

峨眉山 A (000888)

景点/餐饮旅游

发布时间: 2012-05-08

报告类型 / 公司深度报告

推荐

上次评级: 推荐

坐拥佛教圣地，打造休闲度假旅游胜地

报告摘要:

- 公司业绩稳定增长，发展空间可期：2011 年公司共实现营业收入 90765 万元，比去年同期增加 17192 万元，增长 23.37%；实现营业利润 17325 万元，比去年同期增加 4032 万元，增长 30.34%。公司主营业务游山门票以及客运索道具有高收益，稳增长的特点。公司延伸业务茶叶、文化演艺、旅游地产等有着较好的业绩预期。公司经营管理状况良好，各项财务管理指标基本在合理范围之内，公司现金流充裕，资产负债合理，财务费用，营销费用同比降低，管理费用扣除员工工资支出上涨在合理范畴。
- 投资逻辑分析：1) 内外兼修助推景区客流量稳步增长：资源优势：观光旅游的胜地；《规划》加快了峨眉山向休闲度假的转型，将带动接待游客数量上涨；交通状况的持续改善将带动接待游客数量上涨；峨眉山数字化工程有利于吸引更多的游客；公司加大营销力度，走品牌化战略。2) 现有主业稳健发展：游山门票业务：接待游客数量稳定增长，门票价格相比不高；客运索道业务：盈利贡献最大；酒店业务：走差异化路线，经营持续改善。3) 延伸旅游产业链，大力发展非景业务：峨眉雪芽：“5112”战略规划，发展潜力巨大；文化演艺：投资回报率高，发展前景可观；旅游地产：有待发展，未来结算对公司业绩贡献可期。4) 未来看点：上山观光车存整合预期。
- 盈利预测及投资策略：公司坐拥佛教圣地，掌握独特的景区资源垄断优势，依托景区旅游资源品牌，打造休闲度假旅游目的地。内外环境助推景区游客量稳步提升。公司现有主业发展良好，业绩持续增长，表现出较强的竞争力和可持续发展能力。公司由观光旅游向休闲度假旅游目的地转型，深度开发景区资源，向茶产业、文化演艺、旅游地产等非景业务拓展。考虑到公司 2012 年接待游客量稳步上涨和景区上山观光车资产整合预期，我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 0.77 元、0.92 元和 1.06 元，公司目前股价 19.15 元，对应 PE25 倍、21 倍和 18 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：不可抗力风险、市场风险、经营风险等。

股票数据

2012/5/7

收盘价(元)	19.15
12 个月股价区间(元)	14.83 ~ 20.98
总市值(百万元)	4,504
总股本(百万股)	235
A 股(百万股)	235
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

历史收益率曲线



相关报告

峨眉山 A 年报点评：峨眉山 A 年报点评：业绩持续增长，发展空间可期

峨眉山 A 一季报点评：淡季不淡，连续 3 年实现一季度盈利

证券分析师：周思立

执业证书编号：S0550511010003

02120361108 zhouli@nesc.cn

研究助理：梁莉

02120361135 liangli@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	736	908	1,039	1,190	1,368
(+/-)%	22%	23%	14%	14%	15%
净利润	110	145	181	217	249
(+/-)%	32%	32%	25%	20%	15%
每股收益(元)	0.47	0.62	0.77	0.92	1.06
市盈率	40.8	31.0	24.9	20.7	18.0
市净率	5.73	4.99	4.35	3.73	3.20
净资产收益率(%)	14.0%	16.1%	17.5%	18.0%	17.7%
股息收益率(%)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
总股本(百万股)	235	235	235	235	235

内 容 目 录

1. 公司概况：坐拥佛教圣地，打造休闲度假旅游胜地	4
1.1. 股权结构	5
1.2. 业务结构	6
1.3. 财务分析	8
2. 公司投资逻辑分析	9
2.1. 内外兼修助推景区客流量稳步增长	9
2.1.1. 资源优势：观光旅游的胜地	9
2.1.2. 《规划》加快了峨眉山向度假休闲的转型，将带动接待游客数量上涨	10
2.1.3. 交通状况的持续改善将带动接待游客数量上涨	11
2.1.4. 峨眉山数字化工程有利于吸引更多的游客	11
2.1.5. 公司加大营销力度，走品牌化战略	12
2.2. 现有主业稳健发展	12
2.2.1. 游山门票业务：接待游客数量稳定增长，门票价格相比不高	12
2.2.2. 客运索道业务：盈利贡献最大	14
2.2.3. 酒店业务：走差异化路线，经营持续改善	16
2.3. 延伸旅游产业链，大力发展非景业务	17
2.3.1. 峨眉雪芽：“5112”战略规划，发展潜力巨大	17
2.3.2. 文化演艺：投资回报率高，发展前景可观	19
2.3.3. 旅游地产：有待发展，未来结算对公司业绩贡献可期	19
2.4. 未来看点：上山观光车存整合预期	19
3. 公司估值及盈利预测	20

图 目 录

图 1: 峨眉山 A 股权结构.....	5
图 2: 公司主营业务收入情况.....	7
图 3: 公司主营业务毛利情况.....	7
图 4: 2011 年公司主营收入构成.....	7
图 5: 2011 年公司主营毛利构成.....	7
图 6: 公司营业总收入与同比增长率.....	8
图 7: 公司归属母公司股东的净利润与同比增长率.....	8
图 8: 公司销售毛利率与销售净利率.....	9
图 9: 公司成本费用率.....	9
图 10: 峨眉山.....	10
图 11: 金顶金佛.....	10
图 12: 重要景区类上市公司游客接待量.....	13
图 13: 公司接待游客量与同比增长率.....	13
图 14: 游山门票业务营业收入与毛利率.....	14
图 15: 金顶索道.....	15
图 16: 万年寺索道.....	15
图 17: 客运索道业务营业收入与毛利率.....	15
图 18: 酒店业务营业收入与毛利率.....	17
图 19: “峨眉雪芽”生态园.....	18
图 20: “峨眉雪芽”产品.....	18
图 21: “天下峨眉”剧照.....	19
图 22 峨眉山大剧院设计效果图.....	19

表 目 录

表 1: 2011 年公司前十大股东持股情况.....	5
表 2: 公司拥有的子公司及 2011 年收入情况.....	6
表 3: 2011 年公司前十大股东持股情况.....	11
表 4: 游山门票业务盈利预测.....	14
表 5: 客运索道业务盈利预测.....	16
表 6: 公司旗下酒店经营情况.....	16
表 7: 酒店业务盈利预测.....	17
表 8: 景区上山观光车盈利预测.....	20

1. 公司概况：坐拥佛教圣地，打造休闲度假旅游胜地

峨眉山旅游股份有限公司是经四川省人民政府批准，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）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，目前公司总股本 2.35 亿。根据 1997 年 5 月本公司（筹）与原峨眉山市峨眉山管理委员会（2008 年 11 月更名为峨眉山-乐山大佛风景名胜区管理委员会）签订的《关于委托经营峨眉山风景区游山票事宜的协议》及其补充协议约定，自 1997 年 10 月起 40 年内峨眉山管委会委托公司负责峨眉山风景区游山票的发售和款项收取等事项，双方就景区游山票收入（指游山票销售所得款项包含以后涨价部分，扣除游山票本身制作、游山票全部管理费用、游客人身保险费和峨眉山旅游风景资源保护基金等成本和营业税后的收入）各分配 50%。公司负责风景区的环境卫生维护，维护、维修风景区现有游览道路、桥梁、安全设施以及亭阁建筑、摩崖石刻等风景景观，峨眉山风景区的对外宣传和旅游促销工作等。

四川峨眉山与安徽九华山、浙江普陀山、山西五台山并称为中国四大佛教名山。地处四川盆地绵延数百里常有金顶佛光奇观的“峨眉天下秀”峨眉山是普贤菩萨道场。

峨眉山与佛教的渊源据说始于公元 1 世纪。传说，东汉明帝永平六年（公元 63 年）“六月一日，有蒲公者，采药于云窝，见一鹿歆迹如莲花，异之，追之绝顶无踪”。因回头问在山上结茅修行的宝掌和尚。和尚说是普贤菩萨“依本愿而现象于峨眉山”。蒲公归家后即舍宅为寺，于是峨眉山就发展成普贤菩萨的道场。以后历代修建寺庙时都以普贤菩萨为中心，并发展成中国四大佛教名山之一，乃至世界影响甚深的佛教圣地。

峨眉山除了其深厚的佛教文化内涵之外，有着奇特的山体形态，美丽的自然风光，以及丰富的动植物资源。峨眉山素有“峨眉天下秀”之称。峨眉山是一个集自然风光与佛教文化为一体的中国国家级山岳型风景名胜区。1982 年，峨眉山以四川峨眉山风景名胜区的名义，被国务院批准列入第一批国家级风景名胜区名单。1996 年，峨眉山与乐山大佛共同被列入《世界自然与文化遗产名录》，是自然和文化双重遗产之地。2007 年，峨眉山景区经国家旅游局正式批准为国家 5A 级旅游景区。

根据近期四川省专家委员会审议通过的《峨眉山旅游度假区总体规划》，峨眉山将在“十二五”末期被打造成为国内知名的、以休闲度假，养生保健为特点的著名景区。根据规划，峨眉山旅游度假区将涵盖以复合型功能区为核心区的，以运动休闲、文化养生、温泉、田园休闲、避暑休闲、城镇发展控制、生态涵养为概念型子功能区的“一核、七区”的整体布局。另外，峨眉山还规划有“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。预计到“十二五”末，峨眉山将实现年游客接待总量 90 万人次，收入 12 亿元，实现从观光旅游向休闲度假游的转型。

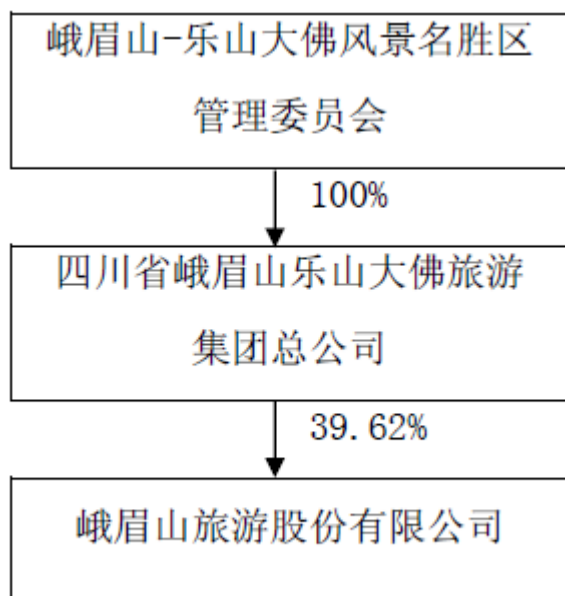
峨眉山旅游度假区计划总投资达到 120 亿元。目前，峨眉山旅游度假区已成功引进了世界文化旅游产业园、峨眉山乐山大佛禅院、峨眉象城、山与湖、世纪阳光大酒店、安纳塔纳酒店、喜来登五星级大酒店等一批重点旅游休闲项目入驻，已完成投资近

4.8 亿元。

1.1. 股权结构

2008 年峨眉山管委会、乐山大佛管委会正式合并，双方资产全部进入峨眉山乐山大佛旅游集团总公司，该集团公司直接持有上市公司股权 39.62%。上市公司目前拥有七家子公司。

图 1：峨眉山 A 股权结构



数据来源：东北证券，公司公告

表 1：2011 年公司前十大股东持股情况

股东名称	持股数量(股)	持股比例 (%)	股本性质
四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司	93,173,625	39.62	限售流通 A 股, A 股流通股
乐山市红珠山宾馆	18,462,375	7.85	限售流通 A 股, A 股流通股
中国建设银行-工银瑞信稳健成长股票型证券投资基金	9,132,057	3.88	A 股流通股
中国民生银行股份有限公司-东方精选混合型开放式证券投资基金	6,006,354	2.55	A 股流通股
上海浦东发展银行-长信金利趋势股票型证券投资基金	5,759,534	2.45	A 股流通股
中国工商银行-中海能源策略混合型证券投资基金	5,188,813	2.21	A 股流通股
中国银行-华夏大盘精选证券投资基金	4,630,131	1.97	A 股流通股
交通银行-鹏华中国 50 开放式证券投资基金	4,195,235	1.78	A 股流通股
中国农业银行-富国天瑞强势地区精选混合型开放式证券投资基金	3,498,288	1.49	A 股流通股
中国银行-华夏行业精选股票型证券投资基金 (LOF)	3,232,713	1.37	A 股流通股

数据来源：东北证券，公司公告

表 2: 公司拥有的子公司及 2011 年收入情况

序号	名称	持股比例	投票比例	2011 年收入情况
1	北京国安峨眉茶业有限公司	50%	60%	实现营业收入 301 万元, 亏损 41 万元
2	成都峨眉山旅游投资有限公司	81.82%	81.82%	亏损 61 万元
3	四川峨眉山风景国际旅行社有限责任公司	90%	90%	实现营业收入 1394 万元, 亏损 20 万元
4	成都峨眉山旅行社有限责任公司	90%	90%	是 3 的子公司
5	四川仙山会议服务有限责任公司	90%	90%	是 3 的子公司
6	峨眉山金旅网络旅游有限公司	60%	60%	实现利润 1 万元
7	峨眉山万年旅游地产有限公司	60%	60%	亏损 5 万元

数据来源: 东北证券, 公司公告

峨眉山管理委员会以及乐山大佛管理委员会的行政管理功能以及相应资产的合并为上市公司峨眉山的经营产生诸多影响: 乐山大佛以及峨眉山同属于世界文化和自然遗产, 两者相距约为 20 公里, 行程时间约为 40 分钟, 这将有利于集团公司进行充分的资源整合, 发挥协同效用, 提高资源利用效率, 降低经营管理成本, 作为上市公司的峨眉山也必将受益非浅; 作为集团旗下唯一的上市公司, 峨眉山必定在集团资源整合过程中发挥重要作用, 因此上市公司充满了资产注入, 业务整合的预期; 另外, 消费者也必将受益于公司资源整合以及经营效率提高的成果, 反过来必将拉动旅游消费的增长以及公司业绩的提高。

目前, 峨眉山乐山大佛旅游集团拥有景区上山观光车的资产, 管理委员会掌握的旅游资源主要有乐山大佛博物馆, 灵秀温泉及饭店, 乐山大佛门票, 乐山大佛游船, 东方佛都。我们认为, 目前, 旅游集团景区上山观光车的资产注入存在较强的预期, 但是注入时机尚需等待。

1.2. 业务结构

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。2011 年公司主营业务按收入比重排列主要有游山门票收入 (占公司收入比重为 36.28%)、客运索道收入 (占公司收入比重为 26.75%)、宾馆客房和餐饮收入 (占公司收入比重为 23.24%)、广告及商品销售收入 (占公司收入比重为 6.72%)、温泉、冰雪、娱乐业收入 (占公司收入比重为 2.84%)、旅行社收入 (占公司收入比重为 1.44%)、供水供电收入 (占公司收入比重为 0.83%)、其他收入 (占公司收入比重为 0.74%)。

从各主营业务的毛利率情况看, 2011 年公司游山门票、客运索道、宾馆客房、宾馆餐饮、广告及商品销售、温泉、冰雪、娱乐业、旅行社、供水供电的毛利率分别为 39.84%、80.42%、10.12%、37.34%、15.68%、27.93%、-3.73%及 69.68%。

2011 年公司主营业务按毛利比重排列主要有客运索道 (占公司毛利比重为 49.70%)、游山门票 (占公司毛利比重为 33.39%)、宾馆客房和餐饮 (占公司毛利比重为 10.59%)、广告及商品销售 (占公司毛利比重为 2.44%)、温泉、冰雪、娱乐业 (占公司毛利比重为 1.83%)、供水供电 (占公司毛利比重为 1.34%)、其他 (占公司毛利比重为 0.83%)、旅行社 (占公司毛利比重为 -0.12%)。

由此可见：游山门票和客运索道是公司营业收入和利润的主要来源，毛利率也非常稳定。提高门票价格或者索道增容的举措都将为公司带来营业收入和利润的确定性的持续稳定增长。同样进山游客数量的增长也会给营业收入以及利润带来正面的作用。占到公司营收近四分之一的宾馆客房以及餐饮业务对公司的毛利率贡献较低，毛利比重仅占 10.59%。其他业务中，供水供电项目虽然规模不大，但是其具备高利润率，高利润贡献的特点，值得研究其规模扩展的可能性。而表现最差的是旅行社业务，其利润贡献为负。

从公司年报中公布的在建项目来看，公司正在强化景区门票业务以及索道业务的业务增长能力。公司将投巨资建立企业数字化工程以及景区票务管理系统，企业数字化的平台建设将包括用户认证系统、新建企业服务总线平台、企业门户平台、业务流程管理平台、新建数据仓库、数据挖掘系统、统计报表系统及相关支撑硬件等内容。该工程的建设将有助于方便游客获取信息以及订购服务，有助于提升企业的品牌形象，有助于提高企业内部管理水平，有助于企业更好的对客户资源进行管理，最终有助于吸引更多的游客。公司另外一个重要在建项目是万年寺到二道桥的客运索道，如果公司能够顺利完成该项目的建设，无疑为公司在增加营收尤其是利润方面做出重要的贡献。

图 2：公司主营业务收入情况

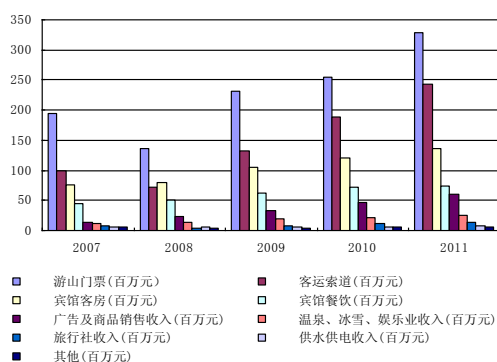
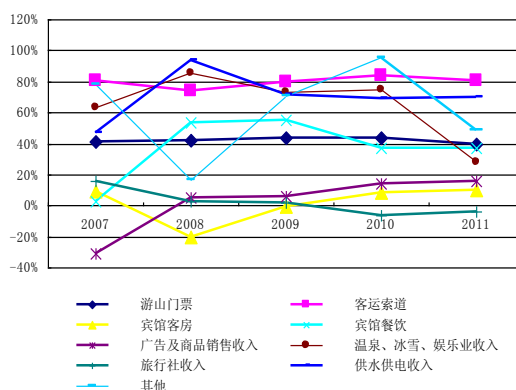


图 3：公司主营业务毛利情况



数据来源：东北证券，公司公告

图 4：2011 年公司主营收入构成

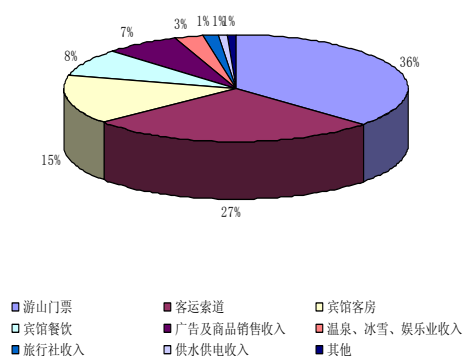
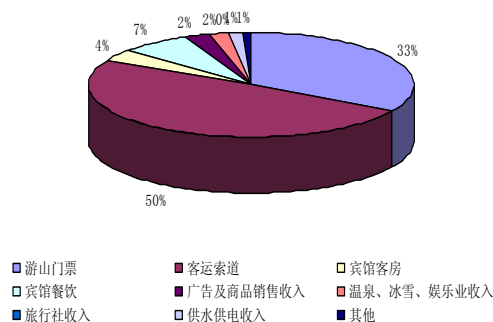


图 5：2011 年公司主营毛利构成



数据来源：东北证券，公司公告

1.3. 财务分析

公司经营业绩稳定增长。营业总收入从 2007 年的 46592 元上升到 2011 年的 90765 万元；归属于母公司股东的净利润从 2007 年的 4635 万元上升到 2011 年的 14510 万元。公司 2011 年年报显示，2011 年公司全年共实现营业收入 90765 万元，比去年同期增加 17192 万元，增长 23.37%；实现营业利润 17325 万元，比去年同期增加 4032 万元，增长 30.34%；实现归属于母公司股东的净利润 14510 万元，比去年同期增加 3481 万元，增长 31.56%。实现每股收益 0.617 元。

公司经营管理状况基本良好，相关财务指标基本在健康范围之内。2011 年末公司资产负债率下降至 25.24%。公司最近 3 年净资产收益率和总资产收益率均稳步增长。2011 年营收为 90765 万元，相对比 2010 年的 73573 万元有 23.37% 的增长，但是经营成本 2011 年为 50699 万元，相对比 2010 年的 39096 万元有 29.68% 的增长，扣除员工工资福利上涨等因素外，经营成本的上涨仍然在合理范围之内。从公司主营业务按产品分类的营业收入和营业成本来看：温泉、冰雪、娱乐类产品的营业成本有着与营业收入不同步的上涨，即其营业成本从 2010 年的 532.6 万元上涨到 2011 年的 1858 万元，而该类产品的营业收入从 2010 年的 2111 万上涨到 2011 年的 2578 万。公司其他产品类的营业成本和营业收入基本上有着同步的增长。从公司现金流状况来看：公司 2011 年现金净流量为 26150 万元，而去年年末为 20740 万元，有着明显的提高。从公司相关费用控制来看：公司在本年度的销售费用以及财务费用方面有着明显的降低，而在管理费用方面有着明显的上涨。销售费用从 2010 年的 7643 万元降低到 2011 年度的 6562 万元，财务费用从 2010 年的 1580 万元降低到 1145 万元，而管理费用则从 2010 年的 8437 万元增长到 2011 年的 10834 万元。管理费用的增长主要归因于职工薪酬等支出相对比 2010 年有约为 25% 的大幅增长，以及差旅费 100% 以上的增长，董事会费近乎 50% 的增长。

公司维持较强的盈利能力。由于公司的业务结构中索道业务维持 80% 以上的毛利率水平，而其在营收中的比重接近三分之一，因此带动了公司整体的毛利率水平。公司销售毛利率最近 3 年有明显的提高，基本维持在 45% 左右的水平。

图 6：公司营业总收入与同比增长率

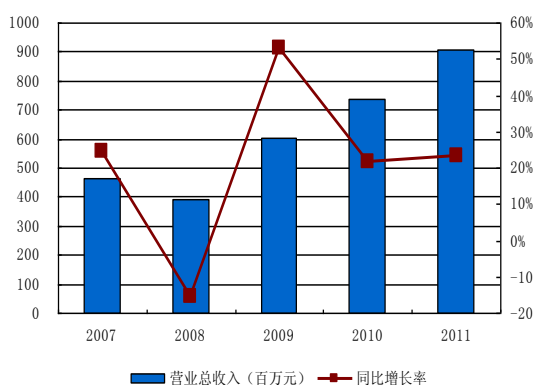
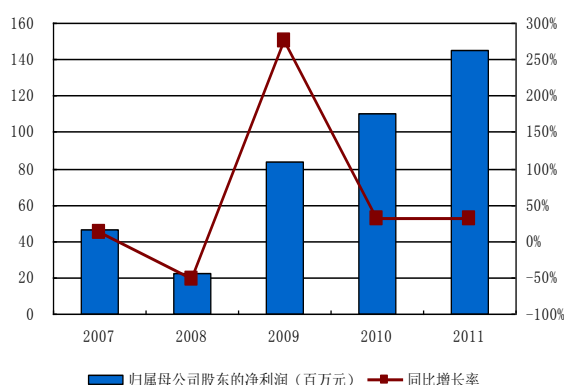


图 7：公司归属母公司股东的净利润与同比增长率



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 公司销售毛利率与销售净利率

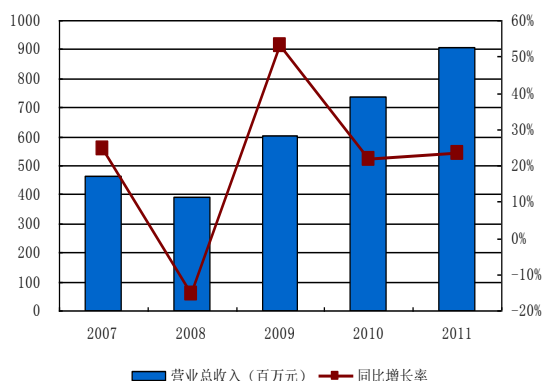
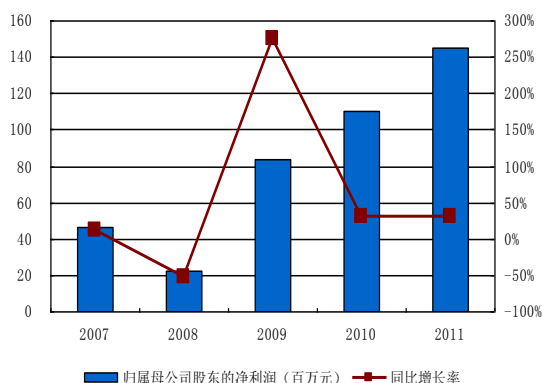


图 9: 公司成本费用率



数据来源：东北证券，Wind

2. 公司投资逻辑分析

2.1. 内外兼修助推景区客流量稳步增长

2.1.1. 资源优势：观光旅游的胜地

观光旅游的核心驱动要素在于美丽的自然风光与深厚的或者独特的文化，峨眉山这两方面一样不差。这注定使峨眉山成为众多游客向往的旅游目的地。

峨眉山有奇特的三体地形。中国地质史上中生代末期的燕山运动奠定了峨眉山地质构造的轮廓，新构造期的喜马拉雅运动，及其伴随的青藏高原的抬升，造就了峨眉山。峨眉山由于山顶上是一大片古生代喷出的玄武岩，其下岩层受到保护而得以保持高度，又因山中内部“暴流切割强烈”，进而形成了比高 2000 米以上的“峡谷奇峰地形”。登山沿途地形因地层之分而多貌并存：如处石灰岩层中则藏九老洞之类岩洞地貌；及经花岗岩也变质岩区，则又成深峡之姿；山顶之坚实的玄武岩上自又是一番熔岩平台的景象。峨眉山有着无与伦比的自然风光。

峨眉山有着美丽的自然风光。峨眉山的大峨、二峨两山相对，远望峨眉山，双峰缥缈如画眉，其陡峭险峻、横空出世的雄伟气势，使唐代诗人李白有“峨眉高出西极天”之赞。另外，峨眉山以多雾著称，常年云雾缭绕，雨丝霏霏。弥漫山间的云雾，变化万千，其素有“一山有四季，十里不同天”之妙喻。峨眉山有着众多的自然景观。如红珠拥翠、虎溪听泉、龙江栈道、龙门飞瀑、雷洞烟云、接引飞虹、卧云浮舟、冷杉幽林等，峨眉新十景：金顶金佛、万佛朝宗、小平情缘、清音平湖、幽谷灵猴、第一山亭、摩崖石刻、秀甲瀑布、迎宾滩、名山起点。

峨眉山有着深厚的佛家文化。相传佛教于公元 1 世纪即传入峨眉山，近 2000 年的佛教发展历程，给峨眉山留下了丰富的佛教文化遗产，造就了许多高僧大德，使峨眉山逐步成为中国乃至世界影响甚深的佛教圣地。峨眉山是普贤菩萨的道场。据佛经载，普贤与文殊同为释迦牟尼佛的主要助手，文殊表“智”，普贤表“德”。普贤菩萨的名气很大，广有信众，佛因山而兴盛，山因佛而扬名。全山共有僧尼约 300 人，

寺庙近 30 座，其中著名的有报国寺、伏虎寺、清音阁、洪椿坪、仙峰寺、洗象池、金顶华藏寺、万年寺等八大寺庙。尼姑修行的寺院有伏虎寺、雷音寺、善觉寺、纯阳殿、神水阁。

峨眉山以优美的自然风光、悠久的佛教文化、丰富的动植物资源、独特的地质地貌著称于世，被人们誉为“仙山佛国”、“植物王国”、“动物乐园”、“地质博物馆”，成为海内外旅游者心中观光休闲、度假养生的天堂，祈福求祥、净休心灵的圣地。

图 10: 峨眉山

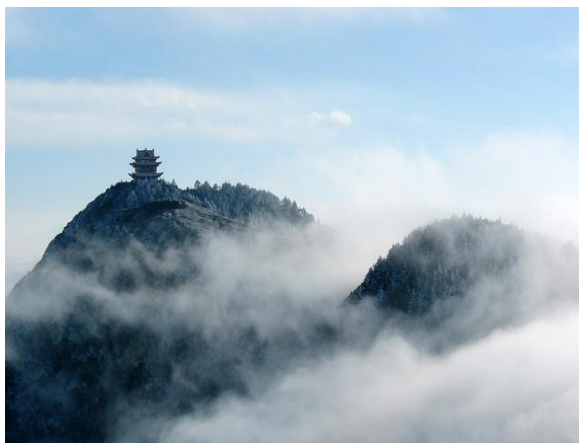


图 11: 金顶金佛



数据来源：东北证券，Wind

2.1.2. 《规划》加快了峨眉山向度假休闲的转型，将带动接待游客数量上涨

峨眉山市委市政府以及旅游局紧紧捕捉我国旅游业从观光旅游向度假休闲游转型的契机，结合四川省提出的十二五旅游业发展规划，制定了《峨眉山旅游度假区总体规划》。该规划把度假区按照功能整体布局为“一核，七区，一带，两环线”。近期该规划通过了四川省专家的审议，这意味着峨眉山将从传统的观光旅游向现代的度假休闲游目的地的转变，也意味着峨眉山在未来的 5 年内将实现重大发展机遇。

由蓝光文旅倾心打造的规划内的核心项目--峨秀湖国际度假区项目--更是高起点、大手笔，以国际化的视野、区域集团化为依托，将打造成“休闲度假产业航母”。该项目总投资 100 亿，建成后将可容纳数十万人休闲度假，将打造集超五星度假酒店、金顶大剧院、功夫主题公园、国际会议中心、峨眉不夜城娑婆小镇、峨眉院子、国际小球俱乐部、高端度假物业等为核心的文化旅游集群，恢弘打造“山下峨眉”、“水上峨眉”、“山上峨眉”之极致度假体验，建成国内一流养生度假天堂，全面提升峨眉山旅游产业平台。峨秀湖国际度假区是峨眉山下唯一超七星级度假天堂，距离天下名山牌坊约 1 公里，毗邻成都—峨眉山城际快铁终点站，占地 8 平方公里，上千亩的峨秀湖点缀其间，美景天成。

根据规划，预计到“十二五”末，峨眉山旅游度假区将成为国内知名景区，形成以休闲度假、养生保健为特点的旅游新优势，将带动游客接待量的上涨，预计实现年游客接待总量 90 万人次，收入 12 亿元，将有效的推进峨眉山市从观光旅游向休闲度假游的转型。

作为四川省唯一一家旅游上市公司、四川省龙头旅游企业，作为峨眉山的经营管理

受托方、作为峨眉山市的支柱性企业，公司的发展必将直接受益于该规划的实施。公司的主营业务将直接受益于该规划带来的游客接待数量的上涨；公司的延伸业务，如茶叶、旅游地产等也将直接受益。

2.1.3. 交通状况的持续改善将带动接待游客数量上涨

目前制约峨眉山发展的应该还是交通状况。目前外省市游客一般搭乘航班到成都机场，而后从成都机场乘车至新南门客运站，然后乘坐大巴抵达峨眉山。从成都机场到峨眉山的整个行程耗时在 3 个小时以上。建设中的成绵乐城际高铁预计 2012 年底建成通车，届时成都至峨眉山仅需 40 分钟，游客到峨眉山旅游将更加方便，交通便利性显著提升。另外，正在重新选址中的乐山机场的规划建设也必将很大程度上提高外地游客的便捷性。周边省区游客也将随着城际高铁网路的拓展而得到便捷。另外，省内交通网络的完善，基础设施的发展将有助于省内游客，尤其是自驾游客，更加便捷的达到峨眉山旅游度假区。所有这些交通状况的改善将有效的提升景区的通达性，从而有助于带动游客数量的稳步上涨。

表 3: 2011 年公司前十大股东持股情况

机场	成都机场	计划建设第三跑道；T2 航站楼预计 2012 年下半年投入使用。2011 年，旅客吞吐量达到 2907 万人次，机场排名全国第五。
	乐山机场	新场址正在重新选择之中。
高速	成乐高速	成都至峨眉山需约 2 个小时。
	乐雅高速	雅安至乐山。预计 2012 年建成通车。
铁路	成绵乐城际高铁	成都-绵阳-乐山。预计 2012 年底建成通车，成都至峨眉山仅需 40 分钟。
	成昆复线	昆明-成都。预计 2014 年建成，成都至峨眉山仅需 30 多分钟。
	成贵铁路	贵阳-成都。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 年建成，上海至成都约 10 小时。
	成渝客运	重庆-成都。预计 2014 年建成，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。

数据来源：东北证券，互联网

2.1.4. 峨眉山数字化工程有利于吸引更多的游客

峨眉山管理委员会非常重视企业的信息化建设。峨眉山是国内较早建立信息化系统的景区之一。企业已建成并投入使用的有企业办公系统、财务管理系统、电子沙盘、峨眉山旅游网、数字监控系统、车辆 GPS 管理系统、酒店管理系统、规划管理系统等多个子系统。但是各个子系统独立作业，犹如各个信息孤岛，没有实现信息共享，没有产生信息化带来的高效率和高质量。为此峨眉山管理委员会启动了《“数字峨眉山”总体规划》，该规划在 2006 年 3 月通过建设部专家评审，也意味着峨眉山数字化工程项目的正式启动。

公司计划投入 1387.26 万元用以建设该项目，目前已经投入 830.5 万元。该项目是以现有覆盖全山的基础光纤通讯网络、地理信息系统、GIP 平台、以及基础数据库为基础，建立起智能指挥中心，实现管理服务、营销、保护三大体系的统一。从而实现企业从传统的管理模式向数字化管理模式的转变，实现营销、管理的新突破，也有利于树立峨眉山“中国第一、世界领先”的管理和科技品牌。

该平台的建设以及投入使用无疑为公司提升管理水平、降低管理成本、增强营销能力、便捷游客、以及提升企业形象等方面起到积极的、有效的作用，也必将能够进一步吸引更多的游客到峨眉山旅游度假。

2.1.5. 公司加大营销力度，走品牌化战略

当前，全国各地不断涌现出新旅游景区和旅游项目，在产品开发、产品特色、服务创新和营销策划等方面竞争日益激烈，在一定程度上给公司经营带来了新的挑战。为迎接这一挑战，公司坚定不移地走品牌发展之路，大力推进品牌战略建设。加大营销整合力度，建立以品牌打造为核心，策划创意为龙头，网站运营为基础，产品设计为关键，渠道建设为重点，客户服务为保障的的景区宣传、销售、服务一体的网络营销服务体系，提升品牌传播力度。

2012 年一季度公司销售费用率同比增加 0.88 个百分点，销售费用达到 822 万元，比上年同期增加 226 万元，增长 38%。主要由于公司加大宣传力度造成。未来几年，公司将继续以“立足峨眉，依托成渝，深入海外，融入全球”十六字方针为指导，全力构建“营销拓展网络化、旅游服务个性化、旅游产品丰富化、产业建设配套化”的全省一流旅游企业，确保景区旅游经济和公司产业经营的跨越发展。

公司加大营销力度，增加营销投入，走品牌化发展的战略，也必将扩大峨眉山的知名度，提高游客的满意度，从而吸引更多的游客到峨眉山度假休闲。

2.2. 现有主业稳健发展

2.2.1. 游山门票业务：接待游客数量稳定增长，门票价格相比不高

如前分析，内外环境助推峨眉山景区接待游客量稳步增长。公司接待游客数量从 2002 年的 112.52 万人上升到 2011 年的 259.69 万人。2011 年公司累计接待购票进山游客 259.69 万人次，比上年同期增加 57.96 万人次，增长 28.73%。2012 年 1-3 月峨眉山购票进山人次 40.2 万，比上年同期增加 5.7 万人次，增长 16.4%。2013 年随着成绵乐城际高铁的通车，峨眉山接待游客量将继续保持稳定的增长。我们预计 2012-2013 年峨眉山接待游客量将有 13%和 15%的增速。

图 12: 重要景区类上市公司游客接待量

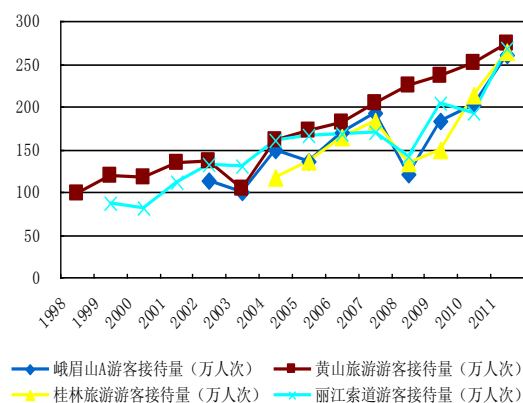
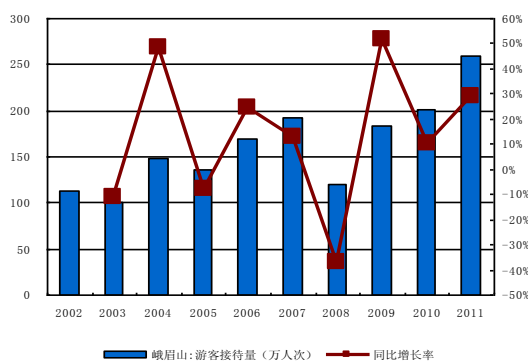


图 13: 公司接待游客量与同比增长率



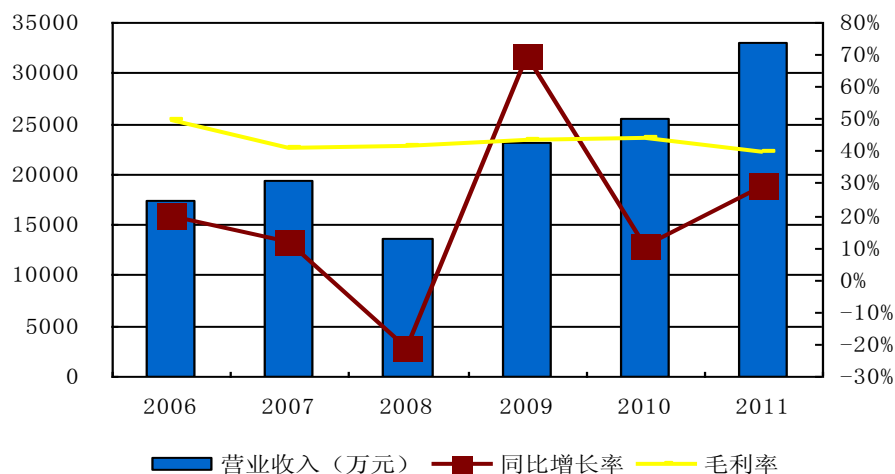
数据来源: 东北证券, Wind

景区门票价格方面, 目前国内景区普遍存在定价过高的现象。根据国家相关政策旅游景区每三年可以调一次价格。由于目前我国景区旅游的旅游产品结构相对单一, 景区管理部门定价机制不合理, 以及地方政府对财政收入的需要, 使得目前国内景区过半的门票价格超过 100 元, 尚有较大比重的景区门票超过 200 元售价, 按照我国居民的目前平均收入 2000 元/月水平来看, 国内景区门票定价普遍偏高。横向比较, 与国际知名景区, 如法国的卢浮宫, 凡尔赛宫等相比, 我国景区的门票价格也处于世界范围的高位。因此景区门票提价不具备可持续性, 甚至有往下调低的可能性。

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)。目前峨眉山景区的价格相对比黄山景区的 230 元/人次的门票价格来看, 尚属于相对不高的范畴。与中国四大佛教名山相比, 五台山旺季 168 元, 淡季 140 元; 普陀山旺季 160 元, 淡季 140 元; 九华山旺季 190 元, 淡季 140 元, 峨眉山景区门票依然属于不高的范畴。虽然峨眉山门票有提价的空间, 但是考虑到国家可能的价格调控政策以及较长的行政审批程序, 我们认为峨眉山在将来的较长时间内门票价格维持不变。

受益于景区接待游客量的逐年上升, 公司游山门票业务的营业收入保持良好的增长态势, 对公司营业收入的贡献最大。营业收入从 2006 年的 17347.64 万元上升到 2011 年的 32930.83 万元, 年平均增幅达到 20%。游山门票业务的毛利率变化幅度不大, 基本维持在 40%左右的水平, 仅次于索道业务的毛利率。我们预计 2012-2013 年公司游山门票业务将继续保持稳定的收入, 增速约在 15%左右。

图 14: 游山门票业务营业收入与毛利率



数据来源: 东北证券, 公司公告

表 4: 游山门票业务盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
游客人数 (万人次)	169.68	191.85	120.85	183.07	201.72	259.69	293.45	337.47
同比增长率	24.40%	13.07%	-37.01%	51.49%	10.19%	28.73%	13.00%	15.00%
有效票价 (元/人次)	102.24	100.98	113.10	126.35	126.31	126.81	129.00	129.00
门票价格 (元/人次)	120.00	120.00	141.00	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00
折扣率	85.20%	84.15%	80.21%	84.23%	84.21%	84.54%	86.00%	86.00%
营业收入 (万元)	17347.64	19373.60	13667.63	23130.73	25478.76	32930.83	37855.01	43533.26
同比增长率	19.52%	11.68%	-21.21%	69.24%	10.15%	29.25%	14.95%	15.00%
毛利率	49.75%	40.85%	41.67%	43.36%	43.78%	39.84%	43.00%	43.00%

数据来源: 东北证券, 公司公告

2.2.2. 客运索道业务: 盈利贡献最大

公司目前拥有金顶和万年寺两条索道。金顶索道起于接引殿 (海拔 2540 米), 终点至金顶 (海拔 3048 米), 索道全长 1164 米, 车厢容量 100+1 人, 运行时间 3 分钟, 是接引殿到金顶步行时间的三十分之一, 每小时客运量 1200 人。万年寺索道起于万年停车场, 终点至万年寺, 索道全长 1480 米, 51 个车厢, 每个车厢可坐 6 人, 最快速度为 5 米/秒, 每小时运载量为 1660 人。

图 15: 金顶索道



图 16: 万年寺索道

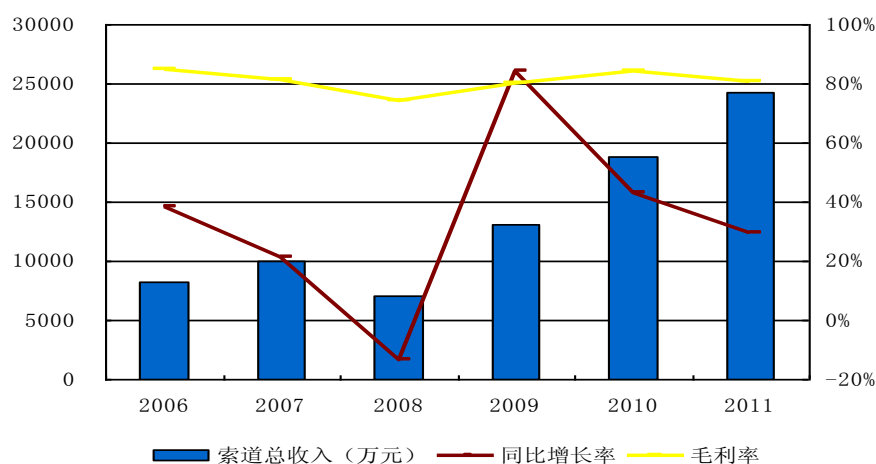


数据来源：东北证券，互联网

客运索道业务对公司的盈利贡献最大，2011 年占毛利比重 49.70%。金顶和万年寺索道均在 2009 年实施提价：金顶索道价格旺季由原来的上行 40 元/人次上浮为 65 元/人次，下行 30 元/人次上浮为 55 元/人次；淡季上行下浮为 30 元/人次，下行下浮为 20 元/人次。万年寺索道价格旺季由原来的上行 40 元/人次上浮为 65 元/人次，下行 30 元/人次上浮为 45 元/人次；淡季上行下浮为 30 元/人次，下行下浮为 20 元/人次。索道提价后对公司业绩的提升效应明显，短期内索道再次提价的可能性很小。

受益于景区接待人数的稳步增加和索道的提价效应，公司客运索道业务营业收入从 2006 年的 8249.28 万元上升到 2011 年的 24286.75 万元，年平均增幅达到 34%。客运索道业务的毛利率最高，基本维持在 80%左右的水平。我们预计 2012-2013 年公司客运索道业务的营收增速约在 22%和 17%左右。

图 17: 客运索道业务营业收入与毛利率



数据来源：东北证券，公司公告

表 5: 客运索道业务盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
金顶索道								
乘坐人数 (万人次)	127.26	178.16	132.94	227.01	260.22	337.60	413.76	482.58
同比增长率	29.58%	40.00%	4.46%	70.76%	14.63%	29.74%	22.56%	16.63%
折合票价 (元/人次)	34.20	34.20	34.20	40.00	51.00	52.00	52.00	52.00
金顶索道收入 (万元)	4352.29	6093.07	4546.55	9080.40	13271.22	17555.04	21515.73	25094.06
同比增长率	29.58%	40.00%	4.46%	99.72%	46.15%	32.28%	22.56%	16.63%
万年寺索道								
乘坐人数 (万人次)	118.09	118.75	78.34	124.49	122.24	155.81	181.94	215.98
同比增长率	48.88%	0.56%	-33.66%	58.91%	-1.81%	27.47%	16.77%	18.71%
折合票价 (元/人次)	33.00	33.00	33.00	33.00	45.00	45.00	45.00	45.00
万年寺索道收入 (万元)	3896.97	3918.75	2585.22	4108.17	5500.80	7011.63	8187.25	9719.05
同比增长率	48.88%	0.56%	-33.66%	58.91%	33.90%	27.47%	16.77%	18.71%
索道总收入 (万元)	8249.28	10011.88	7131.64	13148.65	18777.38	24286.75	29702.98	34813.11
同比增长率	38.03%	21.37%	-13.55%	84.37%	42.81%	29.34%	22.30%	17.20%
毛利率	84.51%	81.01%	74.30%	80.08%	84.19%	80.42%	82.00%	82.00%

数据来源: 东北证券, 公司公告

2.2.3. 酒店业务: 走差异化路线, 经营持续改善

公司旗下共有四家酒店: 红珠山宾馆、峨眉山大酒店、金顶大酒店、成都峨眉山国际大酒店。在酒店经营战略上, 公司强化酒店经营管理, 实施酒店品牌化、特色化发展战略。2011 年, 红珠山宾馆荣获首届“四川特色文化旅游品牌企业”和“全国五一劳动奖状”称号、峨眉山大酒店被评为“最佳主题酒店”, 并成功入选国际美食厨艺联盟。公司将继续开展游客满意度服务活动, 加大品牌建设力度, 提升酒店经济效益。

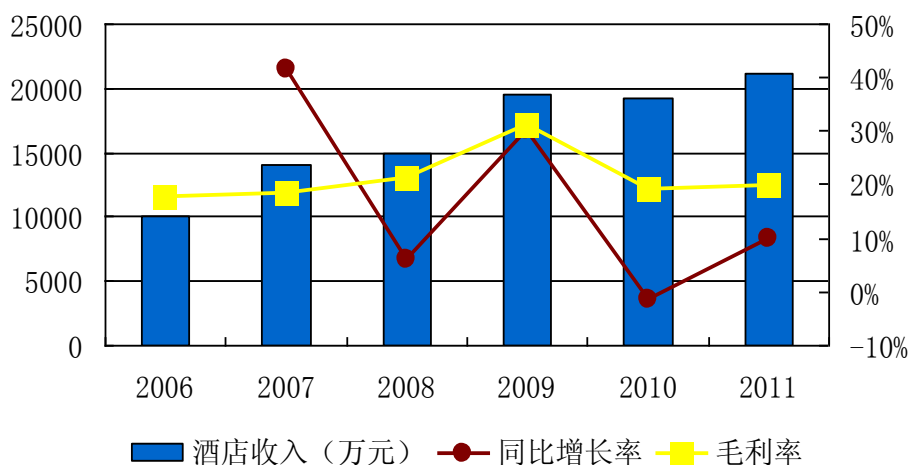
表 6: 公司旗下酒店经营情况

酒店名称	酒店位置	星级	客房数 (间)	房价 (元)	开业时间	最近装修	定位
红珠山宾馆	报国寺景区	5 星	510	1680-2980	1958 年	2007 年	高端商务、会议
峨眉山大酒店	报国寺景区	4 星	458	980-1880	1989 年	2007 年	中高端商务、会议
金顶大酒店	金顶景区	3 星	80	660-1180	1997 年	2006 年	旅游观光
成都峨眉山国际大酒店	市区	4 星	173	780-980	2006 年	-	商务、休闲

数据来源: 东北证券, 公司公告

受益于景区接待人数的稳步增加和休闲度假游的进一步深化, 公司酒店业务营业收入从 2006 年的 9996.95 万元上升到 2011 年的 21100.82 万元, 年平均增幅达到 17%。酒店业务的毛利率基本维持在 20%左右的水平。我们预计 2012-2013 年公司酒店业务的营收增速约在 9%和 8%左右。

图 18: 酒店业务营业收入与毛利率



数据来源：东北证券，公司公告

表 7: 酒店业务盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
宾馆客房收入 (万元)	5170.78	7492.21	7975.39	10527.36	12100.19	13660.79	14890.26	16081.48
同比增长率	-	44.90%	6.45%	32.00%	14.94%	12.90%	9.00%	8.00%
宾馆餐饮收入 (万元)	3093.86	4556.72	5034.94	6154.96	7112.89	7440.03	8184.03	8920.60
同比增长率	-	47.28%	10.49%	22.24%	15.56%	4.60%	10.00%	9.00%
酒店收入 (万元)	9996.95	14127.05	14985.88	19493.41	19213.08	21100.82	23074.29	25002.08
同比增长率	-	41.31%	6.08%	30.08%	-1.44%	9.83%	9.35%	8.35%
毛利率	17.60%	18.43%	21.14%	31.04%	18.97%	19.73%	20.00%	20.00%

数据来源：东北证券，公司公告

2.3. 延伸旅游产业链，大力发展非景业务

公司未来发展的一大看点是公司延伸旅游产业链，大力发展非景业务。公司非景业务的发展重点主要包括“峨眉雪芽”茶产业、文化演艺、旅游地产等。

2.3.1. 峨眉雪芽：“5112”战略规划，发展潜力巨大

峨眉雪芽作为世界遗产地，峨眉山佛文化历史悠久，峨眉派武学源远流长，而峨眉茶文化更是中华茶史中的瑰宝。“雪芽近自峨眉得，不减红囊顾渚春”，产于世界双遗产地峨眉山海拔 800-1500 米峰峦的峨眉雪芽，不仅是 3000 多年的保健养生瑰宝，也是浸润了峨眉禅意的文化奇迹。

峨眉雪芽茶叶具有扁、平、滑、直、尖的特点，泡之香气清香馥郁，色泽嫩绿油润，汤色嫩绿明亮，口感清醇淡雅，叶底嫩绿均匀。“峨眉雪芽”品牌的独特之处概括为四个字：“珍稀”和“有机”。珍稀——峨眉雪芽有机生态茶区，位于峨眉山风景区内海拔 800 米至 1500 米的崇山峻岭，终年云雾缭绕。茶园多与古楠樟柏杉及杜仲、黄柏等乔木木本药材形成林茶共生群落。景区内 7000 多种野生动植物多样性

自然物种资源，形成堆积丰厚的腐殖质，构成其卓尔不群的生态环境，孕育了“峨眉雪芽”天生丽质的优质品质。有机——自从邓小平同志在 1980 年到峨眉山视察并作出“峨眉山要退耕还林，打造成文化型风景名胜区”的指示之后，峨眉山便立即着手实施退耕还林，保护生态环境。在茶叶种植中杜绝农民使用化学药物和化学肥料，对茶园进行统一管理；并对部分老茶树进行改良，大力推行有机茶的培育、生产和加工。特别是近年来，景区每年从旅游总收入中提取 3% 的比例从资金、技术上给予茶农大力支持，绝大部分用于茶资源保护、老龄茶园改造、良种茶引进种植。

峨眉山景区拥有近 2 万亩优秀生态茶园，在茶园的生产种植管理上，严格按与国际有机茶标准相符的质量、总控体系进行管理，在茶产品加工中严格按有机食品质量安全的标准实施，并制定了产品的企业标准；精制有机茶，禅心级、慧心级高档绿茶、素馨茉莉系列、峨眉雪芽养生茶、生态绿茶系列等大类数十个花色品种产品供不应求。产品荣获“中国茶叶市场消费满意十佳品牌”、“中国国际茶业博览会（绿茶类唯一）特别金奖”。

隶属公司旗下的峨眉雪芽茶业分公司是一家集高山珍稀有机绿茶茶园种植、生产加工及市场销售为一体的现代茶业企业。公司秉承“旅游反哺农业，兴边富民，建设峨眉山和谐景区”的“三农”工作方针，立足峨眉山景区及周沿山区珍稀茶叶自然资源优势，“以企业为龙头，以品牌为依托，以基地为核心，以产品质量为企业生命，以峨眉雪芽茶叶专业种植合作社为支撑”，坚持走“公司+基地+农户”的合作模式，积极带领峨眉山风景区及周沿山区和乐山市境内素有小凉山之称的“两边一区”（马边彝族自治县、峨边彝族自治县、金口河区）彝族山区近四十万农民，科学发展峨眉雪芽有机茶生产脱贫致富。目前，峨眉雪芽茶业拥有现代制茶生产厂房、有机茶生产基地及培训中心 18000 平方米。公司拥有近 30000 亩高山生态茶园，并在峨眉山中景区海拔 1200 米处的黄湾乡黑水村、木瓜村建成近 6000 亩高山标准有机茶园。

峨眉雪芽茶业公司制定了《峨眉雪芽茶业 2011-2015 年“5112”品牌发展战略规划》，要在 5 年内，建成 10 万亩峨眉雪芽优质丰产高山生态标准茶园；5 年里每年增加 100 个专卖店，10 个直销店；5 年后茶农户均收入达到或超过 2 万元。随着公司营销策略的进一步强化，峨眉雪芽市场认知度、知名度的不断提高和攀升，峨眉雪芽业务将在未来几年给公司业绩带来新的增长点。

图 19：“峨眉雪芽”生态园



图 20：“峨眉雪芽”产品



数据来源：东北证券，互联网

2.3.2. 文化演艺：投资回报率高，发展前景可观

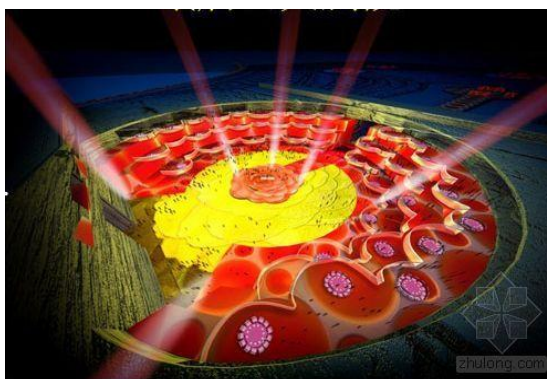
近几年，国内文化演艺产业快速发展。对于游客来说，如今去旅游景区游玩，顺带看场文化演出，是件再自然不过的事。文化演艺成为景区公司业务产业链拓展的方向之一，目前旅游行业上市公司中宋城股份的《宋城千古情》、丽江旅游的《印象丽江》盈利能力突出，对业绩的贡献程度增强。

在经营战略上，公司挖掘峨眉山景区丰富的文化内涵，打造具有影响力的特色文化品牌，使旅游产业与文化产业有机融合，成为提升经济效益、创造社会价值的重要源泉。去年公司与省歌舞团合作推出的《天下峨眉》和《佛光普照》声光秀取得不错的市场反响。这台演出对丰富峨眉山旅游夜间娱乐生活，促进旅游经济的发展起到了积极的作用，成为峨眉山旅游品牌的一张新名片。去年5月初，景区宣布计划将投资近1亿元新建一个拥有2000多个座位的现代化大剧院。目前，剧院设计方案已通过专家初审，选址也确定在报国寺景区。据了解，峨眉山大剧院由台湾著名建筑设计师，曾设计台北101大厦和上海世博会台湾馆的李祖原亲自设计。剧院设计紧密结合峨眉山佛文化和茶文化特有内涵，整个外形呈莲花状，舞台酷似一朵盛开的山茶花，游客可边品茶边看演出。剧院突出多功能，集演出、会议、旅游、休闲等于一体，在满足旅游晚会演出的同时，还可举办企业年会、婚礼庆典等活动。同时，也将成为峨眉山低山区的标志性景点。公司大力发展文化演艺是公司延伸旅游产业链的又一举措，文化演艺因其投资回报率较高，发展前景相当可观。

图 21：“天下峨眉”剧照



图 22 峨眉山大剧院设计效果图



数据来源：东北证券，互联网

2.3.3. 旅游地产：有待发展，未来结算对公司业绩贡献可期

2010年，公司与峨眉山乐山大佛集团总公司共同成立了“峨眉山万年房地产有限公司”，出资占比60%，意味着公司开始进军旅游地产业务。公司将围绕景区周边，构建旅游房产，销售峨眉山周边的产权房。公司旅游地产定位于休闲度假，目前地产项目的规模较小，短期也要考虑国家对地产调控的影响。未来地产项目结算对公司的业绩贡献可期。

2.4. 未来看点：上山观光车存整合预期

峨眉山景区上山观光车目前是景区的主要运输工具，另外还有少部分的自驾车。峨眉山上山观光车目前是由上市公司的母公司峨眉山旅游集团经营。上山观光车目前有丰田、金龙等车型，共计300多台。

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，我们预计上山观光车的乘坐率是 60%，净利率是 36%。那么，以 2011 年景区接待游客量 259.69 万人次来计算，上山观光车的净利润有可能达到 5000 万。该部分业务是集团盈利能力最强的经营性资产之一。

但是考虑到上市公司的产业链缺乏上山观光车一项，将不利于上市公司统一管理，不利于提高和控制对游客的服务质量等诸多因素，因此我们对上市公司整合上山观光车的业务存在较强的预期。公司如果能够收购上山观光车资产，将会极大提高公司的盈利能力。但是，资产注入的时机目前尚需等待。

表 8: 景区上山观光车盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
游客人数(万人次)	169.68	191.85	120.85	183.07	201.72	259.69	293.45	337.47
上山观光车乘坐率	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	60.00%	60.00%	60.00%
上山观光车乘坐人次(万人次)	93.32	105.52	66.47	100.69	110.95	155.81	176.07	202.48
上山观光车票价(元/人次)	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	90.00	90.00	90.00
上山观光车营业收入(万元)	6532.68	7386.23	4652.73	7048.20	7766.22	14023.26	15846.28	18223.23
同比增长率	-	13.07%	-37.01%	51.49%	10.19%	80.57%	13.00%	15.00%
净利率	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	36.00%	36.00%	36.00%

数据来源：东北证券，公司公告

3. 公司估值及盈利预测

公司坐拥佛教圣地，掌握独特的景区资源垄断优势，依托景区旅游资源品牌，打造休闲度假旅游目的地。内外环境助推景区游客量稳步提升。公司现有主业发展良好，业绩持续增长，表现出较强的竞争力和可持续发展能力。公司由观光旅游向休闲度假旅游目的地转型，深度开发景区资源，向茶产业、文化演艺、旅游地产等非景业务拓展。考虑到公司 2012 年接待游客稳步上涨和景区上山观光车资产整合预期，我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 0.77 元、0.92 元和 1.06 元，公司目前股价 19.15 元，对应 PE25 倍、21 倍和 18 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：不可抗力风险、市场风险、经营风险等。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	262	273	271	281	净利润	145	181	217	249
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	9	12	12	16	折旧及摊销	96	85	79	74
存货	26	27	34	36	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	1	1	1	1	财务费用	11	10	12	14
流动资产合计	306	325	330	349	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	30	20	11	25
长期投资净额	7	7	7	7	其他	0	0	0	-1
固定资产	774	726	678	629	经营活动净现金流量	279	290	305	342
无形资产	83	80	77	74	投资活动净现金流量	-74	-149	-194	-239
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-151	-129	-113	-94
非流动资产合计	909	973	1,087	1,252	企业自由现金流	210	145	123	121
资产总计	1,215	1,298	1,417	1,601					
短期借款	90	-34	-104	-160	财务与估值指标				
应付款项	44	57	58	74		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	25	29	33	38	每股指标				
一年内到期的非流动负债	35	35	35	35	每股收益 (元)	0.62	0.77	0.92	1.06
流动负债合计	270	217	165	144	每股净资产 (元)	3.84	4.41	5.13	5.99
长期借款	30	31	33	36	每股经营性现金流量 (元)	1.19	1.23	1.30	1.45
其他长期负债	7	7	7	7	成长性指标				
长期负债合计	14	14	14	14	营业收入增长率	23.4%	14.5%	14.5%	15.0%
负债合计	307	255	205	187	净利润增长率	31.6%	24.7%	20.1%	15.0%
归属于母公司股东权益合计	902	1,036	1,206	1,409	盈利能力指标				
少数股东权益	7	6	6	5	毛利率	44.1%	44.0%	44.0%	44.0%
负债和股东权益总计	1,215	1,298	1,417	1,601	净利率	16.0%	17.4%	18.3%	18.3%
利润表 (百万元)					运营效率指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E	应收账款周转率 (次)	4	4	4	4
营业收入	908	1,039	1,190	1,368	存货周转率 (次)	17	17	17	17
营业成本	507	582	666	766	偿债能力指标				
营业税金及附加	42	47	54	62	资产负债率	25.2%	19.7%	14.5%	11.7%
资产减值损失	0.08	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.14	1.50	2.00	2.43
销售费用	66	73	83	96	速动比率	1.04	1.37	1.79	2.18
管理费用	108	114	119	137	费用率指标				
财务费用	11	10	12	14	销售费用率	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	管理费用率	11.9%	11.0%	10.0%	10.0%
投资净收益	0	0	0	0	财务费用率	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
营业利润	173	213	255	293	分红指标				
营业外收支净额	-2.18	0.00	0.00	0.00	分红比例				
利润总额	171	213	255	293	股息收益率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
所得税	26	32	38	44	估值指标				
净利润	145	181	217	249	P/E (倍)	31.04	24.89	20.72	18.02
归属于母公司净利润	145	181	217	250	P/B (倍)	4.99	4.35	3.73	3.20
少数股东损益	0	0	0	0	P/S (倍)	4.96	4.33	3.79	3.29
					净资产收益率	16.1%	17.5%	18.0%	17.7%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760