

峨眉山 A (000888.SZ)

16 年客流量略有下滑，转让子公司改善业绩

● **盈利：16 年盈利下滑 2.57%，费用有所上升，17 年销售费用或将提升**
2016 年公司实现营业收入和归母净利润分别为 10.42 和 1.91 亿元，同比分别下滑 2.25% 和 2.57%，全年业绩略有下滑。公司本年将子公司万年实业转让给控股股东峨眉山旅游总公司，处置长期股权产生投资收益 3988 万元，贡献利润总额占比达 18.2%。2017 年公司计划实现营业收入 11 亿元，净利润 1.82 亿元。16 年实现每股收益 0.36 元，同比下降 2.55%。

盈利能力方面，16 年毛利率净利率分别为 41.2% 和 18.4%，同比基本持平。
期间费用方面，16 年全年期间费用率为 21.4%，同比上升 1.9 个百分点。其中管理费用和财务费用同比分别上升 12% 和 30%。管理费用同比增加 1593 万元主要由于职工薪酬同比上升 10%。财务费用上升主要是由于短期借款增加导致利息支出增加。销售费用方面，16 年公司销售费用 6283 万元，同比下降 5%，公司拟在 17 年投入 2500 万元用于峨眉雪芽茶叶、辣木系列保健品、峨眉雪芽辣木酒的宣传促销，预计 17 年销售费用将大幅上升 30% 以上。

● **分业务：索道、门票业务均有下降，酒店业务基本持平**

分业务来看，16 年公司门票、索道、酒店和其他业务分别实现营收 4.4、2.9、1.8 和 1.2 亿元，增速分别为 -4.2%、-8.2%、+0.6% 和 +14.4%，实现毛利率分别为 35.4%、73.1%、9.4% 和 1.0% 和 36%，毛利率变动分别为 +1、-2.7、+0.2、和 +18.8 个百分点。其中客运索道业务贡献营收占比 28%，贡献毛利润占比 50%，16 年索道业务毛利润同比下降 11.5%。

● **客流：16 年实现客流 323 万人次，同比下降 0.3%，系受雨水整修影响**
2016 年峨眉山接待游客数量受天气、周边交通改造、金顶修缮等因素的影响较去年略有下降，全年接待进山游客 329.9 万人次，较去年同期减少 0.91 万人次，同比下降 0.3%，全年客流量略有下降，主要受雨水天气影响，16 年 4 月-10 月旺季期间月均下雨达 21 天。此外，16 年 3-7 月峨眉山金顶十方普贤法像封闭维修，导致主要景点无法正常开放也在一定程度上影响了游山人数。公司预期 2017 年将实现游山人数 320 万人次。

● **未来看点：低基数下 17 年恢复增长可期，茶叶项目有望贡献一定业绩**
雪芽茶叶：公司投资的雪芽茶叶项目业已投产，洪雅峨眉雪芽茶业公司 16 年实现营收 3672 万元，净利润亏损 312.5 万元，亏损主要受宏观经济影响和市场环境发生变化，以及茶叶产品结构正处于由中高端礼品茶向大众化的转型期，17 年随着公司加大宣传力度，茶叶项目有望贡献部分业绩增量。

云南天佑：16 年公司参股云南省辣木生产龙头云南天佑公司，由于辣木产品的消费认知接受度、市场开拓仍处于早期阶段，项目盈利前景有待验证。

柳江古镇：由于子公司万年实业近年来连续亏损（15 年和 16 上半年分别亏损 2489 万和 969 万元）并将持续亏损，公司将持有万年实业的股份全部转让给控股股东峨眉山旅游集团总公司，处置长期股权产生的投资收益增加 3988 万元。公司将培育期的柳江古镇置出至集团总公司，利于股份公司层面经营业绩的改善。柳江古镇建设稳步推进，西环线公路建设同步推进，其中洪雅至柳江段已于 16 年 9 月竣工通车，柳江至零公里段预计 19 年通车。柳江古镇定位西环线游客集散中心，预计未来客流量较为可观。

● **低基数下增长可期，“大峨眉”战略稳步推进，维持“谨慎增持”评级**
16 年公司业绩整体略有下滑，其中门票和索道业务营收同比分别下降 4% 和 8%，系受雨水天气和金顶整修影响，公司转让子公司万年实业股权产生投资收益 3988 万元支撑整体盈利基本维持平稳。未来，公司依托峨眉山旅游景区资源优势，随着雨水天气不利因素的消除和金顶修缮完工，17 年门票和索道业务有望恢复平稳增长，而加大营销后雪芽茶叶项目有望贡献业绩增量。公司广泛涉足新兴产业，长期来看，峨眉雪芽茶叶、辣木养生、文化演艺中心、智慧旅游等项目的建设或将带来新的盈利增长点。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.44、0.50 和 0.54 元，对应 17、18 年 PE 分别为 28.5 和 24.8 倍，维持“谨慎增持”评级。

● **风险提示**：客流量增长情况低于预期、新兴项目推进进度不达预期。

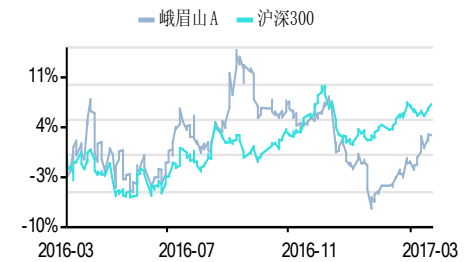
公司评级 **谨慎增持**

当前价格 12.42 元

前次评级 **谨慎增持**

报告日期 2017-03-20

相对市场表现



分析师：安鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师：沈涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

相关研究：

峨眉山 A (000888.SZ)：2 2016-08-08

季度客流量回落，外延扩张加速落地

峨眉山 A (000888.SZ)：三 2013-10-30

季度业绩已现改善迹象，来年增长可期

峨眉山 A (000888.SZ)：内 2013-03-20

部治理改善，业绩超预期

联系人：张雨露 021-60750610

zhangyulu@gf.com.cn

目录索引

盈利: 16 年盈利下滑 2.57%, 费用略有上升	4
分业务: 索道、门票业务均有下降, 酒店业务基本持平	5
客流: 全年实现游山人数 329.9 万人次, 同比下降 0.3%	6
战略布局“大峨眉”, 对外扩张稳步推进, 维持“谨慎增持”评级	8
风险提示	8

图表索引

图 1: 16 年实现营收 10.4 亿元, 同比下降 2.25%.....	4
图 2: 16 年实现归母净利润 1.9 亿元, 同比下降 2.57%.....	4
图 3: 16 年全年实现毛利率 41.2%, 净利率 18.4%.....	5
图 4: 16 年期间费用率 21.4%同比上升 1.9 个百分点	5
图 5: 16 年游山门票、索道营收占比分别 42%、28%	6
图 6: 门票营收下降 4.2%, 索道-8.2%, 酒店+0.6%.....	6
图 7: 16 年游山门票、索道毛利占比分别 36%、50%	6
图 8: 门票毛利率+1%, 索道-2.7%, 酒店+0.2%	6
图 9: 16 年全年峨眉山实现游山人数 329.9 万人次, 同比下降 0.3%.....	7
图 10: 2016 年 1-9 月四川省实现旅游总收入 6167.86 亿元, 同比增长 24.71%..	7
图 11: 2016 年 1-9 月四川接待国内旅游人数 5.27 亿人次, 同比增加 8.44%	7

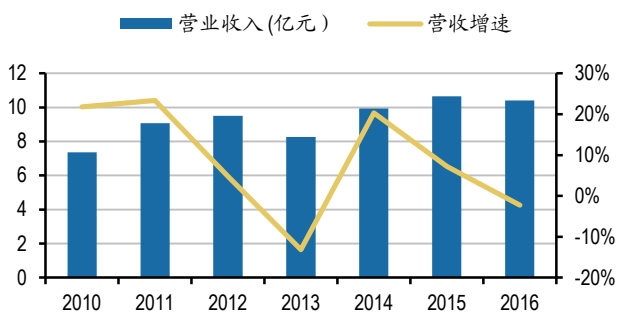
盈利：16年盈利下滑 2.57%，费用略有上升

2016年公司实现营业收入和归母净利润分别为10.42和1.91亿元，同比分别下滑2.25%和2.57%，全年业绩略有下滑。公司本年将子公司万年实业转让给控股股东峨眉山旅游总公司，处置长期股权产生投资收益3988万元，贡献利润总额占比达18.2%。其中单4季度营收和归母净利润分别为2.2亿元和4649万元，同比分别下滑3.05%和14.98%。本年度除第一季度营收和净利润同比大幅上升以外，2，3，4季度均较15年同期有所下降，主要是受雨水天气因素和金顶大佛修缮等因素影响导致客流量略有下降。2016全年公司实现每股收益0.36元，同比下降2.55%。2017年公司计划实现营业收入11亿元，净利润1.82亿元。

盈利能力方面，公司16年实现毛利率和净利率分别为41.2%和18.4%，同比分别上升0.5个百分点和持平。其中单4季度毛利率为31%，同比回升3个百分点。

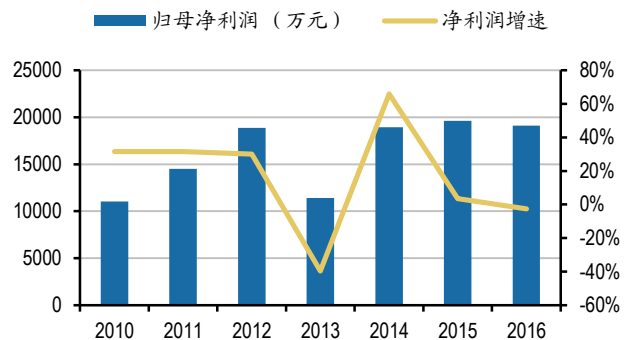
期间费用方面，16年全年期间费用率为21.4%，同比上升1.9个百分点。其中管理费用和财务费用同比分别上升12%和30%。管理费用同比增加1593万元主要由于职工薪酬同比上升10%。财务费用上升主要是由于短期借款增加导致利息支出增加。销售费用方面，16年公司销售费用6283万元，同比下降5%，公司公告拟在2017年投入2500万元用于峨眉雪芽茶叶、辣木系列保健品、峨眉雪芽辣木酒的宣传促销，预计17年销售费用将大幅上升30%以上。

图1：16年实现营收10.4亿元，同比下降2.25%



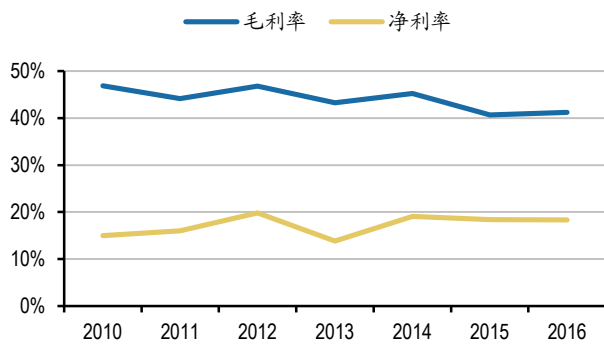
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图2：16年实现归母净利润1.9亿元，同比下降2.57%



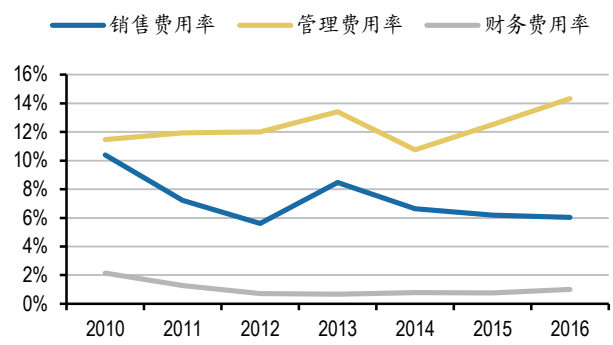
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图3: 16全年实现毛利率41.2%，净利率18.4%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图4: 16年期间费用率21.4%同比上升1.9个百分点



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

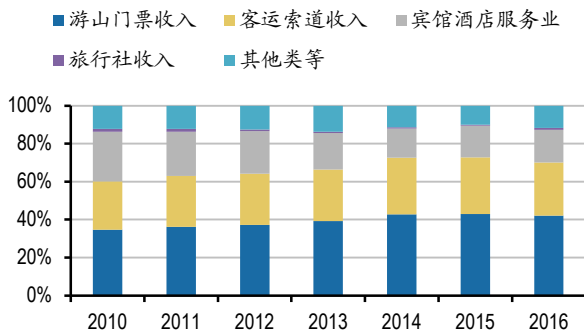
分业务: 索道、门票业务均有下降, 酒店业务基本持平

分业务来看, 16年公司游山门票、客运索道、宾馆酒店服务、旅行社和其他业务分别实现营业收入4.39、2.92、1.78、0.11和1.22亿元, 增速分别为-4.2%、-8.2%、+0.6%、+88.5%和+14.4%, 实现毛利率分别为35.4%、73.1%、9.4%和1.0%和36%, 毛利率变动分别为+1、-2.7、+0.2、+0.5和+18.8个百分点。

- ◇ **游山门票业务:** 16年门票业务实现营业收入4.39亿元, 同比下降4.2%, 较去年同期7.71%的增速, 今年下降幅度较大。实现毛利率35.4%, 同比上升1个百分点, 较15年略有小幅回升。游山门票业务全年贡献营收占比42.1%, 贡献毛利润占比36.2%。
- ◇ **客运索道业务:** 16年客运索道业务实现营业收入2.92亿元, 同比下降8.2%, 实现毛利率73.1%, 同比下滑2.7个百分点, 16年毛利润同比下降11.5%。客运索道业务贡献营收占比28%, 贡献毛利润占比49.7%。
- ◇ **宾馆酒店服务:** 16年实现营业收入1.78亿元, 同比增长0.6%, 而15年同比增速为16.3%, 增速回落幅度较大。宾馆酒店服务毛利率为9.4%, 同比上升0.2个百分点, 保持稳定。宾馆酒店服务贡献营收占比17.1%, 贡献毛利润占比3.9%。其中成都峨眉山国际大酒店于2015年1月结束试运营, 业已进入运营状态, 受前期周边交通改造等因素的影响, 客流在逐步恢复之中, 酒店效益尚未达到预计水平。
- ◇ **旅行社业务:** 16年实现营业收入1070万元, 同比增长88.5%, 而15年旅行社营收同比下降9.3%, 增速较去年大幅回升。旅行社业务毛利率为1.0%, 同比上升0.5个百分点。旅行社业务贡献营收占比1.0%, 贡献毛利润占比0.02%。
- ◇ **其他业务:** 16年实现营业收入1.22亿元, 同比增长14.4%。毛利率为36%, 同比增加18.8个百分点。其他业务贡献营收占比11.7%, 比去年同期上升1.7个百分点; 贡献毛利润占比10.2%, 比去年同期上升6个百分点。其中洪雅峨眉雪芽茶业有限公司16年度实现营业收入3672万元, 净利润亏损312.5万元, 主要受宏观经济影响和市场环境发生变化, 以及茶叶产品结构正处于由中高端礼品茶

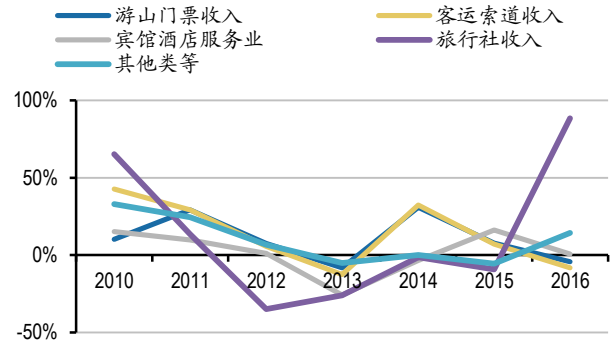
向大众化的转型期，导致效益未达到预计水平。

图5：16年游山门票、索道营收占比分别42%、28%



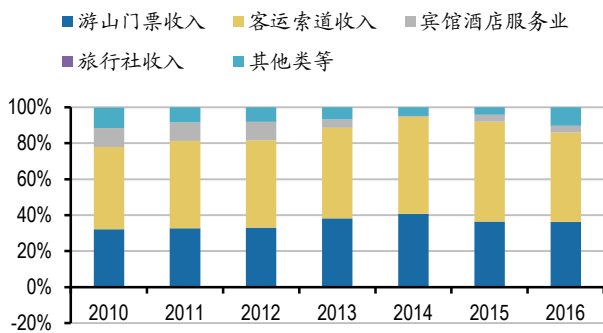
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图6：门票营收下降4.2%，索道-8.2%，酒店+0.6%



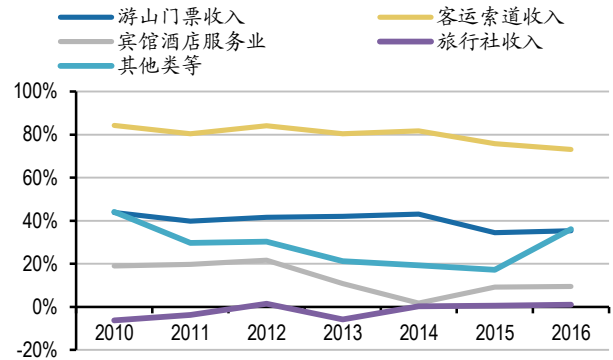
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图7：16年游山门票、索道毛利占比分别36%、50%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图8：门票毛利率+1%，索道-2.7%，酒店+0.2%

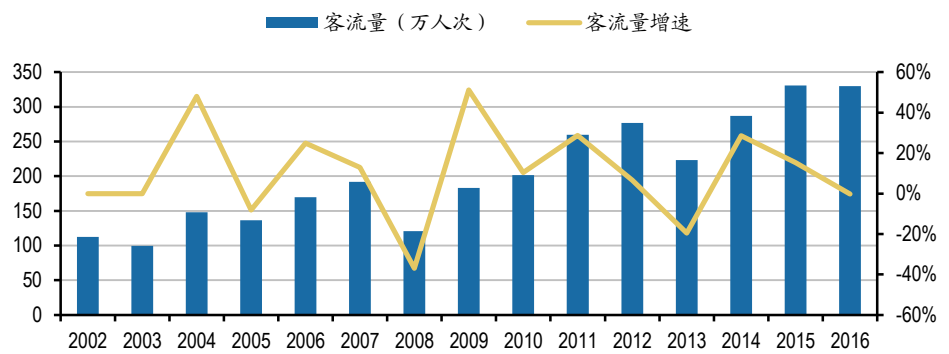


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

客流：全年实现游山人数 329.9 万人次，同比下降 0.3%

2016年峨眉山接待游客数量受天气、周边交通改造、金顶修缮等因素的影响较去年略有下降，全年接待进山游客329.9万人次，较去年同期减少0.91万人次，同比下降0.3%，全年客流量基本保持平稳。公司预期2017年将实现游山人数320万人次。天气方面，2016年全年峨眉山共出现雨雪等极端天气202天，而在峨眉山旅游旺季，即4月-10月，月均下雨天数为21天。此外，2016年3月25日至7月20日峨眉山金顶十方普贤法像封闭维修，导致主要景点无法正常开放也在一定程度上影响了游山人数。

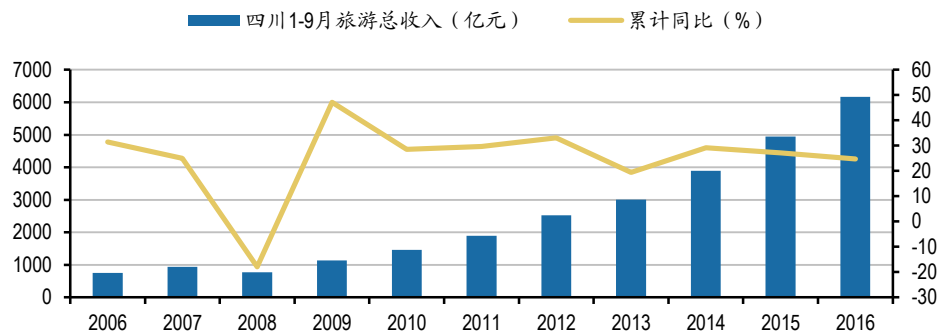
图9: 16全年峨眉山实现游山人数329.9万人次, 同比下降0.3%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

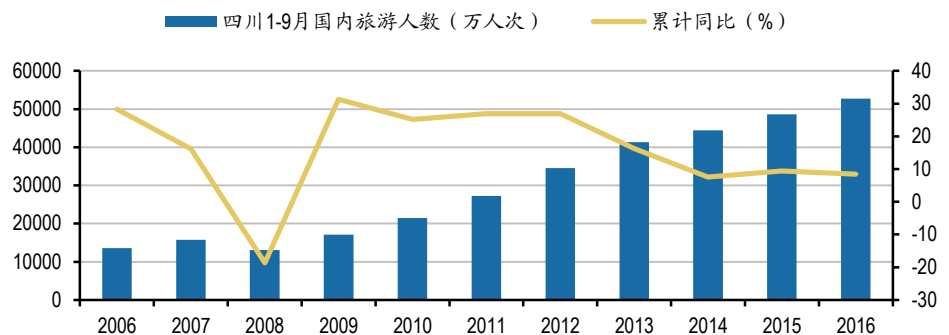
从四川省来看, 16年1-9月份全省实现旅游总收入6167.86亿元, 同比增长24.71%。1-9月份省内接待国内旅游人数5.27亿人次, 累计同比增加8.44%。

图10: 2016年1-9月四川省实现旅游总收入6167.86亿元, 同比增长24.71%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图11: 2016年1-9月四川接待国内旅游人数5.27亿人次, 同比增加8.44%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

战略布局“大峨眉”，对外扩张稳步推进，维持“谨慎增持”评级

16年公司业绩整体略有下滑，其中门票和索道业务营收同比分别下降4%和8%，系受雨水天气和金顶整修影响，公司转让子公司万年实业股权产生投资收益3988万元支撑整体盈利基本维持平稳。未来，公司依托峨眉山旅游景区资源优势，随着雨水天气不利因素的消除和金顶修缮完工，17年门票和索道业务有望恢复平稳增长，而加大营销后雪芽茶叶项目有望贡献业绩增量。公司广泛涉足新兴产业，长期来看，峨眉雪芽茶叶、辣木养生、文化演艺中心、智慧旅游等项目的建设或将带来新的盈利增长点。预计公司17-19年EPS分别为0.44、0.50和0.54元，对应17、18年PE分别为28.5和24.8倍，维持“谨慎增持”评级。

风险提示

客流量增长情况低于预期、新兴项目推进进度不达预期、极端天气、自然灾害等风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	844	950	1087	1221	1371
货币资金	542	776	819	929	1057
应收及预付	144	116	150	167	179
存货	149	51	109	117	126
其他流动资产	9	8	8	8	8
非流动资产	1632	1685	1802	1946	2090
长期股权投资	75	72	72	72	72
固定资产	1286	1259	1359	1459	1559
在建工程	42	141	191	241	291
无形资产	226	209	176	170	164
其他长期资产	3	3	3	3	3
资产总计	2469	2636	2889	3167	3460
流动负债	312	363	396	420	442
短期借款	52	120	120	120	120
应付及预收	254	237	270	294	317
其他流动负债	6	6	6	6	6
非流动负债	207	208	208	208	208
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	197	198	198	198	198
其他非流动负债	10	10	10	10	10
负债合计	519	571	603	628	650
股本	527	527	527	527	527
资本公积	427	427	427	427	427
留存收益	958	1097	1326	1590	1872
归属母公司股东权	1912	2051	2280	2544	2826
少数股东权益	37	14	5	-5	-16
负债和股东权益	2469	2636	2889	3167	3460

现金流量表

单位: 百万元

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	269	246	183	276	295
净利润	191	187	221	254	271
折旧摊销	149	150	6	6	6
营运资金变动	-25	-70	-60	0	1
其它	-46	-21	17	17	17
投资活动现金流	-265	-227	-125	-152	-152
资本支出	-209	-233	-125	-152	-152
投资变动	0	-191	0	0	0
其他	-56	197	0	0	0
筹资活动现金流	23	215	-14	-14	-14
银行借款	200	120	0	0	0
债券融资	-114	-52	0	0	0
股权融资	0	15	0	0	0
其他	-63	132	-14	-14	-14
现金净增加额	27	234	44	109	128
期初现金余额	515	542	776	819	929
期末现金余额	542	776	819	929	1057

主要财务比率

至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	7.2	-2.2	17.0	10.9	7.4
营业利润增长	-26.1	34.4	18.5	14.9	6.9
归属母公司净利润增长	3.6	-2.6	20.0	14.9	6.9
获利能力(%)					
毛利率	40.7	41.2	45.2	46.9	46.7
净利率	17.9	17.9	18.1	18.8	18.7
ROE	10.3	9.3	10.1	10.4	10.0
ROIC	9.9	11.0	13.7	14.4	14.2
偿债能力					
资产负债率(%)	21.0	21.7	20.9	19.8	18.8
净负债比率	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3
流动比率	2.71	2.62	2.75	2.91	3.10
速动比率	2.21	2.47	2.46	2.62	2.80
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.41	0.44	0.45	0.44
应收账款周转率	53.15	49.34	49.34	49.34	49.34
存货周转率	6.52	6.12	6.12	6.12	6.12
每股指标(元)					
每股收益	0.37	0.36	0.44	0.50	0.54
每股经营现金流	0.51	0.47	0.35	0.52	0.56
每股净资产	3.63	3.89	4.33	4.83	5.36
估值比率					
P/E	39.8	32.9	28.5	24.8	23.2
P/B	4.1	3.1	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	22.3	16.8	21.4	18.4	16.9

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1066	1042	1219	1352	1452
营业成本	632	612	668	718	774
营业税金及附加	47	20	24	27	29
销售费用	66	63	91	101	109
管理费用	133	149	158	189	203
财务费用	8	11	13	13	13
资产减值损失	4	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-9	40	0	0	0
营业利润	166	223	264	303	324
营业外收入	66	4	2	2	2
营业外支出	2	8	5	5	5
利润总额	230	219	262	301	322
所得税	39	32	41	47	51
净利润	191	187	221	254	271
少数股东损益	-5	-4	-9	-10	-11
归属母公司净利润	196	191	230	264	282
EBITDA	336	347	283	322	343
EPS(元)	0.37	0.36	0.44	0.50	0.54

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016年社会服务行业新财富、水晶球第五名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016年社会服务行业新财富、水晶球第五名。
- 姚遥：研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2015年进入广发证券发展研究中心，2016年社会服务行业新财富、水晶球第五名。（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。