

谨慎推荐 （维持）

峨眉山 A (000888) 深度报告

风险评级：中风险
西成高铁通车 景区 2018 年客流有望快速增长
2018 年 1 月 4 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22110925

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理
卢立亭

S0340116030094

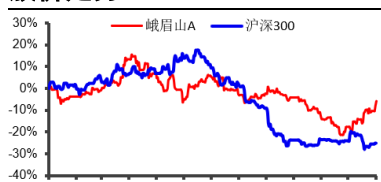
电话：0769-22110925

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

主要数据 2018 年 1 月 3 日

收盘价(元)	11.31
总市值(亿元)	59.59
总股本(亿股)	5.27
流通股本(亿股)	5.27
ROE(TTM)	9.17%
12 月最高价(元)	13.86
12 月最低价(元)	9.30

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **西成高铁通车，景区2018年客流有望快速增长。**西成高铁的开通将使得西安至峨眉山的车程从原来的约11小时缩短至约4小时，有助于峨眉山打开西北地区的客源市场，来自西安乃至西北地区的游客将进一步推动峨眉山景区周末游和短途游的发展，有利于缓解峨眉山长假游客过多导致的接待瓶颈问题，平滑长假和周末的客流水平，利于全年客流增长。元旦小长假三天，峨眉山景区共接待游客5.8万人次，同比快速增长16%左右；实现门票收入508万元，同比大幅增长31%。虽然去年元旦峨眉山景区客流基数较高，但是景区今年客流仍实现快速增长，我们预计这主要是由于西成高铁开通为景区带来明显的客流增量。
- **公司新任管理层上任，或助力公司经营管理效率提高。**新任管理层正值壮年，且管理经验丰富，有助于公司降本增效。从2017年第三季度的数据来看，公司的期间费用率有所下降，这或许与新任管理层上任带来的经营效率改善有关。
- **万年索道改造或有利于日后客流增长和收入提升。**万年索道将于2017年10月28日-2018年4月10日进行索道安全升级改造，此期间索道将停止运营。此次升级改造后，万年索道存在提价的诉求和可能性。改造后的万年索道将极大提高万年片区的客运能力，提升公司旅游形象，并有利于提高公司的收入和盈利能力。
- **围绕休闲养生主题，寻求多元化发展。**为把握巨大的养生旅游市场、丰富业务内容，公司已经基本建成峨眉雪芽茶叶生产综合投资项目和峨眉雪芽黑水生产基地改造项目。布局茶叶、养生酒和辣木等产品有利于公司围绕休闲养生主题，寻求多元化发展，完善公司业态，有利于公司长远发展。
- **维持谨慎推荐评级。**预计公司在2017、2018年的EPS为0.38元和0.44元，对应PE分别为30倍和26倍，维持谨慎推荐评级。
- **风险提示。**宏观经济不景气或抑制居民消费，行业竞争加剧，天灾人祸等不可抗力事件的发生。

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	1,042	1,105	1,249	1,297
YOY (%)	-2.25%	6.08%	13.00%	3.91%
归母公司净利润(百万)	191	198	229	248
YOY (%)	-2.57%	3.64%	15.78%	7.95%
毛利率 (%)	41.22%	41.50%	41.00%	42.00%
ROE (%)	9.05%	8.74%	9.37%	9.36%
每股收益(元)	0.36	0.38	0.44	0.47
市盈率(倍)	31.17	30.07	25.98	24.06

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

目 录

1.主营门票、索道业务，营收净利平稳增长.....	4
2.西成高铁通车，景区 2018 年客流有望快速增长.....	6
3.背靠丰富旅游资源，公司客流基础扎实	8
4.新任管理层上任，或助力公司经营管理效率提高.....	11
5.索道改造稳步推进，盈利能力有望提高	12
6.丰富业务内容，公司发力养生旅游市场	14
6.1 潜在需求巨大，养生旅游市场前景广阔.....	14
6.2 围绕休闲养生主题，寻求多元化发展	15
7.投资建议：维持谨慎推荐评级	17
8.风险提示	17

插图目录

图 1：公司股权结构图	4
图 2：2012-2016 年公司营业收入增长情况	5
图 3：2012-2016 年公司扣非净利润增长情况	5
图 4：2012-2016 年公司营业收入构成	5
图 5：2012-2016 年公司毛利润构成	5
图 6：2012-2016 年期间费用率情况（单位：%）	5
图 7：2012-2016 年毛利率和净利率（单位：%）	5
图 8：西成高铁线路图	7
图 9：成贵高铁线路图	7
图 10：大峨眉国际旅游西环线	8
图 11：景区周边高铁线路将日益完善	8
图 12：2010-2016 年我国国内游客增长情况	8
图 13：2010-2016 年我国国内旅游收入增长情况	8
图 14：2010-2016 年四川省接待国内游客数	9
图 15：2010-2016 年四川省接待入境游客数	9
图 16：2010-2016 年四川省实现国内旅游收入	9
图 17：2010-2015 年四川省实现旅游外汇收入	9
图 18：四川省青城山-都江堰景区	9
图 19：四川省阿坝州黄龙景区	9
图 20：峨眉山万佛顶	11
图 21：峨眉山金顶金佛	11
图 22：公司新任管理层部分人员履历	11
图 23：公司近年来 Q3 期间费用率变化情况	12
图 24：黄山旅游近年来盈利能力情况	12
图 25：2010-2016 年我国人均 GDP 增长情况	15
图 26：2016 年我国人均 GDP 超过 10000 美元的省市	15

表格目录

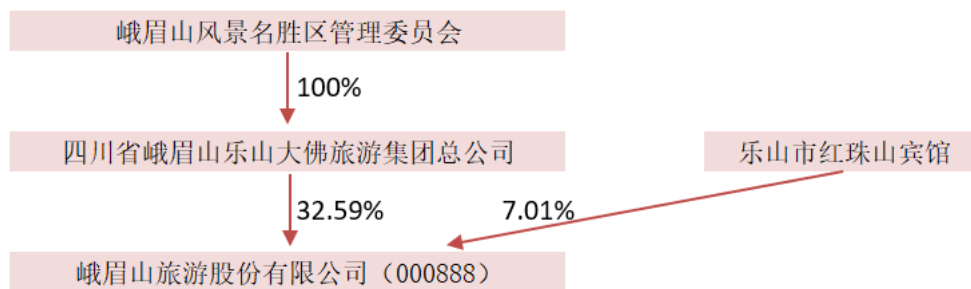
表 1：2016 年可比景区类上市公司部分经营指标对比	10
表 2：万年索道和金顶索道基本情况	13

表 3：公司盈利预测简表	18
--------------------	----

1. 主营门票、索道业务，营收净利平稳增长

公司成立于 1997 年 10 月，是由原峨眉山旅游总公司（2009 年更名为四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司，以下简称“峨眉山旅游总公司”）和乐山市红珠山宾馆共同发起并公开发行社会公众股、以募集方式设立的股份有限公司，公司的实际控制人是地方国资管理机构——峨眉山风景名胜区管理委员会（以下简称“峨眉山管委会”）。2004 年 10 月，公司以配股的形式募得资金 1.02 亿元，除去中介费用后，全部用于峨眉山金顶索道改造项目、峨眉山风景区供水供电扩容项目和万年寺至二道桥索道项目（该项目后来取消，相关资金用于金顶索道配套设施建设项目）的建设。2013 年 11 月，公司定增募集资金 4.8 亿元，扣除发行费用 1248 万元后，全部用于峨眉山旅游文化中心项目、峨眉雪芽茶叶生产综合投资项目、成都峨眉山国际大酒店改建项目的建设。2017 年三季报显示，公司的控股股东峨眉山旅游总公司持有公司 32.59% 的股权，第二大股东乐山市红珠山宾馆持有公司 7.01% 的股权。

图 1：公司股权结构图



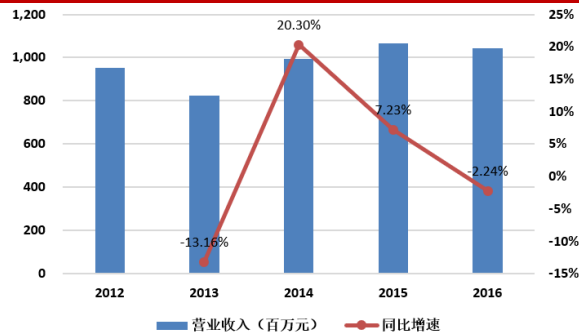
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司目前主营风景区游山门票、索道、宾馆、水电综合开发及相关旅游服务等业务。在景区门票业务方面，公司负责对风景区的环境卫生、道路、桥梁、安全设施和亭阁建筑等进行维护，负责对景区进行对外宣传和旅游促销等，并由此实现游山门票收入，收入全部计入为当期营业收入。所得的票房收入在公司扣除门票制作费、票房管理费、游客人身保险费、峨眉山旅游风景区保护基金并缴纳营业税后，按 50% 向峨眉山管委会支付景区经营权使用费、景区防火防虫和环保等费用。向峨眉山管委会支付的费用计入当期营业成本。此外，公司运营管理有万年索道、金顶索道两条索道，峨眉山大酒店、金顶大酒店、红珠山宾馆和成都峨眉山国际大酒店四家宾馆酒店。

近年来，公司接待游客人数稳步增长，业绩表现较为平稳。2010-2016 年，公司接待游客人数的年均增速是 4.9%，实现营业收入的年均增速是 2.79%，归母净利润的年均增速是 5.67%，扣非净利润的年均增速是 0.95%。在营收构成方面，2016 年，公司游山门票业务收入在总营收中占比 42.14%，客运索道业务占比 28.01%，旅馆业务收入占比 17.13%。在毛利构成方面，2016 年，游山门票实现的毛利在总毛利中的占比是 36.18%，客运索道业务的占比是 49.67%，旅馆业务的占比是 3.90%。在毛利率方面，公司 2012-2014 年的综合毛利率大致围绕 45% 波动，2015-2016 年明显下降，2016 年为 41.22%。这主要

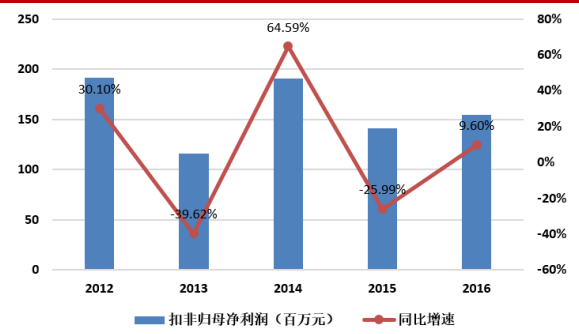
是由于从 2015 年 1 月 1 日起, 公司需每年从景区门票总收入中按照 8% 的比例提取风景名胜资源有偿使用费作为峨眉山旅游风景资源保护基金, 而原来提取比例为 5%。该项基金的提取导致公司游山门票毛利率从 2014 年的 43.01% 下滑至 2015 年的 34.41% 和 2016 年的 35.39%。此外, 公司客运索道业务的毛利率也从 2014 年的 81.71% 下滑至 2015 年的 75.83% 和 2016 年的 73.09%。在期间费用方面, 公司近 5 年来的期间费用率大致在 20% 上下波动。2016 年的期间费用率是 21.37%, 同比上升 1.91 个百分点, 这主要是公司管理费用率明显上升 1.81 个百分点至 14.33% 所致。公司 2016 年的净利率同比略增 0.03 个百分点至 17.95%。

图 2: 2012-2016 年公司营业收入增长情况



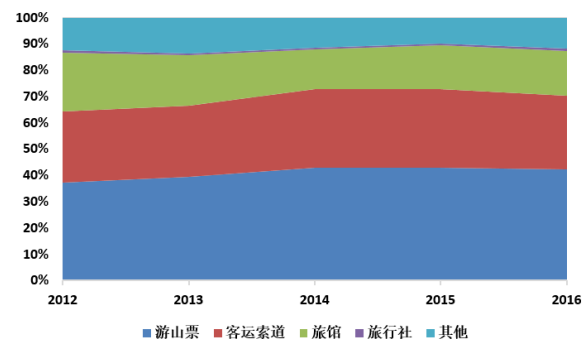
数据来源: Wind 资讯, 东莞证券研究所

图 3: 2012-2016 年公司扣非净利润增长情况



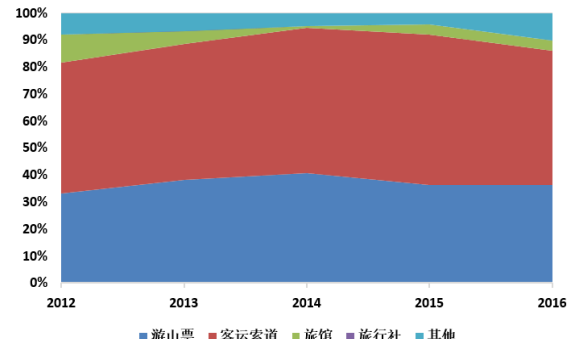
数据来源: Wind 资讯, 东莞证券研究所

图 4: 2012-2016 年公司营业收入构成



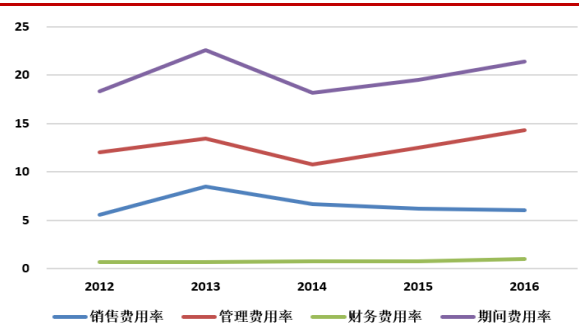
数据来源: Wind 资讯, 东莞证券研究所

图 5: 2012-2016 年公司毛利润构成



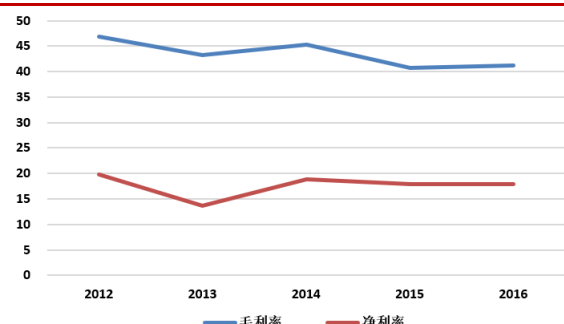
数据来源: Wind 资讯, 东莞证券研究所

图 6: 2012-2016 年期间费用率情况 (单位: %)



数据来源: Wind 资讯, 东莞证券研究所

图 7: 2012-2016 年毛利率和净利率 (单位: %)



数据来源: Wind 资讯, 东莞证券研究所

2017 年前三季度，公司实现营业收入 8.59 亿元，同比增长 4.41%；实现归母净利润 1.51 亿元，同比增长 4.69%，业绩符合预期。公司前三季度的毛利率是 43.95%，同比略微上升 0.02 个百分点；期间费用率是 21.16%，同比上升 1.38 个百分点。第三季度，公司实现营业收入 3.35 亿元，同比下降 1.46%，二季度增速是 12.2%，预计营收的下滑主要是因为九寨沟八月份地震导致前往峨眉山风景区游客数减少。此外，公司第三季度实现归母净利润 8872 万元，同比低速增长 3.99%，增速较二季度放缓 2.72 个百分点。第三季度归母净利增速快于营收增速的原因是公司的期间费用率同比下降了 3.8 个百分点。

2. 西成高铁通车，景区 2018 年客流有望快速增长

西成高铁通车有望开拓西北游客客源，2018 年游客有望实现快速增长。于 2017 年 12 月 6 日开通的西成高铁起于西安北站，向西南方向途经汉中、广元、绵阳、德阳，最后接入成都东站。2017 年 12 月 28 日，我国全国铁路实施新列车运行图，西成高铁也实行了调整。调图后，西成高铁线路列车总数由刚开通时的 53 对增至 65 对，意味着平均 13 分钟就有一趟列车从西安开往成都方向，实现公交化运行。除了列车车次密集度提升之外，西成高铁的运行时间与刚开通时相比也出现缩短。调图后，西安北至成都东的最快运行时间从原来的 4 小时 07 分缩短至 3 小时 28 分。西成高铁的开通将使得西安至峨眉山的车程从原来的约 11 小时缩短至约 3.5 小时，有助于峨眉山打开西北地区的客源市场，来自西安乃至西北地区的游客将进一步推动峨眉山景区周末游和短途游的发展，有利于缓解峨眉山长假游客过多导致的接待瓶颈问题，平滑长假和周末的客流水平，利于全年客流增长。历史数据论证方面，于 2014 年 12 月通车的成绵乐高铁全长 318 公里，起点是成都东站，向北经过绵阳站到达江油站，向南经过双流机场站、眉山东站、乐山站到达峨眉山站。该高铁最高运行速度是 250 公里/小时，从成都至峨眉山只需 30 分钟。成绵乐高铁通车后，峨眉山景区 2015 年接待的游客人数同比增长约 15%，交通便利度提高对游客量提升效应明显。

峨眉山景区元旦小长假客流快速增长，预计主要受益于西成高铁开通。乐山旅体委公布的数据显示，12 月 30 日，峨眉山景区全天共接待游客 1.5 万人次，同比增长 25%；实现门票收入 126 万元，同比增长 52%。元旦小长假三天，峨眉山景区共接待游客 5.8 万人次，同比快速增长 16% 左右；实现门票收入 508 万元，同比大幅增长 31%。虽然去年元旦峨眉山景区客流基数较高，但是景区今年客流仍实现快速增长，我们预计这主要是由于西成高铁开通为景区带来明显的客流增量。

图 8：西成高铁线路图



数据来源：百度图片，东莞证券研究所

图 9：成贵高速铁路线图



数据来源：百度图片，东莞证券研究所

除了西成高铁外，成贵铁路通车后将使得中西部地区交通便利度大幅提高。于 2013 年 12 月开工的成贵高铁起于成都，途经乐山市、宜宾市后最终进入贵州省，终点是贵阳，预计 2019 年 12 月建成通车。届时，成都至贵阳只需 3 小时左右，比现有的成都-贵阳直达列车的 12.5 小时大大缩短。成贵高铁线路中部在宜宾与在建的川南城际铁路和渝昆高铁等快速铁路相接，北面与西成高铁相接，东端在贵阳与贵广高铁、沪昆高铁以及渝贵铁路相连。成贵高铁建成之后将承担起川西、川南、川北、西北地区和贵州、华南三省、乃至湘闽赣浙的客流运输，有利于峨眉山景区向贵州、华南乃至湘闽赣浙地区游客辐射。

此外，渝贵铁路目前（2017 年 12 月 24 日）全面进入运行试验阶段，预计 2018 年年初开通。渝贵铁路的建成，将成为西南地区连接西北、华南、华东的“快车道”，重庆至贵阳将从目前的最快 9 小时左右压缩至 2 小时，其北端通过重庆枢纽与渝万高铁、成渝高铁、兰渝铁路等相连，极大提高西北至西南间铁路运输的机动灵活性；南端则通过贵阳枢纽与贵广铁路、沪昆高铁等相连，共同构成高标准、大能力、快速度的“出海”大通道。

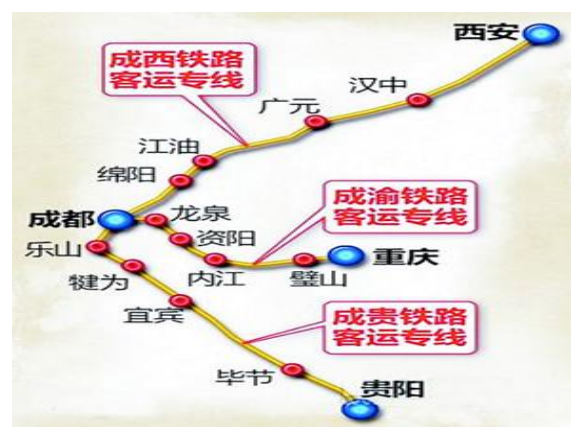
公路“大循环”加速落地，交通完善有望带动客流增长。目前，自驾游游客主要通过东线的“眉山-乐山-报国寺-万年寺-零公里-金顶”的线路进入峨眉山风景区。而正在加紧建设的大峨眉国际旅游西环线起于洪雅县止于零公里，全长 64.2 公里。若该线路建成通车，游客有望通过“眉山-洪雅-柳江古镇-零公里-金顶”的西线线路进入峨眉山风景区，且车程将比东线线路的车程缩短一半，交通便利度大大提升。在建设进度方面，西环线的起点洪雅县至柳江古镇的路段将于今年年内竣工，而柳江至终点零公里的路段已于今年 6 月 28 日正式开建，预计 2019 年投入使用。该项目的推进有利于“成都—乐山大佛—峨眉山—洪雅柳江—眉山”的双向精品文化旅游线路的构建，从而形成游客东进西出和西进东出的旅游“大循环”交通线路，有望缓解旅游旺季景区的交通瓶颈问题，推动“大峨眉”区域旅游人数的快速增长。

图 10：大峨眉国际旅游西环线



数据来源：三江都市报，东莞证券研究所

图 11：景区周边高铁线路将日益完善

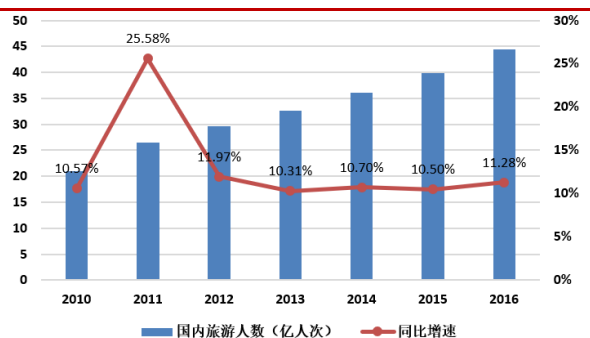


数据来源：百度图片，东莞证券研究所

3. 背靠丰富旅游资源，公司客流基础扎实

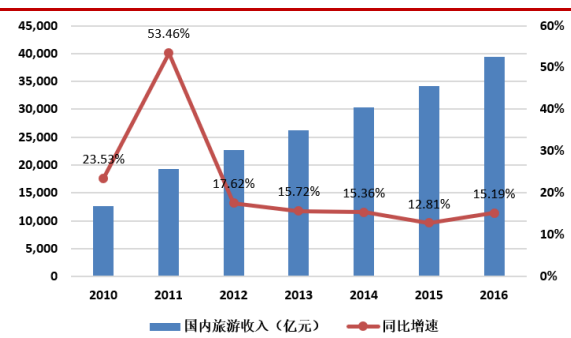
国内游保持快速增长，利好优质景区业绩表现。2010-2016 年，我国国内旅游人数的年均增速是 13.26%，国内旅游收入的年均增速为 20.95%，均实现快速增长。2017 年上半年，我国国内旅游人数 25.37 亿人次，同比增长 13.5%。其中，城镇居民 17.57 亿人次，同比增长 15.8%；农村居民 7.80 亿人次，同比增长 8.5%。国内旅游收入 2.17 万亿元，同比增长 15.8%。其中城镇居民花费 1.71 万亿元，同比增长 16.1%；农村居民花费 0.46 万亿元，同比增长 14.8%。入境游方面，2017 上半年，我国入境旅游人数 6950 万人次，同比增长 2.4%，其中外国人 1425 万人次，同比增长 5.8%。国际旅游收入 601 亿美元，同比增长 4.3%。国内游市场维持高景气度，利好优质景区的业绩表现。

图 12：2010-2016 年我国国内游客增长情况



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 13：2010-2016 年我国国内旅游收入增长情况

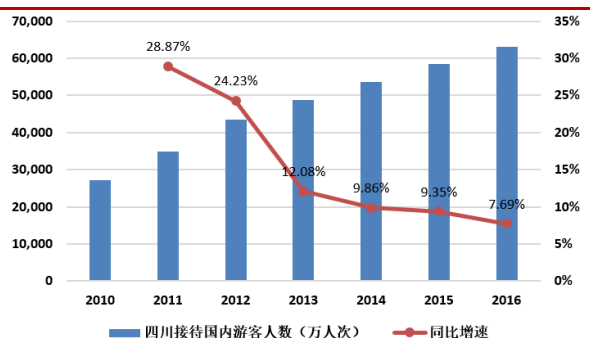


数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

四川省旅游业发展势头良好。近年来，四川省旅游业快速发展，维持较高人气。2010-2016 年，四川省接待国内游客人数的年均增速是 15.07%，实现国内旅游收入的年均增速是 26.42%；接待入境游客数的年均增速是 19.71%，均保持快速增长。2016 年四川省接待国内游客 6.3 亿人次，同比增长 7.7%；国内旅游收入 7600.5 亿元，同比增长 23.8%。接

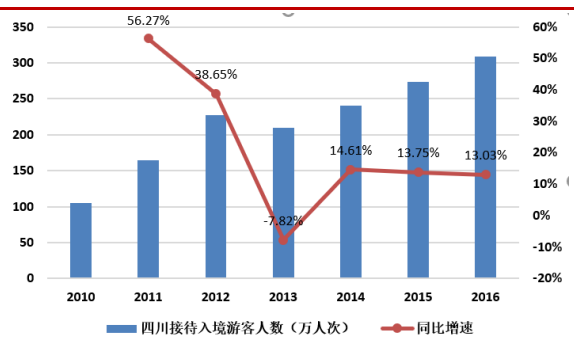
待入境游客 308.8 万人次，同比增长 13%；实现旅游外汇收入 15.8 亿美元，同比增长 33.9%。近年来，四川省各景点接待游客总数在全国各省市中均位列前五，是比较受欢迎的国内旅游地。

图 14：2010-2016 年四川省接待国内游客数



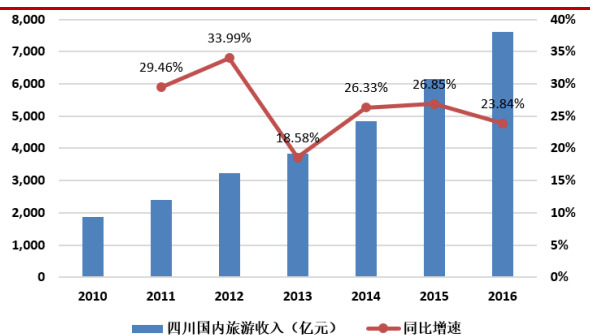
数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 15：2010-2016 年四川省接待入境游客数



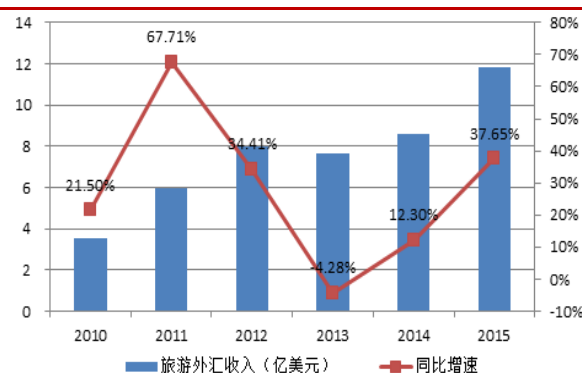
数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 16：2010-2016 年四川省实现国内旅游收入



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 17：2010-2015 年四川省实现旅游外汇收入



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

优质旅游资源是四川省旅游业发展的基础。2015 年，我国共有景区 7000 多家，其中 5A 类景区 213 家，考虑到 2016 年 8 月 3 日国家旅游局公布新批准的 6 家和撤销的 2 家 5A 景区，目前我国共有 5A 景区 217 家。其中，四川省共有 10 家，数量在全国各省市中排名第 4，优质旅游资源较为丰富。

图 18：四川省青城山-都江堰景区



数据来源：百度图片，东莞证券研究所

图 19：四川省阿坝州黄龙景区



数据来源：旅游愿景策划网，东莞证券研究所

航空、铁路交通将不断完善，四川省的旅游吸引力有望进一步增强。在航空交通方面，四川省目前共有 13 座机场，其中成都双流国际机场 2016 年的旅客吞吐量达到 4603.9 万人次，同比增长 9%，吞吐量超过深圳机场，位列我国第五。四川省政府 2016 年 7 月 8 日发布的消息显示，四川省在“十三五”期间将改扩建 11 座机场，迁建 4 个机场，并新建 6 座民用机场。新建的机场包括乐山机场、甘孜(格萨尔)机场、巴中机场、阆中机场和遂宁机场。若四川省原有机场改扩建以及乐山机场开工建设推进顺利，那么四川省的最大航空旅客吞吐量将得到很大地提高，同时为游客前往乐山市峨眉山景区带来极大便利。在铁路运输方面，2014 年四川省的铁路运营里程是 3977 公里，人均里程 4 厘米，大大低于全国人均里程的 7 厘米；同时，四川省境内的快铁运营里程是 314 公里，在全省铁路总里程中占比不足 10%，该比例在全国各省中处于较低水平。“十三五”期间的四川铁路发展规划显示，到 2020 年，四川将形成以成都为中心的 1 小时城际生活圈，形成从成都至西安、昆明、贵阳、兰州和武汉的 4 小时生活圈，形成从成都至渤海湾、长三角、珠三角地区的 8 小时交通圈。铁路网络的完善有利于进一步增强四川省的旅游吸引力。

峨眉山作为双遗产 5A 景区，游客吸引力较强。除了四川省旅游业发展前景良好之外，公司的峨眉山风景名胜区作为优质的旅游资源，在行业中具有较强的竞争力。公司目前管理的峨眉山风景区位于四川省乐山市的县级市峨眉山市境内，景区面积 154 平方公里，是国家 5A 级旅游景区，同时被列为世界文化与自然遗产。峨眉山主要由大峨山、二峨山、三峨山和四峨山四座山峰组成，其最高峰是海拔 3099 米的万佛顶。在生物多样性方面，峨眉山处于多种自然要素的交汇地区，区系成分复杂，生物种类丰富，特有物种繁多，保存有完整的亚热带植被体系，有植物 3200 多种，动物 2300 多种。在文化底蕴方面，峨眉山的佛教文化构成了峨眉山历史文化的主体，其更被誉为“佛国天堂”。山上的建筑、造像、法器以及礼仪、音乐、绘画等都展示出佛教文化的浓郁气息。除了佛教文化，峨眉山的武术文化和山茶文化也久负盛名。峨眉山风景区内的主要景点有万佛顶、金顶金佛、接引殿和洗象池等，深受游客欢迎。公司 2015 年接待游客 330.81 万人次，在可比的景区类上市公司中排名第三；净利率为 17.92%，排名第二；净资产收益率（摊薄）是 10.26%，排名第二，反映出公司的盈利状况良好，在可比公司中竞争优势较为明显。随着四川省航空、铁路交通网络的日益完善，公司拥有的优质旅游资源有望吸引更多游客前往，发展前景良好。

表 1：2016 年可比景区类上市公司部分经营指标对比

公司	游客数 (万人次)	营业收入 (百万元)	归母净利润 (百万元)	毛利率	净利率	ROE（摊薄）
张家界（环 保客运）	366.51	592.18	61.16	39.48	10.21	9.13
峨眉山 A	329.90	1,041.58	191.20	41.22	17.95	9.32
桂林旅游	343.61	486.24	5.99	47.41	-9.61	0.41
黄山旅游	330.08	1,669.34	352.11	50.53	22.47	8.47

数据来源：公司公告，Wind 资讯，东莞证券研究所

图 20：峨眉山万佛顶



数据来源：百度图片，东莞证券研究所

图 21：峨眉山金顶金佛



数据来源：途家网，东莞证券研究所

4. 新任管理层上任，或助力公司经营管理效率提高

管理层更迭，公司降本增效值得期待。2017 年 4 月、6 月，公司原董事长、董事和管理层人员先后因年龄原因辞去职务，新一届管理层上任。公司公告显示，新任董事长王东先生历任县长，县委书记，乐山市扶贫办主任，市民政局党组书记、局长，市国资委党委副书记、主任等多个领导岗位，拥有高度的政策理论水平，丰富的工作和领导经验，组织协调和驾驭全局能力强，能带领公司开拓创新、持续健康发展。新任常务副总经理陈学焦现年 51 岁，具有多年财政局工作经验；新任副总经理谭莉现年 40 岁，曾在乐山市发改委工作，先后担任乐山市开发性金融合作办公室主任、财经贸易科长、价格监测和成本监审科科长、服务业发展科科长职务；新任副总经理高平现年 51 岁，具有丰富的酒店、索道等旅游业从业经验。新任管理层正值壮年，且管理经验丰富，有助于公司降本增效。

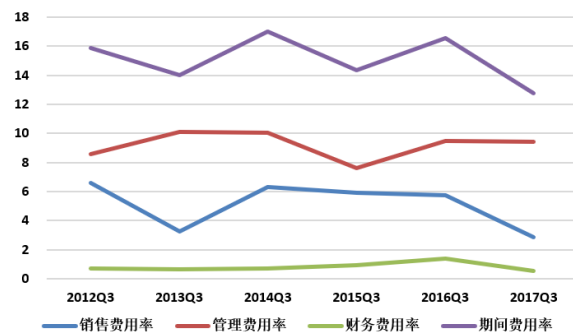
图 22：公司新任管理层部分人员履历

管理层	职务	履历
王东	董事长	历任县长，县委书记，乐山市扶贫办主任，市民政局党组书记、局长，市国资委党委副书记、主任等多个领导岗位，有高度的政策理论水平、丰富的工作和领导经验，组织协调和驾驭全局能力强，清正廉洁、民主务实，懂经济、懂企业、懂发展，能带领公司开拓创新、持续健康发展。
陈学焦	常务副总经理	曾任市财政局债务科副科长，市财政局综合科副科长，市财政局农业科副科长，市财政局农业科科长，峨眉山乐山大佛景区管委会纪委书记、峨眉山旅游集团总公司、峨眉山旅游股份有限公司监事会主席，乐山市审计局副局长、党组成员。
谭莉	副总经理	曾在乐山市发改委工作，先后担任乐山市开发性金融合作办公室主任、财经贸易科长、价格监测和成本监审科科长、服务业发展科科长职务。
高平	副总经理	曾任万年管理处副处长，龙洞管理处副处长，峨眉山旅游股份有限公司董事会秘书室副主任，金顶管理处处长，万年管理处处长，峨眉山旅游股份有限公司金顶索道分公司总经理兼党支部书记。

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

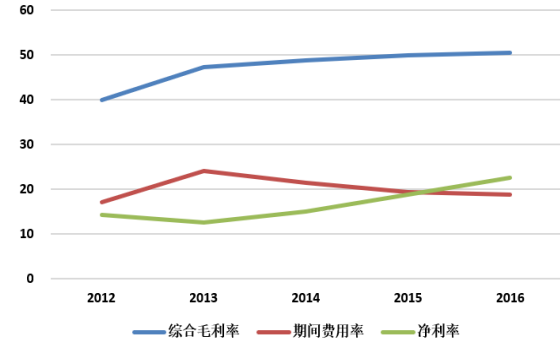
从 2017 年第三季度的数据来看，公司的期间费用率有所下降，这或许与新任管理层上任带来的经营效率改善有关。2017Q3，公司的期间费用率是 12.78%，同比下降 3.79 个百分点，为近六年来最低。其中下降幅度最大的是销售费用率，2017Q3 是 2.83%，同比下降 2.94 个百分点；管理费用率是 9.43%，同比下降 0.03 个百分点；财务费用率是 0.51%，同比下降 0.85 个百分点。

图 23：公司近年来 Q3 期间费用率变化情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 24：黄山旅游近年来盈利能力情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

对标黄山旅游，公司管理层更迭带来的降本增效值得期待。黄山旅游公司近年来也经历过管理层更迭。2014 年，叶正军先生（叶正军先生曾担任黄山市黄山区委书记、太平湖风景区管委会党委第一书记，黄山风景区管委会副主任、党委副书记）升任公司总裁。2016 年，叶正军先生升任公司董事长；同时章德辉先生（曾任黄山市财政局办公室主任、外事财务科（金融科）科长，黄山市旅游局副局长，黄山市旅游委员会副主任，黄山市市政府副秘书长，黄山市徽文化产业投资有限公司总经理）担任公司副董事长和总裁。数据显示，自叶正军先生担任公司总裁以来，公司成本费用率逐年下降。2014-2016 年，公司的综合毛利率从 48.77%逐年提升至 2016 年的 50.53%；而期间费用率从 21.41%下滑至 18.72%；毛利率的提升和期间费用率的下滑推动净利率从 2014 年的 14.89%上升至 22.47%，共提升了 7.58 个百分点，相当于上升了 50.91%，净利率的年均增速是 22.84%。若对标黄山旅游公司管理层更迭后盈利能力的提升，则新任管理层上任为公司带来降本增效效果仍值得期待。

5. 索道改造稳步推进，盈利能力有望提高

索道业务需求稳定，营业成本低毛利率高。公司目前运营有万年索道和金顶索道。万年索道位于中山区，起点是万年停车场，终点是万年寺，乘坐缆车单边需时 7 分钟，步行需时 30 分钟左右。金顶索道位于高山区，起点是海拔 2540 米的接引殿，终点是海拔 3048 米的金顶，乘坐缆车单边需时 3-5 分钟，步行大约需要 2 小时。两条索道提供的客运服务能极大缩短游客步行游览的时间，便利度高，舒适度好，游客需求较为稳定，价格弹

性较小。在索道票价方面，公司于 2009 年 8 月对索道价格进行了调整。金顶索道的旺季往返票价从原来的 70 元大幅上涨至 120 元；万年索道的旺季往返票价从原来的 70 元上调为 110 元。在营业成本方面，索道设备折旧、维护保养费、职工薪酬和能源费用是索道业务的主要成本项目，合计占业务营业收入的比例是 20%-30%。此外，索道由各部件构成，其整体本身没有明确的设计使用寿命。只要索道运行符合《特种设备安全法》和《客运架空索道安全规范》等规定，各部件按其使用年限定期检修和更换，索道即可持续使用。索道的成本构成和较长的使用寿命决定了索道运输业务的高毛利率。2016 年，公司客运索道业务的毛利率是 73.09%，对公司综合毛利的贡献度达到 49.67%。

表 2：万年索道和金顶索道基本情况

索道名称	起点	终点	运力（人/小时）	单边需时	旺季票价		淡季票价	
					上行	下行	上行	下行
万年索道	万年停车场	万年寺	1660	7 分钟	65 元/人	45 元/人	30 元/人	20 元/人
金顶索道	接引殿	金顶	2500	3-5 分钟	65 元/人	55 元/人	30 元/人	20 元/人

数据来源：公司公告，公司官网，东莞证券研究所

万年索道改建项目稳步推进，客运能力有望大幅提高。目前运营的万年索道建成于 1994 年，其全套设备由奥地利引进，是单线循环吊厢脱挂式客运索道。该索道起止点之间有 11 根支架，51 个车厢，每个车厢最多可载客 6 人，最快运行速度是 5 米/秒，单边需时 7 分钟，运力大约是 1660 人/小时。2014 年 5 月，公司通过了万年索道改建方案，拟投入 9000 万元对该索道进行改建，并对相关配套设施进行完善。2016 年半年报显示，万年索道改建项目稳步推进，累计投入资金 3752 万元，项目进度为 50%。公司方面表示，万年索道将于 2017 年 10 月 28 日-2018 年 4 月 10 日进行索道安全升级改造工程，此期间索道将停止运营。此次升级改造后，万年索道存在提价的诉求和可能性。改造后的万年索道将极大提高万年片区的客运能力，提升公司旅游形象，并有利于提高公司的收入和盈利能力。

拟设立索道合资公司，进一步提升盈利能力。2016 年 6 月，公司公告称，拟与北京国安农业发展有限公司、成都壹世界旅游资源开发有限公司共同投资设立注册资本为 2000 万元的峨眉山万佛顶索道发展有限公司。其中，公司出资人民币 600 万元，占注册资本的 30%。公司本次拟对外设立参股公司，或将成为其建设万佛顶索道的第一步。万佛顶作为峨眉山风景区的最高点和重要景点，若参股公司设立、万佛顶索道建设推进顺利，则有利于为游客提供更大游览便利，满足日益增长的游客需求。同时，有利于发挥万佛顶索道与原有的万年索道和金顶索道的协同效应，提高索道业务的整体运力，助力缓解制约峨眉山风景区的交通瓶颈问题，形成风景区内环线。此外，索道业务毛利率高，若项目进展顺利有望增强公司的盈利能力。

6. 丰富业务内容，公司发力养生旅游市场

根据世界卫生组织的定义，“养生”指的是身体、精神和社交方面呈现完全良好的状态，强调对疾病的前瞻性防护和对健康生活品质的提高。此外，根据世界养生协会和 HHOW 世界养生酒店联盟等机构的定义，“养生旅游”是一种为保持和加强个人身心健康而进行的旅游。居民通过参与养生旅游以求达到压力释放、疾病预防和生活方式改善的目的。

6.1 潜在需求巨大，养生旅游市场前景广阔

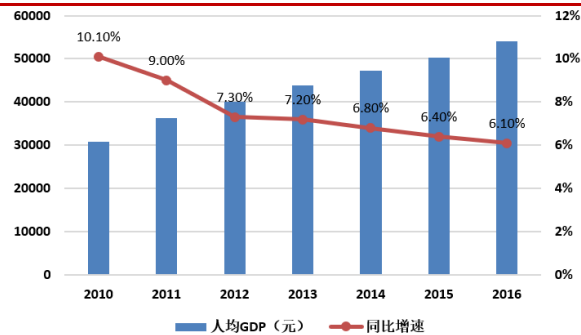
增长势头良好，我国养生旅游市场方兴未艾。2015 年 6 月发布的《世界养生旅游白皮书》显示，2013 年，中国居民的养生旅游次数是 3010 次，位列亚太第三；养生游消费额是 122.78 亿美元，位列亚太第二，但该消费额在我国旅游总消费额中占比仅为 2.2%，与 13.7% 的全球平均水平相去甚远。若我国养生游消费额在总消费额中的占比向全球平均水平逐步靠近，则我国的养生游市场仍有很大的发展空间。《世界养生旅游白皮书》预计，包括中国、印度等在内的亚洲国家有望成为增长强劲的养生游市场。我国养生游增长势头强劲的原因包括：

1、压力大、健康状况欠佳，我国居民存在养生需求。2015 年发布的《中国养生旅游白皮书》中提及，在全球 80 个国家和地区的 1.6 万名职场人士中，认为压力高于去年的，中国内地占 75%，香港地区占 55%，分列第一和第四，都大大超出全球的平均值 48%。其中，上海、北京分别以 80%、67% 排名前列。除了压力大，我国居民的整体健康状况也不容乐观。《中国养生旅游白皮书》引述德勤咨询的调查显示，2013 年，我国有 65% 的居民处于亚健康状态。同时，世界卫生组织 2014 年的统计数据显示，在全球范围内，由慢性疾病导致死亡的占比是 63%，而该指标在中国是 87%，远高于全球平均水平。鉴于我国居民压力大、亚健康问题突出的客观情况，我国居民对于养生保健具有较大的潜在需求。

2、居民养生观念强，具有投资健康的意愿。BCG 的一项调查显示，73% 的中国消费者在购买产品和服务时愿意为健康付出更高价格，高于全球平均水平（61%），可见中国消费者对健康较为重视且具有投资健康的意愿。同时，《2015 中国高净值人群医养白皮书》显示，健康养生是我国高净值人群第二感兴趣的的话题，仅次于金融投资之后，表明我国高净值人群非常关注健康养生。

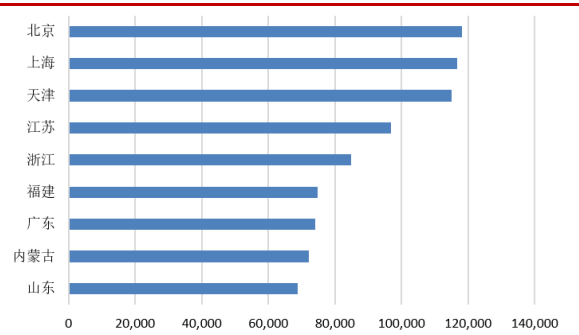
3、旅游市场发展势头良好，“旅游+养生”是休闲度假游的重要构成部分。近年来，我国旅游业快速发展。2010-2016 年，我国实现的国内旅游收入年均增速是 20.95%，呈快速增长势头。2017 年上半年，我国国内旅游人数 25.37 亿人次，同比增长 13.5%；国内旅游收入 2.17 万亿元，同比增长 15.8%，发展势头持续向好。从旅游内容来说，观光游逐步向休闲度假游过渡。国际经验表明，当人均 GDP 在 3000 美元以下时，观光游占主导；当人均 GDP 在 3000-5000 美元时，休闲游逐渐代替观光游成为旅游业的主体；当人均 GDP 超过 5000 美元时，游客将追求更高层次的度假旅游。2016 年，我国的人均 GDP 达到 5.40 万元，超过 8000 美元，标志着我国的休闲度假游逐渐成为主要的旅游方向。而养生旅游作为休闲度假游的一个细分领域，在亚健康现象突出、人们养生保健观念增强的情况下，有望迎来快速发展。

图 25：2010-2016 年我国人均 GDP 增长情况



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 26：2016 年我国人均 GDP 超过 10000 美元的省市



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

4、中产阶级、高净值人群规模壮大，整体消费能力强。根据 CHFS（西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心）2015 年的调查数据显示，按照 5 万至 50 万美元的净财富标准，当前中国中产阶级成年人口数量约为 2.04 亿人，在成年人口中的占比为 20.1%；中产阶级所掌握的总财富约为 28.3 万亿美元，远远超过美国和日本的 16.8 万亿美元和 9.7 万亿美元。无论是从中产阶级人口规模，还是中产阶级总财富方面来看，中国都居于世界榜首。国家发改委学术委员会秘书长张燕生预计，中国中产阶级的人数在未来 20 年将增加到 6.3 亿人，成为一个追求高品质生活的庞大消费群。在亚健康状况普遍存在、养生保健意识浓厚的背景下，具有较强消费能力的中产阶级有望成为养生旅游市场重要的消费群体。

5、我国老龄化现象加剧，养生需求大。根据我国 1949 年以来经历的三次生育高峰（1949-1958 年、1962-1975 年和 1981-1994 年）可推算出相对应的三个老年人口增长高峰期分别是 2009-2018 年、2022-2036 年和 2041-2054 年。我国目前处于第一个老年人口增长高峰期。在我国经济发达的部分地区，老年化现象明显。2013 年，天津 65 岁以上的人口比例高达 20.01%；2014 年，浙江省 65 岁以上老龄人口比例为 19.54%，北京的该指标是 14.94%，江苏是 12.11%，山东是 11.52%。这些地区经济发达，老年人口消费能力较强、消费观念更为开放，注重保健养生，对养生旅游具有较为强烈的需求。随着我国老龄化现象的加剧，具备一定消费能力的老龄人口有望成为养生旅游市场的重要客户群体。

6.2 围绕休闲养生主题，寻求多元化发展

把握名优茶、有机茶市场机遇，公司积极推动茶叶品牌、渠道建设。近年来，我国茶叶的国内销量和出口销量均处于较好的水平。在内销方面，我国干毛茶产量从 2010 年的 135.9 万吨上升到 2015 年的 227.8 万吨，年均增速达到 10.88%。其中，名优茶的销量在内销总额中占比达七成。在出口方面，2015 年，我国实现茶叶出口总额 13.82 亿美元，同比增长 8.6%。其中，绿茶出口额占比达到 72.7%，红茶出口额占比为 15%。在有机茶方面，截止 2014 年，全国茶园面积 270 万公顷，其中有机茶园面积只占 8.4% 左右，然而选择有机茶的消费人群却有 58%，有机茶市场发展前景广阔。

为了把握有机茶、名优茶的广阔市场，公司已初步形成有机茶、绿茶、红茶、花茶四大品类产品体系，完成 ISO9001、HACCP 外审及有机茶复认证，并积极对名优茶相关品牌进行推广。2015 年，公司的峨眉雪芽有机绿茶·雪霁荣获“华茗杯 2015 年全国名优绿茶质量评比”金奖；峨眉雪芽黄精茶在 2015 年第二届中国（四川）秋季国际茶业博览会荣获“养生茶金奖”。在拓宽销售渠道方面，公司在天猫商城、京东商城、淘宝 C 店等建立了网络销售平台。公司的茶叶产品在 2015 年“双十一”期间通过淘宝销售 251 万，首次进入淘宝茶叶销售前 20 强。2017 年上半年，持续加大宣传推广力度，以成都、乐峨为两大根据地市场，投放公交站台、电台广告、社区媒体等形式广告，打造峨眉雪芽自媒体，粉丝数量节节攀升，加强跨界营销推广，与成都三利·麓山城联合开展“有机茶·生活家”主题活动，线上线下共同发力，参与人数达 150 万，实现良好宣传效应。此外，公司大力拓展新渠道，市场占有率提升，与京东建立了战略合作伙伴关系，同时拥有天猫、工行、民生银行和亚马逊等多个销售平台。

持续推进茶产业发展，探索茶旅融合之路。2013 年 12 月，公司拟投入定增募集资金中的 1.9 亿元用于建设峨眉雪芽茶叶生产综合投资项目。该项目包括厂房、库房、接待中心及配套设施的建设，计划用地面积 73 亩，最终将建成年产量 150 吨的名优茶生产线。公司 2016 年年报显示，该项目已累计投入 1.56 亿元，投资进度为 86.45%，目前已基本完成建设。公司预计该项目完成后，正常年营业收入约 2 亿元，年净利润约 2800 万元。此外，2016 年 1 月，公司拟投资不超过 3000 万元，对峨眉雪芽黑水生产基地原址进行整体提升改造，改造面积约为 3300 平方米。该有机茶生产基地拥有 3000 多亩的标准化生产茶园，是公司的核心生产基地。2016 年年报显示，该改造项目已完成。项目完成后，基地的茶叶从采摘、粗制、精致到包装的全套生产线将得到优化。公司峨眉雪芽茶叶业务近年来营收快速增长，从 2014 年的 2487 万元增长至 2016 年的 3572 万元，年均增速是 19.84%，但亏损幅度有所扩大，从 2014 年的 106 万元扩大至 2016 年的 313 万元。

利用原有渠道，进军养生酒市场。近年来，我国养生酒市场快速发展。2008 年，我国养生酒市场的交易规模是 100 亿元，到 2015 年已超过 200 亿，年均增速约为 10.41%。2016 年 3 月发布的《中国养生酒发展白皮书》显示，我国养生酒在酒业总销售额中占比 3%，相比于国际上的 12%仍有较大差距。若我国养生酒在酒业总销售额的比例向国际水平靠拢，则预计未来 5 年我国养生酒市场规模将增长到 500 亿元，年均增速达到 15%，有望保持快速增长的势头。公司瞄准增长前景广阔的养生酒市场，2015 年 11 月出资 3500 万，与出资 1500 万元的峨眉山旅游总公司共同设立了四川峨眉雪芽酒业有限公司（以下简称“雪芽酒业公司”），进军养生酒市场。2016 年 3 月，公司和集团公司按原出资比例向雪芽酒业公司增资。增资完成后，公司将进一步推进雪芽酒业的生产和销售，雪芽酒业拟将年产能 1000 吨扩容至 5000 吨。同时，公司将利用“峨眉雪芽”茶产业现有成熟的销售渠道，打开养生酒业的市场，有利于加快公司多元化发展的步伐。2017 年中报显示，公司的峨眉雪芽养生酒业建设项目已完成 43.59%。2016 年，公司的控股子公司四川峨眉雪芽酒业有限公司实现营业收入 43 万元，亏损 153 万元。

投资设立天祥公司，发展辣木产业。2016 年 5 月，公司拟在云南省德宏州以自有资金 6000 万元投资设立全资子公司德宏州天祥旅游开发有限公司（以下简称“天祥公司”），进行辣木的研发、种植、生产和销售。公司投资设立天祥公司是公司拓展文旅产业区域

发展空间、构建形成新兴战略增长点的体现，有利于公司开发德宏州及云南文化旅游和养生产业项目，推动公司新兴产业快速健康发展。2016 年，天祥公司亏损 63 万元。

7.投资建议：维持谨慎推荐评级

首先，西成高铁通车，景区 2018 年客流有望快速增长。西成高铁的开通将使得西安至峨眉山的车程从原来的约 11 小时缩短至约 3.5 小时，有助于峨眉山打开西北地区的客源市场，来自西安乃至西北地区的游客将进一步推动峨眉山景区周末游和短途游的发展，有利于缓解峨眉山长假游客过多导致的接待瓶颈问题，平滑长假和周末的客流水平，利于全年客流增长。元旦小长假三天，峨眉山景区共接待游客 5.8 万人次，同比快速增长 16% 左右；实现门票收入 508 万元，同比大幅增长 31%。虽然去年元旦峨眉山景区客流基数较高，但是景区今年客流仍实现快速增长，我们预计这主要是因为西成高铁开通为景区带来明显的客流增量。

其次，国内游增长势头良好，四川省、峨眉山具有丰富且优质的旅游资源，旅游竞争力较强。2017 年上半年，我国国内旅游人数 25.37 亿人次，同比增长 13.5%；国内旅游收入 2.17 万亿元，同比增长 15.8%，国内游市场维持高景气度。同时，四川省作为我国的旅游大省之一，旅游资源丰富，交通网络不断完善，对游客的吸引力有望继续增强。而峨眉山作为双遗产 5A 景区，在同类可比景区中具有较强的竞争力，客流基础扎实。

再者，公司新任管理层上任，或助力公司经营管理效率提高。新任管理层正值壮年，且管理经验丰富，有助于公司降本增效。从 2017 年第三季度的数据来看，公司的期间费用率有所下降，这或许与新任管理层上任带来的经营效率改善有关。

此外，万年索道改造或有利于日后客流增长和收入提升。万年索道将于 2017 年 10 月 28 日-2018 年 4 月 10 日进行索道安全升级改造工程，此期间索道将停止运营。此次升级改造后，万年索道存在提价的诉求和可能性。改造后的万年索道将极大提高万年片区的客运能力，提升公司旅游形象，并有利于提高公司的收入和盈利能力。

最后，为把握巨大的养生旅游市场、丰富业务内容，公司已经基本建成峨眉雪芽茶叶生产综合投资项目和峨眉雪芽黑水生产基地改造项目。布局茶叶、养生酒和辣木等产品有利于公司围绕休闲养生主题，寻求多元化发展，完善公司业态，有利于公司长远发展。

综合来看，西成高铁开通将大概率推动景区客流 2018 年实现快速增长；新任管理层上任或有利于公司经营管理效率提高，助力公司成本费用控制；索道改造使得公司索道票存在提价空间。预计公司在 2017、2018 年的 EPS 分别为 0.38 元和 0.44 元，对应 PE 分别为 31 和 24 倍，维持谨慎推荐评级。

8.风险提示

宏观经济不景气或抑制居民消费，行业竞争加剧，天灾人祸等不可抗力事件的发生。

表 3：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1042	1,105	1,249	1297
营业总成本	859	875	982	1010
营业成本	612	646	737	752
营业税金及附加	20	20	22	23
销售费用	63	66	71	78
管理费用	149	127	137	143
财务费用	11	12	11	10
其他经营收益	40	0	0	0
公允价值变动净收益	(0)	0	0	0
投资净收益	40	0	0	0
营业利润	223	230	266	288
加 营业外收入	4	3	3	3
减 营业外支出	8	2	2	2
利润总额	219	231	267	289
减 所得税	32	37	43	46
净利润	187	194	225	242
减 少数股东损益	(4)	(4)	(5)	(5)
归母公司所有者的净利润	191	198	229	248
基本每股收益(元)	0.36	0.38	0.44	0.47
PE（倍）	31	30	26	24

数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn