

峨眉山 A (000888.SZ) 旅游景点行业

评级: 买入 维持评级

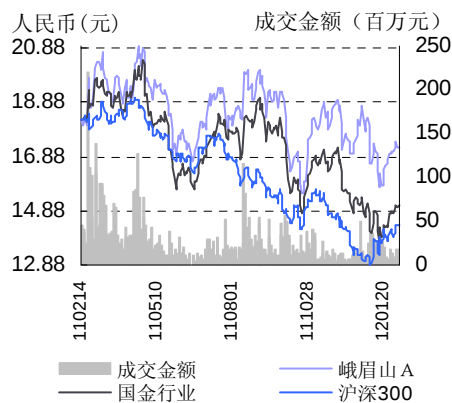
公司研究

市价(人民币): 17.45 元
目标(人民币): 23.50-25.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 163.81
总市值(百万元) 4,104.03
年内股价最高最低(元) 20.96/15.50
沪深 300 指数 2901.22
深证成指 11568.17



相关报告

- 1.《度假区总规通过评审,后山开发或将提上日程》, 2011.11.27
- 2.《游客量增长显著,费用提高拖累业绩表现》, 2011.8.2
- 3.《上半年快速增长,再融资当锁定资源深度开发》, 2011.7.19

苏超 联系人
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

稳步成长提供安全边际, 经营扩张锦上添花

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.357	0.469	0.608	0.767	0.964
每股净资产(元)	2.93	3.34	3.95	4.66	5.57
每股经营性现金流(元)	0.94	0.92	1.14	1.35	1.61
市盈率(倍)	35.90	36.76	28.72	22.74	18.10
行业优化市盈率(倍)	55.93	68.45	70.77	70.77	70.77
净利润增长率(%)	275.57%	31.62%	29.49%	26.28%	25.64%
净资产收益率(%)	12.16%	14.05%	15.39%	16.48%	17.31%
总股本(百万股)	235.19	235.19	235.19	235.19	235.19

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **进山游客较快增长持续提升盈利水平, 现有主业提供充分安全边际:** 随着居民收入的不断增长及其对于旅游消费需求的升级转型, 加之外部交通环境的不断改善与公司主动营销工作积极效应的进一步显现, 进山游客近几年始终保持较快增长, 2012 年底成绵乐城际铁路有望建成通车, 将进一步对几年游客量形成持续性的正面影响。据此, 现有主业架构下能够为公司带来 25% 以上的稳定增速, 这将为投资提供较为充分的安全边际。
- **打造国际级旅游度假区, 长期成长空间广阔:** 根据四川省旅游产业“十二五”规划, 峨眉山将打造成为国际级旅游度假区, 景区深度开发的长期成长空间逐步打开。届时, 峨眉山景区总体规划将按照相关程序进行重大调整, 从完善基础设施, 到休闲、度假、娱乐设施(如度假酒店、温泉、体育娱乐等)的提供乃至山下养生度假区的开发, 公司将面临广阔的发展空间。
- **门票提价、再融资、景区产业链整合或存预期:** 从本届董事会任期以及旅游度假区总体框架建设所需的时间, 我们认为, 公司于近期启动再融资应该是大势所趋。届时, 门票提价、产业链整合等经营、资本运作将存在一定的预期, 相关事件也将成为股价上涨过程中重要的催化剂。

投资建议

- 经过近两个月的调整, 根据我们的谨慎预测, 公司 2012 年动态 PE 已回落到 23 倍左右, 未来几年游客量的持续扩大将有力保证未来几年业绩仍将保持较快增长。中长期来看, 门票提价、景区内相关产业链整合、索道扩能、峨眉山国际旅游度假区建设以及可能触发的再融资工作, 都将成为股价上涨的重要催化剂。据此, 我们维持对公司“买入”的投资评级。

估值

- 综合相对及绝对估值方法的结果, 我们给予公司未来 6-12 个月 23.5~25.5 元的目标价, 相当于 2012 年预期 EPS 的 30~33 倍 PE。

风险

- 门票提价进程、公司启动再融资的时间以及具体项目存在一定的不确定性, 如未能达到预期, 可能影响股价表现; 自然灾害等不可抗力因素将对行业运行、公司业绩产生重大的不利影响。

内容目录

1. 盈利预测及说明.....	4
2. 估值与投资建议.....	5
2.1. 估值	5
2.2. 投资建议	8
3. 主业分析：游客增长支撑业绩稳健成长.....	9
3.1. 居民收入增长、交通改善、主动营销推动游客持续增长.....	9
3.2. 人均消费稳中有升，非垄断收费性质之业务贡献显著提升	12
4. 未来发展：门票提价、再融资、资本运作存预期.....	15
4.1. 门票提价进入时间窗口，进一步提升基础盈利能力	15
4.2. 完善景区运营产业链，上山观光车存较强整合预期	16
4.3. 打造国际级旅游度假区，启动再融资或是正当时	17
5. 风险提示.....	19
5.1. 门票提价进程存在不确定性	19
5.2. 启动再融资的时间及具体项目亦具有不确定性	19
5.3. 自然灾害等不可抗力因素将重创旅游行业	19
附录：三张报表预测摘要.....	20

图表目录

图表 1: 峨眉山盈利预测详表(2007~2013F)	5
图表 2: 旅游行业重点公司估值一览表	6
图表 3: DCF 估值主要假设条件	7
图表 4: 峨眉山 DCF 估值表	8
图表 5: 峨眉山进山游客人数及其增长(2001~2011F)	9
图表 6: 各省份城镇居民人均可支配收入及人口占比(2010 年)	10
图表 7: 峨眉山周边交通情况及在建交通项目	11
图表 8: 峨眉山销售费用及费用率水平变化(2001~2011H)	11
图表 9: 峨眉山进山游客增长预测(2001~2013F)	12
图表 10: 峨眉山旅游主业收入结构(2010 年)	13
图表 11: 峨眉山旅游主业毛利结构(2010 年)	13
图表 12: 峨眉山人均综合消费增长变化(2001~2011F)	13
图表 13: 黄山旅游之旅游主业收入结构(2010 年)	14
图表 14: 黄山旅游之旅游主业毛利结构(2010 年)	14
图表 15: 峨眉山门票业务分析及预测(2006H~2013E)	14
图表 16: 峨眉山索道经营业务分析及预测(2001~2013E)	14
图表 17: 黄山、峨眉山历次门票价格调整(1999~2011)	15
图表 18: 国家发改委关于景区门票价格调整的规定	15
图表 19: 峨眉山门票提价对 EPS 的敏感性分析(假设 2012 年游客数全年影响)	16
图表 20: 峨眉山金顶索道历年接待人数及搭乘率变化(2001~2013E)	16
图表 21: 峨眉山上山观光车盈利状况估算(2007~2015E)	17

1. 盈利预测及说明

- 峨眉山主业涵盖的业务板块主要有：景区门票、索道、酒店宾馆、旅行社、广告及商品销售、供水供电、温泉及冰雪娱乐业等。近几年，随着周边交通环境的持续改善、公司主动营销成效的逐渐显现，进山游客呈现出较快持续增长的发展态势。我们预测，由于受 2010 年世博分流导致低基数的影响，2011 年游客增速将达到 24%；2012 年将恢复至一个平均的增速，12.5%；而 2013 年则由于成绵乐城际铁路预计在今年底建成通车，将推高游客增速至 15%。
- 在游客持续较快增长的背景下，带有垄断收费性质的景区门票和索道业务将保持稳定增长，利润率水平有望稳中有升；而且，随着游客消费水平的不断攀升，公司的酒店经营(包括客房、餐饮)业务将持续改善，带来盈利能力的提高；而峨眉雪芽业务在公司的重点打造下将继续保持较快增长。
- 近几年，公司主动营销初见成效，游客持续增长得益于此。相应地，营销费用也不断攀升，到 2011 年中期，费用率也达到历史高点，我们认为，随着营销费用绝对规模的上升以及营销重心向网络转移，销售费用率有望逐步下降；与此同时，管理费用也呈现出明显的上升趋势，但随着收入规模的进一步扩大，我们亦假设管理费用将逐年下降(具体详见图表 1)。
- 尽管我们在此后的分析中判断，公司未来存在以下几方面对未来几年业绩产生影响的因素，如门票提价、新建索道或提升现有索道运能等，但基于谨慎原则，我们在以下的盈利预测中未予以考虑。
- 假设公司未来三年仍旧按照西部大开发政策 15% 的优惠税率计缴企业所得税，控股子公司所得税率为 25%，预计 2011~2013 年合并报表的所得税率分别为 15.5%，15.65%和 15.65%。

盈利预测

在不考虑门票提价及索道业务扩能前提下，我们预计公司 2011~2013 年归属于母公司股东净利润分别为 1.426 亿元、1.803 亿元和 2.267 亿元，分别较上年增长 29.58%、26.28%和 25.63%，三年复合增长率为 27.37%；净利润率逐年提升，分别为：15.52%，17.21%和 18.91%；净资产回报率分别为 15.39%、16.48%、17.31%，也呈现逐年上升的态势。每股收益分别为 0.608 元、0.767 元和 0.964 元(详细假设和预测见图表 1)。

此外，我们对门票提价做了敏感性分析，预计提价幅度为 20%(旺季门票价格达到 180 元/人次)，如果全年实施提价，并且折扣率在 85%，则增厚公司 2012 年业绩 0.112 元(详见主业分析部分)。

图表1：峨眉山盈利预测详表(2007~2013F)

单位：百万元	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H	2011F	2012F	2013F
营业总收入	272.7	286.0	373.7	465.9	394.3	603.9	735.7	392.9	920.6	1,048.9	1,198.7
游山门票	150.4	145.1	173.5	193.7	136.7	231.3	254.8	128.8	316.4	358.8	414.2
客运索道	69.3	59.8	82.5	100.1	71.3	131.5	187.8	96.2	250.8	288.8	338.5
宾馆客房	26.8	35.6	51.7	74.9	79.8	105.3	121.0	65.4	148.5	162.3	174.0
宾馆餐饮	15.6	20.7	30.9	45.6	50.3	61.5	71.1	34.4	77.2	82.8	88.7
旅行社	0.0	7.2	5.6	8.6	3.1	7.0	11.6	7.0	14.1	16.7	19.4
广告及商品销售	2.3	4.3	6.1	13.1	24.2	32.2	46.6	34.3	62.9	81.7	98.1
供水、供电	3.7	4.4	5.3	5.9	5.9	6.5	6.8	3.5	7.3	7.9	8.5
温泉、冰雪、娱乐业	3.3	7.7	9.6	10.8	13.5	19.9	21.1	12.4	24.8	29.3	34.4
其他	1.3	1.3	4.5	5.3	4.1	3.2	6.0	4.8	7.6	7.9	8.3
其他业务	0.0	0.0	4.0	8.0	5.3	5.5	8.9	6.0	10.9	12.7	14.6
营业总成本	141.4	160.9	200.3	280.4	251.4	337.9	391.0	225.5	484.9	543.3	602.9
游山门票	81.6	77.5	87.2	114.6	79.7	131.0	143.2	76.4	181.4	203.9	233.3
客运索道	11.0	12.1	12.8	19.0	18.3	26.2	29.7	21.2	44.4	50.5	55.5
宾馆客房	25.2	35.2	47.8	67.8	95.7	106.0	111.0	47.4	127.7	138.1	146.2
宾馆餐饮	14.8	20.4	31.4	44.5	23.6	27.7	44.7	27.2	52.4	54.6	57.7
旅行社	0.0	6.2	5.0	7.2	3.0	6.9	12.3	6.9	14.0	16.5	19.2
广告及商品销售	3.2	4.1	8.3	17.2	23.1	30.4	40.1	31.5	52.8	65.4	74.6
供水、供电	1.9	2.2	2.6	3.1	0.4	1.9	2.1	1.0	2.1	2.3	2.5
温泉、冰雪、娱乐业	3.1	2.8	3.4	4.0	2.0	5.4	5.3	9.3	6.2	7.2	8.3
其他	0.6	0.4	0.3	1.1	3.4	0.9	0.3	3.5	1.1	1.6	2.1
其他业务	0.0	0.0	1.4	1.9	2.2	1.6	2.2	1.0	2.7	3.2	3.8
毛利率	48.15%	43.75%	46.41%	39.81%	36.25%	44.04%	46.86%	42.61%	47.32%	48.20%	49.70%
营业税金及附加	11.9	12.4	16.5	21.2	18.2	27.9	34.4	17.9	41.9	47.7	54.5
主营业务税金及附加比率	4.36%	4.33%	4.41%	4.55%	4.61%	4.61%	4.67%	4.57%	4.55%	4.55%	4.55%
主营业务利润	119.4	112.7	156.9	164.3	124.7	238.1	310.4	149.5	393.8	457.9	541.2
销售费用	0.6	0.5	1.2	24.8	15.7	42.0	76.4	44.8	99.4	109.1	121.1
销售费用率	0.23%	0.17%	0.33%	5.41%	4.03%	7.01%	10.38%	11.41%	10.80%	10.40%	10.10%
管理费用	61.2	62.3	90.4	60.2	51.4	72.2	84.4	52.1	107.7	115.9	131.9
管理费用率	22.44%	21.78%	24.46%	13.14%	13.23%	12.07%	11.47%	13.27%	11.70%	11.05%	11.00%
财务费用	3.0	4.9	12.7	24.8	29.6	22.8	15.8	6.0	14.2	15.7	16.6
资产减值准备			1.6	0.9	0.3	0.3	0.8	0.2	1.0	1.3	1.0
其他经营收益											
投资净收益	(0.1)	(0.1)	2.2	3.5	-3.0	0.8	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.1
营业利润差额(合计平衡项目)	1.5	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0					
营业利润	56.7	47.3	53.3	57.1	26.8	103.0	132.9	46.3	171.2	215.8	270.8
营业外收支净额	0.3	0.1	-1.9	-1.0	-1.0	-3.9	-3.1	0.0	-2.5	-2.1	-2.0
利润总额差额(合计平衡项目)	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0					
利润总额	57.0	47.7	51.3	56.1	25.8	99.1	129.8	46.3	168.7	213.7	268.8
所得税	11.3	9.6	10.4	10.1	4.3	15.4	20.1	11.6	26.2	33.4	42.1
实际所得税率	19.83%	20.21%	20.35%	17.95%	16.87%	15.55%	15.47%	25.17%	15.50%	15.65%	15.65%
净利润	45.7	38.1	40.9	46.1	21.4	83.7	109.7	34.6	142.6	180.3	226.7
减：少数股东损益	(0.1)	(0.2)	-0.4	-0.3	-0.9	-0.2	-0.5	-0.1	-0.35	-0.22	0.00
归属于母公司所有者的净利润	45.7	38.3	41.3	46.4	22.3	83.9	110.3	34.8	142.9	180.5	226.7
增长	41.17%	-16.35%	7.84%	12.34%	-51.83%	275.57%	31.52%	0.13%	29.58%	26.28%	25.63%
净利润率	16.77%	13.38%	11.04%	9.95%	5.66%	13.89%	14.99%	8.85%	15.52%	17.21%	18.91%
每股收益	0.194	0.163	0.175	0.197	0.095	0.357	0.469	0.148	0.608	0.767	0.964

来源：国金证券研究所

2. 估值与投资建议

2.1. 估值

2.1.1 PE 相对估值

在经历过去近两个月的大幅调整，旅游餐饮行业重点上市公司 2012 年动态市盈率平均值已回落到 30.56 倍，考虑剔除极端值对行业平均估值水平的影响，动态市盈率中值仅为 23.29 倍，较 2008 年市场最低点(上证指数 1664 点)时旅游行业当年动态市盈率中值仅有 15%的溢价。目前旅游板块的动态市盈率均值处在历史波动区间的低位，我们认为，仅就行业整体估值水平而言，已具备一定的投资安全边际。

图表2：旅游行业重点公司估值一览表

行业	代码	简称	收盘价	总市值 (亿元)	每股收益EPS				市盈率PE				市净率 PB最新	EV/EBITDA	投资 评级
			2012/2/14		10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E			
旅游资源	000888	峨眉山A	17.45	41.0403	0.47	0.61	0.77	0.96	36.78	28.69	22.74	18.10	4.64	7.65	买入
	000978	桂林旅游	8.07	29.06	0.21	0.20	0.27	0.35	68.25	40.55	30.34	23.39	2.01	5.49	买入
	600749	西藏旅游	11.24	21.26	0.13	0.16	0.22	0.33	109.17	71.00	51.30	33.97	3.28	N/A	持有
	002033	丽江旅游	19.39	31.76	0.09	0.72	0.90	1.00	397.86	27.06	21.52	19.31	3.66	30.30	买入
	600054	黄山旅游	15.44	72.78	0.49	0.60	0.70	0.77	35.79	25.73	22.03	20.05	4.18	N/A	买入
	002159	三特索道	13.63	16.36	0.25	0.36	0.54	0.63	73.47	38.39	25.43	21.57	3.49	N/A	买入
	000430	ST张家界	8.85	28.39	0.09	0.28	0.38	0.45	85.93	31.61	23.29	19.67	10.71	38.48	买入
主题公园	000069	华侨城A	7.12	398.25	0.98	0.67	0.82	1.02	12.42	10.63	8.68	6.98	2.74	0.14	买入
	300144	宋城股份	21.74	80.35	1.26	0.61	0.76	1.03	57.90	35.69	28.47	21.21	3.01	7.78	买入
	600706	ST长信	11.79	10.30	0.03	0.60	0.76	0.90	621.02	19.65	15.51	13.10	(13.77)	N/A	持有
餐饮	000721	西安饮食	7.29	14.55	0.17	0.24	0.36	0.42	68.85	30.12	20.08	17.21	3.19	N/A	买入
	002186	全聚德	27.83	39.40	0.71	0.85	0.98	1.14	47.15	32.82	28.49	24.41	5.09	N/A	持有
	002306	湘鄂情	16.81	33.62	0.29	0.54	0.70	0.87	98.93	31.25	23.95	19.37	2.77	9.19	买入
酒店	000428	华天酒店	4.40	31.63	0.25	0.19	0.23	0.30	38.26	23.04	19.01	14.51	2.14	0.84	买入
	600754	锦江股份	17.49	105.51	0.63	0.55	0.69	0.92	36.82	31.92	25.26	19.08	2.58	2.09	买入
	601007	金陵饭店	7.19	21.57	0.38	0.38	0.42	0.52	25.61	19.17	17.08	13.72	1.88	N/A	买入
	600258	首旅股份	12.86	29.76	0.81	0.46	0.57	0.65	27.65	27.90	22.76	19.69	2.96	3.26	买入
旅游综合	600138	中青旅	15.68	65.13	0.64	0.66	0.76	0.84	22.44	23.71	20.51	18.59	2.58	2.66	买入
	601888	中国国旅	26.03	229.06	0.47	0.75	1.09	1.38	66.55	34.68	23.88	18.91	5.02	3.63	买入
	600593	大连圣亚	15.26	14.04	0.06	0.08	0.13	0.10	350.58	186.78	121.11	157.81	4.66	N/A	持有
	600358	国旅联合	4.22	18.23	0.05	0.05	0.06	0.00	106.52	N/A	70.33	N/A	3.08	N/A	持有
行业均值			13.80	63.43	0.40	0.45	0.58	0.69	113.71	38.52	30.56	26.03	2.85	9.29	
行业中值			13.63	31.63	0.29	0.54	0.69	0.77	66.55	30.68	23.29	19.34	3.08	4.56	

来源：Wind，国金证券研究所

峨眉山作为目前资本市场中仅有两家以国家风景名胜景区门票经营权作为主体资产上市的旅游企业之一，在旅游资源禀赋上具有十分显著的优势，属于典型的旅游资源类公司。近几年，随着中国旅游产业逐渐由单纯地观光旅游向观光-休闲度假-会议复合模式的发展阶段演进，以及国内资本市场的日渐成熟，投资者对于旅游景区类公司的关注已由简单的资源垄断价值向旅游资源经营所能带来的持续成长性深化。从资源类型、禀赋特征来看，峨眉山背靠西南经济中心、交通枢纽-成都，高速公路网的不断完善、城际铁路的即将建成通车，周边快速交通环境进一步改善；大峨眉景区丰富的土地储备、深厚的宗教文化以及优质的休闲度假旅游资源(温泉、山地)，在向休闲度假旅游目的地转型过程中具有得天独厚的优势，而公司管理层近几年围绕景区资源的上下游产业链延伸(度假酒店、文化演艺、峨眉雪芽等)也日渐形成盈利能力，有望成为公司未来新的盈利增长点。

从各子行业的历史估值波动区间来看，长期成长空间明确的旅游资源类公司当年动态 PE 估值波动区间总体维持在 25~35 倍(考虑旅游板块年内估值季节性波动)左右，在产业发展获得国家政策支持、主题事件推动时，资源类旅游企业的估值可能阶段性地达到 40 倍以上的水平。对此，我们认为，预期未来几年峨眉山在游客量较快持续增长的支持下，即使在不触发门票提价、启动再融资等可能推动业绩更快增长的情况下，公司业绩依然能保持 25~30%的增长，投资安全边际较为充分，而门票提价、景区相关产业链(如上山观光车)整合、启动再融资以及旅游度假区深度开发得以推进等事件的触发短期将构成股价上涨的催化剂，长期也将推动企业更好的发展。鉴于当期整体市场的氛围，我们按照 2012 年盈利 30~33 倍左右的目标 PE 给予公司 6~12 个月目标价格区间，为 23.50~25.50 元。

2.1.2 DCF 估值

图表3: DCF 估值主要假设条件

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	0.96	股本总额(百万股)	235.19
无风险利率	3.62%	股价	17.45
风险溢价	6.45%	股票市值	4,104.03
资产贴现率Ka	9.81%	债务总额	265.00
加权平均资本成本WACC		债务利率	6.40%
		实际税率	15.50%
D/(E+D)	6.07%	股票Beta	0.93
E/(E+D)	93.93%	股票贴现率Ke	9.61%
WACC	9.35%	永续增长率	2.50%

来源：聚源数据，国金证券研究所

我们采用 APV、WACC、FCFE 三种绝对估值方法对公司进行了估值，估值结果分别为 22.78 元、26.19 元和 26.01 元(见图表 4)。

图表4：峨眉山 DCF 估值表

估值方法	每股价值			估值方法	每股价值							
APV	22.78			FCFE	26.01							
WACC	26.19											
I、APV												
每股价值	22.78							TV增长率	2.5%			
								Ka	9.81%			
企业值	5,629.45							债务	265.00			
								投资	3.99			
股票价值	5,357.60							少数股东权益	6.85			
会计年度截止日：12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合 计
FCF	91.82	109.38	119.12	279.70	361.15	429.76	503.17	565.18	648.46	711.80	9,983.89	13,803.44
ITS	2.56	2.84	3.01	0.99	1.23	1.34	1.46	1.53	1.53	1.86	26.08	44.43
PV(FCF)	83.62	90.72	89.97	192.38	226.22	245.15	261.39	267.38	113.63	116.96	3,917.16	5,604.56
PV(ITS)	2.33	2.36	2.28	0.68	0.77	0.76	0.76	0.72	0.00	0.00	10.23	20.89
II、WACC												
每股价值	26.19							TV增长率	2.5%			
								WACC	9.35%			
企业值	6,431.21							债务	265.00			
								投资	3.99			
股票价值	6,159.37							少数股东权益	6.85			
会计年度截止日：12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合 计
FCF	91.82	109.38	119.12	279.70	361.15	429.76	503.17	565.18	648.46	711.80	10,649.22	14,468.77
PV(FCF)	83.97	91.47	91.10	195.61	230.98	251.35	269.13	276.44	290.05	291.15	4,355.97	6,427.22
III、FCFE贴现												
每股价值	26.01							TV增长率	2.5%			
								Ke	9.61%			
企业值	6,117.71							债务	265.00			
								投资	3.99			
股票价值	6,117.71							少数股东权益	6.85			
会计年度截止日：12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合 计
FCFE	218.80	-15.14	66.13	276.38	358.91	428.41	502.67	553.77	650.03	714.22	10,302.58	14,056.75
PV(FCFE)	199.62	-12.60	50.22	191.50	226.89	247.09	264.51	265.87	284.73	285.43	4,117.30	6,120.56

来源：国金证券研究所

综合上述估值结果，我们判断峨眉山 6~12 个月合理目标价格区间将达到 23.50~25.50 元，相对于当前股价，仍有 36~48% 的上涨空间。

2.2. 投资建议

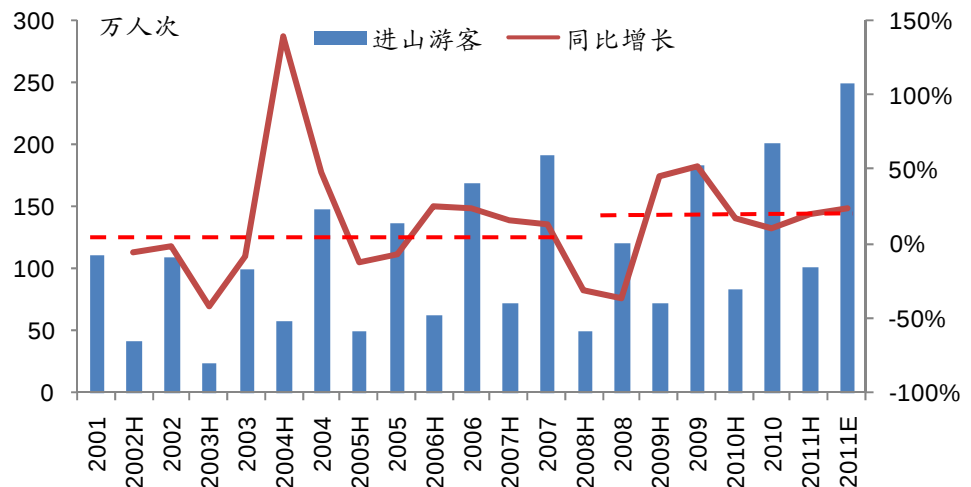
峨眉山随行业板块在经历近两个月的调整后，2012 年动态 PE 已经回落不到 23 倍的水平，而对应当年谨慎假设条件（考虑管理层对业绩增速的长远考虑但未考虑门票提价、启动再融资等可能对业绩产生的正面影响）下的业绩增速在 26% 左右。而且，随着成绵乐城际铁路建成通车，未来几年进山游客量仍将保持较快发展，这将对业绩保持较快增长提供有力支撑。因此，现有业务的平稳发展和盈利的有效释放，能够为对峨眉山的投资提供充分的安全边际。与此同时，中长期来看，门票提价、公司对景区内相关产业链的整合、索道扩能、峨眉山国际旅游度假区建设，以及今年可能触发的再融资工作，都将成为公司未来股价上涨的重要催化剂。据此，我们继续维持对公司“买入”的投资评级。

3. 主业分析：游客增长支撑业绩稳健成长

3.1. 居民收入增长、交通改善、主动营销推动游客持续增长

近几年，峨眉山接待游客量(以上市公司统计口径为准)始终保持了较快增长。2011年，综合峨乐管委会披露的全年游客规模以及公司前三季度的游客增长，我们预测全年接待进山游客将达到250万人次左右，同比增长24%。从过去十年峨眉山进山游客的增速变化来看，剔除03~04年因SARS造成之基数原因导致的奇高增速外，09年以后的游客增长明显有所提速(见图表5)，而且，近几年峨眉山进山游客的增长提速是在基数规模不断扩大的基础上实现的。对此，我们认为，主要有以下几方面的原因。

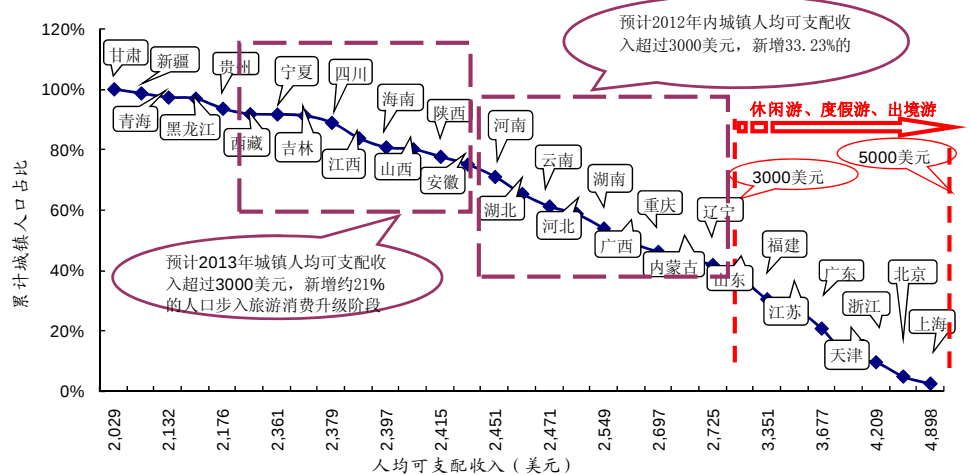
图表5：峨眉山进山游客人数及其增长(2001~2011F)



来源：公司数据，国金证券研究所

首先，从旅游资源禀赋条件来看，峨眉山在地貌上呈现出群山峰峦叠嶂、山脉绵延、草木植被丰富的特点，仅就观光而言，景区特色并不十分鲜明，缺少令人流连忘返的自然景观，在这方面，同为上市公司核心资产的黄山景区(经营权)则显得更胜一筹。然而，随着居民收入的持续增长(见图表6)，尤其是本省及周边地区居民收入的显著增长，旅游出行已由单纯以观光为目的逐步向“观光+休闲度假”复合型旅游发展阶段演进，放松身心日益成为人们旅游出行的首要目的。在此背景下，悠久的佛教文化(中国四大佛教名山之一，普贤菩萨道场)、秀丽多彩的游览景区(中山区的清音平湖、生态猴区)、高品质的氡温泉以及低山区特色餐饮、丰富的休闲娱乐设施等要素使得峨眉山逐步显示出强劲的综合优势。峨眉山景区在资源禀赋上具备了满足观光、朝拜、会议、休闲、度假等多层次旅游消费需求的基本条件，而收入水平的不断提高，也在客观上推动了景区游客接待量的增长。

图表6：各省份城镇居民人均可支配收入及人口占比(2010年)



来源：CEIC，国金证券研究所

其次，景区周边交通环境的持续改善，进一步强化游客进入路径。当我们在分析近几年峨眉山游客增长提速的原因时，发现我们此前在两篇报价报告中提及的四川省游客扩散路径依然是重要的影响因素。四川省旅游资源丰富，经过多年的发展，形成了九(九寨沟)-黄(黄龙)-峨(峨眉山)-乐(乐山大佛)经典长线旅游线路，但 08 年汶川大地震导致成都至九寨沟陆路交通受到严重损坏，在一定程度上影响了峨眉山的游客进入量(陆路交通进入游客规模更大且能形成环线)。2010 年下半年，成都至九寨沟恢复了地面交通，客观上亦有效增加峨眉山的游客供给。与此同时，乐宜高速于 2010 年底建成通车，峨眉山又多了一条连接省内重要城市的高速交通，潜在的能够便捷到达的游客规模进一步扩大；成绵乐城际铁路预计于今年底前后建成通车，改道后的成绵乐铁路途经成都双流机场，终点站为天下名山站(峨眉山站)，下车后只需十分钟即可到达红珠山酒店，而成都到峨眉山的时间也由之前的高速公路 2 个半小时缩短至城际铁路通车后的 40 分钟左右，这将对峨眉山景区未来 4~5 年游客的持续较快增长产生积极影响，并将进一步提升散客比例(目前峨眉山游客团散比为 4:6)，提升游客人均消费水平。此外，尽管高铁建设进程由于铁路系统的贪腐案、“7.23”事件以及资金瓶颈，建设进度有所减缓，但长远来看，一些事关中西部发展大局的高铁干线终将逐步建成，届时，相对低成本、具有一定规模优势之交通设施的不断完善(见图表 7)，将为西部景区游客稳定增长提供支持。

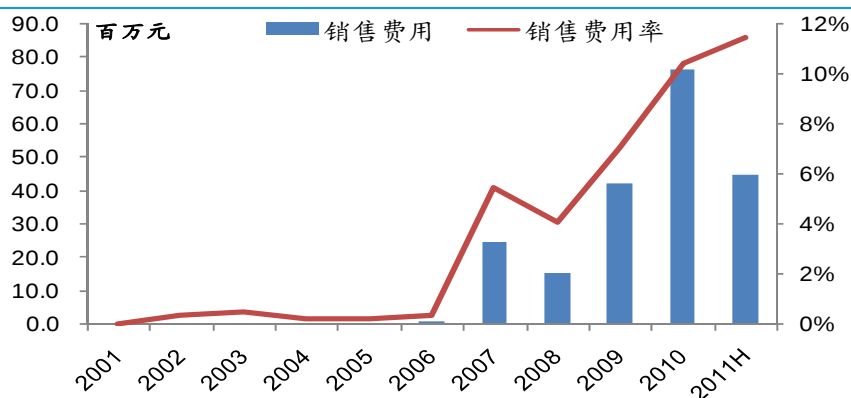
图表7：峨眉山周边交通情况及在建交通项目

高速	成乐高速	成都至乐山，成都至峨眉山需近2小时。
	乐雅高速	雅安至乐山，在建，预计2012年通车。
机场	成都机场	2009年落成投入使用第二跑道，可满足年3800万人次的旅客吞吐量。第二航站楼预计在2011年投入使用。2010年机场吞吐量2580万人次，居全国机场第
	乐山机场	2010年12月28日，成都军区空军司令部和乐山市人民政府签署了《乐山军民合用机场建设前期工作的框架协议》。根据协议，乐山市政府将积极支持配合成都军区空军启动乐山机场军民合用前期工作，之前选定的冠英场址已经被取消，新场址正在重新选择之中，选定后的乐山机场争取2011年开工。
铁路	成绵乐城际	成都、绵阳、乐山城际铁路。峨眉山市将新增一站点——天下名山站。游客在天下名山站下车后，只需步行10分钟即可到达景区。预计2012年建成，届时成都到峨眉山仅需40多分钟。
	成昆复线	昆明至成都。截弯取直，乐山段直接过峨眉山市。预计2014年建成，届时昆明到成都时间缩短至5小时，成都至峨眉只需半个多小时。
	成贵铁路	贵阳至成都。2010年年底在宜宾开工，2015年建成。铁路设乐山站，届时成都到贵阳将不到三小时。
	沪汉蓉铁路	从上海出发，经南京，合肥，武汉，重庆到成都。预计2012年全线开通。届时成都到上海约需10小时。
	成渝客运	重庆至成都。不经过峨眉山。预计2014年建成，投入运营后，将采取“公交化”的运营模式，最短3到5分钟就将发出一趟动车组列车，成渝两地将进入1小时
	西成铁路	西安至成都。不经过峨眉山。已获发改委批复，并通过铁道部审查，预计2014年建成。届时西安到成都仅需不到3小时

来源：互联网整理，国金证券研究所

最后，公司近几年大力展开主动营销，在形象宣传、会议活动、渠道推广、网络营销等诸多方面取得积极成效，亦有效推动游客人数的增长。从历年报表我们可以看到，在 07 年之前公司在营销方面的投入非常少(我们认为这应与国有管委会体制下风景名胜“坐商”经营方式有关)，但从 07 年开始，公司在销售方面的投入明显增加，占营业收入的比例也有最初的 1%提高到 2011 年中期最高时的 11.41%(见图表 8)。公司在形象宣传、渠道推广的基础上，近几年不断加大红珠山宾馆和峨眉山大酒店会议活动的营销力度，不仅有效提升酒店的入住率、平均房价水平，酒店盈利能力持续攀升，而且，通过定位于中高端之会议客人的口碑相传，提高了市场对于峨眉山作为会议、休闲、度假旅游目的地的认可。此外，最近两年，公司进一步调整营销方式，重心转移到网络营销，仅就区域性旅游目的地网站而言，公司投资建设的识途网、峨乐网在国家级风景名胜景区内可谓是一枝独秀，已形成一定的知名度。在此基础上，识途网不断扩大和一些相关网站、互联网公司建立战略合作伙伴关系，公司打造的识途网也逐步从旅游信息介绍向旅游目的地综合要素(包括乐山及周边景区、酒店、餐饮)、旅游度假产品预定功能发展，网络营销的边际效应将逐步显现。

图表8：峨眉山销售费用及费用率水平变化(2001-2011H)

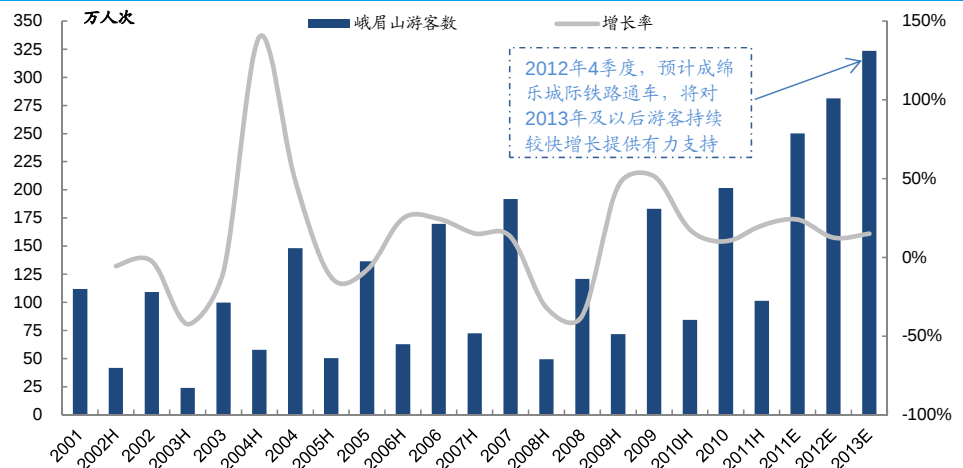


来源：公司数据，国金证券研究所

小结：

仅就公司当前的盈利模式而言，游客增长依然是盈利增长最主要的决定因素。根据以上的分析，我们认为，随着居民收入的不断增长及其对于旅游消费需求的升级转型，加之外部交通环境的不断改善与公司主动营销工作积极效应的进一步显现，峨眉山进山游客仍将保持较快增长。我们预计，在 2011 年游客量大幅增长的基础上，2012 年增速将回落至近年平均水平；而 2013 年，则在成绵乐城际铁路建成通车的有力促进下，游客增速将有所提高，并将形成持续性的积极影响(见图表 9)。

图表9：峨眉山进山游客增长预测(2001~2013F)

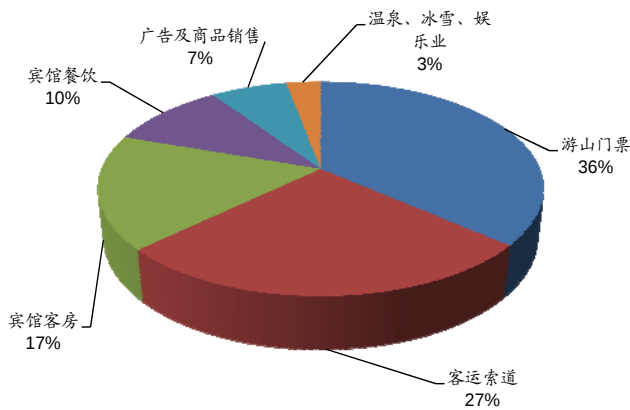


来源：公司数据，国金证券研究所

3.2. 人均消费稳中有升，非垄断收费性质之业务贡献显著提升

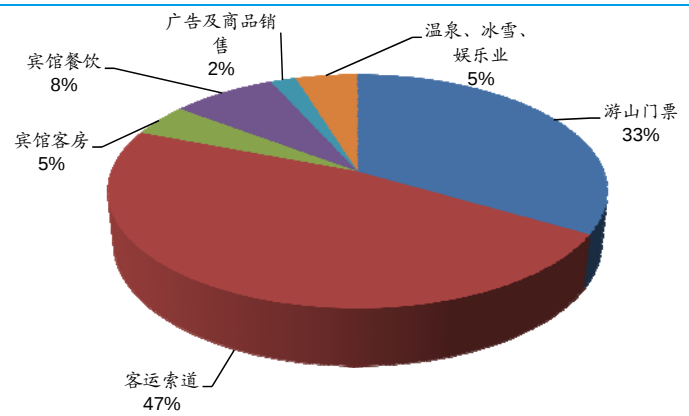
峨眉山作为目前仅有两家以国家级风景名胜门票经营权作为主业资产的上市公司之一，在公司现有的收入结构中，门票、索道等具有垄断收费性质的主营业务依然是最主要的收入、利润来源(剔除非旅游和旅行社业务，见图表 10、11)。由于国家级风景名胜门票、索道价格的调整需获得当地政府(一般为省级政府)发改委及物价部门的批准，根据国家有关部门的规定，每次调整周期不得低于三年。因此，过去十年间，尽管有 SARS、汶川大地震等突发性事件对旅游市场的扰动，但峨眉山的人均旅游综合收入始终保持了稳定上升的趋势(见图表 12)。其中，除 04 年由于 SARS 导致低基数增长较快外，2008 年和 2010 年的较高增速则分别是由于门票提价及索道提价所致，垄断收费性质业务提价对于游客人均综合消费的正面影响十分显著。

图表10：峨眉山旅游主业收入结构(2010年)

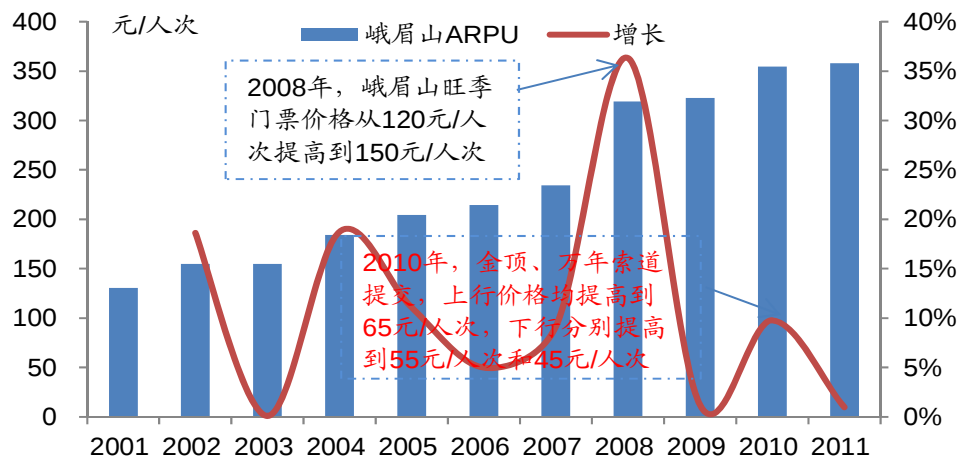


来源：公司数据，国金证券研究所

图表11：峨眉山旅游主业毛利结构(2010年)



图表12：峨眉山人均综合消费增长变化(2001~2011F)

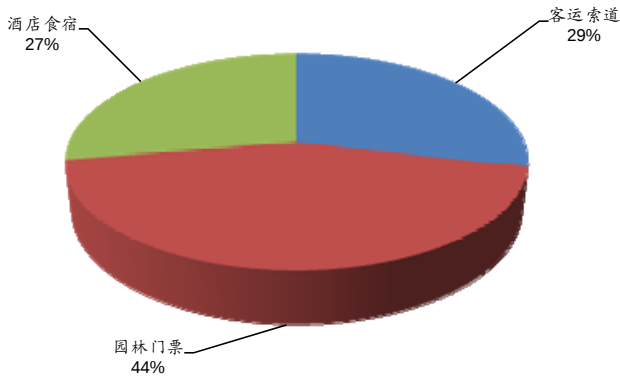


来源：公司数据，国金证券研究所

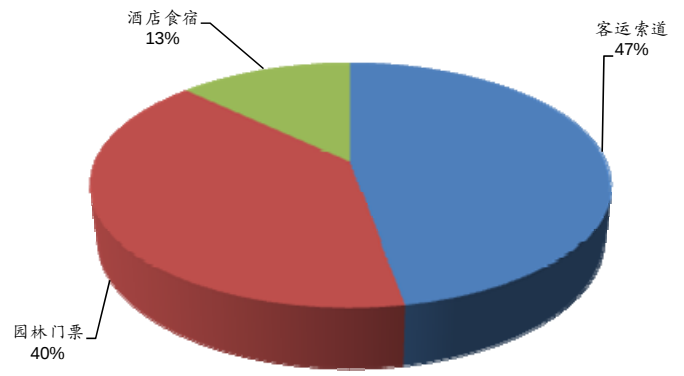
然而，近几年，随着休闲、度假需求的不断增长以及公司对自身业务范畴的主动调整，门票、索道以外非垄断收费性质的业务贡献度显著提高。对比同为门票经营权作为上市资产的黄山旅游(见图表 13、14)，公司在酒店经营、温泉休闲娱乐服务以及旅游特色商品销售(主要是峨眉雪芽)等业务的收入、毛利占比相对较高，充分反映峨眉山依托自身资源禀赋优势主动向会议、休闲度假旅游目的地转型的发展趋势，在相对市场化的业务上显得更为积极。

总体来看，门票、索道等垄断收费性质的业务经营目前与进山游客量增长保持高度相关，人均消费在门票、索道价格未进行调整的情况下将基本保持稳定，而度假酒店、温泉娱乐服务、峨眉雪芽等相对市场化的业务有望实现较快发展，带动峨眉山进山游客人均综合消费日趋活跃。

图表13：黄山旅游之旅游主业收入结构(2010 年)



图表14：黄山旅游之旅游主业毛利结构(2010 年)



来源：公司数据，国金证券研究所

图表15：峨眉山门票业务分析及预测(2006H~2013E)

项目(单位:百万元)	2006H	2006	2007H	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H	2011E	2012E	2013E
游客人数(万人次)	62.86	169.68	72.4	191.85	49.4	120.85	71.8	183.07	84.40	201.72	101.41	250.13	281.40	323.61
增长	12.46	33.27	9.54	22.18	-23	-71	22.4	62.22	12.60	18.65	17.01	48.41	31.27	42.21
增长率	24.72%	24.40%	15.18%	13.07%	-32.00%	-37.01%	45.37%	51.49%	17.55%	10.19%	20.15%	24.00%	12.50%	15.00%
平均票价(元)		102.24		100.98		113.10		126.35	127.09	126.31	127.02	126.50	127.50	128.00
门票价格(元)	120.00	120.00	120.00	120.00	135.00	141	150	150	150	150	150	150	150	150
折扣率		85%		84%		80%		84.2%	84.7%	84.2%	84.7%	84.3%	85.0%	85.3%
门票收入		173.48		193.74		136.68		231.31	107.27	254.79	128.81	316.42	358.78	414.22
增长率		19.52%		11.68%		-29.45%		69.24%		10.15%	20.08%	24.19%	13.39%	15.45%
营业税率		3.00%		3.00%		3.00%		3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
分成前税金		5.20		5.81		4.10		6.94	3.22	7.64	3.86	9.49	10.76	12.43
景区农业发展基金		5.22		5.83		0.00		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他分成前扣除项		6.70		9.51		8.64		17.98	7.79	15.99	10.01	20.09	22.78	26.30
分成前扣除项		17.13		21.15		12.74		24.92	11.01	23.63	13.87	29.59	33.55	38.73
分成前扣除项占收入比		9.87%		10.92%		9.32%		10.77%	10.26%	9.28%	10.77%	9.35%	9.35%	9.35%
可供分成款		156.35		172.58		123.93		206.38	96.26	231.16	114.93	286.83	325.24	375.49
分成比例		50%		50%		50%		50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
分成款		78.18		86.29		61.97		103.19	48.13	115.58	57.47	143.42	162.62	187.75
分成款占收入比		45.06%		44.54%		45.34%		44.61%	44.87%	45.36%	44.61%	45.33%	45.33%	45.33%
披露成本		87.15		114.58		79.71		131.00	63.03	143.25	76.45	181.39	203.88	233.31
分成外成本		8.98		28.29		17.75		27.80	14.90	27.67	18.98	37.97	41.26	45.56
占收入的比重		5.18%		14.60%		12.99%		12.02%	13.89%	10.86%	14.74%	12.00%	11.50%	11.00%
毛利		86.32		79.15		56.96		100.31	44.24	111.54	52.36	135.03	154.91	180.91
毛利率		49.76%		40.86%		41.68%		43.37%	41.24%	43.78%	40.65%	42.68%	43.18%	43.68%

来源：公司数据，国金证券研究所

图表16：峨眉山索道经营业务分析及预测(2001~2013E)

项目(单位:百万元)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H	2011E	2012E	2013E
游客人数(万人次)	112.00	109.23	99.79	148.20	136.40	169.68	191.85	120.85	183.07	201.72	101.41	250.13	281.40	323.61
金顶索道乘坐率	1.00	0.94	0.88	0.78	0.72	0.75	0.93	1.10	1.24	1.29	1.30	1.40	1.41	1.45
金顶索道乘坐人次	112.13	103.02	87.92	115.60	98.21	127.26	178.16	132.94	227.01	260.22	131.83	350.19	396.77	469.23
金顶索道人次增长率		-8.12%	-14.66%	31.47%	-15.04%	29.58%	40.00%	-25.38%	70.77%	14.63%		34.57%	13.30%	18.26%
金顶索道折扣票价	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2	39.92	51	52	52	53	53
金顶索道收入	38.35	35.23	30.07	39.53	33.59	43.52	60.93	45.46	90.62	132.71	68.55	182.10	210.29	248.69
金顶索道收入增长率		-8.12%	-14.66%	31.47%	-15.04%	29.58%	40.00%	-25.38%	99.33%	46.45%		37.21%	15.48%	18.26%
万年索道乘坐率	0.50	0.61	0.54	0.61	0.58	0.70	0.62	0.65	0.68	0.61	0.61	0.61	0.62	0.64
万年索道乘坐人次	55.80	66.91	53.91	90.09	79.32	118.09	118.75	78.34	124.49	122.24	61.86	152.58	174.47	207.11
万年索道人次增长率		19.90%	-19.43%	67.11%	-11.95%	48.88%	0.56%	-34.03%	58.90%	-1.80%		24.82%	14.34%	18.71%
万年索道折扣票价	24.5	24.5	33	33	33	33	33	33	33	45	45	45	45	45
万年索道收入	13.67	16.39	17.79	29.73	26.18	38.97	39.19	25.85	41.08	55.01	27.84	68.66	78.51	93.20
万年索道收入增长率		19.90%	8.53%	67.11%	-11.95%	48.88%	0.56%	-34.03%	58.90%	33.90%		24.82%	14.34%	18.71%
索道收入合计(百万元)	52.02	51.63	47.86	69.26	59.76	82.49	100.12	71.32	131.49	187.77	96.21	250.76	288.80	341.89
索道收入增长率		-0.76%	-7.30%	44.72%	-13.71%	38.03%	21.37%	-28.77%	84.37%	42.81%	19.91%	33.54%	15.17%	18.38%
索道ARPU	46.45	47.26	47.96	46.74	43.81	48.62	52.19	59.01	71.82	93.09	94.88	100.25	102.63	105.65
增长		1.76%	1.47%	-2.55%	-6.25%	10.96%	7.34%	13.08%	21.71%	29.61%		7.70%	2.37%	2.94%
索道成本(百万元)	12.19	11.81	10.41	10.95	12.14	12.78	19.01	18.32	26.18	29.69	21.15	44.41	50.52	55.50
其中折旧	0	0	4.00	2.88	4.26	5.30	10.46	10.56	17.50	19.80		32.00	36.00	39.00
非折旧成本			6.41	8.07	7.87	7.47	8.55	7.80	8.80	9.93		12.41	14.52	16.50
非折旧成本增长率				25.95%	-2.48%	-5.11%	14.43%	-8.78%	12.82%	12.82%	12.75%	25.00%	17.00%	13.62%
索道毛利	39.83	39.82	37.45	58.31	47.63	69.72	81.11	52.99	105.31	158.08	75.06	206.35	238.28	286.40
索道毛利率	76.57%	77.13%	78.24%	84.19%	79.69%	84.51%	81.02%	74.31%	80.09%	84.19%	78.02%	82.29%	82.51%	83.77%

来源：公司数据，国金证券研究所

4. 未来发展：门票提价、再融资、资本运作存预期

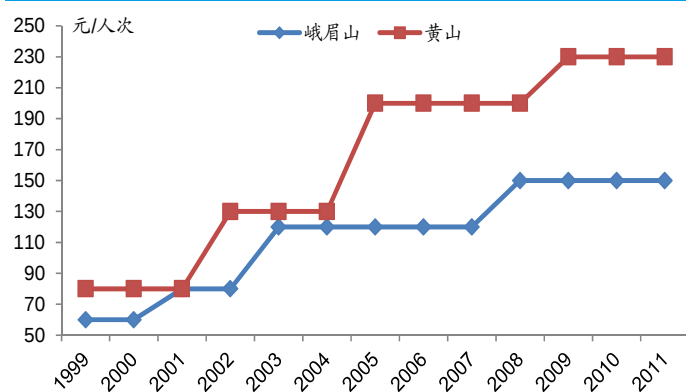
相比较其他旅游资源类企业，属国家级风景名胜且拥有门票、索道等具有垄断收费性质业务的峨眉山近几年在主业经营上整体呈现出稳步增长的态势，加上景区地理地貌上的有利条件，尽管已是相对成熟的一线景区，但成长空间依然巨大。近几年，随着居民收入的不断增长、周边交通环境的持续改善以及主动营销效应的逐步显现，游客量的持续较快增长为公司业绩的稳定增长奠定了坚实基础，**谨慎预期下有效的估值安全边际成为我们在弱市环境下依然对公司重点推荐的核心逻辑**。然而，进入 2012 年后，诸多催化条件的日渐成熟，将有望促使公司在资本市场上获得很好的表现。

4.1. 门票提价进入时间窗口，进一步提升基础盈利能力

我们在去年 5 月份的公司投资价值报告(详见 2011 年 5 月 10 日峨眉山投资价值报告《以正和，出奇胜》)中明确指出，峨眉山景区目前实行的票价是 2008 年 4 月 10 日调整后的价格(旺季 150 元，淡季 90 元)。根据国家发改委的有关规定，去年既已进入新一轮提价的时间窗口，但鉴于当时 CPI 水平高企，管委会贸然启动提价程序可能会让公司面临较大的社会舆论压力，因此，我们虽然在去年的报告中提出此可能性，但对峨乐管委会是否会在当时情况下推动提价程序持谨慎态度。然而，随着通胀水平的逐步企稳回落，社会舆论对经济的关注重心也逐渐由物价上涨转到经济增长上来，据此，我们认为，2012 年峨乐管委会提高峨眉山景区门票价格的可能性大大提高，在这点上，管委会和公司方面的意见完全一致，主要视外部环境所提供的可行性。根据国家风景名胜门票提价的行政程序，峨眉山门票提价需由四川省物价局召集听证会后审批通过。

黄山和峨眉山同为世界自然、文化双遗产，十多年前，两者的门票价格大体相当。但在经历多次价格调整后，黄山景区的门票价格已经涨到 230 元/人次，而峨眉山仍仅为 150 元/人次，差距已是十分明显(见图表 17)。客观上，峨眉山门票提价的空间和条件均已具备，有待管委会及上市公司的进一步推动。

图表17：黄山、峨眉山历次门票价格调整(1999~2011)



来源：公司数据，互联网，国金证券研究所

图表18：国家发改委关于景区门票价格调整的规定



根据国家发改委的相关规定，门票价格在 100 元(含 100 元)至 200 元(不含 200 元)之间的景区，一次提价幅度不得超过原价 25%(见图表 18)，据此计算，峨眉山旺季门票价格最高可提至 187.5 元/人次。综合考虑，门票定价一般取整数，我们认为，提价后的旺季价格预计在 180 或 185 元/人次。我们以 2012 年游客预测数据(游客增长 12.5%)对门票提价与每股收益之间进行了敏感性分析

(假设全年影响，见图表 19)，如旺季门票价格提高到 180 元/人次，实际票价折扣率稳定在 85%，将提升公司每股收益 0.112 元，正面影响十分显著。

图表19：峨眉山门票提价对EPS的敏感性分析(假设2012年游客数全年影响)

		提价后门票价格						180	185
		150	155	160	165	170	175		
2012年游客增速	5.0%	-0.037	-0.020	-0.002	0.015	0.032	0.050	0.067	0.085
	7.0%	-0.027	-0.010	0.008	0.026	0.044	0.061	0.079	0.097
	10.0%	-0.012	0.006	0.024	0.042	0.061	0.079	0.097	0.115
	11.0%	-0.007	0.011	0.029	0.048	0.066	0.085	0.103	0.121
	12.0%	-0.002	0.016	0.035	0.053	0.072	0.090	0.109	0.128
	12.5%	0.000	0.019	0.037	0.056	0.075	0.093	0.112	0.131
	13.0%	0.003	0.021	0.040	0.059	0.077	0.096	0.115	0.134
	15.0%	0.012	0.032	0.051	0.070	0.089	0.108	0.127	0.146
	20.0%	0.037	0.057	0.077	0.097	0.117	0.137	0.157	0.177
	25.0%	0.062	0.083	0.104	0.124	0.145	0.166	0.187	0.207

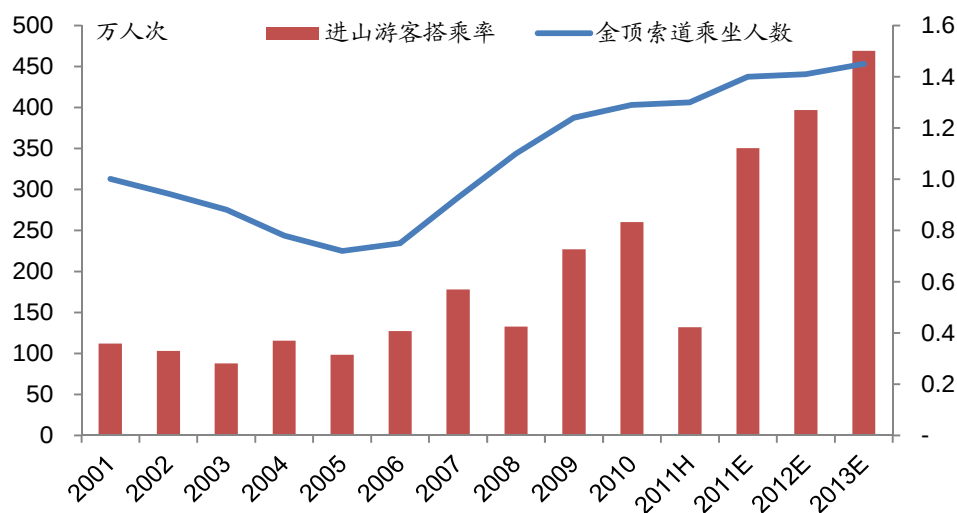
来源：公司数据，国金证券研究所

从门票提价的流程来看，即使近期管委会启动有关工作，从向省物价局申报到听证会，再到最终获批，完成全部程序至少也需要半年左右的时间，年内实施也仅是有限的几个月，对当期利润的贡献较为有限，但将有效提升未来两年持续快速增长的预期，短期将构成推动股价上涨的重要催化剂。

4.2. 完善景区运营产业链，上山观光车存较强整合预期

目前，峨眉山的旅游主业涉及景区门票、索道、度假酒店(客房、餐饮)、休闲娱乐(温泉)、特色旅游商品(峨眉雪芽)等旅游产业链各个环节，但就成熟景区完整的运营产业链而言，上市公司还缺少上山观光车这一十分重要的产业链环节。近几年，随着人们生活水平的提高，游客对于景区内交通工具(如索道、观光车)的依赖程度与日俱增，这从近几年峨眉山最主要的金顶索道搭乘率持续攀升就可见一斑(见图表 20)。

图表20：峨眉山金顶索道历年接待人数及搭乘率变化(2001~2013E)



来源：公司数据，国金证券研究所

目前，峨眉山乐山大佛旅游集团(以下简称“旅游集团”)经营峨眉山景区上山观光车。2011年1月5日，观光车全程车价从 70 元/人次上调至 90 元/人次，全程共设五个车站(报国寺、五显岗、万年寺、零公里、雷洞坪)，淡季(11月1日至次年4月25日)每天 14 班，其余旺季时间每天 22 班次，黄金周大幅增加班次。

次，是旅游集团盈利能力最强的经营性资产。我们参照同类型景区观光车的盈利能力，对峨眉山上山观光车的营收状况进行了估算(见图表 21)。根据我们的测算，在假设 2011 年峨眉山上山游客达到 250 万人次、上山观光车乘坐率为 61%及净利润率达到 36.3%(参考张家界环保车业务的净利润率水平)的条件下，上山环保车业务的净利润接近 5000 万元。

图表21：峨眉山上山观光车盈利状况估算(2007~2015E)

项目(单位:百万元)	2007	2008	2009	2010	2011H	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
进山游客人数(万人次)	191.85	120.85	183.07	201.72	101.41	250.13	281.40	323.61	352.73	380.95
上山观光车乘坐率	0.50	0.52	0.55	0.58	0.60	0.61	0.62	0.63	0.64	0.65
上山环保车乘坐人次	95.93	62.84	100.69	117.00	60.85	152.58	174.47	203.87	225.75	247.62
增长率		-34.49%	60.22%	16.20%		30.41%	14.34%	16.85%	10.73%	9.69%
山上观光车票价	70	70	70	90	90	90	90	90	90	90
上山观光车收入	67.15	43.99	70.48	105.30	54.76	137.32	157.02	183.49	203.17	222.86
增长率		-34.49%	60.22%	49.40%		30.41%	14.34%	16.85%	10.73%	9.69%
上山观光车净利润	23.50	15.40	25.02	37.70	19.71	49.85	57.31	67.16	74.57	82.01
增长		-34.49%	62.51%	50.66%		32.24%	14.97%	17.17%	11.03%	9.99%
净利润率	35.00%	35.00%	35.50%	35.80%	36.00%	36.30%	36.50%	36.60%	36.70%	36.80%

来源：国金证券研究所

当然，尽管我们有充分的理由相信，峨眉山上山观光车与现有上市公司经营的同类型业务有着十分相似的成本结构，但各企业间费用水平的差异很可能导致最终的盈利能力存在较大的差异。然而，上市公司如能以合理价格实施收购，不仅能够显著增厚上市公司业绩，而且，随着财务结构的持续改善、市场化程度的不断提高以及具有垄断性质的业务特征，获得行业平均利润水平应无大碍。与此同时，我们在实地调研时发现，目前峨眉山景区在一般情况下还允许私家车通过盘山公路直接上山。山路崎岖，路面狭窄，危险系数很高，在旅游旺季时，私家车往往由于不熟悉路况，导致交通堵塞，既限制了景区接待能力，又平添安全隐患。因此，从安全管理的角度出发，我们认为，公司收购后，很可能对道路进行规划整顿，严格限制私家车上山，统一由观光车进行接待。届时，观光车的搭乘率将进一步提高，进一步提升观光车的盈利能力。

4.3. 打造国际级旅游度假区，启动再融资或是正当时

2011 年 11 月 24 日，《峨眉山旅游度假区总体规划》通过四川省评审委员会专家评审。根据规划，峨眉山旅游度假区整体建设将呈“V”字形带状结构，总体分为“一核、七区、一带、两环线”：“一核、七区”即以峨秀湖复合型度假为核心，分为观音湖山水运动休闲度假区、大庙飞来殿道家文化养生度假区、梅子湾温泉避暑度假区、万槽湖乡村田园休闲度假区、张沟森林避暑休闲度假区、城镇建设发展控制区、大沟生态涵养区七个功能区；“一带、两环线”即川主河农耕文化休闲度假带，峨秀湖-万槽湖-张沟-四季坪-峨眉山景区南部环线和观音湖-沈山-梅子湾、川主河-峨眉山景区北部环线。届时，峨眉山旅游度假区将形成以休闲度假、养生保健为特点的旅游新优势，实现从观光旅游向休闲度假游的战略转型，打造国际级的旅游度假区。

对此，我们认为，国际旅游度假区的建设将引致大规模的资本投入。相较观光旅游，度假旅游需要更为完善的基础设施、品质更高的度假酒店、丰富的休闲娱乐设施以及与之相适应的餐饮服务、特色旅游商品，资本开支也相应大幅增加，尽管公司现金流状况非常不错，但要满足度假旅游大规模发展依然会显得捉襟见肘。而且，公司自 1997 年 IPO 上市后，仅在 2004 年完成过一次配

股，累计募集资金净额不到 3.6 亿元。因此，在此背景下，8 年后的峨眉山完全可能再次启动再融资，而且，基于当前景区基础设施与国际级旅游度假区要求存在的巨大差距，我们认为，公司如若近期启动再融资，融资规模相较以往将明显放大。可能的融资项目，除旅游集团的上山观光车如果时机适合(由于收购环保车需与集团进行充分沟通、评估定价，时间上未必能与再融资进程完全协调)可作为募集资金用途的首选外，对于其他募集资金投向，我们维持前期的判断，主要有以下四方面：

- 1. 度假酒店扩建、改造：**近几年，随着峨眉山景区快速交通环境的不断改善、休闲度假设施的逐步增加以及公司针对会奖旅游业务的重点推广，对其旗下高端酒店(尤其是红珠山宾馆)的需求与日俱增，房价、入住率水平不断攀升，餐饮、娱乐收入也大幅增加，近几年公司酒店业务的利润贡献持续提高。据此，公司目前位于报国寺景区的度假酒店存在较为强烈的改扩建需求。比如，目前红珠山宾馆仍有按照三星级标准装修的 6、7 号楼，完全可以进行升级改造；此外，峨眉山大酒店部分客房设施已较为陈旧，亦存在重新装修、改造升级的空间。我们认为，此举将进一步提升酒店业务的盈利能力。
- 2. 加速发展“峨眉雪芽”特色旅游商品业务：**目前公司经营的峨眉雪芽，共有十大系列、十六个产品品类，其中，专供和天心有机茶系列获得欧盟的权威有机认证。公司的茶叶业务目前处在快速成长期，根据我们的测算，2011 年将实现 500~1000 万的净利。然而，随着茶叶业务的发展，峨眉雪芽的产量和销售渠道逐渐成为制约此项业务盈利水平进一步提升的发展瓶颈。因此，公司募集资金可投向茶叶基地的扩建(增加产量)和销售渠道的建设(提高市场份额)，而这两方面均需要较大规模的资金投入。
- 3. 文化演艺项目：**根据《四川省“十二五”旅游业发展规划》，形成“成、绵、乐”旅游经济带的战略布局，未来 5 至 10 年，峨眉山市将建设成为“国际文化旅游目的地”，全方位推进文、旅、景、城的大整合。峨眉山在目前拥有以佛教文化为主体的文化底蕴基础上，打造“国际文化旅游目的地”还需要具体的文化产品作载体。对此，公司在去年 5 月提出之投资 1 亿元建设一个拥有 2000 多个座位的现代化大剧院、打造一台文化演艺项目的计划无疑将成为峨眉山市政府推进文化旅游目的地建设的有力抓手。文化演艺项目基础设施(如剧院、停车场、舞台设备等)的建设以及剧目的制作、排练均需要一定规模的资金投入，作为募集资金投向也较为适合。
- 4. 索道改造：**索道在经过多年的运行后，往往需要进行一次大规模的维护，而景区也往往会利用这个时机进行扩能改造。金顶索道前些年已经完成扩能改造，但在旅游旺季还是会发生等待时间过长的现象(索道等待时间超过 3~4 个小时)，近期，公司宣布了金顶二索道(客货两用索道)的建设计划，由此将引致一定的资金需求。与此同时，目前运行的万年索道也建成十多年，临近大修的时间节点，亦存在同样的资金需求。尽管索道改造的资金投入规模不是很大，但亦可构成再融资募股资金投向的组成部分。至于为完善峨眉山旅游大环线建设而可能推进后山索道(详见峨眉山投价报告)的建设，由于涉及景区规划调整，需通过管委会向国家住建部提出申请，在

经专家论证、环评后，最终由国务院批准后方能推进，在时间上有较大的不确定性，故可能成为“可遇不可求”的募投项目。

5. 风险提示

5.1. 门票提价进程存在不确定性

尽管目前已到门票提价的时间窗口，上市公司和管委会亦目标一致，但鉴于社会舆论对国家级风景名胜门票提价总体持负面评价，在此背景下，地方政府对门票提价可能较为谨慎，导致门票提价进程存在一定的不确定性。

5.2. 启动再融资的时间及具体项目亦具有不确定性

尽管我们根据国际旅游度假区发展要求以及峨眉山的现状，认为公司未来启动再融资可能投资的方向，而且，从本届董事会的任期来看，今年启动相关的程序的概率较大，但以上主要是我们的主观判断，具体项目以及启动时间亦具有不确定性。

5.3. 自然灾害等不可抗力因素将重创旅游行业

自然灾害、流行疾病等不可抗力事件将对行业运行、公司业绩产生重大的不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	394	604	736	921	1,049	1,199
增长率		53.2%	21.8%	25.1%	13.9%	14.3%
主营业务成本	-249	-337	-391	-485	-543	-604
% 销售收入	63.2%	55.7%	53.1%	52.7%	51.8%	50.4%
毛利	145	267	345	436	506	594
% 销售收入	36.8%	44.3%	46.9%	47.3%	48.2%	49.6%
营业税金及附加	-18	-28	-34	-42	-48	-55
% 销售收入	4.6%	4.6%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%
营业费用	-16	-42	-76	-99	-109	-120
% 销售收入	4.0%	7.0%	10.4%	10.8%	10.4%	10.0%
管理费用	-51	-72	-84	-108	-116	-132
% 销售收入	13.0%	12.0%	11.5%	11.7%	11.1%	11.0%
息税前利润（EBIT）	60	125	150	187	233	288
% 销售收入	15.1%	20.7%	20.3%	20.3%	22.2%	24.0%
财务费用	-30	-23	-16	-14	-16	-17
% 销售收入	7.5%	3.8%	2.1%	1.5%	1.5%	1.4%
资产减值损失	0	0	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-3	1	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	0.8%	n.a	n.a	n.a	0.0%
营业利润	27	103	133	171	216	271
营业利润率	6.8%	17.0%	18.1%	18.6%	20.6%	22.6%
营业外收支	-1	-4	-3	-3	-2	-2
税前利润	26	99	130	169	214	269
利润率	6.5%	16.4%	17.7%	18.3%	20.4%	22.4%
所得税	-4	-15	-20	-26	-33	-42
所得税率	16.9%	15.6%	15.5%	15.5%	15.7%	15.7%
净利润	21	84	110	143	180	227
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	22	84	110	143	180	227
净利率	5.7%	13.9%	15.0%	15.5%	17.2%	18.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	21	84	110	143	180	227
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	85	87	95	97	112	132
非经营收益	31	24	13	19	20	21
营运资金变动	-3	26	-2	9	5	-2
经营活动现金净流	134	221	216	268	318	378
资本开支	-84	-116	-36	-171	-205	-256
投资	11	0	0	-1	0	0
其他	1	1	0	0	0	0
投资活动现金净流	-72	-115	-36	-172	-205	-256
股权募资	1	0	4	0	0	0
债权募资	-25	-75	-40	-26	-109	-37
其他	-53	-31	-22	-22	-18	-33
筹资活动现金净流	-77	-106	-58	-48	-127	-70
现金净流量	-14	0	121	48	-15	52

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	89	89	207	255	240	292
应收款项	15	13	15	20	22	24
存货	19	17	20	27	30	36
其他流动资产	2	3	6	9	9	10
流动资产	125	122	249	310	301	362
% 总资产	11.7%	11.0%	21.1%	23.6%	21.6%	23.0%
长期投资	2	2	4	5	4	4
固定资产	844	886	834	903	993	1,115
% 总资产	78.6%	80.0%	70.6%	68.8%	71.2%	70.7%
无形资产	101	96	93	92	94	95
非流动资产	948	985	931	1,002	1,093	1,215
% 总资产	88.3%	89.0%	78.9%	76.4%	78.4%	77.0%
资产总计	1,074	1,107	1,180	1,313	1,394	1,577
短期借款	305	145	230	189	67	0
应付款项	51	68	83	96	102	107
其他流动负债	15	33	32	36	54	54
流动负债	371	246	345	321	223	161
长期贷款	75	160	35	57	70	100
其他长期负债	7	7	7	0	0	0
负债	453	413	387	378	293	261
普通股股东权益	616	689	786	928	1,095	1,310
少数股东权益	5	5	7	6	6	6
负债股东权益合计	1,074	1,107	1,180	1,313	1,394	1,577

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.095	0.357	0.469	0.608	0.767	0.964
每股净资产	2.618	2.931	3.340	3.948	4.655	5.569
每股经营现金净流	0.566	0.940	0.918	1.138	1.350	1.606
每股股利	0.043	0.060	0.120	0.000	0.060	0.050
回报率						
净资产收益率	3.63%	12.16%	14.05%	15.39%	16.48%	17.31%
总资产收益率	2.08%	7.57%	9.35%	10.89%	12.95%	14.38%
投入资本收益率	4.95%	10.59%	11.97%	13.35%	15.87%	17.17%
增长率						
主营业务收入增长率	-15.37%	53.15%	21.83%	25.12%	13.94%	14.28%
EBIT增长率	-24.89%	110.15%	19.50%	24.68%	24.79%	23.73%
净利润增长率	-51.83%	275.57%	31.62%	29.49%	26.28%	25.64%
总资产增长率	-2.69%	3.13%	6.54%	11.26%	6.19%	13.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.9	4.9	4.3	5.0	4.5	4.5
存货周转天数	22.2	19.5	17.2	20.0	20.0	22.0
应付账款周转天数	34.8	34.0	37.3	34.0	33.0	31.0
固定资产周转天数	755.7	516.8	408.0	341.8	314.2	309.3
偿债能力						
净负债/股东权益	46.90%	31.16%	7.27%	-0.97%	-9.38%	-14.58%
EBIT利息保障倍数	2.0	5.5	9.5	13.1	14.8	17.4
资产负债率	42.22%	37.33%	32.84%	28.77%	21.00%	16.56%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	2	15
买入	0	1	1	4	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.67	1.67	1.45

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-03	买入	18.18	22.00 ~ 23.50
2 2010-10-26	买入	20.31	N/A
3 2011-01-18	买入	15.81	22.10 ~ 23.80
4 2011-03-30	买入	18.82	N/A
5 2011-05-11	买入	19.49	25.50 ~ 27.50
6 2011-07-19	买入	19.21	25.50 ~ 27.50
7 2011-08-02	买入	18.42	N/A
8 2011-11-27	买入	18.85	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B