

自然景点

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

峨眉山 A

000888

推荐

业绩超预期增长显示公司基本面出现明显改善

2010 年 1 月 20 日，公司发布 2009 年业绩预增公告：09 年公司净利润约 8000 万元-8500 万元，同比增长 258%-281%；EPS 约 0.34-0.36 元，去年同期为 0.09 元，我们此前预测公司 09 年 EPS 为 0.31 元，Wind 显示市场一致预期为 0.28 元。

投资要点：

■ **游客人数快速恢复是 09 年经营业绩大幅攀升的首要原因。**按四川旅游局口径，09 年前 11 个月，景区客流同比增长 24.89%，门票收入同比增长 68.34%；而相对于 07 年同期，客流和门票收入分别增长 -9.16%、19.27%。08 年 4 月的门票提价（旺季涨 25%）是门票收入增速快于客流增速的主要原因。09 年公司预期净利润比 07 年增长 73%-83%，客流尚未完全恢复而业绩大幅提升的原因除了门票提价外，索道提价、金顶索道技改后乘坐率大幅增加、酒店业务创收能力提升、期间费用的有效控制等都是诱因。09 年公司 ROE 将达到 10% 以上，为 98 年以来新高，09 年是公司盈利水平跟盈利能力逐渐匹配的一年。

■ **2010 年公司将迎来量价齐升局面。**我们预期公司 09 年接待游客人数基本接近 07 年水平。2010 年在国际国内经济形势向好背景下，我国旅游行业将迎来全面复苏。公司接待游客人数相对于 07 年将有 12% 的增长。与此同时，09 年索道提价对于散客和团客分别仅执行 5 个月和 2 个月，预期 2010 年提价效应才得以充分体现。酒店业务的入住率和收入也将继续攀升。

■ **2010 年公司整合管委会旗下资产具有较强预期。**目前，旅游市场的竞争已从单纯的景点之争演变到旅游路线之争，单一景点的吸引力已逐渐降低。在管委会完成整合后，成乐线上的峨眉山和乐山大佛就具有整合契机。整合后，两个景区的旅游营销将形成合力。从政策上看，大佛景区部分收益曲线进入上市公司不存在障碍，但对水上游船以及东方佛都的收购则需要地方政府的进一步支撑。我们对此持谨慎乐观态度。07-09 年经营表现保证了公司的再融资资格。

■ **维持“推荐”投资评级。**我们预测公司 09-11 年 EPS 分别为 0.35、0.52、0.66 元。峨眉山 A 经营最坏时期已经过去，已成为旅游板块最具业绩弹性的重点公司之一。给予公司未来 6-12 个月目标价 20 元，相当于 10 年 40 倍 PE，维持“推荐”投资评级。

6-12 个月目标价：20.00 元

当前股价：14.90 元

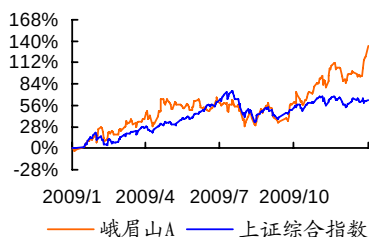
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	3246.87
总股本(百万)	235
流通股本(百万)	147
流通市值(亿)	22
EPS (TTM)	0.34
每股净资产(元)	2.64
资产负债率	42.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
峨眉山 A	23.86	44.66	44.80
上证综合指数	4.27	6.87	1.79



相关报告

《峨眉山 A-预期公司将驶入发展快车道》
2009-11-2
《峨眉山 A-量增价涨+费用控制=10 倍增长》2009-10-23
《峨眉山 A-景区人气恢复迅速 经营业绩已赶超 07 年同期》2009-8-11

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	82	122	155
同比(%)	-52%	266%	49%	28%
毛利率(%)	36.8%	42.2%	46.4%	47.0%
ROE(%)	3.6%	11.9%	15.8%	17.8%
每股收益(元)	0.09	0.35	0.52	0.66
P/E	156.94	42.85	28.73	22.54
P/B	5.69	5.10	4.54	4.02
EV/EBITDA	27	19	15	13

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: 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 1: 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

图 1: 峨眉山与乐山大佛游客接待量对比

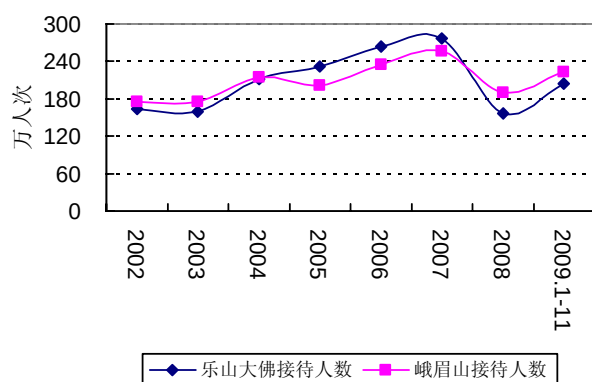
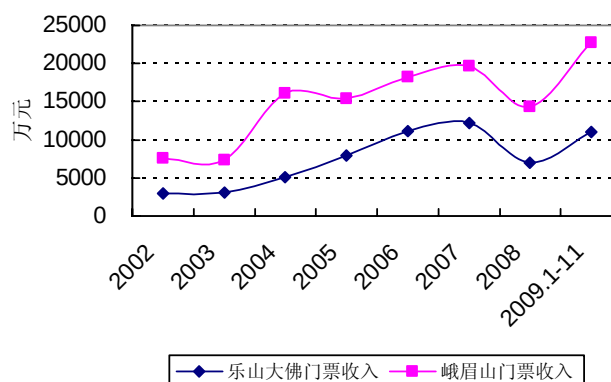


图 2: 峨眉山与乐山大佛门票收入对比



资料来源: 四川省旅游局、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	188	344	466
现金	89	144	289	403
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	1141	1240	1300
流动负债	371	367	380	341
短期借款	155	250	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	449	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	201	285	386
归属母公司股东权益	616	687	772	872
负债和股东权益	1074	1141	1240	1300

现金流量表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	133	202	234	264
净利润	21	82	122	155
折旧摊销	84	76	81	83
财务费用	30	28	27	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	-63	-64	-125
短期借款	75	95	0	-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	-64	-75
现金净增加额	-15	55	145	115

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	67	94	109
财务费用	30	28	27	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	100	149	190
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	26	100	149	190
所得税	4	18	27	34
净利润	21	82	122	155
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	22	82	122	155
EBITDA	141	204	257	293
EPS (元)	0.09	0.35	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%	272.2%	49.1%	27.5%
归属于母公司净利润	-51.8%	266.3%	49.1%	27.5%
获利能力				
毛利率	36.8%	42.2%	46.4%	47.0%
净利率	5.7%	13.3%	16.3%	17.9%
ROE	3.6%	11.9%	15.8%	17.8%
ROIC	5.1%	11.6%	17.2%	22.2%
偿债能力				
资产负债率	42.2%	39.3%	37.3%	32.5%
净负债比率	83.82	79.10%	76.75	72.09%
流动比率	0.34	0.51	0.90	1.37
速动比率	0.29	0.45	0.83	1.28
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.55	0.63	0.68
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	0.35	0.52	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.86	0.99	1.12
每股净资产(最新摊薄)	2.62	2.92	3.28	3.71
估值比率				
P/E	156.94	42.85	28.73	22.54
P/B	5.69	5.10	4.54	4.02
EV/EBITDA	27	19	15	13

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、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 中国国旅、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、湘鄂情。

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