

峨眉山 A (000888)

公司研究/动态报告

景区资源禀赋优异，提质扩容带来成长看点

动态研究报告/消费者服务

2020 年 04 月 16 日

报告摘要：

● 管理层变更带来的内部治理改善已经兑现

公司自新董事长 2017 年上任后，持续加强内部管控，过去三年费用率显著下行，但市场对此未能给予足够关注。同时，公司实控人由峨眉山景区管委会变更为乐山国资委，对地方资源整合的能力有望进一步提升。

● 业务稳步多元化，演艺+智慧旅游+提质扩容带来成长看点

市场过往认为景区公司缺少成长性，尤其是国有自然景区，受制于资源的可复制性差以及旺季接待瓶颈，成长天花板较低。公司过往收入也确实极度依赖单一景区，门票+索道毛利占比高达 85%，因此自 2018 年发改委推动景区门票降价以来，公司估值持续承压。

但伴随 2019 年公司对云上旅游进行增资扩股，以及智慧旅游项目成功切入地方政务 IT 市场，我们认为公司未来收入结构将逐步向山下延伸。目前，峨眉山景区内仍有较多挖潜空间，客均消费支出显著低于黄山旅游。根据峨眉山管委会 2018 年编制预算披露，景区内部的金顶游步道（含玻璃桥）、金顶索道改造提升等项目正有序推进，未来山上项目的建设、改造有望增加景区吸引力，并提升游客消费水平。

● 投资建议

由于疫情影响，我们下调公司 2020 年业绩，但预计 2021 年受益客流回升以及演艺+智慧旅游项目，业绩将出现反弹。预测 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.43、0.18、0.56 元，对应市盈率分别为 15X/35X/12X。目前，同行业上市公司 2021 年平均 PE 为 17X，而公司 2021 年 PE 仅为 12 倍，仍低于行业平均，估值存在一定安全边际。中长期看，公司景区扩容提质事项可以作为一个看涨期权，一旦景区内提质扩容事项过审，新增二消项目将为公司带来二次成长。综上所述，我们给予公司“推荐”评级。

● 风险提示：

疫情、自然灾害等不可抗力；新项目盈利不及预期；交通改善、景区提质扩容等事项进展不及预期；景区门票、索道降价风险。

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	1,089	791	1,213
增长率（%）	-0.6%	1.5%	-27.3%	53.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	210	226	97	293
增长率（%）	7.1%	7.7%	-57.0%	200.8%
每股收益（元）	0.40	0.43	0.18	0.56
PE（现价）	16.1	14.9	34.7	11.5
PB	1.4	1.3	1.3	1.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

当前价格： 6.21 元

交易数据

2020-4-15

近 12 个月最高/最低（元）	7.57/5.47
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）	33
流通市值（亿元）	33

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： 021-60876718

邮箱： guximin@mszq.com

相关研究

- 1.峨眉山 A(000888):业绩逐季改善,新业务拓展稳步推进
- 2.峨眉山 A(000888):改革控费持续推进,外延取得突破

目录

一、公司内部治理改善业已兑现.....	3
(一) 景区资源禀赋优异, 但量价承压.....	3
(二) 向内挖潜, 新管理层上任后公司治理改善已经兑现.....	4
(三) 实控人变动带来资源整合预期.....	6
二、多元布局, 打破单一业务结构.....	7
(一) 布局旅游演艺项目, 延长旅客夜间消费.....	7
(二) 智慧旅游项目有望产生增量利润.....	10
三、通达度改善, 景区扩容、提质提上日程.....	12
四、投资建议: 内生外延并进, 基本面有望重回增长轨道.....	14
五、风险提示.....	14
插图目录.....	16
表格目录.....	16

一、公司内部治理改善业已兑现

(一) 景区资源禀赋优异，但量价承压

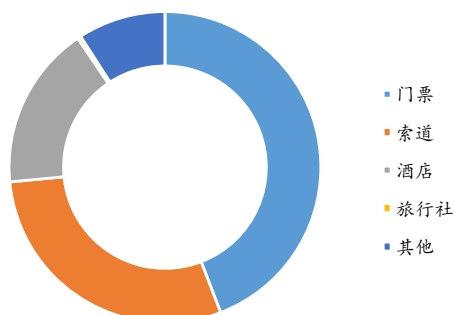
公司经营的峨眉山景区是世界自然与文化双遗产、国家 5A 级旅游景区、也是四川省唯一一家旅游上市公司，收入结构主要由峨眉山游山门票服务、景区索道和酒店经营以及相应的旅游商务营业活动三个板块构成。

表1: 峨眉山 A 主要业务及核心资产

业务	详情
门票	峨眉山风景区门票
索道	万年索道 金顶索道 (2 条)
酒店	山下酒店 1 家 山上酒店 3 家
旅行社	2 家旅行社

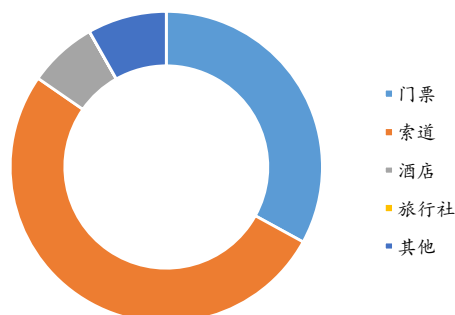
资料来源：公司 2018 年年报，民生证券研究院

图1: 公司收入结构



资料来源：公司 2018 年年报，民生证券研究院

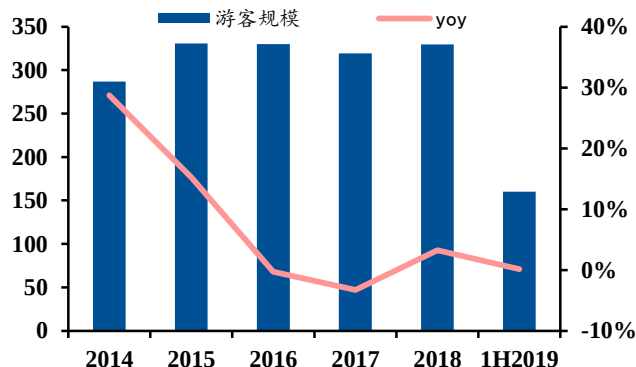
图2: 公司毛利结构



资料来源：公司 2018 年年报，民生证券研究院

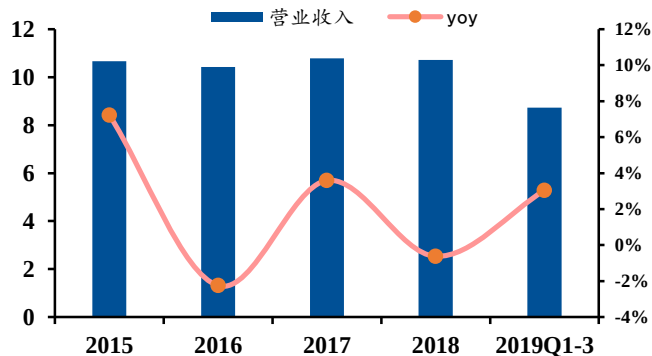
门票降价与客流瓶颈双重压力下，公司收入增速放缓。作为传统自然景区公司，由于存在天然的接待瓶颈，自 2014 年以来公司游客增速逐年放缓，尽管 2017 年底西成高铁开通带来为公司 2018 年的游客增速带来小幅回升，但整体来看近几年公司景区游客量仅维持低个位数增长。同时，2018 年 9 月起发改委开始推行国有景区门票降价，导致峨眉山景区自 2018 年 9 月起，旺季票价同比下滑 13.5% 至 160 元/人。

图3: 游客规模 (万人次, %)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图4: 公司营业收入 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

(二) 向内挖潜, 新管理层上任后公司治理改善已经兑现

2017 年管理革新后, 公司治理步入新阶段。2017 年 3 月 31 日, 公司原董事长马元祝先生因年龄原因辞职, 王东先生于当年 4 月 19 日正式接任董事长一职。此后, 经营管理团队逐步完成新老交替, 并开启降本提效等一系列改革。

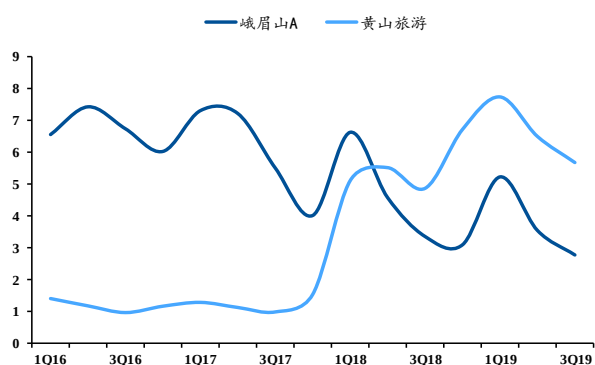
表2: 公司董事长王东先生主要任职经历

时间	任职经历
1998-2000 年	任犍为县人民政府副县长
2000-2002 年	任犍为县委常委、副县长
2002-2003 年	沐川县委常委、常委、副书记、代理县长
2002-2003 年	沐川县委常委、常委、副书记、代理县长
2006-2008 年	任乐山市扶贫办主任
2011-2016 年	乐山市民政局党组书记、局长
2016-2017 年 3 月	乐山市国资委党委副书记、主任
2017 年 3 月至今	任四川省峨眉山乐山山大佛旅游集团总公司、峨眉山旅游股份有限公司党委书记

资料来源: 《关于提名董事及董事长候选人的公告》, 民生证券研究院

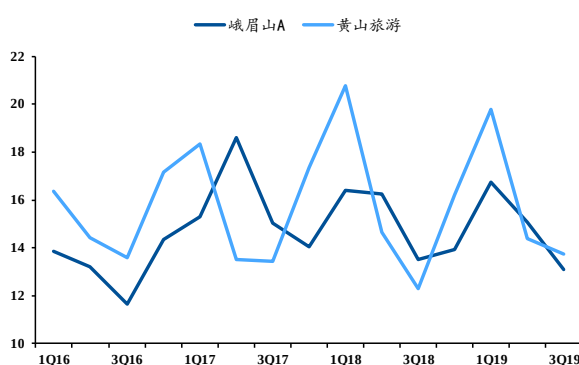
费用管控助力公司近两年业绩实现平稳增长。此前市场对公司费用管控诟病较多, 主要体现在对销售费用的控制低于同业平均水平。

图5: 2016-2019 年公司销售费用率对比 (%)



资料来源: 各公司年报, 民生证券研究院

图6: 2016-2019 年公司管理费用率对比 (%)



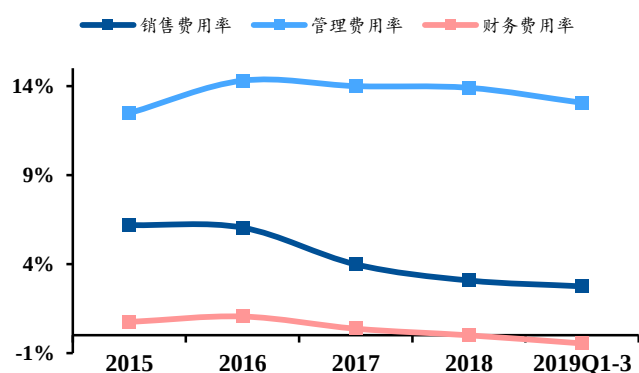
资料来源: 各公司年报, 民生证券研究院

伴随公司管理层履新，2018-2019 年公司费用管控逐季改善：

(1) **销售费用率**：2019 年 Q1-Q3 为 5.23%/1.98%/1.60%。从销售费用细项看，可以发现下降主要来自 2017 年起公司在广告宣传推广费上的节制，其中 18/19H1 广告宣传费同比下降 61%/40%；

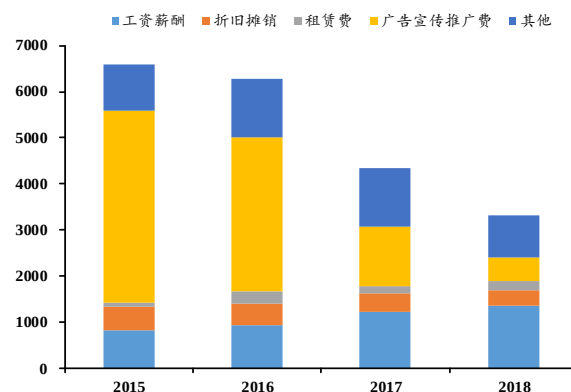
(2) **管理费用率**：2019 年 Q1-Q3 管理费用率为 16.73%/13.47%/10.07%。自 2016 年以来公司的管理费用保持了稳中有降的状态，主要与公司精简优化人员结构有关。长期来看考虑到降费措施的推进，我们认为未来公司还可从优化薪酬考核体系、提高办公用品使用效率、合理配置管理人员、削减招待费用等方面来降低管理成本。

图7：公司期间费用率变动



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图8：公司销售费用结构（万元）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

优化业务结构，对亏损业务进行关停并转。此外，受制于体制和历史遗留问题，公司体内过去仍存较多冗余业务及亏损子公司。2019 年年初，公司陆续关停了其中五家分子公司，为进一步盘活资产提供契机。

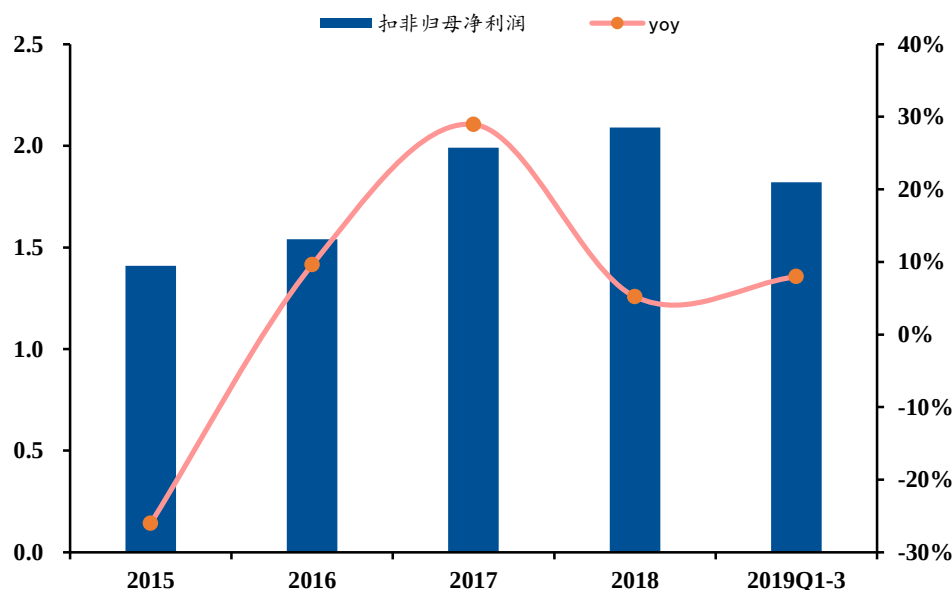
表3：注销的分子公司名称、关停原因、主营业务

公司	关停原因	主营业务
峨眉山环球智慧旅游文化有限公司	长期无实质性经营活动	旅游咨询、文化艺术交流、旅游观光服务等
峨眉山万佛顶索道发展有限公司	长期无实质性经营活动	索道运输
成都雪芽会议服务有限责任公司	经营业绩不佳，长期亏损	会务代理、展览展示
洪雅万年养生科技	无经营业务	预包装食品销售以及茶制品、化妆品研发、销售
金顶云雾索道	无经营业务	索道运输

资料来源：公司公告，民生证券研究院

得益于内部治理改善，公司业绩仍维持平稳增长：截止 2019 年三季度，公司营收同比增 3%，但扣非净利同比增 10%，高于营收增长。这其中一方面与万年索道重启后带来的固定成本摊薄有关，另一方面也与公司在费用管控上的发力相关。

图9: 2015-2019Q3 公司扣非净利 (亿元)

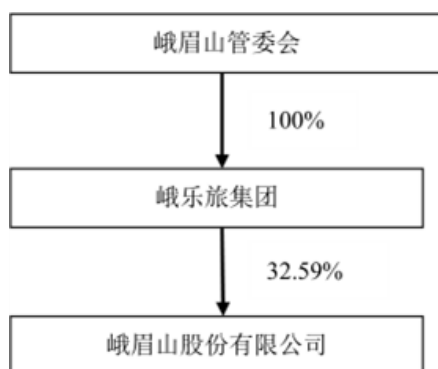


资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三) 实控人变动带来资源整合预期

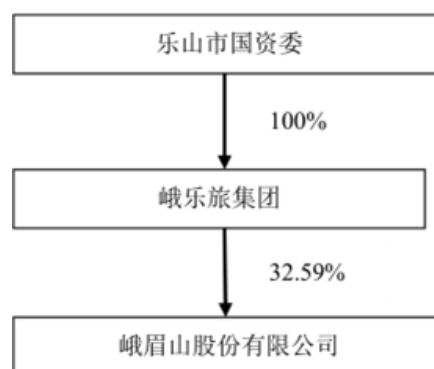
2018年5月15日,乐山市国资委同意峨乐旅集团的改制方案,改制后公司的实际控制人将由峨眉山管委会变更为乐山市国资委,乐山市国资委持有公司32.59%的股权。乐山国资委是乐山市政府直属正县级特设机构,实际监督控制乐山国投集团等6家地方国有企业。考虑到现任董事长王东先生曾任乐山国资委党委副书记、主任,现任总经理郑文武先生曾任国资委下属乐山大佛旅游投资开发集团总经理,此次股权结构变化也有利于公司未来进一步整合周边旅游资源。

图10: 收购前的产权控制关系结构图



资料来源:《关于实际控制人变动的提示公告》,民生证券研究院

图11: 收购后的产权关系结构图



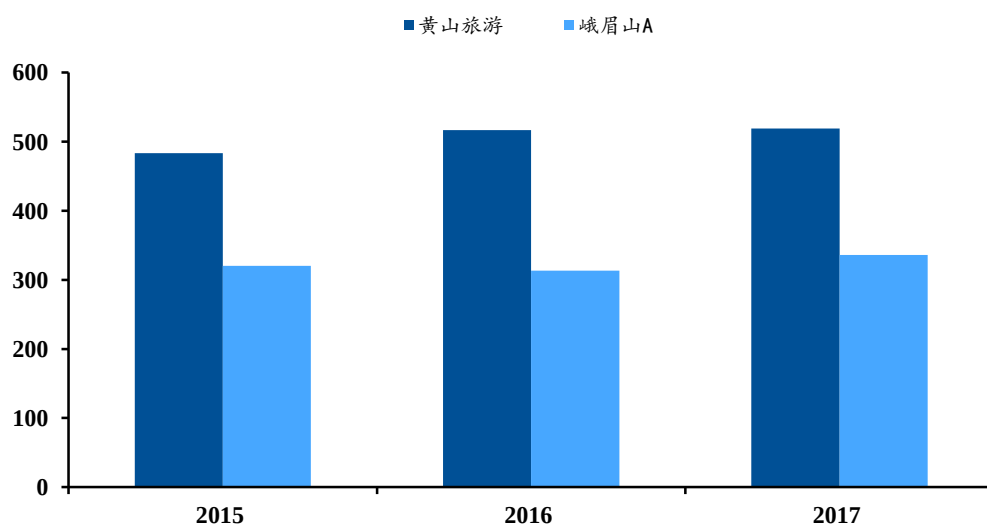
资料来源:《关于实际控制人变动的提示公告》,民生证券研究院

二、多元布局，打破单一业务结构

对标黄山，公司对游客挖潜不足，主要因二消消费点较少。与黄山旅游相比，公司客均消费水平（门票、索道、酒店）较之低 54%。差异产生原因一方面是两景区定价不同，如峨眉山门票降价前淡旺季为 110/185，黄山为 150/230，淡旺季相差 36%/24%。另一方面也与公司景区内外的二次消费项目较少有关：（1）**索道数量对比**：峨眉山 2 条索道，黄山 4 条。（2）**酒店数量对比**：峨眉山山上 1 家，山下 2 家，还有一家在成都。黄山山上 6 家，山下 2 家，黄山市区 4 家；（3）**旅行社数量对比**：峨眉山 2 家 VS 黄山 3 家。

为解决旅客二次消费点少，进一步拓宽景区收入来源，公司自 2017 年以来已经陆续通过对外投资，设立合资公司方式新设旅游演艺、智慧旅游等业务。其中，公司参股 40%的《只有峨眉山》旅游演艺项目已于 2019 年四季度上演；智慧旅游子公司领创数字中标乐山政务信息项目。

图12: 景区门票降价前峨眉山 A 与黄山旅游人均消费对比（元）



资料来源：峨眉山 A、黄山旅游 2015-2017 年年报，民生证券研究院

（一）布局旅游演艺项目，延长旅客夜间消费

增资扩股“云上旅游”，填补区域高端旅游演艺项目空白。2019 年 8 月，公司出资 1.2 亿与旅投航旅（出资 1.02 亿）、峨旅投（董事长关联公司，出资 0.78 亿，为云上旅游原控股股东）一同认缴云上旅游新增注册资本，公司持股 40%，成为第一大股东。云上旅游注资前由关联公司峨旅投集团 100%控股，主要资产为《只有峨眉山》旅游演艺项目主体。

表4: 增资前后云上旅游股权结构

股东	出资情况			
	增资前		增资后	
	认缴出资额（万元）	出资比例	认缴出资额（万元）	出资比例
峨眉山 A			12,000	40%
旅投航旅			10,200	34%
峨旅投集团	7,800	100%	7,800	26%
合计	7,800	100%	30,000	100%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

项目概况：《只有峨眉山》属于王潮歌导演“只有”系列的新作品，相较于“印象”系列演出，该剧目可实现观众行进式观演、多舞台多维度切换互动。整体剧场建筑面积超过 3 万平方米，分为三块：

(1) “云之上”室内情境体验剧场，场设计方案紧扣“峨眉”主题，每场可容纳 1400 人观看，由 6 个独立的表演空间构成，观众行进式观演。

(2) “云之中”园林剧场有 30 个微戏剧观演点，用 36 座黑色玄武岩块石垒砌的人造山麓配约 1.8 万平方米的白色砾石地和覆盖面积 8000 平米的白色水雾组成云海。

(3) “云之下”实景村落剧场采用浸没式的情景体验方式，由 48 栋民房、395 个房间、27 个院子、104 个微戏剧组成，达 2 万平方米，每场可容纳 700 人次。

图13: 云之上情景体验剧场



资料来源：民生证券研究院

图14: 云之中园林剧场



资料来源：民生证券研究院

对标《印象丽江》，公司演艺项目成长空间可观。目前国内上市景区中，丽江股份下属的《印象丽江》项目与公司《只有峨眉山》可比性较高。

收入：虽然丽江旅游演艺市场竞争激烈，但受益于丽江旅游市场客群基数较大（官方统计年均旅游人次超 4000 万），《印象丽江》日均演出场次仍可保持在 2 场以上，2019 年收入 1.8 亿元；峨眉山市的客群基数较少，官方数据为 2018 年 1500 万人次，但峨眉山地区的旅游演艺项目较少，且缺乏与公司同等质地的演艺项目。

盈利能力：旅游演艺项目的盈利能力较好。旅游演艺业务的成本主要为固定资产、土地的摊销和折旧等固定成本，其次为演员的人工成本，在变动成本中占大头。以《印象丽江为例》，2007-2019 年，伴随上座率和演出场次不断增加，《印象丽江》净利润率从-20%最高提升至 38%，而伴随折旧摊销逐步完成，即使在 2018 年上座率下滑至 64%的情况下，《印象丽江》净利润率仍有 20%。

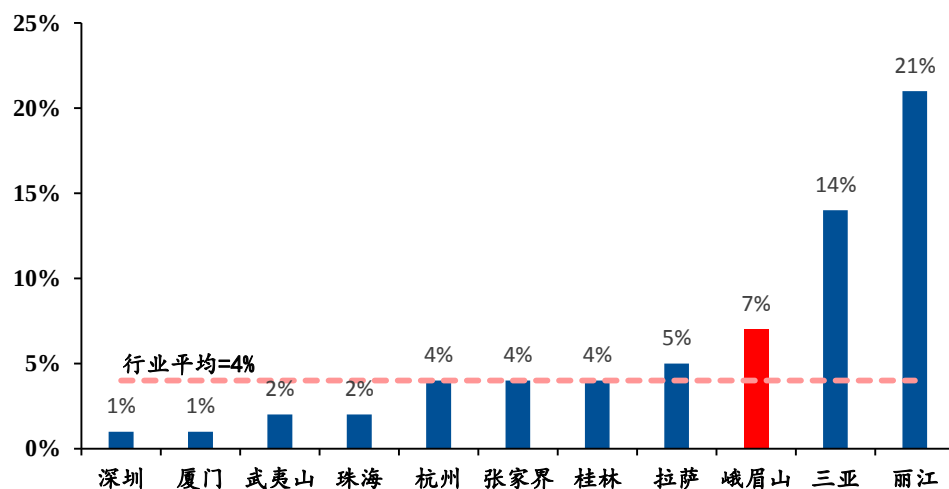
表5: 《印象丽江》、《只有峨眉山》对比

	印象丽江	只有峨眉山
目的地客群基数 (万人次)	2262	785
旅游演艺转化率	21%	7%
观演人次 (万人次)	186	55
转化率	8.2%	7.0%
票面价 (元)	190-260	298
2019 年收入 (亿元)	1.82	
净利润率	16%-25%	

资料来源: 公司公告, 各地旅游局, 奇创咨询, 民生证券研究院整理

预计公司项目上座率 55% 可达盈亏平衡, 协同效应下可增厚公司业绩 10%。目前“云之上”已对外公演, 表演时间为 19:30-21:00, 每日一场, 票价为峨眉山市民 100 元, 其他游客 238 元, 假设初期本地市民和其他游客比例为 1: 1, 则平均票价为 169 元。目前, 我们估算该项目最低固定成本+变动成本为 4711 万元/年, 这意味着项目达到盈亏平衡点所需的上座率为 55%。从实际情况看, 2018 年峨眉山市旅游人次为 1570 万人次/+11% YoY, 在给予一定自然增长率和剔除重复统计后, 我们测算 2020 年峨眉山市实际旅游人次为约 880 万/年。在此基础上, 我们参照国内其他旅游演艺城市给予峨眉山市 4% 左右的旅客转化率, 则对应观演人次为 35 万人/年, 上座率约 69%, 高于项目盈亏平衡点, 对应净利润率可达 24%。此外, 考虑该项目由知名导演创作, 其知名度和新颖性有望吸引部分新增游客。同时由于节目安排时点在晚上, 也有利于延长游客在峨眉山地区的逗留时间。目前公司预估该演艺项目将为峨眉山景区带来 5% 的游客增量, 对应 15-20 万人次, 可增厚景区相关收入 6500 万元, 归母净利 1300 万元。

图15: 2014 年国内典型景区游客观看演艺项目转化率



资料来源: 奇创咨询, 民生证券研究院

表6:《只有峨眉山》演艺项目财务测算

项目	单位: (万元)	释义
峨眉山市旅游人次 (万人次)	882	2018 年人次 1570 万, 剔除重复统计
转化率	4%	
外地购票人次 (万人次)	35	
演出场次 (场)	365	每场满座 1400 人次, 每天一场
上座率	69%	
实际票价 (元)	238	票面价 298 元, 试验运营阶段 238 元, : 外地旅客比例 1: 1
门票收入	8396	
成本	5625	
剧场建设费折旧	1340	
剧目及品牌摊销	2004	固定成本: 根据公司会计准则摊销
土地使用权摊销	427	
其他成本	1259	变动成本: 主要为演员工资
费用	932	
销售费用	252	
管理费用	168	
财务费用 (资本化利息)	260	
所得税	351	税率 15%
净利润	1991	
净利润率	24%	
归母净利润	796	公司持股 40%

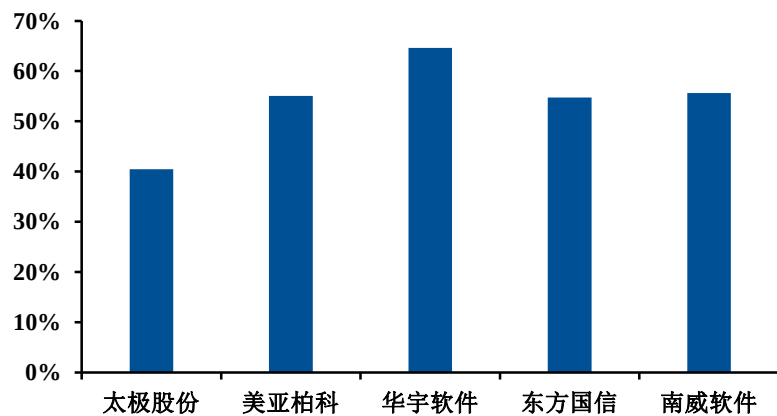
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(二) 智慧旅游项目有望产生增量利润

依托智慧旅游项目及国资背景, 公司切入当地政务 IT 市场。伴随 2017 年峨眉山智慧旅游文化创意体验产业园投产, 公司近两年开始加速推进智慧旅游建设, 除了完成扫码购票、实名认证、“刷脸”旅游等智慧景区项目, 公司同时还承接了乐山政务云建设, 并成功与省级平台成功实现级联对接。2019 年 10 月, 公司子公司领创数智 (70%股权) 中标乐山市政务云及大数据中心建设项目, 主要包括政务信息资源共享交换平台建设、数据库建设、配套软件建设以及云服务基础支撑等内容, 项目金额共 1991 万元。

智慧旅游项目固定资产投入已在往年报表体现, 新增订单均为增量利润。公司当前政务 IT 业务主要为公司前期投资 2.2 亿建设的峨眉智慧旅游文化创意体验产业园区的延申应用, 因而相关折旧摊销成本已经在 2017 年报表中体现, 新增订单在刨去人工和新增服务器采购成本后基本为纯利。参考计算机行业公司财务数据, 此类项目毛利率一般在 40%-60%左右, 成本结构中材料及设备采购成本往往占比较高, 考虑公司的服务器及数据中心等固定资产投资已于 2017 年转固, 因此我们预计公司政务 IT 项目净利润率有望达到 30%-40%, 目前在手订单预计可贡献归母净利约 500 万元。由于公司目前为乐山市国资委下属企业, 以及省内智慧旅游先行应用景区, 我们预计未来公司有望进一步拓宽地方政务 IT 业务, 并在智慧旅游项目应用上存在对外输出潜力。

图16: 2018 年相关公司云服务业务毛利率



资料来源: 各公司 2018 年年报, 民生证券研究院

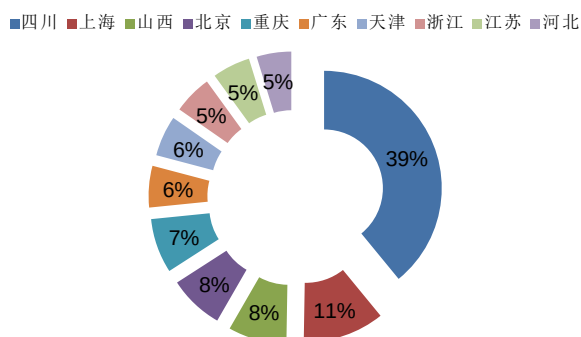
三、通达度改善，景区扩容、提质提上日程

过去两年西成高铁、成贵高铁陆续开通，大交通改善对公司景区客流构成一定支撑：

(1) **西成高铁**：2017 年 12 月开通，西安-成都的时长将由原来的 16 小时压缩至 3 小时，西安-峨眉山仅需不到 4 小时。2018 年，西成高铁日均开行 117 趟，日均发送旅客 4.7 万人次。

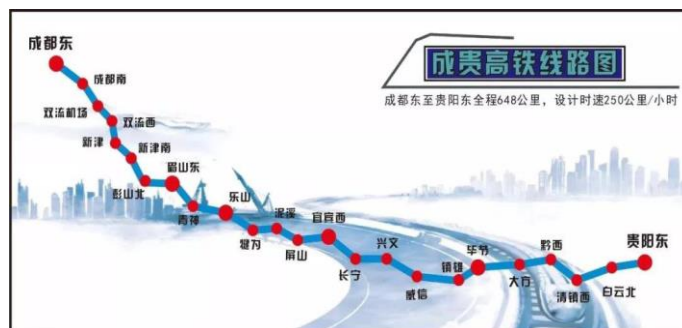
(2) **成贵高铁**：2019 年 12 月 20 日开通，贵阳-成都时长由 13 小时压缩至 3 小时，广州-成都不到 8 小时。从乐山市旅体委披露的峨眉山旅游客源结构来看，珠三角地区游客占比相对较低，成贵高铁加强了四川通往珠三角发达市场的快速路线网络，未来珠三角地区有望为峨眉山景区带来新的游客增量。

图17： 乐山市旅行社客源结构



资料来源：乐山市旅体委，民生证券研究院

图18： 成贵高铁线路规划图

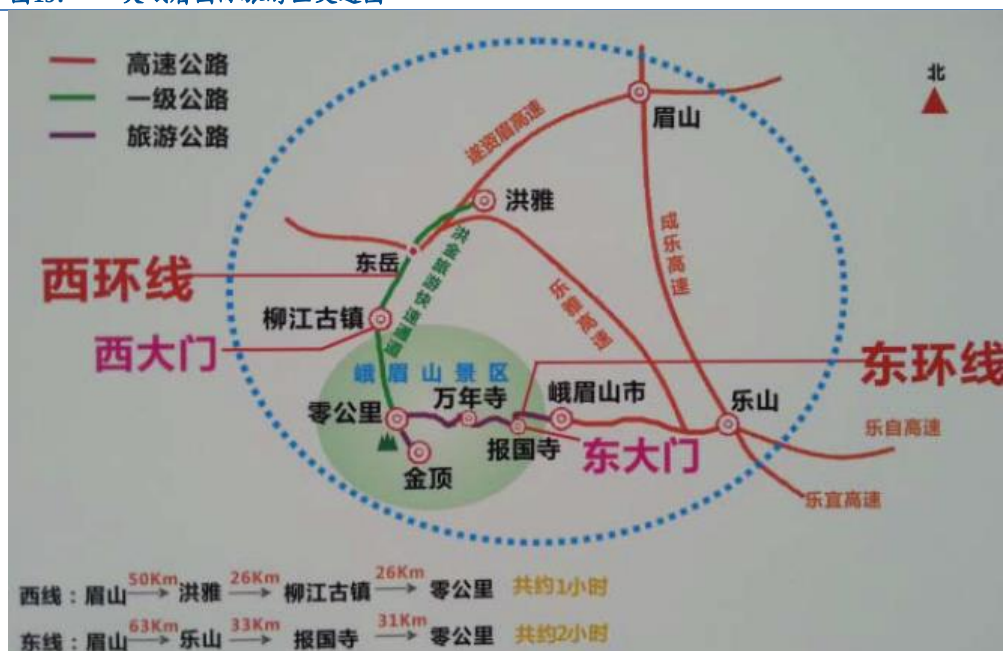


资料来源：新华社，民生证券研究院

但过往大交通的改善对客流拉动实际有限，我们认为主要与九寨沟关停对公司景区客流的影响：九寨-峨眉-成都一直都是四川省精品旅游线路，但受九寨沟地震影响，近两年九寨沟闭园接待游客量承压。2019 年 11 月底，九寨沟重启个人游，每日接待游客量恢复至 2 万人，仍仅为原承载量的 50%。

小交通方面，峨眉山旅游西环线目前终点段工程进度 70%，预计于 2020 年 8 月达到基本通车条件。建成后，峨眉山零公里-柳江古镇 22 公里，约 20 分钟车程（目前约 1 小时）；成都自驾车到零公里，约 2.5 小时，比现在节约 1 小时（成都-夹江-峨眉山报国寺-零公里）。此外，自驾车东进西出，交通将更为顺畅。此外，乐山、眉山、雅安三市也可形成层次分明、功能互补的综合交通体系，加速眉山（洪雅）、雅安生态旅游融入大峨眉旅游经济圈，形成“大峨眉国际休闲旅游度假区”。

图19: 大峨眉国际旅游区交通图



资料来源: 搜狐新闻, 民生证券研究院

(3) 景区扩容提质已在日程之上。随着交通条件改善, 景区游客量的进一步增长对公司景区的承载力也提出了更高要求。目前, 峨眉山开发区域仅占一半, 游客承载量仍有提升上限, 尤其是金顶至万佛顶一带仍有较大开发潜力。根据峨眉山景区管委会披露, 万佛顶—四季坪—张沟索道项目已完成专题论证报告、装入《总规》并通过四川省住建厅评审, 正按程序报审, 若该计划顺利进行, 我们预计将与现有的报国寺-零公里-雷洞坪-金顶-万佛顶形成一个景区内部循环, 结合公司对索道改造升级带来的运力提升, 景区的游客承载力将会显著提高, 同时景区内部也有望新增二消项目。

图20: 峨眉山景区游览线路图



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

四、投资建议：内生外延并进，基本面有望重回增长轨道

由于疫情影响，我们下调公司 2020 年业绩，但预计 2021 年受益客流回升以及演艺+智慧旅游项目，业绩将出现反弹。预测 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.43、0.18、0.56 元，对应市盈率分别为 15X/35X/12X。目前，同行业上市公司 2021 年平均 PE 为 17X，而公司 2021 年 PE 仅为 12 倍，仍低于行业平均，估值存在一定安全边际。中长期看，公司景区扩容提质事项可以作为一个看涨期权，一旦景区内提质扩容事项过审，新增二消项目将为公司带来二次成长。综上所述，我们给予公司“推荐”评级。

表7：可比公司 PE 估值对比

公司简称	20PE	21PE
黄山旅游	16	14
天目湖	18	15
丽江股份	37	16
长白山	18	16
三特索道	28	20
桂林旅游	37	20
平均	26	17

资料来源：Wind，民生证券研究院

五、风险提示

- 1) 疫情、自然灾害等不可抗力；
- 2) 新项目盈利不及预期；
- 3) 交通改善、景区扩容等事项进展不及预期；
- 4) 景区门票、索道降价风险。

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	1,089	791	1,213
营业成本	616	623	530	674
营业税金及附加	10	10	7	11
销售费用	33	34	25	24
管理费用	149	152	111	170
研发费用	0	0	0	0
EBIT	264	269	119	334
财务费用	0	0	0	(15)
资产减值损失	5	0	0	0
投资收益	(9)	0	0	0
营业利润	250	269	119	348
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	248	265	115	345
所得税	39	42	18	54
净利润	210	224	97	291
归属于母公司净利润	210	226	97	293
EBITDA	422	403	254	474
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	988	1255	1471	1911
应收账款及票据	31	23	17	28
预付款项	3	4	3	4
存货	39	67	48	62
其他流动资产	8	8	8	8
流动资产合计	1149	1451	1611	2110
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	3075	3129	3494
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	24	25	21	27
其他流动负债	6	6	6	6
流动负债合计	286	262	219	293
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	476	433	507
股本	527	527	527	527
少数股东权益	13	11	10	9
股东权益合计	2375	2599	2696	2987
负债和股东权益合计	2875	3075	3129	3494

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%	1.5%	-27.3%	53.4%
EBIT 增长率	2.6%	1.9%	-55.8%	180.5%
净利润增长率	7.1%	7.7%	-57.0%	200.8%
盈利能力				
毛利率	42.6%	42.8%	33.1%	44.4%
净利润率	19.6%	20.8%	12.3%	24.1%
总资产收益率 ROA	7.3%	7.4%	3.1%	8.4%
净资产收益率 ROE	8.9%	8.7%	3.6%	9.8%
偿债能力				
流动比率	4.0	5.5	7.4	7.2
速动比率	3.9	5.3	7.1	7.0
现金比率	3.5	4.8	6.7	6.5
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	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.4	0.2	0.6
每股净资产	4.5	4.9	5.1	5.7
每股经营现金流	0.8	0.6	0.5	0.9
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	16.1	14.9	34.7	11.5
PB	1.4	1.3	1.3	1.1
EV/EBITDA	6.1	5.8	8.3	3.5
股息收益率	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	210	224	97	291
折旧和摊销	163	134	135	140
营运资金变动	18	(55)	13	15
经营活动现金流	398	306	249	449
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	266	216	440

插图目录

图 1: 公司收入结构	3
图 2: 公司毛利结构	3
图 3: 游客规模 (万人次, %)	4
图 4: 公司营业收入 (亿元, %)	4
图 5: 2016-2019 年公司销售费用率对比 (%)	4
图 6: 2016-2019 年公司管理费用率对比 (%)	4
图 7: 公司期间费用率变动	5
图 8: 公司销售费用结构 (万元)	5
图 9: 2015-2019Q3 公司扣非净利 (亿元)	6
图 10: 收购前的产权控制关系结构图	6
图 11: 收购后的产权关系结构图	6
图 12: 景区门票降价前峨眉山 A 与黄山旅游人均消费对比 (元)	7
图 13: 云之上情景体验剧场	8
图 14: 云之中国林剧场	8
图 15: 2014 年国内典型景区游客观看演艺项目转化率	9
图 16: 2018 年相关公司云服务业务毛利率	11
图 17: 乐山市旅行社客源结构	12
图 18: 成贵高铁线路规划图	12
图 19: 大峨眉国际旅游区交通图	13
图 20: 峨眉山景区游览线路图	13

表格目录

表 1: 峨眉山 A 主要业务及核心资产	3
表 2: 公司董事长王东先生主要任职经历	4
表 3: 注销的分子公司名称、关停原因、主营业务	5
表 4: 增资前后云上旅游股权结构	7
表 5: 《印象丽江》、《只有峨眉山》对比	9
表 6: 《只有峨眉山》演艺项目财务测算	10
表 7: 可比公司 PE 估值对比	14
公司财务报表数据预测汇总	15

分析师简介

顾熹闽，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。