

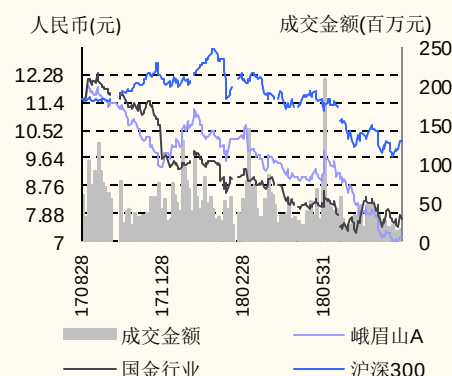
峨眉山 A (000888.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 7.17 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	526.91
总市值(百万元)	3,777.97
年内股价最高最低(元)	11.96/7.00
沪深 300 指数	3400.17
深证成指	8733.75

**相关报告**

- 1.《峨眉山 A 季报点评-18Q1 业绩增长 11%，销售费用管控较为明显》，2018.4.26
- 2.《峨眉山 A2017 年年报点评-业绩增长超预期，费用管控见成效》，2018.2.11
- 3.《峨眉山 A 三季报点评-三季报业绩符合预期，费用率季度性下滑》，2017.10.27
- 4.《峨眉山 A 中报点评-中报业绩表现平稳，对标黄山费用率差距拉大》，2017.8.28

楼枫桦 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 分析师 SAC 执业编号: S1130518080001
bianlijuan@gjzq.com.cn

峨眉山景区客流增长 7%，控费带动利润增长**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.363	0.372	0.473	0.538	0.582
每股净资产(元)	3.89	4.19	4.56	5.00	5.48
每股经营性现金流(元)	0.42	0.62	0.70	0.78	0.81
市盈率(倍)	32.90	28.96	15.15	13.33	12.32
净利润增长率(%)	-2.57%	2.50%	27.22%	13.70%	8.17%
净资产收益率(%)	9.32%	8.89%	10.38%	10.77%	10.62%
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

业绩简评

- 18 年上半年公司实现游山人数 160.01 万人次/+7.07%；营业收入 52,451 万元/+0.17%，归属于母公司股东的净利润 7,004 万元/+11.56%。

经营分析

- 峨眉山景区游客人次增长平稳，客单价有所提升，景区及索道毛利率出现下降：18 年上半年峨眉山景区接待游客 160 万人次/+7.07%，实现营收 2.34 亿元/+8.69%，客单价提升 2%。索道收入为 1.43 亿元/+4.24%，酒店收入为 0.92 亿元/-2.59%。景区门票及索道毛利率分别下滑 8.83pct/5.72pct，酒店毛利率提升 8.92pct，整体公司毛利率下降 2pct。
- 费用率下降明显，新管理层控费能力较强，利润增长主要源于费用下滑：上半年公司整体费用率为 21.2%/-5.3pct，其中管理费用率为 16.3%/-2.3pct，销售费用率为 4.6%/-2.6pct。管理及销售费用率的下滑主要源于公司销售转型加强网络宣传同时实施绩效考核管理，实现公司管理费用率的合理化。
- 对比峨眉山与黄山的费用率来看公司仍存在下降的空间：调整峨眉山 A 以净额法核算后，将收入中剔除代收部分，公司费用率约为 30%，高于黄山旅游 9.7pct，其中管理费用率空间较大，峨眉山 A 管理费用率高于黄山旅游 8.3pct，销售费用率高于黄山旅游 1.0pct。新管理层对于公司内部成本费用管控能力较强，费用改善实现利润两位数增长。
- 门票降价幅度较低，公司未来业绩增长点围绕在客流增长和费用改善：在推动全域旅游及降低重点国有景区门票价格的部署下，峨眉山景区旺季门票价格从 185 元下降为 160 元，下降幅度 13.5%，淡季维持不变，门票降价能够促进客流提升，带动索道等收入提升。公司未来看点包括：1) 西成高铁、渝贵高铁分别在 2017 年 11 月、2018 年 1 月开通，缩短了西南地区城市间的出行时间，2018 年景区客流量能够实现正向增长。此外，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) 新的管理层到位能够加快实现公司的经营效率提升和费用管控。3) 对比黄山的经营数据来看 18 年上半年公司管理费用率高出黄山旅游 8.3pct，存在下降空间。景区的高铁开通效应叠加费用改善等因素能够带动内生业绩高增长。

盈利调整及投资建议

- 预计 18E-20E 业绩为 2.49/2.83/3.07 亿元，增速为 27%/14%/8%，EPS 为 0.47/0.54/0.58 元，目前股价对应 PE 为 15/13/12 倍，维持买入评级。

风险提示

- 山岳型景区受恶劣天气和外部环境影响大；费用率的下滑不及预期；高铁开通带来的客流增量不及预期；传统景区受到的分流影响较大。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,066	1,042	1,079	1,167	1,238	1,292
增长率		-2.2%	3.6%	8.2%	6.0%	4.4%
主营业务成本	-632	-612	-619	-669	-701	-728
%销售收入	59.3%	58.8%	57.4%	57.3%	56.7%	56.4%
毛利	433	429	460	498	536	564
%销售收入	40.7%	41.2%	42.6%	42.7%	43.3%	43.6%
营业税金及附加	-47	-20	-7	-8	-9	-9
%销售收入	4.4%	2.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-66	-63	-43	-41	-40	-39
%销售收入	6.2%	6.0%	4.0%	3.5%	3.2%	3.0%
管理费用	-133	-149	-151	-158	-161	-165
%销售收入	12.5%	14.3%	14.0%	13.5%	13.0%	12.8%
息税前利润 (EBIT)	187	197	258	292	327	351
%销售收入	17.6%	18.9%	23.9%	25.0%	26.4%	27.1%
财务费用	-8	-11	-4	2	6	10
%销售收入	0.8%	1.0%	0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.8%
资产减值损失	-4	-3	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-9	40	-8	0	0	0
%税前利润	n.a	18.2%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	166	223	240	293	334	361
营业利润率	15.6%	21.4%	22.3%	25.1%	26.9%	27.9%
营业外收支	64	-4	-6	0	0	0
税前利润	230	219	235	293	334	361
利润率	21.6%	21.0%	21.8%	25.1%	26.9%	27.9%
所得税	-39	-32	-39	-44	-50	-54
所得税率	16.9%	14.7%	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	191	187	196	249	283	307
少数股东损益	-5	-4	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	196	191	196	249	283	307
净利率	18.4%	18.4%	18.2%	21.4%	22.9%	23.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	191	187	196	249	283	307
非现金支出	132	130	126	120	114	109
非经营收益	-50	-24	8	14	11	11
营运资金变动	-25	-70	-5	-16	0	1
经营活动现金净流	248	222	325	367	409	428
资本开支	-209	-233	-229	-26	-87	-88
投资	0	-191	0	0	0	0
其他	-56	197	12	0	0	0
投资活动现金净流	-265	-227	-217	-26	-87	-88
股权募资	0	15	0	0	0	0
债权募资	86	68	-105	-32	0	0
其他	-63	132	-55	-64	-63	-63
筹资活动现金净流	23	215	-160	-96	-63	-63
现金净流量	6	210	-52	245	258	277

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	542	776	743	988	1,246	1,523
应收账款	137	111	106	119	127	132
存货	149	51	55	55	58	60
其他流动资产	7	13	19	7	7	7
流动资产	836	950	924	1,169	1,437	1,722
%总资产	33.9%	36.1%	34.2%	41.0%	46.5%	51.4%
长期投资	77	74	66	66	66	66
固定资产	1,328	1,400	1,516	1,421	1,390	1,365
%总资产	53.8%	53.1%	56.2%	49.9%	45.0%	40.7%
无形资产	226	209	189	192	195	199
非流动资产	1,632	1,685	1,776	1,680	1,653	1,631
%总资产	66.1%	63.9%	65.8%	59.0%	53.5%	48.6%
资产总计	2,469	2,636	2,699	2,849	3,090	3,353
短期借款	52	120	15	0	0	0
应付款项	167	145	158	151	158	164
其他流动负债	93	98	92	84	88	91
流动负债	312	363	265	235	246	254
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	207	208	216	198	198	198
负债	519	571	480	433	444	453
普通股股东权益	1,912	2,051	2,205	2,402	2,633	2,887
少数股东权益	37	14	14	14	14	14
负债股东权益合计	2,469	2,636	2,699	2,849	3,090	3,353

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.372	0.363	0.372	0.473	0.538	0.582
每股净资产	3.629	3.892	4.185	4.559	4.997	5.479
每股经营现金净流	0.471	0.422	0.617	0.697	0.776	0.811
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	10.26%	9.32%	8.89%	10.38%	10.77%	10.62%
总资产收益率	7.95%	7.25%	7.26%	8.75%	9.17%	9.15%
投入资本收益率	7.08%	7.05%	8.83%	9.48%	9.78%	9.62%
增长率						
主营业务收入增长率	7.23%	-2.25%	3.59%	8.19%	6.03%	4.37%
EBIT增长率	-19.73%	5.00%	30.91%	13.22%	12.24%	7.10%
净利润增长率	3.56%	-2.57%	2.50%	27.22%	13.70%	8.17%
总资产增长率	11.94%	6.77%	2.42%	5.53%	8.47%	8.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.9	7.4	7.3	7.4	7.4	7.4
存货周转天数	56.0	59.6	31.1	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	19.5	16.6	13.6	13.0	13.0	13.0
固定资产周转天数	440.7	441.2	472.0	415.7	374.2	342.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.03%	-22.19%	-23.88%	-32.68%	-39.60%	-45.67%
EBIT利息保障倍数	23.2	18.7	68.3	-148.3	-52.5	-34.2
资产负债率	21.01%	21.66%	17.80%	15.20%	14.36%	13.50%

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	1	4	4	4	13
增持	0	1	1	1	5
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.50	1.50	1.37

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
4	2017-08-28	买入	11.48	N/A
5	2017-10-27	买入	10.90	N/A
6	2018-02-11	买入	9.67	N/A
7	2018-04-26	买入	9.17	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


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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH