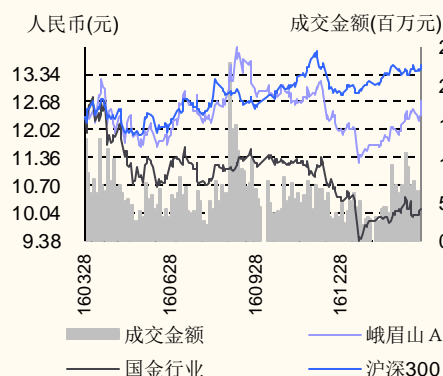


市场价格(人民币): 12.70元

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)	526.83
总市值(百万元)	6,691.80
年内股价最高最低(元)	13.97/11.25
沪深 300 指数	3489.60
深证成指	10646.72



主业复苏外延加速, “大峨眉”环线发力起步 ——峨眉山 A 深度报告

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.372	0.363	0.440	0.538	0.643
每股净资产(元)	3.63	3.89	4.23	4.67	5.21
每股经营性现金流(元)	0.47	0.42	0.69	0.81	1.05
市盈率(倍)	39.76	32.90	28.89	23.62	19.74
行业优化市盈率(倍)	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00
净利润增长率(%)	3.56%	-2.57%	21.15%	22.31%	19.64%
净资产收益率(%)	10.26%	9.32%	10.39%	11.52%	12.34%
总股本(百万股)	526.91	526.91	526.91	526.91	526.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **政策指引和交通利好**——《四川省“十三五”旅游业发展规划》首次提出构建大峨眉国际度假旅游目的地, 从观光景区向休闲度假目的地战略转型。成渝(15年)、成绵乐高铁(14年)持续影响, 乐山绕城高速和仁沐新高速通车预期(17年), 成贵高铁(19年)、连乐铁路(18-19年)开通, 西环线(19年)贯通。未来四川省内重要客流区域将会实现大贯通, 大幅提升景区通达性及承载量, 特别是显著提升淡季客流。
- **2017 低基数下人次和业绩双修复**——2016年受到二三季度雨水(4月-10月月均下雨达21天)和金顶贴金(2016年3月-7月)影响, 较去年同期减少0.91万人次, 为329.9万, 其中2016H下滑-4.55%。门票和索道业务营收同比分别下降4%和8%。
- **传统业务**——索道提价预期, 酒店设施升级, 区域大环线+景区小环线共同开发。提升索道渗透率, 万年索道改造近半, 金顶16年改造完毕, 提价有预期。三家酒店设施升级。开发并打通大景区东西线, 加强从成都->洪雅->柳江古镇->零公里->峨眉山金顶->峨眉山市区的游线吸引力, 同时通过万佛顶打造小环线。
- **外延扩张**——打造多元化产品体系, 预期未来两年贡献利润体量。由旅游产业衍生出的茶叶辣木、文化演艺、旅游养生、智慧旅游等新兴产业。
- **剥离万年实业**——柳江古镇交由集团培育, 降低对上市公司业绩影响并获取投资收益。现股份全部转让给控股股东, 投资收益增加3988万, 利于股份公司经营业绩改善。柳江古镇项目位于西环线游客集散中心, 随着项目盈利改善和西环线开通, 不排除未来再注入上市公司可能。

投资建议

- 考虑到索道提价预期后测算2017E/2018E/2019E的业绩为2.32/2.83/3.39亿元, 增长幅度为21%/22%/20%, EPS为0.44/0.54/0.64元, 目前股价对应PE为29/24/20倍, 给予公司15.4元目标价位, PE35X。首次覆盖给予买入评级。

风险

- 天气因素拖累客流量

楼枫桦 联系人
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

- 外延项目不达预期

内容目录

1. 四川省唯一一家旅游上市公司，依托景区优势明显.....	4
1.1 公司依托峨眉山旅游资源，纵横拓展公司业务.....	4
1.2 公司实际控制人为峨眉山管委会，旅游发展受当地政府重视.....	4
2. 景区资源得天独厚，受外界不确定因素影响大.....	5
3. 传统业务——索道提价预期，酒店设施升级，养生产业布局.....	7
3.1 传统景区业务（门票+索道）为营利主力军，索道提升运力后提价预期强.....	7
3.2 旅馆业务逆转下降颓势，三家酒店升级改造满足市场需求.....	9
3.3 茶、辣木养生产业布局，食旅融合.....	10
4. “大峨眉”旅游目的地战略布局，区域大环线+景区小环线共同开发.....	11
4.1 省内外景区多位置投资布局，创建“大峨眉”旅游区.....	11
5. 政策利好提升峨眉山战略地位，外部交通改善带来客流增量。.....	12

图表目录

图表 1：公司股东结构.....	4
图表 2：公司 2012-2016 营业收入及其增速情况.....	5
图表 3：公司 2012-2016 归母净利润及其增速情况（万元）.....	5
图表 4：公司 2012-2016 各项费用率情况%.....	6
图表 5：公司 2011-2016 毛利率及净利率水平%.....	6
图表 6：公司以峨眉山景区为核心，外延拓展多元化业务.....	7
图表 7：公司索道改造信息.....	8
图表 8：2013-2019E 峨眉山景区收入及其增速情况预测.....	8
图表 9：2013-2019E 峨眉山索道收入及其增速情况预测.....	8
图表 10：2012-2016 年峨眉山景区游山游客人次及其增长率.....	9
图表 11：公司下属酒店的改造情况.....	9
图表 12：公司下属四家酒店 2013-2019E 营业收入及其增速.....	9
图表 13：2012-2016 年峨眉山 A 在峨眉雪芽的布局.....	10
图表 14：公司川投峨眉出资比例为 20%.....	11
图表 15：公司万佛顶索道出资比例为 30%.....	11
图表 16：“大峨眉”国际度假旅游目的地具体情况.....	12
图表 17：未来峨眉山外部交通环境将得到进一步改善.....	12

1. 四川省唯一一家旅游上市公司，依托景区优势明显

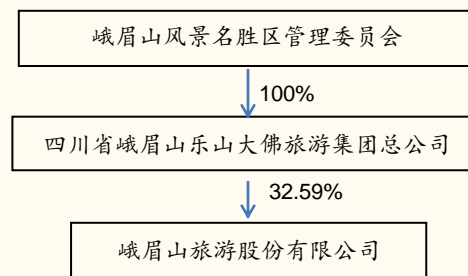
1.1 公司依托峨眉山旅游资源，纵横拓展公司业务

- **依托峨眉山优质景区资源，外延布局拓展新天地：**公司以峨眉山景区为核心开展峨眉山门票服务业务、索道业务（金顶索道、万佛索道）和酒店经营（峨眉山大酒店、成都峨眉山大酒店、峨眉山金顶大酒店、红珠山宾馆）以及相应的旅游经营活动。公司依托世界自然与文化双遗产、国家 5A 级旅游景区峨眉山风景名胜区，是四川省唯一一家旅游上市公司。近年，公司在主业经营稳定的情况下进行了一系列外延布局。横向“走下山”发展省内外其他景区（杪楞湖景区、柳江古镇），摆脱单一景区依赖；纵向布局峨眉雪芽、辣木养生、旅游演艺等，发展旅游新业务。

1.2 公司实际控制人为峨眉山管委会，旅游发展受当地政府重视

- **公司为四川省唯一一家旅游上市公司，其实际控制人为峨眉山管委会：**公司第一大股东为四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司，持有公司 32.59% 的股份。公司实际控制人为峨眉山风景名胜区管理委员会。作为国资背景唯一旅游上市公司，当地政府重视公司旅游发展。

图表 1：公司股权结构

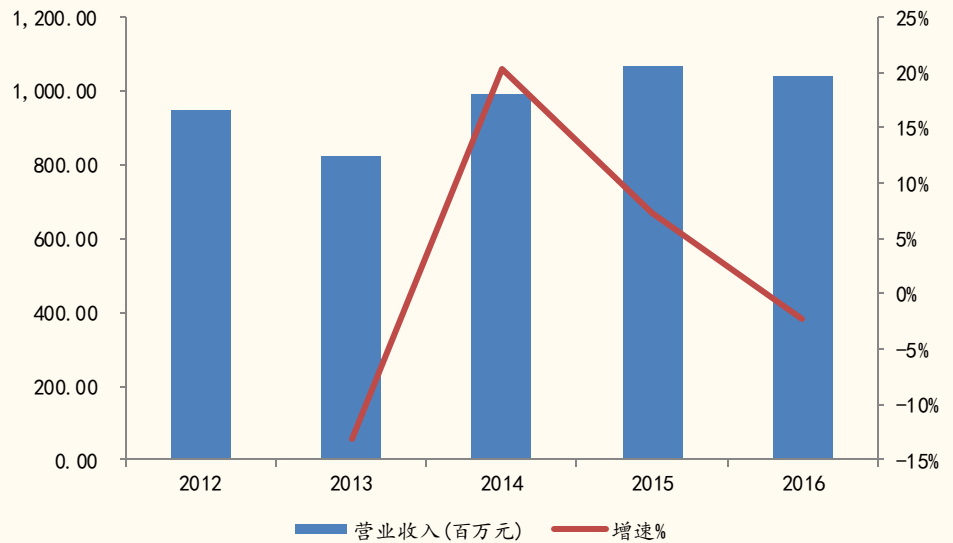


来源：公司年报，国金证券研究所

2. 景区资源得天独厚，受外界不确定因素影响大

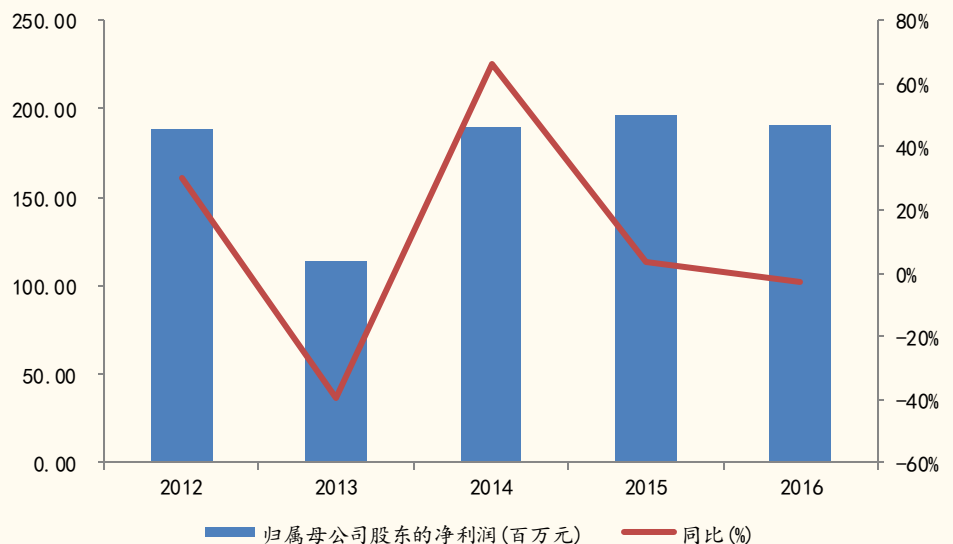
- **2016 年营收增速下滑 2.2%，山岳型景区受到天气因素影响较大：**2016 年实现营业收入 10.42 亿元，同比下降 2.2%，归属于母公司股东的净利润为 1.91 亿元，同比下降 2.57%。业绩的下滑主要归因于 2016 年二三季度厄尔尼诺现象带来的暴雨天气、景区山体塌方地质灾害和金顶大佛贴金修缮封闭等不利因素影响。扣非净利润为 1.54 亿元，同比增长 9.6%，公司围绕峨眉山景区的主业经营保持稳定增长。2012-2016 年公司的营业收入复合增速为 2%左右，2013 年的营业收入下滑主要受 4 月雅安地震、7 月暴雨等外界因素影响。公司的主业经营受到外界不确定因素影响较大。

图表 2：公司 2012-2016 营业收入及其增速情况



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 3：公司 2012-2016 归母净利润及其增速情况 (万元)

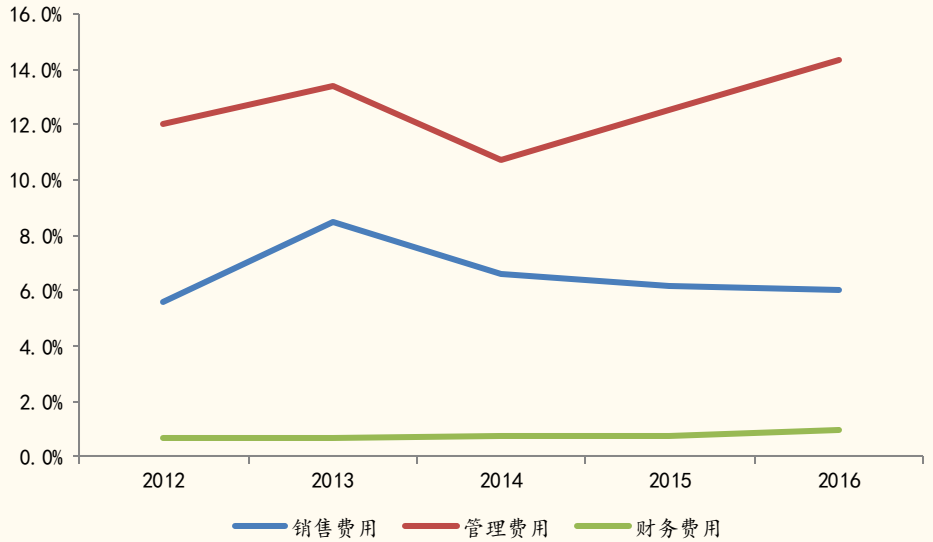


来源：公司年报，国金证券研究所

- **公司费用率较为稳定，成本管控成效显著：**公司在费用方面管控较为成功，2016 年管理费用率为 14.33%，较 2015 年上升 1.81pct，销售费用率为 6.03%，较 2015 年下降 0.15pct，财务费用率为 1.01%，较 2015 年提升

0.25pct。公司 2012-2016 年财务费用率较稳定；管理费用率逐步上升，在 2013 年出现异常高点；销售费用率在 2012 年出现明显下降，除了 2013 年的异常值之外都稳定在 6%左右。2013 年费用率的异常值出现的主要原因地震、洪灾等不利影响的影响下公司加大了宣传费用。

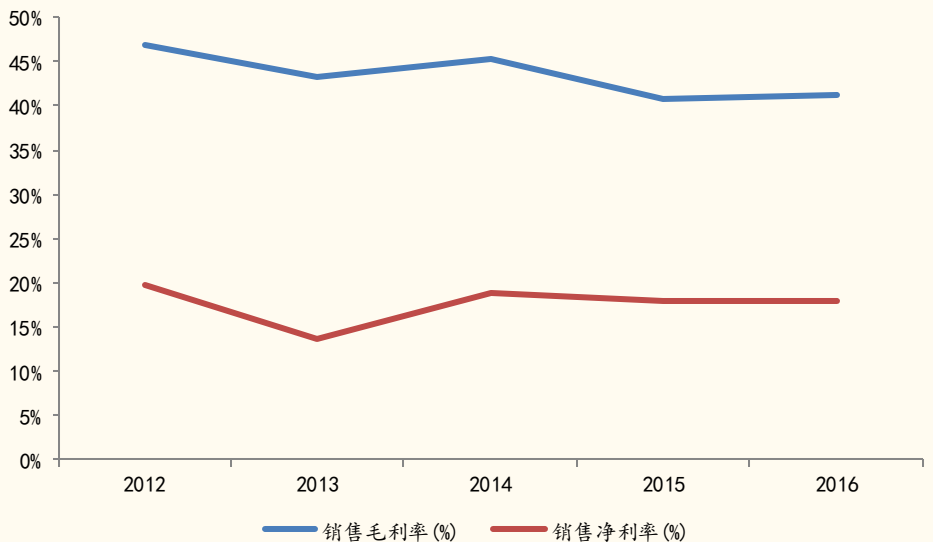
图表 4：公司 2012-2016 各项费用率情况%



来源：公司年报，国金证券研究所

- 凭借着得天独厚的景区资源，公司毛利率及净利率水平较高：2016 年公司的毛利率为 41.22%，同比增长 0.55pct，净利率为 17.95%。公司围绕优质的旅游资源峨眉山景区开展的景区门票业务和索道业务为公司的高净利率和毛利率贡献较大。

图表 5：公司 2011-2016 毛利率及净利率水平%

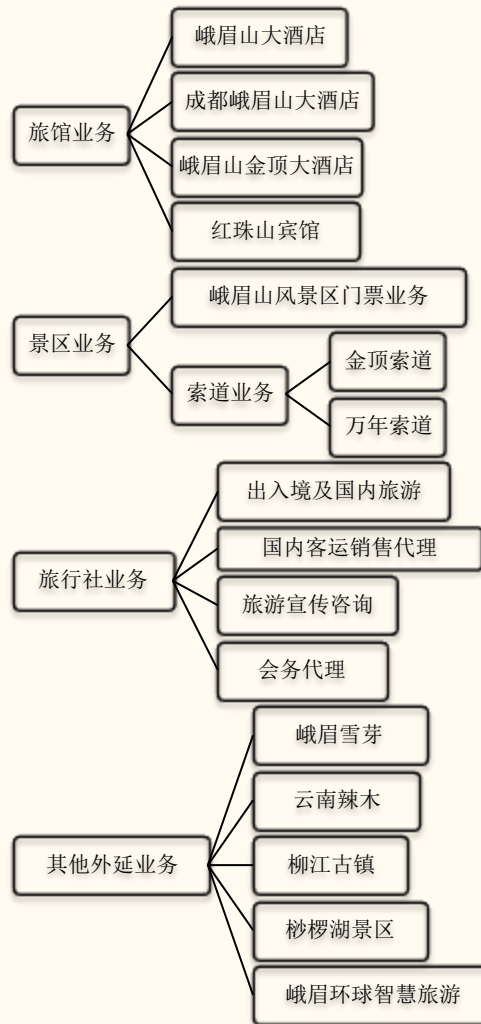


来源：公司年报，国金证券研究所

3. 传统业务——索道提价预期，酒店设施升级，养生产业布局

- 公司以景区服务业务为主，外延拓展多元化业务：公司主要从事峨眉山风景区游山门票、客运索道、宾馆酒店服务等业务。其中景区门票首恶及索道收入贡献最大。2016 年峨眉山景区的门票收入占营业收入的 42.14%；客运索道收入占营业收入的 28.01%；宾馆酒店收入占营业收入 17.13%。

图表 6：公司以峨眉山景区为核心，外延拓展多元化业务



来源：公司年报，国金证券研究所

3.1 传统景区业务（门票+索道）为营利主力军，索道提升运力后提价预期强

- 由峨眉山风景区门票和两条索道（金顶、万年）业务组成的传统景区业务是为公司营业收入和毛利贡献最大的业务类型。公司 70% 以上的营收和毛利来自于景区业务。传统景区业务的经营因素主要为游客人次，山岳型景区的游客人次受到天气、交通等多重因素的影响，不确定性较强。
- 峨眉山的金顶（二索）和万年索道分别于 2015 年 7 月和 4 月进行改造升级，改造后的运力提升近一倍，参照黄山索道提升运力后的提价先例。在金顶（二索）和万年索道分别于 2016 年和 2018 年（预期）改造完成后，在较大的提价预期。

图表 7: 公司索道改造信息

索道	投资额	公布时间	改造完成时间	运力 (提升前与提升后)	价格
金顶二索	5656 万元	2015.7	2016.9	1300/2500 人/小时	上行 65/下行 55 元
万年索道	9000 万元	2015.4	2017 (预计)	1660/2200 人/小时	上行 65/下行 45 元

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 2013-2019E 峨眉山景区收入及其增速情况预测

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
游客人次 (万人次)	223.10	287.00	330.81	329.90	395.88	435.47	479.01
YOY%	-19.5%	28.6%	15.3%	-0.3%	20%	10%	10%
客单价 (元/人)	145.54	148.22	138.50	133.05	130	130	130
YOY%	13.9%	1.8%	-6.6%	-3.9%	-2.3%	0.0%	0.0%
旅游收入 (百万元)	324.7	425.38	458.18	438.92	514.64	566.11	622.72
YOY%	-8.3%	31.0%	7.7%	-4.2%	17.3%	10.0%	10.0%
毛利率%	42.05%	43.01%	34.41%	35.39%	36%	36%	36%
毛利 (百万元)	136.54	182.96	157.66	155.33	185.27	203.80	224.18
YOY%	-7.3%	34.0%	-13.8%	-1.5%	19.3%	10.0%	10.0%
营业成本 (百万元)	188.16	242.42	300.52	283.59	329.37	362.31	398.54
YOY%	-9.0%	28.8%	24.0%	-5.6%	16.1%	10.0%	10.0%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

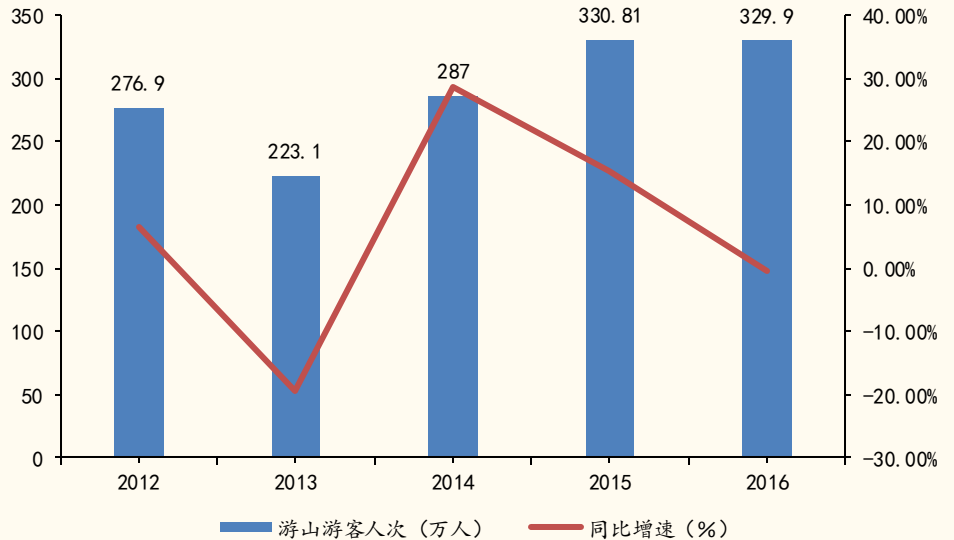
图表 9: 2013-2019E 峨眉山索道收入及其增速情况预测

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
金顶索道							
接待游客量 (万人次)	308.6	415.30	445.9	414.02	494.85	544.34	598.77
YOY%	-6.1%	34.6%	7.4%	-7.1%	19.5%	10.0%	10.0%
平均客单价 (元/人)	57.7	57.1	56.5	56	56	62	65
索道渗透率%	138%	145%	135%	126%	125%	125%	125%
金顶索道收入 (百万元)	178	237	252	231.85	277.12	337.49	389.20
YOY%	-5.3%	33.1%	6.3%	-8.0%	19.5%	21.8%	15.3%
万佛索道							
接待游客量 (万人次)	77.6	96.52	105	98.97	118.76	130.64	143.70
YOY%	-30.6%	24.4%	8.8%	-5.7%	20.0%	10.0%	10.0%
平均客单价 (元/人)	59.3	60.1	60.0	60	60	60	70
索道渗透率%	34.8%	33.6%	31.7%	30%	30%	30%	30%
金顶索道收入 (百万元)	46	58	63	59.38	71.26	78.38	100.59
YOY%	-32.4%	26.1%	8.6%	-5.7%	20.0%	10.0%	28.3%
乘坐索道总人次 (万人次)	386.20	511.82	550.90	512.99	613.61	674.98	742.47
YOY%	-12.3%	32.5%	7.6%	-6.9%	20%	10%	10%
平均客单价 (元/人)	58.05	57.99	57.69	56.77	56.77	61.61	65.97
索道渗透率%	173.1%	178.3%	166.5%	155.5%	155.0%	155.0%	155.0%
索道收入 (百万元)	224.2	296.8	317.84	291.75	348.37	415.87	489.79
YOY%	-12.6%	32.4%	7.1%	-8.2%	19.4%	19.4%	17.8%
毛利率%	80.4%	81.7%	75.8%	73%	75%	76%	77%

毛利 (百万元)	180.19	242.52	241.02	213.24	261.28	316.06	377.14
YOY%	-16.5%	34.6%	-0.6%	-11.5%	22.5%	21.0%	19.3%

来源：公司年报，国金证券研究所

图表 10: 2012-2016 年峨眉山景区游山游客人次及其增长率



来源：公司年报，国金证券研究所

3.2 旅馆业务逆转下降颓势，三家酒店升级改造满足市场需求

- 酒店业务竞争激烈，升级改造谋发展：公司下属四家星级酒店，其中一家位于成都市内，三家位于景区内，在景区内地理位置优越，客房数量较多。且酒店积极扩建，以提升其接待能力，满足增长的游客量需求。2012 年到 2014 年旅馆业务的营业收入和毛利率都出现大幅度下降，主要是由于政策对于三公消费的影响，导致其商务接待业务受挫。通过对酒店的重新改造以及装修提升了酒店的入住率和平均房价，未来随着接待人数的不断增加以及自身经营实力的提升，酒店收入将维持增长。

图表 11: 公司下属酒店的改造情况

改造酒店	投资金额	改建开始和完成时间	改造内容
成都峨眉山大酒店	9000 万	2013.6-2015 年	将酒店设施从四星级升级到五星级。
峨眉山大酒店	850 万	2015.8-	蜀珍苑及贵宾楼升级为国际会议中心，禅茶主题设施改造
红珠山宾馆	3100 万	2016.1-	改造七号楼，增加会议和禅茶文化元素设施

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12: 公司下属四家酒店 2013-2019E 营业收入及其增速

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
红珠山酒店							
客房数 (间)	500	594	594	594	594	594	594
YOY%	0.0%	18.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
入住率%	50.20%	46%	45%	43%	42%	41%	40%
平均房价	383.53	347.76	343.8	342	341	340	340
YOY%	-18.8%	-9.3%	-1.1%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	0.0%

客房收入 (百万元)	35.14	34.68	33.54	31.88	31.05	30.22	29.49
YOY%	-36.5%	-1.3%	-3.3%	-4.9%	-2.6%	-2.7%	-2.4%
峨眉山大酒店							
客房数 (间)	449	449	449	449	449	449	449
YOY%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
入住率%	54.0%	52.9%	55.2%	56.0%	57.0%	58.0%	59.0%
平均房价	171.5	153.62	145.32	145	144	143	140
YOY%	-29.7%	-10.4%	-5.4%	-0.2%	-0.7%	-0.7%	-2.1%
客房收入 (百万元)	15.18	13.32	13.15	13.31	13.45	13.59	13.54
YOY%	-44.9%	-12.3%	-1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	-0.4%
金顶宾馆							
客房数 (间)	119	119	119	160	160	160	160
YOY%	50.6%	0.0%	0.0%	34.5%	0.0%	0.0%	0.0%
入住率%	44.0%	52.0%	61.5%	65.0%	67.0%	68.0%	69.0%
平均房价	249.04	278.72	333.89	350	360	370	380
YOY%	-11.4%	11.9%	19.8%	4.8%	2.9%	2.8%	2.7%
客房收入 (百万元)	4.76	6.30	8.92	13.29	14.09	14.69	15.31
YOY%	6.8%	32.3%	41.7%	49.0%	6.0%	4.3%	4.2%
雪芽大酒店							
客房数 (间)	180	194	194	194	194	194	194
YOY%	0.0%	7.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
入住率%	33.5%	39.6%	55.5%	60.0%	62.0%	64.0%	65.0%
平均房价	130.59	172.47	227.07	240	245	250	260
YOY%	-57.3%	32.1%	31.7%	5.7%	2.1%	2.0%	4.0%
客房收入 (百万元)	2.87	4.83	8.92	10.20	10.76	11.33	11.97
YOY%	-80.3%	68.1%	84.7%	14.3%	5.5%	5.3%	5.6%

来源：公司年报，国金证券研究所

3.3 茶、辣木养生产业布局，食旅融合

- 峨眉雪芽一方面作为公司销售的产品，另一方面作为旅游产业链延伸的重要环节。2016年，峨眉雪芽茶叶终端销售同比增长22.8%。公司未来能够进一步将茶叶业务与旅游业务进行资源整合，发挥范围经济的作用，峨眉雪芽可能成为公司新的业绩增长点。

图表 13：2012-2016 年峨眉山 A 在峨眉雪芽的布局

时间	具体内容
2012 年	组建洪雅峨眉雪芽茶业有限公司全资子公司，注册资本 1000 万元
2014 年	使用募集资金 1.8 亿元用于峨眉雪芽茶业生产综合投资项目建设（厂房、库房等配套设施，营销网络建设）
2015 年	收购全资子公司洪雅雪芽茶业生产综合投资项目二三期工程
2016 年	茶旅体验新产品——雅林茶轩投入运营

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016年6月，公司全资子公司天祥公司以3100万元现金收购云南天佑50%股权，之后由对其增资1000万元，用于开发辣木精深加工项目。目前公司已与云南天佑、云南德宏州芒市人民政府达成合作协议。此次辣木产业投资5亿元人民币，其中一期1.5亿元。3-5年基地预计产值达到10-20亿，5-10年产值达50亿。

4. “大峨眉”旅游目的地战略布局，区域大环线+景区小环线共同开发

4.1 省内外景区多位置投资布局，创建“大峨眉”旅游区

- 2015 年控股孙公司洪雅洪金旅游集团有限公司取得大峨眉国际旅游区西环线唯一游客集散中心——柳江古镇的土地使用权。2016 年其控股子公司万年实业被剥离，柳江古镇也转由集团总公司培育。“大峨眉国际旅游度假区”西环线实现部分通车，其中洪金快速通道途径柳江古镇，止于峨眉零公里。公司旗下两大景区被串联在一起。按规划一期项目建成后预计到 2020 年游客可达约 80 万。
- 2016 年 6 月公司合资建立四川川投峨眉旅游开发有限公司，公司控股 20%。该参股公司负责对**杪楞湖景区**进行开发运营。嘉阳杪楞湖景区成功开发后，可推广由峨眉山—乐山大佛—杪楞湖的旅游线路。

图表 14：公司川投峨眉出资比例为 20%

时间	出资额	出资比例
乐山捷为世纪旅游发展有限公司	500 万	5%
峨眉山旅游股份有限公司	2000 万	20%
四川省投资集团有限责任公司	7500 万	75%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016 年 6 月 30 日，公司合资设立峨眉山万佛顶索道发展有限公司，公司出资 30%。万佛顶索道项目可形成峨眉山风景区内交通环线。

图表 15：公司万佛顶索道出资比例为 30%

时间	出资额	出资比例
峨眉山旅游股份有限公司	600 万	30%
北京国安农业发展有限公司	800 万	40%
成都壹世界旅游资源开发有限公司	600 万	30%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016 年 3 月，公司非公开发行股票募集 2 亿元用于“峨眉山旅游文化中心建设项目”，主要用于拓展文化演艺。预计该中心到 2017 年 11 月可建成并投入使用。根据公司测算估计该项目正常年可实现营收 1.5 亿元，净利润 4200 万元。
- 2016 年 3 月，公司拟投资 2.5 亿发展峨眉山智慧旅游服务基地及配套设施建设项目。该项目区位优势明显，距离高铁站 300 米，景区 800 米。项目包含有大数据中心、智慧旅游产业服务中心、游客应急管理指挥中心等。

5. 政策利好提升峨眉山战略地位，外部交通改善带来客流增量

- “大峨眉”区域建设写入《四川省“十三五”旅游业发展规划》，政策支持将加快峨眉山区域的旅游建设：2017年3月通过的《四川省“十三五”旅游业发展规划》首次提出构建大峨眉国际度假旅游目的地，从观光景区向休闲度假目的地战略转型。规划中提出构建“511”全域旅游发展新格局，“5”即成都平原核心旅游区和川西北、川东北、攀西、川南旅游区等五大区域；“1”即大成都国际都市休闲旅游目的地、大峨眉国际度假旅游目的地、大九寨世界遗产旅游目的地等十大旅游目的地；后一个“1”为大熊猫国际生态旅游线、香格里拉文化与生态旅游线、蜀道三国文化旅游线等十大精品旅游线路。

图表 16：“大峨眉”国际度假旅游目的地的具体情况

类型	具体内容
区域范围	乐山、雅安、眉山三市
外部交通	成绵乐城际快铁以及成雅、雅攀、成乐、成自泸、乐宜、乐雅等 6 条高速公路的建成通车，雅康、乐汉、遂资眉、乐自、仁沐、乐西等 6 条高速公路的规划建设，G213、S305、S306、S103、S106、S210、三山环线(雅安-望鱼-瓦屋山-峨眉山)
旅游资源	三山(邛崃山脉、龙门山脉、龙泉山脉)、三水(岷江、青衣江、大渡河)、一平原(成都平原)
旅游规划	以峨眉山、瓦屋山、周公山三山环线旅游区为核心，以乐山、雅安、眉山三大城市旅游目的地为依托，以十二条区域旅游通道为廊道，

来源：网络公开信息，国金证券研究所

- 外部交通的改善带动景区客流增长：成渝（15 年）、成绵乐高铁（14 年）持续拉动客流，乐山绕城高速和仁沐新高速通车预期（17 年），成贵高铁（19 年）、连乐铁路（18-19 年）开通，西环线贯通（19 年），四川省内重要客流区域将会实现大贯通，将大幅提升景区通达性及承载量，特别是显著提升淡季客流。同时“大峨眉国际旅游度假区”西环线已实现部分通车，将成为成都直达峨眉山、瓦屋山、周公山的黄金快速通道，极大地带动沿线产业结构调整，促进周边旅游行业快速发展。三小时周边游将进一步扩大，自驾游市场将进一步得到释放。

图表 17：未来峨眉山外部交通环境将得到进一步改善

交通线路	通车时间	运营时速	范围
成渝高铁	2015 年 12 月	300 公里/小时	四川简阳、资阳、资中、内江、隆昌、重庆荣昌、大足(双桥)、永川、璧山至重庆北站，起于成都东站，向北经广汉、德阳、绵阳至江油，向南经过双流机场、彭山、眉山、青神、乐山，最后抵达峨眉山，
成绵乐高铁	2014 年 6 月	195 公里/小时	由乐宜高速、乐自高速、成乐高速和乐山市绕城高速(东北半环)构成，全长 50.6 公里
乐山绕城高速	2017 年	-	东连遂宁、资阳、眉山，南下宜宾，北接成都(天府大道)，全线建成后，将有效实现成都、攀西、川南三大经济区之间的便捷连接。
仁沐新高速公路	2017 年	—	西起四川省乐山市，向东经四川省犍为县、宜宾市、长宁县、兴文县，云南省威信县、镇雄县，贵州省毕节市、大方县、黔西县，东至贵阳市，跨越西南三省
成贵高铁	2019 年	250 公里/小时	连接着威远县连界镇与乐山峨眉山市九里镇
连乐铁路	2018-2019		

来源：网络公开信息，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)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	994	1,066	1,042	1,201	1,338	1,489
增长率		7.2%	-2.2%	15.3%	11.4%	11.2%
主营业务成本	-544	-632	-612	-674	-727	-785
%销售收入	54.7%	59.3%	58.8%	56.1%	54.4%	52.7%
毛利	450	433	429	527	611	703
%销售收入	45.3%	40.7%	41.2%	43.9%	45.6%	47.3%
营业税金及附加	-43	-47	-20	-6	-7	-7
%销售收入	4.4%	4.4%	2.0%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-66	-66	-63	-72	-80	-89
%销售收入	6.6%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-107	-133	-149	-180	-201	-223
%销售收入	10.8%	12.5%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	233	187	197	269	323	383
%销售收入	23.5%	17.6%	18.9%	22.4%	24.1%	25.8%
财务费用	-8	-8	-11	-2	4	10
%销售收入	0.8%	0.8%	1.0%	0.2%	-0.3%	-0.6%
资产减值损失	-1	-4	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-9	40	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	18.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	224	166	223	267	327	393
营业利润率	22.6%	15.6%	21.4%	22.2%	24.5%	26.4%
营业外收支	-2	64	-4	0	0	0
税前利润	223	230	219	267	327	393
利润率	22.4%	21.6%	21.0%	22.2%	24.5%	26.4%
所得税	-35	-39	-32	-40	-49	-59
所得税率	15.6%	16.9%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	188	191	187	227	278	334
少数股东损益	-1	-5	-4	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	190	196	191	232	283	339
净利率	19.1%	18.4%	18.4%	19.3%	21.2%	22.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	188	191	187	227	278	334
非现金支出	132	132	130	145	136	128
非经营收益	6	-50	-24	14	11	11
营运资金变动	-30	-25	-70	-22	1	79
经营活动现金净流	297	248	222	364	426	552
资本开支	-382	-209	-233	-84	-86	-86
投资	-74	0	-191	0	0	0
其他	-48	-56	197	0	0	0
投资活动现金净流	-504	-265	-227	-84	-86	-86
股权募资	35	0	15	0	0	0
债权募资	55	86	68	-130	0	0
其他	-22	-63	132	-67	-63	-63
筹资活动现金净流	68	23	215	-197	-63	-63
现金净流量	-140	6	210	82	278	402

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	515	542	776	858	1,136	1,538
应收款项	37	137	111	131	146	163
存货	44	149	51	111	120	129
其他流动资产	74	7	13	7	7	8
流动资产	670	836	950	1,107	1,409	1,838
%总资产	30.4%	33.9%	36.1%	40.5%	47.2%	54.5%
长期投资	81	77	74	74	74	74
固定资产	1,250	1,328	1,400	1,365	1,335	1,311
%总资产	56.7%	53.8%	53.1%	50.0%	44.8%	38.9%
无形资产	202	226	209	184	163	145
非流动资产	1,535	1,632	1,685	1,625	1,574	1,533
%总资产	69.6%	66.1%	63.9%	59.5%	52.8%	45.5%
资产总计	2,205	2,469	2,636	2,732	2,983	3,370
短期借款	165	52	120	0	0	0
应付款项	186	167	145	184	201	219
其他流动负债	39	93	98	111	120	208
流动负债	390	312	363	295	321	427
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	9	207	208	198	198	198
负债	399	519	571	493	519	625
普通股股东权益	1,764	1,912	2,051	2,230	2,461	2,747
少数股东权益	43	37	14	9	4	-1
负债股东权益合计	2,205	2,469	2,636	2,732	2,983	3,370

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.719	0.372	0.363	0.440	0.538	0.643
每股净资产	6.694	3.629	3.892	4.232	4.670	5.213
每股经营现金净流	1.126	0.471	0.422	0.691	0.809	1.048
每股股利	0.180	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	10.75%	10.26%	9.32%	10.39%	11.52%	12.34%
总资产收益率	8.59%	7.95%	7.25%	8.48%	9.50%	10.06%
投入资本收益率	10.00%	7.08%	7.05%	9.39%	10.31%	11.07%
增长率						
主营业务收入增长率	20.30%	7.23%	-2.25%	15.29%	11.43%	11.24%
EBIT增长率	67.01%	-19.73%	5.00%	36.77%	20.04%	18.69%
净利润增长率	65.94%	3.56%	-2.57%	21.15%	22.31%	19.64%
总资产增长率	14.17%	11.94%	6.77%	3.65%	9.21%	12.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.2	6.9	7.4	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	26.5	56.0	59.6	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	25.8	19.5	16.6	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	441.5	440.7	441.2	362.8	309.4	264.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.41%	-15.03%	-22.19%	-29.50%	-38.06%	-48.82%
EBIT利息保障倍数	30.1	23.2	18.7	122.8	-72.6	-40.1
资产负债率	18.09%	21.01%	21.66%	18.05%	17.40%	18.54%

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	0	0	0	8
增持	0	0	0	1	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	1.47

来源：朝阳永续

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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD