

市场环境趋好，提价效应彰显估值优势

黄山旅游(600054.SH)点评报告

报告关键点：

- 市场环境趋好下，增量不增收将不复存在，量增幅度虽无法预测，但收入将至少恢复常态增长；
- 门票提价可能会抑制游客的担忧将随着市场转暖而消散；
- 提价效应终将转化为业绩，估值优势已经显露；
- 调高投资评级至“增持_A”，维持盈利预测。

报告摘要：

- 市场环境趋好下，增量不增收将不复存在，量增幅度虽无法预测，但收入将至少恢复常态增长：收入预期向好之下旅游需求将有望转向，那么公司长达半年来的游客人数和收入的增长明显不匹配的现象将会消失，另外因为部分促销措施可能在年内不会结束，虽然环境企稳后的增量是明确的，但异常价格下的量增幅度将无法准确预测，但我们至少可以判断收入增长将会步上正常轨道。
- 门票提价可能会抑制游客的担忧将随着市场转暖而消散：公司门票从5月1日执行新价格，旺季和淡季分别提价幅度为15%和25%，在前期收入预期较差的环境中，这样的措施对游客的抑制是肯定的，非但对利润没有贡献还可能有损伤；而门票提价同时又是双刃剑，因为游览费用在旅游支出中占比是很小的，所以旅游需求转向之后，游客需求可能被抑制的担忧将随之消散。
- 提价效应终将转化为业绩，估值优势已经显露：为响应政府提倡通过消费拉动需求的政策，我们估计公司促销措施在年内仍会延续，这样实际价格在今年实现增长的可能性不大，但因旅游市场环境转好，提价效应将在明年真正转为业绩，那么对于公司而言，在今年旅游需求转好和明年提价效应起作用的背景下，目前处在行业估值的低端应该是被明显低估的。
- 调高投资评级至“增持_A”，维持盈利预测：因为公司资源禀赋高，且靠近客源地，在行业环境较差时的盈利仍然是有保证的，并且我们之前也考虑到了提价效应的作用，故而在行业环境转好时的盈利预测维持不变；但随着旅游需求转好，系统性行业风险将被释放，故而我们投资评级由“增持_B”调高至“增持_A”。

评级：

增持-A

上次评级：增持-B

目标价格：

16.80 元

期限：12 个月 上次预测：16.80 元

现价：15.47 元

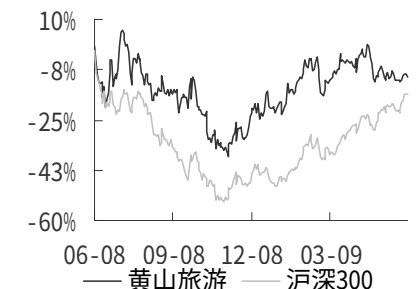
报告日期：

2009-06-15

市场数据

总市值(百万元)	7,140.95
流通市值(百万元)	1,781.94
总股本(百万股)	471.35
流通股本(百万股)	117.62
12 个月最高/最低	10.20/18.85 元
十大流通股东(%)	27.65%
股东户数	23,087

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(11.05)	(25.98)	6.04
绝对收益	(3.27)	1.54	(10.27)

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	47.2	37.9	33.4	27.2	24.7
市净率	6.9	6.2	5.2	4.4	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	22.0	20.6	20.3	16.7	14.9
股息收益率	0.9%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

黄山旅游：增量不增利的情形仍在延续
2009-04-28

增量不增收，业绩低于预期
2009-04-09

黄山旅游：业绩得以较好修复，来年平稳
增长仍可期

2008-10-27

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-6-15

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	345	390	360
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	-11	-25	-20
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	191	207	112	44	115
预付帐款	146.4	11.8	-19.3	-19.3	-19.3	应收帐款周转天数	14	16	14	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	-15.7	-6.2	5.5	总资产周转天数	473	521	526	521	560
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%	12.1%	13.5%	11.4%
固定资产	640.7	905.7	1,384.0	1,441.7	1,480.4	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	1,803.4	1,973.6	2,571.6	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	0.20	0.32	1.14
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	0.18	0.30	1.12
负债总额	512.0	537.7	471.1	388.2	707.4	利息保障倍数	-200.10	-274.28	-952.34	-900.10	-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	0.15	-	-	-
留存收益	546.6	668.0	871.1	1,120.2	1,395.0	分红比率	42.1%	36.3%	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%	1.0%	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)	47.2	37.9	33.4	27.2	24.7
公允价值变动损失	-0.0	-	-	-	-	PB(X)	6.9	6.2	5.2	4.4	3.8
财务费用	-0.7	-1.5	-2.7	-0.3	-0.2	P/FCF	-	-71.9	-38.3	133.9	13.9
投资收益	-0.2	1.0	1.0	-1.0	-2.0	P/S	6.9	6.4	6.0	5.5	4.9
少数股东损益	11.6	16.3	3.9	4.2	4.2	EV/EBITDA	22.0	20.6	20.3	16.7	14.9
营运资金的变动	79.0	-75.7	142.9	-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	427.1	330.4	361.9	PEG	2.6	3.0	2.4	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-266.6	-334.6	-636.2	-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	2.4	2.2

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 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@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