

社会服务行业

报告原因: 年报点评

2010 年 3 月 25 日

市场数据: 2010 年 3 月 25 日

总股本/流通股本(亿股)	4.71/1.18
收盘价(元)	20.05
流通市值(亿元)	23.66
1 年内最高最低价(元)	22.50/13.80
PE/PB	59/7.48

基础数据: 2009 年 12 月 31 日

资产负债率	32.88%
毛利率	42.71%
净资产收益率(摊薄)	12.83%

相关研究

分析师: 加丽果

TEL: 010-82190386

Email: jialiguo@sxzq.com

Msn: jia_lg@hotmail.com

联系人:

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

黄山旅游 (600054)

新投资项目和有效票价降低导致盈利水平下降

买入

维持评级

公司研究/点评报告

年报概况

- 公司 2009 年实现收入达 11.28 亿元, 同比上升 0.87%, 实现营业利润 2.68 亿元, 比去年同期下降 14.16%, 实现归属于母公司股东的净利润 1.60 亿元, 比去年同期下降 15.22%。实现每股收益 0.34 元, 比去年同期下降 15%左右。

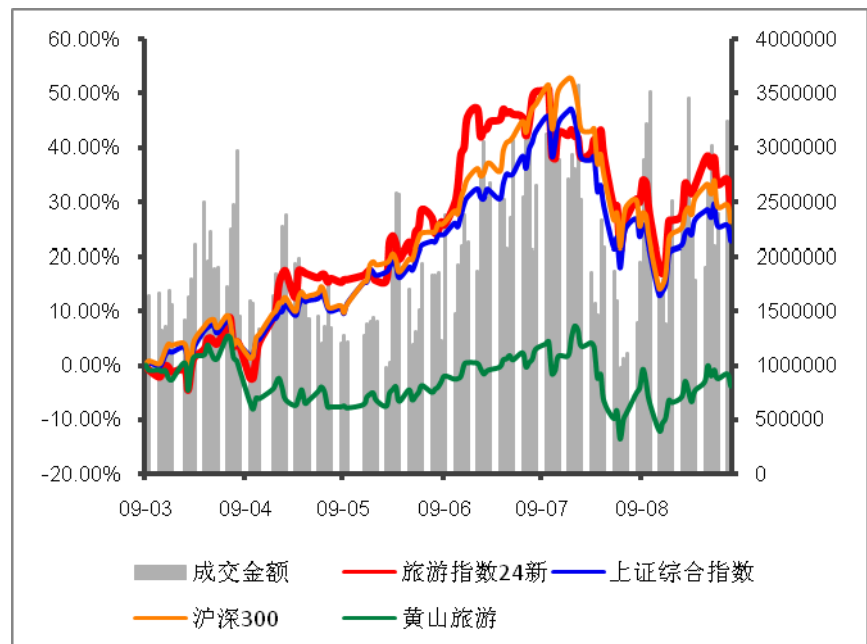
年报点评

- 门票提价效应抵不过促销宣传力度。虽然公司 2009 年门票提升, 旺季提升幅度达到 15%, 淡季提升幅度达 25%, 但收入增幅远远低于门票提升幅度。主要原因为公司 2009 年对外促销和让利销售力度加大, 而公司门票提交的资源保护费为固定, 从而令公司的有效票价并没有提高, 也使得公司的园林开发业务营业收入比去年同期减少了 0.61%, 成本同期增加了 1.88%, 毛利率同期下降了 1.44%。
- 成本率和费用率双双上升导致业绩下滑。公司收入同比增长了 0.87%, 但是营业成本率同比上升 1.17%, 成本率上升主要是公司山上和山下酒店业务 2009 年改造投资项目较多, 同时公司的有效票价降低所致。虽然管理费用率同比下降了 0.55%, 但公司的财务费用率和销售费用率同比增加 1.64%, 成本率和费用率双双上升导致公司净利率同比下降了 3.17 个百分点。最终公司业绩同比下滑 15%。
- 销售费用率增长源于玉屏房地产增加了销售费用。公司 2009 年销售费用比去年同期增加了 1004 万元, 我们估计是公司宣传玉屏房地产所增加, 而玉屏房地产是公司未来新增加的业务看点。
- 公司财务费用比去年同期增加了 800 多万。我们认为主要是因为 2009 年借款增加导致利息支出增加及 2009 年定期存款减少导致存款利息收入减少共同影响所致, 我们分析其主要原因是公司 2009 年投资和改造项目过多造成的, 而 2010 年财务费用还继续呈现增加趋势。
- 公司的资产减值损失比去年同期增加 1600 多万成因分析。主要原因是鉴于西海饭店整体改造需要, 公司已对其进行了整体拆除, 该饭店原有的房屋建筑物等固定资产已失去了使用价值, 无法再给企业带来预期收益, 根据企业会计准则相关规定, 公司决定对上述固定资产作报废处理。本次报废固定资产原值 2,752.94 万元, 帐面净值为 1,610.61 万元, 本次固定资产报废共影响 2009 年度损益 1,610.61 万元。



- **酒店业务营业毛利比去年同期下降5.09%。**酒店业务2009年收入同期下降1.72%，成本同期上升5.79%，导致毛利比去年同期下降5%，主要原因为公司山上酒店和山下酒店2009年有一定程度上的改造，因而造成山上一些酒店和山下一些酒店停止营业和折旧成本的上升所致。
- **房地产有可能成为公司2010年的新利润增长点。**公司玉屏房地产估计2010年到2012年进行结算，其中，玉屏房地产一期已售出90%，公司2009年年报也显示公司预收账款余额为4917万，比2008年同期预收账款833万，增加了288.80%。我们认为，公司进军房地产未来可能成为公司新利润增长点，但是公司的房地产业务也增加了公司的负债，使得公司的财务费用会逐年攀高。我们估计2010年不考虑公司增发因素，房地产贡献受益大概为0.02元/股。
- **我们假设公司世博游客可增加40万游客增量，那么在此基础上，公司门票游客保守可达270万左右，假设公司有效票价增加10%，游客增量保守估计增加10%，公司门票收入保守估计增加20%左右；酒店保守收入增加20%；旅游服务收入增加15%，索道业务保守收入增长10%；那么我们估计公司2010年在世博会带来的游客增长和票价共同带动下，收入可增长16%左右。**
- **催化因素：**（1）为期6个月上海世博会带来的2010年旅游人数的增长超过预期。（2）未来公司交通改善将可能受益高铁。
- **风险提示：**（1）房地产业务受政策影响波动较大，结算期目前未定；（2）旅游服务业务受自然灾害、季节等不确定因素影响较大；（3）全球经济复苏的不确定性对旅游经济回升的不良影响。
- **盈利预测与投资评级：**我们保守给予公司2010年、2011年每股收益分别为0.43元、0.47元，对应PE分别为46、43倍。我们认为，2010年公司受益上海世博会比较明显，未来房地产业绩增加利润看点有所期待。但公司房地产业务存在再融资的需求。二级市场上公司最近一年来股价走势弱于大盘及沪深300和我们关注的旅游餐饮指数(见图1:公司最近1年来股价走势图)，股价走势也反映了公司目前业绩增长不大情况。和同类上市公司相比，公司目前的PE水平处于中等水平，我们看好旅游行业的发展前景及公司未来稳定盈利前景，综合考虑，我们仍维持公司“买入”评级。

图1: 公司最近1年来股价走势图



资料来源: Wind 资讯 山西证券研究所

表: 公司盈利预测

	2007 年 报	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E
营业收入					
园林开发业务(万元)	41278.26	40698.56	40450.84	48541.01	50968.06
索道业务(万元)	22552.17	26954.23	28388.58	31227.44	33101.08
旅游服务业务(万元)	23923.50	23423.18	27201.33	31281.53	32845.61
酒店业务(万元)	25438.80	27288.22	26819.55	32183.46	33792.63
内部抵消(万元)			-12249.35	-12249.35	-12249.35
营业成本					
园林开发业务(万元)	23964.32	23455.84	23897.43	28678.03	30111.93
索道业务(万元)	5668.17	5895.35	6952.39	7647.60	8106.46
旅游服务业务(万元)	22982.36	22588.70	24880.22	28613.22	30043.88
酒店业务(万元)	15267.88	18156.09	19208.08	23049.79	24202.28
内部抵消(万元)			-11079.64	-11079.64	-11079.64
一、营业总收入(万元)	104087.64	111818.11	112791.63	130984.09	138458.03
二、营业总成本(万元)	77344.13	83559.45	88788.10	102617.36	108526.63
营业成本(万元)	57781.90	62747.72	64622.58	76909.00	81384.90
营业税金及附加(万元)	4008.31	4365.46	4439.44	5155.49	5449.66
销售费用(万元)			1004.39	1004.39	1004.39
管理费用(万元)	15248.45	16438.42	15955.97	18529.55	19586.85
财务费用(万元)	-11.87	-102.27	744.49	818.94	900.83



资产减值损失(万元)	317.34	110.12	2021.23	200.00	200.00
三、其他经营收益(万元)					
公允价值变动净收益(万元)	0.12				
投资净收益(万元)	17.76	-96.04	170.31	170.31	170.31
其中：对联营企业和合营企业的投资收益(万元)		-96.04	10.31	10.31	10.31
四、营业利润(万元)	26761.38	28162.62	24173.83	28537.03	30101.71
加：营业外收入(万元)	19.39	122.99	118.32	0.00	
减：营业外支出(万元)	361.94	148.88	43.86	0.00	
其中：非流动资产处置净损失(万元)		-22.52	36.86	0.00	
五、利润总额(万元)	26418.83	28136.73	24248.28	28537.03	30101.71
减：所得税(万元)	10145.50	7654.67	7160.23	8426.65	8888.68
六、净利润(万元)	16273.34	20482.06	17088.05	20110.38	21213.03
减：少数股东损益(万元)	1155.60	1628.15	1104.27	1299.58	1370.84
归属于母公司所有者的净利润(万元)	15117.74	18853.91	15983.78	18810.80	19842.19
总股本(万)				47100.00	47100.00
七、每股收益：					
基本每股收益(元)	0.33	0.40	0.34	0.40	0.42
房地产贡献受益(元)				0.03	0.05
每股收益(元)合计				0.43	0.47

资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。