

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

客流量平稳增长 费用控制及税收优惠推升业绩

——峨眉山 A (000888) 中报分析

证券研究报告-中报分析

增持 (维持)

发布日期: 2012 年 7 月 24 日

市场数据 (2012 年 7 月 23 日)

收盘价 (元)	22.90
一年内最高/最低 (元)	23.60/14.83
沪深 300 指数	2365.43
市净率 (倍)	5.87
流通市值 (亿元)	37.51

基础数据 (2012 年 6 月 30 日)

每股净资产 (元)	3.90
每股经营现金流 (元)	0.25
毛利率 (%)	43.86
净资产收益率 (%)	5.65
资产负债率 (%)	20.00
总股本/流通股 (万股)	23518.8/16381.02
B 股/H 股 (万股)	/

相关研究:

峨眉山 A (000888) 年报点评--客流量增加推动业绩增长

峨眉山 A (000888) 三季报-客流量增长及税收优惠共促业绩提升

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- 报告期内,峨眉山风景区客流量同比增长 12.2%。客流量增速较上年同期有所回落,主要是由于 2011 年在去世博化的效应下,客流量实现了低基数上的高增长。峨眉山风景区是中西部地区的成熟景区,我们认为未来客流量高增长的可能性较小,预计全年维持 12%的客流量增速。
- 索道业务收入对客流量依赖性大,增速基本和景区客流量增速保持一致。公司金顶索道改造项目目前已完成索道站房主体工程,改造完成后,公司索道运力将有显著提升。
- 酒店客房及餐饮业务局面逐渐好转,2012 年上半年实现营业收入 1.06 亿元,同比增长 5.82%,毛利率提升至 25.84%。受益于景区客流量的增长,酒店业务已进入稳健发展时期。公司红珠山宾馆七号楼改建项目预计投入 2.42 亿元,改造完成后公司酒店业务盈利能力将获得提升,有助于酒店业务长期成长。
- 报告期公司毛利率有所回升至 43.86%,同时,期间费用率下降及税率优惠共同推动上半年业绩高增长。
- 未来公司将受益于门票提价以及景区交通环境改善。预计公司 2012、2013 年每股收益分别为 0.70 元、0.91 元,按 7 月 23 日收盘价 22.90 元计算,市盈率分别为 33 倍和 25 倍,维持“增持”的投资评级。
- 风险提示:提价进程的不确定性;自然灾害等。

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	7.36	9.08	9.77	11.55
增长比率 (%)	21.83%	23.37%	7.69%	18.18%
净利润 (亿元)	1.10	1.45	1.64	2.15
增长比率 (%)	31.52%	31.56%	12.78%	31.47%
每股收益 (元)	0.47	0.62	0.70	0.91

目 录

1. 业绩增长主要源自客流量稳步增长.....	3
2. 索道改造有利于提升运力.....	4
3. 酒店业务稳健发展.....	4
4. 毛利率有所回升.....	5
5. 期间费用率下降及税率优惠共同推动业绩高增长.....	5
6. 公司有望受益于交通改善及门票提价.....	5
7. 估值及投资建议.....	6
8. 风险提示.....	6

图目录

图 1: 公司营业收入构成.....	3
图 2: 峨眉山历年进山游客量（万人次）.....	3
图 3: 公司营业收入及增速.....	4
图 4: 公司净利润及增速.....	4

表目录

表 1: 公司旗下酒店概况.....	4
表 2: 公司主要业务毛利率水平（2012H1）.....	5
附表: 盈利预测.....	6

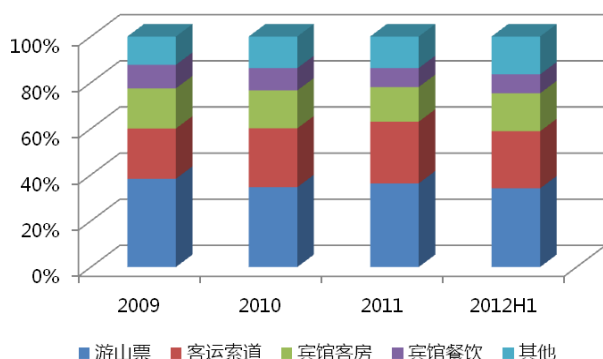
峨眉山 A (000888) 发布 2012 年半年报。公司 2012 年上半年实现营业收入 4.28 亿元，比去年同期增长 9.04%；实现营业利润 6065.95 万元，比去年同期增长 31.09%；实现净利润 5144.32 万元，比去年同期增长 48.02%。基本每股收益 0.2187 元。

1. 业绩增长主要源自客流量稳步增长

公司业绩增长主要受益于客流量稳步增长。公司营业收入主要来源于进山门票、客运索道及酒店客房和餐饮业务收入。2012 年上半年，公司实现营业收入 4.28 亿元，比去年同期增长 9.04%，四项主要业务收入合计占公司营业收入的 83.56%。2012 年第二季度，公司实现营业收入 2.53 亿元，同比增长 7.03%，增速较一季度（12.10%）有所回落。

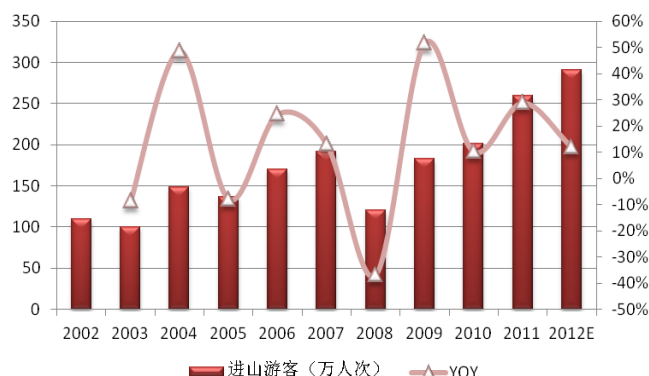
报告期内，峨眉山风景区客流量 113.8 万人次，较上年同期增加 12.4 万人次，同比增长 12.2%，推动门票及索道业务营业收入分别增长 13.49% 和 10.34%。客流量增速回落是公司营业收入增速下滑的主要原因，客流量增速回落主要是由于 2011 年在去世博化的效应下，客流量实现了低基数上的高增长。峨眉山风景区是中西部地区的成熟景区，我们认为未来客流量高增长的可能性较小，预计全年维持 12% 的客流量增速。

图1：公司营业收入构成



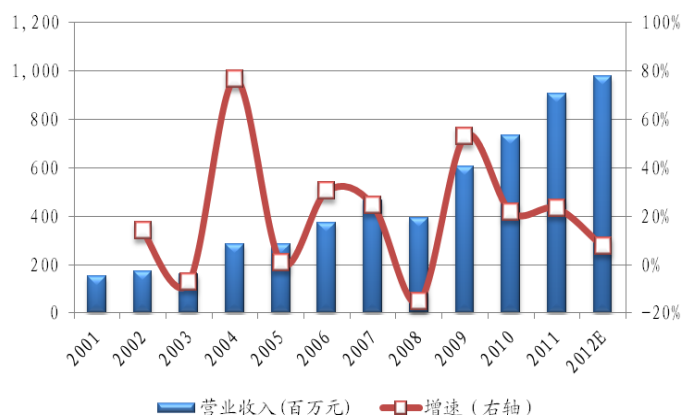
数据来源：公司公告 中原证券

图2：峨眉山历年进山游客量（万人次）



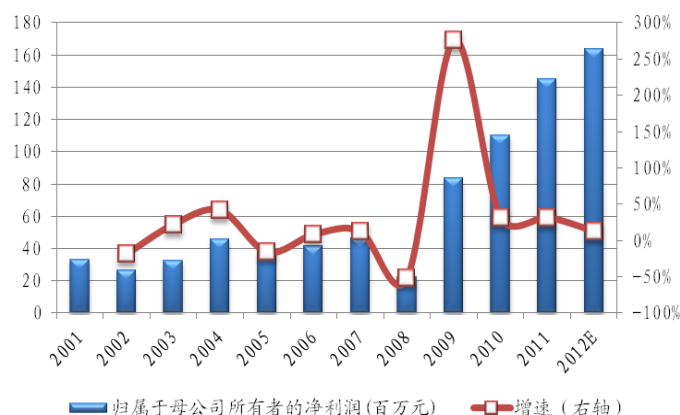
数据来源：公司公告 中原证券

图3: 公司营业收入及增速



数据来源: 公司公告 中原证券

图4: 公司净利润及增速



数据来源: 公司公告 中原证券

2. 索道改造有利于提升运力

目前, 景区内索道主要是金顶索道和万年索道, 索道业务收入对客流量依赖性大, 增速基本和景区客流量增速保持一致。公司金顶索道改造项目目前已完成索道站房主体工程, 改造完成后, 公司索道运力将有显著提升。项目预计投资 4100 万元, 目前已完成投资 1318.34 万元。

3. 酒店业务稳健发展

公司的酒店客房及餐饮业务局面逐渐好转, 2012 年上半年实现营业收入 1.06 亿元, 同比增长 5.82%, 客房和餐饮业务分别实现营业收入 7052 万元和 3511 万元, 毛利率分别提升 0.34 和 0.97 个百分点至 27.84% 和 21.81%, 共同推动酒店业务毛利率提升 0.63 个百分点至 25.84%。

受益于景区客流量的增长, 酒店业务已进入稳健发展时期。公司红珠山宾馆七号楼改建项目预计投入 2.42 亿元, 改造完成后公司酒店业务盈利能力将获得提升, 有助于酒店业务长期成长。

表1: 公司旗下酒店概况

	位置	星级	房价 (携程报价)	最近一次装修年份
红珠山宾馆	峨眉山低山区	五星级	1000-1200	2007年
峨眉山大酒店	峨眉山低山区	四星级	400-800	2007年
		行政楼为五星级		2010年
金顶饭店	峨眉山金顶	三星级	700左右	约2004年
峨眉山国际大酒店	成都西二环	四星级	400-500	2005年10月

数据来源: 互联网 中原证券研究所

4. 毛利率有所回升

公司 2012 年上半年毛利率 43.86%，同比增长了 1.25 个百分点。主要是由于客运索道业务毛利率提升 2.83 个百分点，带动公司综合毛利率提升，此外，公司主要业务营收增速均高于成本增速，毛利率均有小幅提升。

表2：公司主要业务毛利率水平（2012H1）

主要业务	营业收入YOY	营业成本YOY	毛利率	毛利率YOY
游山门票（%）	13.49	12.72	41.05	0.40
客运索道（%）	10.34	-3.85	80.85	2.83
宾馆客房（%）	7.80	7.29	27.84	0.34
宾馆餐饮（%）	2.06	0.8	21.81	0.97

数据来源：公司公告 中原证券研究所

5. 期间费用率下降及税率优惠共同推动业绩高增长

报告期内，公司广告宣传费用同比减少了 265 万元，是销售费用大幅减少 225 万元的主要原因，销售费用率较上年同期下降 1.48 个百分点至 9.93%。公司财务费用 403.85 万元，较上年同期减少 198 万元，财务费用率同比下降 0.59 个百分点至 0.94%。公司管理费用达到 6063 万元，同比增长 16.33%，管理费用率上升 0.88 个百分点至 14.15%。报告期内，公司期间费用率下降 1.17 个百分点至 25.03%，推动公司上半年业绩获得较高增速。

第二季度，公司销售费用 3433 万元，同比下降 11.62%，销售费用率 13.53%，环比大增 8.82 个百分点；财务费用 266 万元，同比下降 10.18%，财务费用率 1.05%，环比提升 0.26 个百分点；管理费用 2799 万元，同比增加 14.92%，管理费用率 11.03%，环比下降 7.67 个百分点。期间费用率 25.61%，环比提高了 1.41 个百分点。

公司上年同期所得税税率为 25%，报告期内享受 15% 的税率优惠，所得税较上年同期减少 251 万元，大幅下降 21.55%，对业绩正面推动作用显著。

6. 公司有望受益于交通改善及门票提价

2012 年，峨眉山周边铁路以及高速公路网络将基本成型，成绵乐铁路预计将于年内通车，成昆铁路预计将于 2014 年开通，有助于省外游客的持续增长。乐峨高速预计 2012 年可建成通车，此外，乐雅、乐自等高速公路也将相继开通，均有助于提高省内自驾游的便利性，未来景区内异地游客占比的上升将有助于推动公司平均票价的提升。

景区现行门票价格自 2008 年 4 月起执行，目前已符合提价条件，年内可召开听证会，预计票价上调实施将在 2013 年。

7. 估值及投资建议

预计公司 2012、2013 年每股收益分别为 0.70 元、0.91 元，按 7 月 23 日收盘价 22.90 元计算，市盈率分别为 33 倍和 25 倍，维持“增持”的投资评级。

8. 风险提示

提价进程的不确定性；自然灾害等。

附表：盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	306.33	269.55	423.50	712.23	营业收入	907.65	977.43	1155.14	1264.99
现金	261.50	211.92	353.49	632.03	营业成本	506.99	544.31	621.46	676.02
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	41.94	45.16	53.37	58.44
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	65.63	71.35	84.33	92.34
应收款项	13.26	20.57	24.21	26.62	管理费用	108.34	117.29	138.62	151.80
存货	26.24	27.76	31.69	34.48	财务费用	11.45	3.76	0.90	0.17
其他	5.32	9.31	14.10	19.11	资产减值损失	0.08	0.28	0.37	0.27
非流动资产	909.14	964.66	991.77	891.06	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5.08	5.82	5.82	5.82	投资收益	0.03	0.50	0.50	0.50
固定资产	774.07	852.99	878.16	779.46	营业利润	173.25	195.77	256.60	286.46
无形资产	82.84	80.77	78.75	76.78	营业外收入	0.59	0.50	0.50	0.50
其他	47.15	25.08	29.04	29.00	营业外支出	2.77	3.00	3.00	3.00
资产总计	1215.47	1234.22	1415.27	1603.30	利润总额	171.06	193.27	254.10	283.96
流动负债	269.67	163.82	193.54	212.93	所得税	26.31	29.96	39.39	44.01
短期借款	90.00	0.00	0.00	0.00	净利润	144.76	163.32	214.72	239.94
应付帐款	43.75	54.43	62.15	67.60	少数股东权益	-0.34	-0.33	-0.43	-0.48
预收帐款	24.96	25.17	25.70	26.03	归属母公司净利润	145.10	163.64	215.15	240.42
其他	110.96	84.22	105.69	119.30	BPS (元)	0.62	0.70	0.91	1.02
长期负债	37.09	38.16	39.32	40.14	主要财务比率				
长期借款	30.00	30.00	30.00	30.00		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	7.09	8.16	9.32	10.14	每股指标				
负债合计	306.76	201.98	232.86	253.07	每股收益	0.62	0.70	0.91	1.02
股本	235.19	235.19	235.19	235.19	每股经营现金	0.23	-0.20	0.60	1.19
资本公积金	251.35	251.35	251.35	251.35	每股净资产	3.84	4.36	5.00	5.72
未分配利润	334.54	442.03	571.12	715.38	增长率				
少数股东权益	6.50	6.18	5.75	5.27	营业收入增长率	23.37%	7.69%	18.18%	9.51%
母公司所有者权益	902.20	1026.06	1176.66	1344.96					

负债及权益合计	1215.47	1234.22	1415.27	1603.30	营业利润增长率	30.34%	13.00%	31.07%	11.63%
					净利润增长率	31.56%	12.78%	31.47%	11.75%
现金流量表	(百万)				获利能力				
	2011A	2012E	2013E	2014E	毛利率	44.14%	44.31%	46.20%	46.56%
经营活动现金流	279.05	261.39	327.83	350.65	净利率	15.99%	16.74%	18.63%	19.01%
净利润	144.76	163.32	214.72	239.94	ROE	16.08%	15.95%	18.28%	17.88%
资产减值准备	0.08	0.28	0.37	0.27	ROIC	14.79%	17.10%	21.32%	26.15%
折旧摊销	95.75	91.08	97.89	100.71	偿债能力				
财务费用	11.45	3.76	0.90	0.17	资产负债率	24.85%	14.27%	14.52%	13.97%
投资收益	0.03	0.50	0.50	0.50	流动比率	1.14	1.65	2.19	3.34
营运资金变动	0.00	3.45	14.46	10.06	速动比率	1.04	1.48	2.02	3.18
投资活动现金流	-73.60	-140.92	-120.18	0.82	营运能力				
资本支出	0.00	-141.00	-121.00	0.00	资产周转率	0.76	0.80	0.87	0.84
其他投资	-73.60	0.08	0.82	0.82	存货周转率	22.02	20.16	20.91	20.43
筹资活动现金流	-151.34	-168.55	-65.44	-72.29	应收帐款周转率	97.80	82.86	72.23	69.69
借款变动	0.00	-35.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	-151.34	-133.55	-65.44	-72.29	PE	37.12	32.91	25.03	22.40
现金净增加额	54.10	-48.07	142.21	279.18	PB	5.97	5.25	4.58	4.00

资料来源：公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。