

苏平 86-755-82943252
 suping@cmschina.com.cn

 林周勇 86-755-82943201
 linzy@cmschina.com.cn

2009年4月10日

黄山旅游(600054.SH)/16.18元

业绩稳定增长，具有较好防御性

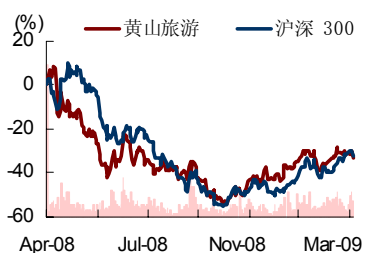
可选消费·旅游
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2347
总股本(万股)	47135
已上市流通股(万股)	11762
总市值(亿元)	73
流通市值(亿元)	18
每股净资产(MRQ)	2.4
ROE(TTM)	16.6
资产负债率	31.8%
主要股东	黄山旅游集团
主要股东持股比例	41.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	15	-36
相对表现	-5	-7	1



相关报告

08年净利润增长25%，EPS0.40元；业绩增长主要来自索道提价、所得税率降低。一季度旅游市场回暖，屯溪游客和收入增长30%，09年公司业绩有望平稳增长，小幅调高09EPS至0.45元（原0.42元），预计09-11EPS0.45、0.52、0.59元；公司盈利平稳增长，质量较高，防御价值突出，维持审慎推荐-A的评级。

- **08年净利润增长25%，EPS0.40元，拟10派1元。**08年，游客224万人次，收入11.2亿元，净利润1.89亿元，分别增长10%、7.4%、24.7%；EPS0.40元。业绩符合我们预期，但略低于市场0.42元的预期。拟10股派现金1元。
- **利润来自门票、索道、景区内酒店。**门票、云谷索道、景区内酒店（西海饭店除外），贡献权益利润1.4亿元，约占公司净利润的75%；玉屏索道、太平索道、西海饭店分别贡献权益利润4858、585、991万元，分别占净利润的25.8%、3.1%、5.3%。
- **业绩增长主要来自索道提价、所得税率降低。**（1）08年4月1日，索道旺季票价由65元提至80元，08年索道收入增长19.5%，毛利率78.1%（提升3.3个百分点）；（2）门票收入下降1.4%，毛利率基本维持稳定；（3）酒店收入增长7.3%，毛利率下降6.5个百分点；（4）实际所得税率由38%降至27%。
- **09年目标：游客235万，收入超过12亿。**此外，（1）公司将加强市场营销、酒店管理、业务模块之间的协同、推进节能减排等方面工作；（2）稳步推进黄口187亩地块的高端酒店和商业地产等在建项目进度。
- **预计09-11EPS 0.45、0.52、0.59元，维持审慎推荐评级。**（1）一季度旅游市场回暖，屯溪游客和收入增长30%，我们预计公司门票、索道、景区内酒店盈利仍将平稳增长，但景区外酒店亏损压力可能加大，总体上看，09年盈利仍将保持一定幅度增长，我们预计09-11EPS 0.45、0.52、0.59元；（2）公司业绩平稳增长，且盈利质量较好，具有较好的防御价值，维持审慎推荐-A的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1041	1118	1246	1480	1650
同比增长	20%	7%	11%	19%	11%
营业利润(百万元)	268	282	314	368	418
同比增长	16%	5%	12%	17%	14%
净利润(百万元)	151	189	210	247	280
同比增长	12%	25%	12%	17%	14%
每股收益(元)	0.32	0.40	0.45	0.52	0.59
PE	50.4	40.5	36.2	30.9	27.2
PB	7.5	6.7	6.1	5.5	4.9

资料来源：招商证券

一、08 年游客、收入、净利润分别增长 10%、7%、25%，EPS 0.40 元

1、总体情况

08 年，累计接待入山游客 224 万人次，增长 10%；其中境外游客 23 万人次，增长 12%；公司索道业务累计运送游客 356.87 万人次。全年实现业务收入 11.2 亿元，增长 7.43%；归属于上市公司股东的净利润 1.89 亿元，同比增长 24.7%；EPS 0.40 元。业绩符合我们预期，但略低于市场 0.42 元的预期。

董事会拟以 08 年末总股本为基数，每 10 股派现金 1 元。

表 1：08 年经营总体情况

单位：百万元	08 年	07 年	变动情况	变动幅度
一、营业收入	1118.2	1040.9	77.3	7.4%
减：营业成本	627.5	577.8	49.7	8.6%
营业税金及附加	43.7	40.1	3.6	8.9%
管理费用	164.4	152.5	11.9	7.8%
财务费用	-1.0	-0.1	-0.9	
二、营业利润	281.6	267.6	14.0	5.2%
三、利润总额	281.4	264.2	17.2	6.5%
减：所得税费用	76.5	101.5	-24.9	-24.6%
四、净利润	204.8	162.7	42.1	25.9%
归属于母公司股东的净利润	188.5	151.2	37.4	24.7%
少数股东损益	16.3	11.6	4.7	40.9%
五、基本每股收益	0.40	0.33	0.07	24.7%

资料来源：公司公告

2、分业务情况看：

虽然游客增长 10%，但由于市场营销力度加大，且淡季游客增长较快，导致实际门票价格有所下降，门票收入下降 1.4%，毛利率基本维持稳定。

08 年 4 月 1 日起，索道旺季票价由 65 元提至 80 元，淡季由 55 元提至 65 元。08 年索道收入增长 19.5%，成本则相对固定，仅增长 4%，毛利率提升 3.3 个百分点至 78.1%。

由于新增轩辕国际大酒店及天海四合院等酒店，酒店业务收入增长 7.3%。但毛利率下降 6.5 个百分点。

表 2：各业务经营情况

单位：百万元	08 年收入	同比增长	毛利率	毛利率变动 (百分点)
一、主营业务	1194.4	4.8%	41.3%	0.9
酒店业务	272.9	7.3%	33.5%	-6.5
索道业务	269.5	19.5%	78.1%	3.3
园林开发业务	407.0	-1.4%	42.4%	0.4
旅游服务业务	234.2	-2.1%	3.6%	-0.4
承包业务	10.8	42.4%	99.7%	3.1
二、各业务分部间相互抵销	82.8	-22.2%	3.4%	1.3
三、其他业务	6.6	-16.4%	0.8%	-60.4
合 计	1,118.2	7.4%	43.9%	-0.6

资料来源：公司公告

3、从净利润构成看：

门票、云谷索道（含新旧两条）、景区内酒店（西海饭店除外），贡献 1.4 亿元的净利润，约占公司净利润的 75%；

玉屏索道、太平索道分别贡献 4858、585 万元的权益利润，合计占公司净利润的 29%；西海饭店贡献权益利润 991 万元，占公司净利润的 5%。

表 3：主要子公司 08 年经营情况（单位：万元）

业务类型	子公司	持股比例	08 年 收入	08 年 净利润	08 年 ROE	08 年末 净资产
索道	黄山玉屏客运索道有限责任公司	80%	10566	6072	131.1%	4631
	黄山太平索道有限公司	70%	2831	835		-311
酒店餐饮	黄山国际大酒店有限责任公司	80%	2612	-1409		-1250
	轩辕国际大酒店	100%		-556		
	黄山西海饭店有限责任公司	94%	3530	1054	38.8%	2714
	黄山旅游莲花酒店管理有限公司	100%	-	1	0.6%	101
	黄山市黄河宾馆	23%	120	3	0.5%	603
	黄山温泉风景区联合旅游管理公司	30%	294	-366	-5.2%	7021
	长春净月潭游乐有限责任公司	20%	663	65	2.2%	2942
景区	黄山市花山谜窟旅游开发有限公司	75%	1374	126	10.0%	1255
	黄山海外旅行社	100%	1431	18		-580
旅行社	黄山市中国旅行社	100%	12314	91	10.9%	838
	黄山中国国际旅行社	100%	2437	82		-91
	黄山桃花溪旅游房地产开发有限公司	100%	-	-2	0.0%	5199
房地产	黄山旅游玉屏房地产开发有限公司	100%	-	-71	-7.6%	930
	黄山市途马旅游电子商务有限公司	99%	567	208	22.9%	908
其他	黄山徽文化旅游开发有限责任公司	70%	6	-12	-7.8%	155
	黄山皮蓬文化发展有限责任公司	90%	115	-11	-4.7%	236
	黄山老徽商旅游商贸有限公司	100%	-	-8	-19.0%	42

资料来源：公司公告

表 4: 公司净利润构成

单位: 百万元	08 年贡献 权益利润	占公司净 利润比重
门票		
云谷索道 (含新旧两条)	14000	74.3%
景区内酒店 (西海饭店除外)		
玉屏索道	4858	25.8%
太平索道	585	3.1%
西海饭店	991	5.3%
归属于母公司股东的净利润	18850	100%

资料来源: 公司公告

二、公司 09 年经营计划

09 年, 公司业务发展的主要预期目标是: **接待游客总量 235 万人次, 完成营业收入 12 亿元以上。**

管理方面: 严格执行统一订房、稳定房餐价格, 进一步完善指标考核体系; 重视各业务之间的协同发展; 推进节能减排、提高资源综合利用水平。

营销方面: 强化市场营销, 拓展市场空间。坚持以市场为导向, 加大市场营销运作力度。采取有针对性、实效性的促销方式, 突出重点市场, 加强市场调研和规划, 加强营销组合策略的运用, 进一步完善营销策略运作体系, 提高市场占有率。

项目建设: 稳步推进黄口 187 亩地块的高端酒店和商业地产等在建项目进度; 继续搞好温泉地段综合整治二期工程、景区污水处理提升工程、西海饭店整体改造、北海宾馆贡阳山庄、排云楼宾馆接待设施改造工程

三、09EPS 由 0.42 元调高至 0.45 元, 维持审慎推荐-A 的评级

一季度, 大部分地区出现回暖。虽然金融危机对我国旅游业构成严峻的挑战, 特别是入境游业务, 但由于旅游业在我国处于上升期, 而且由于政策逐步发挥功效 (其中有国家的宏观政策, 也有各地方出台的旅游消费刺激政策), 我国一季度旅游业出现回暖迹象。一季度, 大部分地方及主要景区保持正增长态势。

一季度, 屯溪游客和收入增长 30%。据安徽旅游信息中心统计: 09 年一季度, 屯溪区旅游接待人数和旅游收入均实现了首季开门红, 一季度实现旅游接待量 81.05 万人次, 同比增长 29.98%, 实现旅游总收入 2.83 亿元, 同比增长 29.82%。

业绩平稳增长有保证。我们预计 09 年公司门票、索道、酒店业务收入仍将平稳增长, 门票、索道、景区内酒店业务盈利能力也将保持平稳, 因此, 业绩有保证。但景区外的酒店业务压力仍较大: 主要是 (1) 黄山酒店市场竞争更加激烈; (2) 经济放缓削弱居民旅游消费能力, 酒店价格面临较大压力; (3) 轩辕国际大酒店 08 年中开业, 黄山国际大酒店扩建工程也已完工, 这些新增的酒店 09 年盈利的可能性不大。

小幅上调 09 年预期, 预计 09-11EPS 0.45、0.52、0.59 元。总体上看, 我们认为: 与 08 年相比, 09 年业绩可能有所增长, 但由于景区外酒店亏损压力加大, 增长幅度有限。鉴于旅游市场回暖超出预期, 我们小幅调高 09EPS 至 0.45 元 (原 0.42 元), 预计 09-11EPS 0.45、0.52、0.59 元。(假设地产业务 2010、2011 年贡献利润 800 万、1000-万元, 折合 EPS 0.02 元)。

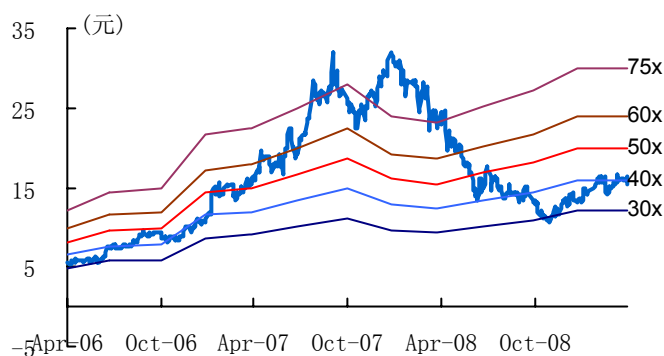
防御价值突出，维持审慎推荐-A 的投资评级。由于公司业绩平稳增长，且盈利质量较好，具有较好的防御价值，维持审慎推荐-A 的投资评级。

表 5: 各季度业绩回顾

(百万元)	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
营业收入	97	317	313	314	106	328	373	311
营业毛利	30	154	163	116	31	154	182	155
营业费用	0	0	0	0	0	0	0	0
管理费用	29	26	31	67	29	26	39	70
财务费用	1	1	-1	-1	0	0	0	-1
投资收益	0	0	1	-1	0	0	0	0
营业利润	3	110	120	35	-3	115	128	41
所得税	2	36	36	27	2	27	31	17
归属母公司净利润	1	68	79	3	-4	80	91	22
EPS (元)	0.00	0.14	0.17	0.01	-0.01	0.17	0.19	0.05
主要比率								
毛利率	31%	49%	52%	37%	29%	47%	49%	50%
营业费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
管理费用率	30%	8%	10%	21%	27%	8%	10%	23%
营业利润率	3%	35%	38%	11%	-2%	35%	34%	13%
有效税率	80%	33%	30%	76%	-63%	24%	24%	40%
净利率	1%	21%	25%	1%	-4%	25%	24%	7%
YoY								
收入	37%	14%	10%	36%	9%	3%	19%	-1%
归属母公司净利润		31%	31%	-88%		19%	15%	528%

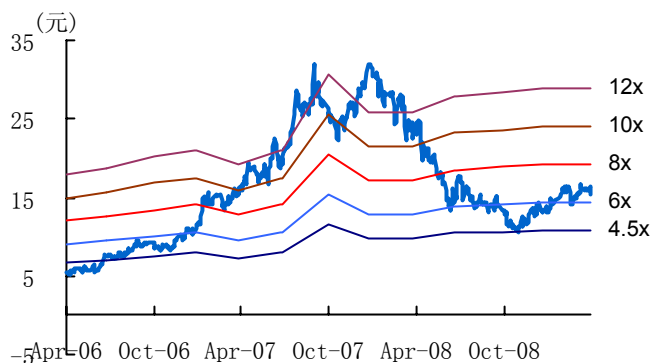
资料来源：招商证券整理

图 1: 黄山旅游历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 黄山旅游历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	663	626	541	718	808
现金	442	286	127	141	171
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	35	39	44	52	58
其它应收款	20	9	11	13	14
存货	18	278	350	500	552
其他	149	12	10	12	13
非流动资产	879	1068	1151	1247	1194
长期股权投资	67	66	66	66	66
固定资产	641	906	867	820	1061
无形资产	15	20	18	16	14
其他	155	76	199	345	52
资产总计	1542	1693	1692	1965	2002
流动负债	443	471	336	453	314
短期借款	13	68	20	20	20
应付账款	28	29	28	33	37
预收账款	6	8	70	167	9
其他	396	365	218	233	248
长期负债	69	67	67	67	67
长期借款	8	8	8	8	8
其他	62	59	59	59	59
负债合计	512	538	403	520	381
股本	471	471	471	471	471
资本公积金	170	171	171	171	171
留存收益	251	352	613	748	902
少数股东权益	12	16	34	54	77
母公司所有者权益	1018	1139	1255	1391	1545
负债及权益合计	1542	1693	1692	1965	2002

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	277	208	156	296	185
净利润	151	189	210	247	280
折旧摊销	60	75	79	74	81
财务费用	(0)	(1)	1	1	1
投资收益	(0)	1	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	20	(113)	(159)	(45)	(201)
其它	25	(20)	26	20	25
投资活动现金流	(267)	(335)	(171)	(170)	(30)
资本支出	(82)	(266)	(170)	(170)	(30)
其他投资	61	1	(1)	0	0
筹资活动现金流	169	(29)	(145)	(111)	(126)
借款变动	5	1	(51)	0	0
普通股增加	17	0	0	0	0
资本公积增加	88	1	0	0	0
股利分配	0	0	(95)	(111)	(126)
其他	0	(3)	0	0	(0)
现金净增加额	179	(156)	(160)	15	29

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1041	1118	1246	1480	1650
营业成本	578	627	700	833	920
营业税金及附加	40	44	49	62	69
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	152	164	183	218	243
财务费用	(0)	(1)	1	1	1
资产减值损失	3	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(1)	1	1	1
营业利润	268	282	314	368	418
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	4	1	0	0	0
利润总额	264	281	314	368	418
所得税	101	77	86	101	115
净利润	163	205	228	267	303
少数股东损益	12	16	17	20	23
母公司所有者净利润	151	189	210	247	280
EPS (元)	0.32	0.40	0.45	0.52	0.59

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	20%	7%	11%	19%	11%
营业利润	16%	5%	12%	17%	14%
净利润	12%	25%	12%	17%	14%
获利能力					
毛利率	44.5%	43.9%	43.8%	43.8%	44.2%
净利率	14.5%	16.9%	16.9%	16.7%	17.0%
ROE	14.9%	16.5%	16.8%	17.7%	18.1%
ROIC	15.7%	16.6%	17.3%	18.2%	18.4%
偿债能力					
资产负债率	33.2%	31.8%	23.8%	26.5%	19.0%
净负债比率	1.4%	4.6%	1.6%	1.4%	1.4%
流动比率	1.5	1.3	1.6	1.6	2.6
速动比率	1.5	0.7	0.6	0.5	0.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	34.5	4.2	2.2	2.0	1.8
应收帐款周转率	34.0	30.2	29.9	30.9	30.0
应付帐款周转率	25.2	22.0	24.5	27.2	26.3
每股资料(元)					
每股收益	0.32	0.40	0.45	0.52	0.59
每股经营现金	0.59	0.44	0.33	0.63	0.39
每股净资产	2.16	2.42	2.66	2.95	3.28
每股股利	0.15	0.10	0.20	0.24	0.27
估值比率					
PE	50.4	40.5	36.2	30.9	27.2
PB	7.5	6.7	6.1	5.5	4.9
EV/EBITDA	14.5	13.3	12.0	10.7	9.5

分析师简介

苏平，武汉城市建设学院景园建筑专业学士、北京大学人文地理专业硕士。目前为招商证券社会服务业分析师，6 年证券从业经验。07 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名，05、06 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名。率先发掘并持续推荐了华侨城等一批优质公司。

林周勇，硕士，07 年 3 月加入招商证券。07 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。