

峨眉山 A(000888)

业绩增长稳定，未来受益于成渝地区交通改善

研究员：耿焜、郭琰
执业证书编号：S0570209050312
电话：025-83290918
E-mail: yanguo0617@hotmail.com
地址：南京市中山东路 90 号

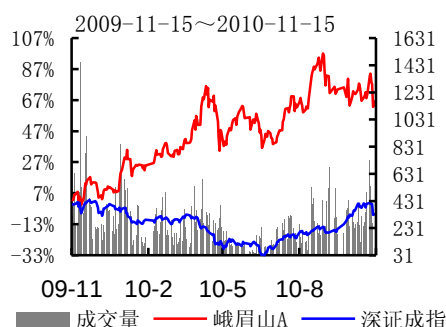
投资评级：推荐(维持)

景点 II

当前价格(元): 19.19

目标价格(元): 23.60

股价走势图



相关研究

1 《峨眉山 A(000888):业绩增长喜人，未来潜力可期》2010.10

投资要点:

- 1、成渝地区区域交通的改善将提高景区的通达性，进而促进进山游客的增加。作为峨眉山的直属管辖市乐山市于 2009 年开始实施“两航四铁八高速一枢纽”的千亿交通工程。其中，峨眉山直接受益的公路客运线路包括：正在进行的成乐高速的扩宽工程、今年 12 月开通的乐宜高速、未来几年通车的乐自、乐雅、乐汉高速；铁路方面，成昆线复线的开通，将使成都至昆明的车程缩短至半小时；而我们十分关注的绵阳-成都-峨眉山的城际轻轨将于 2012 年通车，届时成都至峨眉山车程将进一步缩短至 45 分钟。
- 2、明后年门票提价将是大概率事件。景区门票基本保持 3-4 年涨价一次的频率。2008 年 4 月景区调整门票价格，旺季票价上调 25%，调整后的旺季票价旺季 150 元/人，但淡季门票降至 90 元/人（淡季 12 月 15 日至元月 14 日为 90 元）。根据相关政策，公司可以于 2011 年 4 月可提出提价申请，提价幅度不超过 25%。按以往公司的提价习惯，我们预计 2011 年下半年至 2012 年公司票价提价将是大概率事件。
- 3、公司同一控制下的关联企业优质资产值得关注。通过实地调研，我们认为乐山景区资产注入的可能性不大。我们分析了目前与上市公司业务较为紧密的同一控制下的关联方企业，其中峨眉山旅业发展有限公司的观光车业务目前由上市公司代为经营，因此我们将关注该类盈利较好的资产。
- 4、在公司未来经营风险方面，我们比较关注的是目前公司居高不下的销售费用率，预计未来 1-2 年销售费用仍将维持在高水平，对业绩的大幅提升形成一定压力。
- 5、预计未来三年 EPS: 0.49 元、0.59 元、0.73 元，相对应 PE: 38.24 倍、31.48 倍、25.52 倍。我们认为公司的合理价格区间在 21.1-23.60 元之间。考虑到目前公司业绩已经从 2008 年震后全面复苏，并且未来景区门票有强烈的提价预期，并且在成渝地区交通改善的大背景下公司未来成长空间较大。因此，我们给与公司 6 个月目标价 23.60 元，维持“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	23518.80
流通 A 股(万)	16381.02
52 周内股价区间(元)	11.4-23.05
总市值(亿)	45.13
总资产(亿)	11.62
每股净资产(元)	3.24

主要经营指标预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(亿)	6.04	6.95	7.65	9.06
+/-%	53.15	15.10	10.00	18.50
净利润(百万)	83.86	113.00	138.00	170.00
+/-%	290.68	35.00	22.00	24.00
EPS(元)	0.36	0.49	0.59	0.73
P/E	53.82	38.24	31.48	25.52

图表目录

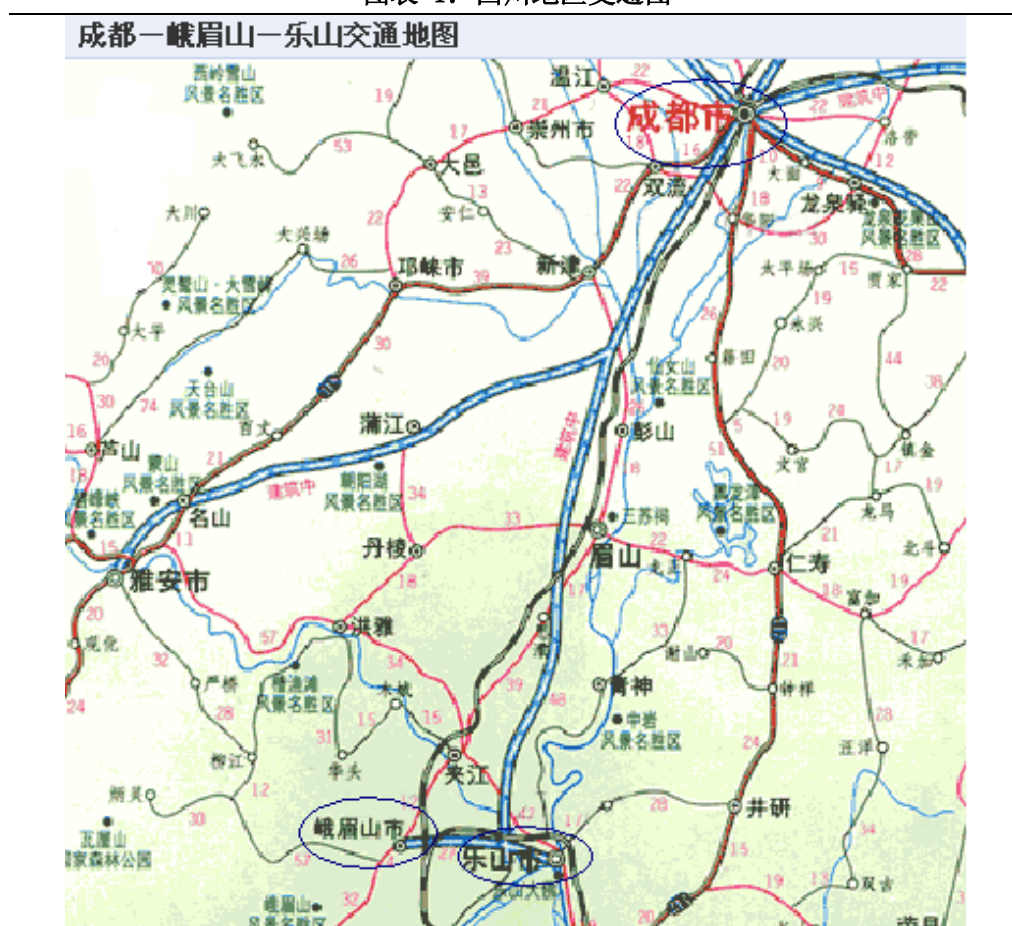
图表 1: 四川地区交通图	3
图表 2: 目前景区到附近城市公路客运时刻表	4
图表 3: 可比景区门票价格	4
图表 4: 国家发改委对于票价提价规定	4
图表 5: 2012 年票价涨幅敏感性分析	5
图表 6: 公司股权结构图	6
图表 7: 公司各项业务经营状况	7
图表 8: 景区历年游客人数及增长率	7
图表 9: 公司索道提价情况	8
图表 10: 索道业务收入/成本情况	8
图表 11: 酒店收入/成本情况	9
图表 12: 公司旗下酒店资产	9
图表 13: 盈利能力对比分析	10
图表 14: 费用控制能力分析	10
图表 15: 公司三费情况 (2007-2010H)	11
图表 16: 2010 年-2012 年门票收入预测	11
图表 17: 2010 年-2012 年索道收入预测	12
图表 18: 酒店未来三年收入预测表 (单位: 元)	12
图表 19: 公司各项业务 2010-2012 年预测	13
图表 20: 加权平均资本成本 (WACC) 计算假设条件	13
图表 21: 公司价值与可持续增长率、WACC 的敏感性分析	14
图表 22: 同行业上市公司估值情况	14

一、公司近期看点

1. 区域交通的改善将使景区成为成渝地区主要短途目的地

交通的通达性是旅游发展的必不可少的条件，对旅游资源的开发有着重要意义。公司所在的西部地区交通发展相对滞后，长期以来成为制约当地旅游业快速发展的瓶颈。自上市以后，峨眉周边地区的交通改善逐步提高了景区的通达性。如：1999 年 12 月开通的成乐高速缩短了省内游客的交通时间。08 年、09 年开通的西汉高速、宁棋高速拉近了陕西至四川的省际交通距离。目前，成都至峨眉山铁路线长 142 公里，行车时间 2-3 小时。成都双流机场至乐山市和峨眉山公路里程分别是 150 公里和 130 公里，行车时间分别为 3 小时和 2.5 小时。相比之下，成都至乐山市公路客运车次较多，从乐山至峨眉山公路客运行车单程时间约 30 分钟。外部交通的现有状况已不能完全适应旅游业的飞速发展需要，尤其峨眉山旅游人次的逐年增长所造成的交通压力，在一定程度上影响了公司业务的增长。

图表 1：四川地区交通图



数据来源：同程网

在国家大力开发成渝区域经济的大背景下，继长三角、珠三角、京津地区后，重庆和成都最有条件和实力成为中国第四增长极。大都市区内需实现产业、空间一体化，一体化的标志就是内部各城市间要实现 1 小时通达。作为峨眉山的直属管辖市乐山市于 2009 年开始实施“两航四铁八高速一枢纽”的千亿交通工程。其中，峨眉山直接受益的公路客运线路包括：正在进行的成乐高速的扩宽工程、今年 12 月开通的乐宜高速、未来几年通车的乐自、乐雅、乐汉高速；铁路方面，成昆线复线的开通，将使成都至昆明的车程缩短至半小时；而我们十分关注的绵阳-成都-峨眉山的城际轻轨将于 2012 年通车，届时成都至峨眉山车程将进一步缩

短至 45 分钟。

因此，交通的通达性将大大提高景区的景气度，直接带动客流量的提升。未来省内公路客运的改善及城际轻轨的开通使景区有望成为成渝地区主要短途目的地，而铁路客运的增加将进一步扩大峨眉山市交通网的辐射半径。在进山人数的预测中，我们考虑到交通的提振因素，特别是将于 2012 年通车的成都至峨眉的城际轻轨，2010-2012 年保守估计客流量分别为 199 万，217 万，243 万，增速分别为 9%，9%，12%。

图表 2：目前景区到附近城市公路客运时刻表

目的地	发车时间	发车频率	票价(元)
成都南站	8:00-18:00	每小时一次	45
乐山大佛	7:40-18:00	每小时一次	11
泸州	7:40	每日一次	95
绵阳	13:30	每日一次	85
重庆	8:30	每日一次	120

数据来源：景区公路客运中心，华泰证券研究所整理

2. 门票提价预期增强，未来收入提升有空间

我们对比了几大著名名山景区门票票价，其中包括四大佛教名山、同为 A 股上市公司黄山及非上市公司庐山。峨眉山的进山门票价是相对较低的，我们认为这为未来景区门票的提价留出了空间。

图表 3：可比景区门票价格

	旺季票价（元）	淡季票价（元）
普陀山	160	140
五台山	168	140
九华山	190	140
峨眉山	150	90
黄山	230	150
庐山	180	135

数据来源：互联网，华泰证券研究所整理

票价方面，景区门票基本保持 3-4 年涨价一次的频率。2003 年 9 月，公司门票由 80 元/人调整为淡季 100 元/人、旺季 120 元/人。2008 年 4 月公司再次调整门票价格，旺季票价上调 25%，调整后的旺季票价旺季 150 元/人，但淡季门票降至 90 元/人（淡季 12 月 15 日至元月 14 日为 90 元）。根据相关政策，公司于 11 年 4 月可提出提价申请，提价幅度不超过 25%。

图表 4：国家发改委对于票价提价规定

价格档次	调整幅度	调整频率
50 元以下的（不含 50 元）	不低于原票价 35%	不低于 3 年
50 元（含 50 元）至 100 元的（不含 100 元）	不低于原票价 30%	不低于 3 年
100 元（含 100 元）至 200 元的（不含 200 元）	不低于原票价 25%	不低于 3 年
200 元以上的（含 200 元）	不低于原票价 15%	不低于 3 年

数据来源：互联网，华泰证券研究所整理

按公司往年门票提价规律来看，我们假设公司将于 2012 年初提出提价申请，提价 20%，门票提价的效应可在 2012 年得到释放。在盈利预测中，通过游客人数和门票收入，我们测算出 2009 年实际票价为 126 元，保守估计 2010-2012 年实际票价无大变动的情况下，2012 年实际票价通过提价其实际票价约为 157 元。对公司整体主营业务收入的提升将做出直接贡献。

图表 5：2012 年票价涨幅敏感性分析

票价涨幅	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	25.00%
门票收入(万元)	31641.47	33148.20	34654.94	36161.68	37668.41
EPS 影响(元)	0.04	0.08	0.12	0.16	0.20

数据来源：华泰证券研究所

通过调研，我们也与公司探讨了目前我国景区相对于国际市场上相对较高的门票价格提价是否有延续性。目前由于我国景区普遍实行分权化管理，国家只给政策、不给经费，景区靠门票收入自收自养。不仅如此，景区还将门票收入纳入地方财政、企业甚至上市公司的经营收入。根据现有政策，我们认为未来较长时间内我国景区高门票的现状还将维持，而现有的 3 年涨价政策将继续实施。因此，公司近期内仍可以享受到票价提价对其业绩提升的影响，未来这一块的收入提升是有保障的。

3. 关联企业优质资源值得关注

由于 2009 年初峨眉山景区与乐山大佛景区管委会进行整合，公司控股股东由“四川省峨眉山旅游集团总公司”更名为“四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司”。其实际控制人为峨眉山—乐山大佛风景名胜区管理委员会。乐山大佛位于峨眉山东 31 公里的乐山市，两大景区车程约 40 分钟，交通十分便利。目前，乐山大佛大景区主要包括大佛、凌云禅院、乌尤寺、麻浩崖墓和东方佛都等景点，游客数量与峨眉山景区不相上下。市场的普遍观点是大股东乐山景区资产注入的可能性较大。其中东方佛都、相关的衍生游船项目目前被认为注入预期较强。

通过实地调研，我们有别于市场的认识是乐山景区近期资产注入的可操作性不强。原因如下：1) 按照有关规定，乐山大佛这一类高级别的景区门票不能转让给企业经营，因此大佛的经营权不可能注入上市公司。2) 市场看好的游船项目目前由十多家航运公司经营，其中包括个体、集体、国营性质的公司。各类经营者呈现出鱼龙混杂的状态，目前很难整合，也暂无整合计划。故而游船一类的衍生项目近期注入上市公司可能性不大。3) 市场一直猜测的两大管委会的整合目的我们认为为了改善目前乐山景区混乱的管理，从而增强乐山-峨眉大景区的市场竞争力。综上所述，我们认为近期乐山大佛及其衍生项目资产注入得可能性不大。

我们分析了目前与上市公司业务较为紧密的同一控制下的关联方企业，其中峨眉山旅业发展有限公司的观光车业务目前由上市公司代为经营。在实地考察中，我们发现由于景区上山虽有公路，但由于海拔较高，短时间内上山难度较大，因此旅业公司观光车业务经营较好。目前，到达中山区的观光车票 20 元（单程），高山区车票 30 元（单程），保守估计 60% 的进山游客至少单程选择观光车游览，如按 2009 年进山人数计算，该项营业收入约达 2700 万。为提高经营性资产的完整性，公司于 2009 年购买了旅业发展有限公司蒸汽、洗涤设备等固定资产，目前，旅业公司观光车款为上市公司代为征收。因此，我们将会关注这类可整合、且盈利较好的资产。

综上，我们认为景区通达性的提高为未来进山游客的增加奠定了必要的基础；票价的提升在明后年将是大概率事件。客流量和票价保障了公司未来稳定的主营业务收入。而关联企业优质资产可能对未来公司业绩有一定提升，如景区管委会有将盈利性较好的资产注入上市公司将会提高企业的盈利性及竞争力。

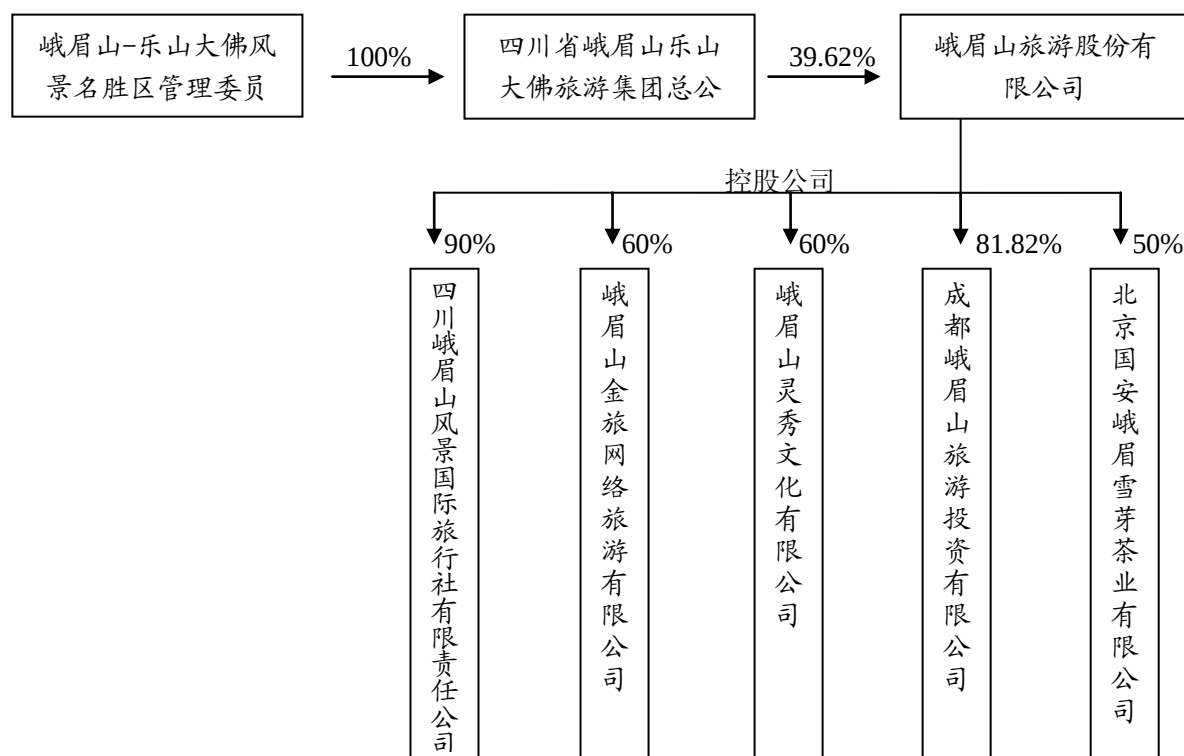
二、公司背景介绍

峨眉山旅游股份有限公司由原峨眉山旅游总公司（2009 年更名为四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司，以下简称峨眉山旅游总公司）和乐山市红珠山宾馆共同发起并公开发行人社会公众股，以募集方式设立的股份有限公司。峨眉山旅游总公司以所属的峨眉山大酒店、峨眉山索道公司、风景区游山票收费站的全部资产，峨眉山风景区水电综合开发公司的部分经营性资产以及峨眉山万年索道有限公司 70% 的权益作为出资，乐山市红珠山宾馆以其下属的贵宾楼及附属文娱活动中心作为出资，投入公司。

公司所处的峨眉山风景区是世界自然与文化双遗产，是历史悠久、中外驰名的国家级风景名胜。峨眉山地处四川盆地西南边缘，拥有核心景区面积 154 平方公里，最高峰海拔 3099 米，风景区集自然风光和人文景观为一体，有着丰富的历史文化内涵。曾获得全国文明风景旅游区第一名、国家 5A 级风景区、全国优秀生态旅游区、“国际化最具魅力旅游目的地”和“中国最美十大名山”等多项殊荣。这些荣誉巩固了峨眉山在全国风景区管理服务的龙头地位。公司的主营业务范围：峨眉山风景区游山票、客运索道、旅游宾馆、水电综合开发、旅行社及相关旅游服务等，兼营旅游纪念品、商贸。

2009 年 2 月，乐山与峨眉山两大管委会合并成为“四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司”，其控股股东、实际控制人关系如下：

图表 6：公司股权结构图



数据来源：公司公告,华泰证券研究所整理

三、公司分业务经营状况

公司主营业务主要分为两大板块：旅游业及旅馆业。其中旅游业收入主要来源于峨眉山风景区的门票经

营及索道业务。旅馆业务主要是公司旗下的峨眉山大酒店及关联方乐山市红珠山宾馆的租赁经营。另外，公司主营业务还包括峨眉山风景区水电综合开发公司的水利综合开发业务，旅行社及相关旅游服务等，兼营旅游纪念品、商贸。

图表 7：公司各项业务经营状况

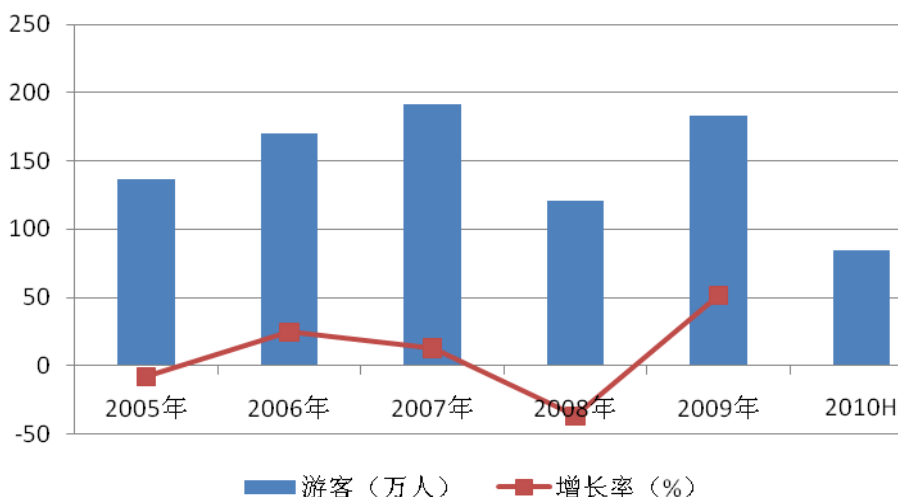
单位：万元	2007	同比增长	2008	同比增长	2009H	2009	同比增长	2010H	同比增长
购票游客（万人次）	191.8	13%	121	-37%	71.77	183	51%	84.4	18%
门票	19374	11%	13668	-29%	9070	23131	69%	10727	18%
索道	10012	21%	7132	-29%	4675	13149	84%	8024	72%
酒店	11770	44%	13010	11%	7281	16682	28%	8801	21%
旅行社及其他	4271	52%	5622	32%	3523	6880	22%	4972	41%
总收入	45525	24%	39432	-13%	24549	60390	53%	32523	32%

数据来源：公司年报

➤ 旅游业

1) 门票业务：增长动力源于客流量及票价上升

图表 8：景区历年游客人数及增长率



数据来源：公司年报，华泰证券研究所整理

门票收入的增长主要受益于游客人数的增长及门票的提价这两个因素。从图 1 数据中可以看出，2008 年是近几年旅游人数最少的一年，2009 年及 2010 年前 6 个月的游客人数增幅分别为 51% 及 18%。景区游客人数变动幅较大原因如下：1) 2008 年由于景区所处的四川地区发生了地震灾害，导致当年该区域旅游受影响，2009 年随着自然灾害的不利因素褪去，旅游需求得以释放，故该年游客增幅较大。2) 公司加大了营销宣传力度，10 年中报披露的用于广告宣传的销售费用较 09 年同期增加了 1721 万，涨幅达 86.23%。因此，公司这一营销策略也明显推动了景区游客的增加。因此，从以上分析来看，影响景区客流量除了公司的营销策略以外，一个很重要的因素便是不可抗逆的气候因素。今年长江流域洪水发生范围广，多数支流普遍发生较大

洪水，截止到8月底，长江流域共有包括四川省再内的9个省(直辖市)不同程度受灾。景区所在地区并不包括在四川省受灾范围之内。加之，今年中秋、国庆假期较长，我们对今年景区客流能保持较大幅度增长较有信心。

从近期门票收入来看，2009年及2010年前6个月分别为23131万及10727万，同期涨幅达69%及18%。而游客人数的增长除了带来了高额的门票收益外，也为索道收入、酒店收入的增加作出了贡献，从表1数据可看出，09年同期，10年前6个月索道收入增长率分别为84%，72%；酒店收入增长率分别为28%，21%。

票价方面，已在第一部分做出分析，我们认为明年票价的提升将是大概率事件，将对主营业务收入的提升做出贡献。

2) 索道业务

索道业务是公司除门票业务外另一重要收入来源，公司索道收入占主营业务总收入的比重近年保持在25%左右。公司主要的两条索道万年和金顶索道分别通向中山景区及高山景区，其运力分别为1200人次/小时、1500人次/小时，另外还有一条备用索道通向金顶高山景区。我们以未来几年景区游客人数达到300万人次来测算，景区索道具有足够的接待能力。

索道收入的增长除了游客的增加外，也得益于09年索道的提价。

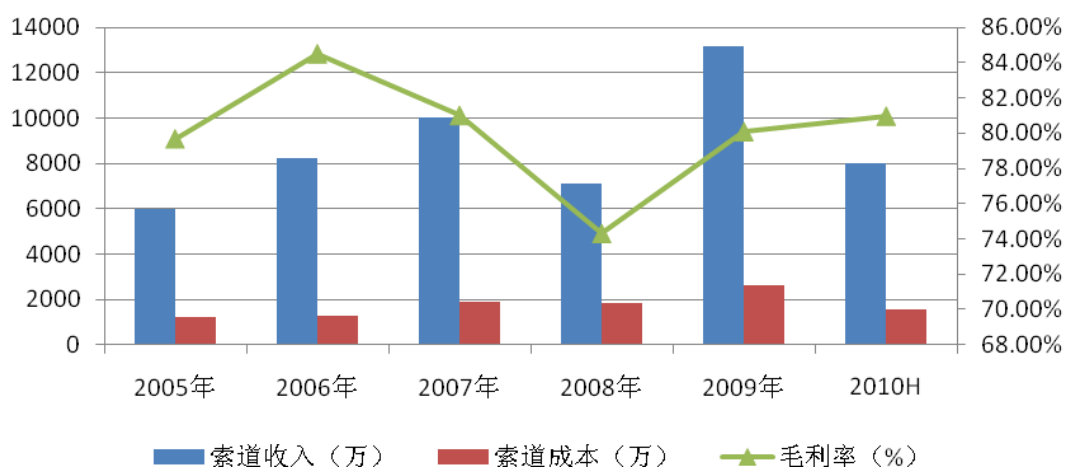
图表 9：公司索道提价情况

索道	提价时间	原价		现价	
		旺季	淡季	旺季	淡季
金顶索道	2009年8月	30-40	20-30	55-65	20-30
万年索道	2009年8月	30-40	20-30	45-65	20-30

数据来源：公司公告，华泰证券研究所

09年8月，金顶和万年两条索道提价，幅度分别为84%、50%。提价的拉动效应在09年得到部分体现。索道收入增长率在09年、10年前半年分别为84%和72%。毛利率分别从2008年的74.3%提升到了09年的80.1%及10年中期的80.97%。毛利率的提高也进一步改善了索道项目的利润率。

图表 10：索道业务收入/成本情况



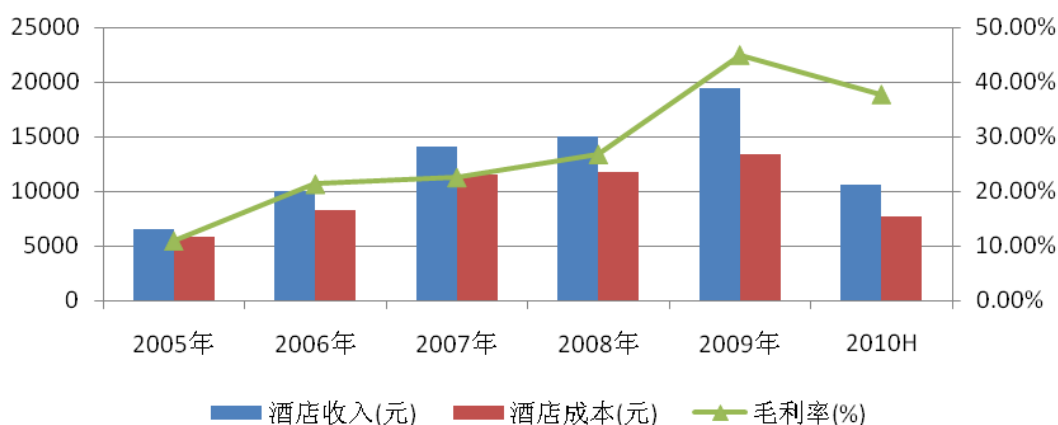
数据来源：公司年报，华泰证券研究所

因此，我们认为，随着景区游客人数的增长及索道项目的提价，带动公司索道业务的好转，在成本一定的情况下收入上升幅度较大。从 10 年中报来看这一增长趋势仍在保持。

➤ 旅馆业

公司近年来加大对酒店的改造，目前公司拥有红珠山宾馆,峨眉山大酒店，金顶大酒店和成都峨眉山国际大酒店。2009 年酒店业务实现收入 16682 万，约占全年主营业务总收入的 28%。公司酒店业经营状况在 2009 年得以改善。收入涨幅在 09 年，10 年中期分别达 28%，21%。毛利率同比提高 11.5%，3.27%。酒店业绩的提升得益于对关联方乐山市红珠山酒店的租赁经营。因红珠山 1 号楼和 4 号楼属乐山市红珠山宾馆资产，主要为乐山市红珠山宾馆承担政府接待用，闲置时间长，利用率很低（约 15%）、维护费用高。2008 年 5 月 20 日，公司与乐山市红珠山宾馆签订红珠山 1 号楼、4 号楼租赁经营协议，协议约定由本公司出资对 1、4 号楼进行维修、维护，以便正常使用。改造后乐山市红珠山宾馆将红珠山 1 号楼和 4 号楼全部交由公司实行有偿使用，公司在保障乐山市红珠山宾馆接待的前提下可以根据需要用于对外经营，以提高资产利用率和企业经济效益。公司按每年 15 万元的标准支付给乐山市红珠山宾馆有偿使用费，经营租赁期限为 8 年。红珠山宾馆经营租赁的业绩在 09 年得以释放，收入及毛利率均有大幅提高。

图表 11：酒店收入/成本情况



数据来源：公司年报，华泰证券研究所

综上，我们认为景区加酒店的经营在目前游客增长稳定，索道提价得以释放的背景下，10 年-11 年业绩稳步增长能够保证。

图表 12：公司旗下酒店资产

酒店名称	星级	携程定价（元）
红珠山宾馆	五星	5 号楼
		6 号楼
峨眉山大酒店	四星	标间（1, 2 号楼）
		商务标间
金顶大酒店	三星	标间
		三人间

成都峨眉山国际大酒店	五星	普通间	368
		豪华间	458

数据来源：公司公告，携程网，华泰证券研究所

四、财务分析

我们挑选了景区行业中可对比上市公司黄山旅游的业绩进行比较分析，主要分析企业的营业收入、净利润以考察景区的成长性、盈利能力，通过费用率分析景区的费用管理情况。

图表 13：盈利能力对比分析

		2005	2006	2007	2008	2009
黄山旅游	营业收入(万元)	68905.37	81672.9	104087.64	111818.1	112791.63
	收入增长率(%)	30.04%	18.53%	27.44%	7.43%	0.87%
	净利润(万元)	6881.63	13868.77	16273.34	20482.06	17088.05
	净利润增长率(%)	1490.21%	101.53%	17.34%	25.86%	-16.57%
峨眉山	营业收入(万元)	28602.46	36969.18	46592.8	39431.69	60389.95
	收入增长率(%)	0.99%	29.25%	26.03%	-15.37%	53.15%
	净利润(万元)	3826.06	4113.14	4605.44	2141.99	8368.27
	净利润增长率(%)	-16.35%	7.50%	11.97%	-53.49%	290.68%

数据来源：公司公告，华泰证券研究所

从营业收入及增长率来看。公司在总量上少于黄山旅游。我们对比了历年来黄山旅游的门票价格及游客数量以及索道价格，峨眉均低于黄山。但从收入及净利润增长率看，由于 2008 年四川省的地震影响了旅游业，因此当年旅游收入基数较低，2009 年峨眉的增长率远高于行业其他几家上市公司。2010 年增速将有所放缓，预计在 16% 左右。相比较经营较为成熟的黄山景区，峨眉山成长性较好。

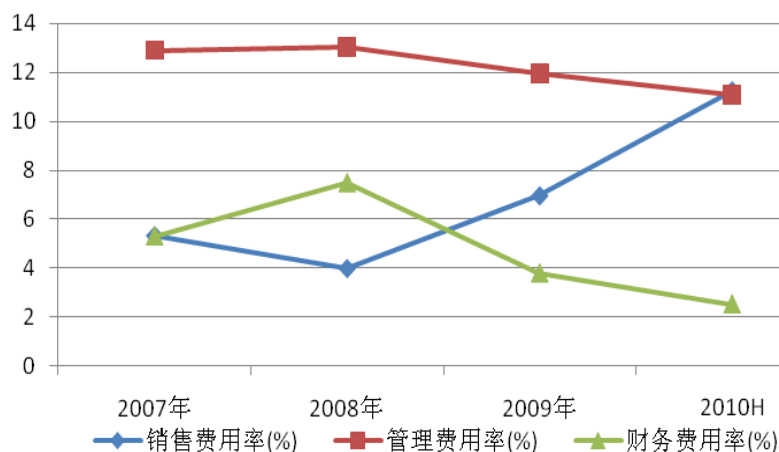
图表 14：费用控制能力分析

		2007	2008	2009	2010H
黄山旅游	销售费用率	-	-	0.89	0.31
	管理费用率	14.65	14.7	14.15	12.57
	财务费用率	-0.01	-0.09	0.66	0.24
峨眉山	销售费用率	5.32	3.97	6.95	11.25
	管理费用率	12.91	13.05	11.96	11.06
	财务费用率	0.2	0.07	0.05	0.05

数据来源：公司公告，华泰证券研究所

在费用控制上，与黄山旅游相比公司高额的费用，特别是销售费用是侵吞利润的主要原因。从下图可看出，管理费用率及财务费用率呈下降趋势，而销售费用却增幅明显、居高不下。高额的销售费用体现了公司的“七分营销，三分管理”的经营理念。目前，公司针对不同区域实施不同营销策略，如对沿海地区主要宣传其佛教文化，对西部地区推广绿色生态游。另外，公司大力推进网络宣传。因此，从公司目前重金打造其“传统+网络”的营销模式来看，未来 1-2 年销售费用仍将维持在高点。

图表 15: 公司三费情况 (2007-2010H)



数据来源: Wind, 华泰证券研究所

五、盈利预测

我们通过历年数据分析的基础上, 对公司2010-2012年经营状况进行盈利预测, 假设如下:

1) 门票收入

2009 年景区门票收入为 23131 万元, 购票人数为 183 万人次, 人均门票支出 126 元。我们保守估计未来 2 年人均门票支出维持在这一水平, 2012 年门票提价将有所体现。购票人次每年增长 9%-10%, 故未来三年门票收入为 2.5 亿元、2.7 亿元、3.6 亿元。

图表 16: 2010 年-2012 年门票收入预测

年份	2008	2009	2010	2011	2012
购票游客人数(万人次)	120.85	183.00	199.47	217.42	239.16
游客增长率	-37.01%	51.43%	9.00%	9.00%	10.00%
门票收入(万元)	13667.60	23131.00	25133.22	27395.21	36161.68
人均门票收入索道成本(万元)	113.10	126.40	126.00	126.00	151.20
门票成本(万元)	7971.30	13099.70	14233.61	15514.64	19393.29
毛利率	41.68%	43.37%	43.37%	43.37%	46.37%

数据来源: 华泰证券研究所

2) 索道收入

索道收入。我们统计了 2004 年至 2009 年索道乘坐率, 得出平均乘坐率为 1.61。保守预计未来三年乘坐率维持在这一水平, 门票价格以提价以后的均价 55 元估算, 得出未来三年索道收入为 1.8 亿元、1.9 亿元、2.1 亿元。

图表 17：2010 年-2012 年索道收入预测

年份	2008	2009	2010	2011	2012
购票游客人数(万人次)	120.85	183.00	199.47	217.42	239.16
索道收入索道成本(万元)	7131.60	13149.00	17663.07	19252.74	21178.02
索道收入增长率	-28.77%	84.38%	34.33%	9.00%	10.00%
人均索道支出索道成本	59.01	71.85	88.55	88.55	88.55
票价	35.00	45.00	55	55	55
乘坐率	1.69	1.60	1.61	1.61	1.61
索道成本(万元)	1832.00	2618.00	3361.28	3663.80	4030.18
毛利率	74.31%	80.09%	80.97%	80.97%	80.97%

数据来源：华泰证券研究所

3) 酒店收入

由于 2010 年酒店餐饮原材料价格上涨, 预计本年餐饮毛利率较 2009 年略有下降。2010-2012 年酒店餐饮收入增幅维持在 12%-10%。客房收入以每年 10% 的速度增长, 考虑到酒店 2-3 年的培育期已过, 酒店客房的毛利率预计逐步上升。

图表 18：酒店未来三年收入预测表(单位：元)

年份	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
客房收入	79,753,857.75	105,273,558.96	115,821,490.22	127,403,639.24	140,144,003.16
客房成本	95,732,639.34	106,004,294.75	115,821,490.22	124,855,566.46	133,136,803.01
客房毛利率	-20.04%	-0.69%	0.00%	2.00%	5.00%
餐饮收入	50,349,388.01	61,549,605.98	69,005,845.10	75,906,429.61	83,497,072.58
餐饮成本	23,578,077.97	27,715,209.25	32,432,747.20	35,676,021.92	39,243,624.11
餐饮毛利率	53.17%	54.97%	53.00%	53.00%	53.00%
宾馆整体收入	130,103,245.76	166,823,164.94	184,827,335.32	203,310,068.85	223,641,075.74
宾馆整体成本	119,310,717.31	133,719,504.00	148,254,237.42	160,531,588.37	172,380,427.12
宾馆整体毛利率	8.30%	19.84%	19.79%	21.04%	22.92%

数据来源：华泰证券研究所

4) 旅行社及其他

公司旅行社经营状况不佳, 毛利率仅为 1.3%。其他收入为广告及商品销售收入、供水供电收入、温泉娱乐

业收入，本期主要增幅为商品销售收入的增加，预计 2010 年全年增幅为 20%，2011-2012 年为 15%。

图表 19：公司各项业务 2010-2012 年预测

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
门票收入(万元)	23131.00	25133.22	27395.21	36161.68
增长比例 (%)	69.24%	8.66%	9.00%	32.00%
索道收入(万元)	13149.00	17663.07	19252.74	21178.02
增长比例 (%)	84.38%	34.33%	9.00%	10.00%
酒店收入(万元)	16682.32	18482.73	20331.01	22364.11
增长比例 (%)	28.22%	10.79%	10.00%	10.00%
旅行社及其它(万元)	6880.00	8256.00	9494.00	10919.00
增长比例 (%)	22.00%	20.00%	15.00%	15.01%
总收入(万元)	59842.32	69535.02	76472.96	90622.80
增长比例 (%)	53.00%	16.20%	9.98%	18.50%

数据来源：华泰证券研究所

六、估值与投资建议

➤ 绝对估值与相对估值

1) 绝对估值

峨眉山所处的行业为旅游景区子行业，公司的盈利主要来自于景区门票、索道收入，酒店收入，预计公司未来各项收入的毛利率基本稳定，业绩增长也将保持稳定。因此我们认为可以采用自由现金流折现的方法对公司进行绝对估值。

依据图表 20 中的假设，计算得出加权平均资本成本（WACC）为 9.27%，DCF 估值结果为 17.41 元/股。

图表 20：加权平均资本成本（WACC）计算假设条件

项目	取值
贝塔值 (β)	0.89
无风险利率 (%)	5.00%
市场的预期收益率 (%)	10.00%
股权资本成本 (K_e)	9.45%
债务成本 K_d (%)	6.35%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	5.92%
WACC	9.27%

数据来源：华泰证券研究所

图表 21: 公司价值与可持续增长率、WACC 的敏感性分析

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
7.27%	20.13	22.23	25.14	29.40	36.27	49.22
8.27%	17.25	18.71	20.65	23.32	27.24	33.57
9.27%	15.00	16.06	17.41	19.20	21.65	25.27
10.27%	13.22	14.00	14.98	16.22	17.86	20.13
11.27%	11.76	12.35	13.08	13.98	15.12	16.64

数据来源: 华泰证券研究所

2) 相对估值

在 PE 估值方面, 我们选择了在 A 股上市的旅游景区行业中与公司业务具有相似性的 2 家公司作为可比公司。可比公司 2010 年动态市盈率为 43.79 倍, 我们选取估值中枢 43 倍市盈率, 对应公司 2010 年业绩的合理价格为 21.1 元。考虑到 2011 年以后公司将迎来交通的全面改善, 客流提升将带动公司各项业务的增长, 同时公司未来面临门票提价预期, 未来 12 个月估值有望进一步上移, 因此我们给予公司 12 个月目标价格 23.6 元, 对应 2011 年 40 倍 PE。

图表 22: 同行业上市公司估值情况

公司名	2010/11/4 股价	09 年 EPS	10 年 EPS (E)	09 年 PE	10 年 PE (E)
黄山旅游	19.72	0.34	0.53	58.15	39.45
桂林旅游	12.00	0.19	0.23	62.83	53.71
峨眉山 A	19.35	0.36	0.49	54.26	38.20
平均值				58.41	43.79

数据来源: Wind, 华泰证券研究所

➤ 投资建议

综合来看, 目前公司业绩已经全面从 08 年震后全面复苏、未来景区门票提价预期强烈、成渝地区交通环境面临确定的改善, 这些都将成为公司未来三年业绩增长的保障。我们认为公司目前合理价格区间在 21.1-23.60 元之间, 维持“推荐”评级。

七、风险提示

- 1) 公司所处的景区子行业受自然灾害影响较大。一旦受灾将对进山游客人数有直接影响, 进而拖累公司业绩增长。
- 2) 公司目前高额的销售费用预计近 1-2 年将维持在高点, 未来如不能有效控制该项费用将一定程度侵蚀利润, 进而影响业绩增长。

附表 1: 公司财务预测表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
------	------	-------	-------	-------	------	------	-------	-------	-------

流动资产	122	355	546	776	营业收入	604	695	765	906
现金	89	309	497	720	营业成本	337	379	415	479
应收账款	8	11	12	14	营业税金及附加	28	32	35	42
其它应收款	6	9	10	11	营业费用	42	48	50	72
预付账款	3	3	3	4	管理费用	72	83	91	109
存货	17	22	24	27	财务费用	23	15	6	-1
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	985	903	819	735	公允价值变动收				
长期投资	0	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	855	814	740	667	投资净收益	1	0	-0	0
无形资产	88	84	79	74	营业利润	103	138	167	206
其他	42	6	-0	-6	营业外收入	1	1	1	1
资产总计	1107	1258	1365	1511	营业外支出	5	3	3	3
流动负债	246	298	304	307	利润总额	99	135	164	203
短期借款	145	138	143	141	所得税	15	22	27	33
应付账款	36	39	43	50	净利润	84	113	138	170
其他	65	122	118	115	少数股东损益	-0	-2	-2	-2
非流动负债	167	167	167	181	归属母公司净利润	84	115	140	172
长期借款	160	160	160	174	EBITDA	213	233	255	286
其他	7	7	7	7	EPS (元)	0.36	0.49	0.59	0.73
负债合计	413	465	472	488	主要财务比率				
少数股东权益	5	3	1	-2	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	235	235	235	235	成长能力				
资本公积	252	252	252	252	营业收入	53.2%	15.1%	10.0%	18.5%
留存收益	203	304	406	538	营业利润	284.2%	33.8%	21.0%	23.2%
归属母公司股东权益	689	790	893	1025	归属于母公司净利润	275.6%	37.1%	21.5%	23.4%
负债和股东权益	1107	1258	1365	1511	获利能力				

单位: 百万

现金流量表

元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	221	197	235	260
净利润	84	113	138	170
折旧摊销	87	80	82	82
财务费用	23	15	6	-1
投资损失	-1	-0	0	-0
营运资金变动	26	-13	9	9
其它	2	2	0	1
投资活动现金流	-115	-3	-3	-3
资本支出	117	0	0	0
长期投资	0	0	-0	0
其他	1	-3	-3	-3
筹资活动现金流	-106	27	-44	-34
短期借款	-10	-8	5	-1
长期借款	85	0	0	14

净利率	13.9%	16.5%	18.3%	19.0%
ROE	12.2%	14.6%	15.6%	16.8%
ROIC	13.8%	18.1%	23.2%	31.2%
偿债能力				
资产负债率	37.3%	37.0%	34.5%	32.3%
净负债比率	73.78%	77.59%	76.24%	74.80%
流动比率	0.50	1.19	1.79	2.53
速动比率	0.42	1.12	1.71	2.44
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.59	0.58	0.63
应收账款周转率	59	59	53	56
应付账款周转率	10.73	10.14	10.14	10.28
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.49	0.59	0.73
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.94	0.84	1.00	1.11
每股净资产 (最新摊薄)	2.93	3.36	3.80	4.36

普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	52.45	38.24	31.48	25.52
其他	-181	34	-50	-46	P/B	6.38	5.57	4.92	4.29
现金净增加额	-0	221	187	223	EV/EBITDA	22	20	18	16

—报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明：

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。