



社会服务业/社会服务

峨眉山 A (000888)

有待进入内外因驱动下的成长提速期

——峨眉山研究报告

许娟娟
021-38676545
xujuanjuan@gtjas.com
编号 S0880511010028

本报告导读:

三方面核心竞争力保障主业稳定增长,费用弹性大、资本支出告一段落使得利润弹性大;2012 下半年的外部交通环境改善和预期中的门票提价将使其进入成长提速期。

投资要点:

- **峨眉乐山景区在四川省内的综合优势明显。**四川省长期以来客流增速高于全国水平;省内三大景区,峨眉山乐山的综合优势明显,但交通不便捷使得其历史的客流增速并不高;峨眉山发展前景好于乐山。
- **公司的综合竞争优势在于集佛教文化景观、自然景观及休闲养生于一体。**峨眉山是世界少有的自然和文化遗产;低山区两个酒店提供特有的氡温泉,符合目前商务会议、养生休闲相结合的发展趋势。
- **盈利增长点:交通改善、广告宣传费用弹性、大额资本支出告一段落。**交通不便捷阻碍了景区客流的增长,12 即将开通的高铁将加速峨眉山的客流量增速;从峨眉雪芽推广需求和景区间“争抢”客流角度,未来两年该费用有一定弹性,但不会大幅压缩;10 年前公司陆续完成了索道及配套改造、宾馆大修,目前尚无大额资本开支计划。
- **三主业均有亮点,新业务需看长期发展。**景区交通改善将大幅提升客流,票价提升的预期强烈;索道盈利能力强,后续发展有赖于景区客流增长;未来三年酒店没有大修必要,红珠山宾馆盈利提升空间大;峨眉雪芽未来两年处于市场推广期,收入规模将快速提升,盈利较弱;地产暂不大力发展,有待国家对地产调控的放松。
- **风险。**区域性自然灾害,广告宣传费、资本支出超预期,高铁开通、门票提价晚于 12 年。
- **盈利预测及投资建议:**预计 11、12 年 EPS 为 0.59、0.74 元。公司的盈利增长点颇多,费用弹性较大;业绩预测的假设前提较为保守,且尚未考虑市场预期的、可能的资产注入;“增持”评级。

财务摘要(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	604	736	848	1,034	1,335
(+/-)%	53%	22%	15%	22%	29%
经营利润(EBIT)	125	149	179	216	270
(+/-)%	111%	19%	20%	21%	25%
净利润	84	110	139	175	215
(+/-)%	276%	32%	26%	25%	23%
每股净收益(元)	0.36	0.47	0.59	0.74	0.91
每股股利(元)	0.06	0.12	0.15	0.19	0.23

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	20.7%	20.2%	21.1%	20.9%	20.3%
净资产收益率(%)	12.2%	14.0%	15.7%	17.1%	18.2%
投入资本回报率(%)	11.9%	15.1%	16.1%	15.8%	15.0%
EV/EBITDA	20.8	18.2	16.0	13.6	11.0
市盈率	55.2	42.0	33.2	26.5	21.6
股息率(%)	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 23.60

上次预测: 20.60

当前价格: 19.29

2011.05.17

交易数据

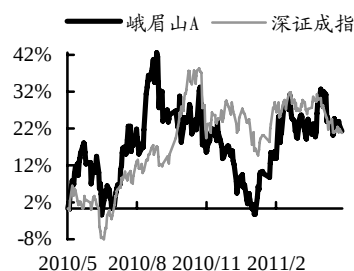
52 周内股价区间(元)	15.00-23.05
总市值(百万元)	4,537
总股本/流通 A 股(百万股)	235/164
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	70%
日均成交量(百万股)	2
日均成交值(百万元)	49

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	795
每股净资产	3.38
市净率	5.7
净负债率	20%

EPS(元)	2010A	2011E
Q1	0.04	0.04
Q2	0.11	0.20
Q3	0.22	0.25
Q4	0.10	0.11
全年	0.47	0.60

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	5%	22%
相对指数	1%	11%	-2%

相关报告

《景气度回升 后续发展有赖于客流加速》	2011.03.30
《客流增长扩大索道调价影响》	2010.08.03
《危机后恢复往日神采》	2010.04.01
《业绩实现恢复性增长》	2009.08.12
《期间费用的压缩成为第三季度业绩的主	2008.11.03

模型更新时间: 2011.05.17

股票研究

社会服务

社会服务业

峨眉山 A (000888)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 23.60

上次预测: 20.60

当前价格: 19.29

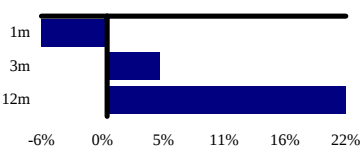
公司网址

www.ems517.com

公司简介

公司主要从事峨眉山游山门票服务、上山索道和酒店经营以及相应的旅游商务营业活动。作为国家首批5A级景区,峨眉山拥有优秀的旅游资源,基础设施建设良好,管理水平较高。公司景区目前门票价格为旺季 120 元/人;淡季 100 元/人,此价格于 2003 年 9 月开始实行,根据社会经济发展涨价已具备条件,根据发改委对景区门票涨价幅度的限制,峨眉山景区门票的最大涨幅为 25%,即旺季门票的最大提价空间为 30 元,景区门票提价预期强烈。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

15.00-23.05

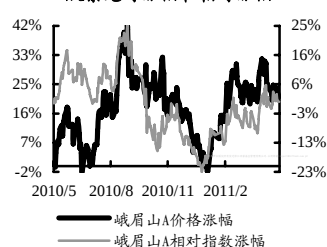
市值 (百万)

4,537

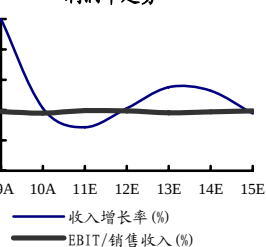
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	604	736	848	1,034	1,335	1,709	2,051
主营业务成本	337	391	451	555	721	923	1,107
税金及附加	28	34	40	48	62	80	96
主营业务利润	239	310	357	430	552	707	848
其他业务利润	0	0	0	0	0	0	0
营业费用	42	76	86	104	135	168	195
管理费用	72	84	93	110	147	188	226
EBIT	125	149	179	216	270	351	428
财务费用	23	16	11	6	12	23	36
营业利润	103	133	168	210	258	328	391
所得税	15	20	25	32	39	50	59
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1	-1	-2
净利润	84	110	139	175	215	273	325
资产负债表							
货币资金、短期投资	89	207	81	155	160	188	205
其他流动资产	33	41	46	56	72	92	110
长期投资	0	2	2	1	1	1	1
固定资产合计	886	833	941	1,167	1,576	2,076	2,473
无形及其他资产	96	93	86	82	78	76	73
资产合计	1,107	1,179	1,159	1,465	1,892	2,437	2,866
流动负债	246	345	216	393	661	1,004	1,194
长期负债	167	42	48	48	48	48	48
股东权益	689	786	889	1,019	1,179	1,382	1,624
投入资本(IC)	917	855	950	1,160	1,547	2,022	2,396
现金流量表							
NOPLAT	110	129	153	184	231	302	369
折旧与摊销	87	94	98	109	131	168	214
流动资金增量	38	6	6	12	19	23	20
资本支出	(124)	(38)	(199)	(331)	(537)	(666)	(608)
自由现金流	(124)	(40)	(199)	(331)	(537)	(666)	(608)
经营现金流	231	227	253	301	376	485	594
投资现金流	(124)	(40)	(199)	(331)	(537)	(666)	(608)
融资现金流	(112)	(84)	(181)	104	167	208	31
现金流净增加额	(4)	103	(127)	74	5	28	17
财务指标							
成长性							
收入增长率	53.1%	21.8%	15.2%	21.9%	29.2%	28.0%	20.0%
EBIT 增长率	110.6%	19.2%	20.1%	20.5%	25.4%	29.9%	21.8%
净利润增长率	275.8%	31.5%	26.5%	25.2%	22.8%	27.2%	19.1%
利润率							
毛利率	44.3%	46.9%	46.8%	46.3%	46.0%	46.0%	46.0%
EBIT 率	20.7%	20.2%	21.1%	20.9%	20.3%	20.6%	20.9%
净利润率	13.9%	15.0%	16.5%	16.9%	16.1%	16.0%	15.8%
收益率							
净资产收益率(ROE)	12.2%	14.0%	15.7%	17.1%	18.2%	19.7%	20.0%
总资产收益率(ROA)	7.6%	9.3%	12.0%	11.9%	11.3%	11.2%	11.3%
投入资本回报率(ROIC)	11.9%	15.1%	16.1%	15.8%	15.0%	14.9%	15.4%
运营能力							
存货周转天数	19.51	17.24	17.25	16.64	16.14	16.20	16.68
应收账款周转天数	4.87	4.26	4.21	3.87	3.78	3.79	3.90
总资产周转天数	659.18	567.19	503.35	463.17	458.67	462.10	471.80
净利润现金含量	2.76	2.06	1.82	1.72	1.75	1.78	1.83
资本支出/收入	-21%	-5%	-24%	-32%	-40%	-39%	-30%
偿债能力							
资产负债率	37.3%	32.8%	22.8%	30.1%	37.5%	43.2%	43.3%
净负债率	44.2%	-7.0%	-5.5%	10.3%	28.7%	46.3%	48.7%
估值比率							
PE	55.2	42.0	33.2	26.5	21.6	17.0	14.3
PB	6.7	5.9	5.2	4.5	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	20.8	18.2	16.0	13.6	11.0	8.5	6.9
P/S	7.67	6.30	5.47	4.48	3.47	2.71	2.26
股息率	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%

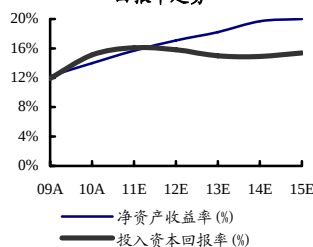
股票绝对涨幅和相对涨幅



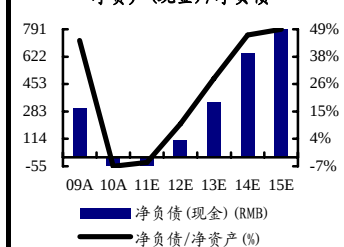
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 峨眉山乐山景区在省内的综合优势明显.....	6
2. 经营前景分析.....	7
2.1. 核心竞争力=佛教文化景观+自然景观+休闲养生.....	7
2.2. 交通即将改善，将大幅提升峨眉山的客流量.....	8
2.3. 广告营销费是业绩的缓冲器.....	9
2.4. 大额资本开支告一段落，改造后的宾馆开始贡献盈利.....	10
3. 三块主营业务均有亮点 新业务需看长期发展.....	11
3.1. 景区：交通改善将大幅提升客流 票价提升的预期强烈.....	11
3.2. 索道：盈利能力强 后续发展主要取决于景区客流增长.....	12
3.3. 酒店：未来三没有大修必要、红珠山宾馆盈利提升空间大.....	13
3.4. 峨眉雪芽：未来两年市场推广期 收入规模将快速提升.....	14
3.5. 地产：暂不大力发展，有待国家对地产调控的放松.....	14
4. 盈利预测及投资建议.....	15
图 1：公司股权结构、业务结构.....	5
图 2：公司营业收入及增速.....	5
图 3：归属于母公司的净利润及增速.....	5
图 4：公司营业收入构成.....	5
图 5：公司主营业务利润构成.....	5
图 6：四川省旅游收入与我国旅游业收入增速对比.....	6
图 7：四川省国内游客与我国国内游客增速对比.....	6
图 8：四川省三大景区游客人数（万人）.....	7
图 9：2010 年四川省所有景区接待游客数量的构成.....	7
图 10：四川省三大景区接待游客人数增速（%）.....	7
图 11：乐山大佛与峨眉山接待游客人数及同比增速.....	7
图 12：旅游业上市公司景区业务接待游客人数的增速对比.....	8
图 13：成绵乐高铁走向及站点规划.....	8
图 14：成昆铁路复线走向.....	9
图 15：公司广告宣传费占营业费用的比重.....	10
图 16：公司职工薪酬及管理费用的比重.....	10
图 17：广告宣传费增速与公司收入增速对比.....	10
图 18：职工薪酬增速与公司收入增速对比.....	10
图 19：三大费用占公司营业收入比重的对比.....	10
图 20：广告宣传费、营业收入、营业利润增速对比.....	10
图 21：公司折旧与无形资产摊销费用（元）.....	11
图 22：公司资本支出及在建工程（百万元）.....	11
图 23：公司索道业务收入增速与景区接待游客数量增速的对比.....	13
图 24：酒店业务收入增速与公司营业收入增速对比.....	14
图 25：酒店业务毛利率及两个子业务的毛利率.....	14
表 1：峨眉山景区游览区划分.....	7
表 2：公司门票提价历史（2000 年以后）.....	12
表 3：公司两条索道提价明细.....	12
表 4：公司四家酒店的基本情况.....	14

投资要点

盈利预测及投资建议。预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.59、0.74 元。公司的盈利增长点颇多，费用弹性较大；该业绩预测的假设前提较为保守，且尚未考虑市场预期的、可能的资产注入；公司市值有 50% 的提升空间（目前市值是黄山的一半，客流量是黄山的 80%）；综合以上因素，我们给予公司“增持”评级。

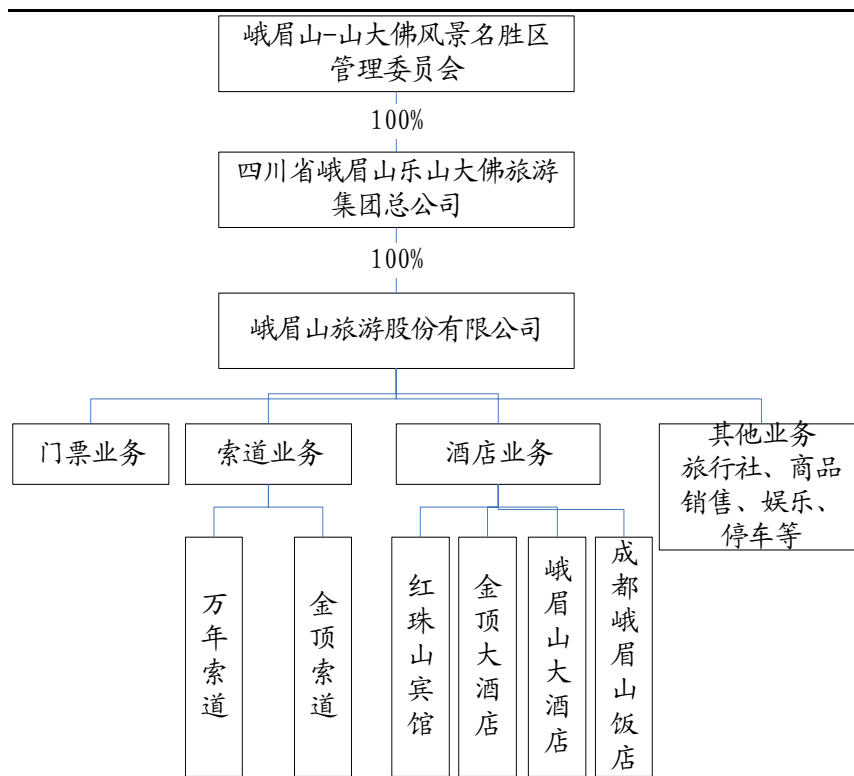
峨眉山景区在省内的综合优势明显。四川省以国内游客为主，长期以来游客增速高于全国平均水平；三大景区中，峨眉山乐山景区的综合优势明显，客流接待量一直最高。对比峨眉山和乐山，我们认为乐山的客流增长前景比不上峨眉山；峨眉山凭借休闲特色、吸引周边的度假会议人群，将继续保持较高的客流增速。

公司竞争优势明显。（1）公司综合了佛教文化景观、自然景观及休闲养生功能，佛教文化圣地保障了较高的重游率，休闲养生温泉符合目前商务会议、养生休闲相结合的发展趋势。（2）门票业务盈利能力强，资源稀缺（目前只有黄山、峨眉山、南山的门票在上市公司体内），将最大程度享受我国大众旅游时代到来、出游人数的持续提速增长。

公司业绩弹性较大。广告营销费用率弹性大；门票提价预期强烈；预计 2012 年高铁开通，峨眉山纳入成都一小时经济区，这将大幅提升景区客流；公司的大额资本开支告一段落，改造后的宾馆开始贡献盈利。

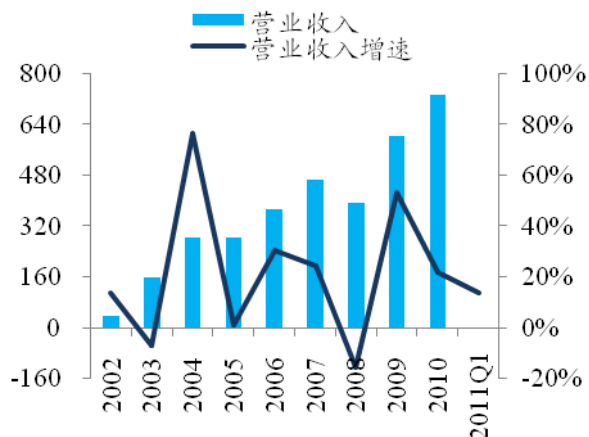
新业务短期不显效益，长期盈利前景不错。峨眉雪芽和地产业务的发展，其中峨眉雪芽目前收入增速较快、但两年后才能释放利润；地产的发展需要等待政策放松。

图 1: 公司股权结构、业务结构



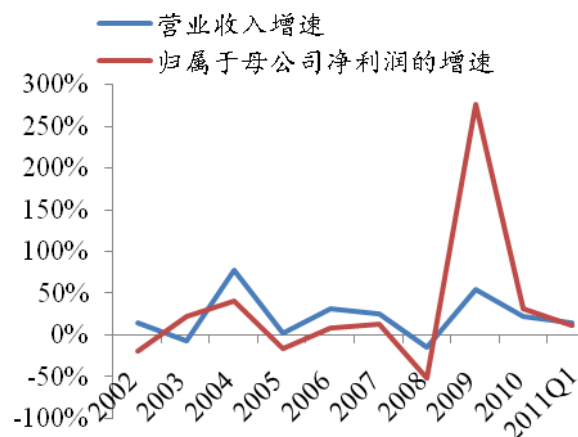
数据来源: 国泰君安证券研究部

图 2: 公司营业收入及增速



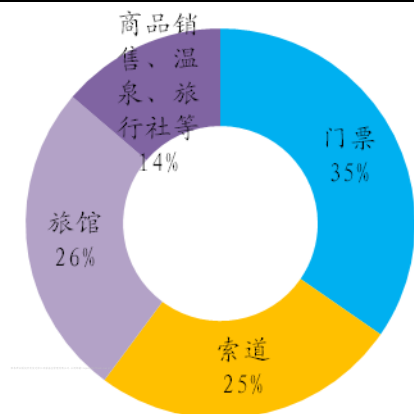
数据来源: 国泰君安证券研究部

图 3: 归属于母公司的净利润及增速



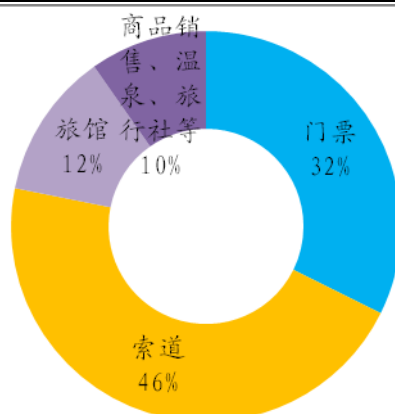
数据来源: 国泰君安证券研究部

图 4: 公司营业收入构成



数据来源: 国泰君安证券研究部

图 5: 公司主营业务利润构成



数据来源: 国泰君安证券研究部

1. 峨眉山乐山景区在省内的综合优势明显

四川省以国内游客为主，长期以来游客增速高于全国平均水平；三大景区中，峨眉山乐山景区的综合优势明显，客流接待量一直最高，但交通不便捷使得其历史的客流增速并不高。对比峨眉山和乐山，我们认为乐山的客流增长前景比不上峨眉山；峨眉山凭借休闲特色、吸引周边的度假会议人群，将继续保持较高的客流增速。

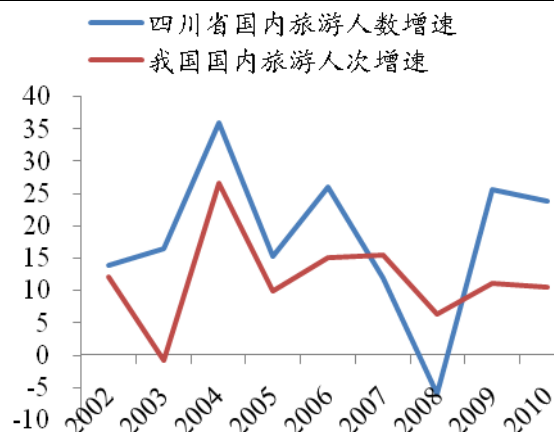
- 过去8年，四川省的旅游总收入和游客接待量的增速一直高于全国平均水平，2008年除外（2008年汶川大地震影响巨大）；四川省的游客以国内为主，2002至2010年入境游客占比低于0.5%。
- 四川省十二五旅游产业发展规划特别提出打造大成都、大峨眉、大九寨三大国际旅游区，即乐山-峨眉、黄龙-九寨、都江堰-青城山。论自然景观，黄龙九寨>峨眉乐山>都江堰青城山；论交通便利，黄龙九寨<峨眉乐山<都江堰青城山。峨眉乐山的交通便利性、自然景观均位于二者之中，但其融合了佛教文化和休闲养生的特色是其他两个几个区所无法比拟的。
- 2002年至今，四川省三大景区中，乐山峨眉的游客接待量一直最多，2010年其游客接待量占四川景区客流总量的35%；游客接待量增长最快的是青城山-都江堰景区，其2010年游客数量已经超过07年的高点，其余两个景区依然没有达到07年水平。2002-2010年，黄龙九寨、峨眉山乐山、都江堰-青城山的接待游客复合增速分别为4.2%、6.3%、9.6%。
- 对于周边休闲自驾人群、企业，峨眉山的休闲度假、自然景观比乐山强，这部分人群会选择峨眉山而非乐山；对于成都出发的团客，乐山位于成都和峨眉山之间，一般会先游览乐山、而后游览峨眉山。2008年以前，峨眉山的客流量一直低于乐山，2008年汶川大地震后，峨眉山的客流赶超乐山且过去三年的客流增速亦高于乐山。

图 6：四川省旅游收入与我国旅游业收入增速对比



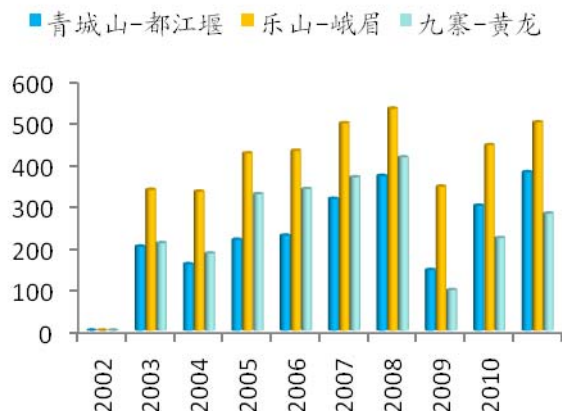
数据来源：国泰君安证券研究部

图 7：四川省国内游客与我国国内游客增速对比



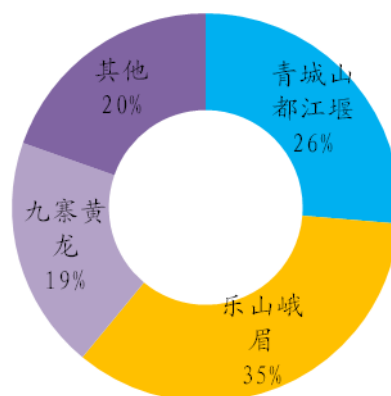
数据来源：国泰君安证券研究部

图 8：四川省三大景区游客人数（万人）



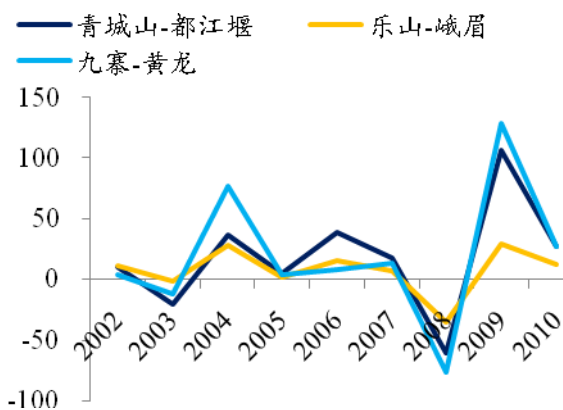
数据来源：国泰君安证券研究部

图 9：2010 年四川省所有景区接待游客数量的构成



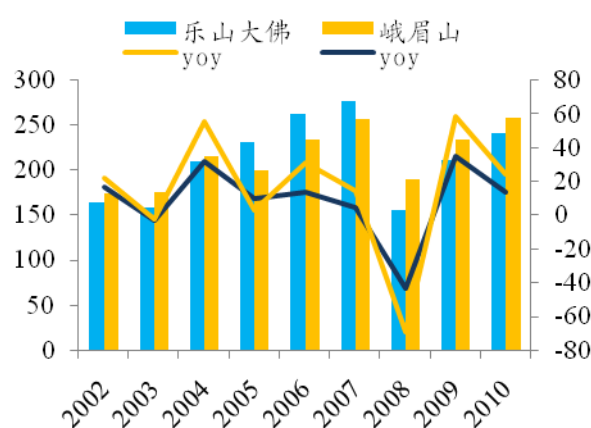
数据来源：国泰君安证券研究部

图 10：四川省三大景区接待游客人数增速（%）



数据来源：国泰君安证券研究部

图 11：乐山大佛与峨眉山接待游客人数及同比增速



数据来源：国泰君安证券研究部

2. 经营前景分析

2.1. 核心竞争力=佛教文化景观+自然景观+休闲养生

四川省旅游资源丰富，其中黄龙-九寨以自然景观称冠，峨眉山以佛教文化和温泉休闲称冠。

峨眉山是世界少有的自然和文化遗产，中国山岳地质景观和佛教文化景观的杰出代表。此外，温泉休闲是峨眉山的一大特色，低山区三座酒店提供峨眉山特有的氡温泉，该资源符合目前商务会议、养生休闲相结合的发展趋势。

表 1：峨眉山景区游览区划分

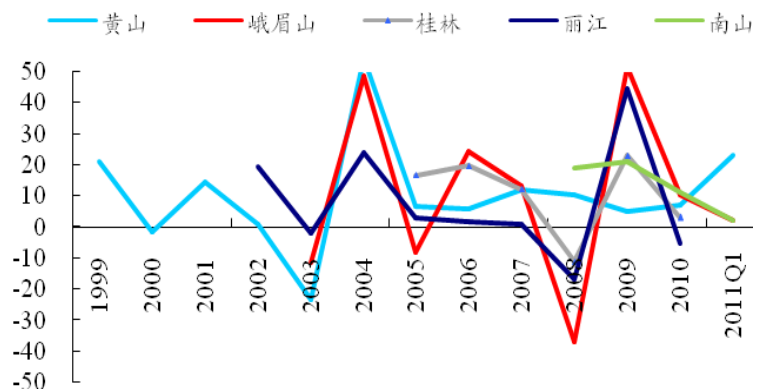
	游览区	面积	主题
1	高山云海天景游览区	16 平方公里	观光揽胜、佛教朝圣
2	中山山水植被游览区	41 平方公里	生态观光、佛教朝圣
3	中山草甸密林游览区	21 平方公里	登山探险、风情体验
4	低山文化温泉游览区	13 平方公里	佛教朝圣、文化科考

数据来源：国泰君安证券研究部

2.2. 交通即将改善，将大幅提升峨眉山的客流量

公司的三项主业门票、索道、旅馆均依附于客流量。由于交通不便捷，与黄山相比，峨眉山的客流量并不算多，过去几年的客流增速也不算快。此外，由于峨眉山地处地震多发地的四川，其客流量容易受到地震影响（地震对景区的实际影响其实并不大），过去 8 年的客流量增速波幅巨大。（2010 年黄山 250 万游客，而峨眉山只有 200 万；2003-2010 年期间，峨眉山客流量的复合增速 10%，而黄山有 13%；2008 年峨眉山的客流波幅远高于其他四个景区）

图 12：旅游业上市公司景区业务接待游客人数的增速对比

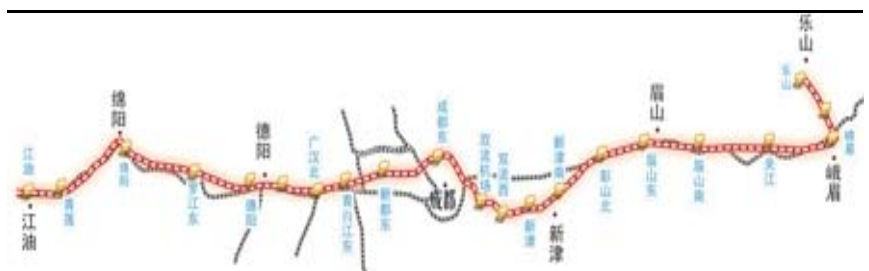


数据来源：国泰君安证券研究部

成都至峨眉山 200 公里，可以乘火车或者汽车（汽车为主），耗时均 2-3 个小时。总体而言交通较为方便，但耗时间长，且汽车的舒适度不高。2012 年下半年开始，四川省将陆续开通两条快速铁路，将峨眉山纳入成都的一小时生活圈，届时峨眉山景区将新增更多的铁路沿线客流和经由成都机场的长途客流。

（1）**成绵乐高铁，预计将于 2012 年下半年投入使用。**该铁路由绵阳经过成都、乐山到达峨眉山，在成都双流机场 T2 航站楼、乐山大佛和峨眉山的天下第一山山脚都设有站台（届时 T2 航站楼地下的也将设有地铁站，实现成都市内与成绵乐沿线的快速换乘）；成绵乐高铁将成都、乐山、绵阳、德阳几个城市的旅游资源结合起来，形成一个环线旅游经济带。2012 年底，机场至峨眉山景区只需要 40 分钟，发车时间最短可达 3 分钟，将极大地提升交通便捷性。

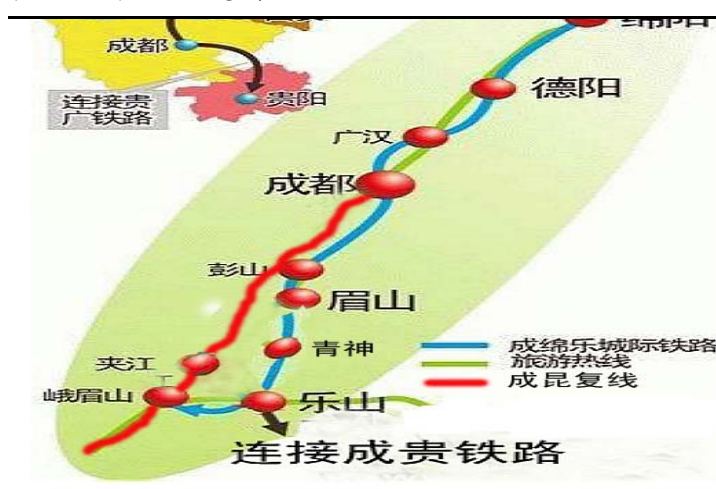
图 13：成绵乐高铁走向及站点规划



数据来源：国泰君安证券研究部

(2) 成昆铁路复线，即成都至峨眉段铁路的扩能改造。预计将于 2013 年投入运营，该铁路使得成都至峨眉山只需要 40 分钟。

图 14：成昆铁路复线走向



数据来源：国泰君安证券研究部

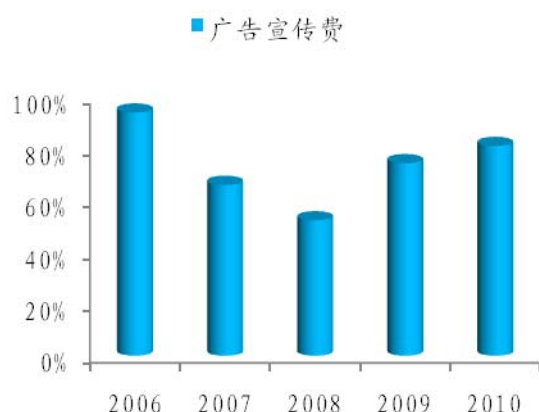
2.3. 广告营销费是业绩的缓冲器

2006 年开始，公司营业费的最大组成部分是广告营销费；管理费的最大组成部分是职工薪酬。2010 年公司综合毛利率 46.9%，EBIT 率 20.2%，广告宣传费和职工薪酬占营业收入的比重高达 14.4%。

就增速而言，职工薪酬增速与公司营业收入增速基本保持一致，但广告宣传费的变化比收入波幅大、导致净利润变化较为剧烈。其中，2008 年受汶川大地震影响，游客人数下滑 37%，公司及时地调整营销策略、减少海外及非重点市场的营销开支，广告宣传下降 50%，EBIT 只下降了 24.4%；2010 年公司狠抓营销，广告宣传增长 98%，推动公司客流量提升 10%、营业收入增长 22%。

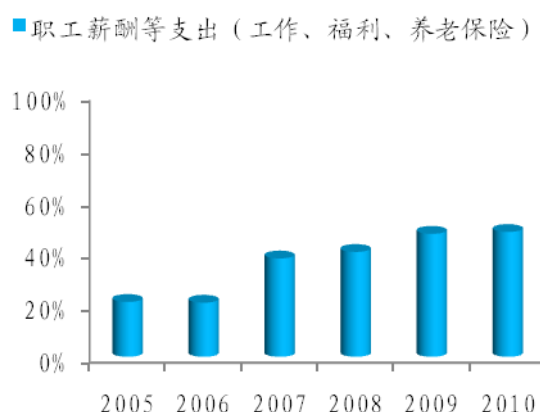
四川省内景区之间竞争压力较大，客流分流明显，公司将长期保持一定的广告营销力度；此外，未来两年是公司峨眉雪芽业务的市场推广期，将保持较大的市场营销力度；总体而言，我们认为公司广告宣传费用弹性较大，但未来两年不会大幅压缩。

图 15: 公司广告宣传费占营业费用的比重



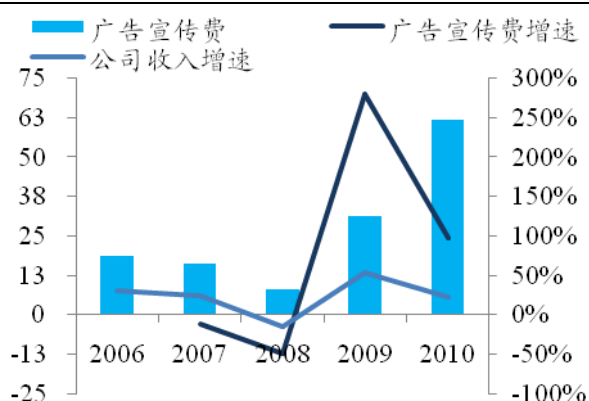
数据来源: 国泰君安证券研究部

图 16: 公司职工薪酬占管理费用的比重



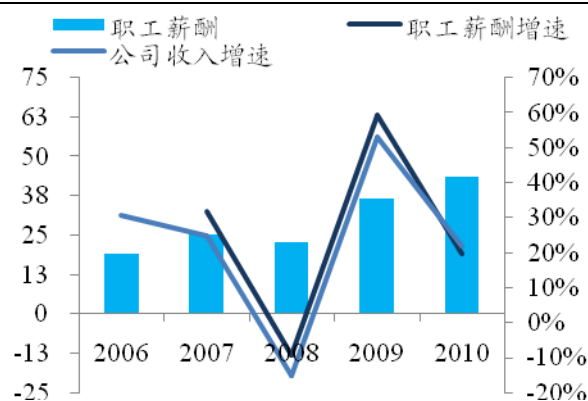
数据来源: 国泰君安证券研究部

图 17: 广告宣传费增速与公司收入增速对比



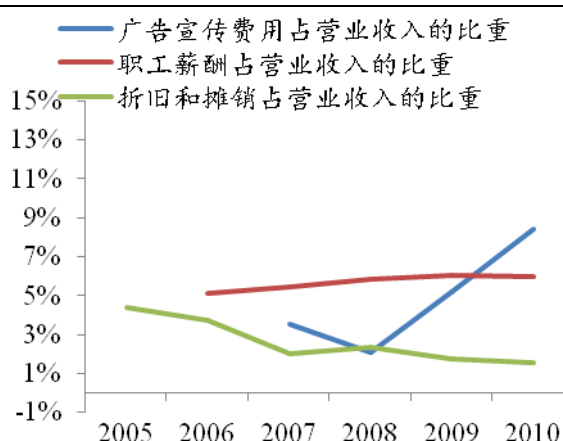
数据来源: 国泰君安证券研究部

图 18: 职工薪酬增速与公司收入增速对比



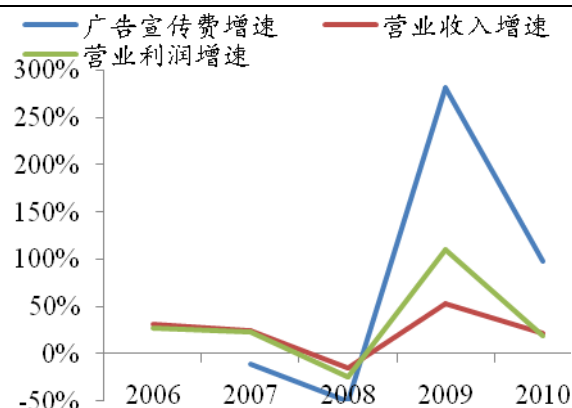
数据来源: 国泰君安证券研究部

图 19: 三大费用占公司营业收入比重的对比



数据来源: 国泰君安证券研究部

图 20: 广告宣传费、营业收入、营业利润增速对比



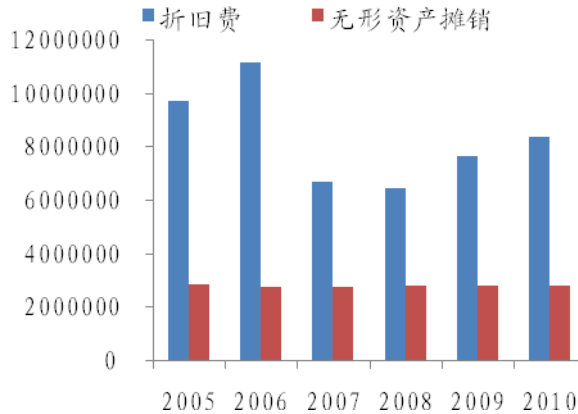
数据来源: 国泰君安证券研究部

2.4. 大额资本开支告一段落, 改造后的宾馆开始贡献盈利

折旧和摊销占公司营业收入的比重远低于职工薪酬和广告宣传费, 尽管如此, 基于我们对未来 1-2 年新增折旧摊销较小的判断, 稳定的折旧摊销对利润增长的边际贡献很大。

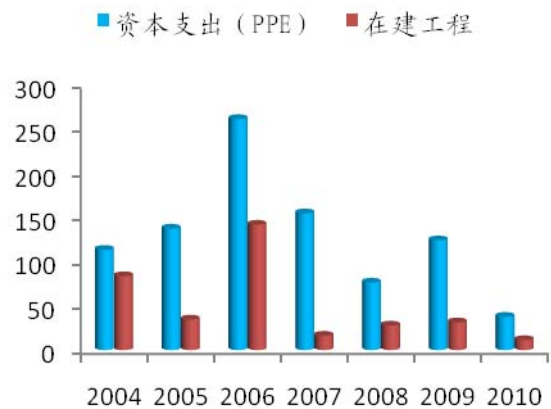
2004-2009 年，公司利用配股资金完成了对索道及配套、景区供水供电的改造；利用自有资金对四家酒店进行了规模不等的改造，其中对红珠山宾馆的改造支出很大。从资本开支和在建工程看，2007 年公司完成了较大比例的在建工程转固。目前，公司尚有万年寺至二道桥(猴区)客运索道项目搁置、我们认为短期没法动工，因此公司 2011 年开始进入低资本开支的阶段。

图 21: 公司折旧与无形资产摊销费用 (元)



数据来源: 国泰君安证券研究部

图 22: 公司资本支出及在建工程 (百万元)



数据来源: 国泰君安证券研究部

3. 三块主营业务均有亮点 新业务需看长期发展

3.1. 景区: 交通改善将大幅提升客流 票价提升的预期强烈

峨眉山景区门票业务由母公司经营; 收入是 150 元/人, 成本主要是门票净收入的 50%分成 (交给峨乐管委会); 2010 年门票收入 2.5 亿元, 占公司收入的 35%; 主营业务利润 1.12 亿元, 占公司主要业务利润的 32%; 毛利率 44%。

2012 年开始, 景区客流量将受益于高铁开通而逐步提升; 此外, 从同行类比和提价频率角度, 峨眉山门票提价的驱动力较强, 但时点较难判断。

- 2010 年, 峨眉山游客中, 成渝游客占 40%, 2012 年下半年高铁开通后, 峨眉山纳入成都一小时经济圈, 预计景区客流将逐步提升; 此外, 目前散客比重有逐步回升将弱化季节性因素, (2010 年由原先的 40%提升至 70%), 有利于业绩的平稳增长。
- 国家发改委对于游览参观点门票价格的规定为提价的时间间隔不低于 3 年, 最高提价幅度为 25%, 据此峨眉山景区门票的最快提价时点是 2011.4。
- 峨眉山景区门票远低于黄山 (目前峨眉山景区门票为 150 元, 黄山景区为 230 元), 有提价的必要。
- 提价流程为管委会通过峨眉山市向省物价局提交申请, 而后召开听证会, 会后公示三个月, 若无异议则可实施。乐观预期为 11 年底启动提价事宜, 则 12 年下半年实施。

表 2: 公司门票提价历史 (2000 年以后)

	提价前 (元/人)	提价后 (元/人)
2001.11.1	60	80
2003.9.25	80	旺季 120、淡季 100
2008.4	120	150

数据来源: 国泰君安证券研究部

3.2. 索道: 盈利能力强 后续发展主要取决于景区客流增长

公司现有两条索道, 万年索道 (低山至中山区)、金顶索道 (中山至高山区), 万年索道为分公司经营、金顶索道为母公司经营。万年索道一般乘坐单边, 金顶索道一般乘坐双向。

2002 至 2010 年, 公司索道的收入复合增速为 10.6%, 毛利率稳定在 80% 左右, 盈利能力较强。该业务的收入增速与景区客流增速较为一致, 乘坐率稳定在 1.3-1.6 之间 (2010 提升至 2.1), 票价于 2009.8 提升。

目前索道没有扩能的需求, 万年索道有维修的必要, 但公司并未披露维修计划; 未来两年, 索道提价的可能性不大; 该业务的增长来自景区客流的自然增长以及加大营销带来的乘坐率继续提升。

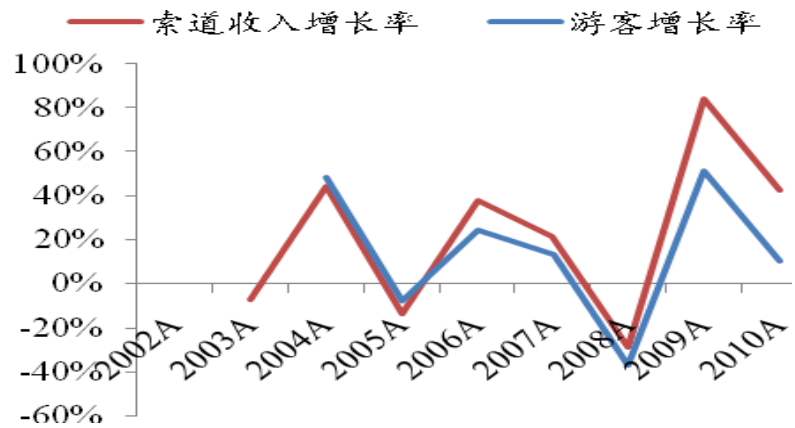
- 索道旺季平均需等待 0.5—1 小时; 黄金周需等待 1-2 个小时, 因此不存在扩能的需求。
- 金顶索道于 2007 年完成改造、投入使用, 其配套于 2009 年完工投入使用, 所用资金为公司 2004 年的配股所得。根据 2004 配股说明书披露, 万年索道 2011 年即将到达维修期, 但公司暂无大额的维修计划。
- 两条索道于 2009.8 提价, 从提价频率、价格与服务对等性的角度, 我们认为未来两年索道提价的可能性不大。
- 2010 年索道购票人数恢复至 2007 年水平, 乘坐率由 1.6 提升至 2.1, 乘坐率的提升应该得益于公司营销力度的加大。

表 3: 公司两条索道提价明细

	提价时间	原价		现价		均价
		旺季	淡季	旺季	淡季	
金顶索道	2009.8	30-40	20-30	55-65	20-30	49.5
万年索道	2009.8	30-40	20-30	45-65	20-30	46

数据来源: 国泰君安证券研究部

图 23: 公司索道业务收入增速与景区接待游客数量增速的对比



数据来源: 国泰君安证券研究部

3.3. 酒店: 未来三没有大修必要、红珠山宾馆盈利提升空间大

公司的酒店业务由母公司经营, 共有四家酒店, 一家位于成都市, 三家位于峨眉山景区内。峨眉山的三家酒店, 两家位于低山区, 一家位于山顶。峨眉山低山区的红珠山和峨眉山大酒店的入住率较高, 绝佳的地理环境和温泉资源使其成为休闲度假游和商务会议的首选, 这两家酒店应该是公司酒店业务的收入和盈利的主体。

2010 年酒店收入 1.92 亿元, 其中客房 1.2 亿元、餐饮 7113 万元, 餐饮收入占客房收入的 55% 左右, 该比例较为正常。

2003-2007 年, 公司对两家核心酒店进行了陆续改造, 该期间受益于营销策略和改造, 酒店业务收入快速增长 (尤其 2006、2007 年); 改造同时带来的相关费用使其盈利能力并不理想。由于会计口径的区别, 公司将折旧摊销计入营业成本而非营业费用, 从而客房业务的毛利率很低, 10% 的客房毛利率再扣除相关的管理费用, 该业务应该亏损。

目前两家酒店的入住率淡季约 50%-60%, 其中峨眉山大酒店的房价提升空间不大, 入住率较高, 后续应该维持低速稳定增长; 红珠山宾馆的主要客户是商务休闲公款消费、对价格不敏感, 未来增收点较多, 盈利提升空间尚存。

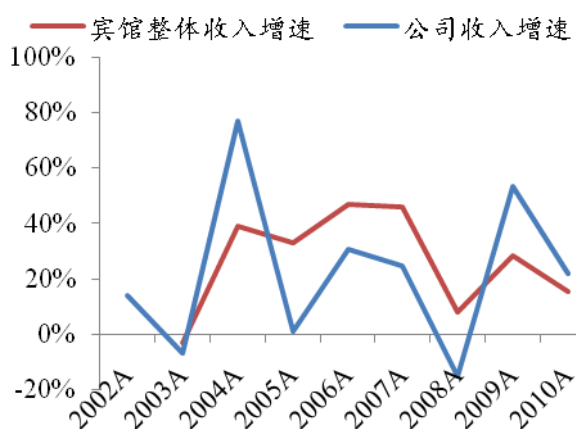
星级酒店的大修周期一般 8-15 年, 两家核心酒店的改扩建于 2007 完成, 预计未来 3 年不会有大规模的休整规划, 因此未来 2 年酒店业务收入增量的大部分将转化为利润。2010 年宾馆的收入维持 15% 左右, 客房业务的毛利率随着收入的提升显著回升, 预计未来该趋势将延续。

表 4: 公司四家酒店的基本情况

	星级	客房数	房价 (携程)	宾馆定位
红珠山宾馆(含有温泉)	五星	500	1000-3000	高端客户、商务、会议、政府接待
峨眉山大酒店(含有温泉)	四星	450	400-1600	中高端客户、商务、会议
金顶饭店	三星	80	400-1000	金顶景区唯一星级宾馆
成都峨眉山国际大酒店	四星	170	400-800	峨眉山旅游成都中转

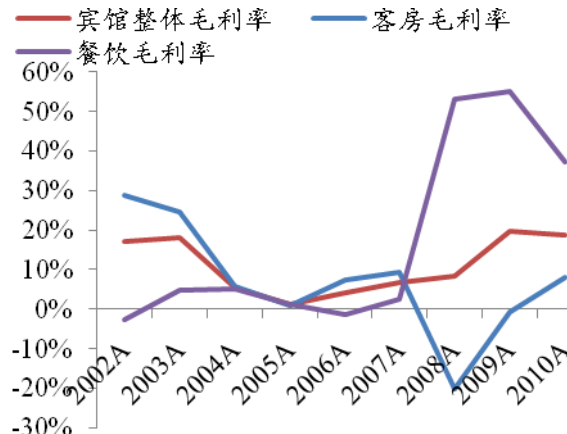
数据来源: 国泰君安证券研究部

图 24: 酒店业务收入增速与公司营业收入增速对比



数据来源: 国泰君安证券研究部

图 25: 酒店业务毛利率及两个子业务的毛利率



数据来源: 国泰君安证券研究部

3.4. 峨眉雪芽: 未来两年市场推广期 收入规模将快速提升

峨眉山上 1.7 万农民, 7000 户农民居住在旅游线上, 从事餐饮、旅馆业务; 1 万户农民不在旅游线上, 为了维持这部分居民的生活并兼顾公司的经营, 公司开发了峨眉雪芽业务。

目前峨眉雪芽种植采取公司+基地+农户的形式, 以直销和经销商为主, 现有 100 多家经销商和直销商店, 前期网点已经铺开, 以省内为主。产品包括无公害、绿色、和有机茶, 有机茶的主力价位为 400-500 元/斤; 此外, 公司有少量为中南海直供茶。

未来的 2-3 年, 茶叶业务处于市场推广期, 产品定价比较低 (毛利率只有 20-30%), 宣传费用高, 且并给农民补助 (公司提供茶苗扶持 (补助一半), 免费技术培训), 收入高、利润低。

公司将雪芽作为除了景区、宾馆外的第三个主业。发展计划是, 未来三年每年新增 100 个经销商、100 个直销店; 未来五年打造 10 万亩有机茶基地, 茶叶综合收入 10 亿元 (包括公司、农户的收入)。2010 年峨眉雪芽收入约 4000 万元, 净利润 100 万元; 我们判断未来两年峨眉雪芽收入将快速增长, 但由于前期铺市场阶段, 利润将保持较低水平。

3.5. 地产: 暂不大力发展, 有待国家对地产调控的放松

公司地产业务由峨眉山万年旅游房地产有限公司运营, 该地产子公司刚刚成立 (2010 年 6 月), 公司控股 60%、集团持有 40%。注册资金 1000

万元，2010 年底总资产 1000 万元。

目前景区类上市公司大部分开始涉足或已经发展地产业务，涉及商业住宅或度假地产的开发，我们认为这个模式将更好地结合大股东的优势和旅游业的充沛现金流。

2010 年，公司的地产业务尚处于起步阶段，收入规模尚小，几乎没有盈利（2010 年半年实现净利润 3 万元）。未来两年，从大股东背景角度，我们认为公司的地产发展前景应该不错，但我们认为国家不会放松对地产的调控力度，因此未来 2 年地产业务不会得到大力发展。

4. 盈利预测及投资建议

盈利假设

- 2011 客流增长 10%；2012.7 高铁开通，景区客流在正常增长的基础上，新增客流 20 万人（半年）；2013 新增客流 40 万。2012 年下半年峨眉山门票提价 25%。
- 酒店收入增速略高于客流增速，新增折旧摊销较小，成本较为固定，盈利能力显著提升。
- 索道毛利率和乘坐率均较为固定。
- 峨眉雪芽每年保持 35% 的收入增速，毛利率和盈利能力仍较弱。
- 未来三年，公司能够维持 15% 的所得税税率。
- 两费中的职工薪酬、广告营销均与收入同步增长（若广告营销大幅增长，则公司实际业绩低于我们的预测）；折旧摊销基本保持不变。

风险

四川省自然灾害影响出游；广告营销支出超预期；门票提价时点晚于 2012 年下半年；高铁开通时点晚于 2012 年下半年。

盈利预测及投资建议

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.59、0.74 元。公司的盈利增长点颇多，费用弹性较大；该业绩预测的假设前提较为保守，且尚未考虑市场预期的、可能的资产注入；公司市值有 50% 的提升空间（目前市值是黄山的一半，客流量是黄山的 80%）；综合以上因素，我们给予公司“增持”评级。

作者简介:**许娟娟:**

执业资格证书编号: S0880511010028

电话: 021-38676545

邮箱: xujuanjuan@gtjas.com

复旦大学经济学硕士, 2007 年进入国泰君安证券, 2007-2009 从事商贸零售行业研究, 2010 从事旅游和食品行业研究。获 2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		