

**证券研究报告—动态报告**

社会服务

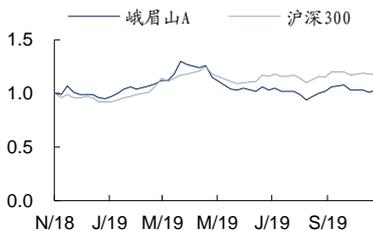
景点

**峨眉山 A(000888)**
**增持**

2019 年三季度报点评

(维持评级)

2019 年 10 月 28 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	527/527
总市值/流通(百万元)	3,167/3,167
上证综指/深圳成指	2,955/9,660
12 个月最高/最低(元)	7.73/5.42

**相关研究报告:**

《峨眉山 A-000888-2019 年半年报点评: 中报业绩稳定增长, 新项目及资源整合尚有潜力》——2019-08-26

《峨眉山 A-000888-2018 年年报点评: 业绩符合预期, 关注门票降价下的整合与转型升级》——2019-03-26

《峨眉山 A-000888-2017 年年报点评: 控费助力 17 年业绩平稳, 期待新班子新成长》——2018-02-12

《峨眉山 A-000888-2017 年三季度报点评: 费用管控成效逐渐体现, 未来发展值得期待》——2017-10-27

《峨眉山 A-000888-2017 年半年报点评: 业绩平稳增长, 静待人事换届完成与国企改革花开》——2017-08-27

**证券分析师: 曾光**

电话: 0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

**证券分析师: 钟潇**

电话: 0755-82132098

E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

**联系人: 姜甜**

电话: 0755-81981367

E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**
**三季度报增长稳定, 关注人事业务理顺后的新成长**
**● 2019 年前三季度业绩同增 10%, 略优于预期**

前三季度, 公司实现营收 8.73 亿元, 同增 3.04%; 实现业绩 1.86 亿元, 同增 10.34% (扣非后增 7.97%); EPS0.35 元/股, 略优于预期。Q3 单季, 公司收入/业绩/扣非业绩分别增 6.65%/10.52%/9.75%, 门票降价下相对仍良好。

**● 预计客流平稳增长, 索道业务持续发力, 控费增效经营良好**

2019Q3, 公司收入增长较上半年略有提速, 业绩表现仍较良好 (2019H1 收入平稳, 业绩增 10%), 我们认为主要系客流平稳增长、索道业务持续发力及控费等影响。结合我们持续跟踪, 景区业务方面, 估算 Q3 客流同增约 7%-8%; 虽去年 9 月 20 日景区门票开始降价 (旺季门票降至 160 元/-13.5%) 及老年人优惠政策调整, 但估计依托门票折扣率回升, 门票有效票价下滑相对有限; 综合作用下估算 Q3 门票收入平稳。客流增长基础下, 同时预计乘索率有所提升, 索道接待客流预计同比有增 (估算金顶索道前三季度客流增约 20%), 带动索道收入继续增长, 是公司收入增长的核心。此外, 在宏观经济承压等背景下, 预计酒店、茶叶等其他收入表现相对一般。综合来看, 前三季度公司毛利率为 43.21%, 微增 0.42pct; 期间费率降 1.77pct, 其中财务、销售及管理费用率各降 0.78pct/0.58pct/0.42pct, 整体控费增效表现良好。

**● 人事业务逐步理顺, 中线关注演艺等新项目, 短期关注门票降价**

随着近两年公司人事逐步落定, 业务逐步理清, 公司控费增效效果显现。一方面公司剥离非核心业务, 另一方面则在聚焦主业的基础上探索新的盈利增长模式。公司参与打造的《只有峨眉山》实景村落演艺项目 (持股 40%, 王潮歌导演) 已于 9 月 25 日正式开演, 预计在当前景区客流基础上, 加之王潮歌此前导演印象系列等经验丰富, 在目前该区域竞争相对较少的情况下, 该演艺产品未来有望助力公司成长和业务转型。此外, 作为上市旅游龙头, 公司未来仍有希望持续推动区域整合。短期则仍建议关注门票降价进展。

**● 风险提示**

门票降价, 国企改革进度低于预期, 新项目拓展及表现不及预期, 自然灾害等

**● 关注新项目及区域整合潜力, 兼顾门票降价, 维持“增持”评级**

上调 19-21 年 EPS 至 0.44/0.46/0.48 元 (原为 0.41/0.44/0.46 元, 主要考虑客流改善、控费良好), PE 14/13/12x。公司人事业务逐步理顺, 后续演艺等新项目及资源整合仍有一定空间, 建议跟踪门票降价进展, 维持“增持”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,079	1,072	1,111	1,166	1,217
(+/-%)	3.6%	-0.6%	3.6%	4.9%	4.4%
净利润(百万元)	197	209	229	241	254
(+/-%)	2.8%	6.4%	9.7%	5.2%	5.1%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.40	0.44	0.46	0.48
EBIT Margin	23.9%	24.6%	25.1%	25.7%	25.6%
净资产收益率(ROE)	8.9%	8.9%	9.1%	9.0%	8.8%
市盈率(PE)	16.1	15.1	13.8	13.1	12.5
EV/EBITDA	9.6	9.2	8.6	8.0	7.7
市净率(PB)	1.44	1.34	1.26	1.18	1.10

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

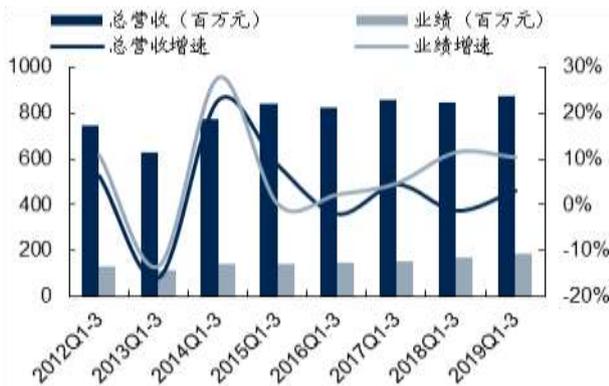
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 2019 年前三季度业绩同增 10%，略优于预期

2019 年前三季度，公司实现营收 8.73 亿元，同比增长 3.04%；实现归母净利润 1.86 亿元，同比增长 10.34%；实现扣非业绩 1.82 亿元，同比增长 7.97%；EPS0.35 元/股，略优于预期。

Q3 单季，公司实现营收 3.44 亿元，同比增长 6.65%；实现归母净利润 1.09 亿元，同比增长 10.52%；实现扣非业绩 1.08 亿元，同比增长 9.75%。门票降价下表现相对仍良好。

图 1：公司 2019 年前三季度收入业绩表现



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 2019Q3 收入业绩表现



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

### 预计客流平稳增长，索道业务持续发力，控费增效经营良好

2019Q3，公司收入增长较上半年略有提速，业绩表现仍较良好（2019H1 收入平稳，业绩增 10%），我们认为主要系客流平稳增长、索道业务持续发力及控费等影响。结合我们持续跟踪，景区业务方面，估算 Q3 客流同增约 7%-8%；虽去年 9 月 20 日景区门票开始降价（旺季门票降至 160 元/-13.5%）及老年人优惠政策调整（由“70 岁以上免门票”调整为“65 岁以上免门票，60-65 岁非节假日免票、节假日半票”），但估计依托门票折扣率回升，门票有效票价下滑相对有限；综合作用下估算 Q3 门票收入平稳。客流增长基础上，同时预计乘索率有所提升，索道接待客流预计同比有增（估算金顶索道前三季度客流增约 20%），带动索道收入继续增长，是公司收入增长的核心。此外，在宏观经济承压等背景下，预计酒店、茶叶等其他收入表现相对一般。

图 3：公司接待进山购票游客表现

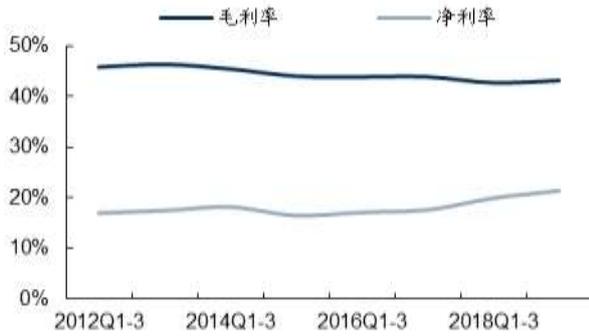


资料来源：公司公告、地方旅游局、Wind 等，国信证券经济研究所整理

**毛利率同比微增 0.42pct，控费增效表现良好**

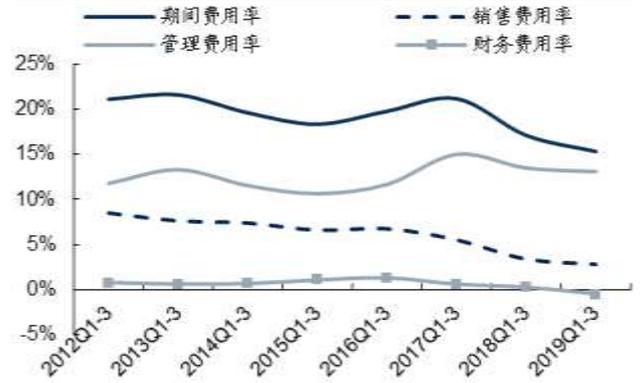
财务分析：2019 年前三季度，公司毛利率为 43.21%，同比微增 0.42pct；期间费率为 15.36%，同比微降 1.77pct，其中财务、销售及管理费用率各降 0.78pct/0.58pct/0.42pct，整体控费增效表现良好。

图 4：公司毛利率和净利率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

**未来展望：人事业务逐步理顺，中线关注演艺等新项目，短期关注门票降价**

近两年，伴随公司人事逐步落定，公司业务也在逐步理清，公司控费增效效果显现。一方面公司剥离非核心业务，注销非核心业务部门；另一方面则在聚焦主业的基础上，探索新的盈利增长模式。目前公司参与打造的《只有峨眉山》实景村落演艺项目（持股 40%，王潮歌导演），已于 9 月 25 日正式开演。该项目可研报告中预计该演艺项目未来有望每年增加峨眉山客流 5%，提升酒店入住率 10%，有望增加收入 5300 万元（其中增加景区收入 3300 万元、增加酒店收入 2000 万元）。公司测算项目本身预计年均可实现营业收入 2.00 亿元，年均净利润 4968 万元，投资回收期约 10 年。预计在当前景区客流基础上（2018 年 330 万购票人次），加之王潮歌此前导演印象系列等经验丰富，在目前该区域竞争相对较少的情况下，该演艺产品未来有望助力公司成长和业务转型。此外，作为国企背景的四川上市旅游龙头，公司未来仍有望在当地政府支持下，不断强化区域资源整合，从而带来中线成长看点。

短期则仍建议关注门票降价进展。8 月 23 日《国务院办公厅关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》明确提出“继续推动国有景区门票降价”，显示后续门票降价压力仍存。

**风险提示**

门票降价，国企改革进度低于预期，新项目拓展不及预期，自然灾害等

**投资建议：关注新项目及区域整合潜力，兼顾门票降价，维持“增持”评级**

上调公司 19-21 年 EPS 至 0.44/0.46/0.48 元（原为 0.41/0.44/0.46 元，主要考虑客流改善及乘索率提升），对应 PE 为 14/13/12x。公司人事业务逐步理顺，后续演艺等新项目及资源整合仍有一定空间，建议跟踪门票降价进展，维持“增持”评级。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-8-23	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601888	中国国旅	买入	90.39	1.59	2.39	2.62	57.03	37.75	34.46	10.87
300144	宋城演艺	买入	28.60	0.89	0.93	0.99	32.28	30.79	29.01	4.90
002607	中公教育	增持	18.70	0.19	0.29	0.39	100.04	65.35	47.56	39.04
603043	广州酒家	买入	31.49	0.95	1.11	1.36	33.15	28.37	23.15	6.53
600258	首旅酒店	买入	16.83	0.88	0.93	1.12	19.22	18.18	15.02	2.04
600754	锦江酒店	买入	22.06	1.13	1.18	1.34	19.52	18.65	16.46	1.67
002621	美吉姆	增持	12.77	0.05	0.28	0.34	239.15	45.30	38.11	6.28
300662	科锐国际	增持	30.64	0.65	0.81	1.01	46.87	37.95	30.46	7.58
002707	众信旅游	增持	5.16	0.04	0.27	0.33	125.85	19.35	15.86	2.14
000796	凯撒旅游	增持	6.40	0.24	0.29	0.36	26.47	22.31	17.76	2.32
600138	中青旅	买入	11.80	0.83	0.84	0.94	14.30	14.12	12.51	1.40
002159	三特索道	买入	13.49	0.97	0.07	0.39	13.88	206.46	34.34	1.95
603136	天目湖	增持	22.99	1.29	1.46	1.76	17.82	15.75	13.06	3.23
600054	黄山旅游	增持	8.92	0.78	0.53	0.57	11.44	16.79	15.52	1.59
000888	峨眉山A	增持	6.01	0.40	0.44	0.46	15.13	13.80	13.12	1.34
000978	桂林旅游	增持	5.23	0.22	0.16	0.25	23.42	33.18	20.90	1.20
002033	丽江旅游	增持	5.82	0.35	0.28	0.31	16.69	21.01	18.79	1.31

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	988	1218	1430	1687	营业收入	1072	1111	1166	1217
应收款项	112	113	118	123	营业成本	616	638	663	690
存货净额	39	48	50	52	营业税金及附加	10	10	10	11
其他流动资产	11	17	17	18	销售费用	33	34	35	38
<b>流动资产合计</b>	<b>1149</b>	<b>1396</b>	<b>1615</b>	<b>1880</b>	管理费用	149	151	158	166
固定资产	1466	1420	1381	1333	财务费用	0	(7)	1	(1)
无形资产及其他	164	157	151	144	投资收益	(9)	(8)	(8)	(8)
投资性房地产	57	57	57	57	资产减值及公允价值变动	(5)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	39	27	9	(10)	其他收入	(1)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2875</b>	<b>3057</b>	<b>3213</b>	<b>3405</b>	营业利润	249	272	286	300
短期借款及交易性金融负债	0	45	20	22	营业外净收支	(2)	1	1	1
应付款项	24	22	23	24	<b>利润总额</b>	<b>248</b>	<b>273</b>	<b>287</b>	<b>301</b>
其他流动负债	261	239	247	258	所得税费用	39	44	46	48
<b>流动负债合计</b>	<b>286</b>	<b>306</b>	<b>290</b>	<b>303</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	199	199	199	199	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>209</b>	<b>229</b>	<b>241</b>	<b>254</b>
其他长期负债	16	18	20	21					
<b>长期负债合计</b>	<b>214</b>	<b>216</b>	<b>219</b>	<b>220</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>500</b>	<b>522</b>	<b>508</b>	<b>523</b>	净利润	209	229	241	254
少数股东权益	13	13	13	13	资产减值准备	0	0	(0)	(0)
股东权益	2362	2523	2692	2869	折旧摊销	136	151	161	168
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2875</b>	<b>3057</b>	<b>3213</b>	<b>3405</b>	公允价值变动损失	5	5	5	5
					财务费用	0	(7)	1	(1)
关键财务与估值指标					营运资本变动	21	(40)	3	5
每股收益	0.40	0.44	0.46	0.48	其它	(1)	(0)	0	0
每股红利	0.11	0.13	0.14	0.14	<b>经营活动现金流</b>	<b>372</b>	<b>346</b>	<b>410</b>	<b>432</b>
每股净资产	4.48	4.79	5.11	5.45	资本开支	(72)	(104)	(119)	(119)
ROIC	9%	10%	11%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	9%	9%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(47)</b>	<b>(92)</b>	<b>(101)</b>	<b>(101)</b>
毛利率	43%	43%	43%	43%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	25%	26%	26%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	39%	39%	39%	支付股利、利息	(60)	(69)	(72)	(76)
收入增长	-1%	4%	5%	4%	其它融资现金流	40	45	(25)	2
净利润增长率	6%	10%	5%	5%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(80)</b>	<b>(24)</b>	<b>(97)</b>	<b>(74)</b>
资产负债率	18%	17%	16%	16%	<b>现金净变动</b>	<b>245</b>	<b>230</b>	<b>212</b>	<b>257</b>
息率	1.9%	2.2%	2.3%	2.4%	货币资金的期初余额	743	988	1218	1430
P/E	15.1	13.8	13.1	12.5	货币资金的期末余额	988	1218	1430	1687
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	309	241	296	316
EV/EBITDA	9.2	8.6	8.0	7.7	权益自由现金流	348	292	271	319

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032