

客流量平缓增长，费用优化推盈利提升

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年中报, 2018H1 实现营业收入 5.2 亿元, 同比增长 0.2%。归母净利润 7003.5 万元, 同比增长 11.6%, 扣非净利润 7057.1 万元, 同比增长 11.8%; 其中 Q2 单季度实现营收 2.6 亿元, 同比下滑 3.7%, 实现归母净利润 5164.5 万元, 同比增长 11.6%。
- **客流接待量平缓提升, 营收相较同期持平。** 公司主营公收入主要来自峨眉山风景区游山门票、客运索道和宾馆酒店服务, 受益于西成高铁、渝贵高铁等相继开通, 景区上半年共接待游客 160 万人 (YoY+7.1%), 预计乘索率超 90%, 推动景区各项业务表现稳定, 其中游山门票营收为 2.3 亿元, 同比增长 8.69%; 客运索道收入 1.4 亿元, 同比增长 4.24%, 宾馆酒店收入 9166.9 万元, 同比下降 2.59%, 营收占比分别为 44.54%、27.26%和 17.48%。酒店业务经营改善推动毛利率同比大幅提升 8.9pp 至 20.1%, 而由于运营成本的提升, 门票及索道业务毛利率分别降至 28.1% (YoY-8.8pp)、72.7% (YoY-5.7pp), 拖累公司整体毛利率下降 2pp 至 39.9%。
- **经营管理能力改善, 费用端改善助推盈利提升。** 报告期内, 公司通过营销转型、加大网络宣传力度等实现销售费用管控, 销售费用率同比降低 3pp, 同时经营管控效率提升推动公司管理费用率同比下降 2.3pp, 借款减少带动财务费用降低 0.4pp, 整体三费率下降至 21.2% (YoY-5.3pp)。三费率改善推动公司盈利能力有所增强, 净利率同比提升 1.3pp 到 13.3%。
- **客流增长或一定程度冲抵门票下降压力, 下半年旅游旺季有望形成业绩支撑。** 根据国家发改委发布的《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》要求, 峨眉山景区从 9 月 20 日起, 旺季门票价格将由 185 元/人降为 160 元/人 (YoY-13.5%), 淡季门票维持 110 元/人不变。按照以往数据峨眉山景区下半年接待游客量占比均在 55%以上, 预计下半年旅游旺季来临, 门票降价+下半年旺季来临有望推动游客量实现可观增长, 或在一定程度冲抵门票下降压力, 支撑公司业绩平稳增长。
- **国改落地或打开成长空间。** 2018 年 5 月公司发布公告, 通过峨乐旅集团公司制改造方案, 公司实际控制人由峨眉山管委会变更为乐山市国资委。国改靴子落地, 有望改善公司原有管理体制, 资源整合及利用将更加高效, 有望进一步激发企业发展动力。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.46 元、0.51 元、0.56 元, 未来三年净利润复合增长率 14.4%, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 自然灾害风险、游客数增长不及预期风险、门票价格受政策影响继续下调的风险。

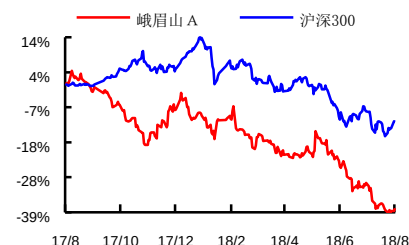
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1078.99	1163.67	1263.57	1361.40
增长率	3.59%	7.85%	8.58%	7.74%
归属母公司净利润 (百万元)	196.61	240.24	270.11	294.57
增长率	2.83%	22.19%	12.43%	9.06%
每股收益 EPS (元)	0.37	0.46	0.51	0.56
净资产收益率 ROE	8.85%	9.92%	10.22%	10.21%
PE	19	16	14	13
PB	1.71	1.57	1.44	1.32

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517070001
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.27
流通 A 股(亿股)	5.27
52 周内股价区间(元)	7.0-12.09
总市值(亿元)	37.78
总资产(亿元)	26.97
每股净资产(元)	4.22

相关研究

1 公司简介：四川唯一上市旅游公司

公司由峨眉山旅游总公司和乐山市红珠山宾馆共同发起以募集方式设立，是四川省唯一一家上市旅游企业。主要从事峨眉山风景区游山门票、客运索道、宾馆酒店服务、茶叶生产、含茶制品生产以及其他相关旅游服务的经营。截至 2018H1，公司共有 10 家子公司。

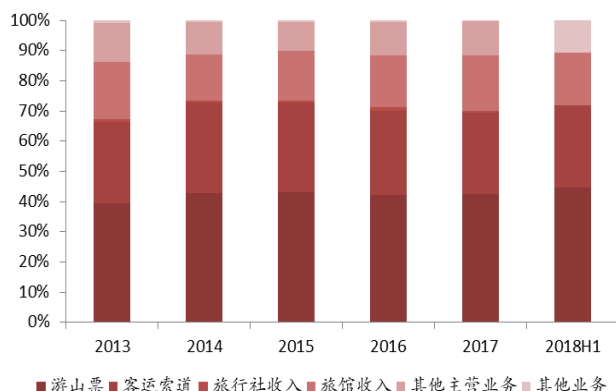
表 1：公司子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例		取得方式
				直接	间接	
成都峨眉山旅游投资有限公司	成都市	成都市	项目投资等	81.82%		设立
四川峨眉山风景国际旅行社有限责任公司	峨眉山市	峨眉山市	旅游业务	90.00%		设立
北京国安峨眉山茶叶有限公司	北京市	北京市	销售、百货等	50.00%		非同一控制下企业合并
洪雅峨眉山雪芽茶业有限公司	洪雅县	洪雅县	茶叶销售	100.00%		设立
成都峨眉山雪芽电子商务有限公司	成都市	成都市	网上销售、批发	51.00%		设立
成都峨眉山旅行社有限责任公司	成都市	成都市	国内旅游业务	90.00%		设立
成都雪芽会议服务有限责任公司	成都市	成都市	会务代理等	90.00%		设立
四川峨眉山雪芽酒业有限公司	洪雅县	洪雅县	酒类、预包装食品销售	82.35%		设立
峨眉山环球智慧旅游文化有限公司	峨眉山市	峨眉山市	旅游咨询等	100.00%		设立
德宏州天祥旅游开发有限公司	云南省 德宏州芒市	云南省 德宏州芒市	旅游项目开发，辣木的研发、种植、生产、销售	100.00%		设立

数据来源：公司公告，西南证券整理

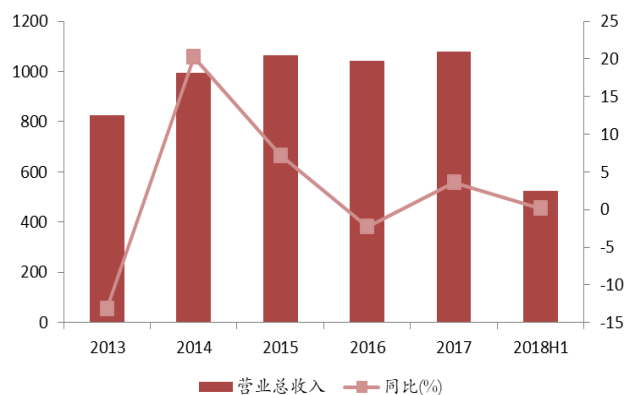
坐拥峨眉山景区资源，门票及索道业务贡献最主要业绩。峨眉山景区为世界自然与文化双遗产、国家 5A 级旅游景区、全国首批智慧旅游试点景区峨眉山风景名胜区，公司主要收入来源于景区门票业务与景区内金顶索道、万年索道乘索收入，门票及索道营收占比约在 70% 左右，2018H1 营收占比 71.8%。门票及索道收入增长支撑公司总营收稳定增长，2017 年实现营收 10.8 亿元，同比增长 3.6%，2013-2017 年营收 CAGR 6.9%。

图 1：公司收入结构



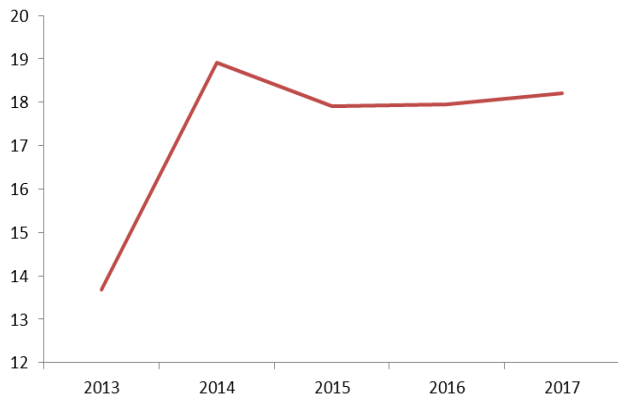
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2013 年以来营收及增速（百万）

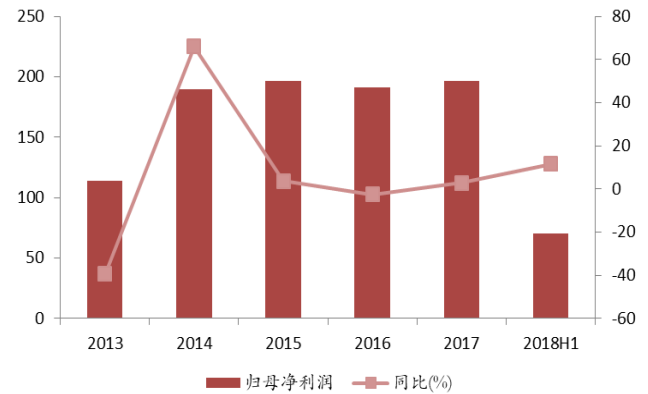


数据来源：公司公告，西南证券整理

净利率稳中有升，归母净利润稳健增长。2013-2017 年，公司净利率由 13.7% 提升至 18.2%，对应归母净利润保持平稳增长，由 1.1 亿元增长至 2017 年的 2 亿元，对应 CAGR 14.5%，2018H1 实现归母净利润 7057 万元，同比增长 11.6%。

图 3：公司 2013-2017 年净利率 (%)


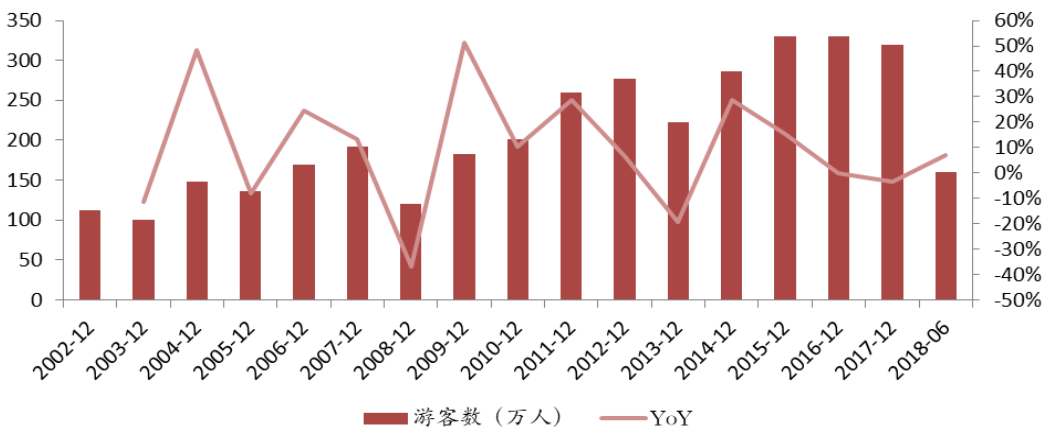
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2013 年以来归母净利润及增速 (百万)


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 公司分析：游客量增长平缓，期待旺季业绩表现

游客接待量呈现稳定增长趋势。2002 年至今峨眉山景区游客数量接待量呈现稳定增长趋势，2017 年 12 月底，中国首条穿越秦岭山脉的高速铁路—西成高铁正式开通运营，2018 上半年共接待游客 160 万人 (YoY+7.1%)，预计乘客乘索率超 90%。

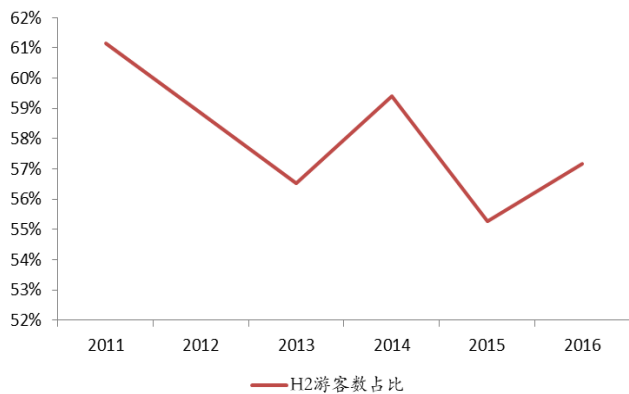
图 5：公司游客数


数据来源：公司公告，西南证券整理

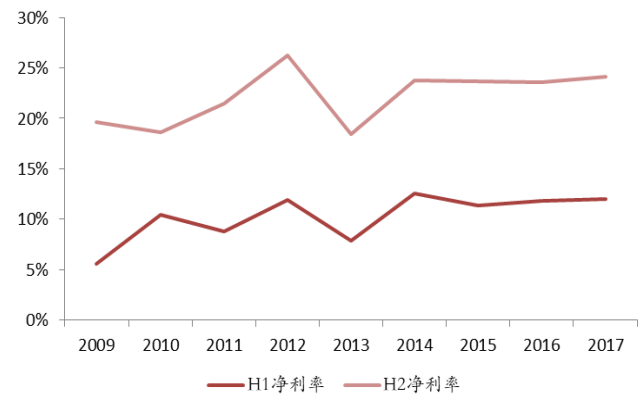
旅游存在淡旺季区间，下半年游客及盈利能力环比提升显著。与行业特征相似，公司游客接待量存在淡旺季区间，下半年为公司游客接待旺季，根据已披露数据 2012-2016 年下半年游客数量占比均超过 55%，从盈利水平看，下半年净利率基本维持 20% 以上，而上半年净利润水平基本在 10% 左右。

客流增长或一定程度冲抵门票下降压力，下半年旅游旺季有望形成业绩支撑。根据国家发改委发布的《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见

见》要求，峨眉山景区从 9 月 20 日起，旺季门票价格将由 185 元/人降为 160 元/人 (YoY-13.5%)，淡季门票维持 110 元/人不变。按照以往数据峨眉山景区下半年接待游客量占比，预计下半年旅游旺季来临，门票降价+下半年旺季来临有望推动游客量实现可观增长，或在一定程度冲抵门票下降压力，支撑公司业绩平稳增长。

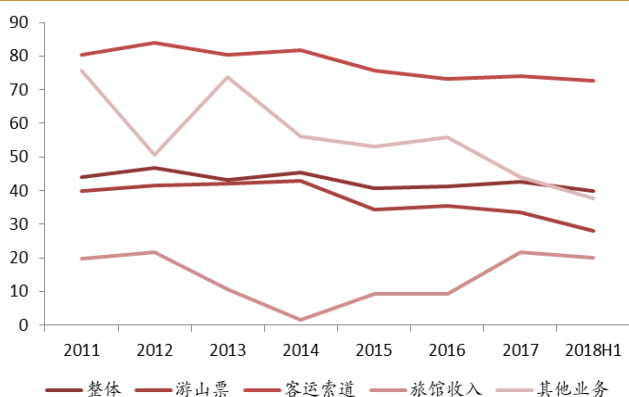
图 6：公司 2011-2016 年下半年游客数占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

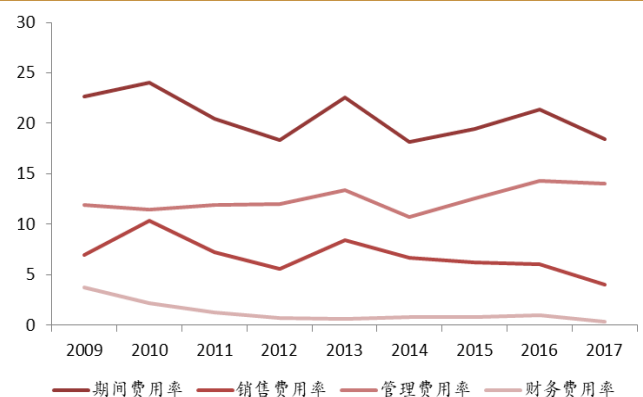
图 7：公司 H1、H2 净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率水平基本稳定，经营管理提升费改善。2011-2018H1 公司整体毛利率水平基本稳定在 40%左右，2018H1 酒店业务经营改善推动毛利率同比大幅提升 8.9pp 至 20.1%，而由于运营成本的提升，门票及索道业务毛利率分别降至 28.1% (YoY-8.8pp)、72.7% (YoY-5.7pp)，拖累公司整体毛利率下降 2pp 至 39.9%。同期，公司通过营销转型、加大网络宣传力度等实现销售费用管控，销售费用率同比降低 3pp，同时经营管控效率提升推动公司管理费用率同比下降 2.3pp，借款减少带动财务费用降低 0.4pp，整体三费率下降至 21.2% (YoY-5.3pp)。三费率改善推动公司盈利能力有所增强，净利率同比提升 1.3pp 到 13.3%，费用端改善显著。

图 8：公司三费率及期间费用率 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司 H1、H2 净利率情况 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

国改落地或打开成长空间。2018 年 5 月公司发布公告，通过峨乐旅集团公司制改造方案，公司实际控制人由峨眉山管委会变更为乐山市国资委。国改靴子落地，有望改善公司原有管理体制，资源整合及利用将更加高效，有望进一步激发企业发展动力。

3 盈利预测与假设

关键假设：

假设 1：2018-2020 年景区游客数同比分别增长 10%、9%、8%；

假设 2：2018-2020 年游客城索率分别为 93%、94%、95%；

假设 3：按照政策规定，景区门票旺季票价同比下调 15%，淡季票价不变，不考虑 2019、2020 是否再有门票降价政策出现。

假设 4：假设索道价格不受门票降价影响，由于整体出游量增加，非节假日出游或小幅拉低全年均价。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
游山票	收入	457.88	478.48	516.28	551.91
	增速	4.3%	4.5%	7.9%	6.9%
	毛利率	33.6%	32.0%	32.5%	32.5%
客运索道	收入	290.48	320.36	346.24	370.71
	增速	-0.4%	10.3%	8.1%	7.1%
	毛利率	74.0%	72.0%	73.5%	73.5%
旅行社	收入	6.42	4.49	3.37	3.03
	增速	-40.0%	-30.0%	-25.0%	-10.0%
	毛利率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
酒店	收入	199.9	229.9	262.1	296.1
	增速	12.0%	15.0%	14.0%	13.0%
	毛利率	21.8%	24.0%	25.0%	26.0%
其他主营业务	收入	121.09	127.14	132.23	136.20
	增速	4.4%	5.0%	4.0%	3.0%
	毛利率	37.8%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	收入	3.21	3.31	3.37	3.41
	增速	-44.0%	3.0%	2.0%	1.0%
	毛利率	44.1%	45.0%	44.0%	43.0%
合计	收入	1079.0	1163.7	1263.6	1361.4
	增速	3.6%	7.8%	8.6%	7.7%
	毛利率	42.6%	41.1%	41.9%	42.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.46 元、0.51 元、0.56 元，未来三年净利润复合增长率 14.4%，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000430.SZ	张家界	0.11	0.13	0.16	59	50	41
603099.SH	长白山	0.29	0.35	0.45	35	29	22
000978.SZ	桂林旅游	0.22	0.29	0.33	27	21	18
600054.SH	黄山旅游	0.58	0.65	0.72	19	17	15
603136.SH	天目湖	1.25	1.44	1.67	23	20	17
603199.SH	九华旅游	0.81	0.91	1.02	28	25	22
平均值					32	27	23

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1078.99	1163.67	1263.57	1361.40	净利润	196.43	240.02	269.86	294.30
营业成本	619.15	685.10	734.62	790.23	折旧与摊销	140.42	177.56	184.63	192.98
营业税金及附加	7.47	25.37	24.15	23.87	财务费用	3.77	1.74	1.90	1.97
销售费用	43.39	37.24	37.91	40.84	资产减值损失	5.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	151.43	139.64	138.99	149.75	经营营运资本变动	10.17	9.72	5.54	4.67
财务费用	3.77	1.74	1.90	1.97	其他	-11.23	-15.30	1.41	-1.12
资产减值损失	5.03	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	344.58	413.75	463.34	492.79
投资收益	-8.32	15.36	0.27	0.27	资本支出	-121.37	-120.00	-150.00	-180.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-95.44	15.36	0.27	0.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-216.81	-104.64	-149.73	-179.73
营业利润	241.06	289.95	326.27	355.00	短期借款	-105.00	-15.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.61	-4.28	-5.03	-4.75	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	235.45	285.67	321.24	350.25	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	39.03	45.65	51.38	55.95	支付股利	-42.15	-39.32	-48.05	-54.02
净利润	196.43	240.02	269.86	294.30	其他	-13.31	-1.74	-1.90	-1.97
少数股东损益	-0.18	-0.22	-0.25	-0.27	筹资活动现金流净额	-160.47	-56.06	-49.94	-55.99
归属母公司股东净利润	196.61	240.24	270.11	294.57	现金流量净额	-32.70	253.05	263.66	257.07
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	742.96	996.01	1259.67	1516.74	成长能力				
应收和预付款项	110.77	128.79	136.40	147.04	销售收入增长率	3.59%	7.85%	8.58%	7.74%
存货	54.89	60.70	63.43	69.24	营业利润增长率	8.15%	20.28%	12.53%	8.81%
其他流动资产	14.91	16.08	17.46	18.81	净利润增长率	5.08%	22.19%	12.43%	9.06%
长期股权投资	64.16	64.16	64.16	64.16	EBITDA 增长率	0.47%	21.80%	9.28%	7.24%
投资性房地产	1.59	1.59	1.59	1.59	获利能力				
固定资产和在建工程	1516.33	1482.43	1471.46	1482.14	毛利率	42.62%	41.13%	41.86%	41.95%
无形资产和开发支出	170.54	148.73	126.92	105.11	三费率	18.40%	15.35%	14.15%	14.14%
其他非流动资产	23.27	21.42	19.57	17.72	净利率	18.20%	20.63%	21.36%	21.62%
资产总计	2699.43	2919.92	3160.66	3422.55	ROE	8.85%	9.92%	10.22%	10.21%
短期借款	15.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.28%	8.22%	8.54%	8.60%
应付和预收款项	131.81	154.02	163.50	174.50	ROIC	12.15%	14.43%	16.66%	18.32%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.70%	40.32%	40.58%	40.40%
其他负债	333.67	346.25	355.70	366.32	营运能力				
负债合计	480.48	500.27	519.20	540.82	总资产周转率	0.40	0.41	0.42	0.41
股本	526.91	526.91	526.91	526.91	固定资产周转率	0.81	0.85	0.95	1.04
资本公积	427.14	427.14	427.14	427.14	应收账款周转率	50.28	51.89	51.86	51.73
留存收益	1251.31	1452.22	1674.28	1914.83	存货周转率	11.68	11.79	11.62	11.64
归属母公司股东权益	2205.36	2406.28	2628.34	2868.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.73%	—	—	—
少数股东权益	13.58	13.36	13.12	12.85	资本结构				
股东权益合计	2218.95	2419.64	2641.46	2881.73	资产负债率	17.80%	17.13%	16.43%	15.80%
负债和股东权益合计	2699.43	2919.92	3160.66	3422.55	带息债务/总负债	44.36%	39.61%	38.16%	36.64%
					流动比率	3.49	4.22	4.86	5.39
					速动比率	3.28	4.01	4.65	5.17
					股利支付率	21.44%	16.37%	17.79%	18.34%
					每股指标				
					每股收益	0.37	0.46	0.51	0.56
					每股净资产	4.19	4.57	4.99	5.44
					每股经营现金	0.65	0.79	0.88	0.94
					每股股利	0.08	0.07	0.09	0.10
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	385.25	469.25	512.80	549.94					
PE	19.22	15.73	13.99	12.83					
PB	1.71	1.57	1.44	1.32					
PS	3.50	3.25	2.99	2.78					
EV/EBITDA	8.41	6.33	5.28	4.45					
股息率	1.12%	1.04%	1.27%	1.43%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且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报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn