

走出地震阴影，业绩释放待来年

峨眉山 A(000888.SZ)2008 年报点评

报告关键点：

- 公司四季度山下业务开展好于预期是业绩预测有所出入的主因；
- 客流已经恢复正常，但实际票价低位运行将可能继续延续一年，故提价效应下的业绩释放也将延后一年；
- 下调盈利预测，维持投资评级。

报告摘要：

- 公司业绩大幅下滑在预期之中，但绝对值要略好于预期：公司今日公布2008年报，全年实现营业收入3.94亿元，同比下滑15.37%；实现归属于母公司净利润0.22亿元，同比下滑51.83%；每股收益为9分钱，略好于此前预测，拟分配方案为每10股派发现金股利0.43元（含税）。
- 公司四季度山下业务开展好于预期是业绩预测有所出入的主因：虽然进山人数并没有在2008年末出现增长，但是山下的业务却有了一定幅度的增长，这其中包括宾馆业务、商品销售和娱乐业务，使得四季度毛利率提升了17个百分点，这是我们没有预料到的。这种山上山下业务出现的结构性变化，我们分析其中原因可能是山下的娱乐业务推广效果不错，带来了游客净增长，使得附加产品的销售也受益其中。
- 公司已走出地震阴影，但提价有名无实：从2008年进山人数单月同比幅度来看，逐月缩小，到年末走平，这符合我们所坚持的“将走出地震阴影”的预期；但是公司为了吸引客流推出的优惠政策使得提价之后的实际票价下降，门票价格同比下滑了4.55%。
- 客流已经恢复正常，但实际票价低位运行将可能继续延续一年，故提价效应下的业绩释放也将延后一年：从公司1、2月份的进山游客量来看较2007年已经有了大幅的增长，剔除掉修复延后和营销拉动因素，也足以说明客流已经恢复正常，故我们判断未来客流增长将步入正轨。而因为票价优惠的政策将可能延续一年，客流增长的效果将有所减弱，同时已经实现的门票提价和有望实现的索道提价的综合效应也将延后一年，所以我们判断虽然公司短期内业绩不能完全恢复，但业绩可能在明年集中释放。
- 下调盈利预测，维持投资评级：综上分析我们下调2009年~2011年EPS分别到0.24元、0.33元和0.38元，结合目前的估值水平和公司的具体情况，我们认为给予公司一年期目标价9.41元较为合理，故维持“增持_A”的投资评级。

评级：

增持-A

上次评级：增持-A

目标价格：

9.41 元

期限：12个月 上次预测：5.32元

现价：8.65元

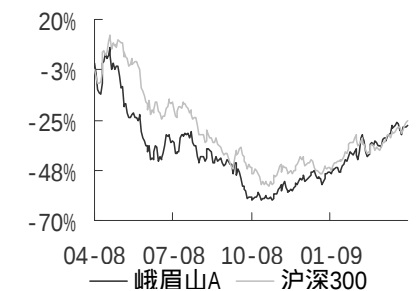
报告日期：

2009-04-15

市场数据

总市值(百万元)	2,034.38
流通市值(百万元)	1,068.18
总股本(百万股)	235.19
流通股本(百万股)	123.49
12个月最高/最低	4.50/13.50元
十大流通股股东(%)	41.74%
股东户数	15,185

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.52)	0.86	(2.37)
绝对收益	13.86	37.79	(27.67)

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	465.9	394.3	552.0	690.1	772.9
Growth(%)	24.7%	-15.4%	40.0%	25.0%	12.0%
净利润	46.1	21.4	57.1	78.6	89.1
Growth(%)	12.3%	-51.8%	154.0%	37.7%	13.3%
毛利率(%)	39.8%	36.8%	37.5%	39.0%	39.0%
净利润率(%)	9.9%	5.7%	10.3%	11.3%	11.4%
每股收益(元)	0.20	0.09	0.24	0.33	0.38
每股净资产(元)	2.64	2.64	2.87	3.19	3.55
市盈率	43.9	91.1	35.9	26.1	23.0
市净率	3.3	3.3	3.0	2.7	2.4
净资产收益率(%)	7.4%	3.5%	8.5%	10.5%	10.7%
ROIC(%)	8.1%	4.9%	7.3%	9.9%	10.3%
EV/EBITDA	15.1	17.6	19.2	15.3	13.5
股息收益率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

- 峨眉山 A：余震影响客流恢复 完全修正待来年
2008-10-29
- 峨眉山 A：业绩下滑符合预期，大灾之后关注恢复
2008-08-13
- 峨眉山 A：年内有望修正短期冲击，维持趋势判断
2008-06-27

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-4-15**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	465.9	394.3	552.0	690.1	772.9	成长性					
减: 营业成本	280.4	249.4	345.0	420.9	471.4	营业收入增长率	24.7%	-15.4%	40.0%	25.0%	12.0%
营业税费	21.2	18.2	25.1	31.1	34.8	营业利润增长率	7.3%	-53.1%	159.9%	38.6%	15.0%
销售费用	24.8	15.7	22.1	34.5	38.6	净利润增长率	12.3%	-51.8%	154.0%	37.7%	13.3%
管理费用	60.2	51.4	77.3	96.6	108.2	EBITDA 增长率	32.3%	-14.4%	-12.1%	24.4%	10.4%
财务费用	24.8	29.6	12.9	11.4	8.7	EBIT 增长率	24.2%	-31.2%	46.5%	30.8%	11.0%
资产减值损失	0.9	0.3	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	30.1%	-30.7%	47.2%	29.8%	9.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.6%	-0.2%	-4.7%	5.4%	3.5%
投资和汇兑收益	3.5	-3.0	1.0	2.0	1.0	净资产增长率	3.8%	-0.1%	8.7%	11.1%	11.3%
营业利润	57.1	26.8	69.7	96.6	111.1	利润率					
加: 营业外净收支	-1.0	-1.0	-	0.5	0.3	毛利率	39.8%	36.8%	37.5%	39.0%	39.0%
利润总额	56.1	25.8	69.7	97.1	111.4	营业利润率	12.3%	6.8%	12.6%	14.0%	14.4%
减: 所得税	10.1	4.3	12.5	18.4	22.3	净利率	9.9%	5.7%	10.3%	11.3%	11.4%
净利润	46.1	21.4	57.1	78.6	89.1	EBITDA/营业收入	33.4%	33.8%	21.2%	21.1%	20.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	17.6%	14.3%	15.0%	15.6%	15.5%
货币资金	117.7	89.0	321.1	55.3	320.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	570	754	532	426	382
应收帐款	14.4	15.5	25.0	29.1	30.8	流动营业资本周转天数	-19	0	-3	-5	-3
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	105	124	158	118	107
预付帐款	3.2	1.7	1.7	1.7	1.7	应收帐款周转天数	4	7	6	5	6
存货	11.5	18.8	8.5	8.3	9.2	存货周转天数	8	14	9	4	4
其他流动资产	0.3	0.2	1.7	1.9	2.1	总资产周转天数	815	994	785	635	580
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	678	851	593	475	443
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	ROE	7.4%	3.5%	8.5%	10.5%	10.7%
投资性房地产	3.3	2.3	-	-	-	ROA	4.2%	2.0%	4.3%	7.1%	6.4%
固定资产	835.2	816.4	815.9	819.1	823.0	ROIC	8.1%	4.9%	7.3%	9.9%	10.3%
在建工程	16.2	27.7	28.3	28.7	28.9	费用率					
无形资产	91.4	91.3	108.5	124.6	139.6	销售费用率	5.3%	4.0%	4.0%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	10.2	10.8	22.4	31.1	35.7	管理费用率	12.9%	13.0%	14.0%	14.0%	14.0%
资产总额	1,103.5	1,073.8	1,333.3	1,099.9	1,391.4	财务费用率	5.3%	7.5%	2.3%	1.7%	1.1%
短期债务	80.0	155.0	341.0	135.6	314.9	三费/营业收入	23.5%	24.5%	20.3%	20.7%	20.1%
应付帐款	38.6	40.3	52.8	58.9	60.3	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	43.7%	42.2%	47.0%	29.2%	38.4%
其他流动负债	110.6	175.9	82.0	75.5	80.3	负债权益比	77.7%	73.1%	88.6%	41.3%	62.4%
长期借款	245.0	75.0	114.3	31.9	56.7	流动比率	0.64	0.34	0.75	0.36	0.80
其他非流动负债	8.2	7.1	7.8	7.8	7.8	速动比率	0.59	0.29	0.73	0.33	0.78
负债总额	482.4	453.4	597.9	309.7	520.1	利息保障倍数	3.31	1.91	6.41	9.48	13.71
少数股东权益	4.3	4.8	5.1	5.6	6.2	分红指标					
股本	235.2	235.2	235.2	235.2	235.2	DPS(元)	0.10	-	-	-	-
留存收益	381.6	380.5	434.3	508.5	592.6	分红比率	50.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	621.1	620.4	674.7	749.4	834.0	股息收益率	1.2%	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	46.1	21.4	57.1	78.6	89.1	EPS(元)	0.20	0.09	0.24	0.33	0.38
加: 折旧和摊销	81.2	84.3	34.7	37.9	41.2	BVPS(元)	2.64	2.64	2.87	3.19	3.55
资产减值准备	0.9	0.3	1.0	1.0	1.0	PE(X)	43.9	91.1	35.9	26.1	23.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	3.3	3.0	2.7	2.4
财务费用	11.4	23.3	28.2	12.9	11.4	P/FCF	-	-3,955.5	11.6	-8.2	7.6
投资收益	-3.5	3.0	-1.0	-2.0	-1.0	P/S	4.4	5.2	3.7	2.9	2.6
少数股东损益	-0.3	-0.9	0.4	0.5	0.6	EV/EBITDA	15.1	17.6	19.2	15.3	13.5
营运资金的变动	-26.3	-12.6	6.2	3.3	-2.5	CAGR(%)	19.5%	60.8%	35.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	135.8	133.0	111.3	130.7	137.1	PEG	2.2	1.5	1.0	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-145.5	-71.6	-64.2	-63.0	-64.0	ROIC/WACC	0.9	0.6	0.8	1.1	1.2
融资活动产生现金流量	51.6	-76.8	122.4	-309.1	200.3	REP	2.7	4.5	3.0	2.1	1.9

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 mazzn@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