

# 索道提价符合预期,维持“买入-A”评级

## 黄山旅游(600054.SH)索道提价公告点评

**评级：** 买入-A  
 上次评级： 买入-A  
**目标价格：** 38.30 元  
 期限： 9 个月 上次预测： 38.30 元  
 现价： 28.46 元

**报告日期：** 2008-03-09

### 市场数据

总市值(百万元)	13,414.62
流通市值(百万元)	2,863.65
总股本(百万股)	471.35
流通股本(百万股)	100.62
12 个月最高/最低	14.15/33.39 元
十大流通股东(%)	24.83%
股东户数	36,698

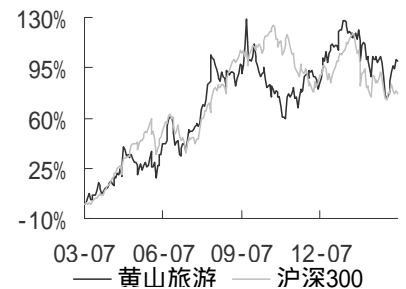
### 报告关键点：

- 黄山新云谷索道提价方案正式公告，符合之前预期；
- 虽然影响较为有限，但今年雪灾对黄山1季度，尤其是春节黄金周期间进山游客人数产生一定的负面影响，小幅下调08年盈利预测；
- 鉴于公司治理持续改善以及08年节假日、带薪假期制度改革对公司发展产生的积极影响，我们再次重申对公司“买入-A”的投资评级，维持38.30元的目标价

### 报告摘要：

- 黄山新云谷索道提价方案获正式批复，索道价格并轨提升业绩成长空间：**3月8日，黄山旅游发布公告，自2008年4月1日起，新云谷索道价格核定为旺季80元/人次，淡季65元/人次，上下行同价，而且，为便于景区索道价格管理，均衡游客空间分步，减轻局部地区生态环境承载力，其他三条索道（玉屏索道、太平索道、老云谷索道）实行价格并轨，而之前的价格分别为旺季65元/人次，淡季55元/人次，有关提价方案符合我们之前的预期，而索道价格并轨则成添花之笔，将进一步提升业绩成长空间；
- 今年雪灾对1季度，尤其是春节黄金周进山游客产生一定的负面影响，小幅下调盈利预测：**尽管我们总体认为影响较为有限，但今年南方春节前的罕见雪灾在给国内交通环境带来沉重压力的同时也对黄山的进山游客带来诸多不便，则对公司春节黄金周期间的接待游客规模产生一定的不利影响，据此，我们小幅下调公司的盈利预测
- 盈利预测及投资评级：**鉴于公司治理持续改善以及08年节假日、带薪假期制度改革对公司发展产生的积极影响，我们对公司2007~2010年的每股盈利预测分别为0.41元、0.63元、0.78元和0.95元，动态市盈率分别为69倍、45倍、36倍和30倍，我们再次重申对公司“买入-A”的投资评级，维持38.30元的目标价。

### 12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.08	10.25	22.16
绝对收益	(1.02)	1.93	99.14

### 研究员

**毛峥嵘** 首席行业分析师  
 021-68801196 maozr@essences.com.cn  
**苏慧** 助理行业分析师  
 021-68801206 suhui@essences.com.cn

### 财务和估值数据摘要

利润表(百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F
主营业务收入	689.1	816.7	1,020.9	1,306.8	1,568.1
Growth(%)	30.0%	18.5%	25.0%	28.0%	20.0%
净利润	68.8	138.7	191.7	296.6	368.7
Growth(%)	1490.2%	101.5%	38.2%	54.7%	24.3%
主营利润率(%)	35.4%	37.3%	41.5%	43.1%	43.8%
净利润率(%)	10.0%	17.0%	18.8%	22.7%	23.5%
每股收益(元)	0.15	0.29	0.41	0.63	0.78
每股净资产(元)	1.52	1.76	2.04	2.42	2.81
市盈率	194.93	96.73	69.99	45.23	36.39
市净率	18.71	16.16	13.95	11.77	10.13
净资产收益率(%)	10.4%	17.5%	20.4%	26.2%	27.8%
投资回报率(%)	19.1%	33.9%	40.6%	49.9%	45.8%
EV/EBITDA	51.07	48.60	37.73	28.08	22.78
股息收益率	0.23%	0.19%	0.57%	0.88%	1.37%

### 前期研究成果

**黄山旅游：管理改善，景区深度开发助推企业发展提速**  
 2007-12-11  
**黄山旅游：公司治理持续改善，谋求长期增长动力**  
 2007-11-16  
**黄山旅游：盈利超预期，持续整合旅游优势资源**  
 2007-10-26

## 财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2008-03-09

财务报表(百万元)						模型更新时间					
	2005	2006	2007F	2008F	2009F	2005	2006	2007F	2008F	2009F	
<b>利润表(百万元)</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007F</b>	<b>2008F</b>	<b>2009F</b>	<b>财务指标</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007F</b>	<b>2008F</b>	<b>2009F</b>
主营业务收入	689.1	816.7	1,020.9	1,306.8	1,568.1	<b>销售利润率</b>					
减:主营业务成本	418.4	481.4	558.4	693.9	821.7	主营业务利润率	35.4%	37.3%	41.5%	43.1%	43.8%
减:营业税金	26.6	31.0	38.8	49.7	59.6	EBITDA Margin	23.6%	31.7%	33.6%	35.4%	36.4%
主营业务利润	244.1	304.4	423.7	563.2	686.8	EBIT Margin	18.3%	27.1%	29.1%	31.1%	32.1%
加:其他业务利润	6.5	8.8	9.0	10.0	11.0	NOPLAT Margin	10.9%	17.9%	19.5%	23.3%	24.1%
减:营业费用	-	-	-	-	-	净利润率	10.0%	17.0%	18.8%	22.7%	23.5%
减:管理费用	101.9	112.8	137.8	169.9	196.0	<b>投资资本效率</b>					
减:财务费用	-1.1	-1.2	-4.4	-3.9	-3.9	固定资产周转率	1.61	1.81	2.00	2.15	2.09
营业利润	149.8	201.6	299.2	407.3	505.7	流动资产周转率	-7.49	-6.50	-7.33	-10.62	-16.46
加:投资收益	-22.4	20.9	2.0	3.0	2.0	流动资产周转率	1.70	1.87	2.20	2.60	2.93
加:非经常性损益	-2.3	-1.0	-1.0	-1.5	-1.5	应收帐款周转率	31.94	30.59	31.94	33.70	35.29
利润总额	125.1	221.4	300.2	408.8	506.2	存货周转率	53.94	58.71	68.96	74.85	72.73
减:所得税	50.5	75.2	99.1	102.2	126.6	总资产周转率	0.74	0.77	0.81	0.89	0.94
净利润	68.8	138.7	191.7	296.6	368.7	投资资本周转率	1.75	1.90	2.08	2.14	1.90
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007F</b>	<b>2008F</b>	<b>2009F</b>	<b>投资回报率</b>					
货币资金	371.4	361.5	396.0	392.6	415.4	ROE	10.4%	17.5%	20.4%	26.2%	27.8%
应收帐款	25.2	28.2	35.7	41.8	47.0	ROA	7.8%	12.6%	14.7%	19.3%	21.3%
应收票据	0.2	-	-	-	-	ROIC(税前)	32.1%	51.4%	60.6%	66.5%	61.1%
存货	13.5	14.3	15.3	19.6	23.5	ROIC(税后)	19.1%	33.9%	40.6%	49.9%	45.8%
其他流动资产	32.4	26.8	51.0	52.3	78.4	<b>增长率</b>					
固定资产净额	420.9	479.7	541.1	673.0	831.1	主营收入增长率	30.0%	18.5%	25.0%	28.0%	20.0%
在建工程	13.6	41.9	160.0	150.0	130.0	主营利润增长率	6.1%	24.7%	25.0%	32.9%	21.9%
其他固定资产	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	EBITDA 增长率	70.0%	59.5%	32.7%	34.8%	23.5%
其他资产	88.2	212.0	153.1	248.3	250.9	EBIT 增长率	120.1%	75.3%	34.1%	36.9%	24.0%
资产总额	964.4	1,163.3	1,351.3	1,576.6	1,775.4	NOPLAT 增长率	807.3%	94.1%	36.1%	53.2%	24.0%
短期债务	25.0	18.0	30.6	32.7	36.1	净利润增长率	1490.2%	101.5%	38.2%	54.7%	24.3%
应付帐款	16.8	20.1	22.3	26.4	29.6	投资资本增长率	-4.5%	24.1%	5.3%	43.3%	29.0%
应付票据	-	-	-	-	-	<b>财务杠杆</b>					
其他流动负债	172.6	227.6	255.2	274.4	266.6	资产负债率	25.3%	28.2%	27.7%	26.1%	23.4%
长期负债合计	29.3	62.3	66.4	78.4	83.1	负债权益比	34.0%	39.5%	38.9%	36.1%	31.4%
其他债务	-	-	-	-	-	净负债权益比	47.9%	41.1%	38.0%	31.6%	28.6%
负债总额	243.8	328.0	374.6	411.9	415.3	流动比率	2.06	1.62	1.62	1.52	1.70
少数股东权益	3.6	5.3	14.8	24.8	35.8	速动比率	2.00	1.57	1.57	1.46	1.63
股本	302.9	454.4	471.4	471.4	471.4	<b>分红指标</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007F</b>	<b>2008F</b>	<b>2009F</b>
留存收益	414.1	375.6	490.6	668.5	852.9	DPS(元)	0.06	0.05	0.16	0.25	0.39
股东权益	717.0	829.9	961.9	1,139.9	1,324.2	分红比率	44.0%	18.6%	40.0%	40.0%	50.0%
负债与股东权益	964.4	1,163.3	1,351.3	1,576.6	1,775.4	股息收益率	0.23%	0.19%	0.57%	0.88%	1.37%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007F</b>	<b>2008F</b>	<b>2009F</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007F</b>	<b>2008F</b>	<b>2009F</b>
EBIT	126.3	221.3	296.9	406.3	503.8	EBITDA	162.3	258.8	343.4	462.8	571.6
减:EBIT 的税赋	51.0	75.2	98.0	101.6	126.0	EBIT	126.3	221.3	296.9	406.3	503.8
NOPLAT	75.3	146.1	198.9	304.8	377.9	NOPLAT	75.3	146.1	198.9	304.8	377.9
加:折旧	36.0	37.5	46.6	56.5	67.7	净利润	68.8	138.7	191.7	296.6	368.7
减:营运资本变动	(10.9)	(56.5)	29.5	2.7	53.0	EPS(元)	0.15	0.29	0.41	0.63	0.78
经营活动现金流	122.2	240.1	215.9	358.5	392.6	BVPS(元)	1.52	1.76	2.04	2.42	2.81
资本支出	(20.3)	(96.3)	(108.0)	(188.4)	(225.9)	PE(X)	194.93	96.73	69.99	45.23	36.39
其他净资产变动	(8.3)	(90.3)	65.6	(83.1)	2.1	PB(X)	18.71	16.16	13.95	11.77	10.13
投资活动现金流	(28.6)	(186.5)	(42.4)	(271.5)	(223.8)	CAGR	62.7%	38.5%	32.5%		
营运自由现金流	93.6	53.6	173.5	87.1	168.9	PEG	3.11	2.51	2.15		
税后财务费用	0.7	0.8	2.9	2.9	2.9	EV/EBITDA	51.07	48.60	37.73	28.08	22.78
付息债务变动	(5.1)	(7.6)	10.0	2.0	3.4	EV/EBIT	65.64	56.84	43.64	31.98	25.84
股东权益变动	38.5	112.9	132.0	177.9	184.3	EV/NOPLAT	110.10	86.08	65.14	42.64	34.46
红利	(30.3)	(25.7)	(76.7)	(118.6)	(184.3)	EV/IC	21.55	26.37	25.78	18.05	14.01
少数股东权益变动	5.8	7.5	9.5	10.0	11.0	ROIC/WACC	2.42	4.92	5.40	7.85	6.79
融资活动现金流	75.2	74.2	85.8	56.6	27.1	REP	8.91	5.36	4.78	2.30	2.06

资料来源:安信证券研究所 Wind.NET 资讯

## 作者简介

### 毛峥嵘

安信证券传媒、旅游行业首席分析师，毕业于华东师范大学国际金融系，上海财经大学数量经济专业研究生，近十年证券市场投资、研究经历。在 2004 年 6 月至 2007 年 4 月间，就职于光大证券研究所研究所，在 2006、2007 年度《新财富》最佳分析师评选中传媒、旅游行业均获入围。2007 年 5 月加盟安信证券研究所。

苏慧，传媒、旅游行业研究员；毕业于上海财经大学，金融学学士；1 年证券研究经验，曾为天相投顾策略研究助理，后担任酒店旅游行业研究员；2007 年 10 月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究所撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究所所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究所对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68801216	liangtao@essences.com.cn	021-68801217	zhangqin@essences.com.cn
李国瑞	上海联系人	李昕	北京联系人
021-68801229	ligr@essences.com.cn	010-66581689	lixin@essences.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essences.com.cn	0755-82558268	panlin@essences.com.cn
何诗钊	深圳联系人	李瑾	深圳联系人
0755-82558082	hesz2@essences.com.cn	0755-82558084	lijin@essences.com.cn

## 安信证券研究所

深圳  
深圳市福田区深南大道 2028 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编：518026

上海  
上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2008 室  
邮编：200120

北京  
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编：100034