

19Q1 收入端波动，持续控费提效 增持（维持）

2019 年 04 月 27 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,072	1,084	1,106	1,135
同比（%）	-0.6%	1.1%	2.0%	2.6%
净利润（百万元）	209	221	234	248
同比（%）	6.4%	5.5%	6.0%	6.1%
每股收益（元/股）	0.40	0.42	0.44	0.47
P/E（倍）	17.20	16.30	15.37	14.49

事件：公司发布 2019 年一季报，19 年 Q1 实现营收 2.55 亿元（-3.38%），归母净利润 0.19 亿元（+5.42%），扣非净利 0.18 亿元（-1.27%）。

投资要点

■ **归母净利有所上升，非经常性损益影响较大。**19 年 Q1 实现营收 2.55 亿元（-3.38%），估计与景区降价等因素有关，归母净利 0.19 亿元（+5.42%），非经常性损益贡献 130.22 万元，非经常性损益主要包括非流动资产处置损益 78.22 万元和政府补助 26.50 万元（+229.19%），扣非净利 0.18 亿元（-1.27%）。

■ **毛利率有所下降，管理有所提效。**19Q1 毛利率 31.81%（-2.27pct），略有下降。管理提效助力净利率提升 0.63pct；销售费用率 5.23%（-1.40pct），营销转型，加大网络营销渠道的运用，提效降费；财务费用率 0.38%（-0.42pct）。利息收入增加；管理费用率 16.73%（+0.34pct）。19 年 1 月 30 日公司同意签订《环境卫生费用结算协议》，并根据协议承担峨眉山风景区环境卫生费用，按每年景区门票总收入 5%计提，自 19 年 1 月 1 日起执行，19Q1 已计提环境卫生费用 532 万元。

■ **索道升级完毕，运力提升，现金流健康。**2018 年 4 月万年索道完成换装改造，每小时单程运量由 1660 人提高到 2400 人；19Q1 经营活动产生现金流量净额为 5787.73 万元（+57.73%），主要由于万年索道改造投入运营后收入增加及费用支付减少所致。

■ **实际控制人变更，加快国企改革步伐。**18 年 5 月，四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司完成改制，改制完成后公司实际控制人由峨眉山管委会变更为乐山市国资委。公司国企改革不断深化，有助于优化资源配置，整合区域旅游资源，进一步拓宽业绩提升空间。

■ **盈利预测：**预计 19-21 年归母净利 2.21、2.34、2.48 亿元，增速 5.5%、6.0%、6.1%，EPS 为 0.42、0.44、0.47 元，PE 为 16、15、14 倍。

■ **风险提示：**恶劣天气、地质灾害、门票降价等风险。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	6.83
一年最低/最高价	5.29/9.88
市净率（倍）	1.51
流通 A 股市值（百万元）	3598.81

基础数据

每股净资产（元）	4.52
资产负债率（%）	16.50
总股本（百万股）	526.91
流通 A 股（百万股）	526.91

相关研究

1、《峨眉山：高铁红利打开客流空间，18 年业绩增长可期 -20180412》2018-04-13

表 1: 核心数据拆分表

单位: 百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	253.28	270.37	335.01	220.32	264.22	260.29	322.59	225.25	255.30
yoy	4.9%	12.2%	-1.5%	0.5%	4.3%	-3.7%	-3.7%	2.2%	-3.4%
归母净利润	16.52	46.26	88.72	45.11	18.39	51.65	98.80	40.40	19.39
yoy	3.0%	6.7%	4.0%	-3.0%	11.3%	11.6%	11.4%	-10.4%	5.4%
扣非净利润	16.39	46.76	91.80	44.07	18.32	52.25	98.36	40.47	18.08
yoy	1.8%	10.2%	3.9%	491.8%	11.8%	11.8%	7.2%	-8.2%	-1.3%
毛利率	31.9%	51.2%	47.2%	37.4%	34.1%	45.8%	47.5%	41.8%	31.8%
期间费用率	23.0%	29.8%	12.8%	7.7%	23.8%	18.5%	10.5%	16.5%	22.3%
其中: 销售费用率	7.3%	7.1%	2.8%	-1.8%	6.6%	2.5%	1.4%	2.1%	5.2%
管理费用率	15.3%	21.7%	9.4%	10.2%	16.4%	16.1%	9.0%	15.5%	16.7%
财务费用率	0.4%	1.0%	0.5%	-0.8%	0.8%	-0.1%	0.1%	-1.0%	0.4%
归母净利率	6.5%	17.1%	26.5%	20.5%	7.0%	19.8%	30.6%	17.9%	7.6%
ROE	0.80	2.24	4.19	2.07	0.84	2.35	4.35	1.73	0.82
pct	-0.03	-0.02	-0.16	-0.23	0.04	0.12	0.16	-0.34	-0.02
资产负债率	20.22	18.56	18.01	17.80	18.35	17.09	16.78	17.39	16.50
pct	-0.06	-3.71	-8.68	-3.86	-1.87	-1.47	-1.24	-0.41	-1.85
存货	61.15	68.98	68.81	54.89	52.68	51.18	46.05	38.61	46.04
较上年同比增减	-102.87	-116.19	-119.14	4.26	-8.47	-17.80	-22.76	-16.29	-6.64
存货周转天数	29.17	35.38	33.51	30.68	27.79	30.28	28.12	27.33	21.88
较上年同比增减	-58.49	-68.68	-65.26	-28.11	-1.38	-5.10	-5.39	-3.35	-5.91
应收账款	25.92	25.40	35.75	21.44	23.82	23.58	38.46	31.11	21.77
较上年同比增减	-2.03	1.66	1.46	-0.04	-2.10	-1.82	2.71	9.67	-2.05
应收账款周转天数	8.42	8.06	9.00	7.16	7.71	7.72	9.55	8.82	9.32
较上年同比增减	-0.65	-0.24	-0.04	-0.14	-0.71	-0.33	0.55	1.66	1.61
应付账款及应付票据	42.38	56.38	36.50	23.97	27.09	26.76	29.20	24.17	31.10
较上年同比增减	10.77	22.49	2.27	1.73	-15.28	-29.61	-7.30	0.20	4.00
预收账款	20.40	30.61	49.10	21.06	24.64	23.81	33.82	19.56	18.00
较上年同比增减	-10.38	12.37	18.23	-6.09	4.24	-6.80	-15.29	-1.50	-6.64
经营性现金流净额	9.44	133.82	265.40	344.58	36.69	145.75	285.23	397.59	57.88
较上年同比增减	1.64	1.54	0.38	0.40	2.89	0.09	0.07	0.15	0.58
筹资性现金流净额	(6.11)	(146.55)	(158.27)	(160.47)	(15.12)	(64.12)	(64.12)	(74.72)	(3.69)
较上年同比增减	-1.32	-3.97	-1.72	-1.75	1.48	-0.56	-0.59	-0.53	-0.76
资本开支	102.80	23.91	37.95	64.10	39.85	14.01	14.58	21.89	30.48
较上年同比增减	0.33	-0.22	-0.59	1.01	-0.61	-0.41	-0.62	-0.66	-0.24

数据来源: wind, 东吴证券研究所

峨眉山 A 三大财务预测表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	1149	1522	1640	2027	营业收入	1072	1084	1106	1135
现金	988	1273	1493	1767	减:营业成本	616	622	632	647
应收账款	31	18	33	19	营业税金及附加	10	10	10	10
存货	39	59	39	62	财务费用	33	34	32	30
其他流动资产	91	172	75	178	管理费用	149	149	147	146
非流动资产	1726	1597	1490	1383	财务费用	0	0	0	0
长期股权投资	39	18	-5	-28	资产减值损失	5	2	2	1
固定资产	1382	1317	1252	1188	加:投资净收益	-9	-2	-2	-2
在建工程	83	59	43	32	其他收益	1	1	1	1
无形资产	164	173	169	163	营业利润	249	267	282	299
其他非流动资产	57	30	31	29	加:营业外净收支	-2	-4	-3	-4
资产总计	2875	3119	3130	3409	利润总额	248	262	278	295
流动负债	286	413	293	427	减:所得税费用	39	42	45	47
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
应付账款	24	24	25	25	归属母公司净利润	209	221	234	248
其他流动负债	261	390	268	402	EBIT	255	263	277	292
非流动负债	214	163	113	63	EBITDA	413	402	398	415
长期借款	199	147	97	47					
					重要财务与估值指				
其他非流动负债	16	16	16	16	标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	500	576	406	490	每股收益(元)	0.40	0.42	0.44	0.47
少数股东权益	13	13	12	12	每股净资产(元)	4.48	4.80	5.15	5.52
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	2362	2530	2711	2907	股)	527	527	527	527
负债和股东权益	2875	3119	3130	3409	ROIC(%)	8.3%	8.1%	8.1%	8.1%
					ROE(%)	8.8%	8.7%	8.6%	8.5%
现金流量表（百万元）					毛利率(%)	42.6%	42.7%	42.8%	43.0%
经营活动现金流	398	360	337	394	销售净利率(%)	19.5%	20.4%	21.2%	21.9%
投资活动现金流	-78	-11	-14	-17	资产负债率(%)	17.4%	18.5%	13.0%	14.4%
筹资活动现金流	-75	-64	-103	-102	收入增长率(%)	-0.6%	1.1%	2.0%	2.6%
现金净增加额	245	284	220	275	净利润增长率(%)	6.4%	5.5%	6.0%	6.1%
折旧和摊销	158	139	120	123	P/E	17.20	16.30	15.37	14.49
资本开支	90	-102	-86	-84	P/B	1.52	1.42	1.33	1.24
营运资本变动	18	-1	-18	22	EV/EBITDA	6.88	6.32	5.71	4.69

数据来源：贝格，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>