



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
研究报告

2010 年 4 月 23 日

小盘股

研究部

李永喜

分析员, SAC 执业证书编号: S0080207120070
liyongxi@cicc.com.cn

曾令波

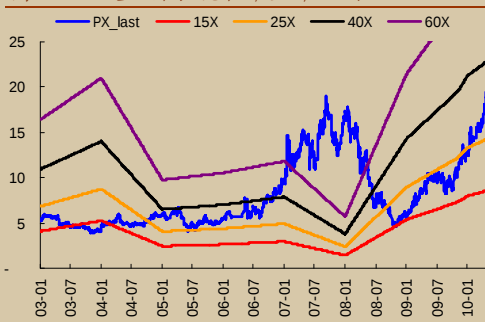
分析员, SAC 执业证书编号: S0080207120069
zenglb@cicc.com.cn

审慎推荐

峨眉山 A(000888.CH)

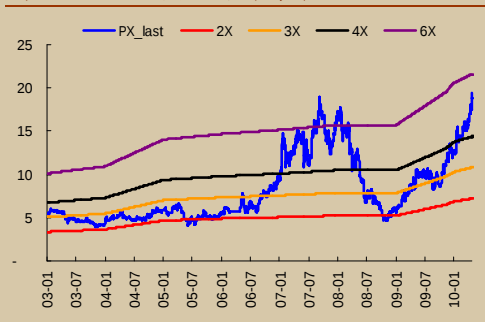
1 季度业绩首次扭亏

图 1: 历史股价表现和市盈率区间



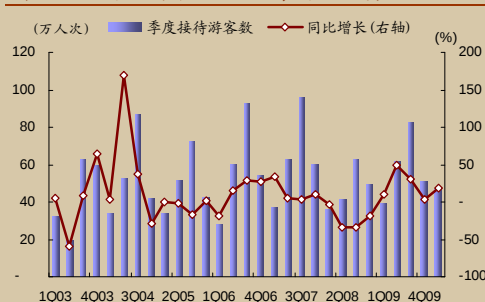
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 2: 历史股价表现和市净率区间



资料来源: 国研网、海关总署、中金公司研究部

图 3: 峨眉山游客人数保持增长态势



资料来源: 四川省旅游局、中金公司研究部

公司近况:

峨眉山公布 2010 年 1 季度业绩, 实现营业收入 1.37 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 831 万元, 同比分别增长 31% 和 322%。每股收益 0.04 元, 符合预期。

评论:

量价齐升推动 1 季度业绩首次扭亏为盈。1 季度是峨眉山景区的传统淡季, 但今年 1 季度峨眉山购票进山人次 33.09 万, 同比增长 18.7%。同时 2009 年 8 月开始旺季索道价格大幅上涨, 收入同比大增 31%。由于门票和索道成本较为固定, 收入增长同时毛利率提升 4.8ppt。而费用控制带来三大费用率同比环比均出现下滑, 从而实现公司历史上首次 1 季度盈利。

索道提价是 2010 年业绩增长主要动力。2009 年 8 月开始实施的索道提价幅度大 (旺季往返价格: 金顶索道上调 71.4%; 万年索道上调 83.3%), 且提价效应全年显现。保守预计全年索道实际票价提升 23%, 同时由于价格上升影响乘索率下降 5 个百分点。由此测算, 索道业务收入增长 34%, 毛利增长 42%, 毛利占比有望达到 45%, 成为业绩增长动力。门票业务继续增长和酒店业务盈利逐步改善共同推动 2010 年净利润同比增长 44%。

周边交通改善及入川高铁的开通将迎来持续的游客人数增长。成都-绵阳-乐山城际铁路的开通 (2012 年) 将方便省内客源游峨眉山。成西高铁 (2013 年) 和成贵高铁 (2014 年) 的开通将大大缩短省外游客的入川时间, 带来省外游客增加。

投资建议:

维持 2010 和 2011 年每股收益预测 0.51 元和 0.64 元, 目前股价对应市盈率分别为 38x 和 31x。估值基本合理, 鉴于公司近两年业绩增长较为确定且一直存在资产注入预期, 我们暂维持“审慎推荐”的投资评级。

风险因素:

公司资产重组受阻或进程大幅慢于市场预期, 公司业绩释放动力不足; 自然灾害等其他突发事件。

图表 4：分季度业绩

(百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	YoY	QoQ
营业收入	87.3	81.7	117.7	107.7	103.9	144.1	200.0	156.0	136.6	31.5%	-12.4%
营业成本	62.8	59.1	67.5	60.0	73.9	81.7	98.3	82.6	90.6	22.5%	9.7%
营业税金及附加	4.0	3.7	5.4	5.1	4.9	6.5	9.1	7.3	6.6	35.5%	-9.1%
主营业务利润	20.5	18.9	44.8	42.6	25.1	55.8	92.5	66.1	39.4	57.0%	-40.4%
销售费用	4.2	7.7	0.7	3.1	5.1	14.9	13.9	8.1	5.8	14.0%	-29.2%
管理费用	15.3	16.2	10.2	9.7	17.4	15.2	14.1	25.5	20.0	14.9%	-21.7%
财务费用	6.8	7.5	7.8	7.4	6.6	6.1	5.8	4.4	4.1	-37.6%	-7.1%
营业利润	-5.9	-12.5	26.1	19.4	-3.9	20.0	58.8	28.1	9.5	342.9%	-66.0%
利润总额	-6.0	-12.8	25.5	19.1	-3.8	20.1	58.7	24.1	9.6	349.0%	-60.4%
所得税	0.0	0.0	1.4	3.0	0.0	2.4	8.5	4.5	1.3	n.a.	-70.8%
少数股东权益	-0.1	-0.1	-0.1	-0.6	-0.1	-0.0	-0.2	0.1	-0.0	45.1%	-159.8%
净利润	-5.9	-12.7	24.2	16.7	-3.7	17.6	50.4	19.6	8.3	322.3%	-57.6%
每股收益(元)	-0.02	-0.05	0.10	0.07	-0.02	0.07	0.21	0.08	0.04	322.3%	-57.6%
毛利率	28.0%	27.7%	42.6%	44.3%	28.9%	43.3%	50.8%	47.1%	33.7%	4.8%	-13.4%
营业费用率	4.8%	9.4%	0.6%	2.9%	4.9%	10.4%	6.9%	5.2%	4.2%	-0.6%	-1.0%
管理费用率	17.5%	19.8%	8.7%	9.0%	16.7%	10.6%	7.1%	16.3%	14.6%	-2.1%	-1.7%
营业利润率	-6.7%	-15.3%	22.1%	18.0%	-3.8%	13.9%	29.4%	18.0%	7.0%	10.8%	-11.0%
净利率	-6.7%	-15.5%	20.6%	15.5%	-3.6%	12.2%	25.2%	12.6%	6.1%	9.7%	-6.5%
有效税率	0.0%	0.0%	5.4%	15.6%	0.0%	12.1%	14.5%	18.5%	13.6%	13.6%	-4.9%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 5：酒店旅游行业估值表

公司名称	股票代码	股价				EPS			盈利增长(%)		CAGR		PE			PB			EV/EBITDA		
		10-4-22	(Rmb mn)	09E	10E	11E	09E	10E	11E	09-11	09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E	11E		
景区																					
黄山旅游	600054.SH	23.90	11,265	0.34	0.56	0.69	-15.2%	65.2%	23.7%	42.9%	70.5	42.7	34.5	9.0	8.1	7.2	41.9	27.7	22.6		
峨眉山A	000888.SZ	19.49	4,584	0.36	0.51	0.64	275.8%	43.6%	24.3%	33.6%	54.7	38.1	30.6	6.6	5.8	5.0	34.4	25.5	19.8		
丽江旅游	002033.SZ	21.38	2,487	0.37	0.28	0.61	-6.8%	-24.4%	119.0%	28.7%	58.1	76.9	35.1	4.4	4.3	3.9	34.6	27.5	16.2		
桂林旅游	000978.SZ	14.81	4,102	0.13	0.39	0.51	54.6%	199.3%	32.8%	99.4%	114.6	38.3	28.8	5.2	2.5	2.3	52.1	28.7	24.6		
北京旅游	000802.SZ	16.67	2,292	0.06	-	0.03	128.2%	n.a.	n.a.	-28.0%	265.5	n.a.	511.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
西藏旅游	600749.SH	14.39	2,374	0.01	0.08	0.18	103.3%	839.0%	128.9%	363.6%	1,718.0	183.0	79.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
三特索道	002159.SZ	19.35	232	0.16	0.32	0.40	70.0%	97.6%	26.2%	57.9%	120.8	61.1	48.4	5.6	5.1	4.8	30.0	18.3	13.7		
中值							70.0%	81.4%	29.5%	42.9%	114.6	51.9	35.1	5.6	5.1	4.8	34.6	27.5	19.8		
酒店																					
锦江股份	600754.SH	28.41	1,714	0.47	0.48	0.58	2.8%	3.1%	21.5%	11.9%	61.0	59.2	48.7	4.4	4.3	4.2	100.8	82.0	n.a.		
首旅股份	600258.SH	24.49	567	0.69	0.80	0.93	-7.5%	16.2%	15.7%	16.0%	35.5	30.5	26.4	5.8	5.7	5.5	22.4	17.8	15.3		
华天酒店	000428.SZ	11.38	629	0.26	0.36	0.46	5.6%	38.2%	29.5%	33.8%	44.0	31.9	24.6	4.9	4.3	3.8	46.5	26.0	20.7		
金陵饭店	601007.SH	10.02	301	0.22	0.28	0.29	0.7%	26.4%	6.9%	16.2%	46.0	36.4	34.1	3.1	2.8	2.7	23.2	21.8	20.2		
新都酒店	000033.SZ	7.43	245	0.02	0.02	-	108.1%	0.3%	n.a.	n.a.	333.4	332.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
东方宾馆	000524.SZ	10.97	296	(0.17)	0.08	0.08	-1173.3%	147.4%	-1.0%	57.1%	n.a.	136.8	138.3	5.2	4.7	4.5	(112.3)	34.4	37.7		
万好万家	600576.SH	21.34	465	-	0.05	0.10	n.a.	n.a.	89.0%	n.a.	n.a.	423.1	223.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
罗顿发展	600209.SH	12.18	535	-	-	-	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
ST东海A	000613.SZ	6.70	244	0.01	0.01	-	483.5%	26.6%	n.a.	n.a.	968.0	764.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
中值							2.8%	26.4%	18.6%	16.2%	53.5	98.0	41.4	4.9	4.3	4.2	23.2	26.0	20.5		
旅行社																					
中国国旅	601888.SH	19.12	1,683	0.35	0.45	0.56	39.4%	28.7%	24.7%	26.7%	54.6	42.4	34.0	5.2	5.0	4.6	23.6	18.5	14.8		
中青旅	600138.SH	19.10	793	0.61	0.56	0.84	94.3%	-8.3%	50.8%	17.6%	31.4	34.3	22.7	3.7	3.5	3.3	14.9	21.0	9.9		
国旅联合	600358.SH	7.33	317	0.02	0.04	0.05	-54.1%	71.1%	34.8%	51.8%	330.9	193.4	143.5	n.a.	n.a.	n.a.	92.0	n.a.	n.a.		
世博股份	002059.SZ	10.64	229	0.04	0.12	0.15	-65.8%	190.1%	24.2%	89.8%	247.8	85.4	68.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
西安旅游	000610.SZ	8.92	175	0.02	0.13	0.05	-54.2%	422.8%	-61.5%	41.9%	359.0	68.7	178.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
西安饮食	000721.SZ	10.81	216	0.29	0.18	-	319.7%	-37.3%	n.a.	n.a.	37.4	59.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
ST张家界	000430.SZ	7.85	173	(0.06)	0.03	0.03	40.3%	154.1%	-21.7%	55.7%	n.a.	238.9	305.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
大连圣亚	600593.SH	14.37	132	0.03	0.08	-	-24.1%	166.7%	n.a.	n.a.	479.0	179.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
华侨城A	000069.SZ	12.32	3,828	0.55	0.75	1.05	84.9%	37.0%	39.8%	38.4%	22.6	16.5	11.8	2.6	2.4	2.0	13.4	9.7	6.7		
中值							39.4%	71.1%	24.7%	41.9%	151.2	68.7	68.8	3.7	3.5	3.3	19.2	18.5	9.9		
全部中值							39.4%	43.6%	24.7%	40.1%	92.5	64.9	41.4	5.0	4.3	4.2	30.0	25.8	19.8		

资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 5: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

峨眉山A 损益表 (人民币百万)							历史股价表现						
000888	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	(%)	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
营业收入	374	466	394	604	714	811	行业板块	9.6%	27.6%	31%	75%	120%	86%
营业成本及税金	-217	-302	-268	-364	-411	-452	可选消费			二级行业			餐饮旅游
销售费用	-1	-25	-16	-42	-47	-51	第一大股东			四川峨眉山乐山 大佛旅游集团			40%
管理费用	-90	-60	-51	-72	-86	-89	总市值(百万元)	4,584		流通市值(百万元)			2,865
EBIT	65	79	60	125	169	219	发行股数(百万股)	235		股票现价 (元)			19.49
EBITDA	125	161	144	212	256	310	成长性分析						
财务费用	-13	-25	-30	-23	-18	-19	销售收入	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
投资收益	2	3	-3	1	-	-	销售毛利	31%	25%	-15%	53%	18%	14%
其他损益项	-	-	-	-	-	-	EBITDA	39%	5%	-23%	89%	26%	19%
所得税	-10	-10	-4	-15	-30	-50	EBIT	26%	29%	-10%	47%	21%	21%
少数股东损益	0	0	1	0	-0	-0	净利润	25%	22%	-25%	110%	35%	29%
归属于股东的净利润	41	46	22	84	120	150		8%	12%	-52%	276%	44%	24%

峨眉山A 资产负债表 (人民币百万)							盈利能力分析						
000888	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	毛利率	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
现金	96	118	89	89	57	172	营业费用率	42%	35%	32%	40%	42%	44%
应收帐款	3	6	9	8	9	10	管理费用率	0%	5%	4%	7%	7%	6%
预付帐款	3	3	2	3	3	3	EBITDA利润率	24%	13%	13%	12%	12%	11%
存货	8	11	19	17	19	21	EBIT利润率	33%	34%	37%	35%	36%	38%
其他流动资产	0	0	0	0	-	-	EBIT利润率	17%	17%	15%	21%	24%	27%
流动资产	124	147	125	122	95	214	净利润率	11%	10%	6%	14%	17%	18%
固定资产	782	851	844	886	1,024	1,035	偿债能力分析						
长期投资	4	3	2	2	5	7	流动比率	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
其他长期资产	-	-	-	-	-	-	速动比率	0.52	0.64	0.34	0.50	0.38	0.84
长期资产	883	956	948	985	1,119	1,127	现金比率	0.48	0.59	0.29	0.43	0.30	0.75
资产总额	1,007	1,104	1,074	1,107	1,214	1,341	净现比率	10%	11%	8%	8%	5%	13%
短期借款	135	80	155	145	145	145	资产负债率	41%	44%	42%	37%	35%	32%
各项应付款	43	21	27	36	39	40	债务/权益	51%	67%	63%	45%	40%	34%
应交税费	11	8	5	15	15	14	净债务/权益	35%	48%	48%	32%	32%	15%
应付职工薪酬	12	15	9	18	18	18	利息覆盖倍数	10	6	5	9	14	17
其他流动负债	50	120	184	50	54	56	杜邦分析						
流动负债	240	229	371	246	253	256	税后利润/EBIT	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
长期借款	160	245	75	160	160	160	×EBIT利润率	63%	58%	37%	67%	71%	68%
其他长期负债	7	7	7	7	7	7	×EBIT利润率	17%	17%	15%	21%	24%	27%
长期负债	167	252	82	167	167	167	= 销售净利润率	11%	10%	6%	14%	17%	18%
负债总额	409	482	453	413	420	423	×资产周转率	0.37	0.42	0.37	0.55	0.59	0.60
少数股东权益	5	4	5	5	5	5	= 总资产收益率	4.1%	4.2%	2.1%	7.6%	9.9%	11.2%
股本	235	235	235	235	235	235	×总资产/净资产	1.70	1.79	1.74	1.61	1.54	1.47
公积金及未分配利润	359	382	380	454	554	679	净资产收益率	6.9%	7.5%	3.6%	12.2%	15.3%	16.4%
股东权益	594	617	616	689	790	914	回报率分析						
负债及股东权益	1,007	1,104	1,074	1,107	1,214	1,341	投入资本回报率	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
							平均资本回报率	5.4%	5.3%	3.2%	9.7%	12.5%	13.8%
								5.9%	5.6%	2.8%	10.7%	13.2%	14.6%

峨眉山A 现金流量表 (人民币百万)							每股指标分析						
000888	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	摊薄每股收益	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净利润	41	46	22	84	120	150	每股经营性现金流	0.18	0.20	0.09	0.36	0.51	0.64
折旧/摊销	59	81	84	87	87	91	每股股息	0.52	0.58	0.57	0.94	0.97	1.10
运营资本变化	46	-26	-10	38	2	-1	每股净资产	0.10	0.10	0.04	0.06	0.09	0.11
其他项	-23	34	36	12	19	19	估值分析						
经营活动现金流	123	136	133	221	228	259		2008A	2009A	2010E	2011E		
固定资产投资	-235	-165	-84	-117	-220	-100	市盈率	205.3	54.7	38.1	30.6		
其他投资活动	38	20	12	1	-0	0	市净率	7.4	6.6	5.8	5.0		
投资活动现金流	-197	-146	-72	-115	-220	-100	股价/每股经营性现金流	34.5	20.7	20.1	17.7		
股权融资	-	-	1	-	-	-	红利收益率	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%		
借款变动	131	100	-26	-73	-	-							
其他融资活动	-36	-48	-52	-33	-39	-44							
融资活动现金流	94	52	-77	-106	-39	-44							
现金(等价物)变化	21	42	-15	-0	-32	115							

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。