

峨眉山 A (000888.SZ) 旅游景点行业

评级：买入 维持评级

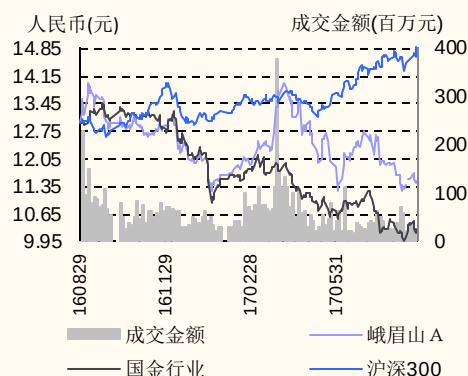
公司点评

市场价格(人民币)：11.48 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)	526.81
总市值(百万元)	6,048.96
年内股价最高最低(元)	13.97/11.21
沪深 300 指数	3795.75
深证成指	10659.01



相关报告

- 《峨眉山 A 一季报点评-一季报业绩表现稳定，未来开源节流高增长》，2017.4.26
- 《对标黄山旅游，还原峨眉山经营数据真相》，2017.4.19
- 《峨眉山 A 深度报告-主业复苏外延加速，“大峨眉”环线发力起步》，2017.3.27

魏立

分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

楼枫桦

联系人
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟

联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

中报业绩表现平稳，对标黄山费用率差距拉大

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	0.380	0.463	0.548
每股净资产(元)	3.63	3.89	4.17	4.54	4.98
每股经营性现金流(元)	0.47	0.42	0.63	0.74	0.95
市盈率(倍)	39.76	32.90	30.23	24.80	20.94
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%	4.66%	21.91%	18.43%
净资产收益率(%)	10.26%	9.32%	9.10%	10.21%	11.00%
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

业绩概述

- 2017 年 1-6 月，公司实现游山人数 149.45 万人次，同比增长 5.8%；实现营业收入 5.24 亿元，同比增长 8.55%，实现归母净利润 6278 万元，同比增长 5.71%。

业绩分析

- 公司业绩稳定增长，毛利率及费用率均上升：公司上半年营收增速 8.55%，归母净利润增速 5.7%。营收及业绩增速相对稳定，主要贡献因子即为峨眉山景区的游客人次增长 5.8%。毛利率为 41.9%，较去年上升了 1.9pct。费用率为 26.5%，上升了 4.5pct，其中销售费用率 7.2pct，下降 0.2pct，管理费用率 18.6%，上升了 5.4%，财务费用率 0.7%，下降 0.7pct。公司管理费用率的上升主要是由于上半年公司董事长及多名高管辞职和补计养老保险导致。
- 三大业务增速稳定，雪芽辣木等其他业务增速较快：公司三大业务门票、索道及酒店业务分别实现营收 2.15、1.37、0.94 亿元，增速分别为 8.69%、9.48%、4.25%。门票及索道业务随客流量的增加而增加，酒店业务出现小幅下滑。毛利率分别为 36.97%、78.43%、11.15%，分别提升了 0.83pct、3.53pct、-1.43pct。公司的以雪芽辣木为主的其他创新业务实现收入 0.77 亿元/+32.74%，毛利率为 28.25%/+3.59pct，新业务培育初见成效。
- 对标黄山中报业绩，费用率差距进一步拉大：黄山景区接待游客 164.49 万人次，峨眉山接待游客 149.45 万人次，剔除黄山上半年通过优惠免票活动拉动的游客数后黄山景区（约 144.49 万人次）接待量与峨眉山景区（149.95 万人次）接待量大体一致。统一使用净额法核算下，两大景区在上市公司体内的门票收入基本相似（黄山景区为 1.08 亿元，峨眉山景区为 1.05 亿元），毛利率也大体相似。但费用率之间的差距进一步拉大，按照净额法来核算，峨眉山整体费用率为 33.6%，相对于黄山旅游来看高出了 14.5pct，其中财务费用率为 0.9pct，高出了黄山旅游 1.1pct；销售费用率为 9.1%，相较于黄山旅游高出了 8pct，与黄山旅游的销售费用率差距进一步拉大；管理费用率为 23.6%，高出了黄山旅游 10pct，管理费用率差距拉大主要归因于上半年峨眉山上市公司的大规模人事变动和补计养老保险。
- 未来看点：1) 公司依靠峨眉山优质景区资源为核心进行业务开发，随着景区周边交通的完善及景区小循环的打通将能够提升景区接待能力，以峨眉山景区为核心的门票收入及索道收入将持续增长。2) 外延布局看点多多，公司先后投资辣木、演艺、柳江古镇、杪楞湖景区、万佛顶索道、智慧旅游等

多个项目。3) 公司与黄山旅游的经营对比可以看到，峨眉山景区的受欢迎程度并不亚于黄山景区（游客人次相近），但由于门票价格相对较低，所经营的索道价格和索道数量相对于黄山较少。公司的费用率水平较高，其中销售费用率及管理费用率相较于黄山旅游来看较高，净额法测算下假设公司的费用率与黄山旅游相当的情况下公司的净利率能够从 23% 提升到 31%。

盈利预测及投资建议

- 考虑到索道提价预期后测算 2017E/2018E/2019E 业绩为 2 /2.44/2.89 亿元，增长幅度为 5%/22%/18%，EPS 为 0.38/0.46/0.55 元，目前股价对应 PE 为 30/25/21 倍，维持买入评级。

风险提示

- 山岳型景区受恶劣天气影响大
- 外延项目不达预期
- 管理层更换不达预期

图表 1：2017 年上半年峨眉山 A 与黄山旅游的经营数据对比

2017 年上半年经营数据	峨眉山 A (总额法)	峨眉山 A (净额法)	黄山旅游 (净额法)
景区游客人次 (万人次)	149.45	149.45	164.49
乘坐索道人次 (万人次)	242	242	303.5
营业收入 (亿元)	5.24	4.14	7.3
营业成本 (亿元)	3.04	1.94	3.41
门票收入 (亿元) (总额法)	2.15	2.15	2.72
门票收入 (亿元) (净额法)	1.05	1.05	1.08
索道收入 (亿元)	2.92	2.92	4.75
销售费用率%	7.2%	9.1%	1.1%
管理费用率%	18.6%	23.6%	13.5%
财务费用率%	0.7%	0.9%	-0.2%
费用率%	26.5%	33.6%	14.5%
毛利率%	41.9%	53.10%	53.08%
净利率%	12.0%	15.2%	25.76%

来源：公司公告，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	1,131	1,245	1,363
增长率		7.2%	-2.2%	8.6%	10.1%	9.5%
主营业务成本	-544	-632	-612	-655	-699	-744
%销售收入	54.7%	59.3%	58.8%	57.9%	56.2%	54.6%
毛利	450	433	429	476	546	619
%销售收入	45.3%	40.7%	41.2%	42.1%	43.8%	45.4%
营业税金及附加	-43	-47	-20	-6	-6	-7
%销售收入	4.4%	4.4%	2.0%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-66	-66	-63	-68	-75	-82
%销售收入	6.6%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-107	-133	-149	-170	-187	-205
%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	233	278	326
%销售收入	23.5%	17.6%	18.9%	20.6%	22.3%	23.9%
财务费用	-8	-8	-11	-3	3	8
%销售收入	0.8%	0.8%	1.0%	0.3%	-0.2%	-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	230	281	334
营业利润率	22.6%	15.6%	21.4%	20.3%	22.6%	24.5%
营业外收支	-2	64	-4	0	0	0
税前利润	223	230	219	230	281	334
利润率	22.4%	21.6%	21.0%	20.3%	22.6%	24.5%
所得税	-35	-39	-32	-34	-42	-50
所得税率	15.6%	16.9%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	188	191	187	195	239	284
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	200	244	289
净利率	19.1%	18.4%	18.4%	17.7%	19.6%	21.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	188	191	187	195	239	284
非现金支出	132	132	130	145	136	128
非经营收益	6	-50	-24	15	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	334	387	502
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	-107	-23	0
其他	-22	-63	132	-68	-64	-63
筹资活动现金净流	68	23	215	-175	-87	-63
现金净流量	-140	6	210	74	215	352

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	850	1,065	1,417
应收账款	37	137	111	124	136	149
存货	44	149	51	108	115	122
其他流动资产	74	7	13	7	7	8
流动资产	670	836	950	1,088	1,323	1,696
%总资产	30.4%	33.9%	36.1%	40.1%	45.7%	52.5%
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%	50.3%	46.1%	40.6%
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%	59.9%	54.3%	47.5%
资产总计	2,205	2,469	2,636	2,713	2,897	3,229
短期借款	165	52	120	23	0	0
应付款项	186	167	145	177	191	205
其他流动负债	39	93	98	108	115	201
流动负债	390	312	363	308	306	406
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	506	504	604
普通股股东权益	1,764	1,912	2,051	2,198	2,390	2,626
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	2,713	2,897	3,229

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.719	0.372	0.363	0.380	0.463	0.548
每股净资产	6.694	3.629	3.892	4.172	4.535	4.983
每股经营现金净流	1.126	0.471	0.422	0.633	0.735	0.952
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%	9.10%	10.21%	11.00%
总资产收益率	8.59%	7.95%	7.25%	7.38%	8.42%	8.95%
投入资本收益率	10.00%	7.08%	7.05%	8.15%	9.12%	9.82%
增长率						
主营业务收入增长率	20.30%	7.23%	-2.25%	8.57%	10.07%	9.54%
EBIT增长率	67.01%	-19.73%	5.00%	18.32%	19.44%	17.22%
净利润增长率	65.94%	3.56%	-2.57%	4.66%	21.91%	18.43%
总资产增长率	14.17%	11.94%	6.77%	2.94%	6.80%	11.43%
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	385.3	332.6	289.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.41%	-15.03%	-22.19%	-28.51%	-36.23%	-46.45%
EBIT利息保障倍数	30.1	23.2	18.7	77.3	-89.8	-40.2
资产负债率	18.09%	21.01%	21.66%	18.65%	17.39%	18.71%

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	1	1	3
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.25

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-27	买入	12.70	14.00~15.40
2	2017-04-19	买入	13.12	15.00~16.00
3	2017-04-26	买入	12.92	N/A

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 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为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