

峨眉山 A (000888)

公司研究/点评报告

改革控费持续推进，外延取得突破

—2019 年半年报点评

点评报告/餐饮旅游

2019 年 08 月 23 日

一、事件概述

公司发布 2019 年半年报：实现收入 5.3 亿元，同比增 0.8%；实现归母净利 0.8 亿元，同比增 10.1%；扣非后归母净利润 0.7 亿元，同比增 5.4%。

二、分析与判断

➤ 客流平稳，门票收入受政策影响下滑，索道迎复苏增长

上半年公司景区购票人次 160 万人，同比略增 0.1%，但门票收入受降价影响，实现收入 2.2 亿元/-7%，人均票价同比降 7%，导致门票业务毛利率同比下滑 6.4pct。索道业务受去年一季度万年索道改造升级停业影响，今年迎来低基数上的复苏，全山索道累计运送游客 323.7 万人次，实现索道受收入 1.8 亿元/+22.6%，毛利率受折旧增加影响，同比下滑 3.7pct；酒店及其他业务收入下滑 6.2%，毛利率同比下滑 5.9pct。

➤ 内部改革持续推进，费用同比改善

公司自董事长王东 2017 年 4 月上任以来，不断完善治理和组织结构不断理顺，加强成本费用控制，近两年销售和管理费用不断得到优化。公司上半年销售费用同比降低 22%至 541 万元，其中广告费、租赁、其他费用大幅减少，带动销售费用率同比降 0.5pct；管理费用同比下降 6.7%至 3684 万元，管理费用率亦减少 2.7pct，改革成效持续显现。

➤ 拟增资《只有峨眉山》项目，正式切入旅游演艺

此前公司虽坐拥名山资源，但受限于山上环保压力，经营上可供腾挪的空间有限，收入结构较为单一，门票+索道收入占比超 70%。且 2013 年定增募投的旅游演艺项目进展亦低于预期，经营上的变化和空间相对不足。

此次公司公告，拟将 2013 年定增项目中用于投资建设峨眉山旅游文化中心项目的 1.21 亿资金，变更为对峨眉山云上旅游投资公司的增资扩股。增资扩股后，公司将持有云上旅游 40%的股权，四川省旅游投资集团控制的旅投航旅及公司关联法人峨旅投集团持股比例分别为 34%、26%。治理结构上，公司对云上旅游的话语权较强。其中，董事会成员由 6 名组成，其中公司提名 3 名，旅投航旅提名 2 名，董事长由公司提名，董事会选举产生。

峨眉山云上旅游投资公司系“只有峨眉山”文化演艺项目的前期建设运营主体，该项目由著名导演王潮歌打造，项目占地规模约 7.8 万平米，室内剧场有 6 个观演空间，实景村落剧场完整保留了 26 个院落，整个项目日最大游客接待量可达 1.5 万人，首场演出预计将在今年 9 月。根据公司测算，项目成熟期后年均营业收入预计近 2 亿元，年均净利润 4968 万元，净利润率约 24.9%，按公司 40%持股比例，预计年均贡献归母净利润近 2000 万元，相当于增厚 2018 年归母净利的 10%。

推荐

维持评级

当前价格： 5.76 元

交易数据

2019-8-22

近 12 个月最高/最低(元)	7.8/5.38
总股本(百万股)	527
流通股本(百万股)	527
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	30
流通市值(亿元)	30

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证号： S0100519080001

电话：

邮箱： guximin@mszq.com

相关研究

1.峨眉山 A(000888):费用管控助业绩稳增长，关注外延及募投项目

三、投资建议

受门票降价、业务结构相对单一影响，公司近两年收入、利润增速显著放缓。此次通过增资扩股，切入旅游演艺市场，一方面将整体带动公司传统景区业务，增厚公司业绩，另一方面也彰显管理层锐意进取的决心，未来在整合地区旅游资源方面仍可期待。预计公司 2019-2021 年 EPS 各为 0.46、0.50、0.55，对应 PE 为 13X、11X、11X，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

演艺项目进展不及预期；门票、索道票降价风险；自然灾害等不可抗力。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,072	1,071	1,105	1,132
增长率（%）	-0.6%	-0.1%	3.2%	2.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	210	241	266	289
增长率（%）	7.1%	14.8%	10.2%	8.8%
每股收益（元）	0.40	0.46	0.50	0.55
PE（现价）	14.5	12.6	11.4	10.5
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

表 1：同行业上市公司估值对比

公司名称	企业性质	19 年 PE
宋城演艺	民营/人文景点	28
中青旅	国企/人文景点	14
大连圣亚	民营/人文景点	77
黄山旅游	国企/自然景点	16
峨眉山 A	国企/自然景点	14
天目湖	民营/自然景点	21
张家界	国企/自然景点	63
桂林旅游	国企/自然景点	27
丽江旅游	国企/自然景点	22
长白山	国企/自然景点	31
九华旅游	国企/自然景点	25

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：除宋城演艺，其他均来自 Wind 一致预期

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,072	1,071	1,105	1,132
营业成本	616	596	607	620
营业税金及附加	10	10	10	11
销售费用	33	33	34	35
管理费用	149	150	155	158
研发费用	0	0	0	0
EBIT	264	282	298	308
财务费用	0	0	0	(17)
资产减值损失	5	0	0	0
投资收益	(9)	5	20	20
营业利润	250	287	318	344
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	248	283	315	341
所得税	39	44	50	54
净利润	210	239	266	287
归属于母公司净利润	210	241	266	289
EBITDA	422	415	434	448

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	988	1265	1656	2083
应收账款及票据	31	23	24	26
预付款项	3	4	4	4
存货	39	64	55	57
其他流动资产	8	8	8	8
流动资产合计	1149	1456	1836	2269
长期股权投资	39	39	39	39
固定资产	1382	1414	1466	1489
无形资产	164	149	134	121
非流动资产合计	1726	1625	1518	1384
资产合计	2875	3081	3354	3653
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	24	24	24	25
其他流动负债	6	6	6	6
流动负债合计	286	253	262	273
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	214	214	214	214
非流动负债合计	214	214	214	214
负债合计	500	467	476	487
股本	527	527	527	527
少数股东权益	13	11	9	8
股东权益合计	2375	2614	2878	3166
负债和股东权益合计	2875	3081	3354	3653

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	-0.6%	-0.1%	3.2%	2.5%
EBIT 增长率	2.6%	6.6%	6.0%	3.0%
净利润增长率	7.1%	12.8%	5.1%	9.3%
盈利能力				
毛利率	42.6%	44.3%	45.0%	45.2%
净利率	19.6%	22.1%	22.5%	24.0%
总资产收益率 ROA	7.3%	7.7%	7.5%	7.5%
净资产收益率 ROE	8.9%	9.1%	8.7%	8.7%
偿债能力				
流动比率	4.0	5.7	6.9	8.2
速动比率	3.9	5.5	6.7	8.0
现金比率	3.5	5.0	6.2	7.5
资产负债率	0.2	0.2	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	8.9	7.9	8.0	8.3
存货周转天数	27.7	39.5	32.8	33.3
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.4	0.5	0.5
每股净资产	4.5	4.9	5.4	5.9
每股经营现金流	0.8	0.6	0.8	0.8
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	14.5	12.8	12.2	11.2
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.3	4.8	3.7	2.7
股息收益率	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	209	234	248	270
折旧和摊销	163	134	135	140
营运资金变动	18	(59)	20	5
经营活动现金流	398	312	407	419
资本开支	90	36	32	9
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(78)	(36)	(32)	(9)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(15)	0	0	0
筹资活动现金流	(75)	(4)	0	0
现金净流量	245	273	375	410

分析师简介

顾熹阔，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。