

增量不增收，业绩低于预期

黄山旅游(600054.SH)2008 年报点评

报告关键点：

- 与预期出入的原因在于门票促销增量不增收；
- 全年来看各项业务的开展欠佳，短途客源权重升高，经济下行的影响较为明显；但索道提价效应和所得税率改革为业绩提升贡献了重要力量；
- 下调盈利预测及投资评级。

报告摘要：

- 与预期出入的原因在于门票促销增量不增收：公司今日公布08年报，全年实现营业收入11.18亿元，同比增长7.43%；实现归属于母公司的净利润为1.88亿元，同比增长24.71%；每股收益为0.40元，拟分配方案为每10股派送1元现金红利。公司业绩与我们预期有一定的出入，原因在于公司四季度推行一定的门票折扣措施，使得门票的实际票价低于我们此前预测。
- 进山游客量呈现明显的前低后高的修复态势(四个季度同比增长率依次为2%、-1%、15%和24%)，这符合我们之前预期；但是门票在四季度实行了折扣促销，是我们没有考虑到的；两项综合之后公司四季度呈现游客量同比24%高增长，而销售收入基本与同期持平的情况，这是业绩与预期不符的主要原因。
- 全年来看各项业务的开展欠佳，短途客源权重升高，经济下行的影响较为明显：1)、为抵御经济下行风险公司采用了部分门票折扣优惠的措施，使得门票游客量同比增长10%，但门票收入同比下滑1.4%，说明游客增长的动力主要是享受票价优惠的短途游，真正的防御能力并没有得到体现；2)、虽然进山游客有一定增长，但倾向于一日游的游客比例增加后，索道和酒店的接待情况都出现了萎缩，其中索道游客量同比下滑2.76%，酒店毛利同比下滑了10.2%，这都是五年来的首次下滑。
- 索道提价效应和所得税率改革是业绩提升的主因：虽然各项业务经营不利，但在索道提价的作用下，该业务毛利率提升了3.3个百分点，收入和毛利也同比增长了19.5%和24.7%，提价效应为公司业绩提升贡献了重要的力量；而实际所得税率的大幅下滑是业绩提升的又一因素。
- 下调盈利预测及投资评级：从黄山09年前两个月的接待量和收入情况来看，促销行为仍在持续，但是增量不增收的情形也在延续，我们认为这种情况不但削弱了公司本来的业绩增长幅度，同时还在透支将来的增长动力，不过业绩的变数主要取决于经济的恢复和客源结构的变化，据此我们调整公司2009年~2011年EPS到0.45元、0.56元和0.61元；鉴于公司门票即将施行提价我们认为给予公司16.80元的一年期目标价较为合理，故下调投资评级至“增持_B”。

评级：

增持-B

上次评级：增持-A

目标价格：16.80 元

期限：12 个月 上次预测：11.83 元

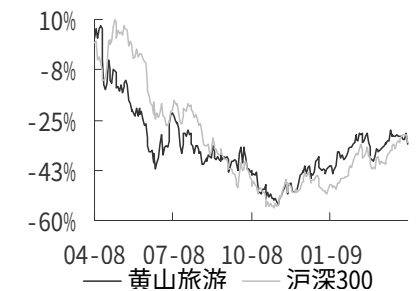
现价：15.46 元

报告日期：2009-04-09

市场数据

总市值(百万元)	7,287.07
流通市值(百万元)	1,818.41
总股本(百万股)	471.35
流通股本(百万股)	117.62
12 个月最高/最低	10.20/26.10 元
十大流通股东(%)	24.59%
股东户数	23,989

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(9.23)	(11.65)	(0.51)
绝对收益	3.34	17.59	(33.28)

研究员

苏慧

助理行业分析师

021-68765913

suhui@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,040.9	1,118.1	1,196.4	1,304.0	1,460.5
Growth(%)	20.3%	7.4%	7.0%	9.0%	12.0%
净利润	162.7	204.8	217.6	266.4	293.5
Growth(%)	11.6%	24.7%	13.4%	22.7%	10.3%
毛利率(%)	44.5%	43.9%	44.0%	46.0%	45.0%
净利润率(%)	14.5%	16.9%	17.9%	20.1%	19.8%
每股收益(元)	0.32	0.40	0.45	0.56	0.61
每股净资产(元)	2.19	2.45	2.89	3.43	4.02
市盈率	48.2	38.7	34.1	27.8	25.2
市净率	7.1	6.3	5.3	4.5	3.8
净资产收益率(%)	15.8%	17.7%	16.0%	16.5%	15.5%
ROIC(%)	29.3%	30.9%	21.7%	17.2%	17.6%
EV/EBITDA	22.4	21.0	20.7	17.1	15.2
股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

黄山旅游：业绩得以较好修复，来年平稳增长仍可期

2008-10-27

黄山旅游：灾后恢复显著，业绩稳步向前

2008-08-18

黄山旅游：雪灾余波影响超预期，下调盈利预测

2008-04-28

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-4-8

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,040.9	1,118.1	1,196.4	1,304.0	1,460.5	成长性					
减:营业成本	577.8	627.5	670.0	704.2	803.3	营业收入增长率	20.3%	7.4%	7.0%	9.0%	12.0%
营业税费	40.1	43.7	46.7	50.2	56.2	营业利润增长率	16.3%	5.2%	6.4%	19.9%	9.4%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	11.6%	24.7%	13.4%	22.7%	10.3%
管理费用	152.5	164.4	179.5	191.7	211.8	EBITDA 增长率	13.6%	10.2%	6.2%	19.1%	9.5%
财务费用	-0.1	-1.0	-0.3	-0.2	-1.6	EBIT 增长率	16.0%	4.9%	6.7%	19.9%	9.0%
资产减值损失	3.2	1.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	13.2%	25.5%	6.5%	22.5%	9.8%
加:公允价值变动收益	0.0	-	-	-	-	投资资本增长率	19.0%	51.9%	54.6%	7.0%	4.1%
投资和汇兑收益	0.2	-1.0	-1.0	1.0	2.0	净资产增长率	23.5%	12.2%	17.9%	18.6%	17.3%
营业利润	267.6	281.6	299.6	359.2	392.8	利润率					
加:营业外净收支	-3.4	-0.3	-1.5	-3.0	-1.5	毛利率	44.5%	43.9%	44.0%	46.0%	45.0%
利润总额	264.2	281.4	298.1	356.2	391.3	营业利润率	25.7%	25.2%	25.0%	27.5%	26.9%
减:所得税	101.5	76.5	80.5	89.8	97.8	净利润率	14.5%	16.9%	17.9%	20.1%	19.8%
净利润	162.7	204.8	217.6	266.4	293.5	EBITDA/营业收入	29.7%	30.4%	30.2%	33.0%	32.3%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	25.7%	25.1%	25.0%	27.5%	26.8%
货币资金	442.1	286.5	59.8	109.4	606.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	199	249	344	389	359
应收帐款	54.6	48.8	86.1	104.3	128.5	流动营业资本周转天数	-41	-16	-6	-16	-12
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	191	207	117	54	123
预付帐款	146.4	11.8	-19.3	-19.3	-19.3	应收帐款周转天数	14	14	12	11	10
存货	17.9	277.8	10.0	10.6	12.0	存货周转天数	6	48	43	3	3
其他流动资产	2.3	0.6	18.3	27.8	39.5	总资产周转天数	473	521	531	530	568
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	210	268	384	443	418
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	67.5	66.4	195.0	200.0	200.0	ROE	15.8%	17.7%	16.0%	16.5%	15.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.6%	12.1%	11.9%	13.3%	11.3%
固定资产	640.7	905.7	1,380.0	1,437.8	1,476.4	ROIC	29.3%	30.9%	21.7%	17.2%	17.6%
在建工程	100.6	21.7	25.0	27.0	28.2	费用率					
无形资产	15.5	19.9	41.9	62.4	81.6	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	54.5	53.9	36.5	43.7	48.0	管理费用率	14.6%	14.7%	15.0%	14.7%	14.5%
资产总额	1,542.0	1,693.3	1,833.4	2,003.6	2,601.6	财务费用率	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
短期债务	13.0	68.0	385.9	385.4	379.4	三费/营业收入	14.6%	14.6%	15.0%	14.7%	14.4%
应付帐款	267.8	242.2	52.3	60.6	76.3	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	33.2%	31.8%	25.7%	19.4%	27.2%
其他流动负债	161.8	160.4	168.4	177.7	187.1	负债权益比	49.7%	46.5%	34.6%	24.0%	37.3%
长期借款	7.6	7.6	-192.4	-292.4	7.6	流动比率	1.50	1.33	0.26	0.37	1.19
其他非流动负债	61.8	59.4	56.9	56.9	56.9	速动比率	1.46	0.74	0.24	0.36	1.18
负债总额	512.0	537.7	471.1	388.2	707.4	利息保障倍数	#####	-274.28	-952.34	#####	-246.53
少数股东权益	12.0	16.2	19.9	23.9	27.9	分红指标					
股本	471.4	471.4	471.4	471.4	471.4	DPS(元)	0.13	-	-	-	-
留存收益	546.6	668.0	871.1	1,120.2	1,395.0	分红比率	42.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,030.0	1,155.6	1,362.3	1,615.4	1,894.2	股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	162.7	204.8	217.6	266.4	293.5	EPS(元)	0.32	0.40	0.45	0.56	0.61
加:折旧和摊销	59.5	74.9	62.1	71.6	80.0	BVPS(元)	2.19	2.45	2.89	3.43	4.02
资产减值准备	3.2	1.1	-	-	-	PE(X)	48.2	38.7	34.1	27.8	25.2
公允价值变动损失	-0.0	-	-	-	-	PB(X)	7.1	6.3	5.3	4.5	3.8
财务费用	-0.7	-1.5	-2.7	-0.3	-0.2	P/FCF	-	-73.4	-33.7	136.6	14.2
投资收益	-0.2	1.0	1.0	-1.0	-2.0	P/S	7.0	6.5	6.1	5.6	5.0
少数股东损益	11.6	16.3	3.9	4.2	4.2	EV/EBITDA	22.4	21.0	20.7	17.1	15.2
营运资金的变动	79.0	-109.7	108.9	-10.6	-12.3	CAGR(%)	17.9%	12.7%	14.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	276.7	207.5	393.1	330.4	361.9	PEG	2.7	3.0	2.4	-0.3	-0.3
投资活动产生现金流量	-266.6	-334.6	-704.7	-165.0	-140.8	ROIC/WACC	3.1	3.2	2.3	1.8	1.8
融资活动产生现金流量	169.4	-28.5	118.2	-100.3	295.6	REP	3.4	2.2	2.1	2.5	2.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

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；2 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中心撰写，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中心将随时补充、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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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中心，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中心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

朱贤	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn
张勤	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人
010-66581676	zhouong@essence.com.cn
李昕	北京联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

凌洁	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn
马正南	北京联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王昊文	深圳联系人
0755-82558069	wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海
 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

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