



2008年4月21日

推荐

旅游酒店

中金公司研究部

分析员: 曾令波 zenglb@cicc.com.cn

分析员: 吴丰树, CFA wufu@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

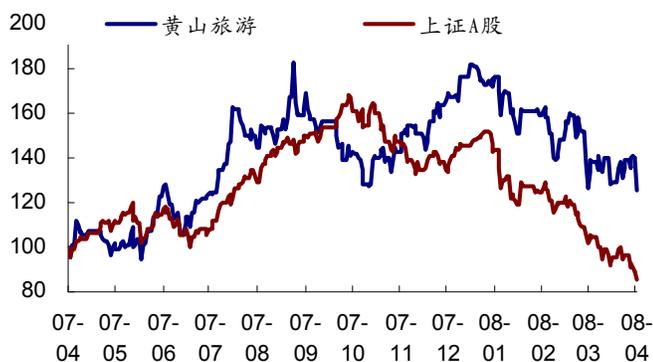
## 黄山旅游(600054/22.49元) 2007 业绩低于预期

### 主要财务指标

(百万元)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	689	817	1,041	1,209	1,409
(+/-)	30%	19%	27%	16%	17%
主营业务利润	244	304	423	562	687
(+/-)	6%	25%	39%	33%	22%
净利润	69	139	151	280	364
每股盈利(元)	0.15	0.31	0.32	0.59	0.77
(+/-)	1489%	102%	5%	85%	30%
市盈率	148.5	73.7	70.1	37.8	29.1
市净率	14.3	12.3	10.2	8.9	7.6
EV/EBITDA	33.1	40.2	31.1	21.5	16.8
净资产收益率	9.6%	16.7%	14.6%	23.6%	26.2%
ROCE	9.4%	16.8%	15.1%	23.7%	26.7%
现金分红收益率	0.4%	0.3%	0.6%	1.2%	1.5%
每股经营现金流(元)	0.6	0.5	0.6	0.8	1.0
股价/经营现金	40.4	46.0	39.9	26.7	21.7

	B股	A股
当前股价	美元1.895	人民币22.49
股票代码	900942 CH Equity	600054 CH Equity
日成交量(百万股)	0.5	2.1
52周最高价/最低价	美元2.883/1.48	人民币33.39/15.25
发行股数(百万股)	471	471
其中: 流通股(百万股)	156	101
主要股东(持股比例)	黄山旅游集团有限公司(41.95%)	

### 近期股价表现



资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

### 要点:

- ◆ **2007 年业绩低于预期。**黄山旅游今日发布 2007 年度报告和每 10 股分配现金股利 1.45 元(税前)的分配预案。
- ◆ **业绩低于预期 10% 的主要原因是新会计准则下税率超出预期。**公司 07 年收入、毛利和营业利润基本符合预期, 实现每股盈利 0.33 元, 比我们预测的 0.37 元低 10%。业绩低于预期的主要原因是新会计准则下确认的递延所得税费用达到 666 万元, 使得 07 年全年的所得税税率达到 38.4%, 超过我们 33% 的税率预测。此外, 营业外支出 362 万元, 主要是处置固定资产的损失, 而我们预测没有考虑营业外支出, 也是业绩低于预期的原因之一。
- ◆ **全年游客增长符合预期, 索道搭乘人次超过预期。**2007 年黄山接待进山游客 203 万人, 同比增长 12%, 同我们的预测完全一致。索道搭乘人次 367 万人次, 搭乘倍数 181%, 超过我们预测的 345 万人次和搭乘倍数 170% 的预测, 表明 07 年十一长假之后新云谷索道的开通的效果开始显现。
- ◆ **4 季度新增黄山国际大酒店、西海饭店和花山迷窟的并表。**其中黄山国际大酒店和西海饭店的并表导致 2007 年酒店业务收入超出我们的预期, 酒店业务贡献的毛利仍然符合我们的预期。但是新增三个子公司进入合并报表导致 4 季度管理费用出现大幅增长。4 季度管理层工资奖金以及员工福利的增长也是管理费用增长的另外一个原因; 在目前的通胀环境下, 我们预期员工工资和福利在未来仍然有增长的压力。
- ◆ **小幅下调 08~09 年盈利预测。**我们把 08~09 年所得税税率的假设从 25%、25% 提高到 30% 和 28%, 以反映递延所得税费用的影响, 同时小幅上调管理费用的假设。08-09 年 EPS 分别下调 15% 和 12% 至每股 0.59 元和 0.77 元。目前公司股价对应 08、09 年市盈率分别为 37.8 倍和 29.1 倍, 公司存在一定的估值风险, 但是看好公司在行业中的重要地位以及长期的提价能力, 维持“推荐”的投资评级。

## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街1号  
国贸大厦2座28层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100022  
北京市朝阳区建国门外大街甲6号  
凯德大厦1层  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9169

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海淮海中路证券营业部  
中国 上海 200020  
淮海中路398号  
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1196

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
国际金融中心第一期23楼2307室  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司  
国际金融中心第一期23楼2307室  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司  
国际金融中心第一期23楼2314室  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳福华一路证券营业部  
中国 深圳 518048  
福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。