

再读景区：优质资产的修复与动力增强



东方证券
ORIENT SECURITIES

前期景区板块受门票降价等影响，经历估值较大调整，市场预期及关注均低。随五一小长假调整，市场重新开始逐步认识到其低估机会，我们在此时点特别推出本篇深度报告，重申我们年初以来的推荐观点：

核心观点

- **景区仍是配置价值最佳板块之一，目前时点格外值得关注。**1) 必选性增强+稳定盈利能力，景区配置价值佳。15年之后旅游人次的增速与GDP增速的走势形成明显分化，体现出旅游行业一定的必选属性。我国主要景区客流较为稳定，决定了景区业绩同样具备比较强的稳定性，量化体现为ROE/业绩增速的变异系数小于中信其他子板块。2) 估值大底+市场回暖，当前时点我们建议重点关注的理由。前期受门票降价和宏观经济环境等因素影响，市场对于景区板块的预期降至冰点，目前PE (ttm) 仅为25.5X，处在历史估值大底，与雪灾地震等板块面临重大外部危机期的估值近似，对于有基本面逻辑的个股而言可看修复。此外通过回溯历史，我们发现旅游人次增速变化与股票收益率呈现非常明显的相关性，说明股市周期亦是影响景区板块业绩的重要因素。我们认为其背后的原因一方面在于股市上涨时期公司诉求和动力的提升，另一方面在于以股票为代表的居民财富效应能够提升居民的旅游需求，进而带动景区公司的业绩增长。这也是我们与市场重要的预期差。
- **景区的内生成长，核心三大看点：高铁、低线客源与国企改革。**1) 人次仍是核心，高铁效应是最主要的客流提振催化。通过回溯几个城市/景区在高铁开通前后的客流变化，我们发现高铁具备显著的客流提振作用。随着19年部分高铁线开始运营，景区客流输送有望再上新台阶。2) 抓取低线城市及农村的增量客群，更好填补淡季客流。随着低线城市人群的收入提高，观光游需求有了扩张的动力。低线城市居民具备更自由的时间，可以有效填补各大景区淡季客流。3) 管理改善的预期，国企机制下的新活力。管理改善的预期是提升公司业绩的核心来源之一，目前部分上市景区更换了管理团队，有望为国企机制注入新的活力，提升公司的经营及业绩水平。
- **市场的核心担忧：门票降价？可能没想象的那么严重。**1) 门票降价确有影响，但对于收入结构多元，二次消费占比高的公司业绩影响非常有限。为了研究门票降价对景区业绩的影响，我们对主要上市景区做了详细的降价敏感性分析，发现二次消费占比高的公司，受门票降价的影响较小（如门票每降价5%，业绩仅下降0.8%），因此收入的分散度可以成为后续标杆选择的重要考量之一；2) 不可忽视降价带来的客流提振，亦可带来有效的正向抵消。降价在影响景区客单的同时，也会带来一定的客流提振作用，进一步抵消门票降价对业绩带来的不利影响。我们也对上市景区客流提振效果做了敏感性分析，发现门票降价的人次提升对拥有顶级稀缺资源的山岳型景区、索道等消费贡献度高的公司（黄山、峨眉山等）提振效果更加明显。

投资建议与投资标的

- 市场对门票降价的预期带来了景区板块估值较长时间的调整，已是历史大底区间。但综合前文，景区仍是存在持续成长动能及上佳配置价值的板块，市场也一定程度高估了门票降价可能带来的潜在影响，低估了人次提振带来的正向效应，而在此基础上的长期估值压制存在一定的不合理成分。随着市场19年初以来的转暖及整体市场的估值上行、风险偏好提升，这种低估显得更加突出，我们认为存在值得重点关注和把握的投资机会。在此时点，**我们看好估值修复和拓展动能两条主线：**1) 看龙头景区的估值修复机会。重点推荐黄山旅游、中青旅；2) 具备向外拓张动能公司的更大弹性机会。重点推荐天目湖、三特索道，关注宋城演艺、黄山旅游、峨眉山A。

风险提示

- 天气灾害、传染病流行造成的旅游受限。二次消费项目降价超预期。外延项目推进不及预期。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

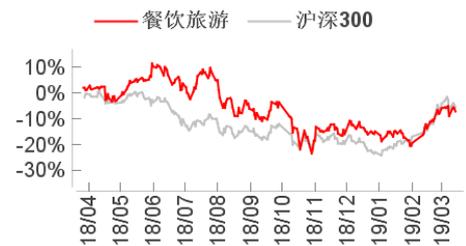
行业

餐饮旅游行业

报告发布日期

2019年03月26日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

王克宇

021-63325888-5010

wangkeyu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518010001

联系人

董博

021-63325888-3045

dongbo1@orientsec.com.cn

联系人

徐椰香

021-63325888-6129

xuyexiang@orientsec.com.cn

相关报告

五一小长假调至四天，关注板块估值修复机会： 2019-03-24

国旅中标大兴机场，酒店板块表现突出： 2019-03-17

景区板块抗跌属性显现，中免中标大兴机场运营权： 2019-03-11

目 录

| | |
|---|----|
| 一、景区仍是配置价值最佳板块之一，目前时点格外值得关注！ | 4 |
| 1. 必选性增强+稳定盈利能力，景区配置价值上佳 | 4 |
| (1) 旅游的可选消费属性在减弱 | 4 |
| (2) 从上市景区稳定客流看其出色的业绩与 ROE 的稳定能力 | 4 |
| 2. 估值大底+市场回暖，当前时点我们建议重点关注的理由 | 7 |
| (1) 目前景区板块估值正处于历史大底，优质景区可看修复 | 7 |
| (2) 与市场的重要预期差：股市周期亦是影响景区板块业绩的重要因素，背后是公司诉求与动力的提升 | 7 |
| 二、景区的内生成长，核心三大看点：高铁、低线客源与国企改革 | 9 |
| 1. 人次仍是核心，高铁效应是最主要的客流提振催化 | 9 |
| 2. 抓取低线城市及农村的增量客群，更好填补淡季客流 | 13 |
| 3. 管理改善的预期，国企机制下的新活力 | 14 |
| 三、市场的核心担忧：门票降价？可能没想象的那么严重 | 16 |
| 1. 门票降价确有影响，但因景区而异，部分优质景区影响有限 | 18 |
| 2. 不可忽视降价带来的客流提振，亦可带来有效的正向抵消 | 18 |
| 四、投资建议：看好估值修复+拓张动能两条主线 | 19 |
| 1. 主线一：看龙头景区的估值修复机会 | 19 |
| 2. 主线二：具备向外拓张动能公司的更大弹性机会 | 19 |
| 风险提示 | 21 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：2003-2017 年旅游人次增速与 GDP 增速（右轴单位：%） | 4 |
| 图 2：一个完整的旅游地生命周期可以包括“引入期——成长期——成熟期——衰退期” | 5 |
| 图 3：黄山和峨眉山每年的客流较为稳定（13 年峨眉山因地震客流下降）（万人） | 5 |
| 表 1：景区公司的 ROE 和业绩增速的变异系数小，盈利能力具备稳定性 | 6 |
| 图 4：目前景区板块 PE (ttm) 估值仅为 25.5X，处于历史较低水平 | 7 |
| 图 5：旅游人次增速的变化与股票收益率相关系数达到 0.72 | 8 |
| 图 6：股市的表现往往会领先于景区营收增速 1-2 个季度调整 | 8 |
| 表 2：部分景区公司 13-14 年增发情况 | 9 |
| 图 7：旅游人次增速的变化与商品房销售额增速的相关系数达到 0.61 | 9 |
| 图 8：越来越多消费者选择高铁出行 | 10 |
| 图 9：高铁开通前后五大城市旅游人次增速对比 | 10 |
| 图 10：高铁带动衡山旅游人次增长（万人） | 10 |
| 图 11：高铁开通前后衡山旅游人次增速对比 | 10 |
| 图 12：高铁带动雁荡山旅游人次增长 | 11 |
| 图 13：高铁开通前后雁荡山旅游人次增速对比 | 11 |
| 图 14：峨眉山 A 旅游人次及营收、净利润情况 | 11 |
| 图 15：2014 年高铁峨眉山站开通拉动公司净利润增长 | 11 |
| 图 16：梵净山旅游人次及营收、净利润情况 | 12 |
| 图 17：高铁开通带动梵净山净利润增长 | 12 |
| 表 3：19 年落成的部分高铁线路 | 12 |
| 图 18：18 年 12 月和 19 年 1 月黄山风景区客流均实现了高增 | 13 |
| 图 19：2015 年农村居民消费水平已达 2007 年城镇居民消费水平（元） | 14 |
| 表 4：主要上市景区高管变动情况 | 14 |
| 图 20：新任管理层推动下，16 年开始黄山期间费用率持续下降 | 15 |
| 图 21：峨眉山管理费用率也得到了有效控制 | 15 |
| 图 22：黄山的扣非净利率和 ROE 在持续提升 | 16 |
| 图 23：峨眉山的扣非净利率在持续提升 | 16 |
| 表 5：部分景区降价情况（元） | 16 |
| 表 6：门票降价幅度对公司 19 年业绩影响 | 18 |
| 图 24：天目湖景区非门票收入达到 55% | 18 |
| 图 25：乌镇收入结构图 | 18 |
| 表 7：门票降价后客流变动对公司 19 年业绩影响 | 19 |
| 表 8：推荐公司盈利预测及 19 年估值水平（股价取自 2019 年 3 月 22 日） | 20 |

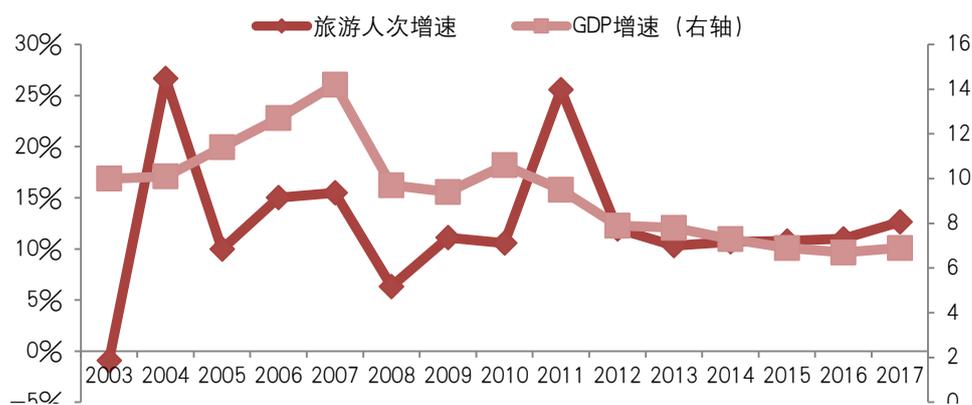
一、景区仍是配置价值最佳板块之一，目前时点格外值得关注！

1. 必选性增强+稳定盈利能力，景区配置价值上佳

(1) 旅游的可选消费属性在减弱

旅游作为居民重要的消费形式之一，经济增长是旅游需求增长的主导因素。历史情况来看，15 年之前旅游人次的增速与 GDP 增速的走势基本一致，但 15 年后形成明显分化，趋势上 GDP 增速持续放缓，但旅游人次增速显著回暖（95-14 年旅游人次增速和 GDP 增速的相关系数为 0.37，15 年以后仅为 0.08），这种分化表明随着旅游渗透率的持续提升，旅游正逐渐成为大众消费品之一，开始体现出一定的必选属性。

图 1：2003-2017 年旅游人次增速与 GDP 增速（右轴单位：%）



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

(2) 从上市景区稳定客流看其出色的业绩与 ROE 的稳定能力

20 世纪 70 年代后，西方学者通过研究旅游地发展演化规律，提出了旅游地生命周期理论，为我们系统解释了旅游目的地及旅游产品的演变过程。按照“四阶段”的理论，一个完整的旅游地生命周期可以包括“引入期——成长期——成熟期——衰退期”

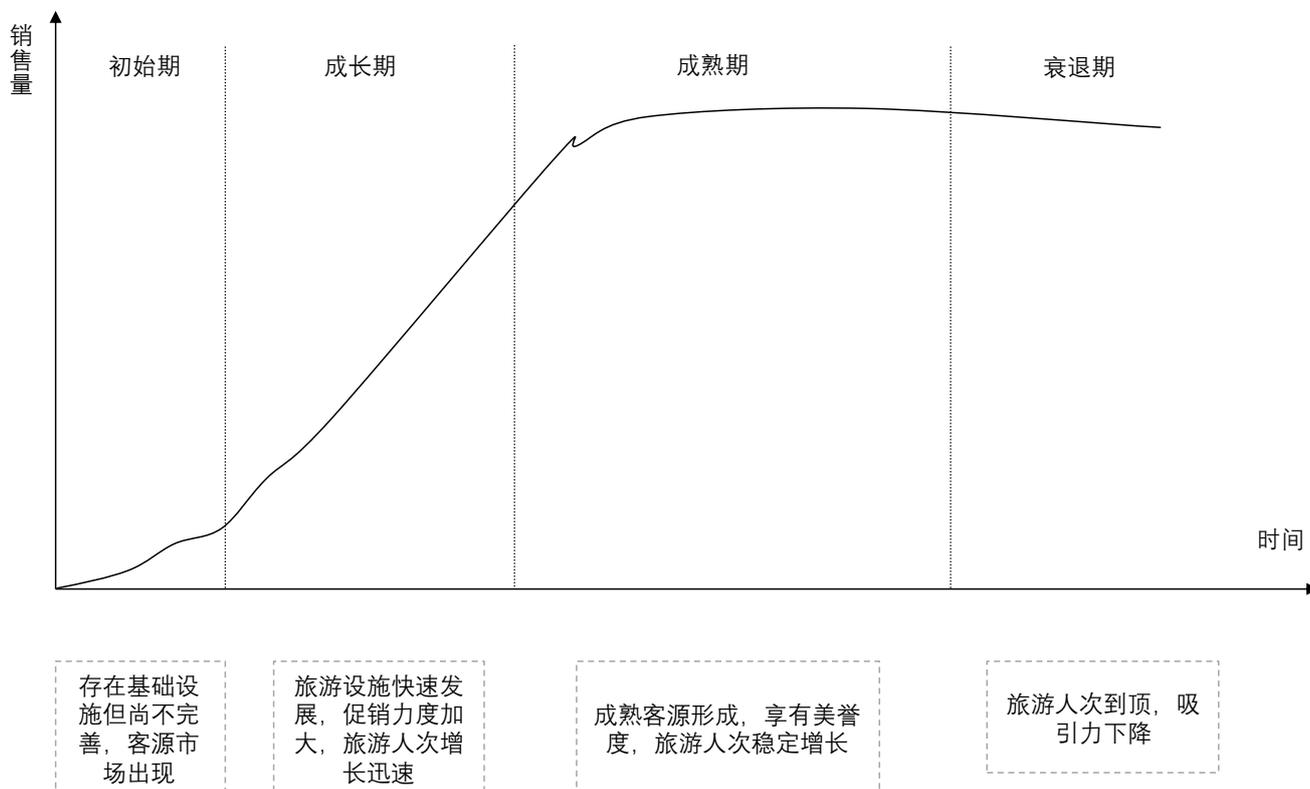
引入期：当地居民提供旅游基本设施，确定的客源市场开始出现。

成长期：旅游设施得到发展，促销力度得到加大，旅游人次增长迅速。

成熟期：成熟客源市场已经形成，旅游业成为当地经济的主要组成部分，旅游人次增长放缓。

衰退期：旅游者数量及数量已经达到顶峰，吸引力下降。

图 2：一个完整的旅游地生命周期可以包括“引入期——成长期——成熟期——衰退期”



数据来源：东方证券研究所

从旅游生命周期的理论来看，我国上市景区中大部分处在成长期向成熟期过渡的阶段，另外如黄山、峨眉山等景区，历史悠久，文化底蕴丰厚，各项旅游基础设施基本完善，已经表现出成熟阶段的特征（如黄山作为世界自然和文化遗产在国内享有盛誉，地处长三角区域客源广阔而稳定，同时也是安徽省旅游经济的支柱）。

图 3：黄山和峨眉山每年的客流较为稳定（13 年峨眉山因地震客流下降）（万人）



数据来源：wind，东方证券研究所

旅游目的地的特性和所处所在的生命周期阶段决定了我国上市景区的客流增长是比较稳定的。客流是景区的生命线，客流的增长能够摊薄人工成本/固定成本，从而驱动业绩增长，因此客流的稳定决定了景区公司的业绩同样具备比较强的稳定性和确定性。

为了研究景区板块和其他板块在业绩上的稳定性，我们引入了统计学中的变异系数（标准差/平均值），统计了中信 29 个子板块和景区板块（包含 13 家景区公司）的 ROE/营收增速/业绩增速的稳定性。从结果来看，景区的 ROE 和业绩增速的变异系数分别排在所有板块的第 1/2 位，验证了景区公司的盈利能力是存在比较强的稳定性和确定性的，我们认为这也是景区公司的配置价值之所在。

表 1：景区公司的 ROE 和业绩增速的变异系数小，盈利能力具备稳定性

| | ROE | 排名 | 业绩增速 | 排名 | 营收增速 | 排名 |
|---------|-----|----|-------|----|------|----|
| 餐饮旅游 | 0.3 | 8 | 2.1 | 13 | 0.6 | 3 |
| 综合 | 2.6 | 31 | 3.4 | 22 | 1.5 | 29 |
| 建筑 | 0.3 | 5 | 1.5 | 6 | 0.7 | 8 |
| 传媒 | 0.2 | 3 | 2.1 | 11 | 0.6 | 4 |
| 煤炭 | 0.5 | 17 | 3.3 | 21 | 1.3 | 27 |
| 商贸零售 | 0.3 | 7 | 1.7 | 8 | 0.7 | 9 |
| 房地产 | 0.3 | 4 | 1.1 | 4 | 0.7 | 7 |
| 钢铁 | 1.3 | 30 | -42.3 | 31 | 2.3 | 30 |
| 机械 | 0.5 | 20 | 3.4 | 23 | 1.1 | 22 |
| 电力及公用事业 | 0.4 | 10 | 3.6 | 25 | 0.8 | 13 |
| 有色金属 | 0.8 | 27 | 2.5 | 15 | 1.2 | 24 |
| 石油石化 | 0.5 | 18 | 19.8 | 30 | 1.4 | 28 |
| 交通运输 | 0.4 | 11 | 3.7 | 26 | 1.1 | 23 |
| 通信 | 0.8 | 28 | 2.5 | 16 | 0.9 | 15 |
| 纺织服装 | 0.4 | 12 | 1.8 | 9 | 0.9 | 18 |
| 计算机 | 0.7 | 24 | 11.7 | 29 | 1.3 | 26 |
| 国防军工 | 0.4 | 13 | 3.9 | 28 | 1.0 | 20 |
| 医药 | 0.3 | 9 | 1.6 | 7 | 0.2 | 1 |
| 电力设备 | 0.5 | 19 | 2.6 | 17 | 1.2 | 25 |
| 汽车 | 0.4 | 14 | 2.1 | 12 | 1.0 | 21 |
| 非银行金融 | 0.8 | 26 | 2.4 | 14 | 2.6 | 31 |
| 沪深 300 | 0.3 | 6 | 1.4 | 5 | 0.9 | 17 |
| 轻工制造 | 0.6 | 22 | 2.8 | 18 | 0.7 | 10 |
| 家电 | 0.7 | 25 | 3.2 | 19 | 0.8 | 11 |
| 电子元器件 | 0.9 | 29 | 3.2 | 20 | 0.8 | 12 |
| 基础化工 | 0.5 | 16 | 3.8 | 27 | 1.0 | 19 |
| 建材 | 0.5 | 21 | 3.6 | 24 | 0.8 | 14 |
| 食品饮料 | 0.4 | 15 | 1.1 | 3 | 0.6 | 2 |
| 银行 | 0.2 | 2 | 0.8 | 1 | 0.7 | 5 |

| | | | | | | |
|------|-----|----|-----|----|-----|----|
| 农林牧渔 | 0.6 | 23 | 2.1 | 10 | 0.7 | 6 |
| 景区 | 0.1 | 1 | 0.9 | 2 | 0.9 | 16 |

数据来源：wind，东方证券研究所

2. 估值大底+市场回暖，当前时点我们建议重点关注的理由

(1) 目前景区板块估值正处于历史大底，优质景区可看修复

前期受门票降价和宏观经济环境等因素影响，市场对于景区板块的预期降至冰点，使得景区板块估值经历一轮大幅调整。目前 PE (ttm) 仅为 25.5X，与 08 年雪灾地震（最低时达到 42.5X）和 13 年禽流感（估值最低时达到 25.5X）等板块面临重大外部危机期的估值近似，正处在历史的估值大底。前期超跌为板块带来较强的估值安全边际，对于有基本面逻辑的个股而言可看修复。

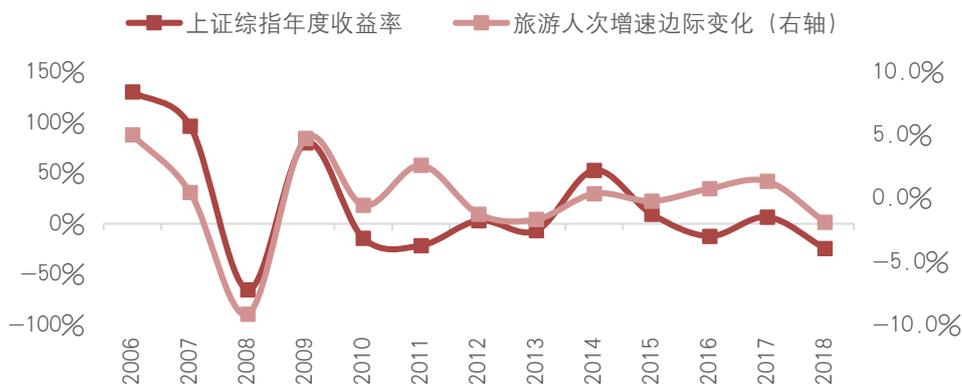
图 4：目前景区板块 PE (ttm) 估值仅为 25.5X，处于历史较低水平



数据来源：wind，东方证券研究所

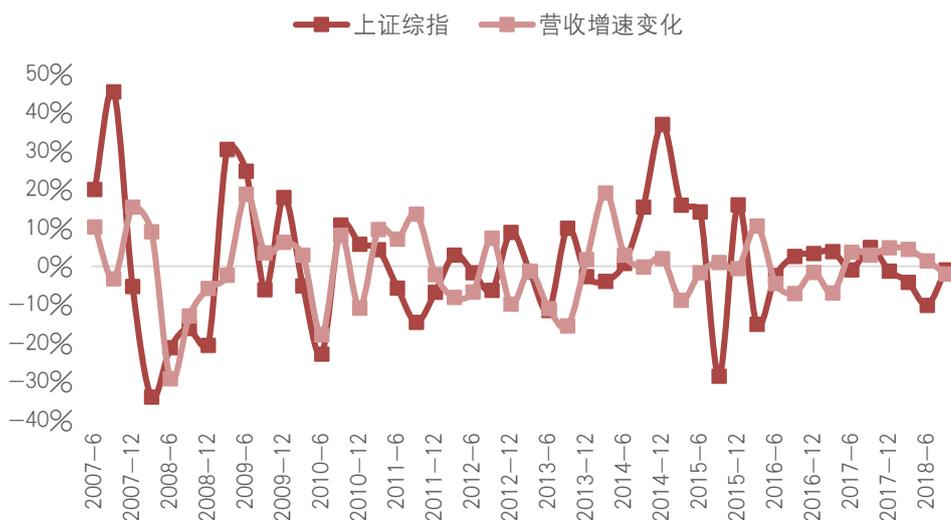
(2) 与市场的重要预期差：股市周期亦是影响景区板块业绩的重要因素，背后是公司诉求与动力的提升

我们通过历史回溯，发现股市周期是宏观经济之外影响景区公司业绩的重要变量。以上证综指的年度表现作为股票资产的收益，与旅游人次对比可发现，旅游人次增速的变化与股票收益率呈现非常明显的相关性（相关系数达到 0.72）。

图 5：旅游人次增速的变化与股票收益率相关系数达到 0.72


数据来源：wind，东方证券研究所

观察季度数据，我们亦可以发现股市的表现与景区营收增速变动存在着相关性。通过对比上证综指的季度收益率和景区季度营收增速的环比变化，可以看到股市收益率的变化往往会领先于景区营收增速变动，领先期数在 1-2 个季度左右（量化表现为股市收益率与滞后一期的营收增速变动的关系系数高于当期）。

图 6：股市的表现往往会领先于景区营收增速 1-2 个季度调整


数据来源：wind，东方证券研究所

我们认为出现这种现象，原因有二：

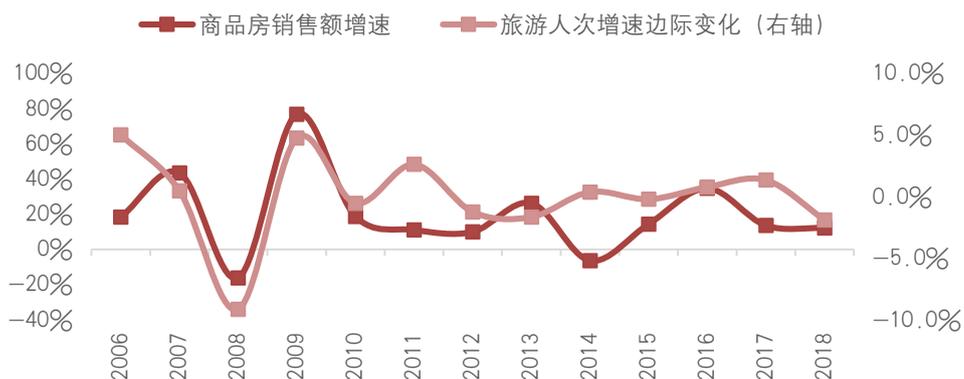
一方面在股市上涨时期，上市公司往往拥有更大的动力降费增效推动业绩增长，以便在资本市场获取更多的资金支持其经营或者外延扩张，背后是其诉求和动力的提升。比如在 13-15 年牛市时期，峨眉山、丽江等多家景区均采用定向增发的方式，在资本市场再融资以实现外延扩张。而除三特索道外，预案日前 2 个季度，公司的业绩均保持了较快的增速。

表 2：部分景区公司 13-14 年增发情况

| 公司 | 预案日 | 发行价格（元/股） | 业绩增速（提前 2 季度） |
|-------|-------------|-----------|---------------|
| 峨眉山 A | 2013 年 8 月 | 16.98 | 30.1% |
| 丽江旅游 | 2012 年 12 月 | 11.33 | 113.8% |
| 三特索道 | 2013 年 2 月 | 22.5 | -1029.7% |
| 黄山旅游 | 2014 年 9 月 | 18.55 | 621.0% |
| 中青旅 | 2013 年 10 月 | 18.3 | 28.8% |

数据来源：wind，东方证券研究所

另一方面，我们认为以股票为代表的居民财富效应能够提升居民的旅游需求，进而带动景区公司的业绩增长。对于一般居民来说，财富效应主要来自于不动产和股票资产的升值，这两类资产的收益率会影响到居民的财富预期，进而影响到消费倾向。以商品房销售额的增速作为不动产的收益，与旅游人次对比发现，旅游人次增速的变化与商品房销售额的增速也呈现较为明显的相关性（相关系数达到 0.61）。因此我们认为居民的财富效应能够提升居民的旅游需求，旅游人次的增速会呈现较为明显的边际改善，进而带动景区公司的业绩增长。

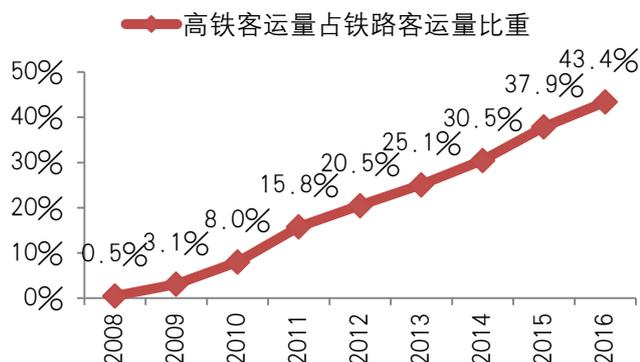
图 7：旅游人次增速的变化与商品房销售额增速的相关系数达到 0.61


数据来源：wind，东方证券研究所

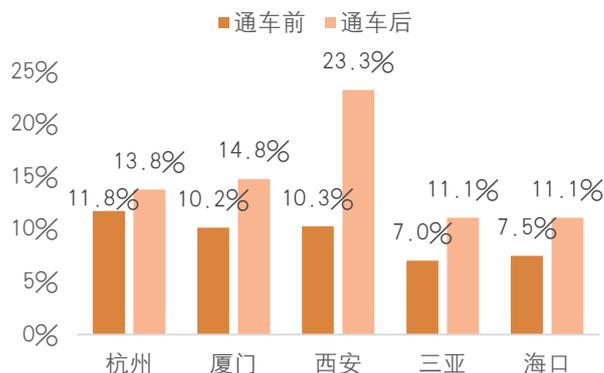
二、景区的内生成长，核心三大看点：高铁、低线客源与国企改革

1. 人次仍是核心，高铁效应是最主要的客流提振催化

高铁飞速发展，带动区域性旅游人次快速增长。过去八年，中国高铁在政策支持下快速发展，截至 2016 年底，高铁客运量达到 12.2 亿人次，年复合增长率达到了 89.5%，占铁路客运总量的 43.4%。我们梳理了五条重要高铁及相关受益城市（杭州、厦门、西安、三亚、海口）的旅游人次情况，可以看出高铁的快速发展激活了沿线城市的旅游业，带动区域性旅游人次的快速增长，各沿线城市的知名景区成为高铁带动效应的最直接受益者。

图 8：越来越多消费者选择高铁出行


数据来源：wind，东方证券研究所

图 9：高铁开通前后五大城市旅游人次增速对比


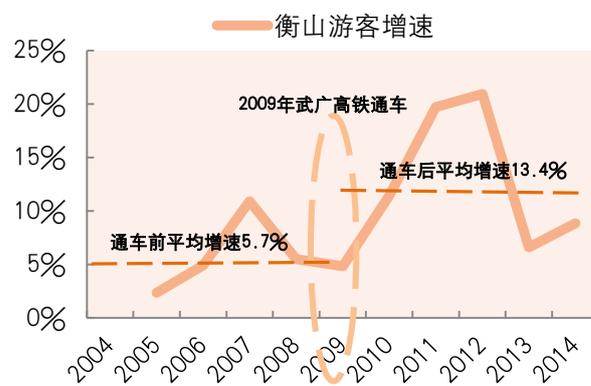
数据来源：各地区统计公报，东方证券研究所

以衡山、雁荡山等山地景区为例，高铁亦带来旅游人次的提高：

- 武广高铁 2009 年 12 月 9 日试运行成功，于 26 日正式运营，经停衡阳站，广州至衡阳方向高铁用时最短时间为 1 小时 59 分，武汉至衡阳方向高铁用时最短时间为 2 小时 7 分，均缩短为原铁路运输时间的一半以上，衡阳成为连接武广两地的中间点，衡山自此正式接入高铁网络，实现了游客的快速增长。通车前前往衡山旅游人次年均增速 5.7%，通车后增速提高至 13.4%。
- 杭福深高铁于 2009 年 9 月开通，并设置雁荡山站，从上海到雁荡山站约 4 个小时，从宁波到雁荡山约 1 个小时，从厦门到雁荡山约 4 个小时。高铁大幅缩减了经济发达的游客客源地区到雁荡山景区的时间，同时也为雁荡山景区带来持续的客流增长，从 2010 年开始，雁荡山景区游客接待量增速保持在 15% 以上。可见高铁效应能够带动景区旅游人次长期稳定增长。

图 10：高铁带动衡山旅游人次增长（万人）

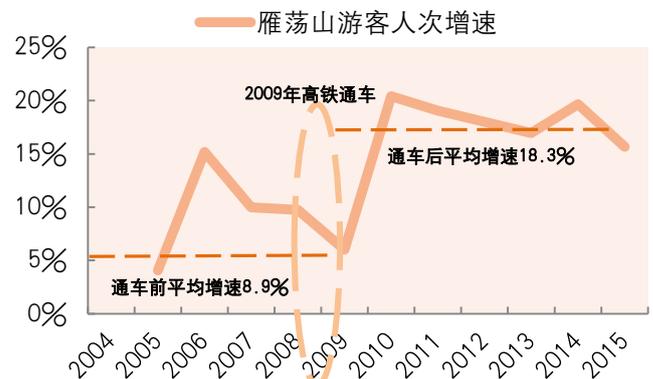

数据来源：南岳统计局，东方证券研究所

图 11：高铁开通前后衡山旅游人次增速对比


数据来源：南岳统计局，东方证券研究所

图 12：高铁带动雁荡山旅游人次增长


数据来源：乐清统计局，东方证券研究所

图 13：高铁开通前后雁荡山旅游人次增速对比


数据来源：乐清统计局，东方证券研究所

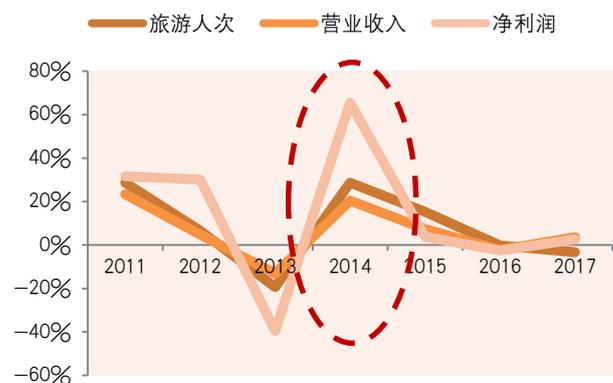
高铁开通带来的旅游人次增长对业绩的提升弹性大。前文已提到，由于成本费用的相对刚性，人次增长对业绩的提升弹性大，我们以峨眉山及梵净山为例。

2014 年峨眉山高铁-成绵乐城际铁路的开通，2014 年峨眉山景区旅游接待人数为 287 万人，同比增长 3.65%。同期，公司净利润增长 66.36%。

14 年梵净山也受益高铁开通带来景区净利润增长。2014 年贵广高铁开通，15 年长沙到贵州高铁开通，梵净山均有所受益。15 年梵净山旅游人数达到 51.4 万人次，同比增长 19.39%，景区净利润达到 3304 万，同比增长 64.71%。人次提升对业绩释放的弹性较为明显。

图 14：峨眉山 A 旅游人次及营收、净利润情况

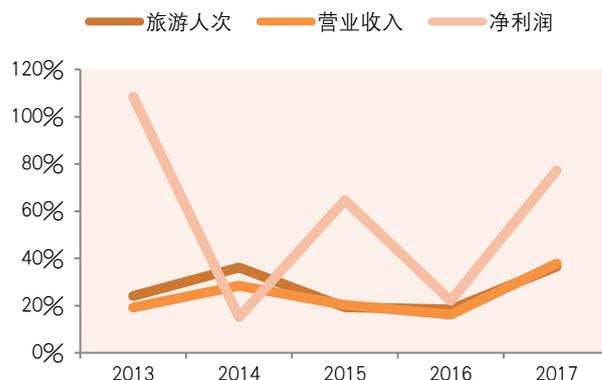

数据来源：峨眉山 A 年报，东方证券研究所

图 15：2014 年高铁峨眉山站开通拉动公司净利润增长


数据来源：峨眉山 A 年报，东方证券研究所

图 16：梵净山旅游人次及营收、净利润情况


数据来源：三特索道年报，东方证券研究所

图 17：高铁开通带动梵净山净利润增长


数据来源：三特索道年报，东方证券研究所

19 年部分高铁线开始运营，景区客流输送将再上新台阶。19 年是落实“八纵八横”战略的关键期，部分高铁线将在 19 年建成通车，进一步串联起各地优质的旅游资源，如：汉十高铁串联武当山、古隆中、黄鹤楼等著名风景名胜，以及襄阳、孝感、武汉等历史文化名城；杭黄高铁沿途将名城（杭州）、名江（富春江、新安江）、名湖（千岛湖）、名山（黄山）串联起来，同样形成一条世界级黄金旅游通道。高铁线的落成，有望为黄山、峨眉山等景区输送更多的客流，为自然景区公司的业绩增长打开更大空间。

表 3：19 年落成的部分高铁线路

| 铁路名称 | 起点 | 终点 | 全长（公里） | 预计全程用时 | 串联主要景区 |
|------|------|-----|--------|--------|--------------|
| 杭黄高铁 | 杭州 | 黄山 | 287 | 1.5 小时 | 杭州、黄山 |
| 汉十高铁 | 十堰 | 武汉 | 399.5 | 2 小时内 | 武当山、黄鹤楼 |
| 京张高铁 | 北京 | 张家口 | 140.6 | 50 分钟 | 张家口（冬奥会） |
| 大张高铁 | 大同 | 张家口 | 140 | 40 分钟 | 张家口（冬奥会） |
| 京沈高铁 | 沈阳 | 北京 | 410 | 2.5 小时 | / |
| 梅汕高铁 | 梅州 | 潮汕 | 122 | 1 小时内 | 雁鸣湖、揭阳楼、黄岐山 |
| 成贵高铁 | 成都 | 贵阳 | 632 | 3 小时 | 成都、峨眉山 |
| 呼张高铁 | 呼和浩特 | 张家口 | 286 | 2 小时内 | 张家口（冬奥会），内蒙古 |
| 鲁南高铁 | 日照 | 庄寨 | 494 | 2 小时内 | / |

数据来源：公开新闻资料整理，东方证券研究所

从目前杭黄高铁运营的实际效果来看，也确实对黄山的客流起到了较好的促进作用。杭黄高铁已于 18 年 12 月投入运营，从实际效果看，18 年 12 月和 19 年 1 月黄山风景区的旅游人次达到 16.0 万人/+220%，11.3 万人/+83.6%，均实现了高增，可见杭黄高铁的开通确实对黄山客流起到了较好的促进作用。

图 18：18 年 12 月和 19 年 1 月黄山风景区客流均实现了高增



数据来源：黄山市统计局，东方证券研究所

2. 抓取低线城市及农村的增量客群，更好填补淡季客流

低线城市观光游需求继续扩张。2015 年农村居民人均现金收入刚刚达到城镇居民 2007 年的水平，而 07 年正是城镇居民观光游快速释放的黄金十年。目前三四线城市消费市场仍有巨大的释放空间，低线城市及农村居民出游的热情在继续提升中，在政府对乡村出游的扶持下，观光游需求继续扩张，有望复制 10 年前一二线城市居民观光游热潮。

低线及农村游客可以更好改善景区淡旺季不均的情况：相比一二线城市居民，低线城市及农村居民由于具备农闲等更自由的时间，可以有效填补各大景区淡季客流改善其目前淡旺季分布悬殊的情况。同时，由于低线及农村市场目前对可选消费的价格敏感性相对较高，此轮国有景区门票降价，旅游性价比增强，也更有利于吸引低线城市客源，推动景区客源像低线城市及农村渗透。

图 19：2015 年农村居民消费水平已达 2007 年城镇居民消费水平（元）


数据来源：WIND，东方证券研究所

3. 管理改善的预期，国企机制下的新活力

景区类上市公司多属于国企，部分存在动力不足的问题，因此管理改善的预期亦是提升公司业绩的核心来源之一。目前部分上市景区更换了管理团队，高管的更换或机制的突破有望从根本上改善公司的面貌，有望为国企机制注入新的活力，从而提升公司的经营及业绩水平。

表 4：主要上市景区高管变动情况

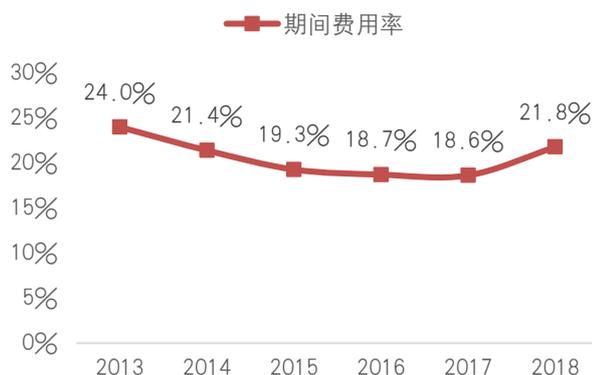
| | 高管任职日期 | 变动情况 |
|-------|------------|------------|
| 黄山旅游 | 2016/1/19 | 董事长/总裁：章德辉 |
| 三特索道 | 2017/6/23 | 董事长：卢胜 |
| | 2018/11/19 | 总裁：张泉 |
| | 2018/12/21 | 副总裁/董秘：曹正 |
| 峨眉山 A | 2017/4/18 | 董事长：王东 |
| | 2018/5/16 | 总经理：郑文武 |
| 云南旅游 | 2017/8/11 | 董事长：张睿 |
| | 2018/3/30 | 总经理：孙鹏 |
| | 2018/9/20 | 副总经理：卢亚群 |
| | 2018/2/26 | 副总经理/董秘：郭金 |
| 长白山 | 2016/10/18 | 董事长：王昆 |
| | 2018/10/25 | 副总经理：安国柱 |
| | 2018/10/25 | 副总经理：孙青春 |
| 张家界 | 2016/12/16 | 董事长：赵文胜 |
| | 2018/7/27 | 总裁：陈琛 |

| | | |
|------|------------|----------|
| | 2018/7/27 | 工程总监：张子鹏 |
| 西安旅游 | 2016/10/26 | 董事长：谢平伟 |
| | | 总经理：王伟 |

数据来源：公司公告，东方证券研究所

以黄山和峨眉山为例，新管理层上任后管理改善成果显著。黄山和峨眉山的期间费用率来看，管理改善成效明显：1) 黄山在新任管理层上任后，严格管控费用，16年以来公司期间费用率持续下滑，特别是18年在华东市场环境面临压力的情况下，公司通过改善管理，大力控费，效果显著（18年前三季度管理费用率-1.1pct）；2) 同样峨眉山在董事长王总的带领下，17/18年控费也取得了良好效果，期间费用率逐年下滑（17年-3.0cpt，18年-4.0cpt）。

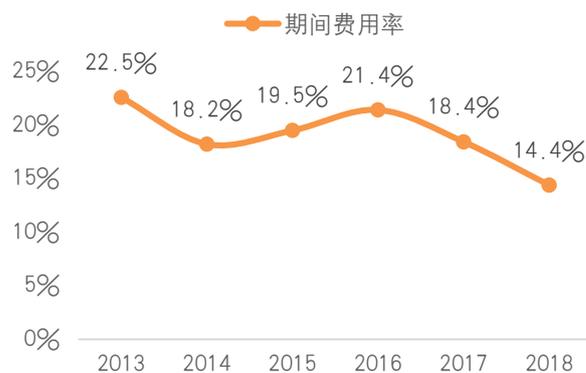
图 20：新任管理层推动下，16 年开始黄山期间费用率持续下降



数据来源：wind，东方证券研究所

注：2018 年费用率按照三季报推算；黄山 18 年期间费用率提高主要是因为支付给黄山机场的奖励费等导致销售费用增加

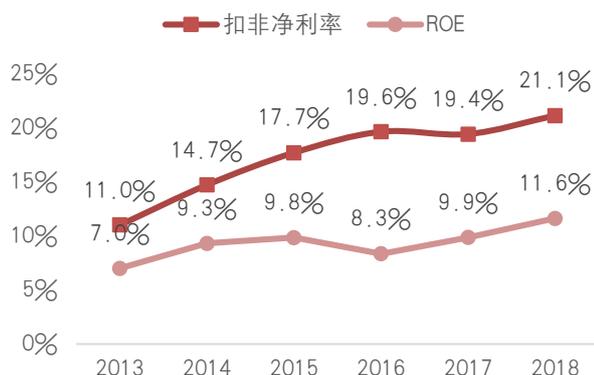
图 21：峨眉山管理费用率也得到了有效控制



数据来源：wind，东方证券研究所

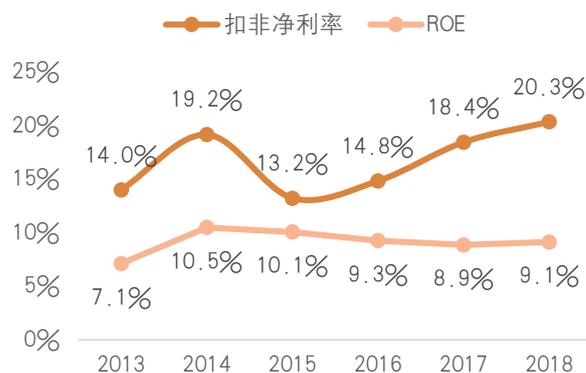
注：2018 年费用率按照三季报推算

在严格控费增效的情况下，两大景区的净利率和 ROE 也有明显上升，进一步提升各景区的经营效率。18 年前三季度，黄山扣非净利率和 ROE 分别同比增长 1.7pct/1.7cpt，公司的盈利能力持续提升；18 年前三季度，峨眉山扣非净利率和 ROE 分别同比增长 1.9pct 和 0.2pct，盈利能力同样有所增强。可见在公司大刀阔斧的扣费下，两大景区的盈利能力有着明显的提升。

图 22：黄山的扣非净利润率和 ROE 在持续提升


数据来源：wind，东方证券研究所

注：2018 年按三季度推算

图 23：峨眉山的扣非净利润率在持续提升


数据来源：wind，东方证券研究所

注：2018 年按三季度推算

三、市场的核心担忧：门票降价？可能没想象的那么严重

第一期国有景区下调门票价格基本完成。18 年 6 月 28 日，国家发改委印发《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》，要求降低重点国有景区门票价格取得明显成效，且在“十一”黄金周旅游高峰之前，切实降低一批重点国有景区偏高的门票价格。截至 18 年国庆前全国共有 981 个景区宣布免费开放或降低门票价格，其中 5A 和 4A 级景区占比 70.6%，降幅超 20%的景区逾五成。

表 5：部分景区降价情况（元）

| 公司简称 | 降价项目 | 降价后价格 | 降价前价格 | 公司简称 | 降价项目 | 降价后价格 | 降价前价格 |
|------|-----------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|
| 桂林旅游 | 漓江景区-三星游船 | 215 | 270 | 峨眉山 A | 旺季门票 | 160 | 185 |
| | 漓江景区-四星游船 | 360 | 450 | 黄山旅游 | 黄山风景区旺季门票 | 190 | 230 |
| | 银子岩景区 | 65 | 80 | 乌镇景区 | 东栅门票 | 110 | 120 |
| | 丰鱼岩景区 | 50 | 65 | | 西栅景区 | 190 | 200 |
| | 龙胜温泉景区 | 100 | 125 | 张家界 | 武陵源旺季门票 | 225 | 245 |
| | 天门山景区 | 30 | 38 | | 武陵源淡季门票 | 115 | 136 |
| | 丹霞温泉 | 100 | 138 | 其他 | 嵩山少林寺景区门票 | 80 | 100 |
| | 夜游两江四湖普通船 | 185 | 220 | | 洛阳龙门石窟 | 90 | 100 |

| | | | | | |
|-----------------------|-----|-----|------------------|-----|-----|
| 夜游两江四湖豪华船 | 210 | 250 | 焦作云台山景区 门票 | 120 | 150 |
| 夜游四湖“渔鹰捕鱼”普通船 | 150 | 190 | 小浪底 | 40 | 50 |
| 夜游四湖“渔鹰捕鱼”豪华船 | 175 | 220 | 九寨沟风景名胜 区旺季门票 | 190 | 220 |
| 日游四湖“水上桂林”普通船 | 80 | 120 | 黄龙风景名胜 区旺季门票 | 170 | 200 |
| 日游四湖“水上桂林”豪华船 | 105 | 150 | 乐山大佛风景 名胜区 | 80 | 90 |
| 日游一江四湖“超值水上桂林” 普通船 | 110 | 155 | 青城山景区 | 80 | 90 |
| 日游一江四湖“超值水上桂林” 豪华船 | 130 | 185 | 都江堰景区 | 80 | 90 |
| 日游漓江市区段 | 55 | 80 | 杭州千岛湖景 区旺季 | 130 | 150 |
| 日游漓江市区段 | 75 | 105 | 九华山风景区 | 160 | 190 |
| 夜游环城游普通船 | 220 | 280 | 天柱山风景区 | 130 | 150 |
| 夜游环城游豪华船 | 245 | 310 | 天堂寨风景区 | 100 | 115 |
| 夜游一江四湖普通船 | 160 | 205 | 八里河风景区 | 90 | 104 |
| 夜游一江四湖豪华船 | 185 | 235 | 万佛湖风景区 | 65 | 80 |
| 丽江 | | | | | |
| 丽江旅游玉龙雪山大索道 | 120 | 180 | | | |
| 云杉坪索道门票 | 40 | 55 | | | |
| 牦牛坪索道票价 | 45 | 60 | | | |

数据来源：公司公告，公开新闻资料整理，东方证券研究所

由于门票降价具备不可预测性，且可能将成为长期趋势，市场对其担心较多，特别是关于后续二次降价的可能性。但我们通过实际测算，认为市场可能过分担忧了其潜在影响：

1. 门票降价确有影响，但因景区而异，部分优质景区影响有限

门票收入是景区公司重要的收入来源，门票的降价确实会对景区公司的收入产生一定影响，但因景区而异，对于部分景区而言影响有限。根据我们的测算，如果 19 年主要景区的门票价格继续下降 5%-20% 不等，对主要上市景区的业绩影响如下表。

从表中可以看出，门票降价对于收入结构多元，二次消费占比高的公司业绩影响非常有限。如对于二次消费占比较高的天目湖而言，门票每降价 5%，业绩仅下降 0.8%；对于收入结构分散的休闲游标杆中青旅、自然景区龙头黄山来说，门票降价的影响也相对有限。因此收入的分散度可以成为后续标的选择的重要考量之一。

表 6：门票降价幅度对公司 19 年业绩影响

| 公司及景区 | 降价幅度 | | | |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| | 5.0% | 10.0% | 15.0% | 20.0% |
| 黄山 | -1.1% | -2.2% | -3.3% | -4.4% |
| 三特索道（梵净山） | -1.8% | -3.6% | -5.4% | -7.2% |
| 天目湖（南山竹海） | -0.8% | -1.7% | -2.5% | -3.4% |
| 峨眉山 | -1.2% | -2.4% | -3.6% | -4.8% |
| 丽江旅游（三条索道） | -7.3% | -14.6% | -22.0% | -29.3% |
| 中青旅（乌镇） | -1.3% | -2.6% | -3.8% | -5.1% |

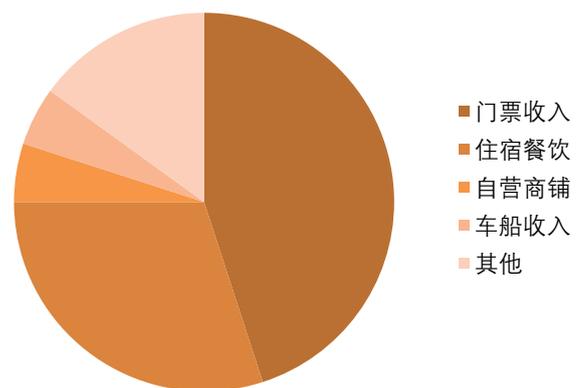
数据来源：东方证券研究所

图 24：天目湖景区非门票收入达到 55%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 25：乌镇收入结构图



数据来源：公司调研，东方证券研究所

2. 不可忽视降价带来的客流提振，亦可带来有效的正向抵消

降价在影响景区客单的同时，另一方面，景区的降价也会带来一定的客流提振作用，进一步抵消门票降价对业绩带来的不利影响。特别是对拥有名山大川稀缺资源的山岳型景区、索道等其他二次消费贡献度高的黄山、峨眉山提振效果更加明显。根据我们测算，客流每提升 1%，黄山和峨眉山的业绩分别提振 0.6%/1.0%，有望有效抵消降价的不利影响。

表 7：门票降价后客流变动对公司 19 年业绩影响

| 客流增速变动 | 门票降价 | 客流变动 | | | | | | | | |
|---------------|----------------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| | | -4% | -3% | -2% | -1% | 0% | 1% | 2% | 3% | 4% |
| 三特索道 (梵净山) | 门票降 10 元 | -1.2% | -0.9% | -0.6% | -0.3% | 0.0% | 0.3% | 0.6% | 0.9% | 1.2% |
| 中青旅 (乌镇) | 西栅门票 降 10 元 | -1.6% | -1.2% | -0.8% | -0.4% | 0.0% | 0.4% | 0.8% | 1.2% | 1.6% |
| 黄山 | 旺季门票 降 40 元 | -2.5% | -1.9% | -1.3% | -0.6% | 0.0% | 0.6% | 1.3% | 1.9% | 2.5% |
| 峨眉山 | 旺季门票 降 25 元 | -4.0% | -3.0% | -2.0% | -1.0% | 0.0% | 1.0% | 2.0% | 3.0% | 4.0% |

数据来源：公司公告，东方证券研究所

四、投资建议：看好估值修复+拓张动能两条主线

18 年景区门票降价及市场对未来中长期持续降价的担心，带来了景区板块估值较长时间的调整，已是历史大底区间。但综合前文，景区仍是存在持续成长动能及上佳配置价值的板块，且我们认为市场一定程度高估了门票降价可能带来的潜在影响，低估了人次提振带来的正向效应，而在此基础上的长期估值压制存在一定的不合理成分。随着市场 19 年初以来的转暖及整体市场的估值上行、风险偏好提升，这种低估显得更加突出，我们认为存在值得重点关注和把握的投资机会。

1. 主线一：看龙头景区的估值修复机会

主线一，我们认为可重点关注经营成熟、业绩来源相对分散、受降价实质影响较小（或不受影响），但随此轮板块预期转冷、有所错杀的龙头公司估值修复的机会，重点推荐黄山旅游(600054, 买入)、中青旅(600138, 买入)。

黄山旅游：目前公司 PE (ttm) 估值仅为 18.0X，从历史估值来看，公司 10 年的平均 PE (ttm) 估值为 35.1X，即使在出现极端天气的 2013 年，估值最低也达到了 19.9X，因此目前公司估值正处在历史大底。随着近期客流边际的回暖，公司业绩提升的动能增强，目前时点的估值性价比凸显。预计公司 18-20 年 eps 分别为 0.66/0.62/0.70 元，对应 19 年的 PE 估值为 19.2X。

中青旅：目前公司 PE (ttm) 估值达到 20.2X，而对比历史估值，10 年平均 PE (ttm) 为 29.5X，目前估值处在历史估值低点，与 2013 年出现极端市场环境时的估值接近（17.3X），存在估值修复的机会。预计公司 18-20 年 eps 分别为 0.85/0.95/1.07，对应 19 年的 PE 估值为 18.1X。

2. 主线二：具备向外拓张动能公司的更大弹性机会

相比其他依赖于单个自然资源公司可能面临的成长与估值瓶颈，另一类公司具备着外延拓展能力和多个景区运营能力，并且已开始大力推进/或提上日程，有望随市场转暖进一步带来诉求和动力的提升。重点推荐天目湖(603136, 买入)、三特索道(002159, 买入)，关注宋城演艺(300144, 买入)、黄山旅游(600054, 买入)，峨眉山 A(000888, 买入)。

天目湖：公司景区运营能力突出，其开发模式对稀缺自然资源依赖度低，可复制性强，未来有望将管理模式向外输出，拥抱更大的外延空间。预计 19-20 年公司 eps 分别为 1.49/1.17 元，对应 19 年的 PE 估值为 25.8X。

三特索道：公司旗下拥有梵净山、猴岛等多个景区资产，多景区运营能力突出，随着减亏项目的逐步剥离，公司业绩+管理拐点进一步强化，大股东支持也更加明确，也进一步带来资本运作预期，有望打开公司成长的更大空间。预计 18-20 年公司 eps 分别为 1.04/0.55/0.72 元，对应 19 年的 PE 估值为 41.1X。

黄山旅游：公司提出“走下山、走出去”的战略及“一山一水一村一窟”的具体布局，同时在新任董事长章总的推进下，公司调整了组织架构，优化了“二创中心”职能，保障了外延扩张战略的推进。目前东黄山、太平湖、花山谜窟等项目正大力推进，一旦落地，有望打破山岳型景区的成长瓶颈。

宋城演艺：行业内少有异地拓张及管理输出受到广泛认可的公司，陆续推出三亚、丽江、九寨千古情项目经营业绩亮眼。18 年底，公司成功受让广东佛山轻资产项目转为自建，西塘镇宋城演艺谷项目亦正式动工，后续上海、澳洲宋城千古情项目将陆续落地，公司异地拓张步伐稳步推进。

峨眉山 A：2018 年 6 月“只有峨眉山”演艺项目投入建设，建设周期 1 年，预计 2019 年投入使用，预计项目达成后每日游客接待规模可达万人。演艺项目的落成将进一步完善峨眉山景区旅游服务功能，丰富峨眉山文化旅游产品，主推景区整体客流人次的进一步提升。预计 18-20 年公司 eps 分别为 0.42/0.47/0.51，对应 19 年的 PE 估值为 16.3X。

表 8：推荐公司盈利预测及 19 年估值水平（股价取自 2019 年 3 月 22 日）

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 /元 | 总市值/亿 元 | EPS 2017A | EPS 2018E | EPS 2019E | EPS 2020E | PE 2019E |
|-----------|-------|-----------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 002159.SZ | 三特索道 | 22.63 | 31.38 | 0.04 | 1.04 | 0.55 | 0.72 | 41.1 |
| 600054.SH | 黄山旅游 | 11.89 | 81.08 | 0.55 | 0.66 | 0.62 | 0.70 | 19.2 |
| 600138.SH | 中青旅 | 17.18 | 124.36 | 0.79 | 0.85 | 0.95 | 1.07 | 18.1 |
| 300144.SZ | 宋城演艺 | 23.69 | 344.12 | 0.73 | 0.92 | 0.99 | 1.13 | 23.9 |
| 000888.SZ | 峨眉山 A | 7.68 | 40.47 | 0.37 | 0.42 | 0.47 | 0.51 | 16.3 |
| 603136.SH | 天目湖 | 38.42 | 30.74 | 1.30 | 1.29 | 1.49 | 1.71 | 25.8 |

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

1. **天气灾害、传染病流行造成的旅游受限。**不利的天气条件、传染病的流行等极端情况的出现将影响景区的游客数量。
2. **二次消费项目降价超预期。**目前主要景区门票降价基本完成，但是否继续降低索道、环保车等景区交通工具的价格尚存在不确定性。一旦这些二次消费项目降价超预期，会对公司业绩产生不利影响。
3. **外延项目推进不及预期。**如果外延扩张项目推进不及预期，会影响公司规模扩张进程。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有三特索道(002159)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有中青旅(600138)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

