

峨眉山 A (000888.SZ)

旅游景点行业

评级: 买入 维持评级

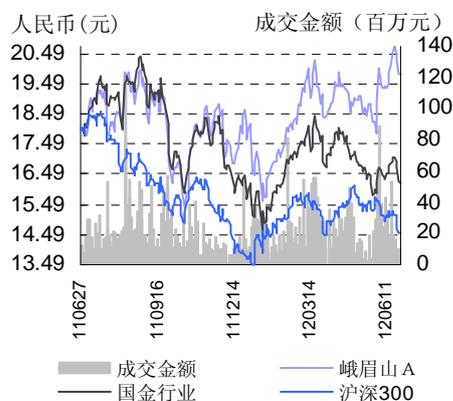
公司研究

市价(人民币): 19.80元
目标(人民币): 23.40-24.90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)	4,656.72
年内股价最高最低(元)	20.73/15.40
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

- 1.《游客增长符合预期,业绩略低无碍全年增长》, 2012.4.23
- 2.《游客增速略超预期,年内有望启动再融资》, 2012.3.6
- 3.《稳步成长提供安全边际,经营扩张锦上添花》, 2012.2.15

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

提价助力业绩增长, 机制改善强化成长预期

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.469	0.617	0.782	0.980	1.182
每股净资产(元)	3.34	3.84	4.62	5.54	6.67
每股经营性现金流(元)	0.92	1.19	1.24	1.57	1.81
市盈率(倍)	36.76	29.71	25.30	20.20	16.75
行业优化市盈率(倍)	62.31	39.46	33.56	33.56	33.56
净利润增长率(%)	31.62%	31.47%	26.83%	25.25%	20.61%
净资产收益率(%)	14.05%	16.08%	16.94%	17.69%	17.72%
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

- **游客稳步增长符合预期, 城际铁路明年通车提供持续增长动力:** 尽管经济下行对旅游市场产生一定负面影响, 但从近期行业数据看, 影响十分有限, 预计上半年进山游客增速在 10%左右, 全年实现我们预期之 12%的增长应无大碍, 而明年中成绵乐城际铁路通车将为游客增长提供持续动力。
- **门票提价程序正式启动, 推高明年业绩增长:** 6月初, 乐山市发改委正式公告了峨眉山门票提价事宜, 提价听证会将在 7月6日进行。如提价方案获得正式批复, 按照明年全年实施以及旺季门票价格提高到 185元/人次、实际票价折扣率稳定在 85%的假设, 将提升公司 2013年每股盈利 0.14元, 在其他条件不变的情况下, 明年业绩增速将达到 40%以上。
- **索道渐成主业发展重点, 金顶二索明年旺季来临前建成影响正面:** 随着居民收入的持续增长、对旅游出行舒适度要求的不断提高以及景区环线、深度开发需求的增强, 索道已逐渐成为公司主业发展的重点之一, 而明年旺季到来前金顶二索投入运营, 将进一步提高金顶索道的搭乘率, 成为明年业绩增长的“锦上添花”之笔。
- **改善管理层薪酬绩效考核机制, 强化业绩增长预期:** 公司决定对管理层薪酬绩效考核机制进行进一步调整, 未来几年将是公司业态转型、实现产业链延伸的重要阶段, 合理有效之管理层绩效激励考核的积极作用毋庸置疑, 这也将为公司业绩在正常市场情况下实现较快增长提供有力保障。

投资建议

- 公司当前股价对应 2012年动态 PE 为 25.3倍, 处在行业平均水平附近, 而公司较为确定的业绩增长以及门票提价触发后在盈利层面的切实体现未在估值层面上得到充分反映。而且, 交通环境进一步改善对游客量增长的有力保障、景区内相关产业链的整合、峨眉山国际旅游度假区建设, 以及未来仍将努力推进的再融资工作, 都将成为公司持续成长的重要动力。据此, 我们维持对公司“买入”评级, 近期调整是增加对投资配置的有利时机。

估值

- 我们给予公司未来 6-12个月 23.4-24.9元目标价位, 相当于 2012年预期 EPS 的 30-32倍 PE。

风险

- 自然灾害、突发性事件等不可抗力因素对公司经营产生重大的不利影响;
- 业绩体现时间点、启动再融资计划以及资源整合在时间上存在不确定性。

内容目录

1. 门票经营: 游客稳步增长, 提价推高明后年盈利增长.....	3
1.1. 游客稳步增长符合预期, 城铁明年通车提供持续增长动力.....	3
1.2. 门票提价程序正式启动, 若获实施将推高明后年盈利增长.....	4
2. 索道运营: 搭乘率稳步攀升, 未来将成主业发展重点.....	5
2.1. 索道搭乘率稳步攀升, 盈利贡献度不断提升.....	5
2.2. 景区深度开发索道仍存建设空间, 未来或成主业发展重点.....	6
3. 完善度假旅游产业链, 激励机制强化业绩增长预期.....	7
3.1. 度假旅游接待能力亟待扩容, 加快红珠山宾馆设施改造.....	7
3.2. 扩大“文化艺术”经营范围, 峨眉雪芽销售持续快速增长.....	8
3.3. 改善管理层薪酬绩效考核机制, 强化业绩持续增长预期.....	9
4. 盈利预测及投资建议.....	9
4.1. 盈利预测: 小幅上调未来三年盈利预测.....	9
4.2. 投资建议: 维持“买入”评级.....	11
附录: 三张报表预测摘要.....	12

图表目录

图表 1: 峨眉山进山游客人数变化及预测假设(2005H~2015E).....	3
图表 2: 峨眉山周边交通情况及在建交通项目.....	4
图表 3: 峨眉山门票提价对 EPS 的敏感性分析(假设 2013 年游客数全年影响).....	5
图表 4: 峨眉山索道收入及其增长.....	5
图表 5: 峨眉山各主业毛利贡献占比(2011 年).....	5
图表 6: 金顶索道接待游客人次及搭乘率变化(2001~2013E).....	6
图表 7: 峨眉山索道业务营收分析预测.....	6
图表 8: 红珠山宾馆 1-4、5、6、8 号楼入住率对比.....	8
图表 9: 峨眉山宾馆客房收入实现较快增长.....	8
图表 10: 峨眉山酒店业务分析、预测.....	8
图表 11: “天下峨眉”表演实景图.....	9
图表 12: 峨眉山大剧院设计效果图.....	9
图表 13: 峨眉山盈利预测详表.....	10
图表 14: 旅游行业重点公司估值一览.....	11

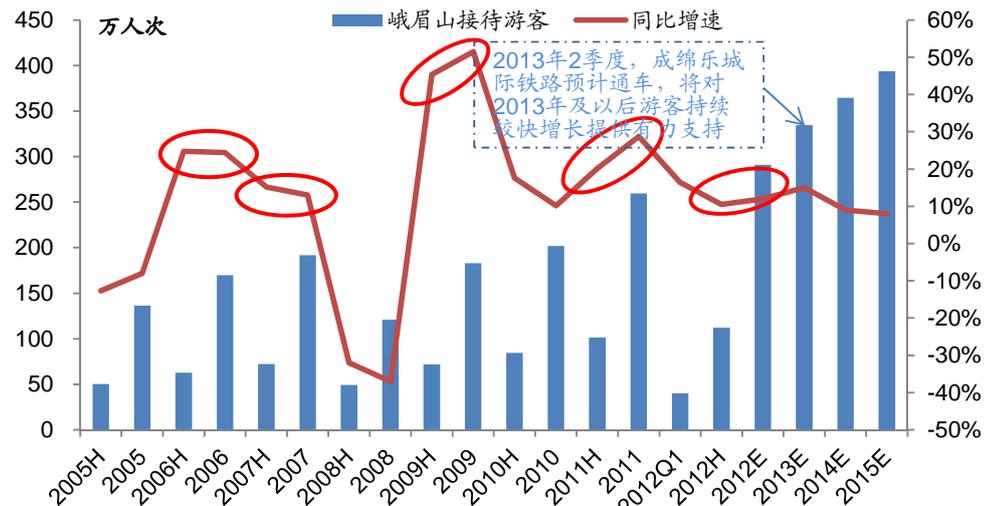
1. 门票经营：游客稳步增长，提价推高明后年盈利增长

1.1. 游客稳步增长符合预期，城铁明年通车提供持续增长动力

近几年，峨眉山进山游客在旅游市场持续稳步发展、周边交通环境不断改善以及主动市场化营销措施的推动下，始终实现较快增长。峨眉山在 2011 年实现游客人数近 260 万人次、同比增长 28.74% 的基础上，今年 1 季度购票进山游客达到 40.2 万人次，同比增长 16.4%，依然保持了较快增长。

近期，我们对峨眉山进行了调研。根据我们此次实地考察以及草根调研的情况看，2 季度由于四川阴雨天气较多，以及实体经济下滑在一定程度上仍是对居民的旅游出行产生了负面影响，加上去年高基数的原因，增速有所放缓。据此，我们判断，截至目前峨眉山的接待游客增速在 10% 左右，而在 6 月份高考结束、填报志愿后，学生旅游出行明显增加。而且，从以往经验来看，每年 3 季度是峨眉山旅游最旺的季节，正常年份的全年游客增速基本不低于上半年的增长（高于或基本持平）。因此，我们目前对于峨眉山全年游客增长 12% 的假设还是较为审慎、合理的，而我们对上半年峨眉山接待游客人数增长的估计在 10% 左右（见图表 1）。

图表 1：峨眉山进山游客人数变化及预测假设(2005H-2015E)



来源：公司资料，国金证券研究所

同时，我们注意到，近几年峨眉山游客量的持续较快增长很大程度得益于周边交通环境的不断改善，尤其是已经开工建设的成绵乐城际铁路。改道后的成绵乐铁路途径成都双流机场，终点站为天下名山站(峨眉山站)，下车后只需十分钟即可步行到达红珠山宾馆，使得成都到峨眉山的时间由之前高速公路的 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 3~5 年游客的持续增长产生积极影响，并将有助于提升散客比例(目前峨眉山游客团散比为 4:6)，推动游客人均消费水平的进一步提高。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，建设进度较此前计划有所延后，但在今年国家重新放开已开工铁路项目的资金投入后，成绵乐铁路建设得以全面恢复，有望在年底全线贯通、明年 5、6 月份投入正式运营，这将对明年游客量的增长提速产生积极影响。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 2)，将为西部景区游客稳定增长提供支持。

图表2: 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——天下名车站。游客在天下名车站下车后，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。铁路设乐车站，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

1.2. 门票提价程序正式启动，若获实施将推高明后年盈利增长

我们在今年2月份发布的报告(详见2月14日的峨眉山报价报告《稳步成长提供安全边际，经营扩张锦上添花》)中明确判断，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，我们对峨乐管委会在去年推动提价程序持谨慎态度。然而，随着今年通胀水平的明显回落，而且，出于对未来一段时间国家可能对风景名胜门票定价政策再次进行调整的担心，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。

6月4日，乐山市发改委发布公告，称拟定于7月上旬召开峨眉山风景名胜区门票价格调整听证会，并于6月15日，正式公布了峨眉山门票提价方案及听证会名单，并确定将于7月6日在峨眉山市举行听证会。此举意味着峨眉山门票提价程序正式启动。此次公布了两个提价方案：一是拟由现行旺季150元/人次(淡季90元/人次)调为旺季187.5元/人次(淡季112.5元/人次)，同时取消景区内黄湾收费站6元/车次的景区公路收费。二是提高到旺季185元/人次(淡季110元/人次)，同时取消景区内黄湾收费站6元/车次的景区公路收费。

根据四川省人大常委会最新通过并于今年7月1日开始实施的《四川省旅游条例》中的有关规定，“旅游景区景点票价调整应当提前半年向社会公布”。若据此执行，提价听证会如能顺利通过，新的价格政策需至明年初实施，主要对明年公司业绩产生积极影响；但也不排除由于峨乐管委会提价申请在《条例》公布之前，暂不按照新规执行，参照之前的有关规定，提价的公示期为三个月，则将对今年最后2-3个月的景区经营产生影响，但在国庆长假后，峨眉山进山游客在全年中的占比较小，对今年盈利的影响也较为有限。据此，我们以

2013年游客预测数据(游客增长15%)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3),如旺季门票价格提高到185元/人次,实际票价折扣率稳定在85%,将提升公司每股收益0.14元,正面影响十分显著。

图表3: 峨眉山门票提价对EPS的敏感性分析(假设2013年游客数全年影响)

		155	160	165	170	175	180	185	187	187.5
2013年 游客数 (万人次)	280.00	-0.078	-0.061	-0.044	-0.026	-0.009	0.008	0.025	0.032	0.034
	290.00	-0.059	-0.041	-0.023	-0.005	0.013	0.030	0.048	0.056	0.057
	300.00	-0.040	-0.021	-0.003	0.016	0.034	0.053	0.071	0.079	0.080
	310.00	-0.021	-0.002	0.017	0.037	0.056	0.075	0.094	0.102	0.104
	320.00	-0.002	0.018	0.038	0.058	0.077	0.097	0.117	0.125	0.127
	330.00	0.017	0.038	0.058	0.079	0.099	0.119	0.140	0.148	0.150
	340.00	0.037	0.058	0.079	0.100	0.121	0.142	0.163	0.171	0.173
	350.00	0.056	0.077	0.099	0.121	0.142	0.164	0.185	0.194	0.196
	360.00	0.075	0.097	0.119	0.142	0.164	0.186	0.208	0.217	0.219

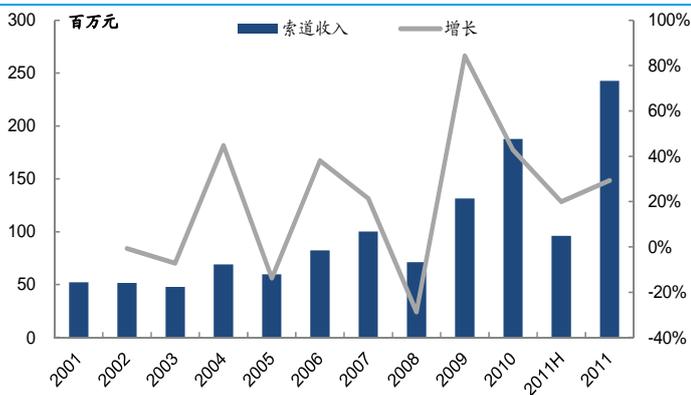
来源: 公司数据, 国金证券研究所

2. 索道运营: 搭乘率稳步攀升, 未来将成主业发展重点

2.1. 索道搭乘率稳步攀升, 盈利贡献度不断提升

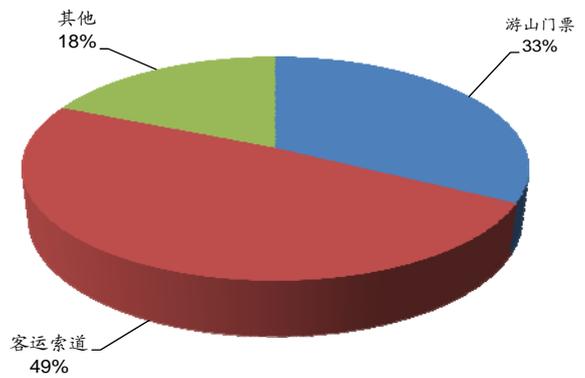
近几年, 随着居民收入水平的持续增长, 以及人们对于旅游出行舒适度要求的不断提高, 游客对于景区内交通工具(如索道、环保车)的依赖度显著上升。公司目前经营的金顶索道和万年索道在09年均实施提价, 在进山游客量持续增长、索道搭乘率稳步攀升以及提价的共同作用下, 近两年索道业务营业收入均实现了较大幅度的增长(见图表4)。2011年, 峨眉山索道业务实现收入2.43亿元, 同比增长29.34%, 由于索道业务营收无需与管委会分成, 已成为公司最主要的利润来源(见图表5)。

图表4: 峨眉山索道收入及其增长



来源: 公司数据, 国金证券研究所

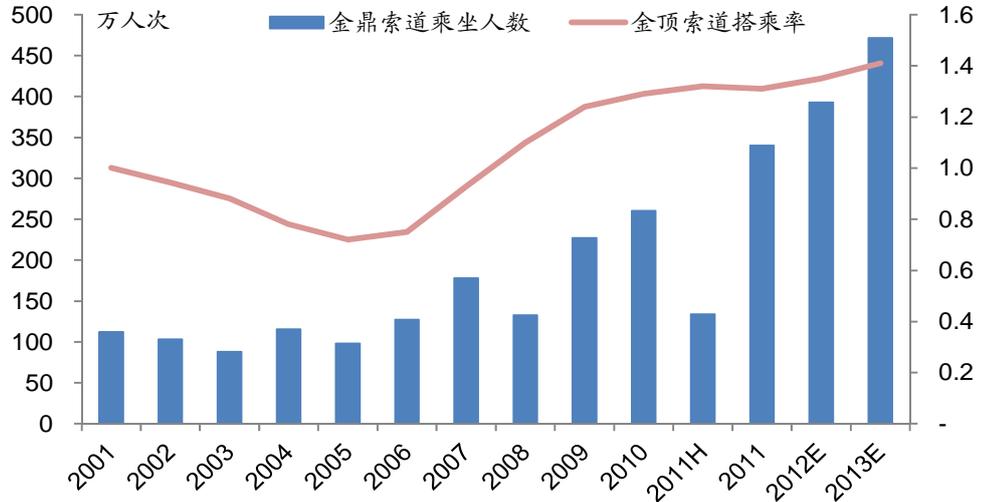
图表5: 峨眉山各主业毛利贡献占比(2011年)



其中, 由于金顶景点知名度高, 同时拥有佛光、日出等景观, 且海拔更高, 贡献了索道业务中的大部分盈利。由于往返乘坐, 金顶索道2011年接待游客量达到340万人次, 搭乘率达到1.31, 搭乘率稳步攀升。与此同时, 金顶作为峨眉山最为重要的核心景区, 旺季过长的排队等待时间(高峰时能长达2~3小时)已逐渐成为制约景区整体接待能力的瓶颈所在。对此, 公司董事会在去年10月份通过一项议案, 计划投资4100万元改造金顶客货两用索道(简称“金顶二索”), 其主要目的即是旨在提高金顶景区的接待能力。为避免影响游客游览金顶, 金顶二索实行“错峰施工”, 建设期有所延长, 预计将在明年旺季(3、4

月份)到来前投入运营。届时,将进一步提高金顶索道的搭乘率水平,对公司索道业务盈利能力产生积极影响。我们在预测时显著提高了2013年金顶索道对进山游客的搭乘率假设水平(见图表6)。

图表6: 金顶索道接待游客人次及搭乘率变化(2001~2013E)



来源: 公司数据, 国金证券研究所

图表7: 峨眉山索道业务营收分析预测

项目(单位: 百万元)	2007	2008	2009	2010	2011H	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
游客人数(万人次)	191.85	120.85	183.07	201.72	101.41	259.69	290.85	334.48	369.60	404.71
金顶索道乘坐率	0.93	1.10	1.24	1.29	1.32	1.31	1.35	1.41	1.45	1.47
金顶索道乘坐人次	178.16	132.94	227.01	260.22	133.86	340.19	392.65	471.62	535.92	594.93
金顶索道人次增长率	40.00%	-25.38%	70.77%	14.63%		30.73%	15.42%	20.11%	13.63%	11.01%
金顶索道折合票价	34.2	34.2	39.92	51	51	51	52	53	54	55
金顶索道收入	60.93	45.46	90.62	132.71	68.27	173.50	204.18	249.96	289.40	327.21
金顶索道收入增长率	40.00%	-25.38%	99.33%	46.45%		30.73%	17.68%	22.42%	15.78%	13.07%
万年索道乘坐率	0.62	0.65	0.68	0.61	0.61	0.60	0.62	0.63	0.64	0.65
万年索道乘坐人次	118.75	78.34	124.49	122.24	61.86	155.81	180.33	210.72	236.54	263.06
万年索道人次增长率	0.56%	-34.03%	58.90%	-1.80%		27.46%	15.73%	16.85%	12.25%	11.21%
万年索道折合票价	33	33	33	45	45	45	45.5	46	46.5	47
万年索道收入	39.19	25.85	41.08	55.01	27.84	70.12	82.05	96.93	109.99	123.64
万年索道收入增长率	0.56%	-34.03%	58.90%	33.90%		27.46%	17.02%	18.14%	13.47%	12.41%
索道收入合计(百万元)	100.12	71.32	131.49	187.77	96.21	242.87	286.23	346.89	399.39	450.85
索道收入增长率	21.37%	-28.77%	84.37%	42.81%	19.91%	29.34%	17.85%	21.19%	15.13%	12.88%
索道ARPU	52.19	59.01	71.82	93.09	94.88	93.52	98.41	103.71	108.06	111.40
增长	7.34%	13.08%	21.71%	29.61%		0.47%	5.23%	5.39%	4.19%	3.09%
索道成本(百万元)	19.01	18.32	26.18	29.69	21.15	47.56	54.91	66.94	72.46	77.53
其中:折旧	10.46	10.56	17.50	19.80	10.00	22.00	25.00	33.00	34.00	34.00
非折旧成本	8.55	7.80	8.80	9.93	11.15	25.56	29.91	33.94	38.46	43.53
非折旧成本增长率	14.43%	-8.78%	12.82%	12.84%		157.40%	17.00%	13.50%	13.30%	13.20%
索道毛利	81.11	52.99	105.31	158.08	75.06	195.30	231.32	279.95	326.93	373.32
索道毛利率	81.02%	74.31%	80.09%	84.19%	78.02%	80.42%	80.82%	80.70%	81.86%	82.80%

来源: 公司数据, 国金证券研究所

2.2. 景区深度开发索道仍存建设空间, 未来或成主业发展重点

近几年,随着国内旅游市场的迅速发展,国内诸多一线风景名胜景区在满足观光旅游需求的同时,依据自身的资源禀赋条件以及国内旅游市场呈现出的休闲度假旅游趋势,逐步推进旅游资源开发的模式转型。为此,一线风景名胜景区的深度开发逐渐提上议事日程,而索道、环保车等景区内交通设施建设作为便捷景区游览、提升景区盈利能力、具有较强垄断性且相对较低之舆论关注度的经营手段,日益受到更多的关注,将逐步成为主业发展的重点。

一方面,许多一线成熟景区游客容量日趋饱和,特别是山岳峡谷类景点受到地形、地貌特征的限制,客流量增长呈现出逐步放缓的趋势。为突破这一瓶颈,一些知名景区纷纷启动旅游环线建设,通过新增观光路径,形成游览环路,加快客流速度,从而提升景区容量,如黄山的西海大峡谷地轨缆车、华山的西峰

巨灵客运索道，以及峨眉山金顶二索的建设，均旨在提升景区整体的接待量。在此基础上，峨眉山景区各项基础设施建设需遵循《峨眉山风景名胜区总体规划》，根据最新版本总规中的相关规定，对公路、步道、索道和观光车道详细描述如下：

1. 公路：保持现状总长 62.5 公里。
2. 步道：保持现状步道基础上，新建清音阁至大坪 2.1 公里、张沟至万佛顶 10 公里，伏虎寺至罗峰庵 1.5 公里三条步道，以及万佛顶下山栈道 400 米。步道总长 83.4 公里，宽度不应大于 2.0 米。
3. 索道：现已建成二条：万年场—万年寺索道和雷洞坪接引殿—金顶索道，已批准待建一条：万年寺—二道桥索道。此外，将原规划的弓背山—洗象池索道减少长度，调整为洗象池—白云亭，建设前必须先行进行可行性论证和环境评价。因此，目前在峨眉山景区总规中索道共有 4 条。
4. 观光车道：保留金顶至万佛顶观光车道。

从中可以看到，公司在已有经营的万年、金顶两条索道的基础上，还有二道桥和洗象池两条索道的建设空间，但由于景区内居民拆迁补偿以及环评等方面的原因，这两条索道重启应暂无时间表。而且，我们认为，从转型休闲度假旅游目的地战略角度出发，这两条索道的商业价值也已明显降低，未来景区内索道的规划调整将从建设旅游大环线以及发展休闲度假旅游的角度予以展开。

综合 2011 年 5 月《四川日报》的有关报道以及 11 月通过四川省评审委员会专家评审的《峨眉山旅游度假区总体规划》，在峨眉山未来的景区规划中将“在当前的舍身崖和万佛顶至四季坪一线，新建两条观光索道”，万佛顶-四季坪索道并辅以政府建设的川主-高庙-龙洞公路将打通峨眉山景区游览大环线(有关具体内容详见去年 5 月及今年 2 月发表的峨眉山报价报告)。而在《峨眉山旅游度假区总体规划》中提及峨秀湖-万槽湖-张沟-四季坪-峨眉山景区南部环线建设、打造张沟森林避暑休闲度假区，与我们在报告中所提及的公司规划发展“峨眉后山张沟到万佛顶生态休闲度假风光带”相互印证。因此，建设一条万佛顶经四季坪到张沟的索道既能形成峨眉景区旅游环线，又将与后山旅游度假区建设紧密结合。尽管其间将涉及峨眉山总规的再次调整，但长远来看，万佛顶索道的建设将是大势所趋，将对索道业务的持续快速发展以及峨眉山向休闲度假旅游目的地顺利转型产生重大影响。

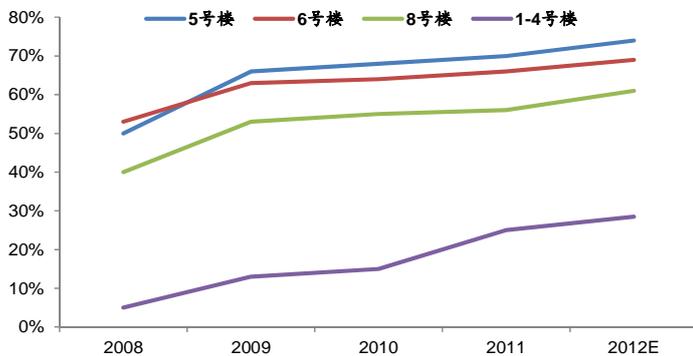
3. 完善度假旅游产业链，激励机制强化业绩增长预期

3.1. 度假旅游接待能力亟待扩容，加快红珠山宾馆设施改造

峨眉山在旅游资源上，不仅凭借其地理地貌上呈现群山峰峦叠嶂、山脉绵延、草木植被丰富的特点以及中国四大佛教名山之一普贤道场而成为一流的观光型景区，而且，高品质的氡温泉、冬季滑雪以及深厚的儒释道文化底蕴，更使其具备了成为一流休闲度假旅游目的地的资源禀赋。近几年，随着周边快速交通环境的逐步改善、休闲度假接待设施的不断升级，峨眉山接待度假游客、大型会议的比例明显增加，这从近几年红珠山宾馆升级改造后的 5、6、8 号楼与未进行改造的 1-4 号楼入住率对比(见图表 8)就可见一斑，在此期间，公司宾馆客

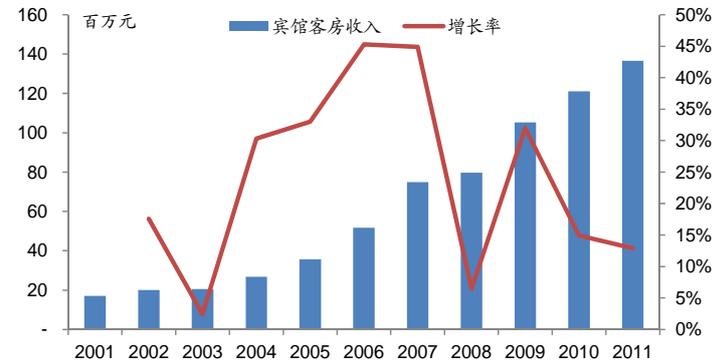
房收入实现较快增长(见图表 9)，酒店经营业务也从 5 年前的“亏损大户”大幅扭亏为盈，逐步成为公司新的利润增长点。

图表8: 红珠山宾馆 1-4、5、6、8 号楼入住率对比



来源: 公司数据, 国金证券研究所

图表9: 峨眉山宾馆客房收入实现较快增长



然而，经过近几年的发展，红珠山宾馆以及峨眉山大酒店按照高星级标准装修的客房入住率全年平均已达到 70% 左右的水平。作为度假型酒店(淡旺季显著)，这一年平均入住率水平已是相当高的水平，开始逐步面临旺季度假酒店接待能力严重不足的情况。对此，公司于近期公布了一项酒店改建计划，拟投资 2.42 亿元对红珠山宾馆 7 号楼进行改造重建。7 号楼的改建工程将按照五星级休闲度假酒店的标准进行建设，占地 3500 平米，总建筑面积为 1.3 万平米，内有 91 间高标准客房(多为套房)，相关配套设施标准要显著高于目前的 5 号楼和 8 号楼。我们预计建成后，7 号楼的客房定价将参照现有 5/8 号楼套房价格，明显高于目前红珠山宾馆的平均房价，而且，由于主要配套设施毋需新建，自身配套的中餐厅、精品茶室、厨房等设施规模较小。因此，长远来看，边际上将对酒店的盈利能力产生积极影响(见图表 10)。

图表10: 峨眉山酒店业务分析、预测

项目(单位: 百万元)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
宾馆客房收入	17.04	20.03	20.52	26.75	35.58	51.71	74.92	79.75	105.27	121.00	136.61	150.53	173.36	193.75	211.35
增长率		17.55%	2.45%	30.34%	33.01%	45.31%	44.90%	6.45%	32.00%	14.94%	12.90%	10.19%	15.16%	11.76%	9.09%
宾馆客房成本	9.57	14.25	15.46	25.20	35.19	47.84	67.78	95.73	106.00	111.01	122.77	133.97	155.68	172.44	185.99
成本增长率		48.96%	8.51%	63.00%	39.65%	35.94%	41.67%	41.25%	10.73%	4.72%	10.59%	9.12%	16.20%	10.77%	7.86%
宾馆客房毛利	7.48	5.78	5.06	1.55	0.39	3.87	7.15	-15.98	-0.73	9.99	13.84	16.56	17.68	21.31	25.36
宾馆客房毛利率	43.87%	28.87%	24.67%	5.79%	1.10%	7.48%	9.54%	-20.04%	-0.69%	8.26%	10.13%	11.00%	10.20%	11.00%	12.00%
宾馆餐饮收入	9.03	11.45	9.96	15.62	20.67	30.94	45.57	50.35	61.55	71.13	74.40	81.29	95.35	106.56	116.25
餐饮客房收入比	53.00%	57.17%	48.54%	58.40%	58.10%	59.83%	60.82%	63.13%	58.47%	58.78%	54.46%	54.00%	55.00%	55.00%	55.00%
增长率		26.79%	-13.01%	56.83%	32.32%	49.65%	47.28%	10.49%	22.24%	15.56%	4.60%	9.26%	17.30%	11.76%	9.09%
宾馆餐饮成本	9.46	11.78	9.49	14.84	20.42	31.44	44.49	23.58	27.72	44.66	46.61	51.21	59.88	66.28	71.72
成本增长率		24.56%	-19.42%	56.40%	37.57%	54.00%	41.50%	-47.01%	17.55%	61.14%	4.37%	9.86%	16.92%	10.70%	8.21%
宾馆餐饮毛利	-0.42	-0.33	0.47	0.78	0.26	-0.51	1.07	26.77	33.83	26.47	27.79	30.08	35.47	40.28	44.52
餐饮毛利率	-4.69%	-2.84%	4.74%	5.00%	1.24%	-1.63%	2.36%	53.17%	54.97%	37.21%	37.35%	37.00%	37.20%	37.80%	38.30%

来源: 公司数据, 国金证券研究所

3.2. 扩大“文化艺术”经营范围，峨眉雪芽销售持续快速增长

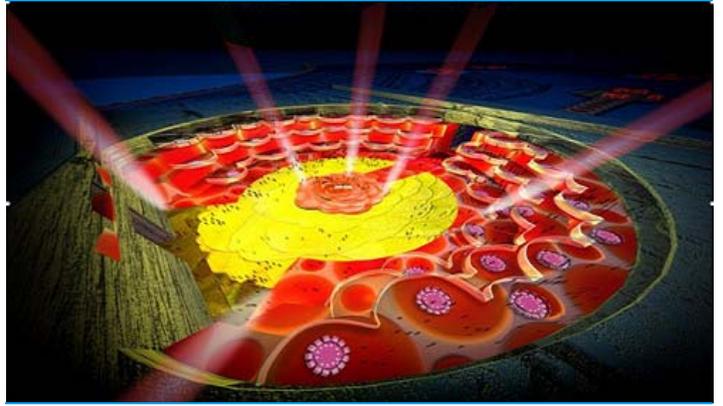
近期公司的董事会公告称，为适应供公司战略发展的需要，将向四川省工商局申请增加多项经营范围，其中包括了“文化艺术业”。我们认为，公司此项增加经营范围无疑是在为下一步发展文化演艺业务奠定基础。公司在经过“佛光普照”声光秀以及“天下峨眉”歌舞表演的试水后，未来计划投资新建一个拥有 2000 多个座位的现代化大剧院，这也是峨眉山成立传媒公司的重要目的。

图表11: “天下峨眉”表演实景图



来源: 互联网, 国金证券研究所

图表12: 峨眉山大剧院设计效果图



近几年, 随着国内旅游市场的快速发展以及游客对于旅行中文化元素要求的不断提高, 旅游文化演艺市场正在经历高速发展期。公司计划打造的文化演艺节目旨在反映峨眉山深厚的“儒释道”文化, 并依托峨眉山现有庞大的游客地量, 增加游客停留时间, 提高人均旅游消费, 进而形成新的利润增长点。

同时, 公司培育多年的峨眉雪芽业务在去年度过盈亏平衡后, 今年继续保持较快增长。鉴于今年的经济状况, 公司对雪芽各系列产品的定价仅作了小幅上涨, 但在新品开发(如峨眉雪芽黄精茶)方面加大投入, 进一步强化高端有机茶的品牌定位, 销售继续保持了较快增长。我们预计, 峨眉雪芽今年的销售将在去年基础上增长 30%以上, 实现收入超过 8000 万元, 而对公司的盈利贡献也有望从去年的 500-600 万增加到 1000 万元以上。

3.3. 改善管理层薪酬绩效考核机制, 强化业绩持续增长预期

峨眉山董事会最早是在 2010 年初首次明确提出对经营班子的年度经营计划, 并在完成年度计划的基础上对管理层实施奖惩激励。此后, 公司每年都公布年度经营计划, 尽管在一般情况下公司公布之经营计划的营收增速并不是很快, 但公司管理层只有在超额完成经营计划的情况下方能获得奖励激励, 由此有力保证在正常的市场情况下公司业绩能够保持相对较快的增长。

在此基础上, 最近的公司董事会审议通过了《峨眉山经营班子及高管人员薪酬考核与业绩评价办法(试行)》, 对管理层的考核扩大了绩效工资、奖金在整体薪酬中的比例, 固定工资(基本+岗位)仅占到 40%左右, 进一步加大业绩考核奖励力度。

对此, 我们认为, 进一步改善管理层薪酬绩效考核机制所带来的影响将是十分正面的。未来几年, 峨眉山将经历休闲度假旅游目的地转型、丰富延伸旅游产业链(文化演艺、峨眉雪芽等)、进一步强化市场营销推广的重要阶段, 合理有效的管理层绩效激励考核对于公司的长远发展产生积极影响, 由此也将为公司业绩在正常市场情况下实现较快持续增长提供有力保障。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测: 小幅上调未来三年盈利预测

根据此次调研的情况，在暂未考虑门票提价影响的情况下，我们小幅上调公司未来三年的盈利预测。我们预计公司 2012~2014 年归属于母公司股东净利润分别为 1.84 亿元、2.305 亿元和 2.779 亿元，分别较上年增长 26.83%、25.25%和 20.58%，三年复合增长率为 24.19%，对应每股盈利预测分别为 0.782 元、0.98 元和 1.182 元(详细假设和预测见图表 13)。

图表13：峨眉山盈利预测详表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
营业总收入	373.7	465.9	394.3	603.9	735.7	907.7	1,042.1	1,225.8	1,385.3
游山门票	173.5	193.7	136.7	231.3	254.8	329.3	370.8	428.1	474.9
客运索道	82.5	100.1	71.3	131.5	187.8	242.9	286.2	346.9	399.4
宾馆客房	51.7	74.9	79.8	105.3	121.0	136.6	150.5	173.4	193.8
宾馆餐饮	30.9	45.6	50.3	61.5	71.1	74.4	81.3	95.3	106.6
旅行社	5.6	8.6	3.1	7.0	11.6	13.2	15.0	17.4	20.0
广告及商品销售	6.1	13.1	24.2	32.2	46.6	61.0	80.6	99.1	116.9
供水、供电	5.3	5.9	5.9	6.5	6.8	7.6	8.2	8.9	9.6
温泉、冰雪、娱乐业	9.6	10.8	13.5	19.9	21.1	25.8	30.8	35.9	41.3
其他	4.5	5.3	4.1	3.2	6.0	6.8	7.1	7.5	7.8
其他业务	4.0	8.0	5.3	5.5	8.9	10.2	11.6	13.3	15.1
营业总成本	200.3	280.4	251.4	337.9	391.0	507.0	575.6	673.2	750.7
游山门票	87.2	114.6	79.7	131.0	143.2	198.1	222.1	256.0	283.5
客运索道	12.8	19.0	18.3	26.2	29.7	47.6	54.9	66.9	72.5
宾馆客房	47.8	67.8	95.7	106.0	111.0	122.8	134.0	155.7	172.4
宾馆餐饮	31.4	44.5	23.6	27.7	44.7	46.6	51.2	59.9	66.3
旅行社	5.0	7.2	3.0	6.9	12.3	13.7	14.9	17.3	19.9
广告及商品销售	8.3	17.2	23.1	30.4	40.1	51.5	67.5	82.0	96.1
供水、供电	2.6	3.1	0.4	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	2.9
温泉、冰雪、娱乐业	3.4	4.0	2.0	5.4	5.3	18.6	22.0	25.5	29.3
其他	0.3	1.1	3.4	0.9	0.3	3.5	3.5	3.7	3.9
其他业务	1.4	1.9	2.2	1.6	2.2	2.5	2.9	3.5	3.9
毛利率	46.41%	39.81%	36.25%	44.04%	46.86%	44.14%	44.76%	45.08%	45.81%
营业税金及附加	16.5	21.2	18.2	27.9	34.4	41.9	47.9	56.4	63.7
主营业务税金及附加比率	4.41%	4.55%	4.61%	4.61%	4.67%	4.62%	4.60%	4.60%	4.60%
主营业务利润	156.9	164.3	124.7	238.1	310.4	358.7	418.6	496.2	570.8
销售费用	1.2	24.8	15.7	42.0	76.4	65.6	72.9	83.4	92.8
销售费用率	0.33%	5.41%	4.03%	7.01%	10.38%	7.23%	7.00%	6.80%	6.70%
管理费用	90.4	60.2	51.4	72.2	84.4	108.3	115.7	128.7	139.9
管理费用率	24.46%	13.14%	13.23%	12.07%	11.47%	11.94%	11.10%	10.50%	10.10%
财务费用	12.7	24.8	29.6	22.8	15.8	11.5	10.5	10.0	8.0
资产减值准备	1.6	0.9	0.3	0.3	0.8	0.1	0.3	0.2	0.2
其他经营收益									
投资净收益	2.2	3.5	-3.0	0.8	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.3
营业利润差额(合计平衡项目)	0.0	0.0	0.0	0.0					
营业利润	53.3	57.1	26.8	103.0	132.9	173.2	219.3	274.1	330.2
营业外收支净额	-1.9	-1.0	-1.0	-3.9	-3.1	-2.2	-2.0	-1.6	-1.5
利润总额差额(合计平衡项目)	0.0	0.0	0.0	0.0					
利润总额	51.3	56.1	25.8	99.1	129.8	171.1	217.3	272.5	328.7
所得税	10.4	10.1	4.3	15.4	20.1	26.3	33.5	42.0	50.6
实际所得税率	20.35%	17.95%	16.87%	15.55%	15.47%	15.38%	15.40%	15.40%	15.40%
净利润	40.9	46.1	21.4	83.7	109.7	144.8	183.8	230.5	278.0
减：少数股东损益	-0.4	-0.3	-0.9	-0.2	-0.5	-0.3	-0.20	0.03	0.10
归属于母公司所有者的净利润	41.3	46.4	22.3	83.9	110.3	145.1	184.0	230.5	277.9
增长	7.84%	12.34%	-51.83%	275.57%	31.52%	31.56%	26.83%	25.25%	20.58%
净利润率	11.04%	9.95%	5.66%	13.89%	14.99%	15.99%	17.66%	18.81%	20.06%
每股收益	0.175	0.197	0.095	0.357	0.469	0.617	0.782	0.980	1.182

来源：公司数据，国金证券研究所

此外，我们对门票提价做了敏感性分析，按照谨慎提价方案(旺季门票价格提高到 185 元/人次)，以 2013 年全年享受提价效应，且实际门票折扣率维持在

85%的水平，则将增厚公司 2013 年业绩 0.14 元(详见前文部分的分析)。我们将在提价方案正式获得听证会通过及有关部门批准，明确新价格实施时间后对相关盈利预测进行正式的调整。

4.2. 投资建议：维持“买入”评级

在经历年初市场风格转换情况下股价的大幅下跌后，峨眉山凭借其良好的经营业绩以及可预见的事件催化剂(如门票提价预期)，在旅游股中表现相对较强。尤其是在近期门票提价程序正式启动后，峨眉山股价更是创出年内新高。尽管如此，由于资本市场整体表现疲弱，公司当前股价对应 2012 年动态 PE 为 25.3 倍，仍处在行业平均水平附近(详见图表 14)，而较为确定的业绩增长以及事件催化剂触发后在盈利层面的切实体现(明年若全年考虑门票提价影响，业绩增速将达到 40%以上)，我们认为，有关影响未在估值层面上得到充分反映。

而且，随着成绵乐城际铁路在明年中正式通车，未来几年峨眉山进山游客量仍将保持较快发展，这将对业绩增长形成有力支持。因此，现有业务的平稳发展和盈利的有效释放，仍将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，公司对景区内相关产业链的整合、金顶二索投入运营的积极影响、峨眉山国际旅游度假区建设，以及未来两年仍将努力推进的再融资工作，都将成为公司持续成长的重要动力。据此，我们继续维持对公司“买入”的投资评级，近期市场调整是增加对公司投资配置的有利时机。

图表14：旅游行业重点公司估值一览

行业	代码	简称	收盘价	总市值 (亿元)	每股收益EPS				PE				市净率 PB最新	EV/EBITDA	投资 评级
			2012/6/26		11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E			
旅游资源	000888	峨眉山A	19.80	46.5672	0.62	0.782	0.98	1.18	29.71	25.32	20.20	16.78	5.53	4.51	买入
	000978	桂林旅游	7.59	27.33	0.19	0.250	0.31	0.38	41.60	30.38	24.29	20.23	1.94	4.07	买入
	002033	丽江旅游	20.85	34.15	0.71	0.878	1.06	1.25	25.07	23.75	19.76	16.71	4.50	8.18	买入
	600054	黄山旅游	14.43	68.02	0.54	0.623	0.70	0.79	27.33	23.17	20.53	18.36	3.94	3.04	买入
	600749	西藏旅游	10.03	18.97	0.06	0.110	0.15	0.21	182.93	91.18	66.87	47.76	3.02	N/A	买入
	000430	张家界	9.20	29.52	0.28	0.340	0.47	0.54	34.18	27.06	19.57	17.04	10.81	5.64	买入
	002159	三特索道	13.92	16.70	0.33	0.360	0.45	0.58	43.93	38.67	30.93	24.00	3.83	N/A	买入
	000069	华侨城A	6.43	467.56	0.57	0.669	0.80	0.96	12.57	9.61	8.04	6.72	2.88	N/A	买入
主题公园	300144	宋城股份	14.09	78.11	0.60	0.517	0.69	0.86	42.08	27.24	20.37	16.43	2.92	N/A	买入
	600706	ST长信	11.40	9.96	(0.25)	0.720	0.85	-	(44.70)	15.83	13.41	-	(11.43)	N/A	持有
	000721	西安饮食	6.76	13.49	0.18	0.363	0.42	0.48	39.06	18.62	15.95	14.05	2.97	N/A	买入
餐饮	002186	全聚德	30.75	43.53	0.91	1.051	1.25	1.47	29.52	29.27	24.66	20.85	5.70	N/A	持有
	002306	湘鄂清	10.30	41.20	0.47	0.411	0.48	0.56	32.21	25.08	21.40	18.33	3.50	N/A	买入
	000428	华天酒店	5.05	36.31	0.16	0.229	0.23	0.27	25.19	22.09	21.72	18.70	2.37	N/A	买入
酒店	600754	锦江股份	16.23	97.91	0.53	0.690	0.91	1.12	32.58	23.51	17.74	14.43	2.47	2.58	买入
	601007	金陵饭店	7.26	21.78	0.39	0.425	0.53	0.58	17.24	17.06	13.70	12.44	1.80	N/A	买入
	600258	首旅股份	12.13	28.07	0.42	0.497	0.60	0.69	29.79	24.42	20.29	17.47	2.80	N/A	买入
	600138	中青旅	17.29	71.81	0.64	0.852	0.86	1.02	23.40	20.30	20.17	17.02	2.76	2.14	买入
旅游综合	601888	中国国旅	28.38	249.74	0.78	1.205	1.48	1.81	33.70	23.55	19.18	15.68	5.07	2.62	买入
	600593	大连圣亚	13.08	12.03	0.05	0.107	0.12	0.13	295.11	122.47	111.79	97.39	4.39	N/A	持有
	600358	国旅联合	4.13	17.84	(0.14)	0.080	-	-	(26.61)	51.63	N/A	-	3.38	N/A	持有
行业均值			13.29	68.12	0.38	0.53	0.67	0.78	44.09	32.87	26.53	22.65	3.10	4.10	
行业中值			12.13	34.15	0.42	0.50	0.64	0.69	29.79	24.42	20.25	17.04	3.02	3.56	

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	604	736	908	1,042	1,226	1,385	货币资金	89	207	262	279	444	603
增长率		21.8%	23.4%	14.8%	17.7%	12.9%	应收款项	13	15	13	23	25	27
主营业务成本	-337	-391	-507	-576	-674	-751	存货	17	20	26	32	37	45
%销售收入	55.7%	53.1%	55.9%	55.2%	54.9%	54.2%	其他流动资产	3	6	5	7	8	8
毛利	267	345	401	467	553	635	流动资产	122	249	306	341	514	683
%销售收入	44.3%	46.9%	44.1%	44.8%	45.1%	45.8%	%总资产	11.0%	21.1%	25.2%	26.0%	32.7%	36.8%
营业税金及附加	-28	-34	-42	-48	-56	-64	长期投资	2	4	7	8	7	7
%销售收入	4.6%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	固定资产	886	834	801	869	956	1,074
营业费用	-42	-76	-66	-73	-83	-93	%总资产	80.0%	70.6%	65.9%	66.4%	60.9%	57.8%
%销售收入	7.0%	10.4%	7.2%	7.0%	6.8%	6.7%	无形资产	96	93	100	90	92	92
管理费用	-72	-84	-108	-116	-129	-140	非流动资产	985	931	909	969	1,057	1,175
%销售收入	12.0%	11.5%	11.9%	11.1%	10.5%	10.1%	%总资产	89.0%	78.9%	74.8%	74.0%	67.3%	63.2%
息税前利润 (EBIT)	125	150	185	230	284	338	资产总计	1,107	1,180	1,215	1,309	1,571	1,859
%销售收入	20.7%	20.3%	20.4%	22.1%	23.2%	24.4%	短期借款	145	230	125	0	0	0
财务费用	-23	-16	-11	-10	-10	-8	应付款项	68	83	94	110	123	128
%销售收入	3.8%	2.1%	1.3%	1.0%	0.8%	0.6%	其他流动负债	33	32	51	42	62	62
资产减值损失	0	-1	0	0	0	0	流动负债	246	345	270	152	184	190
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	160	35	30	65	78	93
投资收益	1	0	0	0	0	0	其他长期负债	7	7	7	0	0	0
%税前利润	0.8%	n.a	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	负债	413	387	307	217	262	283
营业利润	103	133	173	219	274	330	普通股股东权益	689	786	902	1,086	1,303	1,569
营业利润率	17.0%	18.1%	19.1%	21.0%	22.3%	23.8%	少数股东权益	5	7	7	6	6	6
营业外收支	-4	-3	-2	-2	-2	-2	负债股东权益合计	1,107	1,180	1,215	1,309	1,571	1,859
税前利润	99	130	171	217	272	329	比率分析						
利润率	16.4%	17.7%	18.8%	20.9%	22.2%	23.7%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-15	-20	-26	-33	-42	-51	每股指标						
所得税率	15.6%	15.5%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	每股收益	0.357	0.469	0.617	0.782	0.980	1.182
净利润	84	110	145	184	231	278	每股净资产	2.931	3.340	3.836	4.619	5.539	6.671
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.940	0.918	1.186	1.239	1.572	1.812
归属于母公司的净利润	84	110	145	184	230	278	每股股利	0.060	0.120	0.150	0.000	0.060	0.050
净利率	13.9%	15.0%	16.0%	17.7%	18.8%	20.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.16%	14.05%	16.08%	16.94%	17.69%	17.72%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	7.57%	9.35%	11.94%	14.06%	14.67%	14.96%
净利润	84	110	145	184	231	278	投入资本收益率	10.59%	11.97%	14.70%	16.81%	17.33%	17.15%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	87	95	96	98	114	136	主营业务收入增长率	53.15%	21.83%	23.37%	14.82%	17.69%	12.95%
非经营收益	24	13	9	15	15	14	EBIT增长率	110.15%	19.50%	23.42%	24.46%	23.55%	19.03%
营运资金变动	26	-2	30	-6	10	-3	净利润增长率	275.57%	31.62%	31.47%	26.83%	25.25%	20.61%
经营活动现金净流	221	216	279	291	370	426	总资产增长率	3.13%	6.54%	3.02%	7.72%	20.01%	18.29%
资本开支	-116	-36	-71	-160	-205	-256	资产管理能力						
投资	0	0	-3	-1	0	0	应收账款周转天数	4.9	4.3	3.7	5.0	4.5	4.5
其他	1	0	1	0	0	0	存货周转天数	19.5	17.2	16.6	20.0	20.0	22.0
投资活动现金净流	-115	-36	-74	-161	-204	-255	应付账款周转天数	34.0	37.3	31.5	34.0	33.0	31.0
股权募资	0	4	0	0	0	0	固定资产周转天数	516.8	408.0	311.3	284.2	252.6	252.0
债权募资	-75	-40	-110	-97	13	15	偿债能力						
其他	-31	-22	-41	-15	-14	-27	净负债/股东权益	31.16%	7.27%	-11.72%	-19.62%	-27.97%	-32.36%
筹资活动现金净流	-106	-58	-151	-113	-1	-12	EBIT利息保障倍数	5.5	9.5	16.1	21.9	28.4	42.3
现金净流量	0	121	54	18	165	159	资产负债率	37.33%	32.84%	25.24%	16.56%	16.70%	15.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
买入	0	3	6	15	27
增持	0	0	0	4	16
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.14	1.31

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-03-30	增持	18.67	N/A
2 2011-05-11	增持	19.34	25.50 ~ 27.50
3 2011-07-19	增持	19.05	25.50 ~ 27.50
4 2011-08-02	增持	18.27	N/A
5 2011-11-27	增持	18.70	N/A
6 2012-02-15	增持	17.52	23.50 ~ 25.50
7 2012-03-06	增持	19.36	24.50 ~ 26.80
8 2012-04-23	增持	19.48	24.50 ~ 26.80

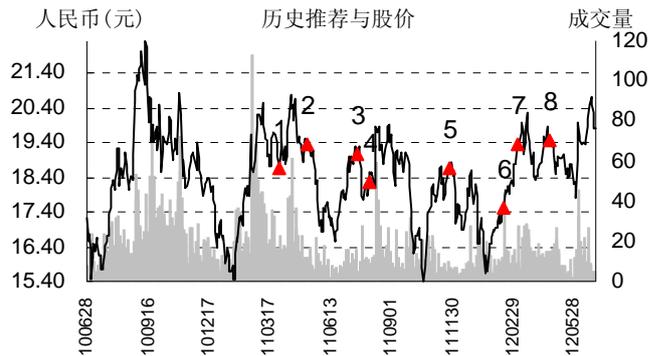
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B