

# 长短看点兼备，估值大底、预期差大

## ——峨眉山深度报告

从板块角度，景区最受益于旅游旺季催化，低估值品种弹性更大；从公司角度看，中短期受益于演艺项目开演+九寨沟重开可能，业绩存在超预期的可能；中长期高铁通车+景区扩容带来更大空间。当前估值已跌破历史大底，可看修复。

### 核心观点

- **中报业绩在自然景区中表现较好，优秀费用管控抵御门票降价不利影响。** 2019H1 公司实现营收 5.29 亿元/+0.82%，实现归母净利润 0.77 亿元/+10.1%，在自然景区普遍面临门票下降的不利情况下，表现较好。其中，索道业务构成强支撑、拉动维稳营收，结构性毛利率提升叠加费用管控支撑公司业绩稳健，抵御前期景区门票降价不利影响。
- **短期：演艺项目开业+九寨沟可能重开，业绩存在预期差**（1）**演艺项目旺季开演，景区业态丰富提供新动力：**“只有峨眉山”九月开演，填补当地空白，由于市场预期较低，短期看首年业绩存在超预期增量可能，长期看景区业态丰富对后续客单价提升及客流吸引力增强均有长足正面作用；（2）**九寨沟地震后有重启可能，有望带动区域客流回暖，Q4 公司低基数上潜力更大。** 九寨目前已有部分旅行社接受预定，年内开放可能性较高，有望带动四川片区游客回暖，去年 Q4 受降价影响公司业绩低基数，有望带来更大弹性。
- **中长期：看景区扩容+交通改善带来的更大成长空间。**（1）**突破旺季瓶颈+提升休闲游属性：**峨眉山尚有一半以上开发空间，前山开发规划中；（2）**提升平日客流：“蜀道难”制约正在突破，交通改善不断落实，接棒西成高铁，成贵高铁有望年底通车，为明年提供增量**
- **当前公司估值历史大底，可看修复。**公司禀赋卓越，资源稀缺性强，估值体系支撑力较强。受前期景区降价长期压制，公司估值水平已经跌破前期雪灾及地震大底，后续业绩改善驱动下估值修复预期强。

### 财务预测与投资建议

- 谨慎预期演艺类业务整体规模贡献，我们预测 19-21 年公司 EPS 为 0.45/0.51/0.56 元，给予 2019 年 20 倍 PE，目标价为 9 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 自然灾害，高铁通车后客流量不及预期，门票降价

| 公司主要财务信息      |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|               | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入(百万元)     | 1,079 | 1,072 | 1,098 | 1,196 | 1,263 |
| 同比增长(%)       | 3.6%  | -0.6% | 2.4%  | 9.0%  | 5.6%  |
| 营业利润(百万元)     | 241   | 249   | 286   | 322   | 352   |
| 同比增长(%)       | 8.2%  | 3.5%  | 14.5% | 12.7% | 9.2%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 197   | 209   | 239   | 269   | 295   |
| 同比增长(%)       | 2.8%  | 6.4%  | 14.1% | 12.6% | 9.7%  |
| 每股收益(元)       | 0.37  | 0.40  | 0.45  | 0.51  | 0.56  |
| 毛利率(%)        | 42.6% | 42.6% | 42.9% | 43.9% | 44.7% |
| 净利率(%)        | 18.2% | 19.5% | 21.7% | 22.5% | 23.3% |
| 净资产收益率(%)     | 9.2%  | 9.2%  | 9.7%  | 10.1% | 10.2% |
| 市盈率           | 15.7  | 14.7  | 12.9  | 11.4  | 10.4  |
| 市净率           | 1.4   | 1.3   | 1.2   | 1.1   | 1.0   |

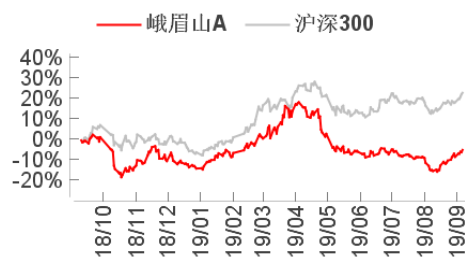
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| 股价(2019年09月06日) | 6.16元         |
| 目标价格            | 9.00元         |
| 52周最高价/最低价      | 7.8/5.38元     |
| 总股本/流通A股(万股)    | 52,691/52,691 |
| A股市值(百万元)       | 3,246         |
| 国家/地区           | 中国            |
| 行业              | 餐饮旅游          |
| 报告发布日期          | 2019年09月07日   |

| 股价表现  | 1周   | 1月    | 3月    | 12月   |
|-------|------|-------|-------|-------|
| 绝对表现  | 3.7  | 11.19 | 4.05  | -7.37 |
| 相对表现  | 0.22 | -2.61 | 6.72  | 28.38 |
| 沪深300 | 3.92 | 8.58  | 10.77 | 21.01 |



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 徐椰香  
021-63325888-6129  
xuyexiang@orientsec.com.cn

### 相关报告

- 索道业务增速亮眼，毛利费用双驱动盈利改善： 2019-08-27
- 索道回暖抵御门票降价影响，全年费用管控 2019-03-27

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声明。

## 目 录

|      |  |    |
|------|--|----|
| 一、   | 中报业绩在自然景区中表现较好，费用管控抵御门票降价不利影响 ..         | 4  |
| 二、   | 短期：演艺项目开业+九寨沟可能开业，业绩存在预期差 .....          | 6  |
| 2.1、 | 演艺项目旺季开演，景区业态丰富提供新动力 .....               | 6  |
| 2.2、 | 九寨沟年内有重启可能，有望低基数上进一步带动游客回暖 .....         | 7  |
| 三、   | 中长期：看景区扩容+交通改善带来的更大成长空间 .....            | 8  |
| 3.1、 | 突破旺季瓶颈+提升休闲游属性：峨眉山尚有一半以上开发空间，前山开发规划<br>中 | 8  |
| 3.2、 | 提升平日客流：“蜀道难”制约正在突破，交通改善不断落实 .....        | 9  |
| 四、   | 公司禀赋卓越，当前公司估值历史大底，可看修复 .....             | 11 |
|      | 盈利预测与投资建议 .....                          | 12 |
|      | 投资建议 .....                               | 12 |
|      | 风险提示 .....                               | 12 |

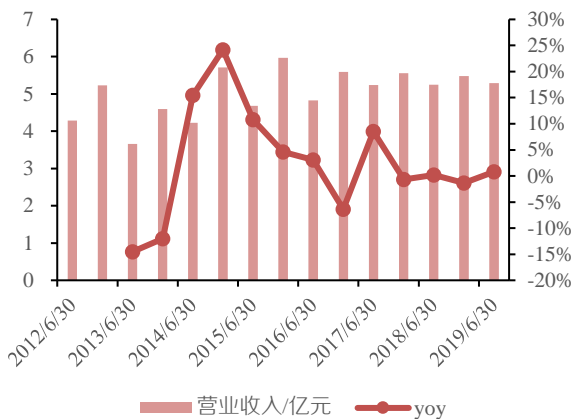
## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 公司 2012-2019 年营收及增速 (半年度) .....    | 4  |
| 图 2: 公司 2012-2019 年归母净利润及增速 (半年度) ..... | 4  |
| 图 3: 2012-2019 年上半年毛利率及净利率 .....        | 5  |
| 图 4: 2012-2019 年上半年费用率 .....            | 5  |
| 图 5: 2019H1 受降价影响自然景区净利率变动.....         | 5  |
| 图 6: 云之上剧场效果图 .....                     | 6  |
| 图 7: 云之中剧场效果图 .....                     | 6  |
| 图 8: 地震后成都双流机场增速中枢下调 .....              | 8  |
| 图 9: 九寨沟治理项目投资完成比例.....                 | 8  |
| 图 10: 成都中国旅行社上线九寨沟线路预定.....             | 8  |
| 图 11: 万佛顶所在位置 .....                     | 9  |
| 图 12: 公司现有西线 (实线) 及后山 (虚线) 开发规划 .....   | 9  |
| 图 13: 当前四川省高铁线路图 .....                  | 10 |
| 图 14: 成贵高铁线路规划图.....                    | 11 |
| 图 15: 成贵高铁开通后部分重点城市开往成都预计时间 .....       | 11 |
| 图 16: 峨眉金顶十方普贤像.....                    | 11 |
| 图 17: 2015 年四川国际峨眉武术节“金顶论剑”.....        | 11 |
| 图 18: 公司上市以来 PE band.....               | 12 |
| <br>                                    |    |
| 表 1: 2018 年 9 月上市公司景区降价情况.....          | 5  |

## 一、中报业绩在自然景区中表现较好，费用管控抵御门票降价不利影响

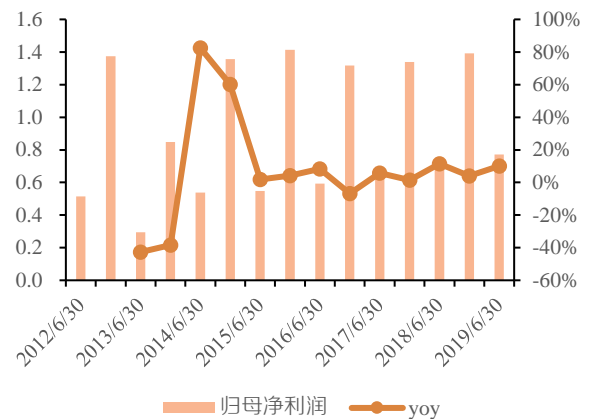
在自然景区业绩普遍承压的情况下，公司索道业务高增下营收端基本维稳，利润端增速稳定略超预期。2019H1 公司实现营收 5.29 亿元/+0.82%，实现归母净利润 0.77 亿元/+10.1%，整体上半年景区游山人数 160.11 万人/+0.1%，其中旅游门票/客运索道/宾馆酒店分别实现收入 2.19/1.75/0.86 亿元，同比增长-6.43%/+22.59%/-6.24%。整体看，在景区游山人次稳定、门票降价的不利因素影响下，景区索道营收高增维稳整体营收水平，归母净利润维持显著高于营收的中等增速水平。

图 1：公司 2012-2019 年营收及增速（半年度）



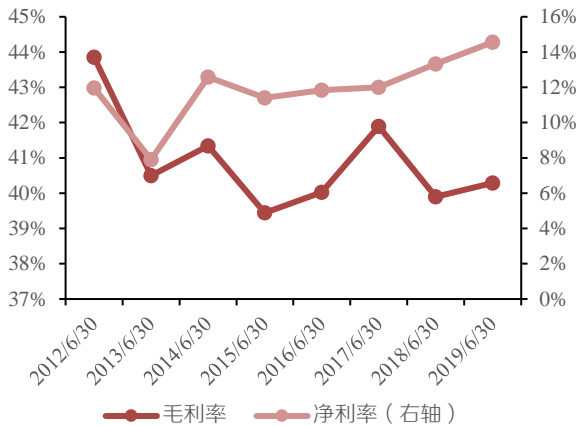
数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 2：公司 2012-2019 年归母净利润及增速（半年度）

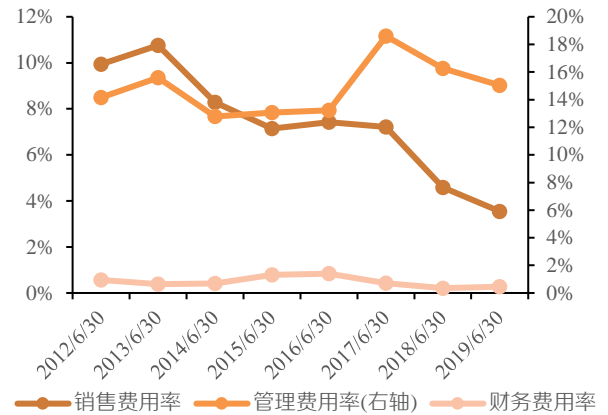


数据来源：公司财报，东方证券研究所

索道业务高增成为营收及毛利率提升的主要动力，费用管控成效凸显进一步提升公司盈利能力。19H1 公司实现毛利率/净利率 40.29%/14.56%，同比提升 0.39/1.24pct，盈利能力稳步提升动力主要来源于两方面：（1）2019H1 门票/客运索道/宾馆酒店服务实现毛利率 28.24%/69%/14.2%，索道业务毛利率显著高于其他业务，其结构占比提升是推动上半年毛利率提升的主要动力；（2）2019H1 销售费用率/管理费用率分别为 3.55%/15.05%，同比下降 1.03/1.21pct，费用管控成效持续凸显，费用率持续下滑，

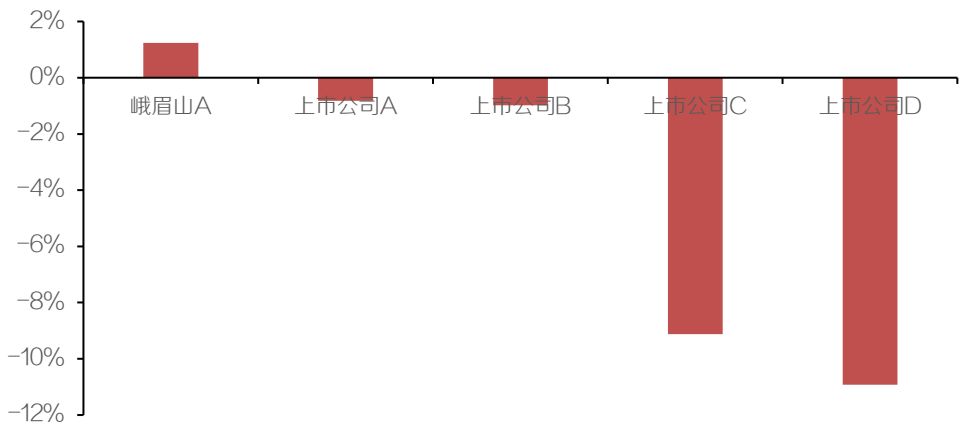
**图 3：2012-2019 年上半年毛利率及净利率**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

**图 4：2012-2019 年上半年费用率**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

景区降价大背景下，费用管控能力凸显，成为盈利端的强支撑力。2018 年 9 月国有景区整体实行降价，除乌镇以外，其余景区降价幅度基本在 15%以上，公司降价幅度在 13.51%，整体降幅在行业中属于中等水平。从行业角度看，门票降价对各个公司盈利能力均产生不利冲击，但 2019H1 公司通过费用端的进一步管控实现净利率逆势提升 1.24pct，显著优于行业平均水平。

**图 5：2019H1 受降价影响自然景区净利率变动**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

**表 1：2018 年 9 月上市公司景区降价情况**

| 名称     | 降价项目   | 降价后价格 | 降价前价格 | 降价比例   |
|--------|--------|-------|-------|--------|
| 峨眉山 A  | 旺季门票   | 160   | 185   | 13.51% |
| 上市公司 A | 旺季门票   | 190   | 230   | 17.39% |
| 上市公司 B | 旗下主要索道 | 120   | 180   | 33.33% |
| 上市公司 C | 旗下景区 A | 110   | 120   | 8.33%  |

|        |        |     |     |        |
|--------|--------|-----|-----|--------|
|        | 旗下景区 B | 190 | 200 | 5.00%  |
| 上市公司 D | 旗下游船 A | 215 | 270 | 20.37% |
|        | 旗下游船 B | 360 | 450 | 20.00% |
|        | 旗下主要景区 | 65  | 80  | 18.75% |

数据来源：公司官网，东方证券研究所

## 二、 短期：演艺项目开业+九寨沟可能开业，业绩存在预期差

### 2.1、 演艺项目旺季开演，景区业态丰富提供新动力

《只有峨眉山》预计九月正式开演，是峨眉山景区整体业态丰富化建设的里程碑。“只有峨眉山”是王潮歌“只有”系列中的开盘之作，此次演艺是剧场演艺与实景演艺的结合，整体剧场分为“云之上”、“云之中”及“云之下”三个场景，分别以情景体验、园林剧场及实景村落剧场为承载形式，让观众跟随主人公一起探索和体验。“只有峨眉山”区别于纯粹的实景演艺及剧场演艺，强调行进式观演：

#### 1. 云之上：情景体验剧场

单场可容纳 1400 人观看，由六个独立表演空间构成，观众行进式观演，在时空中穿梭，在不同故事里穿梭，如在云海之上，犹如人站在天上俯瞰人间。

#### 2. 云之中：园林剧场

剧场有 30 个微戏剧观演点，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，如同云层漫过屋顶，营造如梦如幻的峨眉仙界。

#### 3. 云之下：实景村落剧场

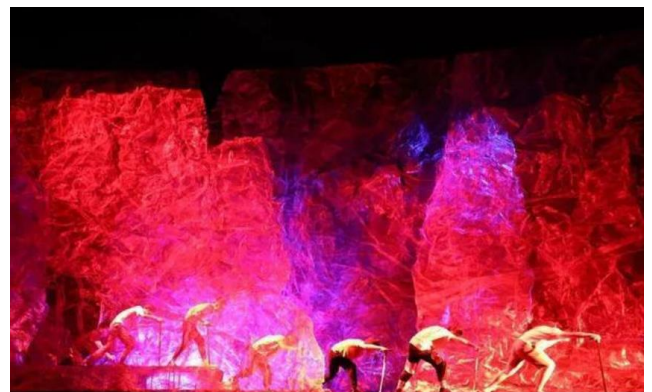
该剧场为原址自然村落，由 48 栋民房、395 个房间、27 个院子、104 个微戏剧组成，达 2 万平方米。在原生态实景村落里，为观众浸入式还原了一个个充满烟火气的人生故事。

图 6：云之上剧场效果图



数据来源：峨眉山官网，东方证券研究所

图 7：云之中剧场效果图



数据来源：峨眉山官网，东方证券研究所

为什么我们在这个时点重点关注公司的演艺项目发展？

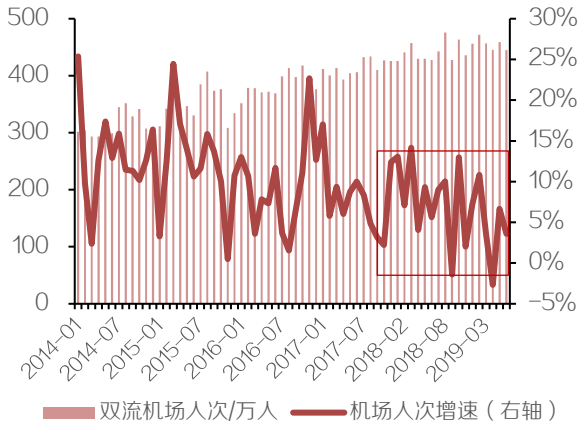
1. **演艺项目是今年预期差的主要关注点。**公司中报业绩在费用端管控及索道业务回暖拉动下实现稳定增长，全年业绩增长目前市场仍未给予演艺项目过多期待，但“只有峨眉山”踩在金九的旅游旺季开演，形式新颖，开演首年增量营收及业绩均存在超预期的可能性。
2. **行业政策出台，鼓励景区丰富产品供给，到 2022 年要培育 30 个以上旅游演艺精品项目。**19 年 8 月 27 日，国务院办公厅印发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，其中强调旅游景区应丰富产品供给，鼓励打造中小型、主题性、特色类的文化旅游演艺产品，引导文化和旅游场所增加参与式、体验式消费项目，目标到 2022 年，培育 20 个以上旅游演艺精品项目，扩大文化和旅游有效供给。
3. **长远看，峨眉山演艺项目丰富了景区业态，对客单价提升及客流吸引力提升有长足动力。**放眼长期，国有景区门票降价是大势所趋，景区通过费用端的管控提振业绩不是可持续的动力，因此景区内容的多样化丰富了景区业态，一方面降低降价政策对客单价的影响，另一方面亦是对景区长期客流吸引力的提升。

## 2.2、九寨沟年内有重启可能，有望低基数上进一步带动游客回暖

**九寨沟地震后有重启可能，有望带动区域客流回暖，Q4 公司低基数上潜力更大。**距离九寨 2017 年 8 月 8 日地震至今已经两年时间，两年期间内九寨沟重建事项一直紧锣密鼓地推进，目前治理项目投资完成比例已达 56.53%。年初四川省旅发委党组书记胡斌曾表态，九寨沟可能在五一前实现三限开放，即限区域、限流量、限时间。近期，四川五家旅行社均表示预计九寨沟会在十月左右开放，其中两家已经开始接受行程预定。目前九寨沟重建时间累计已有两年，预计年内重新开放的可能性较高，九寨沟是四川省内最知名景点之一，其重开有望带动区域游客的显著回暖，公司景区亦有望受益。叠加去年 Q4 起公司景区门票降价，业绩单季下滑 10%，在低基数上有望贡献更大弹性

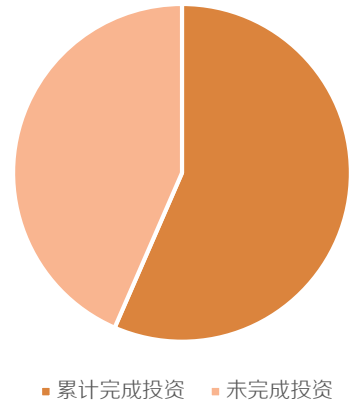


图 8：地震后成都双流机场增速中枢下调



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：九寨沟治理项目投资完成比例



数据来源：九寨沟官网，东方证券研究所

图 10：成都中国旅行社上线九寨沟线路预定

<预售>九寨沟黄龙三日精品游 (0自费-赠送烤羊家访和藏羌晚会) 限时特惠 **活动**

¥980起  
原价：¥1130

销量：1432 | 满意度：100% | 推荐：568

特色：0自费，送烤羊家访、送藏羌风情晚会、住宿升级24小时空调热水酒店、(四星、五星套餐可选)

立即预订

[成都出发] 行程：3天

出团日期：09-22、09-23、09-24、09-25、09-26、09-27日，

数据来源：成都中国旅行社官网，东方证券研究所

### 三、 中长期：看景区扩容+交通改善带来的更大成长空间

#### 3.1、 突破旺季瓶颈+提升休闲游属性：峨眉山尚有一半以上开发空间，前山开发规划中

峨眉山已开发区域占比仅一半，单进单出削弱游客体验，未来主峰万佛顶及前山(张沟、四季坪等)陆续开发，预计将有一倍扩容空间。目前峨眉山景区内部的旅游线路是采用报国寺至金顶单进单出的线性交通体系，景区资源仅挖掘一半，一方面影响整体景区内容完整性，一方面降低游客旅游体验。为进一步提高景区容纳能力及游览体验，公司筹划建设“峨眉山旅游小环线”，开发万佛顶及前山旅游资源，目前前山张沟农家乐深受自驾游消费者喜爱，张沟-四季坪-舍身崖-金顶这一条攀爬线路也迎合户外及极限运动爱好者口味，但交通因素等仍然限制景区对普通游客的吸引力。未来前



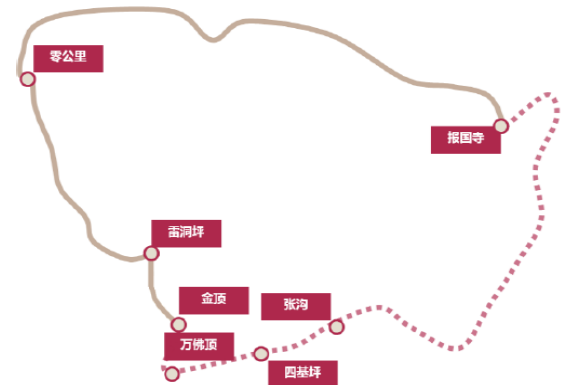
山万佛顶索道（金顶-万佛顶-四季坪-张沟）完成后，景区小循环打通，将进一步为景区扩容，结合公司对金顶索道、万年索道改造升级所带来的运力提升，景区整体日接待能力有望从 3-4 万人提升至 6-7 万人，提升近一倍。

图 11: 万佛顶所在位置



数据来源：百度图片，东方证券研究所

图 12: 公司现有西线（实线）及后山（虚线）开发规划



数据来源：公司官网，东方证券研究所

### 3.2、提升平日客流：“蜀道难”制约正在突破，交通改善不断落实

**高铁线路持续投放，蜀道难限制正逐步缓解。**目前，四川省已开通高铁线路仅有成绵乐城际高铁、成渝高铁以及西成高铁，其中成绵乐高铁于 2014 年 12 月 20 日开通，开通后从成都前往峨眉山最快仅需 1 小时 19 分，对峨眉山景区引流效用显著；成渝高铁是四川-重庆间的高铁线路，已于 2015 年 12 月 26 日正式竣工运营；西成高铁自 2017 年 12 月 6 日已开通运营，成功对接郑西及京港客运网络，大大缩短西安、郑州及北京等重点城市开往成都所需时间，由原本 15/23/15 小时缩短至 4/6/9 小时。

图 13：当前四川省高铁线路图



数据来源：高铁网，东方证券研究所

**成贵高铁预计 2019 年 12 月通车，有望打开广深南方发达市场。**成贵高铁起始于成都，经眉山、乐山等市，止于贵阳，连接渝贵铁路、贵广高铁及沪昆高铁，形成了四川通往珠三角发达市场的快速路线网络，预计将于 2019 年 12 月建成通车。该高铁未来通车后将大大缩短成都开往贵阳、广州及深圳所需时间，预计将可在 8 小时左右到达深圳及广州，打开南方发达城市市场，引流游客，成为未来峨眉山游客人次增长主要看点。

图 14：成贵高铁线路规划图



数据来源：百度百科，东方证券研究所

图 15：成贵高铁开通后部分重点城市开往成都预计时间

| 前往成都耗时 | 贵阳   | 深圳   | 广州   |
|--------|------|------|------|
| 高铁开通前  | 13小时 | 22小时 | 25小时 |
| 高铁开通后  | 3小时  | 8小时  | 8小时  |

数据来源：12306，东方证券研究所

## 四、公司禀赋卓越，当前公司估值历史大底，可看修复

峨眉山景区禀赋卓越，资源稀缺性强，对估值体系行程良好支撑：和黄山一起，公司是仅有的门票索道装入上市公司的 5A 级景区龙头，从全球范围内来看亦是稀缺资源，稀缺性+上佳禀赋对现有估值体系形成良好支撑。

峨眉山风景优美、动植物资源丰富，自然禀赋在上市公司中堪称顶级，属于稀缺的世界级遗产。峨眉山作为我国可供大众攀爬的海拔最高的山峰，最高处 3099 米，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。峨眉山拥有着高等植物 3200 余种、野生动物 2300 余种，尤以植物界活化石桫欏树以及峨眉灵猴藏酋猴最负盛名。

人文方面，作为 A 股稀缺佛教文化标的，普贤菩萨道场香客如云，峨眉雪芽、峨眉武术等独有文化亦颇具生命力。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”。除佛教文化外，峨眉山独有的饮茶文化及武术文化亦颇具生命力。

图 16：峨眉金顶十方普贤像



图 17：2015 年四川国际峨眉武术节“金顶论剑”

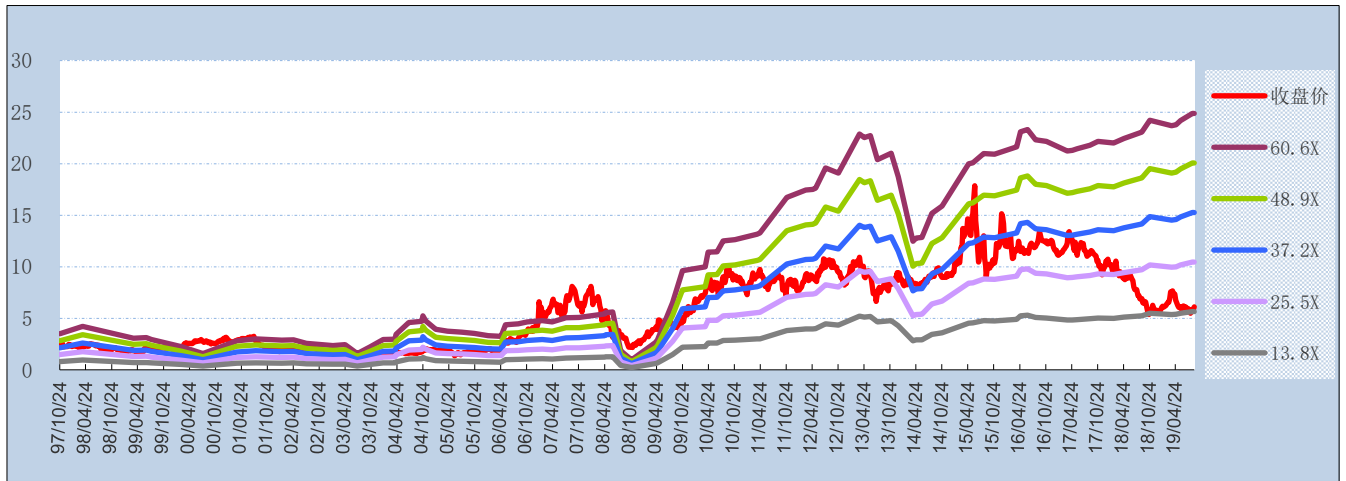


数据来源：昵图网，东方证券研究所

数据来源：中新网，东方证券研究所

前期门票降价长期压制，公司估值水平已经跌破前期雪灾及地震大底，后续估值修复预期强。前期受四川地震叠加门票降价长期压制，公司估值持续下滑，目前公司 PE(TTM)不到 15 倍，PE(FY) 仅 13 倍，处于上市以来的历史大底水平。站在当下的时点，旅游旺季到来，新项目投放叠加九寨沟重新开放预期，后续估值修复预期强，目前布局性价比高。

图 18：公司上市以来 PE band



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 投资建议

谨慎预期演艺类业务整体规模贡献，我们预测 19-21 年公司 EPS 为 0.45/0.51/0.56 元，给予 2019 年 20 倍 PE，目标价为 9 元，维持买入评级。

### 风险提示

1. 大型自然灾害，如地震雪灾，将直接影响景区客流
2. 高铁通车后对周边地区及外围地区游客带动力量较弱，造成景区客流增长不及预期；
3. 门票降价直接影响景区营收情况及盈利情况，18 年 9 月已进行一次景区降价调整，后续如有调整将对景区运营造成一定影响；

**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           | 2017A        | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        | 单位:百万元           | 2017A      | 2018A      | 2019E      | 2020E      | 2021E      |
| 货币资金             | 743          | 988          | 1,099        | 1,257        | 1,469        | 营业收入             | 1,079      | 1,072      | 1,098      | 1,196      | 1,263      |
| 应收账款             | 21           | 31           | 25           | 29           | 32           | 营业成本             | 619        | 616        | 626        | 671        | 698        |
| 预付账款             | 4            | 3            | 4            | 4            | 4            | 营业税金及附加          | 7          | 10         | 9          | 10         | 11         |
| 存货               | 55           | 39           | 80           | 61           | 65           | 营业费用             | 43         | 33         | 23         | 25         | 26         |
| 其他               | 100          | 88           | 98           | 104          | 108          | 管理费用             | 151        | 149        | 155        | 169        | 179        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>924</b>   | <b>1,149</b> | <b>1,306</b> | <b>1,455</b> | <b>1,678</b> | 财务费用             | 4          | 0          | 6          | 6          | 4          |
| 长期股权投资           | 64           | 39           | 59           | 54           | 51           | 资产减值损失           | 5          | 5          | (0)        | 0          | 0          |
| 固定资产             | 1,395        | 1,382        | 1,423        | 1,487        | 1,524        | 公允价值变动收益         | 0          | 0          | (0)        | (0)        | (0)        |
| 在建工程             | 121          | 83           | 115          | 116          | 116          | 投资净收益            | (8)        | (9)        | 8          | 8          | 8          |
| 无形资产             | 171          | 164          | 158          | 152          | 147          | 其他               | 1          | (1)        | (1)        | (1)        | (1)        |
| 其他               | 25           | 57           | 18           | 9            | 11           | <b>营业利润</b>      | <b>241</b> | <b>249</b> | <b>286</b> | <b>322</b> | <b>352</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,776</b> | <b>1,726</b> | <b>1,773</b> | <b>1,818</b> | <b>1,848</b> | 营业外收入            | 1          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,699</b> | <b>2,875</b> | <b>3,079</b> | <b>3,273</b> | <b>3,526</b> | 营业外支出            | 6          | 2          | 5          | 4          | 4          |
| 短期借款             | 15           | 0            | 45           | 20           | 22           | <b>利润总额</b>      | <b>235</b> | <b>248</b> | <b>281</b> | <b>318</b> | <b>348</b> |
| 应付账款             | 24           | 24           | 24           | 26           | 27           | 所得税              | 39         | 39         | 44         | 50         | 55         |
| 其他               | 226          | 261          | 237          | 244          | 250          | <b>净利润</b>       | <b>196</b> | <b>209</b> | <b>237</b> | <b>268</b> | <b>293</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>265</b>   | <b>286</b>   | <b>306</b>   | <b>290</b>   | <b>299</b>   | 少数股东损益           | (0)        | (0)        | (2)        | (1)        | (1)        |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>197</b> | <b>209</b> | <b>239</b> | <b>269</b> | <b>295</b> |
| 应付债券             | 198          | 199          | 199          | 199          | 199          | 每股收益(元)          | 0.37       | 0.40       | 0.45       | 0.51       | 0.56       |
| 其他               | 17           | 16           | 16           | 7            | 7            |                  |            |            |            |            |            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>216</b>   | <b>214</b>   | <b>214</b>   | <b>206</b>   | <b>206</b>   | <b>主要财务比率</b>    |            |            |            |            |            |
| <b>负债合计</b>      | <b>480</b>   | <b>500</b>   | <b>520</b>   | <b>495</b>   | <b>504</b>   | <b>成长能力</b>      |            |            |            |            |            |
| 少数股东权益           | 14           | 13           | 11           | 10           | 9            | 营业收入             | 3.6%       | -0.6%      | 2.4%       | 9.0%       | 5.6%       |
| 股本               | 527          | 527          | 527          | 527          | 527          | 营业利润             | 8.2%       | 3.5%       | 14.5%      | 12.7%      | 9.2%       |
| 资本公积             | 427          | 427          | 427          | 427          | 427          | 归属于母公司净利润        | 2.8%       | 6.4%       | 14.1%      | 12.6%      | 9.7%       |
| 留存收益             | 1,251        | 1,408        | 1,594        | 1,813        | 2,059        | <b>获利能力</b>      |            |            |            |            |            |
| 其他               | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率              | 42.6%      | 42.6%      | 42.9%      | 43.9%      | 44.7%      |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,219</b> | <b>2,375</b> | <b>2,559</b> | <b>2,778</b> | <b>3,022</b> | 净利率              | 18.2%      | 19.5%      | 21.7%      | 22.5%      | 23.3%      |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2,699</b> | <b>2,875</b> | <b>3,079</b> | <b>3,273</b> | <b>3,526</b> | ROE              | 9.2%       | 9.2%       | 9.7%       | 10.1%      | 10.2%      |
|                  |              |              |              |              |              | ROIC             | 8.5%       | 8.4%       | 9.1%       | 9.5%       | 9.6%       |
| <b>现金流量表</b>     |              |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>      |            |            |            |            |            |
| 单位:百万元           | 2017A        | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        | 资产负债率            | 17.8%      | 17.4%      | 16.9%      | 15.1%      | 14.3%      |
| 净利润              | 196          | 209          | 237          | 268          | 293          | 净负债率             | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       |
| 折旧摊销             | 104          | 142          | 124          | 124          | 124          | 流动比率             | 3.49       | 4.02       | 4.27       | 5.02       | 5.62       |
| 财务费用             | 4            | 0            | 6            | 6            | 4            | 速动比率             | 3.28       | 3.89       | 4.01       | 4.81       | 5.40       |
| 投资损失             | 8            | 9            | (8)          | (8)          | (8)          | <b>营运能力</b>      |            |            |            |            |            |
| 营运资金变动           | 1            | 52           | (69)         | 18           | (4)          | 应收账款周转率          | 50.3       | 40.8       | 38.8       | 44.2       | 41.6       |
| 其它               | 31           | (14)         | 7            | (9)          | 0            | 存货周转率            | 11.7       | 13.1       | 10.6       | 9.5        | 11.1       |
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>345</b>   | <b>398</b>   | <b>296</b>   | <b>399</b>   | <b>409</b>   | 总资产周转率           | 0.4        | 0.4        | 0.4        | 0.4        | 0.4        |
| 资本支出             | (173)        | (68)         | (168)        | (172)        | (155)        | <b>每股指标(元)</b>   |            |            |            |            |            |
| 长期投资             | 8            | 9            | (9)          | 3            | 1            | 每股收益             | 0.37       | 0.40       | 0.45       | 0.51       | 0.56       |
| 其他               | (53)         | (19)         | 8            | 8            | 8            | 每股经营现金流          | 0.66       | 0.76       | 0.56       | 0.76       | 0.78       |
| <b>投资活动现金流</b>   | <b>(217)</b> | <b>(78)</b>  | <b>(170)</b> | <b>(162)</b> | <b>(146)</b> | 每股净资产            | 4.19       | 4.49       | 4.84       | 5.26       | 5.73       |
| 债权融资             | 0            | 4            | (2)          | 0            | 1            | <b>估值比率</b>      |            |            |            |            |            |
| 股权融资             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 市盈率              | 15.7       | 14.7       | 12.9       | 11.4       | 10.4       |
| 其他               | (161)        | (79)         | (13)         | (80)         | (52)         | 市净率              | 1.4        | 1.3        | 1.2        | 1.1        | 1.0        |
| <b>筹资活动现金流</b>   | <b>(160)</b> | <b>(75)</b>  | <b>(16)</b>  | <b>(79)</b>  | <b>(51)</b>  | EV/EBITDA        | 6.8        | 6.0        | 5.7        | 5.2        | 4.9        |
| 汇率变动影响           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | EV/EBIT          | 9.6        | 9.4        | 8.1        | 7.2        | 6.6        |
| <b>现金净增加额</b>    | <b>(33)</b>  | <b>245</b>   | <b>111</b>   | <b>158</b>   | <b>212</b>   |                  |            |            |            |            |            |

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

