

稳步向上兑现，修复值得期待

——三季报点评

公司发布三季度业绩报告，前三季度公司实现营收 8.73 亿元/+3.04%，实现归母净利润 1.87 亿元/+10.34%，归母扣非净利润 1.82 亿元/+7.97%。公司单三季度实现营收 3.44 亿元/+6.65%，实现归母净利润 1.09 亿元/+10.52%，归母扣非净利润 1.08 亿元/+9.75%。

核心观点

- **营收增速环比提升显著，降价影响逐步消化。**公司单三季度营收增速 6.65%，Q1/Q2 同比增长-3.38%/5.09%，营收增速环比提升显著，为 17 年三季度以来的单季营收增速最高值。营收增速回暖主要来源于：（1）去年同期降价业绩受到一定冲击基数较低；（2）索道业务受益于万年索道改造后运力及体验双重改善，回升显著；（3）“只有峨眉山”于九月初公演提供三季度绝对增量。
- **毛利率维稳略有提升，财务费用管控冲抵销售费用及管理费用上行，盈利能力持续提升。**公司三季度实现毛利率 47.69%/+0.21pct，毛利率稳中有升，销售费用率/管理费用率/财务费用率为 1.6%/10.07%/-1.99%，同比变动 0.23pct/1.05pct/-2.13pct，财务费用率管控对冲销售费用及管理费用提升，实现净利率提升 1.13pct。
- **看中长期，景区旅游业态丰富化+交通改善将带来更大成长。**放眼未来，公司改善空间大，有望从两个方向突破现有客流增速放缓的制约：1.提升休闲游属性：18 年 6 月“只有峨眉山”演艺项目投入建设，19 年 9 月正式开演，演艺项目进一步丰富了景区业态内容，增强了休闲游属性；2.“蜀道难”制约正在突破，景区淡季营收弹性有望释放。西成高铁已投入使用，成贵高铁预计 2019 年内开通，未来随着交通改善的不断落实，景区对周边省市消费者的吸引力将显著提升，周末游等淡季客流弹性有望得到释放。

财务预测与投资建议

- 由于公司营收端增长超预期，调整 19-21 年 EPS 预测为 0.45/0.50/0.55 元（调整前为 0.45/0.51/0.56 元），使用可比公司估值法给予公司 20 年 17 倍 PE，目标价为 8.5 元，维持“买入评级”

风险提示

- 重大自然灾害，高铁通车后客流不及预期，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	1,108	1,196	1,263
同比增长(%)	3.6%	-0.6%	3.4%	7.9%	5.6%
营业利润(百万元)	241	249	282	316	348
同比增长(%)	8.2%	3.5%	13.1%	12.0%	10.1%
归属母公司净利润(百万元)	197	209	236	264	292
同比增长(%)	2.8%	6.4%	12.6%	11.9%	10.6%
每股收益(元)	0.37	0.40	0.45	0.50	0.55
毛利率(%)	42.6%	42.6%	42.9%	43.9%	44.7%
净利率(%)	18.2%	19.5%	21.3%	22.1%	23.1%
净资产收益率(%)	9.2%	9.2%	9.6%	9.9%	10.1%
市盈率	16.1	15.1	13.4	12.0	10.8
市净率	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1

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10月25日)	6.01元
目标价格	8.5元
52周最高价/最低价	7.8/5.47元
总股本/流通A股(万股)	52,691/52,691
A股市值(百万元)	3,167
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2019年10月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.04	-1.64	1.35	7.9
相对表现	-1.33	2.31	-0.16	14.09
沪深300	0.71	0.67	1.19	21.99



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

- 长短看点兼备，估值大底、预期差大：—— 2019-09-08
- 峨眉山深度报告
- 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。 成效显著；

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。

投资建议

由于公司营收端增长超预期,调整 19-21 年 EPS 预测为 0.45/0.50/0.55 元(调整前为 0.45/0.51/0.56 元),使用可比公司估值法给予公司 20 年 17 倍 PE,目标价为 8.5 元,维持“买入评级”。

表 1: 可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2019/10/25	每股收益 (元)				市盈率			
			2018A	2019 E	2020 E	2021 E	2018A	2019 E	2020 E	2021 E
黄山旅游	600054	8.92	0.80	0.58	0.63	0.66	11.17	15.46	14.25	13.46
中青旅	600138	11.80	0.83	0.89	1.01	1.15	14.30	13.27	11.64	10.22
桂林旅游	000978	5.23	0.22	0.17	0.25	0.32	23.42	30.41	20.59	16.51
九华旅游	603199	23.83	0.83	0.97	1.15	1.32	28.64	24.57	20.72	18.05
丽江旅游	002033	5.82	0.35	0.30	0.34	0.38	16.69	19.27	17.12	15.24
调整后平均							18.14	19.77	17.32	15.07

数据来源: Wind, 东方证券研究所

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	1,093	1,247	1,456	营业收入	1,079	1,072	1,108	1,196	1,263
应收账款	21	31	26	29	32	营业成本	619	616	633	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	81	61	65	营业费用	43	33	29	31	32
其他	100	88	99	104	108	管理费用	151	149	157	169	178
流动资产合计	924	1,149	1,302	1,445	1,665	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	1,424	1,488	1,525	公允价值变动收益	0	0	(0)	(0)	(0)
在建工程	121	83	116	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	营业利润	241	249	282	316	348
非流动资产合计	1,776	1,726	1,774	1,820	1,850	营业外收入	1	0	0	0	0
资产总计	2,699	2,875	3,076	3,265	3,515	营业外支出	6	2	5	4	4
短期借款	15	0	45	20	22	利润总额	235	248	277	312	344
应付账款	24	24	24	26	27	所得税	39	39	43	49	54
其他	226	261	237	244	250	净利润	196	209	234	263	290
流动负债合计	265	286	306	290	299	少数股东损益	(0)	(0)	(2)	(1)	(1)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	197	209	236	264	292
应付债券	198	199	199	199	199	每股收益(元)	0.37	0.40	0.45	0.50	0.55
其他	17	16	16	7	7						
非流动负债合计	216	214	214	206	206	主要财务比率					
负债合计	480	500	520	495	504		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	14	13	11	10	9	成长能力					
股本	527	527	527	527	527	营业收入	3.6%	-0.6%	3.4%	7.9%	5.6%
资本公积	427	427	427	427	427	营业利润	8.2%	3.5%	13.1%	12.0%	10.1%
留存收益	1,251	1,408	1,591	1,805	2,048	归属于母公司净利润	2.8%	6.4%	12.6%	11.9%	10.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,219	2,375	2,556	2,769	3,010	毛利率	42.6%	42.6%	42.9%	43.9%	44.7%
负债和股东权益总计	2,699	2,875	3,076	3,265	3,515	净利率	18.2%	19.5%	21.3%	22.1%	23.1%
						ROE	9.2%	9.2%	9.6%	9.9%	10.1%
						ROIC	8.5%	8.4%	9.0%	9.4%	9.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	17.8%	17.4%	16.9%	15.2%	14.4%
净利润	196	209	234	263	290	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	4.25	4.99	5.57
财务费用	4	0	6	6	4	速动比率	3.28	3.89	3.99	4.78	5.36
投资损失	8	9	(8)	(8)	(8)	营运能力					
营运资金变动	1	52	(70)	19	(4)	应收账款周转率	50.3	40.8	39.0	44.0	41.6
其它	31	(14)	7	(9)	0	存货周转率	11.7	13.1	10.6	9.5	11.1
经营活动现金流	345	398	292	396	406	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(173)	(68)	(170)	(172)	(155)	每股指标(元)					
长期投资	8	9	(9)	3	1	每股收益	0.37	0.40	0.45	0.50	0.55
其他	(53)	(19)	8	8	8	每股经营现金流	0.66	0.76	0.55	0.75	0.77
投资活动现金流	(217)	(78)	(171)	(162)	(146)	每股净资产	4.19	4.49	4.84	5.25	5.71
债权融资	0	4	(2)	0	1	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	16.1	15.1	13.4	12.0	10.8
其他	(161)	(79)	(13)	(80)	(52)	市净率	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
筹资活动现金流	(160)	(75)	(16)	(79)	(51)	EV/EBITDA	7.0	6.2	5.9	5.5	5.1
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBIT	10.0	9.8	8.5	7.6	6.9
现金净增加额	(33)	245	105	154	209						

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

