

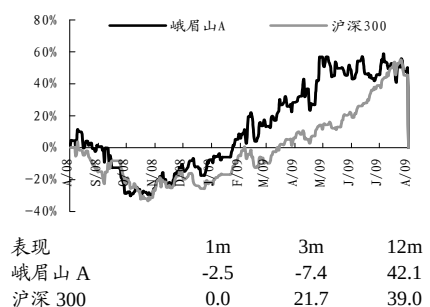
社会服务业 - 旅游/酒店
Social Work - Tourism/Hotel

2009 年 8 月 12 日

市场数据	2009 年 8 月 12 日
当前价格 (元)	9.52
52 周价格区间 (元)	4.64
总市值 (百万)	2239
流通市值 (百万)	1400
总股本 (万股)	23518.8
流通股 (万股)	14702.3541
日均成交额 (百万)	5412
近一月换手 (%)	122.6
Beta (2 年)	0.79
第一大股东	四川省峨眉山乐山大佛 旅游集团总公司
公司网址	http://www.ems517.com

盈利能力波动	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
毛利率	42.62	44.29	28.85	43.27
净利率	20.43	14.94	-3.69	12.24

一年期收益率比较



吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

游客反弹性增长迅速

—峨眉山 (000888) 2009 年中报点评

评级: 增持

预测指标	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	465.93	394.32	532.33	628.15
净利润 (百万元)	46.35	22.33	70.56	112.89
每股收益 (元)	0.20	0.09	0.30	0.48
净利润增长率%	12.34	-51.82	215.99	59.99
市盈率	47.6	105.8	31.7	19.8

资料来源: 世纪证券研究所

- 09 年上半年, 公司实现营业收入 24796 万元, 同比增长 46.78%; 营业利润 1609.25 万元, 同比增长 186.23%; 净利润 1389 万元, 同比增长 174.94%; 每股收益 0.0591 元。收入和利润同比高增的主要原因是上半年公司通过卓有成效的市场营销, 景区游山人次已基本恢复震前水平, 达到 71.8 万人次, 同比增长 45.37%, 公司主业能力得到恢复性提升, 旅游业和旅馆业分别增长 63.02%、23.76%。
- 上半年公司整体盈利能力增强。毛利率方面, 两主业毛利率均大幅提高, 其中成本较刚性的索道业务恢复性增长迅速, 毛利率巨幅提高 24.16 个百分点, 进而拉动综合毛利率大幅上升了 9.38 个百分点。费用率方面, 期间费用增长 13.03%, 而费用率下降 7.85 个百分点, 其中: 受广告宣传费大幅增长 107.86% 的影响, 销售费用增长 67.88%, 费用率增加 1.01 个百分点; 管理费用受折旧及汽车费用增加略增长 3.67%, 但费用率却大降 5.47 个百分点; 财务费用受基准利率下调影响下降了 11.9%, 费用率下降 3.4 个百分点。
- 全年业绩反弹性增长确定: 一是游客恢复性增长确定, 全年预计可达到 190 万人次, 接近 07 年水平, 同比增长 57.22%。二是门票去年提价效应今年将得到充分体现, 上半年门票收入和利润分别同比增长了 78.39%、78.25%, 预计下半年随着旅游人数增加, 门票效应进一步显现。三是随入住率上升及平均房价增高, 旅馆业务仍延续良好增长态势。四是两索道提价将明显增厚业绩, 初步测算, 约增厚 09、10 年每股收益 0.07、0.19 元。
- 基于公司上半年业绩表现及未来成长前景, 上调 09、10 年每股收益预测分别为 0.30 元、0.48 元, 当前股价下对应的 09、10 年动态市盈率分别为 31.7 倍、19.8 倍, 与同行业比较, 估值具吸引力, 且虑及公司最坏经营时期已经过去, 并存潜在整合峨眉山—乐山大佛景区的预期。因此, 仍维持“增持”投资评级。
- 甲型 H1N1 大流行或其他突出事件、不可抗力等因素。

业绩巨幅增长源于游客人数反弹性增长

09 年上半年，峨眉山风景区旅游人数 71.8 万，同比增长 45.37%；实现营业收入 24796 万元，同比增长 46.78%；营业利润 1609.25 万元，同比增长 186.23%；净利润 1389 万元，同比增长 174.94%；每股收益 0.0591 元。

收入和利润同比高增的主要原因是去年 5 月 12 日四川汶川发生 8.0 级特大地震后，公司在抓好成本控制，节约各项费用支出的同时，及时调整营销策略，以成渝为中心，大力开展“两翼战略”，快速摆脱了地震和金融危机的双重影响。

上半年游山人数的恢复，使旅游业收入同比增长 63.02%，其中游山门票和客运索道收入分别增长 78.39%、87.85%；同时公司下属酒店也大力开展品牌建设和市场营销，入住率明显上升，使旅馆业上半年收入同比增长 23.76%，其中宾馆客房和餐饮收入分别增长 23.57%、9.21%。

整体盈利能力增强

上半年，公司综合毛利率 37.23%，同比上升了 9.38 个百分点，主要是索道业务恢复提升快，而其成本呈刚性，毛利率同比巨幅提高 24.16 个百分点，因而拉动综合毛利率大幅提升。分行业看，旅游业毛利率 63.02%，同比增加了 5.39 个百分点；旅馆业毛利率 24.41%，同比增加了 11.95 个百分点。

期间费用率 26.3%，同比大幅下降 7.85 个百分点。上半年，公司加大营销宣传力度，广告宣传费增长了 107.86%，导致销售费用同比增长 67.88%，销售费用率增加 1.01 个百分点；管理费用虽受折旧及汽车费用的增加，略增长 3.67%，但管理费用率却大幅大降 5.47 个百分点；财务费用受基准利率下调影响，下降了 11.9%，费用率下降 3.4 个百分点。

Figure 1 09 年上半年主营业务收入、利润及毛利率同比变化

	营业收入（万元）	同比增长	营业毛利（万元）	同比增长	毛利率	同比增减
游山门票	9070.16	78.39%	3350.02	78.25%	36.93%	减少 0.03 个百分点
客运索道	4675.02	87.85%	3901.72	164.40%	83.46%	增加 24.16 个百分点
宾馆客房	4642.27	23.57%	797.62	31.91%	17.18%	增加 1.09 个百分点
宾馆餐饮	2638.95	9.21%	489.3	71.32%	18.54%	增加 6.72 个百分点
旅行社	213.5	28.68%	2.67	-36.03%	1.25%	减少 1.26 个百分点
广告及商品销售	1676.08	17.13%	106.96	-32.50%	6.38%	减少 4.69 个百分点
供水、供电	320.63	8.79%	217.73	60.37%	67.91%	增加 24.84 个百分点

温泉、冰雪、娱乐业	888.39	28.09%	114.82	1433.95%	12.92%	增加 11.84 个百分点
其他	423.82	43.44%	9.18	-108.95%	2.17%	增加 36.88 个百分点
合计	24548.82	47.64%	8990.02	102.08%	36.62%	增加 9.87 个百分点

资料来源：公司 09 年中报、世纪证券研究所

全年业绩反弹性增长确定

1、游客人数恢复性增长确定

公司上半年游山人次已基本恢复到震前的 07 年同期水平，随着旅游需求回暖及“十一”长假，下半年游客人数将继续大幅增长，全年预计可达到 190 万人次，接近 07 年水平，同比增长 57.22%。

2、门票提价效应将得到充分体现

门票收入是公司第一大收入和利润来源。公司于 08 年 4 月 10 日起将门票价格由 120 元/人次上调至 150 元/人次，今年上半年提价效应已显现，门票收入和利润分别同比增长了 78.39%、78.25%。预计随着全年游客人数快速反弹增长，门票提价效应今年内将得到充分体现。

3、旅馆业务预期增长良好

旅馆业务是公司第三大利润点，上半年取得良好业绩，据四川旅游政务网显示，09 年 1-6 月，酒店客房出租率同比提高了 5.5 个百分点，达 52.21%，接近 07 年同期水平；平均房价 224.75 元，略低于去年同期 1.64%，高于 07 年同期 13.76%。预期随着游客人数的反弹，旅馆业务仍延续良好增长态势。

4、索道提价明显增厚公司业绩

公司 8 月 1 日开始执行两索道上调后的价格，具体为：

一、峨眉山金顶索道价格：旺季由原来的上行 40 元/人次上浮为 65 元/人次，下行 30 元/人次上浮为 55 元/人次；淡季上行下浮为 30 元/人次，下行下浮为 20 元/人次。

二、峨眉山万年寺索道价格：旺季由原来的上行 40 元/人次上浮为 65 元/人次，下行 30 元/人次上浮为 45 元/人次；淡季上行下浮为 30 元/人次，下行下浮为 20 元/人次。

整体而言，两索道提价对业绩增厚较为明显，初步测算，约增厚 09、10 年每股收益 0.07、0.19 元。（峨眉山景区淡季时间为每年 12 月 1 日至次年 3 月 31 日，旺季时间为每年 4 月 1 日至 11 月 30 日。）

上调盈利预测，维持“增持”投资评级

基于公司上半年业绩表现及未来成长前景，上调 09、10 年每股收益预测分别为 0.30 元、0.48 元，当前股价下对应的 09、10 年动态市盈率分别为 31.7 倍、19.8 倍，与同行业比较，估值具吸引力，且虑及公司最坏经营时期已经过去，并存潜在整合峨眉山—乐山大佛景区的预期。因此，仍维持“增持”投资评级。

风险提示

甲型 H1N1 大流行或其他突出事件、不可抗力等因素。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.