

峨眉山 A (000888)

增长有保证，预期空间大

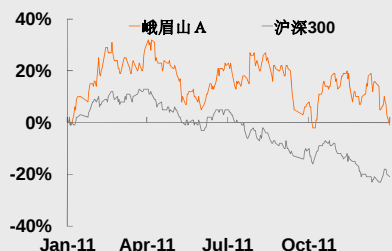
推荐 (首次)

现价: 16.60 元

主要数据

行业	社会服务
公司网址	www.ems517.com
大股东/持股	峨眉山乐山大佛旅游集团 /39.62%
实际控制人/持股	峨眉山-乐山大佛风景名胜区管委/39.62%
总股本(百万股)	235
流通 A 股(百万股)	164
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	39.23
流通 A 股市值(亿元)	27.32
每股净资产(元)	3.71
资产负债率(%)	26.1

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060209040123
22627143
wenxian001@pingan.com.cn

研究助理

赵小燕 一般证券从业资格编号
S1060111080160
021-33520286
zhaoxiaoyan488@pingan.com.cn

以淡季单日客流量提升为主驱动的客流稳定增长，为股价提供一定安全边际；景区门票提价、后山索道的阶段性推进事件、非景业务超预期发展将成为股价潜在的推动力，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

投资要点

■ 增长有保证

公司以景区门票及索道为主要利润来源，是典型的优质自然景区公司。利润构成决定公司盈利对游客数量高度敏感，优质自然景区属性决定客流量增加主要依靠淡季接待人次提高。峨眉山景区接待量提升潜力大，交通改善、政策扶持以及公司网络营销是推动景区客流量增长的主要驱动力，预计 2011~2013 年景区客流量分别增长 14%、8%、11%。

■ 预期空间大

预期空间主要来自三方面：

- 1、景区门票提价：当前景区门票面临提价窗口。如 2012 年景区票价提升 25%，对应 2012、2013 年 EPS 增量 0.08、0.09 元。
- 2、后山索道的阶段性推进事件：后山索道项目融资方案具想象空间；后山索道建成后，饱和客流接待量天花板打开将增加折现价值每股 1.6 元。
- 3、非景业务：茶产业、文化演艺、旅游地产是公司非景业务重点，目前贡献利润占比较小。非景业务成为“经济支柱”存在发展空间，但尚待考查。

■ 盈利预测与估值

预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.61、0.69、0.84 元（不考虑提价），对应 2012 年 1 月 31 日 16.60 元的收盘价，PE 分别为 27.4、23.9、19.8 倍。公司业绩增长有保证，且景区门票提价、后山索道的阶段性推进事件、非景业务超预期发展将成为股价潜在的推动力，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：公司盈利对客流量较为敏感，客流量增速低于预期将导致公司业绩增速低于预期；公司治理风险；15%的优惠税率取消；自然灾害、传染疾病等系统性风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	604	736	858	972	1,136
YoY(%)	53.2	21.8	16.6	13.3	16.8
净利润(百万元)	84	110	143	163	197
YoY(%)	275.6	31.5	29.3	14.6	20.5
毛利率(%)	44.3	46.9	46.4	46.3	46.6
净利率(%)	13.9	15.0	16.6	16.8	17.3
ROE(%)	12.2	14.0	15.8	15.9	16.6
EPS(摊薄/元)	0.36	0.47	0.61	0.69	0.84
P/E(倍)	43.6	33.2	27.38	23.89	19.83
P/B(倍)	5.3	4.7	4.34	3.80	3.30

正文目录

一、 投资建议.....	4
二、 增长有保证.....	4
2.1 客流量增长有保证	4
2.2 酒店定位精准，增长可期.....	7
三、 预期空间大.....	7
3.1 提价是必然，时间需等待.....	8
3.2 建设后山索道具必要性，推进带来投资机会.....	8
3.3 非景业务：前景广阔，成长待考查	11
3.4 集团资产盈利能力佳，注入短期可能性不大.....	12
四、 盈利预测与估值.....	13
五、 主要风险因素.....	13
5.1 客流量增速低于预期.....	13
5.2 公司治理风险.....	14
5.3 税率调整	14
5.4 系统性风险	14
六、 附注.....	14

图表目录

图表 1	2010 年公司收入构成.....	4
图表 2	2010 年公司毛利构成.....	4
图表 3	主要景区类上市公司中，峨眉山接待量提升潜力最大.....	5
图表 4	成渝地区交通规划图	5
图表 5	成渝地区公路建设规划.....	5
图表 6	成渝地区机场、铁路建设规划.....	6
图表 7	区域规划支持作用自上而下	6
图表 8	不考虑提价因素，对景区门票收入的预测.....	7
图表 9	不考虑提价因素，对景区索道收入的预测.....	7
图表 10	公司酒店经营情况预测.....	7
图表 11	预计 2012 年景区门票提价 25%将分别提升 2012、2013 年 EPS0.08、0.09 元...8	
图表 12	峨眉山景区历史票价调整情况	8
图表 13	峨眉山景区票价优惠政策	8
图表 14	峨眉山景区地图.....	9
图表 15	相比其他索道，峨眉山后山索道投资规模较大。	10
图表 16	2017~2026 年间后山索道带来的黄金周客流增量	10
图表 17	基于上述假设，后山索道落实将贡献 2012 年每股 1.6 元.....	11
图表 18	公司股权结构图.....	13
图表 19	旅游集团及管委会下资产	13
图表 20	公司广告及商品销售收入增长迅速.....	11
图表 21	根据草根调研，峨山雪芽发展潜力大	12
图表 22	公司 EPS 对客流量增速的敏感性分析	14

一、投资建议

首次覆盖，我们给予峨眉山 A “推荐” 评级，主要理由有二：

➤ 增长有保证

峨眉山景区饱和度较低，预计交通改善、政策增长将推动景区淡季单日接待量提升，为景区收入增长提供保证。预计 2011~2013 年景区客流量分别增长 14%、8%、11%。

➤ 预期空间大

预期空间主要来自三方面：

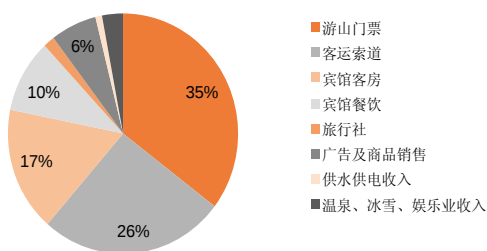
- 1、景区门票提价：如 2012 年景区票价提升 25%，对应 2012、2013 年 EPS 增量 0.08、0.09 元；
 - 2、后山索道的阶段性推进事件：后山索道项目融资方案具想象空间；后山索道建成后，饱和客流接待量天花板打开将增加折现价值每股 1.6 元。
 - 3、非景业务：茶产业、文化演艺、旅游地产是重点，发展空间大，成为“经济支柱”待考查。
- 预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.61、0.69、0.84 元（不考虑提价），2012 年 1 月 31 日 16.60 元的收盘价，PE 分别为 27.4、23.9、19.8 倍。公司业绩增长有保证，且景区门票提价、后山索道的阶段性推进事件、非景业务的超预期发展将成为股价潜在的推动力，给予“推荐”评级。

二、增长有保证

2.1 客流量增长有保证

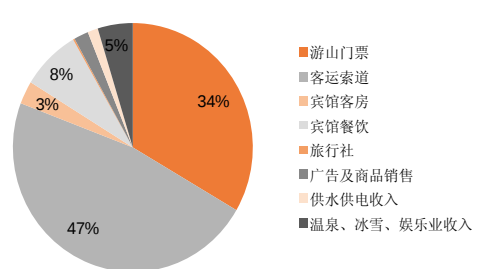
公司以景区门票及索道为主要利润来源（图表 1~2），是典型的优质自然景区公司。利润构成决定公司盈利对游客数量高度敏感，优质自然景区属性决定客流量增加主要依靠淡季接待人次提高。峨眉山景区接待量提升潜力大，交通改善、政策扶持以及公司网络营销是推动景区客流量增长的主要驱动力，预计 2011~2013 年景区客流量分别增长 14%、8%、11%。

图表1 2010年公司收入构成



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表2 2010年公司毛利构成



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

■ 2.1.1 接待量提升潜力大。

对比同类上市公司发现，峨眉山景区饱和度较低，接待量提升潜力大。受现行节假日制度限制，黄金周游客集中出行，优质景区客流量接近饱和。自然景区单日饱和接待量扩张有限，全年客流量提

升主要依靠淡季接待人次提升（详见景区深度报告《“量升”有助力，“价涨”是必然》中分析）。以黄金周单日接待量为景区饱和接待量，以淡旺季景区单日接待人次比衡量景区客流量提升潜力，主要景区类上市公司中，峨眉山接待量提升潜力最大（图表 3）。

图表3 主要景区类上市公司中，峨眉山接待量提升潜力最大

	峨眉山	黄山	丽江	乌镇
淡旺季景区单日接待人次比	20%	26%	55%	31%

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

■ 2.1.2 交通改善、区域规划助力接待量提升。

我们认为，现行节假日制度不发生重大变化的情况下，淡季接待量提升主要依靠两点：通过交通改善减少游客出行时长；通过区域规划支持产业配套提升。

➢ 预计交通改善对客流量的提升作用自 2013 年开始体现

成渝地区目前是峨眉山景区的主要游客来源地，交通改善对不同客源地游客的影响不同：

成渝地区游客主要受益公路交通改善。对于成渝地区游客，公路是主要出行方式。由八条高速公路构建的乐山陆上交通网络有助于乐山成为交通“次枢纽”（图表 4）。全长 1200 公里的成渝环线沿线相邻成都、重庆两个特大城市和成渝地区 30 多大、中、小城市，待乐雅高速、宜泸高速建成后即可贯通，预计在 2013 年年初（图表 5）。

图表4 成渝地区交通规划图



资料来源：乐山新闻网、平安证券研究所整理。

图表5 成渝地区公路建设规划

公路	进程
成乐高速	1999 年通车，新线已启动方案研究
乐宜高速	2010 年通车
乐（峨）雅高速、乐自高速	预计 2012 年底通车
乐汉、仁沐、绕城高速	加快推进前期工作

资料来源：平安证券研究所整理。

对于外地游客，机场扩能、铁路落成对客流影响较大。成都是外地游客进入景区的主要中转站。双流机场 T2 航站楼预计 2012 年投入使用，有助提升入川人数。目前双流机场至景区，散客主要路径为先入成都，再由成都乘大巴至景区，全程 5 小时以上；团客进入景区的主要路径为大巴直达，需 2 个小时。成绵乐城际铁路预计 2012 年底开通，在机场、景区设站，可将行程缩短至 1 小时以内（图表 6）。

图表6 成渝地区机场、铁路建设规划

机场	成都机场	计划建设第三跑道；T2 航站楼预计 2012 年投入使用
	乐山机场	正在选址中
铁路	成绵乐城际	成都-绵阳-乐山。预计 2012 年底开通，在机场、景区设站。成都至峨眉山约 40 分钟。
	成昆复线	昆明-成都。预计 2014 年建成，乐山段直接过峨眉山市。成都至峨眉山行程约 30 分钟。
	成贵铁路	成都-贵阳。预计 2015 年建成，设乐山站。
	沪汉蓉铁路	上海-南京-合肥-武汉-重庆-成都。预计 2012 年全线开通，上海至成都约 10 小时
	成渝客运	重庆-成都。预计 2014 年建成，3 到 5 分钟高频率发车，成渝两地 1 小时互通。
	西成铁路	西安-成都。预计 2014 年建成，西安至成都约 3 小时。

资料来源：平安证券研究所整理。

➤ 区域规划支持作用自上而下

从四川省至峨眉山景区均已制定相应旅游战略规划。公司是四川省唯一景区类上市公司，预计将受益自上而下的区域发展规划（图表 7）。

图表7 区域规划支持作用自上而下

地区	行政级别	战略规划主要内容
四川	省	“十二五”期间建设十个精品旅游区，其中“三大”重点为：大成都、大峨眉和大九寨。大峨眉定位国际旅游休闲度假区。
乐山	地级市	发展目标为：国际知名、国内一流、四川第一的国际旅游目的地。
峨眉山	县级市	发展战略：旅游兴市，工业强市。
景区	上市公司	努力实现“旅游资讯的全覆盖、旅游出行的大方便、旅游产品的多元化、旅游服务的全方位”。

资料来源：平安证券研究所整理。

■ 2.1.3 网络营销锦上添花

网络营销是公司近期经营重点之一。网络营销的意义在于两点：1.顺应散客化趋势，提升客流量。2.通过替代旅社、广告、片区等传统销售方式降低营销费用。

网络营销顺应趋势，有助提升客流。公司景区客流以散客为主，散客化程度较高。为顺应这一趋势，公司以网络营销为重点，并将逐步淡化传统营销方式。公司目前有两个主要网络窗口：峨乐旅游网以景区介绍、信息宣传为主；识途网扮演了旅游电商的角色，为散客出行提供便利。

运营成熟后，有望降低营销费用。目前公司网络营销平台仍在发展期，成本负担重，且影响力待提高。但我们认为，待网络营销运营成熟后，有望通过替代旅社、广告、片区销售等传统销售方式降低营销费用。

■ 2.1.4 客流量增长有保证

不考虑自然灾害、传染疾病等系统性风险因素，我们认为景区客流量增长有保证，预计 2011~2013 年景区客流量分别增长 14%、8%、11%。不考虑提价因素，对景区门票收入及索道收入的预测如下（图表 8~9）：

图表8 不考虑提价因素，对景区门票收入的预测

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
景区全年游客数（万人）	202	230	248	276	307	331
黄金周单日接待量（万人）	2.51	2.92	3.04	3.16	3.32	3.48
YOY%	-3%	17%	4%	4%	5%	5%
淡季单日接待量（万人）	0.51	0.57	0.62	0.69	0.78	0.84
YOY%	12%	12%	8%	12%	12%	8%
门票价格（元/人）	150	150	150	150	150	150
有效票价比%	84%	85%	86%	86%	86%	86%
景区门票收入（万元）	25,479	29,346	31,961	35,577	39,647	42,729

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表9 不考虑提价因素，对景区索道收入的预测

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
索道收入（万元）	18,777	22,441	24,838	28,407	31,656	34,117
金顶索道乘索率%	123%	130%	135%	140%	140%	140%
金顶索道有效票价（元/人）	55	55	55	55	55	55
万年索道乘索率%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
万年索道有效票价（元/人）	52	52	52	52	52	52

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

2.2 酒店定位精准，增长可期

结合网站报价以及实地考察，我们认为公司酒店定位精准，增长可期。预计 2011~2013 年酒店客房收入分别增长 14%、6%、5%；酒店餐饮收入分别增长 7%、4%、4%（图表 10）。

公司酒店的主要经营思路可以总结为两点：1、差异化定位。景区内农民个人经营的旅店数量多、定位低，公司酒店采取差异化经营策略，走高端路线。2、力争淡季不淡。峨眉山景区资源的休闲度假特征显著，环境上适合会议接待。景区的淡季，即一、四季度，恰逢年会、商务等会议高峰，时间上适合会议接待。

图表10 公司酒店经营情况预测

	2011E	2012E	2013E
客房营业收入（万元）	13,853	14,652	15,420
YOY%	14%	6%	5%
酒店餐饮收入（万元）	7,956	8,544	9,026
YOY%	7%	4%	4%
红珠山宾馆入住率%	70%	72%	72%
峨眉山大酒店入住率%	68%	70%	70%
金顶大酒店入住率%	60%	62%	62%
峨眉山国际入住率%	80%	82%	82%

资料来源：平安证券研究所整理。

三、 预期空间大

预期空间主要来自三方面：1、景区门票提价；2、后山索道的阶段性推进事件；3、非景业务：茶产业、文化演艺、旅游地产。

3.1 提价是必然，时间需等待

对优质景区而言，提价是必然（详见景区深度报告《“量升”有助力，“价涨”是必然》中分析）。目前，景区门票已到提价窗口，提价可期。预计 2012 年景区门票提价 25%将分别提升 2012、2013 年 EPS0.08、0.09 元（图表 11）。具体提价时间上仍需等待。

图表11 预计2012年景区门票提价25%将分别提升2012、2013年EPS0.08、0.09元

		2010A	2011E	2012E	2013E
不提价	市场旺季票价	150	150	150	150
	有效票价比	0.84	0.85	0.86	0.86
	EPS	0.47	0.60	0.73	0.88
提价 25%	市场旺季票价	150	150	173	173
	有效票价比	0.84	0.85	0.85	0.85
	EPS	0.47	0.60	0.82	0.97
	调价提价 25%影响 EPS			+0.08	+0.09

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

峨眉山景区门票当前执行 2008 年 4 月 10 日调整后的价格标准（图表 12），参照国家旅游局规定的景区调价周期（不得少于 3 年），景区门票已临提价窗口。我们认为，景区门票提价是必然：1.与黄山 230 元的旺季票价相比，景区门票提价有空间；2.结合我们对景区客流量增长判断，景区门票提价有动力；3.分析景区票价优惠政策（图表 13），我们认为乐山市外客流量占比、散客化程度增加促使景区门票折扣率稳中有升。

图表12 峨眉山景区历史票价调整情况

时间	票价（元/人）
~2001.11	60
2001.11~2003.09	80
2003.09~2008.04	淡季 100，旺季 120
2008.04 至今	淡季 90，旺季 150

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表13 峨眉山景区票价优惠政策

优惠对象	优惠情况
乐山市民	法定节假日内 10 元/人
学生	半价
60 岁以上老人	半价
离休老人、现役军人、新闻记者	免票
旅行社	少量送票

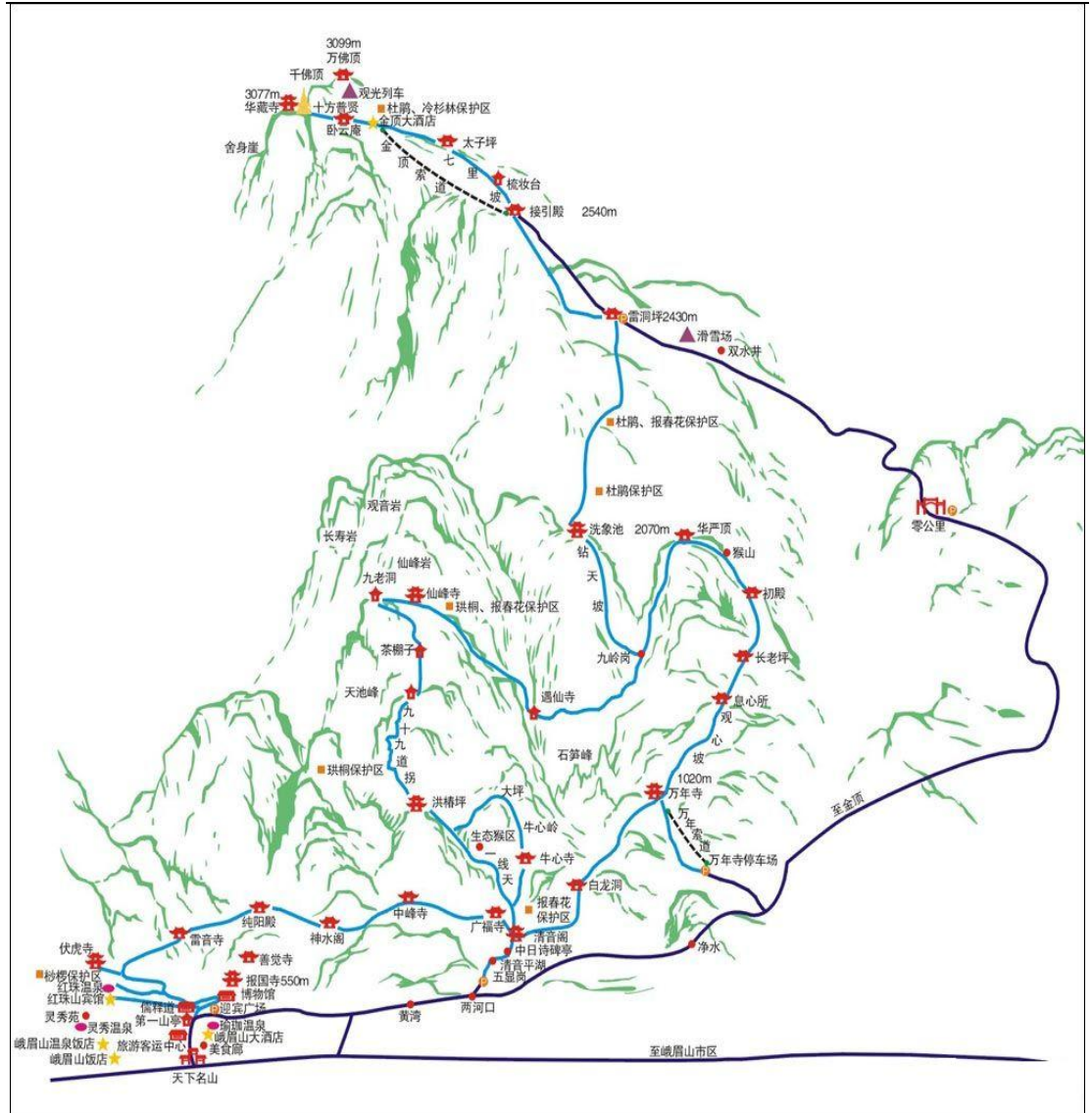
资料来源：平安证券研究所整理。

3.2 建设后山索道具必要性，推进带来投资机会

从景区开发的角度，建设后山索道具备必要性。考虑到后山索道建设前带来的融资想象空间、后山索道建成后景区饱和接待量提升带来的客流量增长空间，我们认为，后山索道的阶段性推进事件将带来投资机会。

建设后山索道具必要性。对于山岳类景区，旅游线路布局决定客流时空分布的集中度，从而决定景区饱和接待量。目前峨眉山景区游览走回头线路（图表），一定程度上加重高峰时景区内各景点的客流负荷。后山索道（张沟-万佛寺）将使峨眉山上旅游线路行程环线，打开景区容量并有助均衡客流时空分布。

图表14峨眉山景区地图



资料来源：公司网站、平安证券研究所整理。

新建索道审批周期长。2011 年初公司董事长马元祝先生通过媒体表示（见附注），力争 2~5 年内投资 3 到 5 个亿完成“张沟-万佛山”索道建设和相关基础设施配套工程。索道项目推进流程上，新修索道需要经过设计论证、峨眉山市公路建设基础、征地补偿、建设部、林业部等部门批准，并最终由国务院批准，涉及审批部门多，周期长，存在不确定性。此前公司曾计划修建的万年寺至二道桥索道即是因为景区居民拆迁补偿问题缓建，雷洞坪-洗象池-九岗子则是因为环评事宜缓建。

对后山索道融资的假想。据上述媒体消息，对比其他索道投资额（图表），峨眉山后山索道投资规模较大。考虑到公司资产负债率仅 26%，近期无重大资本支出需求，2010 年经营性现金流愈 2 亿元，即使不进行股权融资，对公司而言建设后山索道资金方面也不是问题。基于对公司经营情况的判断，我们认为后山索道的融资途径可能有两种：1. 自有资金配合银行贷款；2. 先公开增发募集资金，大股东持股比例随之下降；后向大股东定向增发注入集团资产，股权结构再次平衡。考虑到公司是四川省唯一旅游上市平台，如大股东有资金需求，途径二亦具备可能。

图表15 相比其他索道，峨眉山后山索道投资规模较大。

2010 年黄山北海大峡谷地面缆车项目，计划投资 1.5 个亿，建设期 260 天。
2010 年三特索道计划建设庐山五老峰缆车，预计投资规模 1.66 亿元，建设期 2 年。
2007 年梵净山索道计划投资 0.5 亿元
2007 年黄山云谷索道改建工程预投资 1.1 亿元，施工期 1 年
1998 年玉龙雪山索道投资 0.34 亿元，2010 年改造投资 0.88 亿元

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

环线形成后可能分流金顶索道，打开饱和客流量天花板增加 2012 每股价值 1.6 元。目前游客游览金顶的线路往返均需经金顶索道线路，因此金顶索道乘坐率较高，达到 120%。考虑到形成旅游环线后，后山索道对金顶索道具潜在分流作用。从景区经营角度，后山索道对景区经营的提升作用更多在于提升了景区单日饱和接待能力。在我们的假设下，仅计入后山索道建成后 10 年间黄金周客流增量带来的影响，后山索道落实将贡献折现价值每股 1.6 元。

主要假设：

1. 后山索道以自筹资金及贷款建设；
2. 2016 年索道建成，2017 年投入使用；
3. 后山索道建成后提升景区饱和接待量 1 倍；
4. 2017~2026 年间后山索道带来的黄金周客流增量（图表 16，不考虑对黄金周以外客流量增加带来的影响）；
5. 2016~2026 间景区旺季门票：当前 150 元基础上提价 25%，即 188 元；
6. 2016~2026 间景区门票折扣率：85%；
7. 门票净利率：15%；
8. 折现率：10%；

图表16 2017~2026年间后山索道带来的黄金周客流增量

黄金周（万人）	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
客流增量	3	6	9	14	19	20	21	22	23	24
扩容后单日接待量	4.21	4.84	5.56	6.40	7.36	7.73	8.11	8.52	8.94	9.39
YOY%	15%	15%	15%	15%	15%	5%	5%	5%	5%	5%
不扩容单日接待量	3.84	4.03	4.23	4.45	4.67	4.90	5.15	5.40	5.67	5.96
YOY%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

资料来源：平安证券研究所整理。

图表17 基于上述假设，后山索道落实将贡献折现价值每股1.6元

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
门票收入增量（万元）	408	898	1,482	2,177	3,000	3,150	3,307	3,473	3,646	3,828
净利润增量（万元）	61	135	222	327	450	472	496	521	547	574
对应 EPS 增量（元）	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
折现年数	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
至 2012 年价值（元）	0.04	0.09	0.13	0.18	0.22	0.21	0.20	0.19	0.18	0.18
折现价值	1.63									

资料来源：平安证券研究所整理。

注：仅计入索道建成后10年间黄金周客流增量带来的影响。

3.3 非景业务：前景广阔，成长待考查

公司非景业务包括雪芽茶叶、旅游服务、供水供电、旅游地产等，目前贡献利润占比较小。公司董事长马元祝先生在接受记者专访时表示（见附注），“峨眉雪芽”茶产业、文化演艺、旅游地产将会是公司非景业务的重点。

■ 3.3.1 峨眉雪芽发展潜力大，成为“经济支柱”待考查。

峨眉雪芽获得“中南海专供茶”资格，且在世界茶联合会、台湾茶协会举办的“第八届国际名茶大会”上荣获中国绿茶品质唯一最高奖项——“世界佳茗大奖”。公司自 2007 年起培育峨眉雪芽茶产业，目前商品销售收入以茶叶收入为主，近年来增长迅速（图表 18）。

图表18 公司广告及商品销售收入增长迅速

	2008A	2009A	2010A
营业收入（万元）	2,423	3,221	4,658
增长率	85%	33%	45%
营业成本（万元）	2,306	3,040	4,008
增长率	34%	32%	32%
毛利率	5%	6%	14%

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

公司雪芽业务走“公司+基地+农户”，即以峨眉山为基地，与山上农民签订茶叶收购合同，进行茶叶经销。据我们从山上茶农了解的数据计算，公司目前的茶叶产能约 7 万斤，不考虑新增土地潜在茶叶产能 24 万斤，发展潜力大（图表 19）。

图表19根据草根调研，峨山雪芽发展潜力大

茶农人数	1.6 万人
人均耕种土地	1.5 亩
每亩地公司收购茶叶	3 斤
每亩地茶叶产能（多种茶叶）	10 斤
公司茶叶产能	7 万斤
公司茶叶潜在产能（不考虑新增土地）	24 万斤

资料来源：平安证券研究所整理。

考虑到中国茶叶市场地域性较强，且绿茶品种多、竞争较为充分，峨眉雪芽市场突破有赖品牌认知度成熟。峨眉雪芽当前重在通过扩张各地区经销商打开市场，我们推测经销商折扣、市场推广费用将侵蚀茶叶盈利能力，实现成为“经济支柱”需一定时间，成长有待考查。

■ 3.3.2 文化演艺已展开

文化演艺节目在公司发展规划中亦有涉及，且已经着手展开前期工作。文化演艺产品有助于打开夜间旅游市场，提高景区人均消费，且投资回报率较高。结合峨眉山景区的区位优势以及客流规模，文化演艺节目发展前景可观。

■ 3.3.3 旅游地产待时机

公司已成立万年旅游房地产公司，权益占比 60%，另外 40%由集团持有，目前规模较小。考虑到国家房地产调控政策尚难言放松，我们认为公司旅游地产发展仍需等待时机。

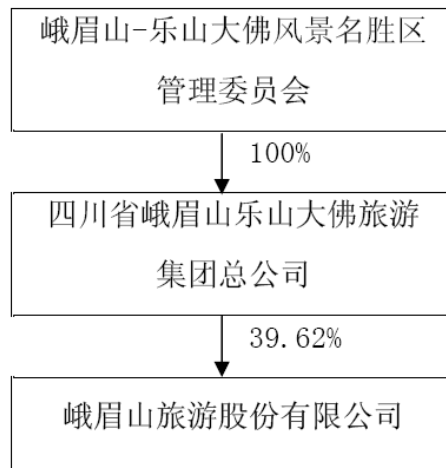
3.4 集团资产盈利能力佳，注入短期可能性不大

公司实际控制人为峨眉山-乐山大佛风景名胜区管理委员会（图表 20）。市场存在集团资产注入公司的预期。考虑到国家限制风景名胜门票经营权上市，集团下资产中，峨眉山景区观光车、乐山大佛游船、秀灵饭店存在注入的可能。考虑到集团短期融资需求不强，我们认为短期可能性不大（图表 21）。

推测景区观光车年贡献净利润 2 千万。假设：1、80%乘车率；2、70 元有效票价；3.20%净利率。则 200 万峨眉山景区游客对应观光车净利润 2 千万。

推测乐山大佛游船年贡献净利润 3 百万。假设：1、10%乘船率；2、50 元有效票价；20%净利润。则 300 万乐山景区游客对应净利润 3 百万。

图表20 公司股权结构图



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表21 旅游集团及管委会下资产

	资产	票价(元/人)	经营情况
旅游集团	观光车	90	淡季 14 班/日，旺季 22 班/日，黄金周增加班次。 管委会与两家企业共同经营，收入分成
	乐山大佛游船	70	
	秀灵温泉、饭店	温泉 168	
管委会	乐山大佛门票	90	西部规模最大的氡温泉度假区，温泉品质高。 国家限制风景名胜门票经营权上市，注入可能性低。 暂不对外开放。
	乐山大佛博物馆	70	
	东方佛都	50	

资料来源：平安证券研究所整理。

四、 盈利预测与估值

预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.61、0.69、0.84 元（不考虑提价），对应 2012 年 1 月 31 日 16.60 元的收盘价，PE 分别为 27.4、23.9、19.8 倍。公司业绩增长有保证，且景区门票提价、后山索道的阶段性推进事件、非景业务的超预期发展将成为股价潜在的推动力，给予“推荐”评级。

五、 主要风险因素

5.1 客流量增速低于预期

公司以景区门票及索道为主要利润来源，盈利对游客数量较为敏感。我们认为不考虑景区深度发展，景区客流增量主要受益交通改善、政策支持带来的淡季客流量提升。如果交通项目的建设进度、政策支持的实际效果低于预期，可能导致景区客流量增速低于预期并导致公司业绩增速低于预期。

图表22公司EPS对客流量增速的敏感性分析

景区客流增速	2011E	2012E	2013E
8%	0.56	0.69	0.81
10%	0.58	0.71	0.83
11%	0.58	0.72	0.83
12%	0.59	0.73	0.84
14%	0.61	0.75	0.86
16%	0.62	0.76	0.88
18%	0.63	0.78	0.89

资料来源：平安证券研究所整理。

5.2 公司治理风险

公司股改时承诺对管理层股权激励，目前尚未推行，可能带来公司治理风险。

5.3 税率调整

公司目前享受西部大开发所得税优惠 15%。如优惠取消，将影响公司业绩。

5.4 系统性风险

自然灾害、传染疾病等影响游客出游。

六、 附注

向国际知名现代旅游“航母”目标迈进——访全国人大代表、世界遗产旅游推广奖中国首位获得者、峨乐旅游集团董事长马元祝（资料来源：峨乐旅游网，2011 年 1 月 30 日）

.....

新年伊始，“十二五”宏图也已规划，未来峨乐旅游景区又将是什么样子？马元祝先生说，景区将充分发挥“双遗”品牌优势，顺应旅游发展的国际潮流，“山水一体”、山上山下一体、“观、体、娱”互动，继续引领高品质休闲度假生活的风潮，为海内外游客提供最为舒适和贴心的观光、商务、休闲度假综合型旅游体验；将进一步根据不同游客的不同需求，充分发掘峨眉山“佛教、武术、茶艺”三大主导文化资源，积极地打造一批高品质的分类体验，形成旅游的新亮点，比如金顶祈福、品茗雪芽、美食体验、山林度假、武术养生、温泉生活、夜间旅游等等。而在即将到来的农历新年里，景区也将为游客营造一份喜庆热闹的新春气氛，各种精彩的庆典和节会活动将一一呈现。他代表景区热忱欢迎各位读者和游客到景区观光、度假、休闲、养生、祈福、结缘，愿峨眉山和乐山大佛的仙气和灵气给大家带来福气、带来好运气。

马元祝先生表示，在 2011 年里，景区将以加快发展和科学发展为主题，不断拓展升级各项业务，培育网络营销和旅游服务体系、旅游地产、“峨眉雪芽”茶产业等六大增长极，形成六大经济支柱，实现未来 5 到 10 年跨越式的发展。将进一步提升景区核心竞争力，大佛景区推进 305 线辅道、嘉定坊旅游文化一条街建设，拓展水上旅游和佛文化项目，逐步实现水陆环游；峨眉山景区完善旅游配套设施建设，加快黄湾、龙洞等旅游度假区开发，做好峨眉后山张沟到万佛顶生态休闲度假风光带规划，力争 2-5 年内投资 3 到 5 个亿完成“张沟—万佛顶”索道建设和相关基础设施配套工程，形

成峨眉山新的旅游大环线，彻底改变峨眉山旅游走回头路的现状；同时，准备在大酒店附近建设一个可容纳 2000 人左右的大型文化演艺剧场，打造一台以佛文化为主线、以佛乐为背景音乐，融入峨眉山的茶文化、武术文化和养生文化的在国内独树一帜的高端文化演艺节目，锻造成一个重要的经济支柱。2011 年，峨眉山乐山大佛两大景区实现购票人数达到 500 万人次；2012 年，达到 550 万人次。2015 年，实现两大景区购票人数和网络预订人数 1000 万人次。同时，加快构建与全省联网的、与国际接轨的有机统一的数字化服务体系。要在完成景区内和乐山旅游服务资源统筹服务的基础上，争取在 2012 年建成峨眉山乐山大佛与九寨黄龙、都江堰的世界遗产精品之旅的无障碍旅游服务体系，2013 年到 2014 年建成与省内其他重点景区景点的多条精品无障碍旅游服务体系，到 2015 年初步形成与陕西、重庆、云南等省市的跨区域旅游服务体系，真正建立起国际知名、国内一流、独具特色、覆盖面广，深受游客、景区和旅行社欢迎的国际化旅游服务体系。

.....

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
流动资产	249	147	307	541					
现金	207	102	255	480					
应收账款	10	11	12	15					
其他应收款	6	7	8	10					
预付账款	5	5	5	6					
存货	20	23	26	30					
其他流动资产	1	0	0	0					
非流动资产	931	927	901	832					
长期投资	2	0	0	0					
固定资产	822	829	806	737					
无形资产	86	86	86	86					
其他非流动资产	21	13	10	9					
资产总计	1180	1075	1208	1372					
流动负债	345	134	140	150					
短期借款	70	0	0	0					
应付账款	44	51	57	67					
其他流动负债	232	83	83	83					
非流动负债	42	35	35	35					
长期借款	35	35	35	35					
其他非流动负债	7	0	0	0					
负债合计	387	169	175	185					
少数股东权益	7	6	5	4					
股本	235	235	235	235					
资本公积	252	252	252	252					
留存收益	299	413	541	697					
归属母公司股东权益	786	900	1028	1184					
负债和股东权益	1180	1075	1208	1372					
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	216	195	257	286					
净利润	110	142	162	196					
折旧摊销	94	79	86	90					
财务费用	16	11	8	0					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	-2	-39	-0	-0					
其他经营现金流	-2	1	1	1					
投资活动现金流	-36	-76	-60	-20					
资本支出	36	80	60	20					
长期投资	0	-4	0	0					
其他投资现金流	-0	0	0	0					
筹资活动现金流	-58	-225	-44	-41					
短期借款	-75	-70	0	0					
长期借款	-125	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	0	0	0	0					
其他筹资现金流	142	-155	-44	-41					
现金净增加额	121	-106	153	225					
利润表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
营业收入	736	858	972	1136					
营业成本	391	460	522	607					
营业税金及附加	34	39	45	52					
营业费用	76	86	92	102					
管理费用	84	94	102	114					
财务费用	16	11	8	0					
资产减值损失	1	0	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	-0	0	0	0					
营业利润	133	167	203	261					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	3	0	0	0					
利润总额	130	167	203	261					
所得税	20	25	41	65					
净利润	110	142	162	196					
少数股东损益	-1	-1	-1	-1					
归属母公司净利润	110	143	163	197					
EBITDA	243	257	297	351					
EPS (元)	0.47	0.61	0.69	0.84					
主要财务比率									
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
成长能力									
营业收入	21.8%	16.6%	13.3%	16.8%					
营业利润	29.1%	25.5%	21.7%	28.4%					
归属于母公司净利润	31.5%	29.3%	14.6%	20.5%					
获利能力									
毛利率(%)	46.9%	46.4%	46.3%	46.6%					
净利率(%)	15.0%	16.6%	16.8%	17.3%					
ROE(%)	14.0%	15.8%	15.9%	16.6%					
ROIC(%)	14.7%	16.9%	19.4%	24.5%					
偿债能力									
资产负债率(%)	32.8%	15.7%	14.5%	13.5%					
净负债比率(%)	68.40%	50.42%	48.45%	46.01%					
流动比率	0.72	1.10	2.18	3.61					
速动比率	0.66	0.93	2.00	3.41					
营运能力									
总资产周转率	0.64	0.76	0.85	0.88					
应收账款周转率	68	67	66	67					
应付账款周转率	9.80	9.76	9.67	9.77					
每股指标 (元)									
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.61	0.69	0.84					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.83	1.09	1.22					
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.83	4.37	5.03					
估值比率									
P/E	40.26	27.38	23.89	19.83					
P/B	5.65	4.34	3.80	3.30					
EV/EBITDA	19	15	13	11					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257