

2019年03月26日

证券研究报告·2018 年报点评

峨眉山 A (000888) 休闲服务

增持 (维持)

当前价: 7.58 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

客流回暖弥补降价影响，降本增效盈利能力改善

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年年报, 2018 年实现营业收入 10.7 亿元, 同比下滑 0.62%, 归母净利润 2.1 亿元, 同比增长 6.42%, 扣非净利润 2.1 亿元, 同比增长 5.22%; 其中 Q4 单季度实现营收 2.3 亿元, 同比增长 2.1%, 实现归母净利润 4040 万元, 同比下滑 11.0%。同时给出 2019 年全年业绩指引: 2019 年计划实现游山购票人数 330 万人次, 营业收入 10.7 亿元, 净利润 1.96 亿元, 净资产收益率 8%。
- **客流量显著回暖, 门票降价对收入影响有限。** 1) 2017 年九寨沟地震影响消除, 2018 年全年购票人数 329.5 万人次 (YOY+3.25%), 累计安全运送游客 583.33 万人次, 整体客流量实现小幅回暖, 其中十一期间受阴雨低温天气影响客流量同比小幅下滑至 15 万人 (yoy-4.7%)。2) 旅游秩序整治+散客比例提升推动人均门票收入微增至 143.8 元 (yoy+0.2%), 9 月 20 日起门票降价及老年人免票等政策变化一定程度拖累 Q4 门票收入增长, 十一期间门票收入同比下滑 7.4%; 万年索道于 4 月完成换装改造, 每小时单程运量由 1660 人提高到 2400 人推动索道业务改善。全年门票/索道/酒店旅行社分别实现营收 4.7 亿元/3.1 亿元/1.8 亿元/370 万元, 同比分别变动+3.5%/+8.2%/-8.5%/-42.4%。
- **降本增效略有成效, 费用端优化推动盈利能力改善。** 1) 有效的成本管理带动索道/旅行社业务毛利率分别提升 0.4pp/0.5pp, 但由于门票价格下降门票及老人免票等优惠活动调整, 门票业务毛利率降至 31.5%, 拖累整体毛利率微降 0.04pp; 2) 通过以大数据为支撑的网络营销、精准营销等显著提高营销效率, 销售费用率同比降低 0.9pp。调整机构设置优化人员配置拉动管理费用率小幅降低 0.1pp, 借款减少带动财务费用率降至 0%, 整体三费率优化至 17.0% (YoY-1.4pp), 净利率同比提升 1.3pp 至 19.5%, 盈利能力有所改善。
- **观光游逐渐转型, 多元化积极推进。** 报告期内公司完成万年索道、雷洞坪滑雪场等项目升级改造, 景区旅游基础设施配套得到进一步完善和提升, 酒店、峨眉雪芽茶业黑水旅游线等获得一致好评; 2019 年, 公司将继续突出文旅融合、扩容提质、对景区基础设施、产品业态、产业结构进行全方位的再配置、再提升, 推动峨眉山景区从观光游向休闲度假游转变, 推动公司产业结构由门票索道向多元化经济转变, 同时推动经营管理继续精细化高效化, 推动旅游人数稳步增长。
- **盈利预测与评级。** 门票政策压力下, 我们对公司盈利预测进行了调整, 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.43 元、0.44 元、0.47 元, 维持“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、门票价格或继续下调风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1072.35	1071.81	1132.98	1181.51
增长率	-0.62%	-0.05%	5.71%	4.28%
归属母公司净利润 (百万元)	209.24	224.31	231.83	247.34
增长率	6.42%	7.20%	3.35%	6.69%
每股收益 EPS (元)	0.40	0.43	0.44	0.47
净资产收益率 ROE	8.79%	8.75%	8.43%	8.38%
PE	19	18	17	16
PB	1.69	1.57	1.46	1.36

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

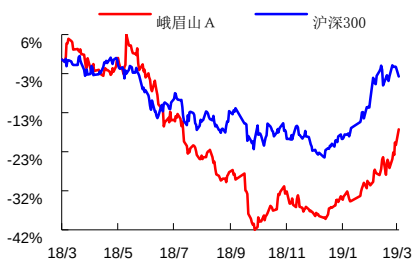
分析师: 朱芸

执业证号: S1250517070001

电话: 010-57758600

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)	5.38-9.85
总市值(亿元)	39.94
总资产(亿元)	28.75
每股净资产(元)	4.48

相关研究

1. 峨眉山 A (000888): 门票降价收入增长承压, 经营管理优化显著 (2018-10-26)
2. 峨眉山 A (000888): 客流量平缓增长, 费用优化推盈利提升 (2018-08-29)

关键假设：

假设 1：2019-2021 年景区游客数同比分别增长 5%、4%、3%；

假设 2：万年索道恢复运营，2019-2021 年游客乘索率基本保持稳定，分别为 92%、93%、93%；

假设 3：其他业务增长基本保持稳定，全面管控成本措施下各项业务毛利率水平保持相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
游山票	收入	473.85	473.85	497.54	520.03
	增速	3.5%	5.0%	4.5%	3.0%
	毛利率	31.5%	32.0%	32.0%	32.0%
客运索道	收入	314.21	314.21	337.17	350.66
	增速	8.2%	7.3%	4.0%	2.9%
	毛利率	74.5%	74.0%	73.5%	73.5%
旅行社	收入	3.70	3.15	2.83	2.69
	增速	-42.4%	-15.0%	-10.0%	-5.0%
	毛利率	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%
酒店	收入	183.0	183.0	194.0	203.7
	增速	-8.5%	6.0%	5.0%	4.0%
	毛利率	17.7%	15.0%	15.0%	15.0%
其他主营业务	收入	95.19	95.19	99.00	101.97
	增速	-21.4%	4.0%	3.0%	2.0%
	毛利率	41.8%	38.0%	38.0%	38.0%
其他业务	收入	2.42	2.42	2.47	2.49
	增速	-24.6%	2.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	41.4%	42.0%	42.0%	42.0%
合计	收入	1072.3	1071.8	1133.0	1181.5
	增速	-0.6%	-0.1%	5.7%	4.3%
	毛利率	42.6%	41.9%	41.9%	41.9%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1072.35	1071.81	1132.98	1181.51	净利润	208.80	223.84	231.35	246.82
营业成本	615.77	622.97	658.14	686.97	折旧与摊销	158.08	103.70	107.38	110.62
营业税金及附加	9.96	15.12	13.34	13.58	财务费用	0.01	1.45	1.44	1.21
销售费用	33.20	33.23	34.56	35.45	资产减值损失	5.30	0.00	0.00	0.00
管理费用	149.16	144.69	147.29	147.69	经营营运资本变动	41.15	2.10	5.60	6.80
财务费用	0.01	1.45	1.44	1.21	其他	-15.75	-15.66	1.60	-1.23
资产减值损失	5.30	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	397.59	315.44	347.38	364.23
投资收益	-8.79	15.78	0.27	0.27	资本支出	54.39	-60.00	-50.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-132.12	15.78	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	-77.73	-44.22	-49.73	-39.73
营业利润	249.42	270.13	278.48	296.89	短期借款	-15.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.82	-4.06	-3.62	-3.45	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	247.60	266.07	274.86	293.44	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	38.80	42.22	43.52	46.61	支付股利	0.00	-41.85	-44.86	-46.37
净利润	208.80	223.84	231.35	246.82	其他	-59.72	-1.45	-1.44	-1.21
少数股东损益	-0.44	-0.47	-0.49	-0.52	筹资活动现金流净额	-74.72	-43.30	-46.30	-47.57
归属母公司股东净利润	209.24	224.31	231.83	247.34	现金流量净额	245.14	227.93	251.35	276.93
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	988.10	1216.03	1467.38	1744.31	成长能力				
应收和预付款项	114.51	114.98	121.49	126.29	销售收入增长率	-0.62%	-0.05%	5.71%	4.28%
存货	38.61	38.93	39.26	42.03	营业利润增长率	3.46%	8.31%	3.09%	6.61%
其他流动资产	7.85	7.84	8.29	8.65	净利润增长率	6.30%	7.20%	3.35%	6.69%
长期股权投资	39.23	39.23	39.23	39.23	EBITDA 增长率	5.78%	-7.91%	3.20%	5.53%
投资性房地产	1.51	1.51	1.51	1.51	获利能力				
固定资产和在建工程	1465.56	1440.69	1402.14	1350.35	毛利率	42.58%	41.88%	41.91%	41.86%
无形资产和开发支出	163.64	148.10	132.55	117.00	三费率	17.01%	16.74%	16.18%	15.60%
其他非流动资产	55.85	52.56	49.27	45.98	净利率	19.47%	20.88%	20.42%	20.89%
资产总计	2874.85	3059.87	3261.12	3475.34	ROE	8.79%	8.75%	8.43%	8.38%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.26%	7.32%	7.09%	7.10%
应付和预收款项	137.62	138.92	145.22	152.06	ROIC	12.54%	14.21%	15.12%	16.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	38.00%	35.01%	34.18%	34.59%
其他负债	362.17	363.90	372.36	379.29	营运能力				
负债合计	499.79	502.82	517.58	531.35	总资产周转率	0.38	0.36	0.36	0.35
股本	526.91	526.91	526.91	526.91	固定资产周转率	0.77	0.78	0.84	0.90
资本公积	427.14	427.14	427.14	427.14	应收账款周转率	40.81	36.37	38.80	38.09
留存收益	1407.85	1590.32	1777.29	1978.27	存货周转率	13.14	16.04	16.39	16.29
归属母公司股东权益	2361.91	2544.38	2731.35	2932.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.71%	—	—	—
少数股东权益	13.14	12.67	12.19	11.67	资本结构				
股东权益合计	2375.05	2557.05	2743.54	2943.99	资产负债率	17.38%	16.43%	15.87%	15.29%
负债和股东权益合计	2874.85	3059.87	3261.12	3475.34	带息债务/总负债	39.73%	39.49%	38.36%	37.37%
					流动比率	4.02	4.77	5.39	6.06
					速动比率	3.89	4.64	5.26	5.92
					股利支付率	0.00%	18.66%	19.35%	18.75%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.43	0.44	0.47
					每股净资产	4.48	4.83	5.18	5.57
					每股经营现金	0.75	0.60	0.66	0.69
					每股股利	0.00	0.08	0.09	0.09
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	407.51	375.28	387.30	408.72					
PE	19.09	17.81	17.23	16.15					
PB	1.69	1.57	1.46	1.36					
PS	3.72	3.73	3.53	3.38					
EV/EBITDA	7.80	7.86	6.97	5.92					
股息率	0.00%	1.05%	1.12%	1.16%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn