

峨眉山旅游股份有限公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：白 茹 rbai@ccxi.com.cn

项目组成员：王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 07 月 21 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 2674 号

峨眉山旅游股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“15 峨眉山旅 MTN001”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十一日

评级观点：中诚信国际维持峨眉山旅游股份有限公司（以下简称“峨眉山旅游”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“15 峨眉山旅 MTN001”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了峨眉山区域旅游资产优质、收入及盈利能力稳步提升、资本结构有所优化、偿债指标同比增强等优势对公司整体信用实力的支持。同时，中诚信国际关注到新冠肺炎疫情影响、2020 年一季度出现亏损、旅游资源地区集中度较高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

峨眉山旅游（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	26.99	28.75	30.76	29.24
所有者权益合计（亿元）	22.19	23.75	25.48	24.52
总负债（亿元）	4.80	5.00	5.28	4.72
总债务（亿元）	2.13	1.99	1.99	1.99
营业总收入（亿元）	10.79	10.72	11.08	0.68
净利润（亿元）	1.96	2.09	2.26	-0.96
EBIT（亿元）	2.49	2.59	2.80	--
EBITDA（亿元）	3.90	4.17	4.23	--
经营活动净现金流（亿元）	3.45	3.98	3.97	-1.14
营业毛利率(%)	42.62	42.58	43.45	-70.00
总资产收益率(%)	9.34	9.28	9.40	-12.81*
资产负债率(%)	17.80	17.38	17.16	16.15
总资本化比率(%)	8.76	7.71	7.24	7.51
总债务/EBITDA(X)	0.55	0.48	0.47	--
EBITDA 利息倍数(X)	28.42	37.43	38.32	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；带*指标已经年化处理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：通用(TY_2019_02)

峨眉山旅游股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	37.72	10
	总资产收益率(%)*	9.34	8
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	7.24	10
	总债务/EBITDA(X)*	0.50	10
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	34.72	10
	(CFO-股利)/总债务(%)*	157.23	10
规模与多元 化(30%)	营业总收入(亿元)	11.08	5
	业务多样性	7	7
运营实力 (20%)	资源禀赋	8	8
	资源控制力	8	8
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			1
评级模型级别			AA+
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上考虑支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府外部支持因素。最终评级结果由山信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用近三年平均值

正面

■ **峨眉山区域旅游资产优质。**峨眉山风景区为世界文化与自然遗产和国家 5A 级旅游景区，也是我国佛教四大名山之一，旅游资产优质。

■ **收入及盈利能力同比提升。**2019 年，公司运营能力持续提升，受益于景区客流带动，营业总收入及净利润同比增长。

■ **资本结构有所优化，偿债指标同比增强。**2019 年末，公司债务规模保持稳定，利润积累带动所有者权益规模同比上升，资本结构有所优化，财务杠杆处于很低水平，偿债指标同比增强，此外公司无短期债务、货币资金充裕，流动性很强。

关注

■ **新冠肺炎疫情影响。**旅游行业作为高敏感度行业，对外部环境依赖性很强；本次新冠肺炎疫情对公司业务形成很大冲击，受疫情影响，2020 年一季度景区接待游客数量同比大幅下降，公司净亏损 0.96 亿元，经营活动净现金流呈净流出状态，中诚信国际将对此保持关注。

■ **旅游资源地区集中度较高。**公司的旅游资源及业务较为集中，主要资产除成都峨眉雪芽大酒店及成都峨眉山饭店外，全部在峨眉山地区，地区集中度较高，存在一定的区域集中度风险。

评级展望

中诚信国际认为，峨眉山旅游股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**产业链进一步延伸带动公司抗风险水平得到极大优化，资本实力显著增长。

■ **可能触发评级下调因素。**经营环境恢复不达预期，业务、战略调整导致经营风险加剧，资金平衡能力严重弱化。

评级历史关键信息

峨眉山旅游股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	15 峨眉山旅 MTN001 (AA+)	2019/05/16	陈言一、杨萱	中诚信国际通用评级方法 CCXI_TY_2016_01	阅读全文
AA+/稳定	15 峨眉山旅 MTN001 (AA+)	2014/11/25	李俊彦、肖爽	--	阅读全文

注：中诚信国际原口径

同行业比较

2019 年部分旅游企业主要指标对比表					
公司名称	年客流量 (万人次)	营业总收入 (亿元)	总资本化比率 (%)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
中青旅	918.26	140.54	29.71	9.10	5.96
灵山旅游	654.11	12.73	58.56	0.60	4.05
峨眉山旅游	398.00	11.08	7.24	2.26	3.97

注：“中青旅”为“中青旅控股股份有限公司”简称；“灵山旅游”为“无锡灵山文化旅游集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
15 峨眉山旅 MTN001	AA+	AA+	2.00	2.00	2015.07.16~2022.07.16

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，

宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个

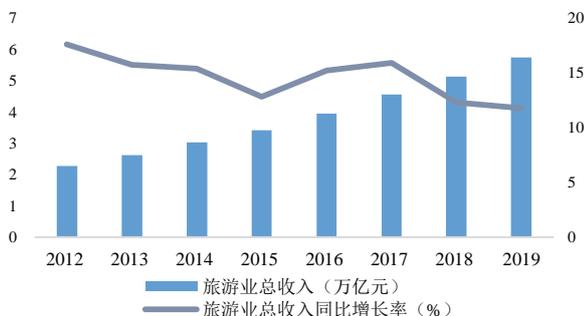
季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

不断增长的城镇居民人均可支配收入、持续完善的行业政策和交通网络为国内旅游业长期发展奠定坚实基础

旅游业¹为第三产业的主要支柱行业，根据文旅部授权中国旅游研究院发布《2019年旅游市场基本情况》，旅游业对GDP的综合贡献为10.94万亿元，占GDP总量的11.05%。国内游作为我国旅游市场重要的组成部分，其收入占旅游业总收入的比重始终保持在85%以上。得益于国内GDP和城镇居民人均可支配收入不断增长，国内旅游人数已从2012年的29.6亿人次增至2018年的55.4亿人次，国内旅游收入已从2012年的2.3万亿元增至2018年的5.1万亿元。2019年以来，虽然国内经济增速逐季放缓，但得益于居民旅游消费需求的不断释放，2019年国内旅游人数和国内旅游收入分别同比增长8.4%和11.7%至60.06亿人次和5.73万亿元，继续保持增长态势。

图1：近年来国内旅游收入及增长情况



¹ 旅游业是直接为游客提供出行、住宿、餐饮、游览、购物、娱乐等服务活动的集合（国家统计局定义），具体包括旅游出行、旅游住宿、旅游餐饮、旅游游览、旅游购物、旅游娱乐、旅游综合服务等7类细分行业（详见国家统计局印发的《国家旅游及相关产业统计分类<2018>》）。

数据来源：原国家旅游局及旅游和文化局、中诚信国际整理

旅游业作为一项可选消费品，影响其长期可持续发展的因素主要包括行业政策、城镇居民人均可支配收入和交通及景区配套条件等。为推进旅游业健康稳定发展，近年来国家从行业整体规划、全域旅游发展²以及大数据智慧化旅游信息等方面不断完善旅游相关政策，为旅游行业健康发展奠定政策基础。消费水平方面，近年来国内城镇居民人均可支配收入持续增长，2019年国内城镇居民人均可支配收入同比增长7.9%至42,359元。交通方面，铁路线路不断完善，地区间通达性明显增加，有助于推动国内游市场发展，为沿线旅游市场注入新活力，进而加快休闲度假型旅游的发展。

中诚信国际认为，旅游业作为第三产业，其主要支柱行业的地位不会被动摇，不断增长的城镇居民人均可支配收入、持续完善的行业政策和交通网络为国内旅游业长期发展奠定坚实基础。

旅游业对外部环境敏感度高，新冠疫情短期内对国内旅游业产生负面影响，海外疫情的大范围蔓延导致出境游受到较大冲击

本次疫情正处春节旅游旺季，为防控本次肺炎疫情，1月22日文化和旅游部发布了《文化和旅游部办公厅国家文物局办公室关于做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》，随后全国多地发布通知暂停大型聚集性群众文化旅游活动、部分城市景区以及文体娱乐场所全部暂停开放，旨在降低人员流动性、减少人群聚集。OTA和线下旅行社方面，1月24日文化和旅游部办公厅发布《关于全力做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》，全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。为疏解疫情对旅游业的冲击，自2月下旬以来，在文化和旅游部印发《旅游景区恢复开放

² 全域旅游是指在一定区域内，以旅游业为优势产业，通过对区域内经济社会资源尤其是旅游资源、相关产业、生态环境、公共服务、体制机制、政策法规、文明素质等进行全方位、系统化的优化提升，实现区域资源有机整合、产业融合发展、社会共建共享，以旅游业带动和促进经济社会协调发展的一种新的区域协调发展理念和模式。

疫情防控措施指南》，引导全国景区逐步恢复运营。截至 3 月 16 日，全国已有 3,714 家 A 级旅游景区恢复对外营业，复工率超过 30%；但随着近期境外疫情的进一步发展和输入型病例的增长，景区客流量的恢复情况仍有待观察。酒店、OTA 和线下旅行社等旅游细分行业经营活动已逐步开始恢复，但恢复到正常经营状态仍需一定时间。

短期内国内居民出行意愿明显下降加之出行条件受限，国内出游人数将大幅下降；受海外疫情范围及影响程度超出预期影响，出境游及入境游人数大幅下降，相关旅游业务受到冲击较大。本次疫情对景区经营企业和酒店业冲击大，预计 2020 年上半年国内景区待客量和酒店入住率将同比大幅下降，景区经营企业和酒店运营企业业绩承压。疫情对 OTA 和线下旅行社的影响主要体现在订单减少和退订量上升。OTA 和线下旅行社在春节前会参照往期客流量，提前半年或一年锁定境内外邮轮、酒店、机票和目的地旅游产品等资源，受“机票+酒店”和团队游暂时取消的影响，OTA 和线下旅行社面临大量退订现象，短期内疫情对 OTA 和线下旅行社持续经营产生负面影响。疫情对全年度景区、酒店以及 OTA 和线下旅行社的影响取决于疫情周期长短和居民出游意愿的恢复情况。

中诚信国际认为，旅游业对外部环境敏感度高，受社会、经济、重大疫情、自然灾害以及区域突发事件等多种复杂因素影响显著。短期内新冠疫情对国内旅游业产生负面影响，预计 2020 年全年国内旅游人数和收入呈下降态势。

2019 年峨眉山风景区购票游客量同比增长，但受旺季门票价格下调影响，游山门票业务收入同比下降；2020 年以来受疫情影响短期内景区经营承压

公司经营的峨眉山风景区为世界文化与自然遗产和国家 5A 级旅游景区，也是我国佛教四大名山之一，旅游资产优质。2019 年，公司通过强化市场营销，推进网络营销体系和网络服务体系的发

展，当期公司景区接待游客人数同比增长 20.79% 至 398 万人次。

表 1: 近年来公司景区游客量 (万人次、亿元)

指标	2017	2018	2019	2020.1-3
游客量	319.14	329.50	398.00	22.73
门票收入	4.58	4.74	4.45	--

注：2017~2018 年数据为购票游客量，2019 年及 2020 年一季度为进山游客数量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

景区门票价格方面，公司景区门票价格由四川省发改委制定，2019 年公司未调整门票价格，但由于自 2018 年 9 月 20 日起调降门票价格³影响，公司游山门票收入规模同比下降 6.12%。

2020 年以来，受新冠疫情影响，公司于 1 月 24 日关闭景区，3 月 23 日开始开放景区，并实行错峰及限流政策。中诚信国际关注到，新冠疫情对公司景区业绩产生负面影响且短期内难以恢复至疫情前水平，景区业务恢复情况有待关注。

2019 年，在景区客流同比增长的带动下，公司索道接待量及收入均有所增长；2020 年以来，受疫情影响该板块受到较大冲击

目前公司运营的索道分别为金顶索道和万年索道，分别位于峨眉山景区中的金顶与万年寺区域。金顶山和万年寺为峨眉山景区必去景点之一，索道业务与景区联系紧密。2019 年以来公司索道运力同比持平，受益于景区客流同比上升，公司金顶索道及万年索道接待游客均同比实现增长。近年来金顶索道及万年索道门票价格保持稳定，在接待游客量同比上升的带动下，公司索道业务收入增长 16.56% 至 3.66 亿元。2020 年一季度，受峨眉山景区关闭影响，索道接待游客量及收入均同比大幅下滑。

表 2: 近年来公司索道主要数据

金顶索道		2017	2018	2019	2020.1-3
运力情况 (人/小时)	往复式	1,200	1,200	1,200	1,200
	循环式	1,300	1,300	1,300	1,300

³公司于 2018 年 9 月接到峨眉山风景名胜管理委员会《关于转发〈四川省发展和改革委员会关于降低九寨沟等景区门票价格的通知〉的通知》，根据通知，公司对峨眉山风景区门票价格进行调整，旺季门票价

格从 185 元/人降为 160 元/人，淡季门票价格维持 110 元/人不变，新的门票价格自 2018 年 9 月 20 日起执行。

接待游客量 (万人次)	460.70	523.33	601.09	33.42
门票价格 (元/人)	旺季	成人: 上行 65, 下行 55		
		儿童: 上行 40, 下行 30		
	淡季	统一: 上行 30, 下行 20		
业务收入 (亿元)	2.44	2.79	3.23	0.12
万年索道	2017	2018	2019	2020.1~3
运力情况 (人/小时)	1,660	2,400	2,400	2,400
接待游客人次 (万人次)	78.00	60.00	77.89	2.28
门票价格 (元/人)	旺季	上行 65 元/人, 下行 45 元/人		
	淡季	上行 30 元/人, 下行 20 元/人		
业务收入 (亿元)	0.47	0.35	0.44	0.01

注: 接待游客量包括游客上下行乘坐的索道次数。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

短期内疫情对公司盈利能力较强的索道业务产生一定不利影响, 且其恢复情况视疫情发展仍具有较大不确定性, **中诚信国际**将持续关注疫情对上述业务的影响及其恢复情况。

2019 年公司酒店业务收入保持稳定, 但整体入住率仍较低; 疫情对酒店业务的影响有待关注

2019 年, 公司根据营销策略区别调整酒店房间价格, 受酒店周边高星级酒店增加、外部竞争环境加剧等因素影响, 2019 年红珠山宾馆及金顶大酒店平均房价有所下调, 但入住率有所提升。2020 年一季度, 受疫情影响, 各酒店入住率均出现较大幅度下滑, 或将对酒店板块收入及盈利形成一定影响。

表 3: 2019 年公司酒店资产情况 (间、%、元/间/天)

酒店名称	星级	开业时间	景区内/外	客房数量	入住率	平均房价
红珠山宾馆	五星	1997	景区内	580	41.11	614
峨眉山大酒店	四星	1990	景区内	449	40.48	298
成都雪芽大酒店	准五	2005	景区外	194	64.30	364
金顶大酒店	三星	1997	景区内	100	72.00	714

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

中诚信国际认为, 公司门票、索道和酒店业务具有较强的协同作用, 旅游产业链较为完整; 但受疫情影响较大, 后期恢复情况有待关注。

财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表。各期财务数据均使用期末数。

2019 年公司毛利率上升及期间费用管控能力同比增强, 经营性业务盈利能力有所增强; 疫情对公司盈利的影响有待关注

公司收入仍以门票、索道和宾馆酒店收入为主, 2019 年受益于景区客流增长, 客运索道收入上升带动公司营业总收入同比增长。毛利率方面, 受门票价格下调及维修维护费用增加影响, 2019 年公司游山门票毛利率同比下滑, 但客运索道及宾馆酒店服务业毛利率均有所增长, 带动营业毛利率稳步上升。2020 年一季度, 受新冠肺炎疫情影响, 公司关闭景区, 当期营业收入及毛利率均明显下滑。

表 4: 近年来公司主要板块收入和毛利率构成 (亿元、%)

收入	2017	2018	2019
游山门票	4.58	4.74	4.45
客运索道	2.90	3.14	3.66
宾馆酒店服务业	2.00	1.83	1.82
旅行社	0.06	0.04	0.04
其他类等	1.25	0.98	1.10
营业总收入	10.79	10.72	11.08
毛利率	2017	2018	2019
游山门票	33.63	31.53	25.99
客运索道	74.01	74.45	77.66
宾馆酒店服务业	21.79	17.69	19.57
营业毛利率	42.62	42.58	43.45

注: 公司其他类业务包括茶叶、酒类、辣木等旅游周边产品的生产销售及旅游咨询等业务。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

期间费用方面, 2019 年受益于存款利息收入增加, 公司财务费用减少, 当期期间费用率亦同比下降。2020 年一季度, 受新冠肺炎疫情影响, 公司收入同比大幅下降, 部分期间费用相对刚性, 期间费用率快速上升。

公司利润主要由经营性业务利润构成, 2019 年在毛利率上升及期间费用率下降的共同作用下, 公司经营性业务利润同比上升, 盈利能力有所增强, 进而带动其利润总额及净利润同比增长。同期公司

EBITDA 利润率同比小幅下降，总资产收益率基本持平。此外，中诚信国际关注到，在疫情影响下，公司 2020 年第一季度出现亏损，疫情对公司盈利能力的影 响有待关注。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	0.43	0.33	0.34	0.12
管理费用	1.51	1.49	1.51	0.42
财务费用	0.04	0.0001	-0.09	-0.05
期间费用合计	1.99	1.82	1.76	0.49
期间费用率(%)	18.40	17.01	15.91	71.74
经营性业务利润	2.54	2.65	2.95	-0.95
资产减值损失	0.05	0.05	0.18	--
投资收益	-0.08	-0.09	-0.06	-0.01
利润总额	2.35	2.48	2.69	-0.96
净利润	1.96	2.09	2.26	-0.96
EBITDA 利润率(%)	36.11	38.87	38.19	--
总资产收益率(%)	9.34	9.28	9.40	--

注：信用减值损失计入资产减值损失核算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年末公司资产及所有者权益规模稳步增长，资本结构有所优化，财务杠杆仍处于较好水平

2019 年末总资产规模同比增长，其中流动资产比重保持上升态势，主要由货币资金和其他应收款构成。随着经营获现能力的提升，2019 年末公司货币资金同比增长。公司其他应收款主要由资金拆借款⁴、土地收储及补偿款构成，账龄多在 3 年以上，2019 年末公司计提 0.15 亿元坏账准备，使得当期末其他应收款有所下降。非流动资产方面，公司长期股权投资主要为对云南天佑⁵的投资，受其亏损影响，2019 年末长期股权投资有所下降。公司固定资产主要为景区资产，近年来保持稳定。

除有息债务外，公司总负债主要为其他应付款和应付账款。公司其他应付款主要工程设备款、押金及保证金等，2019 年末小幅增长。同期末公司有息债务仍保持稳定。

⁴ 2018 年公司对于参股子公司云南天佑科技开发有限公司（以下简称“云南天佑”）提供总金额最高不超过人民币 4,000 万元的财务资助，借款期限至 2021 年 6 月，以银行同期贷款基准利率计息。

⁵ 公司对云南天佑间接持股 50.00%，其主要经营云南地区辣木养生资源项目。

随着利润累积，2019 年末公司所有者权益同比增长，同期末股本、资本公积及未分配利润占比分别为 20.68%、16.76% 和 52.79%。财务杠杆方面，2019 年末，受益于所有者权益规模的上升，公司资本结构有所优化，杠杆水平仍处于很低水平。

表 6：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	7.43	9.88	11.65	10.10
其他应收款	0.85	0.80	0.63	0.52
长期股权投资	0.64	0.39	0.33	0.31
固定资产	13.95	13.82	13.93	13.81
无形资产	1.71	1.64	1.56	1.56
总资产	26.99	28.75	30.76	29.24
应付账款	0.24	0.24	0.29	0.25
其他应付款	1.13	1.47	1.58	1.07
总负债	4.80	5.00	5.28	4.72
未分配利润	10.60	11.95	13.45	12.49
所有者权益	22.19	23.75	25.48	24.52
资产负债率	17.80	17.38	17.16	16.15
总资本化比率	8.76	7.71	7.24	7.51

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年公司仍保持较强的经营获现能力，同时债务规模保持在较低水平，偿债能力较强，但疫情对公司偿债能力的影响有待关注

2019 年，受益于经营性业务利润的提升，经营活动现金流入规模有所增长，当期经营活动净现金流保持稳定。2019 年，公司增加对峨眉山云上旅游投资有限公司⁶的投资，当期投资活动现金净流出规模有所增长。受益于公司较强的经营获现能力，2019 年公司未对外进行融资，偿还债务规模小幅下降，使得筹资活动现金流出幅度同比收窄。2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司经营活动现金流转为净流出状态。

2019 年末公司债务规模保持稳定，全部为长期债务，与公司资产结构较为匹配，债务负担轻。受益于持续上升的盈利及经营获现能力，EBITDA 及

⁶ 公司与四川旅投航空旅游有限责任公司以现金方式共同对峨眉山旅游投资开发（集团）有限公司下属全资子公司峨眉山云上旅游投资有限公司（以下简称“云上旅游”）进行增资，建设运营“只有峨眉山”文化演艺项目，其中公司使用募集资金出资 1.207 亿元认缴云上旅游新增注册资本 1.2 亿元，旅投航旅出资 1.026 亿元认缴新增注册资本 1.02 亿元。增资完成后，云上旅游的注册资本变更为 3 亿元，公司持股比例为 40%。截至 2019 年末，公司已支付全部增资款，但云上旅游尚未完成相关工商变更。

经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所好转；整体偿债指标优异。此外 2020 年 3 月末，公司货币资金充足，能完全覆盖总债务，流动性充沛。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	3.45	3.98	3.97	-1.14
投资活动净现金流	-2.17	-0.78	-1.53	-0.43
筹资活动净现金流	-1.60	-0.75	-0.67	0.02
总债务	2.13	1.99	1.99	1.99
长期债务	1.98	1.99	1.99	1.99
EBITDA	3.90	4.17	4.23	--
经营活动净现金流利息保障倍数	25.13	35.70	36.01	--
经营活动净现金流/总债务	1.62	2.00	2.00	-2.29*
EBITDA 利息保障倍数	28.42	37.43	38.32	--
总债务/EBITDA	0.55	0.48	0.47	--

注：带“*”数据经年化处理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性较强，或有负债风险小

受限资产方面，截至 2019 年末，公司无受限资产。

或有负债方面，截至 2019 年末，公司无对外担保事项，亦无重大未决诉讼或仲裁等或有事项，不存在承担连带责任的或有负债风险。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2019 年末，公司共获得各银行综合授信额度约 7.60 亿元，全部为未使用授信。此外，公司作为 A 股上市公司拥有畅通的融资渠道。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 3 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

乐山市区域经济稳步增长，良好的外部环境为公司主业发展提供较好支撑

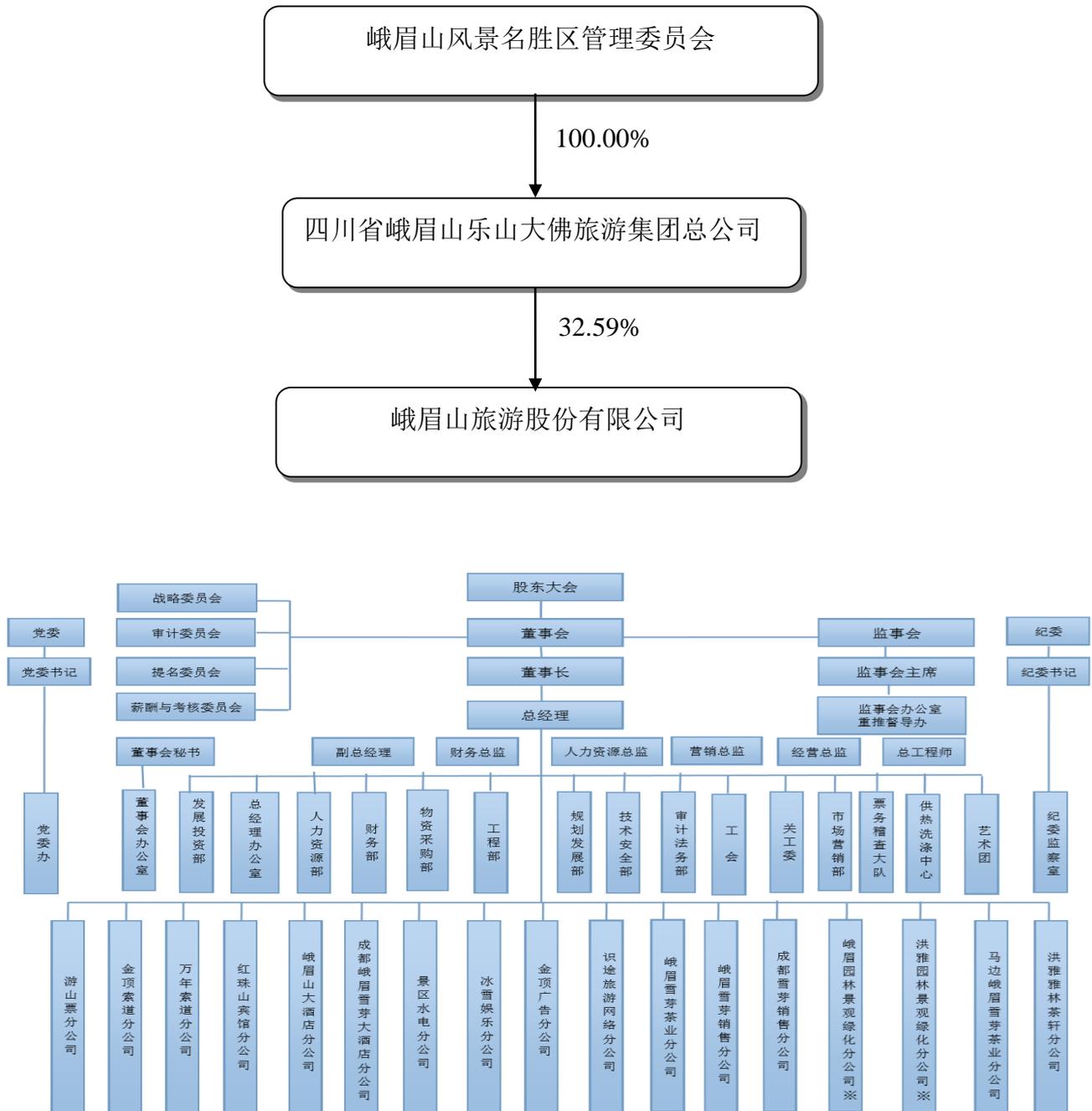
峨眉山景区位于四川省乐山市下辖的县级市峨眉山市，近年来乐山市经济保持稳定增长，2019

年地区生产总值同比增长 7.6% 至 1,863.31 亿元。乐山市旅游资源丰富，为世界著名的生态和文化旅游胜地，拥有乐山大佛、峨眉山和东风堰 3 处世界遗产，其中乐山大佛和峨眉山为国家级 5A 级景区，此外还拥有 4A 级景区 1 处，国家级风景名胜区 2 处、自然保护区 2 处、森林公园 2 处和地质公园 1 处。2019 年，乐山市加快推进旅游兴市和世界重要旅游目的地的建设，共接待中外游客 7,014 万人次，实现旅游综合收入 1,041 亿元，分别同比增长 22.3% 和 16.6%。良好的区域外部环境为公司主业发展提供较好的支撑。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持峨眉山旅游股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“15 峨眉山旅 MTN001”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：峨眉山旅游股份有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2020 年 3 月末)



注：根据乐山市政府出具《乐山市人民政府关于变更四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司出资人的批复》和中国证监会《关于核准豁免乐山市国有资产监督管理委员会要约收购峨眉山旅游股份有限公司股份义务的批复》（证监许可〔2018〕1345号），四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司出资人由峨眉山管委会变更为乐山市国有资产监督管理委员会。截至 2019 年末，上述事宜尚未完成工商变更，公司实际控制人仍为峨眉山管委会。

资料来源：公司提供

附二：峨眉山旅游股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	74,296.24	98,810.47	116,507.70	101,026.22
应收账款净额	2,143.84	3,110.97	4,266.38	5,300.03
其他应收款	8,491.64	8,039.20	6,310.87	5,202.53
存货净额	5,489.45	3,860.62	3,166.15	3,963.26
长期投资	6,415.94	5,536.52	3,287.55	3,082.19
固定资产	139,538.30	138,212.56	139,290.59	138,078.58
在建工程	12,094.50	8,342.94	499.26	1,085.46
无形资产	17,054.39	16,364.15	15,561.95	15,645.13
总资产	269,942.61	287,484.64	307,614.59	292,440.66
其他应付款	11,300.81	14,698.41	15,843.34	10,737.41
短期债务	1,500.00	0.00	0.00	0.00
长期债务	19,813.58	19,855.21	19,899.16	19,910.76
总债务	21,313.58	19,855.21	19,899.16	19,910.76
净债务	-52,982.67	-78,955.25	-96,608.54	-81,115.46
总负债	48,047.89	49,979.16	52,790.08	47,222.15
费用化利息支出	1,370.92	1,113.55	1,103.95	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	221,894.72	237,505.48	254,824.51	245,218.51
营业总收入	107,898.69	107,234.98	110,770.88	6,774.21
经营性业务利润	25,378.23	26,530.51	29,544.58	-9,450.27
投资收益	-831.80	-879.42	-634.71	-55.36
净利润	19,642.61	20,879.89	22,589.73	-9,606.00
EBIT	24,916.41	25,873.26	27,965.38	--
EBITDA	38,957.93	41,680.95	42,302.29	--
经营活动产生现金净流量	34,457.93	39,758.78	39,749.99	-11,376.87
投资活动产生现金净流量	-21,681.28	-7,772.76	-15,310.43	-4,254.61
筹资活动产生现金净流量	-16,046.76	-7,471.80	-6,742.33	150.00
资本支出	22,875.72	9,033.45	5,721.61	5,926.46
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	42.62	42.58	43.45	-70.00
期间费用率(%)	18.40	17.01	15.91	71.74
EBITDA 利润率(%)	36.11	38.87	38.19	--
总资产收益率(%)	9.34	9.28	9.40	--
净资产收益率(%)	9.17	9.09	9.18	-15.37*
流动比率(X)	3.49	4.02	4.26	4.64
速动比率(X)	3.28	3.89	4.16	4.48
存货周转率(X)	11.73	13.17	17.83	12.92*
应收账款周转率(X)	50.28	40.81	30.03	5.66*
资产负债率(%)	17.80	17.38	17.16	16.15
总资本化比率(%)	8.76	7.71	7.24	7.51
短期债务/总债务(%)	7.04	0.00	0.00	0.00
经营活动净现金流/总债务(X)	1.62	2.00	2.00	-2.29*
经营活动净现金流/短期债务(X)	22.97	--	--	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	25.13	35.70	36.01	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	135.65	170.17	165.87	--
总债务/EBITDA(X)	0.55	0.48	0.47	--
EBITDA/短期债务(X)	25.97	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	28.42	37.43	38.32	--
EBIT 利息保障倍数(X)	18.18	23.23	25.33	--

注：2020 年一季报未经审计；带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。