

受益于中西部崛起，主业增长确定

增持首次评级

投资要点:

- 受益于中西部地区经济崛起，未来游客增速 10%-15%
- 索道提价效应显现，未来三年净利润复合增长 20%
- 景区管理优势明显，同时具有资源整合预期和门票提价预期

报告摘要:

- 2010 年 9 月 9 日，我们会见了峨眉山董事会秘书张华仙女士和董事会秘书办公室职员黄女士，就公司相关情况进行了深入交流。
- 受益于中西部经济崛起，景区将迎来一轮繁荣。**景区的核心吸引力包括深厚的佛教文化和中山区的生态猴区，同时受益于成渝经济区规划，中西部地区经济的崛起使城镇居民人均可支配收入提高，带来的初级旅游需求仍以观光游为主，成渝地区较大的人口基数将为峨眉山输送大量的游客。我们预计景区下半年游客增速将达到 20%，全年接待游客 218 万人次。
- 交通便利性改善，未来三年游客增速确定。**2012 年即通车的成绵乐城际铁路将大大提升本地游客的进山便利性，峨眉山景区有望发展成为成渝地区游客的周末旅游目的地，成渝地区人口 1.13 亿，与长三角地区人口数相当，我们预计景区未来三年将保持 10%-15% 的游客增速，净利润复合增速 20%。
- 景区门票提价预期强烈。**景区目前执行旺季票价 150 元/人次，在四大佛教名山中门票价格最低。我们认为景区提价预期强烈，依据相关政策规定，景区 2011 年 4 月份即可申请提价 25%。
- 我们预计公司 10-12 年 EPS0.49 元、0.62 元、0.74 元，对应 PE43 倍、34 倍、29 倍。在公司主营业绩快速增长，同时具有门票提价预期与资源整合预期的前提下，建议投资者积极关注，但是考虑到目前的估值压力，我们暂时给予增持评级，待股价回调时投资者可积极参与。

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入/万元	60,390	72,487	82,210	92,265
YOY/%	53.15%	20.03%	13.41%	12.23%
净利润/万元	8,386	11,639	14,642	17,371
YOY/%	275.57%	38.80%	25.80%	18.64%
EPS/元	0.36	0.49	0.62	0.74
PE	60.0	43.2	34.4	29.0

分析师

孙妍

电话: 010-88085962

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化
20100630	15499
20100331	13035
20091231	9335

数据来源: 港澳资讯

公司数据

总股本 (亿股)	2.35
总市值 (亿元)	50.31
流通比例	70%
12 个月最高/最低 (元)	22.80/8.38
主要股东	乐山市红珠山宾馆、四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司

数据来源: 港澳资讯

相关研究

一、峨眉山公司会谈纪要

2010年9月9日，我们会见了峨眉山董事会秘书张华仙女士和董事会秘书办公室职员黄女士，就公司相关情况进行了深入交流，主要情况如下：

Q：公司今年的游客数与去年相比增速如何？

A：上半年我们的游客数增速很快，进入三季度后游客增速略有放缓，与世博会分流有一定的关系。同时也受到周边地区的自然灾害影响，远途游客数下降，部分省外游客认为我们的景区受到灾害的影响而不愿意前来，这也给我们带来一定的负面影响。暑期刚刚结束，现在的峨眉山大酒店还比较好预定，但中秋、国庆大假期间必定一房难求。四季度也是公司会奖游的高峰期，还有很多游客在冬季会选择到我们这里来滑雪，所以全年来看我们基本没有淡季，只有12月15日到1月14日一个月执行淡季门票价格90元/人次，旺季价格是150元/人次。

点评：景区的核心吸引力包括深厚的佛教文化和中山区的生态猴区，同时受益于成渝经济区规划，中西部地区经济的崛起使城镇居民人均可支配收入提高，带来的初级旅游需求仍以观光游为主，成渝地区较大的人口基数将为峨眉山输送大量的游客。同时，景区实行一山两天通票，非常人性化。因为去年基数较高的原因（去年三、四季度游客增速分别为69%、38%）下半年游客增速相比去年略有放缓，根据历年景区上半年游客占比来看，我们预计景区下半年游客增速将达到20%，全年接待游客218万人次。

Q：景区和索道每天的最大容量是多少，景区是否能承载游客数的快速增长？

A：公司核心景区154平方公里，景区分为低山景区、中山景区、高山景区，就是以报国寺、伏虎寺、峨眉山博物馆等景点组成的低山景区；生态猴区、万年寺组成的中山景区；金顶观光和朝拜普贤菩萨为主的高山景区。客流较多的时候我们会采取交通限流的措施，即根据景区客流量，调度进入高山景区和中山景区的游览车，平衡各个景区的客流量，形成一个旅游环线。景区内现有三条索道，一条万年寺索道，直达中山景区，通往金顶有两条索道可用，其中一条备用索道在客流拥堵时启用。万年寺索道的运力1200人次/小时，金顶索道1500人次/小时。目前来看景区和索道仍具有足够的接待能力。

点评：景区的三个子景区相互独立，特色各异，在客流较多时亦能够分散客流，保证游客满意度。同时，景区现有设施具有足够的接待能力满足未来三年10%-15%的年游客增速。

Q：相比于其他同类景区，我们的门票价格还有多大的提价空间？

A：相对于其他景区我们的价格确实是有些低，但目前还没有具体的申请方案，现在我们的门票与管委会是五五分成，这个提价议案也要征求管委会的意见。

点评：目前普陀山门票价格160元/人次，五台山门票价格168元/人次，九华山门票190

元/人次。与其他三大佛教名山相比，峨眉山还拥有丰富的动植物资源，集秀美的自然景观与深厚的佛教文化于一体，而目前执行旺季票价 150 元/人次，在四大佛教名山中门票价格最低。我们认为景区提价预期强烈，依据相关政策规定，景区 2011 年 4 月份即可申请提价 25%。

Q: 交通的便利性给景区带来的利好。

A: 成绵乐城际铁路将给我们带来较大的利好，2012 年修成通车后，成都到峨眉山仅需 45 分钟，峨眉山终点站就设在景区将大大提高景区的通达性。同时，双流机场也要新开一些国际航线，例如台湾的国际航线。

点评: 成绵乐城际铁路将大大提升本地游客的进山便利性，峨眉山景区有望发展成为成渝地区游客的周末旅游目的地，我们认为峨眉山景区受益于中西部地区经济的崛起，成渝地区人口 1.13 亿，与长三角地区人口数相当，未来三年将保持 10%-15% 的游客增速，净利润复合增速 20%，正在重演黄山 2003-2007 的繁荣。

Q: 我们的游客来源比例怎么分布的?

A: 我们的游客来自全国各地，团客和散客比例相当，成渝地区游客以散客为主，主要通过自驾游方式，外地游客多以参团为主。长三角地区的游客目前还占比较小。

点评: 成渝地区凭借其较大基数，仍是景区游客增长的主力军。同时借力交通便利性，2010-2014 年沪汉蓉、成贵、成昆和成西等多条高铁的通车将带来更多的云贵地区及长三角地区游客。

Q: 旅游地产项目进展如何?

A: 我们的地产公司刚刚成立，公司拥有股权比例 60%，计划在景区周边做旅游地产，具体地块还在洽谈之中，目前景区周边的普通住宅现价 7000 元/平方米，别墅 1 万多元/平方米，峨眉山市区住宅现价 3000 元左右/平方米。

点评: 随着交通便利性的提高，地产将最先受益。峨眉山地处三线城市，受地产宏观调控影响较小。若公司今年年底前拿地成功，完成规划，施工后，最快 2012 年即可预售，在公司主业稳步增长的基础上，地产项目将进一步提升公司业绩，为公司添彩。

Q: 公司的股权激励方案有相关进展么?

A: 公司相关的公告已经出了很久, 目前还没有具体的计划。我们对经营班子都有自己的考核指标。对营销部门也采取业绩考核制度, 管理层也很重视这一块, 营销是要持续做下去的。

点评: 我们认为公司股权激励的方案有一定的难度, 但业绩考核却不失为一个好办法。从酒店业务的经验来看, 公司实行酒店净利润与员工绩效挂钩的制度以来, 酒店经营情况大幅改善。从我们对红珠山宾馆的实地调研中看出, 酒店改造后会议的接待能力和规格大幅提升, 基本可保持全年 60% 的入住率, 我们认为公司酒店业务的业绩释放空间仍然很大。

二、峨眉山风景区实地调研纪要

2010 年 9 月 10 日周五上午, 我们走访了峨眉山万年寺景区、清音阁及生态猴区。虽然游客在周末较为集中, 且大多数游客路线为上午观日出后游览金顶, 下午回到万年寺, 我们仍然在周五上午看到了万年寺门口不乏虔诚的香客, 而相同时刻高山区金顶景区将拥有更多游客。

图 1: 万年寺内外游客



资料来源: 宏源证券

图 2: 景区内不乏秀美山水



资料来源: 宏源证券

在与当地居民的交谈中了解到, 景区的管理确实令人称赞, 每隔一段路都会有管理员值岗, 防止景区内小商贩强制购物, 乱收费等现象发生。景区内的餐饮及零售都采取管委会统一管理, 利润分成的模式, 对于违纪的商贩, 管委会将采取警告措施, 严重者甚至吊销其经营执照。我们观察到周围团队游客多为外地游客, 成渝地区游客占比较小, 我们认为景区游客有平日以团队为主, 周末以当地游客为主的特点。

三、相关数据

表 1: 峨眉山索道-乐山景区调价前后门票价格

		2009 年 8 月 1 日前/元	2009 年 8 月 1 日后/元
峨眉山金顶索道	旺季	上行: 40 下行: 30	上行: 65 下行: 55
	淡季		上行: 30 下行: 20
峨眉山万年寺索道	旺季	上行: 40 下行: 30	上行: 65 下行: 45
	淡季		上行: 30 下行: 20
乐山景区		70	90

资料来源: 四川省旅游局, 宏源证券

表 2: 峨眉山景区调价前后门票价格

		2003 年 9 月 21 日前	2003 年 9 月 21 日起	2008 年 4 月 10 日起
峨眉山景区	旺季	80/元	120/元	150/元
	淡季			90/元

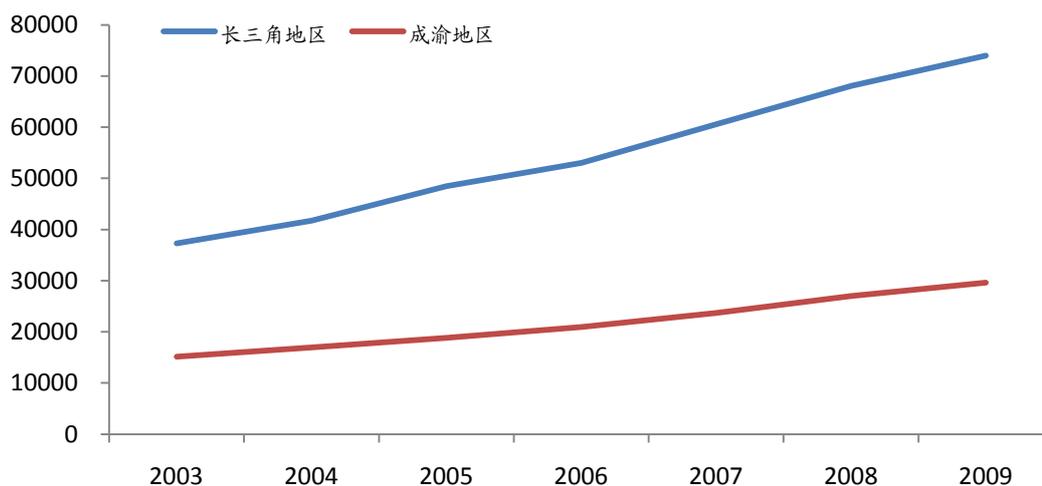
资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 3: 2006-2010 年峨眉山接待游客数

接待游客数/万人次	2006	2007	2008	2009	2010	yoy
1Q	17.62		21.68	27.89	33.09	18.64%
2Q	45.24	72.40	27.71	43.88	51.31	16.92%
3Q		75.29	40.67	68.73	82.48 (E)	20% (E)
4Q	106.82	44.16	30.79	42.57	51.08 (E)	20% (E)
合计	169.68	191.85	120.85	183.07	217.96 (E)	19.06% (E)

资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 成渝地区 2009 年人均可支配收入接近长三角地区 2003 年水平/元



资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

四、投资建议

首先，我们可以肯定游客增速将是驱动峨眉山业绩增长的最直接因素，而受益于中西部地区经济的崛起，成渝地区人均可支配收入的提高，多数人的旅游需求将仍然以观光游为主，峨眉山作为四大佛教名山之一，拥有秀美的山水风光、深厚的文化底蕴和知名的品牌效应必将吸引大量游客前来。

再来看决定驱动景区增速的最核心因素-交通，峨眉山景区将在 2011-2014 年之间通车 5 条高铁，最快的沪汉蓉高铁将在 2011 年通车，届时上海至峨眉山景区只需 10 个小时，大大方便了长三角地区游客的通达性。成绵乐高铁将在 2012 年通车，大大方便了成渝地区游客的通达性，同时，成昆、成贵、成西高铁的相继通车将进一步扩大峨眉山的交通网络辐射半径。

最后来看景区的盈利能力，景区索道去年起提价，而与同类景区相比，公司 150 元/人次的旺季门票价格仍有较大的提振空间，依据相关规定明年 4 月起即可提价 25%，我们认为公司提价预期强烈。有了高增速的游客数，高毛利的门票、索道收入增速必将快于景区游客增速。再加上公司酒店业务实行业绩考核制度后带来的业绩释放空间，我们预计公司 10-12 年净利润将保持 20% 的复合增长率。

经过我们此次的实地调研，进一步证实了我们之前的结论，即中西部经济的崛起将为相关的旅游资源带来一场盛宴。同时，我们也看到了景区规范严格的管理体系也将保证游客满意度，使景区实现可持续发展。我们预计公司 10-12 年 EPS0.49 元、0.62 元、0.74 元，对应 PE43 倍，34 倍，29 倍。在公司主营业绩快速增长，同时具有门票提价预期与资源整合预期的前提下，建议投资者积极关注，但是考虑到目前的估值压力，我们暂时给予增持评级，待股价回调时投资者可积极参与。

财务报表及财务指标预测					2010年9月13日	股价: 21.39				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
利润表						成长性				
营业收入	39,432	60,390	72,487	82,210	92,265	营业收入增长率	53.2%	20.0%	13.4%	12.2%
减:营业成本	24,940	33,654	40,593	46,038	51,668	营业利润增长率	284.2%	33.7%	25.6%	18.5%
营业税费	1,820	2,787	3,262	3,699	4,152	净利润增长率	275.6%	38.8%	25.8%	18.6%
销售费用	1,566	4,197	5,799	5,755	6,459	EBITDA增长率	53.6%	-22.5%	25.4%	16.8%
管理费用	5,145	7,225	7,249	7,399	7,381	EBIT增长率	123.2%	21.5%	26.5%	16.9%
财务费用	2,956	2,282	1,522	2,055	2,122	NOPLAT增长率	108.9%	19.7%	26.6%	17.2%
资产减值损失	28	32	400	80	100	投资资本增长率	0.2%	10.0%	8.9%	17.7%
加:公允价值变动收	-	-	-	-	-	净资产增长率	11.9%	27.1%	14.9%	15.4%
投资和汇兑收益	-298	84	100	100	100	利润率				
营业利润	2,680	10,296	13,762	17,284	20,483	毛利率	44.3%	44.0%	44.0%	44.0%
加:营业外净收支	-103	-387	-78	-68	-58	营业利润率	17.0%	19.0%	21.0%	22.2%
利润总额	2,577	9,910	13,685	17,216	20,425	净利润率	13.9%	16.1%	17.8%	18.8%
减:所得税	435	1,541	2,053	2,582	3,064	EBITDA/营业收入	33.9%	21.9%	24.2%	25.2%
净利润	2,232.8	8,385.8	11,639.2	14,641.7	17,370.7	EBIT/营业收入	20.8%	21.1%	23.5%	24.5%
资产负债表						运营效率				
货币资金	8,902	8,875	10,873	12,331	13,840	固定资产周转天数	498	444	430	437
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-29	-26	-16	-16
应收帐款	1,546	1,314	1,740	1,973	2,214	流动资产周转天数	74	68	72	72
应收票据	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	5	5	5	5
预付帐款	174	253	725	822	923	存货周转天数	11	9	8	9
存货	1,884	1,713	1,812	2,055	2,307	总资产周转天数	650	573	550	554
其他流动资产	25	42	163	260	361	投资资本周转天数	537	470	453	458
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率				
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	12.1%	13.2%	14.4%	14.8%
长期股权投资	12	12	11	11	11	ROA	7.6%	9.7%	11.2%	11.4%
投资性房地产	226	228	228	228	228	ROIC	11.8%	14.1%	16.3%	17.5%
固定资产	81,636	85,507	93,403	102,885	121,037	费用率				
在建工程	2,770	3,127	1,427	1,618	1,816	销售费用率	7.0%	8.0%	7.0%	7.0%
无形资产	9,125	8,845	8,698	8,221	9,227	管理费用率	12.0%	10.0%	9.0%	8.0%
其他非流动资产	1,077	818	818	818	818	财务费用率	3.8%	2.1%	2.5%	2.3%
资产总额	107,377	110,734	119,899	131,224	152,781	三费/营业收入	22.7%	20.1%	18.5%	17.3%
短期债务	15,500	14,500	6,741	3,828	8,755	偿债能力				
应付帐款	4,034	5,227	6,524	7,399	8,304	资产负债率	37.3%	26.5%	22.8%	23.4%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	59.6%	36.0%	29.5%	30.6%
其他流动负债	2,593	4,901	14,274	14,469	14,670	流动比率	0.50	1.04	1.36	1.04
长期借款	7,500	16,000	16,000	16,000	16,000	速动比率	0.42	0.92	1.20	0.92
其他非流动负债	709	709	1,009	1,009	1,009	利息保障倍数	5.51	10.04	9.41	10.65
负债总额	45,337	41,337	31,723	29,880	35,812	分红指标				
少数股东权益	476	458	451	443	434	DPS(元)	0.43	0.04	0.05	0.05
股本	23,519	23,519	31,829	31,829	31,829	分红比率	12.1%	10.0%	10.0%	10.0%
留存收益	38,046	45,420	55,895	69,073	84,706	股息收益率	2.0%	0.2%	0.2%	0.3%
股东权益	62,040	69,397	88,175	101,345	116,969	业绩和估值指标				
现金流量表						EPS(元)	0.36	0.49	0.62	0.74
净利润	2,142	8,368	11,632	14,634	17,361	BVPS(元)	2.95	2.77	3.18	3.67
加:折旧和摊销	8,435	8,700	580	548	615	PE(X)	60.0	43.2	34.4	29.0
资产减值准备	28	32	400	80	100	PB(X)	7.2	7.7	6.7	5.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	672.8	-132.4	232.3	209.2
财务费用	2,330	2,824	2,065	1,522	2,055	P/S	8.3	9.4	8.3	7.4
投资收益	298	-84	-100	-100	-100	EV/EBITDA	25.6	43.6	34.6	29.8
少数股东损益	-91	-17	-7	-8	-9	CAGR(%)	27.0%	36.2%	89.7%	27.5%
营运资金的变动	-413	2,591	9,450	340	251	PEG	2.2	1.2	0.4	1.1
经营活动产生现金	13,304	22,115	23,477	17,549	20,341	ROIC/WACC	1.2	1.4	1.6	1.7
投资活动产生现金	-7,160	-11,516	-7,657	-8,924	-19,093	REP	5.1	5.1	4.0	3.2
融资活动产生现金	-7,679	-10,626	-2,136	-6,432	1,068					

分析师简介:

孙妍: 宏源证券研究所旅游酒店行业研究员, 伦敦大学金融计算学硕士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 黄山旅游、桂林旅游、锦江股份、首旅股份、中青旅、峨眉山 A。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。