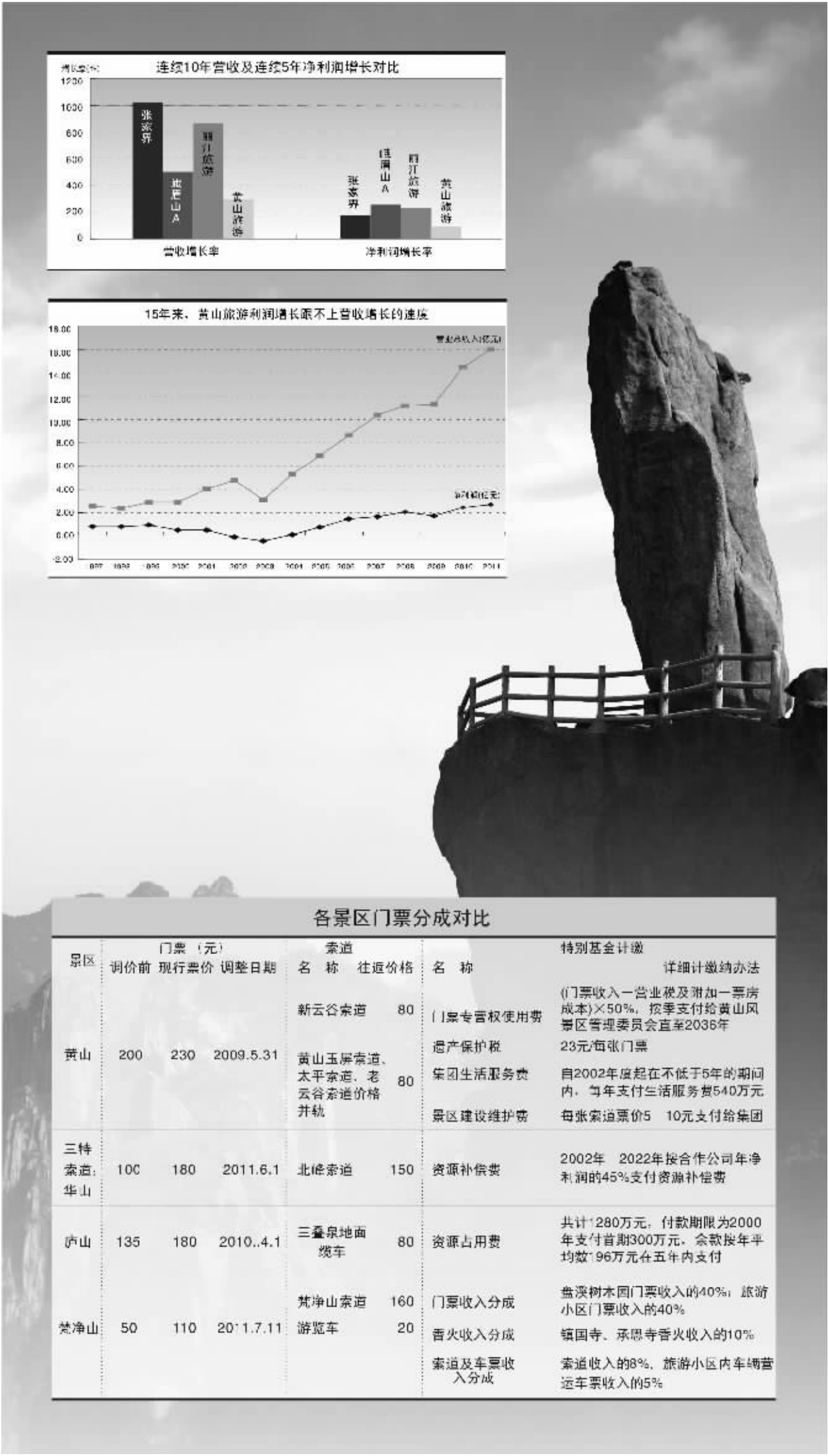
# 为何穿鞋的跑不过光脚的？

证券时报记者 范彪

黄山旅游（600054）的旅游资源，被投资者认为是中国特色的“护城河”——不同于传统意义上的规模经济、网络效应、知识产权等护城河。然而，这家有护城河，穿着鞋跑的公司，却输给了那些没有景区资源，光脚奔跑的公司。

按营业收入算，黄山旅游是景区公司中的老大，可上市 15 年后的 2011 年，它看似强大的 16.7 亿元营收却只创造了 2.56 亿元的净利润，仅略高于中青旅旗下乌镇项目去年 2.2 亿元的盈利。

值得注意的是，乌镇是 2006 年中青旅才控股的，接手时，乌镇营收仅 0.88 亿元。当时的乌镇，与黄山这块牌子比，简直是一个天上一个地下，更没有黄山这样不请自来的门票现金流。相比而言，黄山旅游 15 年通过门票索道收取的钱，并没有通过投资取



图为黄山著名景点飞来石

范彪/制表 翟超/制图

得更好地回报。

放眼旅游行业中的其他几家公司，与中青旅类似，它们并没有黄山这样的门票经营权，更没有这么优质的景区资源，却在拓展业务上干得风生水起。

中青旅在乌镇项目取得成功后，又培养了一个新的项目古北水镇，业界已经把中青旅这种经营模式成为乌镇模式。有些类似的是，宋城股份、华侨城也在各地复制自己的主题公园。

演艺业务也是旅游公司战略扩张的一大利器，宋城股份的《宋城千古情》、丽江旅游的《印象丽江》在微博上广受好评，并赚取超过 70% 的高毛利，丽江旅游的印象演出贡献的营业利润占到公司的四成。

三特索道则说自己是资源性公司。近年来，三特索道开发了贵州梵净山、华山、庐山等项目，同时还储备了内蒙古克什克腾旗黄岗梁休闲度

假区、贵州太平河休闲度假旅游区项目。三特索道这种获取异地景区资源进行开发的模式多是分取门票和索道收入，毛利很高，可复制性也强。

很多在业务拓展上较为成功的公司身上一些共同的特点是，只做毛利高的项目，通过异地扩张、复制项目保持成长性。

相对于黄山旅游，这些二三线景区、人工景区，注重旅行的休闲性、娱乐性，往往能够获得游客的多次消费，重游率及人均消费均高于自然景区。

一位游客在微博上这样描述：“假期陪客人看《宋城千古情》，一天竟演八场，每场 3000 多座位，场场爆满。看过多次《宋城千古情》，每次都有不同，据说每月都要做些修改，让我们这些看过多次的人仍大有兴趣地看。”

一个清晰的趋势是，很多公司逐步将可选旅游服务项目作为景区的主要盈利点，且能获得高回报。比如，乌镇特色景区以休闲度假客为主，过夜游客在

景区内部的住宿、餐饮、SPA 等消费，是景区人均消费提高的主要动力。此外，主题公园景区以园内丰富的娱乐消费项目为主要盈利点，也不依赖于门票涨价。

从近期各地景区降价的现象中，还容易发现这些演艺景区、自建景区的另一个好处，因为不占用公众风景名胜资源，门票价格不受管制。

黄山旅游的管理层为什么没有想到像别的景区一样，凭借在行业里的老道经验，利用手里充裕的现金，进行一些可复制性强，盈利能力高的项目呢？相反，黄山旅游的投资都局限在当地，搞一些盈利水平底下的酒店、地产业务。

从体制上看，景区公司之间差别很大。峨眉山、黄山旅游都是由地方政府作为实际控制人、大股东的上市公司，黄山旅游的高管中很多还具备地方政府背景，企业和地方的利益也存在着博弈。在管理层激励机制未能理顺的同时，其做优上市公司的动力显然不足。