

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

2010年3月31日

峨眉山 A (000888.SZ)/15.96元

10年业绩仍有望大幅增长，股价已有所体现

可选消费·旅游

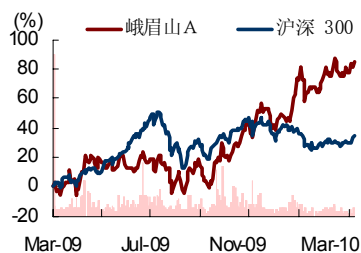
审慎推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	3116
总股本(万股)	23519
已上市流通股(万股)	14702
总市值(亿元)	38
流通市值(亿元)	23
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	12.6
资产负债率	37.3%
主要股东	四川省峨眉山乐山大
主要股东持股比例	39.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	87	88
相对表现	0	75	53



相关报告

- 1、《峨眉山-游客恢复良好，估值基本合理》090812
- 2、《峨眉山-游客逐步恢复，索道提价是大概率事件》090518
- 3、《峨眉山-旅游市场恢复良好，业绩有望大幅增长》090415
- 4、《峨眉山-索道提价将推动业绩上台阶》090223
- 5、《峨眉山-峨眉山乐山管委会合并增强资产收购预期》081208
- 6、《峨眉山-游客恢复有待时日》081114
- 7、《峨眉山-业绩下降在预期中，09年将恢复正常水平》081031
- 8、《峨眉山-地震影响巨大，估值已做合理反映》080812

峨眉山 09EPS 0.36 元，拟 10 派 0.6 元。在游客增长、索道提价拉动效应逐渐释放等因素的带动下，10 年业绩仍有望较快增长，上调 10-12EPS 至 0.48、0.55、0.60 元（原 10-11EPS 0.43、0.50 元）；目前股价对应 10PE31 倍，维持审慎推荐的投资评级。个体风险：索道提价的挤出效应超出预期、职工薪酬有上涨压力。

- **09EPS 0.36 元，增长 276%：**09 年收入 6.04 亿元，增长 53%；营业利润 1.03 亿元，增长 284.23%；实现净利润 8386 万元，增长 276%；EPS 0.36 元。此前公司已发布业绩预告。拟每 10 股派发现金 0.6 元。
- **游客大幅增长 51%是业绩增长的关键因素：**09 年购票游客 183 万，增长 51%，游客大幅增长带动门票、索道、酒店业务收入的大幅提升，毛利率也有不同程度的提升，其中，酒店业务毛利率提升 11.5 个百分点，达 19.8%。
- **在游客增长和索道提价拉动，预计 10-12EPS 0.48、0.55、0.60 元。**索道提价的拉动效应将在 10 年完全显现，索道业务盈利能力将进一步提升；此外，游客也有望保持 10% 的增长；红珠山宾馆培育期已过，效益有望进一步提升；在这三个因素的带动下，10 年业绩仍有望快速增长，我们预计 10-12 EPS 0.48、0.55、0.60 元。
- **目前股价对应 10PE 31 倍，估值合理，维持审慎推荐评级。**业绩的不确定性因素主要在：（1）无法抗拒事件对经营的影响；（2）索道提价对游客的挤出效应超出预期，我们目前预测 10%；（3）员工薪酬或存在上涨压力。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	394	604	704	764	815
同比增长	-15%	53%	17%	9%	7%
营业利润(百万元)	27	103	135	155	170
同比增长	-53%	284%	31%	14%	10%
净利润(百万元)	22	84	114	130	141
同比增长	-52%	276%	35%	14%	8%
每股收益(元)	0.09	0.36	0.48	0.55	0.60
PE	168.1	44.8	33.1	28.9	26.7
PB	6.1	5.4	5.0	4.6	4.3

资料来源：招商证券

1、09EPS 0.36 元，增长 276%

09 年收入 6.04 亿元，增长 53%；营业利润 1.03 亿元，增长 284.23%；实现净利润 8386 万元，增长 276%；EPS 0.36 元。此前公司已发布业绩预告。拟每 10 股派发现金 0.6 元。

表 1：2009 年公司总体经营成果

单位：百万元	2009	2008	同比变动	变动幅度
一、营业总收入	604	394	210	53%
二、营业总成本	502	365	137	38%
其中：营业成本	337	249	87	35%
营业税金及附加	28	18	10	53%
营业费用	42	16	26	168%
管理费用	72	51	21	40%
财务费用	23	30	-7	-23%
三、其他经营收益	1	-3	4	-128%
四、营业利润	103	27	76	284%
五、利润总额	99	26	73	285%
减：所得税	15	4	11	255%
六、净利润	84	21	62	291%
减：少数股东损益	0	-1	1	-81%
七、归属母公司所有者净利润	84	22	62	276%
每股收益（元）	0.36	0.09	0.26	276%

资料来源：公司公告

2、游客快速恢复是业绩大幅增长的关键因素

09 年公司累计接待购票进山游客 183.07 万，增长 51.48%。

由于游客的快速恢复，各项业务收入均有较大幅度增长。相关业务毛利率也有不同幅度的提升，其中，酒店业务毛利率提升 11.5 个百分点，达 19.8%。

表 2：公司各项业务收入情况

单位：万元	08 年	09 年	同比增长
购票游客（万人次）	121	183	51%
门票	13668	23131	69%
索道	7132	13149	84%
酒店	13010	16682	28%
旅行社及其他	5622	6880	22%
总收入	39432	60390	53%

资料来源：公司公告

表 3: 各项业务毛利率变动情况

	08 年	09 年	同比提升 (百分点)
门票	41.7	43.4	1.7
索道	74.3	80.1	5.8
酒店	8.3	19.8	11.5
旅行社及其他	43.0	33.9	(9.1)
总收入	36.8	43.8	7.0

资料来源: 公司公告

3、游客增长和索道提价拉动, 预计 10-12EPS 0.48、0.55、0.60 元

09 年 8 月, 金顶和万年两条索道提价, 幅度分别为 86%、57%。提价的拉动效应在 09 年得到部分体现, 09 年单位游客索道支出提高至 72 元 (07、08 年分别为 52、59 元), 我们预计 10 年人均索道支出将达 85-90 元, 索道业务的利润水平将进一步提升。

此外, 游客增长也将带动门票业务和酒店业务收入的提升, 盈利能力也有望继续提升; 红珠山宾馆培育期已过, 效益有望进一步提升;

在这三个因素的带动下, 10 年业绩有望较快增长, 我们上调 10-12EPS 至 0.48、0.55、0.60 元 (原 10-11EPS 0.43、0.50 元)。

表 4: 索道提价时间及内容

索道	提价情况
金顶索道	2009 年 8 月起, 旺季, 上行 65 元 (原 40 元), 下行 55 元 (原 30 元); 淡季, 上行下调至 30 元, 下行下调至 20 元
万年索道	2009 年 8 月起, 旺季, 上行 65 元 (原 40 元), 下行 45 元 (原 30 元)

资料来源: 公司公告

表 5: 2010-2012 年各项业务收入的预测

单位: 万元	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
购票游客 (万人次)	183	201	217	235
增长	51%	10%	8%	8%
门票	23131	25420	27453	29649
增长	69%	10%	8%	8%
索道	13149	16814	18160	19612
增长	84%	28%	8%	8%
酒店	16682	19564	21315	21709
增长	28%	17%	9%	2%
旅行社及其他	6880	7948	8826	9810
增长	22%	16%	11%	11%
总收入	60390	70384	76447	81520
增长	53%	17%	9%	7%

资料来源: 招商证券

表 6: 2010-2012 年各项业务毛利率的预测

(%)	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
门票	43.4	43.0	43.0	43.0
索道	80.1	83.0	83.0	83.5
酒店	19.8	19.8	19.8	19.8
旅行社及其他	33.9	33.7	33.4	33.1
综合毛利率	43.8	45.1	45.0	45.4

资料来源: 招商证券

表 7: 2010-2012 年总体预测

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	604	704	764	815
营业成本	337	386	421	445
营业税金及附加	28	32	35	38
营业费用	42	49	54	57
管理费用	72	84	92	98
财务费用	23	16	9	8
营业利润	103	135	155	170
利润总额	99	135	155	170
所得税	15	22	25	29
净利润	84	114	130	141
归属于母公司净利润	84	114	130	141
EPS (元)	0.36	0.48	0.55	0.60

资料来源: 招商证券

4、维持审慎推荐的投资评级

目前股价对应 10PE 31 倍, 估值合理, 维持审慎推荐评级。主要风险因素: (1) 突发事件对旅游市场的影响; (2) 索道提价对游客的挤出效应超出预期; (3) 员工薪酬或存在上涨压力。近年来, 公司员工平均薪酬总体呈上升态势, 总横向比较, 仍比较低, 不管是从过往的惯性看, 还是横向的差距上看, 职工薪酬均有上升的压力, 这是业绩不确定的重要因素之一。

表 8: 近年来公司员工平均薪酬

	2006	2007	2008	2009
员工薪酬总额 (万元)	4827	6454	5454	6921
员工数量 (人)	2173	2317	2161	2056
人均薪酬 (万元)	2.2	2.8	2.5	3.4

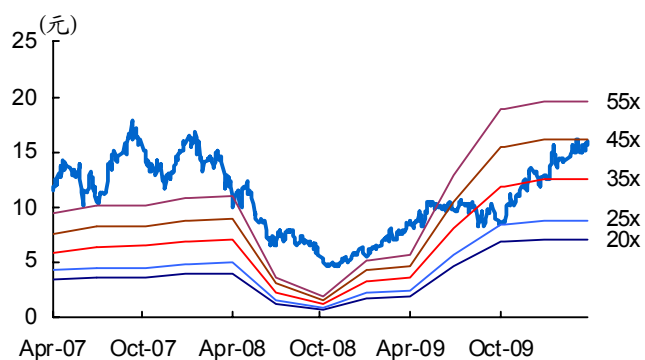
资料来源: 公司公告, 招商证券整理

表 9: 目前峨眉山职工薪酬仍相对较低

	峨眉山	黄山	桂林	丽江	三特
09 年员工总薪酬 (万元)	6921	14642	7090	2374	3725
员工人数 (人)	2056	3593	1458	807	934
人均薪酬 (万元)	3.4	4.1	4.9	2.9	4.0

资料来源: 公司公告, 招商证券整理

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：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	125	122	306	453	610
现金	89	89	269	413	568
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	9	8	8	9	9
其它应收款	7	6	2	3	3
存货	19	17	19	21	22
其他	2	3	7	8	8
非流动资产	948	985	888	813	732
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	816	855	781	721	653
无形资产	91	88	80	72	64
其他	41	42	27	20	15
资产总计	1074	1107	1194	1266	1342
流动负债	371	246	276	283	289
短期借款	155	145	165	165	165
应付账款	27	36	42	45	48
预收账款	11	16	18	19	21
其他	179	50	51	53	56
长期负债	82	167	167	167	167
长期借款	75	160	160	160	160
其他	7	7	7	7	7
负债合计	453	413	443	450	456
股本	235	235	235	235	235
资本公积金	252	252	252	252	252
留存收益	82	147	259	324	395
少数股东权益	5	5	5	5	5
母公司所有者权益	616	689	746	811	882
负债及权益合计	1074	1107	1194	1266	1342

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	133	221	261	242	243
净利润			114	130	141
折旧摊销			109	101	92
财务费用			16	9	8
投资收益			0	0	0
营运资金变动			6	4	3
其它			16	(1)	(1)
投资活动现金流	(72)	(115)	(28)	(25)	(10)
资本支出			(30)	(25)	(10)
其他投资			2	0	0
筹资活动现金流	(77)	(106)	(53)	(73)	(78)
借款变动			20	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(57)	(65)	(70)
其他			(16)	(9)	(8)
现金净增加额	(15)	(0)	180	144	155

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	394	604	704	764	815
营业成本	249	337	386	421	445
营业税金及附加	18	28	32	35	38
营业费用	16	42	49	54	57
管理费用	51	72	84	92	98
财务费用	30	23	16	9	8
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(3)	1	0	0	0
营业利润	27	103	135	155	170
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	1	5	0	0	0
利润总额	26	99	135	155	170
所得税	4	15	22	25	29
净利润	21	84	114	130	141
少数股东损益	(1)	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	22	84	114	130	141
EPS (元)	0.09	0.36	0.48	0.55	0.60

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-15%	53%	17%	9%	7%
营业利润	-53%	284%	31%	14%	10%
净利润	-52%	276%	35%	14%	8%
获利能力					
毛利率	36.8%	44.3%	45.1%	45.0%	45.4%
净利率	5.7%	13.9%	16.1%	17.0%	17.3%
ROE	3.6%	12.2%	15.2%	16.0%	16.0%
ROIC	5.5%	10.6%	11.8%	12.0%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	42.2%	37.3%	37.1%	35.6%	34.0%
净负债比率	21.4%	27.5%	27.2%	25.7%	24.2%
流动比率	0.3	0.5	1.1	1.6	2.1
速动比率	0.3	0.4	1.0	1.5	2.0
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	16.5	18.7	21.1	20.7	20.4
应收帐款周转率	53.2	75.0	90.3	90.7	89.9
应付帐款周转率	10.5	10.7	9.9	9.7	9.6
每股资料(元)					
每股收益	0.09	0.36	0.48	0.55	0.60
每股经营现金	0.57	0.94	1.11	1.03	1.03
每股净资产	2.62	2.93	3.17	3.45	3.75
每股股利	0.04	0.06	0.24	0.28	0.30
估值比率					
PE	168.1	44.8	33.1	28.9	26.7
PB	6.1	5.4	5.0	4.6	4.3
EV/EBITDA	14.8	9.8	8.0	7.9	7.7

分析师简介

林周勇，硕士，07年3月加入招商证券。07-09年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

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，8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，07-09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。

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

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。