

2009 年 3 月 2 日

黄山旅游

涨价获批

黄山旅游公告，黄山门票上调已获批。如我们预期，票价将于 09 年 5 月 1 日开始上涨 15%，这将从 09 年开始为每股收益带来 0.03-0.05 元的增厚。我们对 A、B 股的评级，但考虑到整体市场估值上升，我们将目标价格上调。

支撑评级的要点

- 09 年对于旅游业将是艰难的一年。
- 黄山旅游 A 股目前股价为 27 倍 09 年市盈率，高于其同业，已反映出其资源优势。
- 玉屏度假酒店在建可能对 2010 年及之后的盈利产生短期负面影响。

评级面临的主要风险

- 在政策支持以及交通改善的情况下黄山客流量更强劲增长；
- 酒店业务表现优于预期。

估值

- 基于目前整体市场估值上升，我们将 A 股目标价格由 12.25 元上调至 14.93 元，但对其维持**持有**评级。考虑到 B 股的流动性折让 40%，我们得到目标价格 1.310 美元，维持**买入**评级。



刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

股价相对指数表现 (A 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	6	(2)	22	(43)
相对新华富时	(8)	(5)	12	12
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A 股)

发行股数(百万)	471
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,669
3 个月日均交易额(人民币 百万)	23
净负债比率(%)	(18)
主要股东(%)	
黄山旅游集团有限公司	42

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

投资摘要 (A 股)

年结日: 12 月 31 日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入(人民币 百万)	865	1,041	1,155	1,352	1,556
变动(%)	-	20	11	17	15
净利润(人民币 百万)	135	151	204	247	297
全面摊薄每股收益(人民币)	0.30	0.32	0.43	0.52	0.63
变动(%)	-	7.6	34.8	21.2	20.4
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.42	0.49	0.59
变动(%)	-	-	4.2	8.0	7.8
核心每股收益(人民币)	0.30	0.32	0.43	0.52	0.63
变动(%)	-	9.0	33.3	21.3	20.4
全面摊薄市盈率(倍)	47.6	44.2	32.8	27.1	22.5
核心市盈率(倍)	47.8	43.8	32.9	27.1	22.5
每股现金流量(人民币)	0.52	0.60	(0.01)	0.53	1.26
价格/每股现金流量(倍)	23.6	(737.3)	(92.2)	50.6	19.8
净资产收益率(%)	23.7	19.0	17.8	15.8	11.8
每股股息(人民币)	0.14	0.15	0.16	0.18	0.20
股息率(%)	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

股价相对指数表现 (B 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (B 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	10	1	35	(60)
相对上海 B 股(%)	(9)	(4)	13	(2)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (B 股)

发行股数(百万)	471
流通股(%)	33
流通股市值(港币 百万)	144
3 个月日均交易额(港币 百万)	1
净负债比率(%)	(18)

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (B 股)

年结日：12 月 31 日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入(人民币 百万)	865	1,041	1,155	1,352	1,556
变动(%)	-	20	11	17	15
净利润(人民币 百万)	135	151	204	247	297
全面摊薄每股收益(人民币)	0.30	0.32	0.43	0.52	0.63
变动(%)	-	7.6	34.8	21.2	20.4
核心每股收益(人民币)	0.30	0.32	0.43	0.52	0.63
变动(%)	-	9.0	33.3	21.3	20.4
全面摊薄市盈率	21.2	19.7	14.6	12.1	10.0
核心市盈率	21.3	19.5	14.7	12.1	10.0
每股现金流量(人民币)	0.52	0.60	(0.01)	0.53	1.26
价格/每股现金流量	10.5	(328.7)	(41.1)	22.5	8.8
(倍)					
净资产收益率(%)	10.1	7.8	7.8	7.1	4.8
每股股息(人民币)	0.14	0.15	0.16	0.18	0.20
股息率(%)	2.2	2.3	2.5	2.8	3.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

涨价获批

黄山旅游公告黄山风景区门票价格调整已通过公众听证会以及政府的批准。正如我们预期的，黄山门票的旺季价格由 200 元调整为 230 元，淡季价格由 120 元调整为 150 元，并将于 09 年 5 月 1 日开始实施。

此次票价调整仅最多上调了 15%，幅度低于上次的涨价。另外我们认为 09 年实际人均票价支出折扣可能不会达到 07 年的低水平，因为在今年旅游业下滑的预期下，今年有可能为了吸引游客而推出更为积极的促销措施。因此，我们将涨价对 09、10 年每股收益的增厚幅度调整为 0.03 元及 0.04 元。门票价格上调直接有利于黄山旅游的盈利水平。

损益表—A股与B股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入	865	1,041	1,155	1,352	1,556
销售成本	(523)	(618)	(696)	(778)	(893)
经营费用	(79)	(93)	(89)	(150)	(135)
经营利润(息税前利润)	263	330	370	423	528
折旧及摊销	(52)	(60)	(68)	(37)	(79)
息税折旧前利润	211	270	302	386	449
净利息收入/(费用)	0	0	(9)	(27)	(18)
其他收益/(损失)	18	(6)	(3)	(4)	(4)
税前利润	229	264	290	355	427
所得税	(86)	(101)	(72)	(89)	(107)
少数股东权益	(8)	(12)	(14)	(19)	(23)
净利润	135	151	204	247	297
核心净利润	135	150	203	247	297
每股收益(人民币)	0.30	0.33	0.43	0.52	0.63
核心每股收益(人民币)	0.30	0.32	0.43	0.52	0.63
每股股息(人民币)	0.14	0.15	0.16	0.18	0.20
收入增长(%)	n.a.	20	11	17	15
息税前利润增长(%)	n.a.	28	12	28	16
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	26	12	14	25
每股收益增长(%)	n.a.	10	32	21	20
核心每股收益增长(%)	n.a.	9	33	21	20

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

资产负债表—A股与B股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	365	442	292	321	556
应收帐款	60	202	226	255	293
库存	16	18	279	379	229
其他流动资产	1	1	1	1	1
流动资产总计	441	663	798	957	1,079
固定资产	553	741	870	1,071	978
无形资产	17	15	14	13	11
其他长期资产	182	122	130	148	157
长期资产总计	752	879	1,014	1,232	1,146
总资产	1,193	1,542	1,812	2,189	2,225
应付帐款	250	424	408	463	531
短期债务	37	13	149	285	20
其他流动负债	8	5	8	9	10
流动负债总计	294	443	566	757	562
长期借款	3	8	8	8	8
其他长期负债	62	62	62	62	62
股本	454	471	471	471	471
储备	371	547	682	853	1,066
股东权益	825	1,018	1,153	1,325	1,537
少数股东权益	9	12	24	37	57
总负债及权益	1,193	1,542	1,812	2,189	2,225
每股帐面价值(人民币)	1.82	2.16	2.45	2.81	3.26
每股有形资产(人民币)	1.78	2.13	2.42	2.78	3.24
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.49)	(0.89)	(0.29)	(0.06)	(1.12)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

现金流量表—A股与B股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
税前利润	229	264	290	355	427
折旧与摊销	(52)	(60)	(68)	(37)	(79)
净利息费用	0	0	9	27	18
运营资本变动	54	44	(300)	(80)	177
税金	(86)	(101)	(72)	(89)	(107)
其他经营现金流	38	70	68	37	81
经营活动产生的现金流	236	277	(6)	250	596
购买固定资产净值	(109)	(318)	(204)	(255)	7
投资减少/增加	(102)	(58)	(72)	0	0
其他投资现金流	237	110	72	0	0
投资活动产生的现金流	26	(267)	(203)	(254)	7
净增权益	151	17	0	0	0
净增债务	11	(19)	136	136	(265)
支付股息	(35)	(76)	(89)	(117)	(122)
其他融资现金流	(262)	247	12	14	19
融资活动产生的现金流	(134)	169	59	33	(368)
现金变动	128	179	(150)	29	235
期初现金	135	263	442	292	321
公司自由现金流	262	10	(209)	(4)	603
权益自由现金流	274	(9)	(73)	132	338

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

主要比率—A股与B股

年结日: 12月31日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	30.4	31.7	32.0	31.3	34.0
息税前利润率(%)	24.4	26.0	26.1	28.6	28.9
税前利润率(%)	26.5	25.4	25.1	26.3	27.4
净利率(%)	15.7	14.5	17.6	18.3	19.1
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.9
利息覆盖率(倍)	57.4	50.5	23.7	12.7	20.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.5	0.9	0.8	1.5
估值					
市盈率(倍)	47.6	43.4	32.8	27.1	22.5
核心业务市盈率(倍)	47.8	43.8	32.9	27.1	22.5
目标价对应核心业务市	50.1	45.7	34.5	28.5	23.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	7.8	6.6	5.8	5.0	4.4
价格/现金流(倍)	23.6	(737.3)	(92.2)	50.6	19.8
企业价值/息税折旧前	23.7	19.0	17.8	15.8	11.8
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	10.9	9.9	78.0	154.5	124.4
应收帐款周转天数	25.1	45.9	67.7	65.0	64.3
应付帐款周转天数	105.3	118.2	131.6	117.6	116.6
回报率					
股息支付率(%)	47.0	45.2	37.0	34.4	31.7
净资产收益率(%)	16.4	16.4	18.8	19.9	20.8
资产收益率(%)	11.1	12.2	13.5	14.5	15.3
已运用资本收益率(%)	24.6	28.7	25.6	26.0	27.7

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的1%的财务权益；(ii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iii)他们与有关上市法团之间在过去12个月内不存在投资银行业务关系。中银国际集团涉及以下上市法团证券的做市活动：汇丰控股。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照2009年2月26日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传递、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成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，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371