

自然景点

署名人: 曾光

S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 23.45元

当前股价: 18.70元

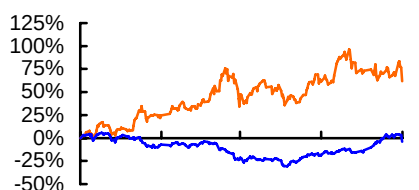
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12726.54
总股本(百万)	235
流通股本(百万)	164
流通市值(亿)	31
EPS (TTM)	0.45
每股净资产(元)	2.95
资产负债率	37.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
峨眉山 A	-6.50	0.27	21.07
深证成份指数	2.86	19.16	25.43



2009/11 2010/2 2010/5 2010/8

—— 峨眉山 A —— 深证成份指数

相关报告

《峨眉山 A-世博分流影响短期业绩 依旧看好公司发展前景》2010-10-25
《峨眉山 A-业绩增长基本符合预期 发展前景仍值得期待》2010-8-2
《峨眉山 A-一季度业绩继续超预期 全年业绩高增长更具期待》2010-4-23

峨眉山 A

000888

推荐

区域交通改善和消费群体崛起将带来长期利好

投资要点:

- **第三季度客流增速放缓系多因素造成。**一季度、上半年、前三季度峨眉山景区游客接待量分别同比增长 18.67%、17.59%、9.98%，第三季度客流增速明显放缓，仅 2.10%。除了第三季度长假客流明显受到上海世博分流影响外，去年第三季度客流强劲复苏以及今年第三季度九寨沟爆发泥石流影响长途团客组团量都是重要原因。第四季度，随着相关因素的影响消失，我们乐观预期今年全年景区客流同比增长 12% 达 205 万人次，相比历史最高的 07 年增长 7%。
- **未来几年公司将受益于区域交通条件大幅改善以及中西部消费群体崛起。**从 2010 年起，四川将实施“三年旅游提升计划”，将为公司经营带来实质性利好。目前以“两航四铁八高速一枢纽”为代表的乐山交通网络建设正在稳步推进，乐宜高速预计今年通车，绵成乐铁路客运专线预期 2012 年全线通车。预计最快 2012 年峨眉山将与成都进入“1 小时经济圈”。此外，未来受益于成渝经济区发展规划，消费升级带来的景区周边客源将面临崛起之势，景区客流有望加速。我们预计未来几年景区客流有望达到 15% 左右的增长。
- **公司内生性增长仍有空间，而外延式扩张也仍可乐观其成。**经过前几年的投入期，公司酒店业务已经出现经营转折，未来有望继续好转。相比黄山旅游目前 15% 的期间费用率水平，峨眉山 20% 以上的期间费用率仍有下降空间。在华山、黄山等景区相继修建新的代步设施后，二道桥索道的复建工作也有望重启，我们认为峨眉山景区本身还有较大开发空间。市场普遍预期公司将有可能整合乐山大佛大景区，但整合过程可能会遭遇一些波折。此外，公司今年还与控股股东合资成立了旅游房地产公司，预计未来将在业务模式上进行新的探索。
- **维持“推荐”投资评级。**预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.49、0.67 和 0.83 元。未来几年，峨眉山景区将面临巨大的交通改善预期，我们看好公司的内生性增长与外延式扩张机会。给予公司 6-12 个月目标价 23.45 元，相当于 2011 年 35 倍 PE，维持“推荐”投资评级。
- **风险提示:** 费用控制不力；资产整合进程低于预期；自然灾害等系统性风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	604	736	865	1010
同比(%)	53%	22%	18%	17%
归属母公司净利润(百万元)	84	116	157	196
同比(%)	276%	38%	36%	25%
毛利率(%)	44.3%	46.5%	47.5%	48.6%
ROE(%)	12.2%	14.4%	16.3%	16.9%
每股收益(元)	0.36	0.49	0.67	0.83
P/E	52.45	38.06	28.00	22.48
P/B	6.38	5.46	4.57	3.80
EV/EBITDA	22	19	15	13

资料来源: 中投证券研究所

1、四川实施三年旅游提升计划

根据相关媒体报道，四川省旅游工作会议 2010 年 1 月 22 日至 23 日在成都市召开。会议提出，从今年起，四川将实施为期 3 年的“旅游提升计划”，力争到 2012 年，全省旅游总收入再跨一个 1000 亿元台阶，达到 2500 亿元以上，今年力争实现旅游总收入 1700 亿元。为此全省旅游行业要着力加快旅游基础设施建设，整合资源开发多样化旅游产品，大力提升旅游核心竞争力，加大宣传促销力度，充分发挥政策效应，强化工作措施。

2、乐山打造“两航四铁八高速一枢纽”交通

根据互联网资料，“两航四铁八高速一枢纽”是《乐山市综合交通规划》核心内容。所谓“两航”包括岷江航电开发和乐山军民共用机场建设；“四铁”包括成绵乐城际铁路、成昆铁路复线、成贵铁路客运专线、乐自铁路，乐山境内规划铁路总里程 409.97 公里，估算投资 416.5 亿元；“八高速”包括加快推进成乐高速公路（扩建）、乐宜高速公路、乐雅高速公路、乐自高速公路、乐汉高速公路、仁沐高速公路、乐峨高速、乐山城区绕城高速公路，规划总规模约 1225.3 公里，其中乐山境内 488.5 公里，计划投资 381.3 亿元；一枢纽即乐山港（成都港）综合交通枢纽。根据规划，到 2020 年乐山将全面完成“两航、四铁、八高速、一枢纽”建设项目。

“两航”：

1、岷江航电综合开发。渠化岷江乐山境内 81 公里，先期建设四个梯级，总装机 122 万千瓦。岷江航道乐山至宜宾段等级从 IV 级提高到 III 级，力争达到 II 级，常年能通过 1000 吨级船舶，通航保证率 100%，3000 吨级船舶洪期可通行。

2、乐山机场建设。机场场址位于五通桥冠英镇，距乐山市中区 12 公里，距峨眉山 38 公里，等级 4D，规划开通国内 12 条航线，是成都双流机场备用机场。

“四铁”：

1、成昆铁路复线。成昆铁路复线设计速度 160 公里/小时，全长 161 公里，其中乐山境内 66 公里。

2、绵成乐铁路客运专线。起于成都，向北经德阳、绵阳至江油。向南经眉山进入乐山市夹江县、市中区、峨眉山市，设计速度 250 公里/小时，全长 316 公里，其中乐山境内 61.97 公里。**2008 年 12 月成绵乐城际铁路成都段开工，预期 2012 年全线建成通车。**另据报道，成绵乐城际铁路乐山段初步设计方案已通过评审，**峨眉山市将新增一个站点。**届时，成都到峨眉山只需 40 多分钟，绵阳到乐山只需 1 小时左右。

3、成贵铁路客运专线。川滇地区与贵州省客运主通道，全长 632.6 公里，其中乐山境内 112 公里，设计速度 350 公里/小时。一期建设乐山至贵阳段，乐山至成都段与绵成乐铁路客运专线共用。

4、乐自铁路。起于嘉州港区与成昆复线延伸段接轨，经五通桥区、井研县、荣县、自贡至隆昌接轨，设计速度 160 公里/小时，其中乐山境内 50 公里。

图 1: 成贵客运专线——贵阳到成都仅 1.8 小时

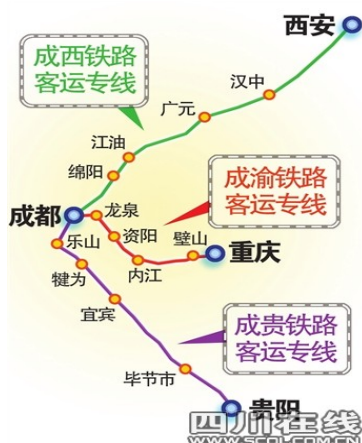
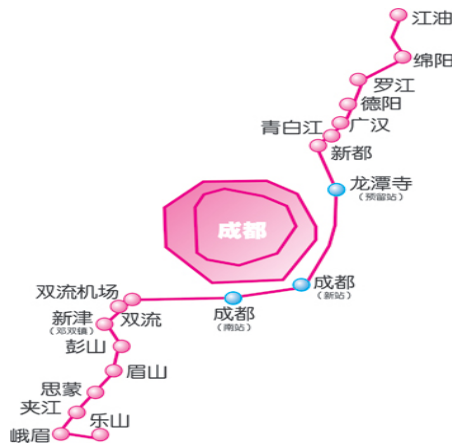


图 2: 绵成乐客运专线——成都到峨眉山 40 分钟



资料来源：四川在线网站、中投证券研究所

“八高速”：

1、成乐高速扩建。全长 131 公里，其中乐山段 32 公里，扩建为双向 8 车道，设计速度 120 公里/小时。

2、乐宜高速。起于成乐高速辜李坝立交，经市中区、五通桥、犍为，延伸至宜宾接自宜高速，全长 163.8 公里。其中乐山段 80.8 公里，规划为双向 4 车道，设计速度 80 公里/小时。乐宜高速预计今年年底通车。

3、乐峨高速。乐山至峨眉山，四川高速公路东西横线雅安至合江的一段，全长 20 公里。规划为双向四车道，设计速度 120 公里/小时。

4、乐雅高速。雅安至乐山，国家交通路网规划中成渝经济圈环线、四川高速公路东西横线雅安至合江的一段，起于乐宜高速张徐坝立交，至雅安接成雅高速，全长 120 公里，其中乐山段 60 公里。规划为双向四车道，设计速度 100 公里/小时。乐雅高速 2009 年 12 月 23 日正式开工建设，预计 2012 年建成通车。

5、乐汉高速。乐山至汉源，四川高速公路东西横线汉源至自贡的一段，起于乐宜高速安谷立交至雅安接雅西高速，全长 143 公里，其中乐山段 90 公里，规划为双向四车道，设计速度 100 公里/小时。

6、乐自高速。乐山至自贡，四川高速公路东西横线汉源至自贡的一段，起于乐宜高速安谷立交，全长 131 公里，其中乐山段 50 公里，规划为双向四车道，设计速度 100 公里/小时。

7、成（乐）西高速。该项目利用自泸高速到仁寿县（80 公里），经井研、犍为、沐川、马边、雷波与西宜高速相接，利用西宜高速至终点西昌（215 公里），全长 531 公里，其中乐山段 160 公里，规划为双向四车道，设计速度 100 公里/小时。

8、绕城高速。起于成乐高速棉竹立交，利用成乐高速辜李坝、乐宜高速至安谷段、乐自高速经杜家场至九峰瓦厂坝、大佛绕线部分，新建岷江四桥，止于棉竹立交，将成乐高速、乐峨高速、雅乐高速、乐汉高速、乐宜高速、乐自高速连接起来，全长 46 公里，其中新改建 21.5 公里。

“一枢纽”：

乐山港综合交通枢纽。项目规划区位于乐山市五通桥区冠英镇，紧靠乐宜高速、乐自高速、岷江航道、成昆铁路成燕复线延伸段和成贵铁路客运专线，处于乐山市综合交通规划的核心区域。占地约 20 平方公里，计划投资 80 亿元。

据了解，到规划期末，交通建设共需要资金 1389 亿元，计划分三阶段实施。其中：

第一阶段，2009 年—2015 年。计划投资 719 亿元，完成岷江航电综合开发、乐山港交通枢纽一期工程、成绵乐城际铁路、成贵铁路客运专线、成昆铁路成燕复线并延伸至嘉州港、乐山机场、乐宜高速、乐雅高速、绕城高速、乐峨高速建设；开工建设乐自高速、乐汉高速及部分次干线公路、集散公路和管道建设。

第二阶段，2016 年—2020 年。计划投资 409 亿元，完成乐自高速、乐汉高速、乐自铁路、成乐高速扩建及全部次干线公路、集散公路和管道建设。

第三阶段，2021 年—2030 年。计划投资 261 亿元，完成乐山港交通枢纽二期工程、成乐西高速、成昆铁路燕岗至昆明段，以及规划的其他项目。

通过“两航四铁八高速一枢纽”，把乐山打造成为西部综合交通枢纽的重要节点，形成中心城区与各县（市、区）的“半小时交通圈”和“1 小时交通圈”，通达重庆市和周边市州的“两小时交通圈”，进而融入全省至全国的交通圈。

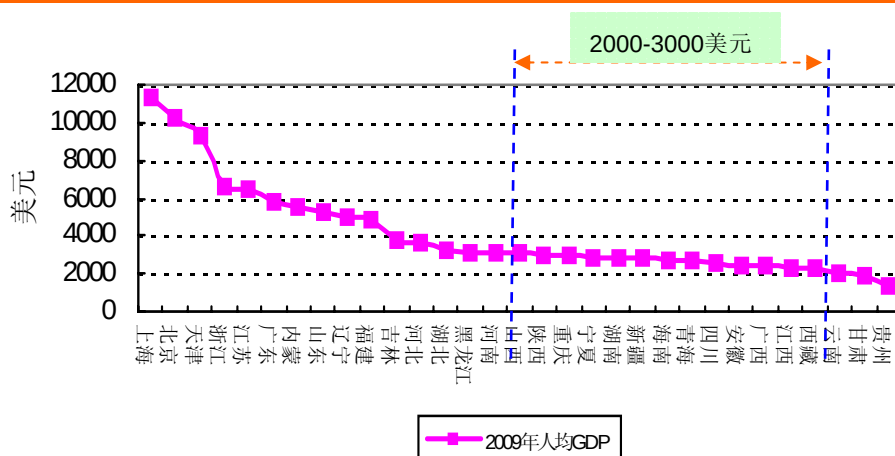
3、成渝经济区可能纳入“十二五”规划

2009 年 7 月，国家发改委在成都召开了编制工作会，会议初步商议成渝经济区区域规划将涵盖四川的 15 个市和重庆的 31 个区县，总面积是 20.61 万平方公里，人口 9840.7 万，GDP 总量 1.58 万亿元。

该经济区的定位则是要共同争取成渝经济区列为国家重点开发区、共同争取国家编制成渝经济区发展规划，努力将成渝经济区建成继长三角、京津豫、珠三角之后的中国第四个增长极。早在 2007 年 4 月，川渝两地就签订了《重庆市人民政府四川省人民政府关于推进川渝合作共建成渝经济区的协议》。

据判断，成渝经济区规划有望近期获批并进入国家“十二五”规划，并上升为国家战略。

图 3：成渝地区目前正处于旅游消费升级的拐点阶段



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

4、盈利预测及投资建议

关键假设:

假设 2010-2012 年峨眉山景区接待游客人数分别增长 12%、15%、15%。

游山门票业务: 假定 10-12 年人均实际票价分别为 128 元、130 元、130 元;

客运索道业务: 10-12 年的乘索率分别为 169%、172%、175%;

旅馆业务: 假设 10-12 年公司旅馆业务收入增长率分别为 18%、20%、20%;

暂不考虑资产整合情况;

假定 2010-2012 年公司所得税率能维持现有的 15%。

表 1: 峨眉山 A 2010-2012 年营业收入预测

主营业务类别	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)				
游山门票	231.31	263.18	307.38	353.49
客运索道	131.49	188.50	220.62	258.14
旅馆业	194.93	230.02	276.03	331.23
旅行社及其他	46.17	54.48	61.02	67.12
合计:	603.90	736.18	865.05	1009.98
主营成本(百万元)				
游山门票	131.00	148.69	173.06	198.31
客运索道	26.18	35.81	39.71	43.88
旅馆业	134.42	156.42	182.18	211.99
旅行社及其他	44.94	52.85	59.19	65.11
合计:	336.54	393.77	454.14	519.29

资料来源: 中投证券研究所

预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.49、0.67 和 0.83 元。未来几年, 峨眉山景区将面临巨大的交通改善预期, 我们看好公司的内生性增长与外延式扩张机会。给予公司 6-12 个月目标价 23.45 元, 相当于 2011 年 35 倍 PE, 维持“推荐”投资评级。

图 4: 峨眉山与乐山大佛游客接待量对比

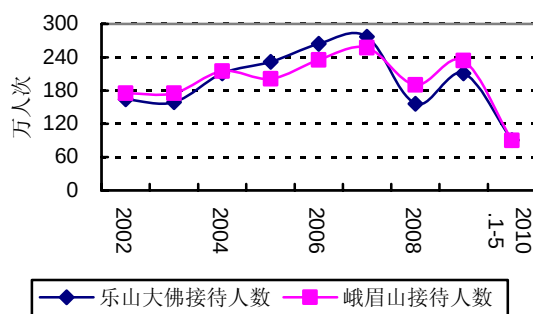
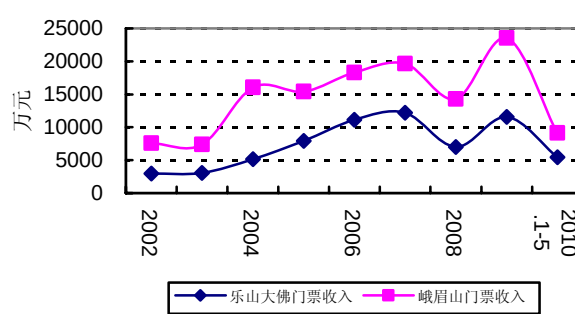


图 5: 峨眉山与乐山大佛门票收入对比



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	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	122	257	327	446
现金	89	207	274	383
应收账款	8	12	14	15
其它应收款	6	10	10	12
预付账款	3	3	3	4
存货	17	25	26	31
其他	0	0	0	0
非流动资产	985	1000	1100	1182
长期投资	0	0	0	0
固定资产	855	894	1013	1110
无形资产	88	83	77	72
其他	42	23	10	0
资产总计	1107	1257	1427	1628
流动负债	246	280	293	299
短期借款	145	145	145	145
应付账款	36	48	57	56
其他	65	87	92	98
非流动负债	167	167	167	167
长期借款	160	160	160	160
其他	7	7	7	7
负债合计	413	447	461	466
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	203	318	475	671
归属母公司股东权益	689	805	962	1158
负债和股东权益	1107	1257	1427	1628

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	221	209	286	328
净利润	84	116	157	196
折旧摊销	87	84	97	114
财务费用	23	18	17	16
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	26	-11	13	1
其它	2	2	1	1
投资活动现金流	-115	-102	-202	-202
资本支出	117	100	200	200
长期投资	0	0	0	0
其他	1	-2	-2	-2
筹资活动现金流	-106	12	-17	-16
短期借款	-10	0	0	0
长期借款	85	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-181	12	-17	-16
现金净增加额	-0	119	66	110

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	604	736	865	1010
营业成本	337	394	454	519
营业税金及附加	28	34	40	47
营业费用	42	77	78	91
管理费用	72	74	87	101
财务费用	23	18	17	16
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	1	0	0	0
营业利润	103	139	189	236
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	99	139	189	236
所得税	15	24	32	40
净利润	84	116	157	196
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	84	116	157	196
EBITDA	213	241	304	367
EPS (元)	0.36	0.49	0.67	0.83

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	53.2%	21.9%	17.5%	16.8%
营业利润	284.2	35.2%	35.9%	24.5%
归属于母公司净利润	275.6	37.8%	35.9%	24.5%
获利能力				
毛利率	44.3%	46.5%	47.5%	48.6%
净利率	13.9%	15.7%	18.2%	19.4%
ROE	12.2%	14.4%	16.3%	16.9%
ROIC	11.7%	14.0%	16.8%	19.0%
偿债能力				
资产负债率	37.3%	35.6%	32.3%	28.6%
净负债比率	73.78	74.89%	72.74	71.91%
流动比率	0.50	0.92	1.12	1.49
速动比率	0.42	0.83	1.03	1.39
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.62	0.64	0.66
应收账款周转率	59	60	52	54
应付账款周转率	10.73	9.30	8.62	9.21
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.49	0.67	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.89	1.21	1.40
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.42	4.09	4.92
估值比率				
P/E	52.45	38.06	28.00	22.48
P/B	6.38	5.46	4.57	3.80
EV/EBITDA	22	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

研究团队简介

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。

陈青青: 中投证券研究所旅游行业助理研究员, 理学、经济学双学士, 南开大学经济学硕士, 2010 年 7 月加盟中投证券研究所。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	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