

自然景点

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

峨眉山 A

000888

推荐

景区人气恢复迅速 经营业绩已赶超 07 年同期

2009 年上半年, 公司接待进山游客人数 71.8 万人次, 同比增长 45.37%; 实现营业收入 2.48 亿元, 同比增长 46.78%; 实现归属于母公司所有者的净利润 1389 万元, 同比增长 174.94%。基本每股收益 0.06 元。

投资要点:

6-12 个月目标价: 13.00 元

当前股价: 10.05 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3264.73
总股本(百万)	235
流通股本(百万)	147
流通市值(亿)	15
EPS (TTM)	0.25
每股净资产 (元)	2.63
资产负债率	42.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
峨眉山 A	2.97	-3.98	40.55
上证综合指数	6.92	28.73	57.77



相关报告

《峨眉山 A-在索道提价幅度与灾后人气恢复之间进行适当平衡》2009-8-3

《峨眉山 A-索道提价听证方案出炉 提价幅度在我们预期之中》2009-6-18

《峨眉山 A-索道提价正式摆上日程》2009-5-26

■ **游客人数迅速回升是营业收入和净利润赶超 07 年同期的直接原因。**在营销得力背景下, 公司经营摆脱各种不利因素影响, 盈利能力得到迅速恢复。与 07 年上半年相比, 公司游客接待量仅下降 1%, 但营业收入增长 34%, 净利润增长 14%。门票收入同比增长 78.39% 高于人数增长是因为 08 年 4 月提价, 索道收入同比增长 87.85% 高于人数增长是因为乘索率上升, 旅馆收入同比增长 23.76% 是因为入住率上升。09 年上半年, 公司期间费用率同比下降 7.85%, 这是净利润增速高于营收增速的重要原因。其中, 管理费用率同比下降 5.47%, 财务费用率同比下降 3.39%, 营销费用率同比增加 1.01% 主要是促销力度加大。

■ **09 年游客接待量将向 07 年靠齐, 索道提价将增厚今年 EPS 0.08 元。**08 年年底“峨眉山—乐山大佛风景名胜区管理委员会”的成立使得峨眉山在四川省旅游市场的龙头地位更加稳固。以成渝为中心的“两翼”营销战略迎合了中短途游趋势, 我们预计 09 年游客接待量基本与 07 年持平。根据我们的敏感性分析, 索道提价虽预期带来短期乘索率的小幅下滑, 但整体上对业绩拉动明显, 预计分别增厚 09-10 年 EPS 0.08 和 0.20 元。

■ **2010 年后管委会旗下资产整合具有一定预期。**在管委会整合后, 乐山大佛景区门票及东方佛都、游船等资产的整合变得可行, 其中大佛景区门票收益最具吸引力。据我们判断, 大佛景区门票只要不作价入股, 以托管等其他形式进入上市公司在技术上依旧可行。对东方佛都及游船的收购则可解决行业竞争。资产整合的进程取决于管委会的决心。

■ **维持“推荐”投资评级。**我们预测峨眉山 A 09-11 年 EPS 分别为 0.31、0.52、0.66 元。2010 年以后公司对乐山大佛景区相关资产的整合具有较强预期, 外延式增长具有想象空间。峨眉山 A 经营最坏时期已经过去, 是旅游板块最具业绩弹性公司之一, 维持公司 6-12 个月的目标价 13.00 元, 相当于公司 10 年 25 倍 PE, 维持“推荐”投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	394	613	746	867
同比(%)	-15%	55%	22%	16%
归属母公司净利润(百万元)	22	74	122	155
同比(%)	-52%	229%	65%	28%
毛利率(%)	36.8%	42.2%	46.4%	47.0%
ROE(%)	3.6%	10.8%	15.9%	17.9%
每股收益(元)	0.09	0.31	0.52	0.66
P/E	105.86	32.13	19.42	15.22
P/B	3.84	3.48	3.08	2.72
EV/EBITDA	19	14	10	9

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 丽江旅游 07-09 年中报主要财务指标同比变化情况

指标 (单位: 百万元)	09H1	08H1	07H1	09H1/08H1	08H1/07H1
游客接待量 (万人次)	71.80	49.40	72.77	47.37%	-32.11%
游山门票收入	90.70	50.84	73.39	78.39%	-30.72%
客运索道收入	46.75	24.89	37.73	87.85%	-34.04%
酒店食宿收入	86.50	69.89	55.22	23.76%	26.57%
旅行社收入	2.14	1.66	2.81	28.68%	-40.95%
营业总收入	247.96	168.94	185.35	46.78%	-8.85%
营业总成本	232.09	187.60	171.99	23.71%	9.08%
营业成本	155.65	121.89	114.21	27.70%	6.72%
营业税金及附加	11.45	7.69	8.42	48.92%	-8.75%
销售费用	19.97	11.89	9.62	67.88%	23.58%
管理费用	32.62	31.47	27.34	3.67%	15.07%
财务费用	12.63	14.34	10.94	-11.90%	31.09%
资产减值损失	-0.21	0.33	1.46	-164.10%	-76.99%
投资收益	0.22	0.00	1.50	-	-100.00%
营业利润	16.09	-18.66	14.86	186.23%	-225.59%
营业外收入	0.14	0.12	0.31	21.30%	-63.23%
营业外支出	0.00	0.23	0.64	-98.19%	-64.89%
利润总额	16.23	-18.77	14.53	186.45%	-229.17%
所得税费用	2.43	0.00	2.38	-	-100.00%
净利润	13.80	-18.77	12.16	173.51%	-254.42%
归属于母公司所有者的净利润	13.89	-18.53	12.16	174.94%	-252.45%
少数股东损益	-0.09	-0.24	0.00	61.30%	13408.94%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2: 07-09 年上半年重要财务指标变化趋势

指标	09H1	08H1	07H1
游山门票业务毛利率	36.93%	36.96%	43.50%
客运索道业务毛利率	83.46%	59.29%	73.73%
酒店食宿业务毛利率	24.41%	12.46%	12.83%
旅行社业务毛利率	1.25%	2.51%	3.62%
综合毛利率	37.23%	27.85%	38.38%
销售费用率	8.05%	7.04%	5.19%
管理费用率	13.15%	18.62%	14.75%
财务费用率	5.09%	8.49%	5.90%
期间费用率	26.30%	34.15%	25.85%
净资产收益率	2.24%	-3.22%	2.09%

资料来源: 中投证券研究所

关键假设:

假设 2009-2011 年峨眉山景区接待游客人数分别增长 59%、12%、12%。

游山门票业务: 假定 09-11 年人均实际票价分别为 126 元、128 元、130 元;

客运索道业务：假定 09 年三季度两条索道提价 50%，09-11 年的乘索率分别为 160%、165%、170%；

旅馆业务：假设 09-11 年公司旅馆业务收入增长率分别为 25%、18%、20%；

假定 2009-2011 年公司所得税率能维持现有的 15%。

表 3：假定 2 条索道三季度提价 50%条件下峨眉山 A 09-11 年营业收入预测

主营业务类别	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)				
游山门票	136.68	242.32	275.70	313.61
客运索道	71.32	136.07	195.07	225.10
旅馆业	149.86	187.32	221.04	265.25
旅行社及其他	36.47	47.40	54.52	62.69
合计:	394.32	613.12	746.33	866.66
主营成本(百万元)				
游山门票	79.71	141.51	159.91	180.33
客运索道	18.32	27.21	29.26	33.77
旅馆业	118.18	140.49	159.15	185.68
旅行社及其他	33.19	45.03	51.79	59.56
合计:	249.40	354.25	400.11	459.33

资料来源：中投证券研究所

表 4：假定 2 条索道三季度提价 50%条件下峨眉山 A 盈利预测

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	394	613	746	867
营业成本	249	354	400	459
营业税金及附加	18	28	34	42
销售费用	16	36	42	47
管理费用	51	77	94	109
财务费用	30	28	28	20
资产减值损失	0	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0
营业利润	27	90	148	189
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	1	0	0	0
利润总额	26	90	148	189
所得税费用	4	16	27	34
净利润	21	74	122	155
减：少数股东损益	-1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	22	74	122	155
每股收益(元)	0.09	0.31	0.52	0.66

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	125	182	339	462
现金	89	138	284	398
应收账款	9	9	12	15
其它应收款	7	11	13	15
预付账款	2	3	3	4
存货	19	21	27	29
其他	0	0	0	0
非流动资产	948	953	895	834
长期投资	0	0	0	0
固定资产	816	842	796	744
无形资产	91	88	85	82
其他	41	23	14	7
资产总计	1074	1135	1235	1296
流动负债	371	369	380	341
短期借款	155	253	250	200
应付账款	27	37	49	57
其他	190	80	81	84
非流动负债	82	82	82	82
长期借款	75	75	75	75
其他	7	7	7	7
负债合计	453	451	463	423
少数股东权益	5	5	5	5
股本	235	235	235	235
资本公积	252	252	252	252
留存收益	129	192	281	381
归属母公司股东权益	616	679	767	868
负债和股东权益	1074	1135	1235	1296

现金流量表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	133	194	234	264
净利润	21	74	122	155
折旧摊销	84	76	81	83
财务费用	30	28	28	20
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	-3	15	2	5
其它	-2	1	1	1
投资活动现金流	-72	-84	-25	-25
资本支出	84	80	20	20
长期投资	10	0	0	0
其他	22	-4	-5	-5
筹资活动现金流	-77	-61	-64	-125
短期借款	75	98	-3	-50
长期借款	-170	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	18	-158	-61	-75
现金净增加额	-15	49	146	114

利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	394	613	746	867
营业成本	249	354	400	459
营业税金及附加	18	28	34	42
营业费用	16	36	42	47
管理费用	51	77	94	109
财务费用	30	28	28	20
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0
营业利润	27	90	148	189
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	26	90	148	189
所得税	4	16	27	34
净利润	21	74	122	155
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	22	74	122	155
EBITDA	141	194	257	293
EPS（元）	0.09	0.31	0.52	0.66

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	-15.4%	55.5%	21.7%	16.1%
营业利润	-53.1%	234.8%	65.4%	27.6%
归属于母公司净利润	-51.8%	229.5%	65.4%	27.6%
获利能力				
毛利率	36.8%	42.2%	46.4%	47.0%
净利率	5.7%	12.0%	16.3%	17.9%
ROE	3.6%	10.8%	15.9%	17.9%
ROIC	5.1%	10.7%	17.2%	22.2%
偿债能力				
资产负债率	42.2%	39.8%	37.5%	32.7%
净负债比率	83.82	79.22%	76.75	72.09%
流动比率	0.34	0.49	0.89	1.35
速动比率	0.29	0.44	0.82	1.27
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.56	0.63	0.69
应收账款周转率	41	54	54	49
应付账款周转率	10.49	11.15	9.31	8.65
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.31	0.52	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.83	0.99	1.12
每股净资产(最新摊薄)	2.62	2.89	3.26	3.69
估值比率				
P/E	105.86	32.13	19.42	15.22
P/B	3.84	3.48	3.08	2.72
EV/EBITDA	19	14	10	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年《新财富》社会服务业第五名。

主要研究覆盖公司: 中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434