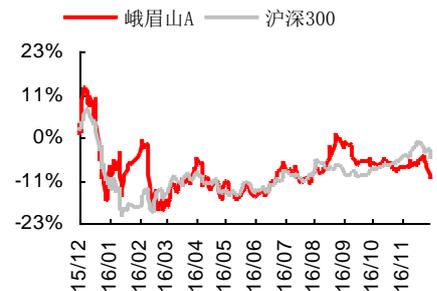


内生外延战略加速 “大峨眉” 空间广阔

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2016 年 12 月 13 日)	12.38 元
目标价格	14.72 元
52 周最高价/最低价	15.81/11.26 元
总股本/流通 A 股 (万股)	52,691/52,683
A 股市值 (百万元)	6,523
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2016 年 12 月 13 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-5.9	-2.2	-7.5	-11.4
相对表现 (%)	-4.4	-1.9	-11.9	-5.8
沪深 300 (%)	-1.6	-0.4	4.4	-5.6



资料来源: WIND、东方证券研究所

- **自然资源优越, 同时又是稀缺的佛教及道教文化标的, 主业稳健、多元化经营推进迅速:** 峨眉山景区拥有丰富的地质及动植物资源、作为普贤菩萨道场每年吸引香客如云。公司门票及索道为业绩贡献主要来源 (仅有的两家同时掌握核心景区门票和索道资源的上市公司之一), 传统业务与新兴业务齐头并进, 上市多年经历了营收和利润稳步增长, 是质地扎实的景区龙头公司。
- **大小循环格局稳步推进, 明年起内生增长确定性较强:** (1) 16 年公司受强降雨水影响、金顶十面普贤封闭贴金等因素影响, 业绩增速有所放缓。低基数下为明年快速恢复性增长留下广阔空间 (2) 金顶循环索道、万年索道改造进行中, 万佛顶索道及后山开发紧密筹备中, 景区内小循环指日可待, 接待能力有望翻倍 (3) 成绵乐城铁效应仍在释放, 公司西环线旅游快速通道有望 17 年通车, 继续推动客流增长; 交通改善的持续深化亦将推动公司周边游吸引力, 进一步削弱景区运营明显的季节性因素。
- **摆脱单一景区业务依赖, 公司“一横一纵”外延布局不断落地:** (1) 横向拓展上, 公司积极摆脱单一地区景区依赖, 省内外其他景区同步布局, 柳江古镇 (集团培育)、桫欏湖景区等已纳入规划, 未来打造大峨眉地区的精品旅游线路, 协同效应值得期待; (2) 纵向延伸上, 公司充分利用现有景区的流量优势, 积极尝试更多旅游新业务, 提升消费粘性 & 客单价, 中高档酒店、旅游演艺、峨眉雪芽及辣木养生以及智慧旅游板块均有所布局。
- **公司逐步进入战略加速期, 大峨眉战略扬帆起航:** (1) 四川省内旅游资源极其丰富, 省层面已全面战略部署“大峨眉”, 乐山市也希望于峨眉山撬动区域旅游资源开发。峨眉山作为四川省内唯一旅游上市公司的重要性将持续提升 (2) 公司积极改善对内激励、加快对外合作步伐, 大峨眉雏形初现, 未来空间广阔。

财务预测与投资建议

- 剥离万年实业公司的时间点尚有不不确定性, 暂不考虑其一次性收益影响, 我们预测公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.34、0.46、0.58 元, 给予公司 17 年 32 倍市盈率, 对应目标价为 14.72 元, 首次给予买入评级。

风险提示 交通改善及旅游演艺等外延不及预期、重大自然灾害或极端天气、潜在促销活动对门票等业务的毛利率影响, 宏观经济增长放缓导致的旅游人数下滑

公司主要财务信息

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	994	1,066	1,083	1,166	1,312
同比增长	20.3%	7.2%	1.6%	7.7%	12.5%
营业利润 (百万元)	224	166	214	287	356
同比增长	64.7%	-26.1%	29.2%	33.9%	24.2%
归属母公司净利润 (百万元)	190	196	181	243	303
同比增长	65.9%	3.6%	-7.5%	33.9%	24.8%
每股收益 (元)	0.36	0.37	0.34	0.46	0.58
毛利率	45.3%	40.7%	41.5%	44.2%	45.5%
净利率	19.1%	18.4%	16.8%	20.8%	23.1%
净资产收益率	11.3%	10.7%	9.2%	11.4%	12.9%
市盈率 (倍)	35.8	34.6	37.4	27.9	22.4
市净率 (倍)	3.8	3.5	3.3	3.0	2.7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师	施红梅
	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860511010001
	赵越峰
	021-63325888*7507 zhaoyuefeng@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860513060001

联系人	王克宇
	021-63325888-5010 wangkeyu@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

一、公司基本情况	6
1、景区特色：自然资源与佛教文化底蕴上佳	6
1.1 自然资源卓越：地质及动植物资源丰富，冬夏皆宜的登山圣地	6
1.2 稀缺的佛教文化标的：普贤菩萨道场香客如云、峨眉文化颇具魅力	7
2、主营特色：门票及索道为盈利主要来源 传统+新兴业务齐头并进	8
2.1 主营业务概况	8
2.2 主营业务优势：仅有的两家拥有门票和索道稀缺资源的景区上市公司之一	10
2.3 其他业务：践行多元化经营，积极横向拓展	12
3、公司股权结构：纯正国资标的，旅业发展受当地政府重视	12
4、历史财务表现：稳健的营收利润增长	13
二、大小循环格局已定，内生增长稳步推进	14
1、金顶循环索道、万佛顶索道，打造景区内小循环	14
1.1 索道提升计划：金顶、万年索道运力持续改善、万佛顶重开	14
1.2 景区内小循环将打通，后山开发也有望提上日程	15
2、外部大循环等交通持续改善，纵享周边游红利	16
2.1 外部交通改善：成绵乐高铁效应持续显现，西环线等交通改善有望持续释放	16
2.2 交通改善缩短出游时间，公司周边游潜力有望释放	17
三、摆脱单一景区业务依赖，“一横一纵”外延布局不断落地	18
1、积极横向整合省内其他景区资源，摆脱单一观光景区依赖	18
1.1 桫欏湖景区：与川投合作，峨眉-乐山-桫欏湖互利互惠	18
1.2 柳江古镇：峨眉山景区西环线唯一旅客集散地，培育期放入集团公司减轻上市公司财务压力	18
2、利用景区既有流量优势纵向延伸，深入挖掘消费升级潜力	20
2.1 峨眉地区中高端型酒店稀缺，公司宾馆改造持续推进	20
2.2 佛光大剧院：叠加演艺新业务，后年有望贡献业绩	21
2.3 峨眉雪芽：关注洪雅基地及雪芽酒业发展	22
2.4 辣木养生：收购优质云南辣木资源，涉足文化旅游及养生业务	23
2.4 智慧旅游	23
四、公司进入战略加速期，大峨眉战略扬帆起航	24
1、四川省层面战略部署大峨眉	24
2、乐山市层面重视旅游对 GDP 贡献、峨眉山撬动全市旅游资源开发	27
3、公司积极展开对内激励及对外合作，挖掘增长潜力	28
3.1 对内激励方案出台激发员工对新项目挖掘热情	28
3.2 积极开展对外合作、强强联合加强资源开发速度及质量	28
盈利预测与投资建议	30
盈利预测	30
投资建议	31

风险提示..... 31

图表目录

图 1：峨眉山云海日出	6
图 2：峨眉山冬日佛光（每年约有 70 日可见）	6
图 3：峨眉“植物活化石”桫欂树	7
图 4：延参法师 2012 年峨眉山讲学视频爆红	7
图 5：峨眉金顶十方普贤像	7
图 6：2015 年四川国际峨眉山武术节“金顶论剑”	7
图 7：峨眉山 A 主营业务收入及增速	8
图 8：峨眉山 A 毛利率	8
图 9：2015 年峨眉山 A 主营业务收入结构	9
图 10：2015 年峨眉山 A 主营业务毛利润结构	9
图 11：2015 年峨眉山 A 各业务毛利率水平	9
图 12：峨眉山 A 主要业务	10
图 13：公司历年累计接待进山游客数量	10
图 14：公司历年入山门票收入及毛利率变动	10
图 15：公司索道位置及景观	11
图 16：公司历年索道业务收入及毛利率变动	11
表 1：公司旗下宾馆概况	12
图 17：峨眉山 A 股权结构图	13
图 18：公司截至 2016Q3 营业收入情况	13
图 19：公司截至 2016Q3 毛利率情况	13
图 20：公司截至 2016Q3 期间费用率情况	14
图 21：公司截至 2016Q3 扣非净利润情况	14
表 2：峨眉山现有索道改造升级情况及淡季价格对比	14
图 22：万佛顶所在位置	15
图 23：万佛顶盛景	15
图 24：公司现有西线（实线）及后山（虚线）开发规划	15
图 25：成绵乐城际高铁引流明显	16
图 26：峨眉山交通规划图	16
图 27：“大峨眉”西线洪金旅游快速通道规划	17
图 28：公司平日及非节假日客流仍有提升空间	17
图 31：嘉阳桫欂湖景区全貌	18
图 32：桫欂湖小火车 3 月沿途盛景	18
图 29：柳江古镇自然风情	19
图 30：烟雨柳江垂钓	19

表 5: 公司酒店改造情况	20
图 33: 成都峨眉 (雪芽) 大酒店五星级改造成果	21
图 34: 红珠山宾馆禅茶文化主题公共区域	21
图 35: 公司旗下宾馆入住率改善	21
图 36: 公司旗下酒店业务收入及毛利率	21
图 37: 拟建演艺中心选址报国寺片区、靠近峨眉山高铁站	22
图 38: 峨眉雪芽品相及宣传广告	23
图 39: 云南天佑辣木茶产品	23
图 40: 云南天佑辣木精片产品	23
图 41: 识途网首页	24
图 42: 四川省旅游收入增速明显远高于 GDP 增速	25
图 43: 四川旅游综合收入相对于 GDP 比重上升	25
图 44: “大峨眉” 国际旅游度假区规划	26
图 45: 四川省国内游接待人数及增速	26
图 46: 峨眉山景区对四川旅游人数渗透率	26
图 47: 乐山市接待旅游人数增长	27
图 48: 乐山市旅游收入占 GDP 比重不断提升	27
图 49: 乐山市旅游资源分布图	28
表 6: 峨眉山 A 外延扩张梳理	29

一、公司基本情况

峨眉山风景区面积 154 平方公里，最高峰海拔 3099 米，其被人们称之为 “地质博物馆”、“植物王国”、“动物乐园”、“仙山佛国”，素有 “峨眉天下秀” 之美誉。景区集自然风光与佛教文化为一体，是国家级风景名胜、国家 5A 期旅游风景区以及世界自然与文化双遗产。

1、景区特色：自然资源与佛教文化底蕴上佳

1.1 自然资源卓越：地质及动植物资源丰富，冬夏皆宜的登山圣地

峨眉山自然风光优美、地质资源丰富，是我国境内为数不多四季皆宜的登山圣地。峨眉山地质结构轮廓由中生代末期的燕山运动奠定，后经新构造期喜马拉雅运动及青藏高原抬升造就如今地层多貌并存的奇景，例如以九老洞为代表的石灰岩岩洞地貌、山中花岗岩及变质岩形成的深峡一线天以及以山顶玄武岩为代表的熔岩平台。其作为我国可供大众攀爬的海拔最高的山峰，最高处 3099 米，既不易产生高原反应，又不会因海拔过低而减少植被变化或雪带消失，加之亚热带湿润季风气候下山间云雾缭绕，形成壮丽恢弘的六大奇观（日出、云海、佛光、圣灯、金佛、金殿）以及风情各异的新旧十景；夏季凉爽，冬季温暖，兼拥有我国最大露天氡温泉并建有多家森林浴场，一年四季都吸引着大量游客前来游览朝圣。

图 1：峨眉山云海日出



数据来源：Lofter，东方证券研究所

图 2：峨眉山冬日佛光（每年约有 70 日可见）



数据来源：Lofter，东方证券研究所

以桫欏树、藏酋猴为代表的动植物资源为山景更添灵气。峨眉山郁郁葱葱生长着高等植物 3200 余种，其中珙桐、桫欏树更有 “植物活化石” 美誉。此外景区内生活着野生动物 2300 余种，最负盛名当属见人不惊的峨眉藏酋猴，其常出没于峨眉山大坪寺到海拔 1800 米的九老洞之间俗称 “九十九道拐” 的山路上，与游人香客讨食玩耍颇有灵性。2012 年，河北省佛教协会副会长延参法师在新浪微博上发布自己 2009 年受邀在峨眉山讲学的视频，这段仅 4 分 30 秒的视频中，延参法师使用河北方言进行了一段俏皮有趣的 “人生论” 讲学，期间多只山猴爬上其肩膀、头顶，画面非常活泼逗趣、令人捧腹，发布后延参法师微博爆红粉丝蹿升至 4500 万，该段萌猴捣乱的视频浏览量至今已超过 10 亿次，峨眉猴也因此名声大噪，吸引大量游客来一睹风采。

图 3：峨眉“植物化石”桫欏树


数据来源：橡树摄影社区，东方证券研究所

图 4：延参法师 2012 年峨眉山讲学视频爆红


数据来源：华西都市报，东方证券研究所

1.2 稀缺的佛教文化标的：普贤菩萨道场香客如云、峨眉文化颇具魅力

普贤菩萨道场傲称西南佛国，佛教文化源远流长，亦有道教儒家在其中发扬。峨眉山与山西五台山、浙江普陀山、安徽九华山共称佛教四大名山，其作为唯一坐落于西南地区的佛教圣地，是川西佛教文化圈之中心，被尊为“西南佛国”。峨眉山是普贤菩萨道场，后者为大乘佛教四大菩萨之一，象征理德、行德，与文殊菩萨同为释迦牟尼左右胁侍，三佛共称“华严三圣”。普贤菩萨一般被认为可保事业通达，故峨眉山一年之中香客如云，“三大皇帝”（李世民、朱元璋、康熙）均曾到此游历礼佛，加之山中佛教文化传承悠远，除金顶十方普贤像外，代表性八大寺庙（报国寺、伏虎寺、清音阁、洪椿坪、仙峰寺、万年寺、洗象池、华藏寺）各有特色，佛教遗迹极多，亦不乏晋人王羲之、唐人褚遂良等文人雅士的书墨遗迹，因此每年吸引络绎不绝海内外游客前来欣赏游览。

除佛教文化外，峨眉山独有文化艺术亦颇具生命力。峨眉武术与少林、武当合称我国武术三大流派，其下分支众多，以“五花”（倾城、铁佛、青牛、点易、黄林）为代表的五大门派架势工整舒展、可观性强，自 2007 年起隔年举办四川国际峨眉武术节，并在 9 月于峨眉山金顶展开“金顶论剑”决赛，角逐内容包含拳术及各类器械，吸引武术界人士及社会公众广泛关注；除武术外，峨眉山上更是多个民俗传说的诞生地，拥有诸如轩辕问道峨眉山、财神修行九老洞、白蛇修炼白龙洞等趣味性极强的民俗文化轶事，也为峨眉山景区增添了鲜活的生命力。

图 5：峨眉金顶十方普贤像

图 6：2015 年四川国际峨眉武术节“金顶论剑”


数据来源：昵图网，东方证券研究所

数据来源：中新网，东方证券研究所

2、主营特色：门票及索道为盈利主要来源 传统+新兴业务齐头并进

2.1 主营业务概况

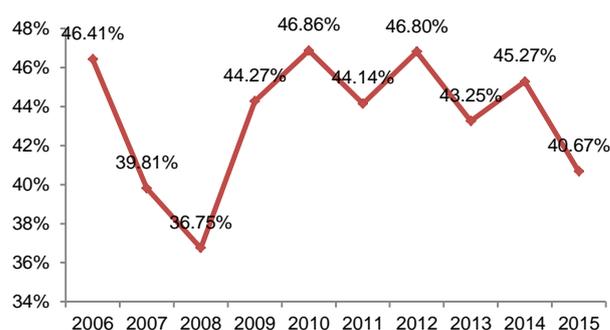
公司于 1997 年于深交所上市，主要从事峨眉山游山门票、上山索道、酒店经营以及相应旅游服务业务，上市以来营收增速及盈利能力稳定。从主营收入来看，近十年除 2008 年因“5.12”汶川地震、2013 年因“4.20”庐山大地震和夏季特大洪灾造成游山门票、客运索道及酒店收入减少外，各年度营收随游客量上升而稳步上升，2015 年公司营运收入达到 10.66 亿元，同比上升 7.23%。从毛利率来看，由于景区业务规模效应明显，因此在游客受天灾影响而数量下降的 2008、2013 年公司毛利率较低，其余年度则稳定在 44% 左右，2015 年由于公司进行半价游打折营销，毛利率略有下滑至 40.67%。

图 7：峨眉山 A 主营业务收入及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

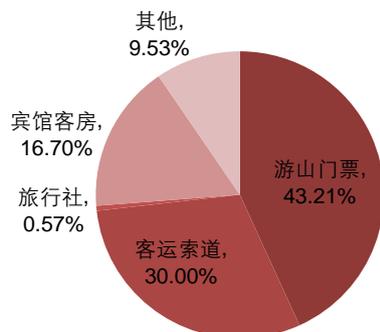
图 8：峨眉山 A 毛利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

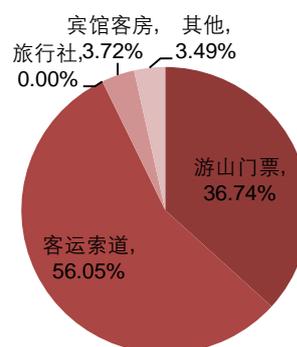
拆分公司各版块业务来看，游山门票及客运索道为营收和利润的贡献主力，其中客运索道业务毛利率最高。具体来看，游山门票、客运索道以及宾馆客房业务加总占到公司营业收入近 90% 比重，其中游山门票占比 43.21% 位列第一；从利润端来看，游山门票、客运索道贡献毛利比重超过 92%，其中客运索道贡献占比高达 56.05%。2015 年受前述夏季多雨影响公司板块业务毛利率均有不同程度下滑，但客运索道仍是公司业务中毛利率最高的业务，其次是游山门票。

图 9：2015 年峨眉山 A 主营业务收入结构



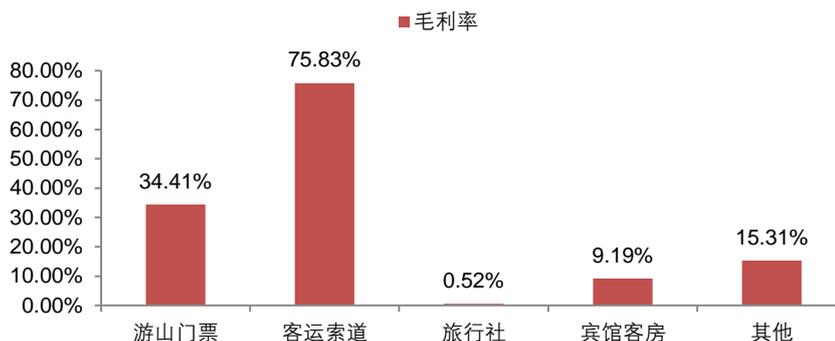
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 10：2015 年峨眉山 A 主营业务毛利润结构



数据来源：公司年报，东方证券研究所

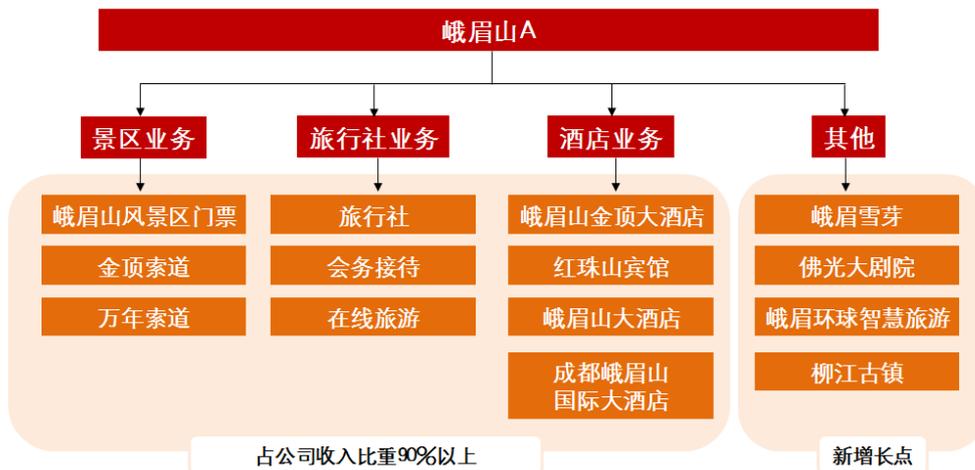
图 11：2015 年峨眉山 A 各业务毛利率水平



数据来源：公司年报，东方证券研究所

具体来看各板块业务下涉及的主要经营实体：首先，**景区业务**下是对公司营收和利润贡献最为重要的上山门票以及 2 家索道运营分公司；**旅行社板块业务**下拥有多家控股子公司，典型如从事入境及国内旅游的峨眉山旅行社、峨眉山风景国际旅行社，从事会务代理、展览展示的仙山会议服务有限公司；**酒店业务板块**下主要拥有 4 家酒店；除此之外，公司近年还开辟包括峨眉雪芽相关种植及零售业务、佛光大剧院、峨眉环球智慧旅游等文化演艺项目以及以柳江古镇为代表的新景观地，作为公司未来增长点之布局。

图 12：峨眉山 A 主要业务



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2 主营业务优势：仅有的两家拥有门票和索道稀缺资源的景区上市公司之一

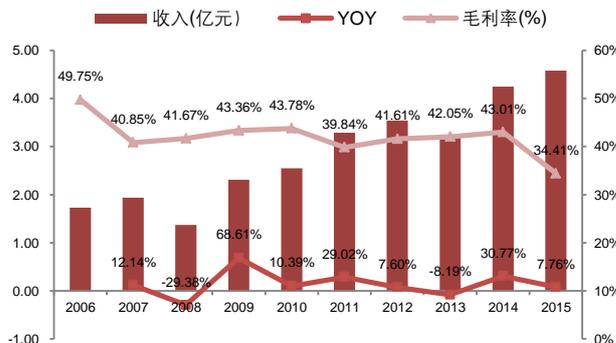
首先，入山门票作为公司最大营收来源，随接待游客数量上升维持了比较稳定的增长。峨眉山风景区门票价格由四川省发改委制定，调整频次不低于3年，现行门票价格为2013年制定，旺季每票185元/人次，淡季每票110元/人次，门票为通票，包含山内大部分景区及寺庙入场资格，但索道、观光车、温泉、滑雪及个别寺庙（万年寺、报国寺、伏虎寺）需另外购买门票。近年来公司一方面通过广告、电子商务及网络宣传吸引散客，另一方面通过下属子公司旅行社吸引团客，目前团散客门票同价，根据公司披露的2014年前三季度统计数据，公司散客数量占比达到80%，同时网上购票成为越来越多游客的首选，占比达到70%。从游客数量来看，近年除2013年地震及洪灾影响外，景区接待客流量持续呈两位数增长，2015年达到330.81万人，收入达到4.58亿元。

图 13：公司历年累计接待进山游客数量



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：公司历年入山门票收入及毛利率变动



数据来源：Wind，东方证券研究所

索道业务方面，公司现共有两条金顶索道及一条万年索道：

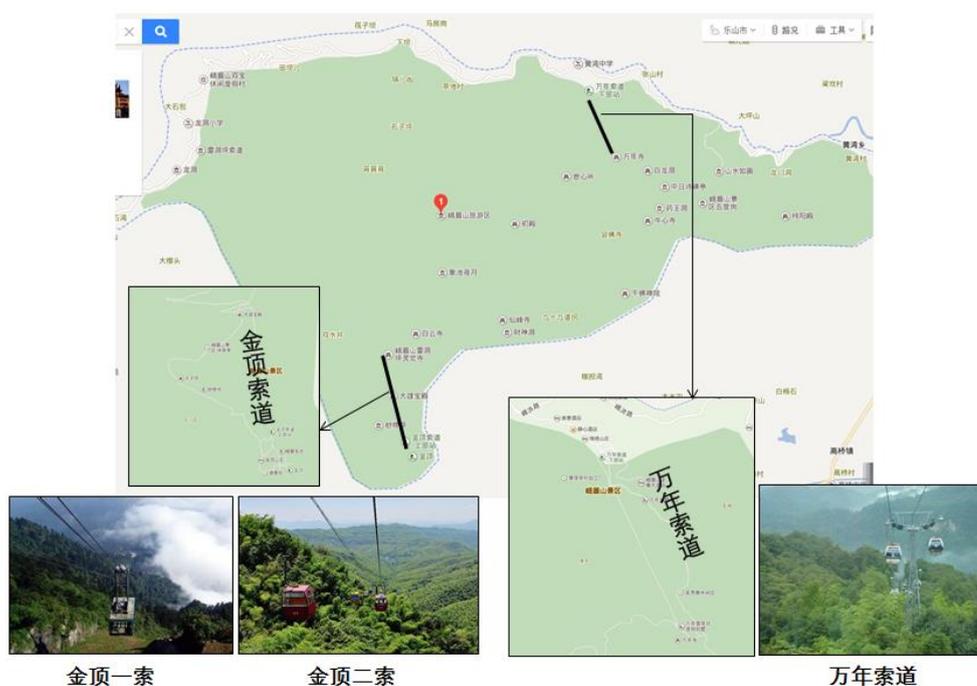
(1) **金顶索道**：由往复式客运索道（主索道）、循环式客运索道（二索、备用索道）组成，现主要由主索道承担金顶客流输送任务。主索道连接接引殿（海拔2540米）与峨眉金顶（海拔3048

米)，全长 1164 米，单程运行 3 分钟，车厢容量 100+1 人，单边运量达到 1200 人/时，是国内同类索道中车容量和运量最大规格。二索是连接接引殿及金顶七仙桥的循环客运索道，全长 945.3 米，有 6 人客厢 31 个以及货厢 2 个，运量为 1300 人/小时。

(2) **万年索道**：连接峨眉山脚万年寺停车场及万年寺寺庙，1994 年开始运营，2016 年改造完成后运力达到 2200 人/小时。

2015 年，公司索道部门接待游客数量达到 550.90 万人，同比增长 7.64%，营业收入规模达到 3.18 亿元，同比上升 7.07%。

图 15：公司索道位置及景观



数据来源：百度地图，东方证券研究所

图 16：公司历年索道业务收入及毛利率变动



数据来源：Wind，东方证券研究所

2.3 其他业务：践行多元化经营，积极横向拓展

酒店业务：积极转变目标消费群体，盈利能力回升。公司下属四家酒店，其中红珠山宾馆、峨眉山大酒店位于峨眉山山麓报国寺附近、金顶大酒店位于金顶景区内、成都峨眉山大酒店位于成都市区内。2012年以来，宾馆营收及毛利呈现比较明显的下降趋势，一方面由于“八项规定”和“六项禁止”使得政府商务接待大幅减少，另一方面由于成都峨眉山大酒店于2013-2014年处于扩建改造之中。2015年公司酒店业务收入达到2.13亿元，同比上升0.95%；同时由于公司加强酒店管理、重视降低成本，毛利率在2015年回升至9.19%，该水平与2012年前20%左右水平还有一定差距，但在未来酒店不断加强服务管理、吸引游客入住下，仍有回升空间。

表 1：公司旗下宾馆概况

酒店名称	星级	位置	客房数量	容纳入住人数
红珠山宾馆	五星	峨眉山山麓	594	1,180
峨眉山大酒店	四星	峨眉山山麓	449	880
成都峨眉山大酒店	五星	成都市内	194	316
金顶大酒店	三星	峨眉山金顶	160	240

数据来源：公司2015中期票据募集说明书，东方证券研究所

除此之外，公司峨眉雪芽品牌高山茶叶生产及销售业务发展较为迅速。公司从2006年起建立峨眉雪芽品牌，从种植到零售各环节均有涉及，目前拥有峨眉山核心景区近28000亩高山标准茶叶资源以及18000m²制茶车间，产品涵盖禅茶、绿茶、红茶、花茶、白茶、苦茶六大系列，主要在四川省内通过各经销商销售（经销占比约为90%）。

旅行社业务方面，公司主要通过子公司风景国旅以及峨眉山旅行社开展国内旅游以及入境旅游业务，但由于行业竞争较为激烈、近年营收水平发展停滞明显，2015年营收规模在0.06亿元，毛利率水平在0.31%，亏损较为严重，但由于体量较小，并未对公司整体业绩形成明显拖累。

3、公司股权结构：纯正国资标的，旅业发展受当地政府重视

地方国资法人控股，纯正国资标的。公司实际控制人为峨眉山风景名胜区管委会，属地方国资法人，其通过峨眉山乐山大佛旅游集团总公司持有公司32.59%股票。四川是旅游大省，而峨眉山是目前四川省内唯一一家旅游类上市公司，也因此作为纯正国资标的，峨眉山旅游业务的发展受到四川政府极大重视。

控股股东峨眉山乐山大佛旅游集团总公司为峨眉山管委会于1992年设立的国独资企业，旗下除峨眉山A外还拥有峨眉山旅业（负责景区内运输服务）、成都峨眉山饭店、峨眉山旅行社、峨眉山联运公司（负责对外投资）四家全资子公司，2015年集团公司收入达到13.10亿元，毛利率42.18%。

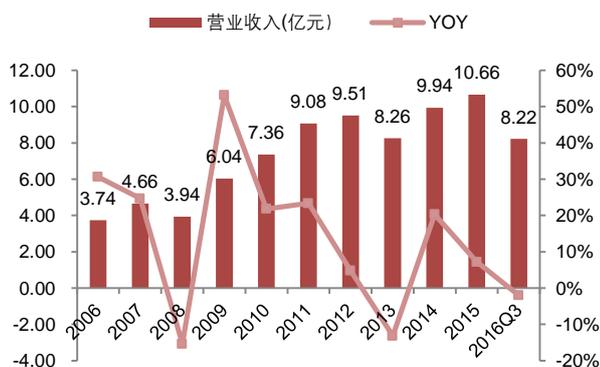
此外，公司第二大股东乐州市红珠山宾馆占股7.01%，亦为国有法人，但与控股股东并无关联关系。

图 17：峨眉山 A 股权结构图

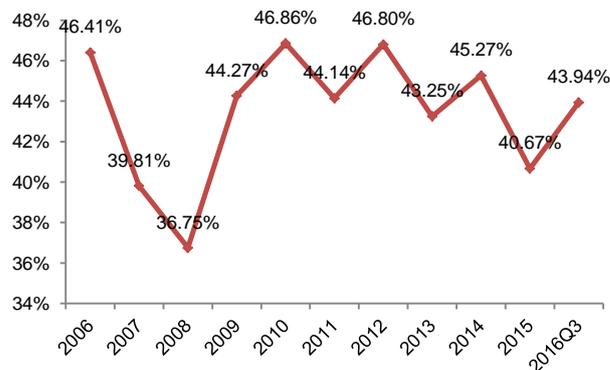

数据来源：公司 2016 三季报，东方证券研究所

4、历史财务表现：稳健的营收利润增长

稳扎稳打，收入及净利增长稳健，2016 年财务目标实现压力不大。从营收来看，公司 2016 年受夏季多雨影响，三季度营收略低于去年情况，但从全年来看达到预期 2016 年营收目标压力不大；同时 2016 年前三季度毛利率回升至 43.94% 传递积极信号；从期间费用率来看，公司管控能力持续上升，管理费用率作为期间费用率主要组成部分经历了较为平稳的下降，结合销售费用率的下降，提高了公司整体的控费水准，2016 年 Q3 期间费用率为 19.48%；受益于降本增效，公司在 2016 年前三季度扣非净利润微升 3.70% 至 1.47 亿水平。考虑到天气因素，公司 2016 年稳扎稳打，目标实现营业收入 11 亿元，净利润 1.81 亿元，游山购票人数 310 万人次，从三季度报表来看我们预计目标可达成。

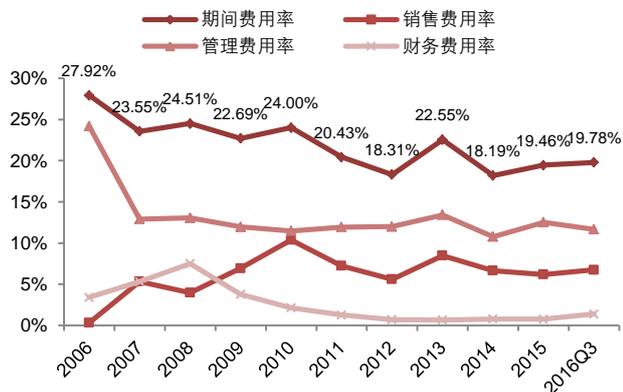
图 18：公司截至 2016Q3 营业收入情况


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 19：公司截至 2016Q3 毛利率情况


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 20: 公司截至 2016Q3 期间费用率情况



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 21: 公司截至 2016Q3 扣非净利润情况



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

二、大小循环格局已定，内生增长稳步推进

1、金顶循环索道、万佛顶索道，打造景区内小循环

1.1 索道提升计划：金顶、万年索道运力持续改善、万佛顶重开

持续投资改善金顶索道、万年索道运力、提高已有索道接待能力。公司于 2015 年 7 月公司投资 5656 万元对金顶循环索道（金顶二索）进行升级，亦自 2015 年 4 月起投资 9000 万元对万年索道进行更新改造，两项工程在 2016 年中报报表中仍体现为在建，完工后运力将有不同程度提升。已有索道设施及运力升级不但利于缩短游客等待时间、提高用户体验，也有利于保持甚至提升现有索道定价。

表 2: 峨眉山现有索道改造升级情况及淡旺季价格对比

索道	投资时间	投资规模	现有运力	改造后运力	旺季价格 (元/人次)		淡季价格 (元/人次)	
					(1 月 16 日至 12 月 14 日)		(12 月 15 日至 1 月 15 日)	
					上行	下行	上行	下行
金顶主索道	-	-	1200 人/小时	-	65	55	30	20
金顶二索	2015.07	5656 万元	1300 人/小时	2500 人/小时	65	55	30	20
万年索道	2015.04	9000 万元	1660 人/小时	2200 人/小时	65	45	30	20

数据来源: 公司 2015 中期票据募集说明书, 东方证券研究所

成立万佛顶索道发展公司，新索道有望进一步延长游客于金顶景区逗留时间。2016 年 6 月 30 日公司宣布将与国安农业（中信国安安全子公司、前者为公司关联方，与公司合作设立北京国安峨眉茶业有限公司）、壹世界旅游共同出资 2000 万元成立万佛顶索道发展公司，其中公司出资 600 万元占股 30%，目前万佛顶索道规划涵盖两段，一是金顶-万佛顶索道，二是后山万佛顶-四季坪-张沟索道，索道修成后将成功打通景区内小循环，有利于进一步延长游客在景区内的逗留时间并加强对后山张沟片区的开发。

万佛顶：佛教四大名山海拔最高处。万佛顶为峨眉山海拔最高处（3099 米），上有万佛阁、高山杜鹃林、黑熊沟、仙人回头等景点，万佛阁为高 21 米的铜殿，殿侧睹光台可观金顶日出、云海、佛光、神灯四大奇观，每日晨暮各撞钟 108 下取义天地轮回、国泰民安。由于万佛顶受原始森林环绕、不允许游客徒步到达，过去只能从金顶（海拔 3077 米）乘坐单轨观光车途径千佛顶到达，后 2007 年出于保护原始植被考虑小火车停运、万佛顶不再开放。未来万佛顶索道修建成功后，游客有望通过缆车从金顶或后山张沟出发重登万佛顶、观览原始森林及四奇观圣景

图 22：万佛顶所在位置



数据来源：百度地图，东方证券研究所

图 23：万佛顶盛景

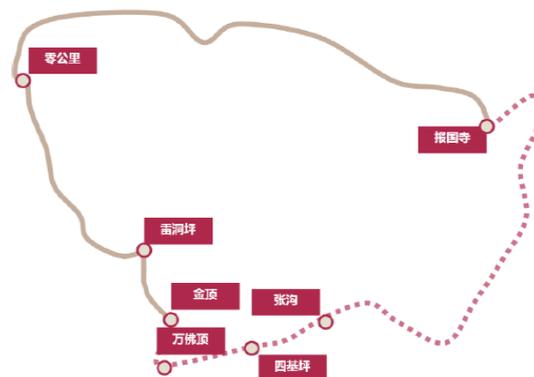


数据来源：耳游网，东方证券研究所

1.2 景区内小循环将打通，后山开发也有望提上日程

小环线打通解决现有景区单线往返问题、叠加后山开发提上日程，景区有望进一步扩容；。景区现阶段在筹划景区内小环线的建设：目前峨眉山景区内部的旅游线路是采用报国寺至金顶单一往返的线性交通体系，为进一步提高景区容纳能力及游览体验，公司筹划建设建设“峨眉山旅游小环线”，开发万佛顶及后山旅游资源，目前后山张沟农家乐受到自驾游客欢迎，同时张沟-四季坪-舍身崖-金顶这一条攀爬线路非常受到户外及极限运动爱好者喜爱，但囿于交通条件限制未能吸引普通游客浏览，未来后山万佛顶索道（万佛顶-四季坪-张沟）完成后景区小循环打通，将进一步为景区扩容，结合前述金顶索道、万年寺索道运力提升，景区整体日接待能力有望从 3-4 万人提升至 6-7 万人。

图 24：公司现有西线（实线）及后山（虚线）开发规划



数据来源：公司资料，东方证券研究所

2、外部大循环等交通持续改善，纵享周边游红利

2.1 外部交通改善：成绵乐高铁效应持续显现，西环线等交通改善有望持续释放

成绵乐城际高铁开通后对峨眉山景区引流效用明显。2014年12月20日，成绵乐城际高铁开通，每天从成都东站开往峨眉山的班次有9个，最快仅需1小时19分。高铁开通第一天，峨眉山景区接待7300人次，同比增长247%，第二天接待8500人次，同比增长400%，通车转年元旦三天小长假，景区共接待旅游人数5.05万人次，同比增长57.39%。未来随2017年西成高铁、2019年成贵高铁相继通车，成绵乐城际铁路将成为西安-贵阳高铁大动脉的重要组成部分，进一步吸引来自陕贵的游客前来游玩。除此之外，乐自泸铁路以及成昆铁路复线亦在规划中，建成后将对云南方向旅客形成有效吸引。

图 25：成绵乐城际高铁引流明显



数据来源：百度百科，东方证券研究所

图 26：峨眉山交通规划图



数据来源：公司资料，东方证券研究所

除铁路交通外，“大峨眉国际旅游度假区”西环线已实现部分通车，公路交通条件持续改善。为改善大峨眉公路交通环境，2012年起四川省已经修建一系列高速公路，包括于2012年4月落成的成乐高速以及于2013年9月、12月先后落成的乐雅高速、遂资眉高速，同时考虑到成都到峨眉山金顶两条线路：①西线“成都-洪雅-零公里-金顶”全程耗时5小时；②东线“成都-乐山-峨眉山市-金顶”耗时3.5小时，为方便有意到山顶观日出之游客，2013年省内开发西环线洪金快速通道，始于洪雅，途经柳江古镇，止于峨眉零公里，目前该快速通道已于2016年9月实现部分通车，2017年完全通车后成都至零公里自驾将只需2小时，大大减少路途时间。

图 27：“大峨眉”西线洪金旅游快速通道规划



数据来源：公司资料，东方证券研究所

2.2 交通改善缩短出游时间，公司周边游潜力有望释放

峨眉山景区铁路及公路交通的改善有效激发川渝地区周边游潜力，平日及非节假日周末客流量提升大有可为。根据四川省旅游政务网统计，四川省近五年国内游发展较为迅速，在人次和收入上增长都维持较高水平，考虑到四川境内景区数量众多（5A 级景区 10 个，4A 级景区 183 个）竞争激烈，如何通过不断扩大景区吸引力以及交通改善缩短在途时间就变得至关重要。具体到峨眉山景区，前文提到成绵乐城际高铁建立后成都至峨眉山景区只需 1 小时、洪金旅游快速通道通车后从成都自驾至峨眉山脚亦只需 2 小时，相较过去旅客在途时间缩短一半。交通的便利性将有效激发平日的短途游游客出行热情：目前公司平日及非节假日周末的周边游客流仅有 4000 人次左右，距离节假日及旺季周末仍有较大提升空间，提升平日客流后，将进一步平滑公司的季节性影响因素，扩大总体游客基数，充分利用淡季平日的景区各项资源，提升公司盈利能力。前述景区“小循环”西线景点及后山开发扩容，以及铁路、公路交通改善带来的便利也为非节假日客流提升提供了客观条件。

图 28：公司平日及非节假日客流仍有提升空间



数据来源：公司资料，东方证券研究所

三、摆脱单一景区业务依赖，“一横一纵”外延布局不断落地

1、积极横向整合省内其他景区资源，摆脱单一观光景区依赖

1.1 桫欂湖景区：与川投合作，峨眉-乐山-桫欂湖互利互惠

参股设立穿透峨眉旅游公司，开发运营嘉阳桫欂湖景区。公司于 2016 年 6 月发布公告，拟与四川省投资集团、乐山犍为世纪旅游共同投资设立川投峨眉旅游公司进行对乐山犍为县嘉阳桫欂湖景区的开发和运营。其中川投公司出资人民币 7500 万元，占注册资本的 75%；公司出资人民币 2000 万元，占注册资本的 20%；犍为世纪出资人民币 500 万元，占注册资本的 5%。公司此次以自有资金投资设立的参股公司川投峨眉将致力于乐山市犍为县嘉阳桫欂湖景区的开发和运营。本次合作，公司将享有投资收益并参与整合推广峨眉山—乐山大佛—嘉阳桫欂湖精品旅游线路，带动桫欂湖景区旅游人数的快速增长。

桫欂湖景区以特殊水陆相接景观闻名，区内小火车项目沿线景色宜人、颇受青睐。桫欂湖景区位于乐山市犍为县玉津镇，景区面积 50 平方公里，内有超过 30 万棵原生态桫欂树而得名。景区拥有超过 150 公顷水面与陆地相接景色，幽静怡人，最受欢迎的小火车项目为全球唯一尚在运行的窄轨机车，行程全长 19.84 公里，全县设有 8 个车站、4 个风景观光点，时速为 20 公里时。小火车沿线风景如画，四季景色皆有不同——春天油菜花、夏天秧苗、秋天稻谷、冬天梯田，同时沿线景区峡谷遍布桫欂树、路途还经过抗日工业以及、矿区文化公园、清代水星古寨等景色，全程 70 分钟乐趣颇多，每年吸引大量游客前去观光游玩。

图 29：嘉阳桫欂湖景区全貌



数据来源：同程网，东方证券研究所

图 30：桫欂湖小火车 3 月沿途盛景



数据来源：同程网，东方证券研究所

1.2 柳江古镇：景区西环线唯一旅客集散地，短期放入集团培育

峨眉山景区西环线唯一旅客集散地、药师佛文化为主题构建“大峨眉三佛、三宝”。公司于 2015 年 6 月 10 日公布其孙公司洪金旅游集团以自筹资金 8155 万元购买洪雅县柳江镇红星村 8 宗国有土地使用权，并已报批“大峨眉国际旅游区”柳江古镇一期开发项目。柳江古镇是公司 2014 年提出“大峨眉国际旅游区”西环线的重要景区及唯一游客集散地，其总体规划占地 4.33 平方公里，一期项目 700 亩，将与前述西环线洪金旅游快速通道同步建设。

根据项目规划，柳江古镇将重点打造药师佛文化为主题的“东方琉璃世界”和“消灾延寿圣地”，形成以峨眉金顶为核心，金顶十方普贤、乐山大佛、柳江药师佛三足鼎立的“大峨眉三佛、三宝”；同时为迎合养生、疗养热，公司规划在柳江古镇安排配套温泉疗养设施，并通过区域线路串联及“识图网+”进行智慧旅游体系建设，将柳江小镇打造成养生度假休闲特色小镇以及“海峡两岸养生求寿产业体验园区”。随柳江古镇建设推进，“成都-乐山大佛-峨眉-洪雅柳江-眉山”这一双向精品文化旅游路线将趋向完整，届时游客可选择东进西出或西进东出的旅游大环线，进一步推动泛峨眉地区游客数量增长。

公司近日公告剥离万年实业子公司，柳江项目暂时放入集团公司，项目培育期间公司财务压力减轻，未来待时机成熟有望重回上市公司体内：12月1日，公司公告拟将持有的控股子公司峨眉山万年实业有限公司94.29%的股份全部转让给公司控股股东四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司。

图 31：柳江古镇自然风情


数据来源：海博地产新闻中心，东方证券研究所

图 32：烟雨柳江垂钓


数据来源：中共眉山市委官网，东方证券研究所

公司公告剥离万年实业子公司，柳江项目暂时放入集团公司，项目培育期间公司财务压力减轻，未来待时机成熟不排除重回上市公司体内：12月1日，公司公告拟将持有的控股子公司峨眉山万年实业有限公司94.29%的股份全部转让给公司控股股东四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司。柳江古镇的开发主体洪雅洪金旅游集团有限公司即为万年实业有限公司的子公司，拥有眉山市洪雅县柳江古镇14宗地块（其中正在开发的地块1宗19,559.72 m²，待开发地块13宗222,887 m²），目前正在开发柳江古镇美食酒吧街项目（拟开发投资总额7,059.1万元，开发周期40月，开发总建筑面积为13,582.55 m²），此外，其旗下还拥有柳江古镇的配套项目如房地产、商业、温泉等开发公司，建设也在同步进行中。因项目尚处于培育期，2016年1-9月万年实业实际营收2270元，净利润亏损1991万元；未来培育期期间，预计每年仍将产生超过2000万的管理费用、财务费用及投资收益（房地产项目）拖累。此次剥离，将柳江古镇的培育期开发主体放回集团公司，将有效缓解上市公司的财务压力，未来实际成熟后不排除重回上市公司体内，继续贡献业绩。

表 3：万年实业公司企业集团构成

集团公司/联营企业名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股		取得方式
				直接	间接	
洪雅洪金旅游集团有限公司	洪雅县	洪雅县	旅游项目投资等	60%		新设
洪雅洪金房地产开发有限公司	洪雅县	洪雅县	房地产开发等		60%	新设
洪雅洪金温泉开发有限公司	洪雅县	洪雅县	温泉旅游等		60%	新设
洪雅洪金商业资产管理有限公司	洪雅县	洪雅县	物业及商业管理等		60%	新设

峨眉山万年华地财富置业有限公司 峨眉山市 峨眉山市 房地产开发等 40%

数据来源：万年实业公司审计报告，东方证券研究所

表 4：万年实业公司主要财务数据

项目	截止 2015 年 12 月 31 日	截止 2016 年 9 月 30 日
	2015 年度 (元)	2016 年 1-9 月 (元)
资产总计	244,190,042.73	429,812,056.10
负债总计	162,519,542.54	368,048,246.90
股东权益	81,670,500.19	61,763,809.20
营业收入	0	2,270.27
净利润	-24,889,330.69	-19,906,690.99

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2、利用景区既有流量优势纵向延伸，深入挖掘消费升级潜力

2.1 峨眉地区中高端型酒店稀缺，公司宾馆改造持续推进

中高端酒店资源稀缺，公司积极进行酒店实行改造、提升接待能力。从携程统计来看，峨眉山景区三星级以上酒店仅 49 家，目前不能满足游对较高性价比住宿的需求。公司看准此机遇，积极对成都峨眉山大酒店进行升星改造，并对景区内峨眉山大酒店、红珠山宾馆进行了会议、餐饮承办功能方面的改造和扩张，提高接待规格。

表 5：公司酒店改造情况

改造酒店	公告时间	投资金额	资金来源	详细情况
成都峨眉山大酒店	2013.06	9000 万元	定增	主要工程包括客房区、餐饮区、会议区、酒店大堂等设施，将酒店由原来四星级改造为五星级装修标准。2014 年底已完成。
峨眉山大酒店	2014.09	3600 万元	自有	蜀珍苑及贵宾楼进行改造，将其连为整体形成集会议、餐饮、婚宴为一体的多功能会议中心，提升会议接待及团队用餐能力
	2015.02	900 万	自有	将改造面积从 5735.96 m ² 扩大到 7600 m ²
	2015.08	850 万	自有	蜀珍苑及贵宾楼升级为国际会议中心，将酒店五号楼瑜伽房改造为禅茶主题贵宾接待室和休息室
红珠山宾馆	2016.01	3100 万	自有	改造七号楼，增加其会议功能并扩大餐饮、休闲功能及修建配套设施，以更好宣传禅茶文化元素。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

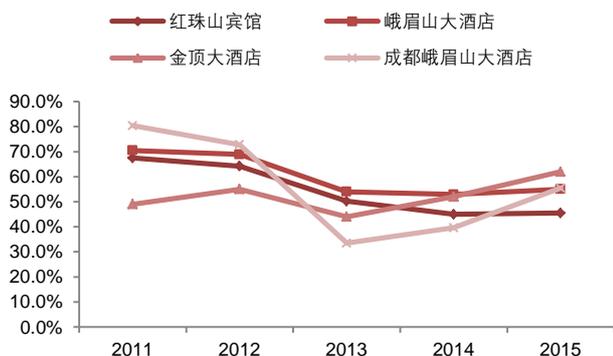
图 33：成都峨眉（雪芽）大酒店五星级改造成果


数据来源：携程网，东方证券研究所

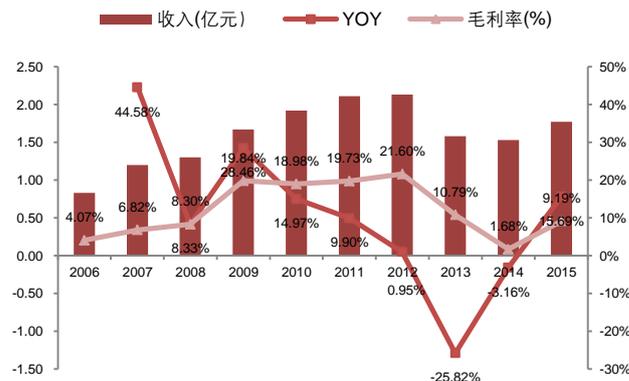
图 34：红珠山宾馆禅茶文化主题公共区域


数据来源：携程网，东方证券研究所

改造后宾馆入住率于 2015 年得到改善，经营企稳盈利能力提升。前文曾提到，由于 2012 年以来国家对于公费接待方面的限制，公司酒店业务一度下滑，针对以上情况，公司近年积极调整目标客户群体向大众消费者靠拢，重视通过与四川省内大型旅行社合作吸引团队、散客以及民营企业会议接待客户，并且对酒店实施改造，目前成都峨眉山大酒店、红珠山宾馆酒店入住率都已经实现回升，公司酒店板块业务收入及毛利率也实现了恢复性上升，未来公司酒店业务凭借得天独厚的资源及位置优势，有望实现景气反转。

图 35：公司旗下宾馆入住率改善


数据来源：公司 2016 债券评级书，东方证券研究所

图 36：公司旗下酒店业务收入及毛利率


数据来源：Wind，东方证券研究所

2.2 佛光大剧院：叠加演艺新业务，后年有望贡献业绩

佛光大剧院助力公司填补演艺板块空白，进一步增强景区吸引力、延长旅客停留时间、提高单客消费。在 2013 年 6 月定增案中，公司计划投资 2 亿元建立峨眉山旅游文化中心，后 2014 年 4 月由于成绵乐高铁及多条高速公路建成开通，为利用区位优势，该旅游文化中心选址由峨眉山市名山路东段与佛光南路交汇处 33,928.07 平方米土地变更为峨眉山报国寺片区 35,496.69 平方米土地，新址更靠近景区及峨眉山高铁站，便于旅客出行。目前该项目由“天下峨眉”演艺中心和旅游文化中心两部分组成，前者是包含歌舞剧、话剧、音乐剧、交响乐谈、会议等多功能的甲级剧院，后者则是峨眉山文化主题餐厅、旅游购物区、三维立体摄影中心等综合旅游休闲设施。公司计划该项目建成后年收入达到 1.5 亿元、净利润达到 4200 万元。

公司于 2015 年 11 月宣布拟成立佛光大剧院分公司，针对前述演艺中心进行演出管理策划及票务代理等等。在项目进度方面，考虑到演艺剧目科技化、娱乐化、互动性上的高要求，公司进行多方考察，先后与北京《功夫传奇》制造商、西安《长恨歌》节目总导演、上海金星现代歌舞团以及印象铁三角之一的王潮歌进行多轮沟通洽谈吸纳意见，预计于明年年初可已完成节目设计，随后再配合节目要求进行演艺中心设计及修建工作，演艺中心建设预计明年将会启动，有望于 18 年开始贡献业绩。

图 37：拟建演艺中心选址报国寺片区、靠近峨眉山高铁站



数据来源：百度地图，东方证券研究所

2.3 峨眉雪芽：关注洪雅基地及雪芽酒业发展

公司致力于打造峨眉雪芽“中国珍稀高山林间茶首席品牌”地位，近年公司在峨眉雪芽方面投资主要关注洪雅雪芽（生产基地+公司西环线服务支撑点）及雪芽酒业（养生消费概念）：

(1) 洪雅雪芽项目相关：①2013 年公司定增募资 1.9 亿元，由子公司洪雅公司实施，于洪雅县止戈镇五龙村建设“峨眉雪芽”洪雅基地，基地计划用地 73 亩、最终将形成年产量 150 吨的名优茶生产线。②2015 年 7 月 9 日，公司作价 5540.43 万元由子公司洪雅公司手中收购洪雅雪芽项目二三期工程（包括在建工程及对应土地使用权），以作为公司“大峨眉国际旅游区”西环线的服务支撑点，将其功能延伸至游客旅游服务、风景区展示、峨眉雪芽品牌展示及销售等，为构建“成都-乐山大佛-峨眉山-洪雅柳江-眉山”双向精品文化旅游路线提供支持。③2015 年 12 月 30 日，公司拟成立雅林茶轩分公司，经营餐饮、会议及茶水服务。

(2) 雪芽酒业相关：①2015 年 9 月，公司出资公司出资 3500 万元，与控股股东四川省峨眉山乐山大佛旅游集团共同出资成立四川峨眉雪芽酒业有限公司，主要进行养生酒生产及销售，公司持股比例 70%；②2016 年 3 月，公司公告对四川峨眉雪芽酒业（公司持股 70%，公司控股股东四川乐佛集团持股 30%）增资 3500 万元，将其年产能从 1000 吨扩容至 5000 吨。

(3) 雪芽黑水基地改造：2016 年 1 月 27 日，公司公告对峨眉雪芽黑水生产基地进行改造，投资金额不超过 3000 万元，主要为配合茶旅结合的总体规划及打造精品茶旅路线的需要。

(4) 对外合作推广雪芽品牌：2016 年 5 月 28 日，公司公告公告与世界茶旅展开战略合作以加强“峨眉山茶”及“峨眉雪芽”与世界茶产业、旅游业界的合作交流与融合，打造峨眉山茶旅产品和线路以提升峨眉雪芽知名度

图 38：峨眉雪芽品相及宣传广告


数据来源：55 团购，东方证券研究所

2.4 辣木养生：收购优质云南辣木资源，涉足文化旅游及养生业务

成立子公司并收购云南天佑开拓辣木业务，瞄准养生市场。辣木原产于印度，又称鼓槌树，其树叶可使用，一般认为拥有增强免疫力、排毒、塑身、抗老化、抗癌等功效，并对多种慢性及重大疾病有改善作用，目前市面辣木产品多为辣木叶晾干后泡水饮用或口服辣木籽，公司目前亦开发辣木精片用以销售。

公司于 2016 年涉足辣木产业，5 月 27 日公告拟投资自有资金 6000 万元在云南省宏德州成立全资子公司天翔旅游开发有限公司，从事辣木研发、种植、生产和销售业务。该子公司（天翔公司）于 6 月 4 日公告以 3100 万元收购云南天佑 50% 股权，并在完成收购后对云南天佑增资 1000 万元与原股东合作开发辣木精加工项目。云南天佑是国内最大辣木企业，也是农业部成立的中国辣木联盟发起单位、理事单位之一，参与“辣木叶标准”制定。本次设立子公司并购买云南天佑股权，是公司开发德宏州以及云南地区文化旅游、养生业务的重要开始。

图 39：云南天佑辣木茶产品


数据来源：云南天佑官网，东方证券研究所

图 40：云南天佑辣木精片产品


数据来源：云南天佑官网，东方证券研究所

2.4 智慧旅游

以识途网为代表，智慧旅游助力大峨眉不断提高客户体验。2015 年 12 月，公司公告拟投资 2000 万人民币成立全资子公司智慧旅游，以推动“大峨眉”国际旅游区智慧旅游产业进一步发展，并于 2016 年 4 月 20 日公告将投资 2.5 亿建设智慧旅游服务基地以及配套设施。

峨眉山景区数字化旅游服务一直走在全国前列，不仅于 2000 年建设全国第一个景区信息网络技术中心和门户网站，2005 年已搭建“数字化峨眉”总框架、2008 年已投入电子商务系统”识途旅游网”实现峨眉景区游览门票、观光车票、住宿、娱乐等产品预定交易一条龙服务。2013 年识途网实现升级并发布峨眉山 APP 客户端，游客可轻松实现酒店、温泉、各类门票的在线预订并制定 DIY 旅游计划，APP 还可实现实时导航、导游及导购，景区管理者亦通过识途网及 APP 预订情况推测游客人数、做好预期准备。未来，识途网将为包括眉山、内江、自贡、宜宾在内的大峨眉进行服务对接，甚至完成全省旅游资源整合，并与天涯客（另一电子商务网站）实现无缝对接，利用 3-5 年形成涵盖全国景区、酒店、农家乐、演艺等要素的大型电子商务网站。

图 41：识途网首页

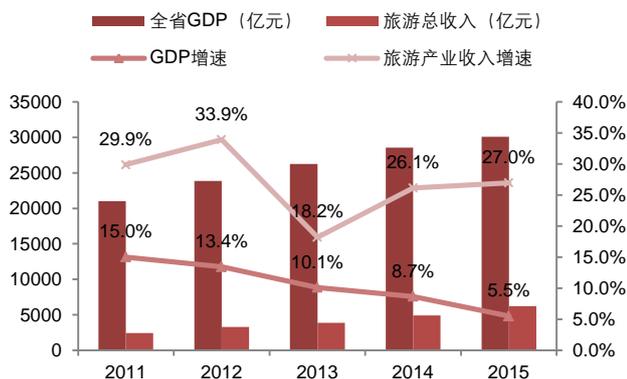


数据来源：识途旅行网，东方证券研究所

四、公司进入战略加速期，大峨眉战略扬帆起航

1、四川省层面战略部署大峨眉

旅游业作为四川省战略性支柱产业，对 GDP 贡献比重连续攀升。受益于四川省内丰富的自然及人文景观资源，旅游业近年为省内经济发展提供了重要支持。十二五以来，四川省旅游收入年均增速高达 26%，旅游经济总量在全国从第 9 位攀升至第 5 位，旅游产业收入增速显著高于全省 GDP 增速，成为拉动省内经济发展的重要引擎。在这样的背景下，四川省委、省政府格外重视旅游业发展，在《四川省“十三五”旅游业发展规划(征求意见稿)》提出“十三五”期间旅游业将成为该省国民经济的战略性支柱产业，力争旅游业发展增速保持在 18% 以上，到 2018 年使旅游业成为“万亿产业”，到 2020 年全省旅游收入突破 1.4 万亿元。

图 42：四川省旅游收入增速明显远高于 GDP 增速


数据来源：四川旅游政务网，东方证券研究所

图 43：四川旅游综合收入相对于 GDP 比重上升


数据来源：四川旅游政务网，东方证券研究所

旅游对经济的高贡献率激发政府盘活资源、加大投入的动力。四川省旅游局已升级为旅发委，综合协调发展旅游产业。2016 年 3 月四川省旅游局正式更名为四川省旅游发展委员会，成为全国第 9 个旅游局更名的省份。传统旅游局属于上级政府直属机构，职能局限于行政管理，而当前“大旅游”格局下，则需要政府部门建立综合机构统一协调相关部门和下级政府，在此出发点上，将旅游局升格为旅发委、其作为上级政府组成部门 与其他部分联系更为紧密，能够充分发挥各部门协调作用、增加决策话语权，并实现国际化营销、旅游合法权益、推动基础设施建设、提升公共服务等多方面涉旅工作的整合。出生证卓外，早在 2014 年 11 月，乐山、广元已经将旅游局改为旅发委，2015 年甘孜州、阿坝州旅游发展委员会也相继成立。

省委书记表态要加强全域旅游建设，四大特色旅游经济区错位发展、有效联动；峨眉山有望作为四大区域中心之一，继续整合周边资源，打造大峨眉旅游区。2016 年 9 月国家旅游局发布四川省委王东明谈旅游全文，其中强调旅游业已进入全民旅游、个性旅游阶段，四川省将全域旅游转型升级的根本途径，摒弃单纯修景区、建宾馆的传统模式，推动资源、资金、政策、服务等围绕旅游业发展布局。具体规划来看，未来四川省将强化成都增长极地位，推动成德绵广眉乐、成渝旅游经济带建设，支持川西北、川南、雅攀西、川东北四大特色旅游经济区错位发展，加快 11 个国家全域旅游示范区创建，打造大成都、大峨眉、大攀西、大巴山等重点旅游目的地，初步形成全省旅游多点多极支撑发展格局。峨眉山有望作为四大区域中心之一，继续整合周边资源，打造成为大峨眉旅游区的核心。

“大峨眉”成型，国际旅游度假村规划已通过省发改委检阅。大峨眉概念最早于 2011 年由四川省委、省政府提出，2013 年《四川省人民政府关于加快建设旅游经济强省的意见》提出了“打造大成都、大九寨、大峨眉三大世界级旅游目的地”的意见，使建设“大峨眉”旅游圈的战役在全省打响。其中，大峨眉国际旅游度假区度假区体现“山城一体”和“全域旅游”的发展思路，以峨眉山风景区为依托规划范围 33 公里，北至眉山，东至乐山，西覆盖柳州古镇，全区以峨眉文化为主题资源，围绕“茶叶、佛教、武术”三张峨眉名片形成以禅修养性度假、滨湖康养度假、禅意温泉度假、半坡生态度假、乡村田园度假五种度假生活为核心产品进行了规划，并于 2016 年 9 月通过四川省旅发委检查。

图 44：“大峨眉”国际旅游度假区规划



数据来源：峨眉山市政府网，东方证券研究所

规划体现省内对峨眉山资源重视，有利于峨眉山未来进一步提高游客渗透率。四川省内旅游资源丰富，根据四川旅游局的数据，四川全省有世界遗产 5 处，是中国拥有世界遗产数量最多、种类最齐全的省份；有世界地质公园 2 处，5A 级景区 10 处，国家级风景名胜区 15 处，国家级自然保护区 27 处，国家级森林公园 31 处，国家级地质公园 14 处，全国重点文物保护单位 128 处，国家级非物质文化遗产 120 项，中国历史文化名城 7 座。在众多旅游景区之中，四川省对于峨眉山-乐山大佛景区格外关注，近年修建多条高铁、公路改善景区交通，并积极关心大峨眉规划，欲加强峨眉山景区对于省内旅游 GDP 之贡献作用。在省政府推动下，近年峨眉山对于全省旅游人次渗透率已经不断提高，2015 年达到 3.31% 水平，未来随国际旅游度假区建设落地，相信将进一步提高峨眉山本身客流吸引力。

图 45：四川省国内游接待人数及增速

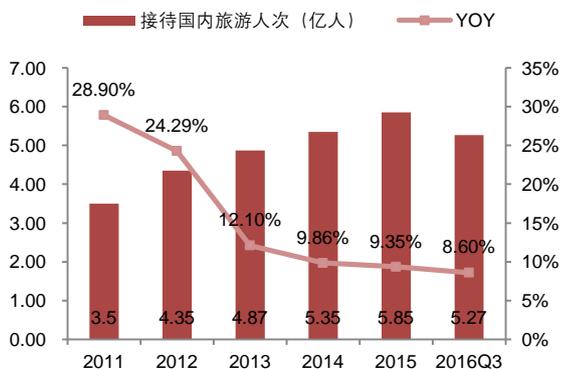


图 46：峨眉山景区对四川旅游人数渗透率



数据来源：四川省旅游政务网，东方证券研究所

数据来源：四川省旅游政务网，东方证券研究所

2、乐山市层面重视旅游对 GDP 贡献、峨眉山撬动全市旅游资源开发

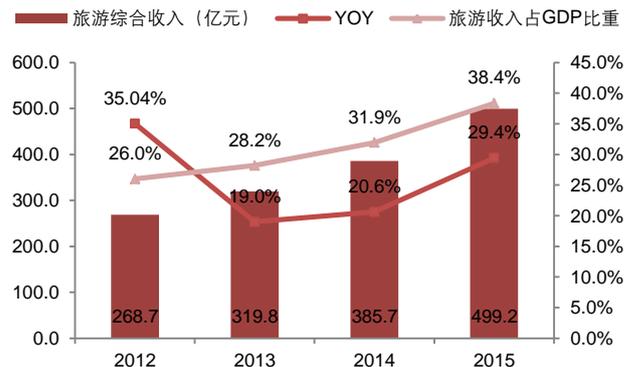
乐山市为四川省内旅游大市，重视旅游对 GDP 贡献。2015 年，乐山全市共接待国内外游客 3920 万人次，实现旅游综合收入 499.21 亿元，分别比 2011 年增长 84.97% 和 150.88%，旅游经济总量稳居全省第二，根据新华网报道，2011 年以来乐山市旅游接待人数和旅游综合收入每年呈两位数增长，旅游收入增幅明显高于旅游人数。乐山市旅体委更提出，2020 年乐山市目标实现旅游综合收入突破 1000 亿、旅游对 GDP 增长贡献超过 18%、对就业贡献超过 20%，体现市政府对旅游行业的重视及发展雄心。

图 47：乐山市接待旅游人数增长



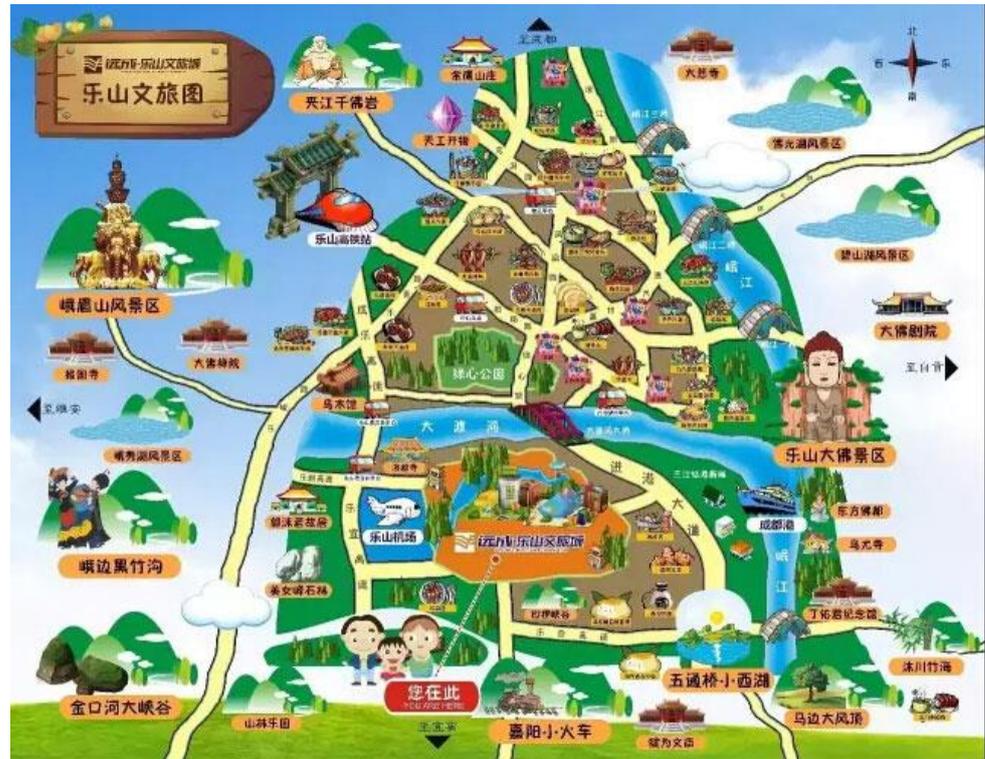
数据来源：乐山市旅游局，东方证券研究所

图 48：乐山市旅游收入占 GDP 比重不断提升



数据来源：乐山市旅游局，东方证券研究所

乐山市内旅游资源众多、峨眉山-乐山大佛将撬动其他旅游资源，景区联动大有可为。目前，乐山已成功创建了国家 A 级景区 24 处，其中 5A 级景区 2 处，4A 级景区 10 处。围绕峨眉山、乐山大佛两大核心景区，以杪楞湖、峨边黑竹沟、沐川竹海、夹江东风堰、五通桥根石人家、沙湾沫若故居、井研雷畅故居、金口河大瓦山为代表的后起之秀不断涌现。同时旅游与其他产业跨界融合不断，例如依托新村新寨，乐山行程 20 余条乡村旅游线路、1000 多家乡村旅游接待点，又如举办峨眉武术节、峨眉山登山节、佛光禅林音乐节等展开大量绿体结合、文旅结合的业态活动。相信未来，随着两个核心景区与周围景区联动趋向频繁，公司本身业绩亦将受益。

图 49：乐山市旅游资源分布图


数据来源：fang63，东方证券研究所

3、公司积极展开对内激励及对外合作，挖掘增长潜力

3.1 对内激励方案出台激发员工对新项目挖掘热情

重视融资工作、重大经营事项纳入绩效年薪激励。2015年11月公司通过重大项目融资工作激励奖惩意见，考虑公司近年加快推进大峨眉智慧旅游科技产业园区、大峨眉国际旅游区等开发项目以培育公司新型产业支柱和利润增长点，公司非常重视通过融资工作为项目实施打下基础，因此董事会决议对重大项目融资进行激励奖惩，以调动相应人员积极性。且公司不排斥未来继续将优质四川及云南旅游资源纳入集团旗下，届时必将产生新融资需求，成功通过项目激励调动员工积极性将有利于新兴项目迅速焕发活力。2016年10月，公司公布新激励方案，将重大经营事项纳入绩效年薪激励以鼓励经营班子扩展公司新经济产业项目，表明公司对于寻找新利润增长点的重视。

3.2 积极开展对外合作、强强联合加强资源开发速度及质量

今年合作以及自有资金投资项目众多，凸显公司巩固已有优势同时积极寻找新增长点的进取态度。公司近年合作投资对象包括中信国安、川投集团等大型旅游集地产开发集团，共同合作内容多为进一步开发峨眉景区本身潜力并整合乐山周边旅游资源，包括投资建立万佛顶索道、开发后山四季坪、张坪等地线路，以及与川投共同投资的乐山嘉阳桫欏湖景区项目。同时自身对外投资也较为积极，如前所述，公司在景区扩容（西环线柳江古镇）、养生度假（峨眉雪芽及云南辣木项目）、演艺（佛光大剧院项目）、智慧旅游（设立智慧旅游子公司并投资2.5亿建设相关基础设施）等板块都有所动作，表明了公司积极发展多方业务、在巩固已有业务优势基础上主动寻找新增长点的决心。

与川投、港中旅、云南天佑合作，强强联合，未来更多互动值得期待：

1、川投方面，公司于2016年6月发布公告与川投集团、世纪旅游共同投资2000万元设立公司对乐山嘉阳桫欏湖景区进行管理，川投为控股股东占股75%，公司占股20%。

除桫欏湖景区外，川投亦涉足乐山金口河旅游资源，并积极与成都文旅、云投集团开展合作、省内外旅游产业布局推进前景可期。川投集团为四川省政府授权国有独资集团公司，资本实力雄厚，2015年末总资产461.58亿元、营业收入和利润分别达到65.03亿元、40.64亿元，投资领域涵盖能源、金融、原材料工业、交通基础设施、旅游开发、房地产开发、国内贸易等。就旅游方面：

(1) 除前述桫欏湖景区外，川投集团亦参与乐山市金口河区旅游产业开发，2016年10月已于乐山市委常委、副市长一行就金口河旅游区合作达成共识。

(2) 2016年10月，集团与成都文旅集团签订战略合作协议，加强双方在文化旅游、体育赛事、康养旅游、资金和资本运作等多方面的合作，其中，成都文旅拥有丰富的景区管理经验及强大的景区运营能力，两大平台的联姻将对未来彼此在旅游行业的发展形成有效推动。

(3) 四川省外，2016年11月，川投集团董事长率队赴云投集团考察，云投集团为云南省资产规模最大的综合类投资控股集团，投资领域涉及能源、铁路、医疗大健康、旅游文化等等，未来川投与云投强强联手，合作可期。

2、港中旅方面，2015年9月与乐山市政府签订乐山资源整体开发战略框架协议，并对改制后的峨旅集团（峨眉山A控股股东）增资入股，并成立合资公司作为双方在乐山市全域范围内旅游资源的投资开发平台，以打造国际一流旅游目的地。

港中旅作为老牌旅游企业，旗下旅游资源涵盖旅行社度假城、高尔夫球会、演艺制作及酒店业务，旅游景区开发经验丰富，且受益于其旅行社业务拥有非常好的客户基础，加之2016年其成功并购中国国旅集团，运营实力更上层楼，未来将为乐山地区旅游业开发带来极大裨益。

3、云南天佑方面，其属于国内最大的辣木企业，是农业部成立的中国辣木联盟发起单位、理事单位之一对其进行股权收购有利于公司未来在辣木养生业务领域进一步实现

表6：峨眉山A外延扩张梳理

公告日期	合作对象	主要内容
2016/6/30	中信国安、壹世界旅游	公司拟与北京国安农业（中信国安安全子公司）、成都壹世界旅游共同投资建设峨眉山万佛顶索道，公司出资人民币600万元，占注册资本的30%。
2016/6/17	川投集团、乐山犍为世纪旅游	公司拟与四川省投资集团、乐山犍为世纪旅游共同投资设立川投峨眉旅游公司进行对乐山犍为县嘉阳桫欏湖景区的开发和运营，其中川投占股20%。公司将利用现有的网络营销平台和市场合作渠道，整合推广峨眉山—乐山大佛—嘉阳桫欏湖精品旅游线路，带动桫欏湖景区旅游人数的快速增长，以取得良好的经济效益。
2016/6/4	云南天佑	公司拟出资6000万投资设立德宏州天祥公司，天祥公司3100万元收购云南天佑50%股权且后续增资1000万。云南天佑属于国内最大的辣木企业，是农业部成立的中国辣木联盟发起单位、理事单位之一，此次收购并增资意在共同开发辣木精产品。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

1、公司 16-18 年营收及毛利率提升主要由游山门票及客运索道驱动，预测公司 16-18 年游山门票 458.3/501.3/563.5 百万元，客运索道营收 320.4/351.9/390.6，主要是受益于西部旅游高速、西成高铁效应，客流量的不断提升。

2、我们预测公司 16-18 年销售费用率为 6.27%、6.05%、5.76%；管理费用率为 12.94%、12.14%、11.44%；所得税税率为 16.96%、16.96%、16.63%。

3、目前万年实业子公司亏损对股份公司的影响主要体现在管理费用、财务费用及投资收益。我们的预测中已考虑了剥离万年实业子公司后对 17/18 年的减亏影响，主要反映在管理费用、财务费用的减少及投资收益的增加。但由于剥离事件交割时间点的不确定性，暂未考虑交易本身带来的一次性收益，提请投资人注意。

收入分类预测表

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
游山门票					
销售收入 (百万元)	425.4	458.2	458.3	501.3	563.5
增长率	31.0%	7.7%	0.0%	9.4%	12.4%
毛利率	43.0%	34.4%	35.5%	38.5%	40.0%
客运索道					
销售收入 (百万元)	296.8	317.8	320.4	351.9	390.6
增长率	32.4%	7.1%	0.8%	9.8%	11.0%
毛利率	81.7%	75.8%	77.5%	79.0%	80.0%
酒店及服务					
销售收入 (百万元)	152.5	177.4	189.0	195.4	203.5
增长率	-3.5%	16.3%	6.6%	3.4%	4.1%
毛利率	1.7%	9.2%	10.0%	12.0%	13.0%
旅行社					
销售收入 (百万元)	6.3	5.7	5.4	5.1	4.9
增长率	-1.4%	-9.3%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
商品销售					
销售收入 (百万元)	66.0	66.7	70.0	73.5	77.2
增长率	5.0%	1.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
旅游演艺					
销售收入 (百万元)	0.0	0.0	0.0	0.0	34.0
增长率					
毛利率					32.0%
其他					
销售收入 (百万元)	40.4	34.3	32.6	31.0	29.4
增长率	-6.1%	-15.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%

毛利率	20.5%	15.3%	15.5%	16.0%	16.0%
其他业务					
销售收入 (百万元)	6.3	5.5	7.2	8.1	9.1
增长率	-7.5%	-13.9%	31.0%	13.3%	12.5%
毛利率	56.1%	56.8%	60.9%	56.7%	56.9%
合计	993.7	1,065.5	1,082.8	1,166.3	1,312.1
增长率	20.3%	7.2%	1.6%	7.7%	12.5%
综合毛利率	45.3%	40.7%	41.5%	44.2%	45.5%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

剥离万年实业公司的时间点尚有不不确定性，暂不考虑其一次性收益影响，我们预测公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.34、0.46、0.58 元，给予公司 17 年 32 倍市盈率，对应目标价为 14.72 元，首次给予买入评级。

表 7：可比公司估值表

公司	每股收益 (元)				市盈率			
	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
黄山旅游	0.40	0.46	0.57	0.68	41.66	35.52	28.97	24.28
中青旅	0.41	0.65	0.73	0.88	55.65	34.66	30.91	25.73
丽江旅游	0.47	0.52	0.59	0.67	32.35	29.01	25.72	22.68
九华旅游	0.64	0.75	0.82	0.91	65.00	55.33	50.61	45.60
张家界	0.36	0.27	0.34	0.39	34.60	44.94	36.72	31.78
平均值					44.20	38.00	32.00	28.00

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

(1) 交通改善的引流效果不及预期：目前大峨眉区域铁路、公路交通仍在建设中，未来其引流效果尚待观察。外延项目的推进不及预期，导致公司新业务的业绩贡献不及预期。

(2) 重大自然灾害或雨气候造成的客流量大幅下滑：四川地区地震发生较多，以及峨眉山地区气候湿润多雨，因此地震、暴雨情况将对当年客流量产生较大影响

(3) 宏观经济增长放缓导致的旅游人数下滑：宏观经济下行导致民众收入减少，可能压缩家庭旅游消费运算从而抑制景区游客增长。

(4) 新的交通路线开通后，公司潜在的促销活动可能会降低门票、索道等业务的毛利率贡献。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	515	542	764	570	711	营业收入	994	1,066	1,083	1,166	1,312
应收账款	19	21	20	22	25	营业成本	544	632	633	651	715
预付账款	65	7	33	40	31	营业税金及附加	43	47	14	9	10
存货	44	149	185	176	177	营业费用	66	66	68	71	76
其他	26	117	120	92	83	管理费用	107	133	140	142	150
流动资产合计	670	836	1,122	900	1,026	财务费用	8	8	10	10	9
长期股权投资	79	75	126	126	126	资产减值损失	1	4	0	1	(0)
固定资产	1,202	1,286	1,321	1,320	1,576	公允价值变动收益	(0)	0	(0)	(0)	(0)
在建工程	49	42	91	233	131	投资净收益	(0)	(9)	(3)	4	4
无形资产	167	184	179	173	167	其他	0	0	0	0	0
其他	38	45	26	7	2	营业利润	224	166	214	287	356
非流动资产合计	1,535	1,632	1,742	1,859	2,003	营业外收入	0	66	4	2	2
资产总计	2,205	2,469	2,865	2,760	3,029	营业外支出	2	2	3	2	2
短期借款	165	52	120	52	52	利润总额	223	230	215	287	356
应付账款	34	34	44	40	44	所得税	35	39	37	49	59
其他	191	226	410	199	220	净利润	188	191	179	238	297
流动负债合计	390	312	573	291	316	少数股东损益	(1)	(5)	(3)	(5)	(6)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	190	196	181	243	303
应付债券	0	197	197	197	197	每股收益 (元)	0.36	0.37	0.34	0.46	0.58
其他	9	10	18	10	10						
非流动负债合计	9	207	216	207	207	主要财务比率					
负债合计	399	519	789	498	523		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	43	37	35	30	24	成长能力					
股本	263	527	527	527	527	营业收入	20.3%	7.2%	1.6%	7.7%	12.5%
资本公积	691	427	427	427	427	营业利润	64.7%	-26.1%	29.2%	33.9%	24.2%
留存收益	810	958	1,087	1,277	1,528	归属于母公司净利润	65.9%	3.6%	-7.5%	33.9%	24.8%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,806	1,950	2,076	2,261	2,506	毛利率	45.3%	40.7%	41.5%	44.2%	45.5%
负债和股东权益	2,205	2,469	2,865	2,760	3,029	净利率	19.1%	18.4%	16.8%	20.8%	23.1%
						ROE	11.3%	10.7%	9.2%	11.4%	12.9%
						ROIC	10.6%	6.9%	8.1%	10.1%	11.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	188	191	179	238	297	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	143	140	113	122	123	流动比率	1.72	2.68	1.96	3.09	3.25
财务费用	8	8	10	10	9	速动比率	1.60	2.20	1.63	2.49	2.69
投资损失	0	9	3	(4)	(4)	营运能力					
营运资金变动	(57)	(118)	133	(187)	39	应收账款周转率	59.1	53.1	52.8	54.6	55.2
其它	34	39	10	(8)	(0)	存货周转率	13.8	6.5	3.8	3.6	4.0
经营活动现金流	316	269	448	172	463	总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
资本支出	(358)	(214)	(174)	(240)	(266)	每股指标 (元)					
长期投资	(74)	4	(51)	0	0	每股收益	0.36	0.37	0.34	0.46	0.58
其他	(72)	(56)	(2)	4	4	每股经营现金流	0.60	0.51	0.85	0.33	0.88
投资活动现金流	(504)	(265)	(227)	(236)	(262)	每股净资产	3.35	3.64	3.88	4.24	4.72
债权融资	(45)	202	(3)	1	1	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	35.8	34.6	37.4	27.9	22.4
其他	113	(179)	5	(131)	(62)	市净率	3.8	3.5	3.3	3.0	2.7
筹资活动现金流	68	23	2	(131)	(61)	EV/EBITDA	17.0	20.3	18.8	15.2	13.0
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBIT	27.4	36.6	28.3	21.4	17.4
现金净增加额	(121)	27	222	(194)	140						

资料来源：东方证券研究所

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

