

苏平 86-755-82943252
 suping@cmschina.com.cn
 林周勇 86-755-82943201
 linzy@cmschina.com.cn

2009年2月23日

峨眉山 A (000888.SZ)/8.00元

索道提价将推动业绩上台阶

可选消费·旅游

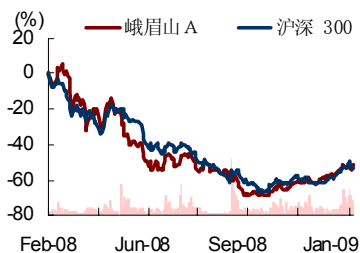
审慎推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	2261
总股本(万股)	23519
已上市流通股(万股)	12349
总市值(亿元)	17
流通市值(亿元)	9
每股净资产(MRQ)	2.5
ROE(TTM)	1.4
资产负债率	45.6%
主要股东	四川省峨眉山旅游集
主要股东持股比例	39.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	8	-52
相对表现	1	10	2



相关报告

- 1、《峨眉山-峨眉山乐山管委会合并增强资产收购预期》081208
- 2、《峨眉山-游客恢复有待时日》081114
- 3、《峨眉山-业绩下降在预期中，09年将恢复正常水平》081031
- 4、《峨眉山-地震影响巨大，估值已做合理反映》080812
- 5、《峨眉山-公司经营正常，地震灾害对全年影响有限》080515；
- 6、《峨眉山-业绩平稳增长，维持中性评级》080423；
- 7、《峨眉山-收入快速增长，业绩存在爆发潜力》071028；
- 8、《峨眉山-中期业绩快速增长，提价预期强烈》070724

金顶和万年两条索道提价的可能性较大；在 50-100%提价幅度的情景下，按照我们进行的情景分析，理论测算，对 09、10 年业绩的影响约 0.04-0.11、0.13-0.24 元。在提价方案明确前，我们暂维持 08-10 EPS 0.05、0.17、0.26 元的盈利预测，维持“审慎推荐-B”的投资评级。

事件

市场预期公司索道提价，公司股票 20 日涨停。

点评

- **索道提价几成定局。**金顶索道目前的价格是双向 70（上行 40 元、下行 30）；万年索道双向 60（上行 40 元、下行 30）；金顶和万年索道分别执行的是 99 年和 03 年的价格，本身存在提价的需求。08 年 4 月 9 日八部委联合发出通知，要求景区一年内不得提价，时间截止到 09 年 4 月 29 日。目前限价时间即将过去，提价的政策限制即将解除，黄山门票提价也于 2 月 16 日进行了听证，综合判断，金顶和万年索道近期提价基本已成定局。
- **提价幅度预计在 50-100%。**发改委文件对景区门票的提价幅度有明确的规定，但对索道没有限制；参考黄山云谷索道、峨眉山门票、黄山门票近年的提价情况，目前价格比 99 年的涨幅在 80-190%之间、比 03 年的涨幅在 20-90%，我们预计本次峨眉山索道价格如果上调，幅度应在 50%以上，有可能达到 100%。

表1：99年以来黄山、峨眉山门票索道提价幅度

	1999	2003	目前价格	现价/99年	现价/03年
金顶（往返）	70	70	70	1	1
万年（往返）	50	60	60	1.2	1
峨眉山（往返）	60	80	150	2.5	1.9
云谷索道（往返）	90	130	160	1.8	1.2
黄山门票	80	130	230	2.9	1.8

资料来源：招商证券整理

- **50-100%的提价理论上可增加明年 EPS0.13-0.24 元。**按 07 年游客规模，如果索道提价 100%，收入将增加 1 亿元，考虑营业税、所得税因素后，净利润将增加 7000 万元、合 EPS0.30 元，如果考虑大幅提价对乘索道游客的挤出效应（保守假设搭乘人次下降 10%），也将增加净利润 5600 万元，增厚 EPS 0.24 元；如提价 50%，则影响明年 EPS0.13 元。表 2 是不同情景下索道提价对公司 EPS 影响的测算分析。

表2：以07年游客为基数，不同情景下提价对EPS影响测算

增厚 EPS (元)		提价幅度				
		0%	25%	50%	75%	100%
游客 挤出	0%	0.00	0.08	0.15	0.23	0.30
	5%	(0.02)	0.06	0.13	0.20	0.27
	10%	(0.03)	0.04	0.11	0.17	0.24
	15%	(0.05)	0.02	0.08	0.15	0.21

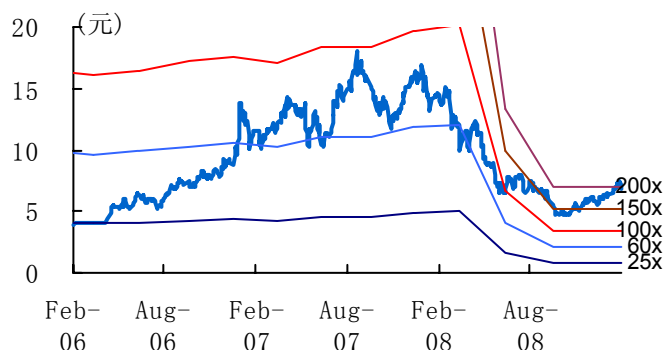
资料来源：招商证券

□ **考虑执行新价格的时间因素及挤出效应，预计提价影响 09 年 EPS0.04-0.11 元。**我们预计提价将在 5 月或者 6 月开始，按照惯例，对旅行社将推迟 3 个月，因此 09 年实际提价时间约半年。另外，为了推动四川旅游业尽快走出地震后的低谷，四川政府一直倡导景区对游客让利、打折销售，同时，峨眉山本身旅游市场也仍处在恢复过程中，现在提高索道票价无疑会减缓景区游客的恢复速度，因此公司在索道提价后，有可能再通过折扣让利的形式把实际票价降下来。在仅考虑提价的时间因素、不考虑票价折扣的情况下，假设 6 月份开始提价 50-100%，09 年实际索道价格水平比 07 年（08 年价格存在打折因素）提高约 25-50%，假设今年游客达到 07 年的 90%，并保守假设提价后 10%的挤出，提价将增厚全年 EPS0.04-0.11 元。

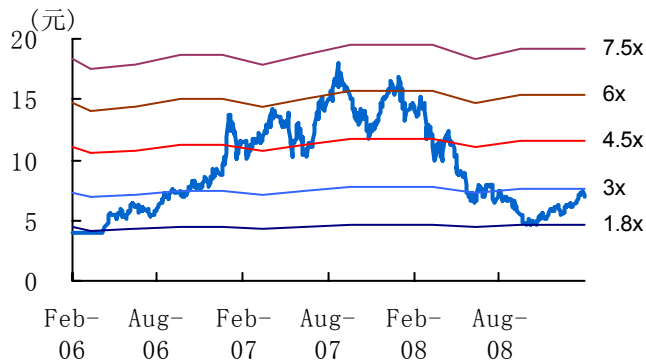
□ **提价对业绩的实际影响可能低于模型测算的水平。**从旅游股的历史表现看，提价后的业绩水平普遍低于模型测算的理论水平，按照模型测算的提价后的业绩水平存在一定不确定性。另外，索道大幅提价后有可能降低景区游客的恢复速度，也将导致实际业绩低于测算水平。

□ **除提价外，管委会合并及后续资产整合预期也将刺激股价。**公司除了有索道提价预期外，“峨眉山-乐山”管委会整合已经完成，后续存在资产注入预期，这方面如有突破，股价也将有所表现，总体上，09 年公司股票市场表现将比较活跃。

□ **维持审慎推荐的投资评级。**鉴于提价尚未确定，我们维持原先的盈利预测（08-10 EPS0.05、0.17、0.26 元），维持审慎推荐的投资评级。

图 1：峨眉山 A 历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 2：峨眉山 A 历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

附 1:

国家发改委等八部门联合整顿景区门票价格

4月9日,国家发展改革委、财政部、国土资源部、住房和城乡建设部、国家林业局、国家旅游局、国家宗教事务局和国家文物局联合下发了《关于整顿和规范游览参观点门票价格的通知》(发改价格 2008905 号),要求全面清理整顿门票价格。

《通知》要求用 1 年的时间,对全国范围内实行政府定价或政府指导价的门票价格进行清理整顿。对于门票价格过高的,要适当降低。游览参观点原则上实行一票制。游览参观点内缆车、观光车、游船等交通运输服务价格应单独标示,单独销售,不得与门票捆绑销售。禁止高价票、高回扣,除价格主管部门统一规定的门票价格减免优惠政策外,游览参观点对旅行社等团购门票实行的价格优惠率最高不得超过门票价格的 20%。在清理整顿期间,门票价格及游览参观点内缆车、观光车、游船等交通运输服务价格一律不得提高。

《通知》要求规范门票价格管理。除文物建筑及遗址类博物馆外,全国各级文化、文物部门归口管理的公共博物馆、纪念馆和全国爱国主义教育示范基地,今明两年内全部实现向社会免费开放。与人民群众关系密切的城市休闲公园要充分体现公益性,实行免费开放。暂不具备免费开放条件的,应实行低票价,并规定实行免费开放的具体时间。各地应建立游览参观点免费开放日制度,明确对儿童、学生、未成年人、老年人、现役军人、残疾人、宗教人士等的门票价格减免范围和标准。对于一些重要游览参观点门票价格,要由省级价格主管部门管理,不得层层下放管理权限。

附 2:

国家发展改革委关于进一步做好当前游览参观点门票价格管理工作的通知

http://www.bjgg.china001.com/show_hdr.php?xname=V1A1631&dname=EHQN531&xpos=94

各省、自治区、直辖市发展改革委、物价局:

近几年,部分游览参观点门票价格(以下简称“门票价格”)大幅度提高,社会各方面反映强烈。为促进旅游业健康发展,规范门票价格管理,实现游览参观点社会效益与经济效益的协调统一,现就进一步做好门票价格管理工作的有关问题通知如下:

一、门票价格应充分体现公益性。列入政府定价、政府指导价的游览参观点,大多具有弘扬民族精神、继承历史文化、提供休闲娱乐等公益性的功能,制定和调整门票价格应充分考虑群众的消费水平,以维持游览参观点正常运转所需经费为主,不能片面强调经济利益,更不能以门票收入补贴游览参观点以外的其他支出。对确需重点保护的游览参观点可限制游客数量。对具有社会公益性的城市公园、博物馆、纪念馆等游览参观点,要结合政府财政拨款情况从低制定门票价格或免费。对以爱国主义教育为目的举行的各种展览,要尽可能免费鼓励公众参观。

二、合理确定门票价格调整期限和调整幅度。对实行政府定价和政府指导价管理的门票价格,因成本支出大幅增加确需调整的,应当在调价前 2 个月向社会公布。同一门票价格上调频率不得低于 3 年。门票价格的调整幅度,50 元以下的(不含 50 元),一次提价幅度不得超过原票价的 35%; 50 元(含 50 元)至 100 元的(不含 100 元),一次提价幅度不得超过原票价的 30%; 100 元(含 100 元)至 200 元的(不含 200 元),一次提价幅度不得超过原票价的 25%; 200 元以上的(含 200 元),一次提价幅度不得超过原票价的 15%。以上提价幅度以旺季票价为基准。各游览参观点不得通过提高门票价格,大幅度增加职工工资、奖金和福利待遇。

三、原则上实行一票制。对游览参观点内必须实行重点保护性开放的特殊参观点,确需单独设置门票的,应从

严审批，不得变相提高门票价格。将普通门票和特殊门票或相邻的门票合并成联票的，联票价格应当低于各种门票价格之和。联票和普通门票应由游客自主选购，不得捆绑向游客强行销售。

四、切实落实门票价格减免政策。实行政府定价、政府指导价管理的游览参观点，对老年人、现役军人、未成年人及学生等应当优惠，对残疾人、儿童等实行免票。列入爱国主义教育基地的游览参观点，对大中小学学生集体参观实行免票；学生个人参观实行半票。有条件的地区，对公益性城市休闲公园，可逐步实行免票开放。

五、完善门票价格及相关信息报告制度。依据《关于建立游览参观点门票价格及相关信息报告制度的通知》（发改办价格[2006]1867号）要求，各省、自治区、直辖市价格主管部门要在每年5月底之前，将上年度本省、自治区、直辖市辖区内主要门票价格及相关信息按要求上报我委（价格司），我委将定期对各地门票价格及相关情况予以通报。对一些地区门票价格过高、社会反响强烈的，我委将依据《价格法》第三十条进行干预或建议地方政府纠正。

六、上述规定自本通知发布之日起执行。此前规定如与本通知规定不符的，以本通知规定为准。

中华人民共和国国家发展和改革委员会

二〇〇七年一月二十九日

附 3:

国家发展改革委关于进一步规范游览参观点门票价格管理工作的通知

（发改价格[2005]712号）

各省、自治区、直辖市发展改革委、物价局：

近年来，在规范游览参观点门票价格（以下简称“门票价格”）管理方面，各级价格主管部门做了大量工作，取得了一定成效。但是，在门票价格管理中，认识不统一，原则不明确，部分门票价格比价关系不协调、价格水平较高，管理秩序不规范等问题仍然存在，尤其是近年来一些地区相互攀比，竞相涨价，社会反响强烈。为进一步规范游览参观点门票价格管理工作，现就有关问题通知如下：

一、统一思想，进一步规范门票价格管理工作。做好门票价格管理工作，对于落实“三个代表”重要思想，保护消费者合法权益，规范游览参观点的价格行为，维护正常的价格秩序，保护旅游资源，促进旅游业健康发展具有重要意义。各级价格主管部门要提高对做好门票价格管理工作的认识，切实做好这项工作。加强门票价格管理，要坚持既有利于增加社会效益、环境效益，又兼顾补偿服务成本和资源价值的原则，保持门票价格在合理水平上的基本稳定。

二、规范秩序，严格审核门票价格。各地要于近期对实行政府定价、政府指导价的门票价格（包括景区内缆车、索道、游览车等）进行一次认真审核，规范门票价格秩序，制止门票价格的过快上涨。对部分门票价格过高的要坚决降下来，对门票比价关系不合理的要重新理顺。要坚决制止越权定价和自行定价的行为，对未按规定权限和规定程序定调价的要予以纠正。审核期间，应严格控制提高门票价格。各地将审核情况于9月底前报国家发展改革委（价格司）。

三、提高认识，确保听证制度的民主、科学。对国内外享有较高声誉的全国重点文物保护单位、国家重点风景名胜区和自然保护区以及世界自然和文化遗产单位等重要的游览参观点门票价格的制定和调整，按照各地听证目录规定实行听证。门票价格与群众切身利益关系密切，建立和完善门票价格决策听证制度是落实科学发展观，构建和谐社会，规范政府决策程序和行为的重要举措，是社会各方面参与门票价格决策，促进决策民主化、科学化的重要内容。各地要提高对门票价格听证制度的认识，完善措施，充分发挥听证制度的作用，把听证会上反映的意见作为政府价格决策的重要依据，防止听证制度流于形式。

四、完善制度，合理确定听证会代表的人员结构。门票价格决策听证应公开举行。要结合游览参观点客源构成情况，合理确定听证会代表的构成。听证会代表构成一般应包括消费者代表、旅行社代表、游览参观点代表以及政府相关部门和有关专家代表等。其中，消费者代表一般不少于听证总代表人数的三分之一，对以外地游人为主的游览参观点，门票价格调整听证会要保证一定比例的外地消费者代表参加。要规范听证代表产生的程序，确保听证代表的广泛性和代表性。在举行门票价格听证会前，应通过新闻媒体、网络或其他公开方式向社会公告举行听证会的时间、地点、主要内容，并邀请新闻单位参加。

五、加强监督，建立门票价格情况报告公布制度。各游览参观点每年年初应将其上年度门票收入及使用情况报送所在地及有定价权的政府价格主管部门，政府价格主管部门要定期对其收入和支出情况进行分析，作为价格管理的依据。要建立门票价格情况定期公布制度，各地要定期公布各游览参观点门票价格、游客数量等主要情况，提高透明度，接受社会监督。

六、加大力度，扩大门票价格减免政策的覆盖面。实行政府定价、政府指导价管理的游览参观点，对老年人、现役军人、未成年人及学生等应适当优惠，对残疾人、儿童等实行免票。列入爱国主义教育基地的游览参观点，对大中小学学生集体参观实行免票。有条件的地区，对公益性城市休闲公园，可逐步实行免票开放。

七、适时调整，合理确定门票价格调整期限和执行日期。对实行政府定价和政府指导价的门票价格的调整，遇有重要节假日（春节、劳动节、国庆节），应当提前 2 个月向社会公布。同一门票价格上调频率原则上不低于 3 年。要综合考虑游览参观点的公共服务特性和社会承受能力等因素，合理确定门票价格的调整幅度。

八、加强指导，保证游览参观点门票价格的合理稳定。国家发展改革委将定期公布主要游览参观点的门票价格及相关情况。适时组织各地进行交流，进一步研究规范门票价格管理有关问题。同时，对门票价格调整不合理，造成不良影响的，国家发展改革委将予以通报。对一些地区门票价格调整频繁、价格过高、社会反响强烈的，国家发展改革委可建议纠正，或者可在报请国务院批准后，暂停该地区门票价格的调整。各地也要加强对本地区门票价格管理的力度，因地制宜，采取有针对性的措施，制止门票价格过快上涨。

请各地根据上述要求，制定进一步做好门票价格管理的具体实施意见，切实加强门票价格管理，保持门票价格的基本稳定。

国家发展和改革委员会

二〇〇五年四月二十九日

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	124	147	201	230	350
现金	96	118	181	201	316
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	3	6	3	4	5
其它应收款	14	8	6	3	4
存货	8	11	9	12	14
其他	3	4	2	9	11
非流动资产	883	956	965	886	816
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	640	835	854	785	724
无形资产	94	91	82	74	67
其他	149	30	29	27	26
资产总计	1007	1104	1166	1115	1166
流动负债	240	229	285	215	235
短期借款	135	80	155	50	50
应付账款	43	21	17	23	27
预收账款	4	7	6	8	9
其他	58	121	108	133	149
长期负债	169	253	253	253	253
长期借款	160	245	245	245	245
其他	9	8	8	8	8
负债合计	409	482	539	468	488
股本	235	235	235	235	235
资本公积金	252	252	252	252	252
留存收益	67	85	136	156	187
少数股东权益	5	4	4	4	4
母公司所有者权益	594	617	623	643	674
负债及权益合计	1007	1104	1166	1115	1166

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	123	136	162	189	191
净利润			13	40	61
折旧摊销			114	110	101
财务费用			30	15	15
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(8)	25	14
其它			13	(1)	(1)
投资活动现金流	(197)	(146)	(137)	(30)	(30)
资本支出			(140)	(30)	(30)
其他投资			3	0	0
筹资活动现金流	94	52	39	(140)	(46)
借款变动			75	(105)	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(6)	(20)	(31)
其他			(30)	(15)	(15)
现金净增加额	21	42	63	20	115

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	374	466	361	501	602
营业成本	200	280	228	313	360
营业税金及附加	16	21	16	23	30
营业费用	1	25	17	26	31
管理费用	90	60	55	75	90
财务费用	13	25	30	15	15
资产减值损失	2	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	0	0	0
营业利润	53	57	15	48	75
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	3	1	0	0	0
利润总额	51	56	15	48	75
所得税	10	10	3	9	13
净利润	41	46	13	40	61
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	41	46	13	40	61
EPS (元)	0.18	0.20	0.05	0.17	0.26

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	31%	25%	-22%	39%	20%
营业利润	18%	7%	-73%	213%	55%
净利润	8%	12%	-73%	213%	55%
获利能力					
毛利率	46.4%	39.8%	36.9%	37.5%	40.1%
净利率	11.0%	9.9%	3.5%	7.9%	10.2%
ROE	6.9%	7.5%	2.0%	6.2%	9.1%
ROIC	5.9%	7.1%	3.6%	5.5%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	40.6%	43.7%	46.2%	42.0%	41.9%
净负债比率	30.3%	29.5%	34.3%	26.4%	25.3%
流动比率	0.5	0.6	0.7	1.1	1.5
速动比率	0.5	0.6	0.7	1.0	1.4
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5
存货周转率	24.8	28.3	22.2	29.1	26.9
应收帐款周转率	85.4	101.7	78.7	140.6	132.1
应付帐款周转率	6.6	8.8	12.0	15.5	14.3
每股资料(元)					
每股收益	0.18	0.20	0.05	0.17	0.26
每股经营现金	0.52	0.58	0.69	0.81	0.81
每股净资产	2.53	2.62	2.65	2.73	2.86
每股股利	0.10	0.10	0.03	0.08	0.13
估值比率					
PE	33.6	29.9	109.1	34.9	22.6
PB	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	10.9	8.4	8.6	7.8	7.1

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，7 年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区社会服务业第二名，07、08 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、08 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。