

证券研究报告—动态报告/公司快评

餐饮旅游

景点

峨眉山 A (000888)

增持

重大事件快评

(维持评级)

2015 年 06 月 11 日

启动柳江古镇项目建设，未来对接资本市场意愿有望强化

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003

事项：

6月9日晚，峨眉山A公告控股孙公司洪雅洪金旅游集团有限公司在四川省眉山市洪雅县公共资源交易中心依法摘牌取得8宗国有土地使用权（331.47亩共计8155万元），并取得“大峨眉国际旅游区”柳江古镇旅游综合开发项目（一期）相关建设手续。备注：公司控股94.29%的峨眉山万年实业有限公司持有洪雅洪金旅游集团60%股权。

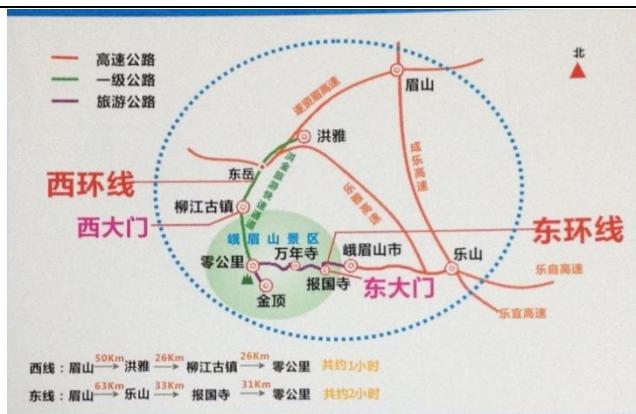
评论：

■ 柳江古镇项目是“大峨眉国际旅游区”西环线重点项目，并有望与公司现有景区形成合力

柳江古镇旅游综合开发项目是“大峨眉国际旅游区”西环线的重点核心项目。目前相关部门已完成并通过“大峨眉国际旅游区”柳江古镇旅游综合开发项目总体规划（占地4.33平方公里）和项目（一期）（占地700亩）修建性详细规划。项目（一期）位于洪雅县柳江镇，分为11个板块28个子项，空间结构沿河岸呈流线型或围合式布置，包括养生求寿广场区、养生街区、美食街区、客栈街区、北部滨水商业街区、温泉乐园区、温泉酒店区、南部滨水商业街区、雅乐公园等（<http://www.schy.gov.cn/nry.jsp?urltype=news.NewsContentUrl&wbtreeid=1072&wbnewsid=77638>）。今年5月，项目（一期）通过可行性研究、项目规划环境和建设环境评审，并完成立项报批手续，取得了项目规划选址意见书。

随着“大峨眉国际旅游区”建设的推进，柳江古镇作为“大峨眉”西环线西大门的战略地位日益凸显，未来将成为峨眉山景区西环线的唯一游客集散中心。根据项目初步规划方案，将在柳江古镇重点打造以药师佛文化为主体的“东方琉璃世界”和“消灾延寿圣地”，形成以峨眉山金顶为核心，金顶十方普贤、乐山大佛、柳江药师佛三足鼎立的“大峨眉三佛、三宝”。同时，在柳江古镇配套建设以温泉康疗为引领的养生养老健康度假项目，通过区域线路串联和以“识途网+”为核心的智慧旅游体系建设，快速把柳江古镇整体打造成养生度假休闲特色小镇和“海峡两岸养生求寿产业体验园区”。

图 1：公司西环线开发规划示意图



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

并且，从上图可以看出，柳江古镇旅游综合开发项目将与峨眉山景区连片、联动发展，形成一山两核的大峨眉国际旅游区（一山为峨眉山，两核即报国寺和柳江古镇），丰富峨眉山景区观光-休闲-度假内涵，与现有景区形成合力，进而可以有效提升景区的综合竞争力。

■ 柳江古镇项目启动标志着公司大峨眉战略持续践行，西环线建设持续完善升级

“大峨眉国际旅游区”战略最早由上市公司提出，于 2013 年 8 月四川省政府出台的《关于加快建设旅游经济强省的意见》中已被提升为省级发展战略（2013 年 8 月，四川省政府出台《关于加快建设旅游经济强省的意见》，将“大峨眉”国际旅游区提升为省级发展战略，与“大成都”、“大九寨”并列）。2014 年，国家发改委正式把“大峨眉国际旅游区”纳入了成都城市群发展规划。公司董事长马元祝曾表示：“大峨眉旅游环线的打造，具有典型的综合性、关联带动性。以峨眉山为中心，最大可能的延伸发展空间，通过较低旅游资源消耗，大力带动就业和经济的发展。并不断完善交通体系，以多种形式开发旅游景点，形成多元化的产品体系，五到八年整个大峨眉区域将会实现千亿产值的构想。”

不过，公司此前也指出，大峨眉战略的推进，难点在于跨区域，跨行政区划。不过，2013 年 8 月 6 日“大峨眉国际旅游西环线”正式开工（零公里到柳江古镇到眉山），标志着四川眉山、雅安两市正式融入大峨眉旅游经济圈。据了解，该项目总投资 41.3 亿元，全长 64.2 公里，建设工期 48 个月。届时，乐山、眉山、雅安三市将形成层次分明、功能互补的综合交通体系，加速眉山（洪雅）、雅安生态旅游融入大峨眉旅游经济圈，形成“大峨眉国际休闲旅游度假区”。

在这种情况下，作为大峨眉国际旅游区尤其是西环线的重要一环，柳江古镇项目的启动更进一步体现了大峨眉西环线的建设持续完善升级。

■ 交通改善积极推进，西环线交通建设对柳江项目未来发展意义重大，并有助于峨眉景区客流的显著提升

目前，大峨眉区域的交通情况正处于持续改善中，成绵乐高铁已经于 2014 年底建成通车，同时乐雅高速和遂资眉高速已先后建成通车，乐雅高速东岳出口至柳江古镇段已进入路基工程建设阶段。

图 2：公司区域交通改善示意图



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

同时，柳江古镇项目将与“洪雅至峨眉山公路（大峨眉国际旅游西环线）”建设同步推进。从四川新闻网的相关报道来阿奎那，大峨眉国际旅游西环线全长 64.2 公里，经洪雅县洪川镇、止戈镇、东岳镇、花溪镇、柳江镇、高庙镇，止于峨眉山零公里。项目主线采用公路一级标准建设，起点至柳江段设计时速为 80 公里，柳江至终点段设计时速 60 公里，建设工期 48 个月。同时，该线也是一条景观大道，在许多节点都将采用“三区合一”的办法，将安置区、景区、服务区统筹规划，优化设计与建设。作为连接洪雅南北的交通大动脉，它与乐雅高速、遂资眉高速共同组成洪雅骨干公路网，并与峨眉山和县内四大景区形成旅游交通环线，实现内通外畅，彻底破除洪雅的交通瓶颈制约。

从西环线建设项目进度来看，该项目于 2013 年 8 月 6 日先期启动了止戈至柳江段工程建设，截止 2015 年 5 月初该项目路基工程已完成 70%，桥梁工程已完成 80%。参考相关报道，预计西环线整体项目有望 2017 年底前建成通车。

综合来看，通过构建“成都—乐山大佛—峨眉山—洪雅柳江—眉山”的双向精品文化旅游线路，峨眉山将形成游客东进

西出和西进东出的旅游大环线（大循环），完全改变景区目前单向进山，高峰期接待受限的不利局面，**大幅提高客流速度和景区承载能力**（公司上一轮增发路演时曾预计大循环打通后，**公司客流有望翻倍**）。

其中，峨眉山景区环线公路川主段**预计有望 2016 年 1 月建成**。2013 年 5 月 25 日，峨眉山景区环线公路川主段举行开工仪式。川主段全长 22.6 公里，计划总投资 4 亿元，建设工期为两年半。环线公路建成后，将与现有景区道路形成环线，东面在省道 306 线汇合，西面在零公里山门相交。新建环线部分单边上行，现有景区道路单边下行，日通行能力可从现在的 5000 辆提高到约 2 万辆。目前，该条公路也在积极建设中，预计 2015 年底完成交安绿化，2016 年 1 月全面完工。<http://leshan.house.sina.com.cn/news/2014-11-12/08475938099529256861635.shtml>。在这种背景下，峨眉山景区明年的交通环境将进一步改善，景区客流增长尤其是自驾客流的增长有望持续提升。

图 3：峨眉山景区环线川主段预计有望 2016 年 1 月建成



资料来源：华西都市报，国信证券经济研究所整理

■ 峨眉山后山开发也有望提上日程，形成景区旅游小循环

未来随着大环线交通格局落定，**峨眉山后山开发（包括索道建设）也有望渐行渐近**。早在 2011 年底，《峨眉山旅游度假总体规划》已顺利通过四川省评审委员会专家评审。据介绍，四川峨眉山乐山大佛景区将做强做大国际休闲度假旅游区，进一步提升景区核心竞争力。峨眉山景区完善休闲旅游配套设施建设，加快黄湾、龙洞等旅游休闲度假区开发，做好峨眉山后山张沟到万佛顶生态休闲度假风光带规划，形成景区休闲旅游环线（修建张沟-万佛顶索道成为可能）。

2014 年 7 月，根据乐山日报等媒体报道，中信国安集团计划投资 200 亿元，用 5—10 年时间在乐山市开发建设大庙飞来殿——观音湖、梅子湾、张沟三大景区和城市中心综合场馆等系列高端文化旅游项目，意在强化对峨眉山景区后山的开发。据了解，目前集团公司正在与中信国安合作进行景区南环线基础设施建设。因此未来报国寺-张沟-四季坪-万佛顶的景区南环线旅游开发也将渐行渐近，与现有的报国寺-零公里-雷洞坪-金顶-万佛顶形成一个景区内部小环线。结合公司上一轮增发路演时的相关材料，上述小环线贯通后将形成双向环流，提高景区的通达性，扩大峨眉山景区承载能力（承载能力有望从 3-4 万人/天翻番）。

■ 柳江项目建设有望强化上市公司融资平台功能

由于柳江古镇项目的休闲度假定位，因此，随着柳江项目的建设，公司未来将进一步由观光休闲向休闲度假经营方向转变，大型旅游综合体建设在一定程度上将倒逼公司**进一步走向市场化经营**。按照此前媒体报道，柳江古镇总体投资规模 40 亿元，预计多采取滚动开发的形式。同时，结合洪雅县人民政府 2014 年 12 月 23 日的报道，**柳江古镇一期项目总投资为 16.10 亿元**（其中企业自筹 46994.2 万元，银行贷款 114046.3 万元）。在这种情况下，**我们认为上市公司的融资平台功能有望进一步显现**。公司 6 月 9 日晚同时公告中期票据获准注册（注册规模 6 亿元，期限 2 年，首期发行应在注册后 2 个月内完成），也从侧面体现了其融资平台功能。在这种情况下，考虑柳江项目未来持续的资金需求，我们**预计公司未来有望更加积极对接资本市场，这或许也是另外一种意义上的国企改革**。

■ 大股东减持或有多方面原因，也部分有助于改善公司股权结构

结合公司近期公告，集团总公司 6 月 5 日、6 月 9 日分别通过大宗交易方式以 17.19 元/股、17.58 元/股的价格减持公司无限售条件流通股各 600 万股、1000 万股，合计占公司总股本的 3.04%。经过这两次减持后，集团总公司持有峨眉山 A 股票 1.7 亿股，持股比例下降至 32.33%。同时，第二次减持较第一次减持股价有所溢价，或显示接盘方对股价较为认可。集团总公司承诺，连续 6 个月内通过证券交易系统出售的股份将低于公司股份总数的 5%。我们认为集团总公司减持不排除

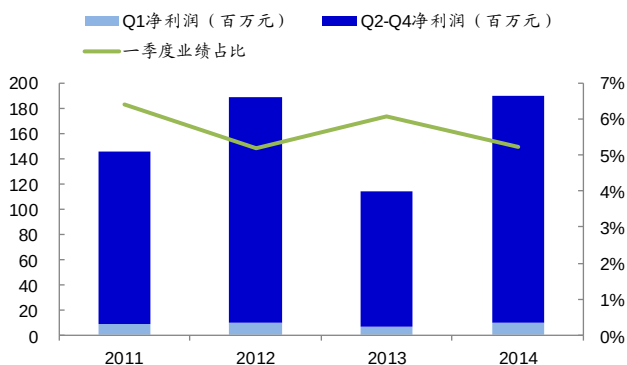
除与相关基础设施投入等因素有关，同时也在一定程度上进一步改善公司股权结构。

■ 交通改善助推 Q1 客流大增，而一季报业绩下滑主要受门票半价促销所致，预计对全年业绩影响有限

2015 年一季度，在门票半价促销（春节黄金周除外）和成绵乐高铁通车的推动下，公司实现购票进山人次 74.29 万人次，同比增长 41.80%，交通改善对客流的推动效应有所改善。与此同时，公司今年一季度实现收入 2.11 亿元，同比增长 13.07%，预计与客流增长带来索道、旅行社等收入增长相关；但是公司一季度仅实现归属母公司股东的净利润 260.40 万元，同比下滑 73.66%，主要是由于一季度公司配合地方政府宣传需要门票 Q1 半价促销和维修维护费用增加所致。

对景区公司而言，由于一季度属于全年淡季，在公司全年业绩占比相对较低。从峨眉山 A2011-2014 年的情况来看，一季度业绩仅占其全年业绩的 5-6% 左右，占比极低，因此我们认为今年一季度业绩下滑对其全年业绩负面影响较为有限。与此同时，成绵乐高铁通车带来的客流增长效应有望在全年逐步体现，且目前来看，二季度开始，峨眉山景区门票已恢复原有水平，因此我们仍然对公司 15 年全年业绩增长较有信心。

图 4：峨眉山 2011-2014 年一季度业绩仅占其全年业绩的 5-6%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 维持公司“增持”评级，建议密切关注国企改革进展

预计公司 15-17 年 EPS0.44/0.52/0.60 元，目前 15/16 年动态 PE 分别为 41/35 倍，相对于旅游板块平均估值明显偏低（目前旅游板块 2015、2016 年动态估值分别为 71、56 倍），且自 2014 年以来整体涨幅也相对居后。随着旅游旺季到来，市场对旅游板块投资情绪将逐渐抬升。虽然柳江古镇综合开发项目对公司短期业绩影响有限，但未来对接资本市场意愿以及激发市场化经营机制的作用将强化，并新增养生养老题材，此外公司近两年交通持续利好有望推动客流保持良好增长，我们维持“增持”评级，建议继续关注地方国企改革动向（环保车资产注入议题、管理层激励、上市公司或子公司层面引入战投等）。

■ 风险提示

公司成本费用率弹性偏大，募投项目培育周期可能较长，客流增长低于预期；交通建设进度可能低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	515	576	680	895
应收款项	37	41	48	54
存货净额	44	52	58	65
其他流动资产	73	81	94	105
流动资产合计	670	751	881	1119
固定资产	1250	1371	1476	1497
无形资产及其他	167	161	155	150
投资性房地产	38	38	38	38
长期股权投资	79	79	79	79
资产总计	2205	2401	2630	2884
短期借款及交易性金融负债	165	165	165	165
应付款项	34	37	42	46
其他流动负债	191	224	258	288
流动负债合计	390	426	465	500
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	9	9	9	9
长期负债合计	9	9	9	9
负债合计	399	435	474	509
少数股东权益	43	41	40	38
股东权益	1764	1924	2116	2337
负债和股东权益总计	2205	2401	2630	2884

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.36	0.44	0.52	0.60
每股红利	0.06	0.13	0.16	0.18
每股净资产	3.35	3.65	4.02	4.43
ROIC	11%	13%	16%	17%
ROE	11%	12%	13%	14%
毛利率	45%	47%	48%	49%
EBIT Margin	23%	24%	25%	25%
EBITDA Margin	37%	36%	36%	36%
收入增长	20%	17%	16%	12%
净利润增长率	66%	21%	19%	15%
资产负债率	20%	20%	20%	19%
息率	0%	1%	1%	1%
P/E	50.3	41.5	34.8	30.2
P/B	5.4	5.0	4.5	4.1
EV/EBITDA	27.2	24.0	20.8	18.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	994	1161	1343	1506
营业成本	544	617	692	767
营业税金及附加	43	52	60	68
销售费用	66	81	106	120
管理费用	107	132	154	172
财务费用	8	6	6	5
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	224	272	324	374
营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	223	270	322	372
所得税费用	35	42	51	58
少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	190	230	273	316

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	190	230	273	316
资产减值准备	2	0	0	0
折旧摊销	131	136	152	166
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	8	6	6	5
营运资本变动	(75)	16	14	11
其它	(3)	(1)	(2)	(2)
经营活动现金流	246	381	437	491
资本开支	(274)	(251)	(251)	(181)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(348)	(251)	(251)	(181)
权益性融资	35	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(29)	(69)	(82)	(95)
其它融资现金流	5	0	0	0
融资活动现金流	(19)	(69)	(82)	(95)
现金净变动	(121)	61	104	215
货币资金的期初余额	636	515	576	680
货币资金的期末余额	515	576	680	895
企业自由现金流	(20)	136	192	315
权益自由现金流	(16)	131	187	310

相关研究报告:

- 《峨眉山 A-000888-高增长高送转，建议关注旺季客流和国企改革》 —— 2015-04-27
- 《峨眉山 A-000888-2014 年三季报点评：Q3 客流超预期，业绩平稳，未来仍有期待》 —— 2014-10-21
- 《峨眉山 A-000888-2014 年半年报点评：业绩增速引领景区板块，高铁题材含金量最高》 —— 2014-08-10
- 《峨眉山 A-000888-重大事件快评：中报业绩超预期，补涨催化剂显现》 —— 2014-07-14
- 《峨眉山 A-000888-客流和业绩增速良好，目前时点建议积极增持》 —— 2014-04-23

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。