

峨眉山旅游股份有限公司 2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：刘春天 ctliu@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 07 月 16 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其它债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 2794 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”的债项信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年七月十六日

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”或“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+**。中诚信国际肯定了峨眉山区域旅游资产优质、公司货币资金充裕以及融资渠道畅通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 2020 年受疫情影响公司经营业绩亏损以及旅游资源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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	28.75	30.76	34.49	34.56
所有者权益合计（亿元）	23.75	25.48	25.47	25.37
总负债（亿元）	5.00	5.28	9.02	9.19
总债务（亿元）	1.99	1.99	5.43	6.02
营业总收入（亿元）	10.72	11.08	4.67	1.32
净利润（亿元）	2.09	2.26	-0.75	-0.10
EBIT（亿元）	2.59	2.80	-0.56	--
EBITDA（亿元）	4.17	4.23	1.08	--
经营活动净现金流（亿元）	3.98	3.97	-0.12	-0.51
营业毛利率(%)	42.58	43.45	26.03	20.39
总资产收益率(%)	9.28	9.40	-1.73	--
资产负债率(%)	17.38	17.16	26.16	26.60
总资本化比率(%)	7.71	7.24	17.58	19.18
总债务/EBITDA(X)	0.48	0.47	5.02	--
EBITDA 利息倍数(X)	37.43	38.32	4.37	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

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(%)*	33.41	10
	总资产收益率(%)*	5.65	8
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	17.58	10
	总债务/EBITDA(X)*	1.99	10
	EBITDA 利息保障倍数(X)* (CFO-股利)/总债务(%)*	26.71 107.15	10 10
规模与多元 化(30%)	营业总收入(亿元)	4.67	3
	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-)的基础上通过支持评级调整得到。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 2018 年~2020 年三年平均值

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。

■ **货币资金充裕。**截至 2021 年 3 月末，公司总债务 6.02 亿元，以长期债务为主，同时账面货币资金 7.67 亿元，账面资金较为充裕，对有息债务保障能力较强。

■ **融资渠道畅通。**截至 2021 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度约 7.60 亿元，均为可使用额度。此外，公司作为 A 股上市公司，拥有直接的融资渠道。

关注

■ **受疫情影响经营业绩亏损。**2020 年，受新冠肺炎疫情疫情影响，景区接待客流量显著减少，导致门票及索道收入大幅下滑，公司经营业绩亏损。随着国内疫情防控常态化，旅游需求将逐渐释放，中诚信国际将持续关注公司业务运营恢复情况。

■ **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，主要资产除成都雪芽大酒店外，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。**景区客流量大幅增长，盈利能力明显提升；股东注入优质资产，与公司当前旅游业务形成良好协同，带动公司抗风险能力增强；资本实力显著提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**经营环境恢复不达预期，景区客流量持续大幅下滑，盈利能力不断恶化；现金流表现不佳，偿债能力明显下降等。

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+)	2020/07/21	白茹、王钰莹	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	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

同行业比较

2020 年部分旅游企业主要指标对比表					
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
灵山旅游	127.29	44.27	12.16	0.29	4.63
峨眉山旅游	34.49	25.47	4.67	-0.75	-0.12

注：“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	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
15 峨眉山旅 MTN001	AA+	AA+	2020/07/21	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：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修

复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复

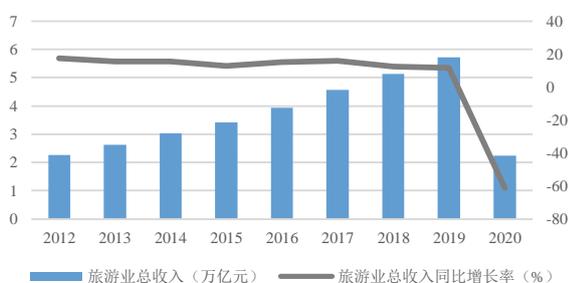
为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

旅游业对外部环境敏感度高，跟踪期内新冠疫情对国内外旅游业均产生负面影响，但出境游的恢复速度更慢且不确定性更大，国内旅游大循环将促进旅游消费回流，有望推进国内旅游业高质量发展

旅游业¹为第三产业的主要支柱行业，对经济发展有较大贡献，但 2020 年受疫情影响，旅游行业受到了较大冲击。2019 年以前，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 2019 年的 60.06 亿人次，国内旅游收入已从 2012 年的 2.3 万亿元增至 2019 年的 5.7 万亿元。2020 年受疫情影响，国内旅游人数和国内旅游收入均大幅下滑，根据中华人民共和国文化和旅游部发布的《2020 年国内旅游数据情况》，2020 年度国内旅游人数 28.79 亿人次，比上年同期减少 30.22 亿人次，下降 52.1%；国内旅游收入 2.23 万亿元，比上年同期减少 3.50 万亿元，下降 61.1%。但随疫情防控常态化，2020 年分季度来看，降幅逐渐收窄，国内旅游人数降幅由一季度 83.4% 收窄至四季度 32.9%。

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>》）。

资料来源：原国家旅游局及新文化和旅游部网站、中诚信国际整理

政策方面，2020 年伊始国内爆发新型冠状病毒疫情，为防控疫情，一月底以来国内景区运营、酒店、在线旅游和线下旅行社等旅游细分行业经营活动已基本停滞。为疏解疫情对旅游业的冲击，文化和旅游部于二月下旬印发《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》引导全国景区逐步恢复运营，但一季度国内游仍受到严重冲击。四月以来，随着国内疫情得到有效控制，以都市休闲和近郊周边游为代表的短线旅游逐步回暖，但居民出行热情普遍偏低，旅游信心仍处于低谷。劳动节和端午节期间，国内居民旅游信心和意愿恢复明显，以文化休闲为目的的游客比例环比大幅上升，在此期间旅游人次已恢复至同期的一半水平。2020 年 7 月 14 日，文化和旅游部办公厅发布《文化和旅游部办公厅关于推进旅游企业扩大复工复产有关事项的通知》，鼓励旅游企业在疫情防控下扩大复工复产相关事项，中秋、国庆长假期间我国旅游经济进入疫情防控常态化下全面复工复产复业新阶段，旅游消费信心全面恢复。2021 年以来，疫情防控常态化、2020 年被抑制的旅行出游需求释放及经济发展和居民消费能力的不断恢复，国内旅游行业复苏势头较好。根据文化和旅游部数据，2021 年春节期间，“就地过年”使得短途游成为主流，假期七天全国国内旅游出游合计 2.56 亿人次，同比增长 15.7%，恢复至疫情前同期的 75.3%；实现国内旅游收入 3,011.00 亿元，同比增长 8.2%，恢复至疫情前同期的 58.6%。五一小长假期间，连休 5 天假期安排有效刺激国内旅游市场需求，全国国内旅游出游 2.3 亿人次，同比增长 119.7%，按可比口径恢复至疫情前同期的 103.2%；实现国内旅游收入 1,132.3 亿元，同比增长 138.1%，按可比口径恢复至疫情前同期的 77.0%。2021 年端午节假期三天，全国国内旅游出游 8,913.6 万人次，按可比口径同比增长 94.1%，按可比口径恢复至疫情前同期的 98.7%；实现国内旅游收入 294.3 亿元，同比增长 139.7%，恢复至疫情前同期的 74.8%。

2020年疫情使得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亦大幅下降，相关旅游业务受到冲击较大，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游轮、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。同时，在国内旅游逐步恢复后，旅行社为吸引游客推出很多优惠政策，包括住宿及机票价格下调、景区门票降价甚至免费、发放旅游消费券等。受此影响，2020年全国旅行社的收入和利润均呈现断崖式下滑，其中国内旅游营业收入降幅最小。随着国内疫情控制的稳步推进及海外疫情防控的复杂性和不确定性，国内旅游业复工复产按序推进，出境旅游基本停滞，停滞期超过一年。在出境游受限情况下，国内游对出境游具有较明显的替代作用，国内旅游大循环促进旅游消费回流，同时亦倒逼国内旅游服务质量提升，推进国内旅游业高质量发展。

表 1：近年来全国旅行社经营数据（亿元）

	2019	2020
全国旅行社总数（家）	38,943	40,682
全国旅行社总数同比增长率	8.17%	4.47%
全国旅行社营业收入	7,103.38	2,389.69
全国旅行社营业利润	32.10	-69.15
全国旅行社旅游业务营业收入	5,165.72	1,374.56
其中:国内旅游营业收入	2,750.96	1,194.49
入境旅游营业收入	269.20	16.16
出境旅游营业收入	2,145.56	163.91
全国旅行社旅游业务营业利润	233.27	3.27
其中:国内旅游营业利润	123.50	2.65
入境旅游营业利润	20.19	0.05
出境旅游营业利润	89.58	0.57

注：文化和旅游部网站、中诚信国际整理

中诚信国际认为，旅游业对外部环境敏感度高，2020年新冠疫情对旅游业产生了较大负面影响，但国内游恢复情况优于出境游，且2021年以来国内旅游市场恢复势头较好，将产生一定的替代

作用。

峨眉山风景区资产优质，但跟踪期内受疫情影响景区经营承压，客流量及游山门票收入均大幅下降；随着旅游市场逐渐复苏，公司游山门票经营情况及游客量有望逐步改善

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。

游山门票²方面，公司游山门票价格是由四川省发改委制定。2018年9月，根据峨眉山风景名胜区管理委员会《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》，公司对峨眉山风景区游山门票价格进行调整，旺季游山门票价格从185元/人降为160元/人，淡季游山门票价格维持110元/人不变，新的游山门票价格自2018年9月20日起执行。截至2021年3月末，公司游山门票价格仍执行上述标准。

游客量方面，2020年，受新冠疫情影响，峨眉山景区于2020年1月24日~3月22日期间停止开放，3月23日起有序开放，3月23日~7月15日限量16,000人次/日，7月16日起按照“限量、预约、错峰”要求，峨眉山景区单日门票预约限量调整为核定承载量的50%，即22,500人次/日，2021年3月31日起，上述政策取消执行。受景区停止开放及限流措施影响，2020年景区接待人数同比下降53.53%。2020年，因景区客流量减少及执行新收入准则³，游山门票收入显著下滑；2021年一季度，公司实现游山门票收入0.33亿元，仍处于较低水平。

²根据1997年5月峨眉山股份与峨眉山管委会签定的《关于委托经营峨眉山风景区游山票事宜的协议》以及补充协议约定，按游山票收入扣除游山票制作费、游山票房全部管理费用、游客人身保险费、峨眉山旅游风景保护基金等并交纳税费后的50%支付给峨眉山管委会。

³2020年1月1日起，公司执行新收入准则，仅将按照相关协议约定与峨眉山景区管委会进行分配后的收入确认为游山门票主营业务收入，同时向峨眉山景区管委会实际分配金额不再计入游山门票主营业务成本。本次会计政策变更导致公司游山门票业务于2020年度的营业收入和营业成本同时减少8,027.94万元。

表 2：近年来公司景区游客量及游山门票(万人次、亿元)

指标	2018	2019	2020	2021.3
游客量	329.50	398.00	184.95	55.60
游山门票收入	4.74	4.45	1.10	0.33

注：2018 年数据为购票游客量，2019 年及之后为进山游客数量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2020 年，新冠疫情对旅游行业普遍造成负面影响，公司经营因此承压，但公司所运营景区资产优质，随着国内疫情形势逐渐好转，游山门票经营情况及游客量有望逐步改善。

跟踪期内，受疫情影响景区实施关闭及限流措施，公司客运索道接待量及收入同比大幅下降，随着旅游市场逐渐复苏，公司客运索道经营业绩有望改善

目前公司运营的客运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。金顶和万年寺为峨眉山景区必去景点之一，客运索道业务与景区联系紧密。近年来，公司客运索道运力及客运索道票价均保持稳定。2020 年，受峨眉山景区关闭及限流措施影响，客运索道接待游客量及收入均同比大幅下滑。

表 3：近年来客运索道业务主要数据

金顶索道		2018	2019	2020	2021.3
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
接待游客量(万人次)		523.33	601.09	275.50	79.06
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)		2.79	3.23	1.45	0.39
万年索道		2018	2019	2020	2021.3
运力情况(人/小时)		2,400	2,400	2,400	2,400
接待游客量(万人次)		60.00	77.89	24.81	3.99
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)		0.35	0.44	0.13	0.02

注：接待游客量包括游客上下行乘坐的客运索道次数。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，旅游行业经营业绩与客流量高度相关，2020 年疫情导致景区客流量减少，对公司盈利能力较强的客运索道业务产生不利影响，短期内对业绩造成显著负面冲击。2021 年以来，随着国内疫情防控常态化，国内旅游行业呈现复苏态

势，为旅游企业正常经营提供了良好的外部环境，公司客运索道经营业绩有望改善。

公司宾馆酒店服务业务整体入住率偏低，跟踪期内受疫情影响进一步下降，客源吸引力有待提升；公司新增演艺项目作为新的收入来源，但该项目目前仍处于培育期，盈利能力尚较弱

公司旗下有四家酒店，分别是红珠山宾馆、峨眉山大酒店、成都峨眉雪芽大酒店以及金顶大酒店，其中成都雪芽大酒店位于成都市内，其他酒店均在景区内。酒店经营方面，由于周边高星级酒店增加，外部竞争环境加剧，加之新冠疫情对酒店服务行业造成冲击，2020 年，公司酒店平均房价及入住率整体下降，其中红珠山宾馆目前正在实施升级改造，改造后入住情况有望改善。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司酒店资产情况(间)

酒店名称	星级	开业时间	区位	客房数量
红珠山宾馆	五星	1997	景区内	580
峨眉山大酒店	四星	1990	景区内	449
成都峨眉雪芽大酒店	准四星	2005	成都	194
金顶大酒店	三星	1997	景区内	100

注：红珠山宾馆因实施改造提升，截至 2021 年 3 月底共关闭客房 381 间。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：近年来公司酒店经营情况(%、元)

酒店	2018 年		2019 年		2020 年	
	入住率	平均房价	入住率	平均房价	入住率	平均房价
红珠山宾馆	37.70	748	41.11	614	28.00	684
峨眉山大酒店	53.75	254	40.48	298	33.00	253
成都峨眉雪芽大酒店	58.19	378	64.30	364	41.00	354
金顶大酒店	63.06	738	72.00	714	54.00	631

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年，公司新增子公司峨眉山云上旅游投资有限公司（以下简称“云上旅游”），公司持有其 40.00% 股权，为其控股股东。云上旅游主要负责“只有峨眉山”演艺项目的建设及运营，2020 年，公司共接待游客 6.40 万人，实现收入 547.70 万元，由于项目仍处于培育期，加之受到疫情冲击，因此盈利能力尚较弱。

中诚信国际认为，公司游山门票、客运索道和宾馆酒店服务业务具有很强的协同作用，旅游产业

链较为完整，但公司酒店业务入住率偏低，跟踪期内受疫情影响进一步下降，客源吸引力有待提升。此外，2020年，公司新增演艺项目作为新的收入来源，但该项目目前仍处于培育期，盈利能力尚未显现。

财务分析

以下分析基于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2018~2020年财务报告以及公司提供的未经审计的2021年一季度财务报表。各期财务数据均使用期末数。

跟踪期内，疫情对公司主营业务冲击较大，导致经营亏损，未来业绩恢复情况有待关注

2020年，受新冠肺炎疫情影响，景区接待人数大幅减少，加之公司执行新收入准则，导致当期营业总收入同比大幅下滑，整体毛利率水平亦显著下降。其中，游山门票毛利率大幅提升，主要系2020年执行新收入准则，公司向峨眉山景区管委会实际分配金额不再计入收入和成本核算所致。2021年一季度，公司实现营业总收入1.32亿元，由于上年同期受疫情影响严重，收入基数较低，故2021年一季度收入同比大幅增长95.20%，但公司营业毛利率为20.39%，仍处于低位。

表6：近年来公司主要板块毛利率构成（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
游山门票	4.74	4.45	1.10
客运索道	3.14	3.66	1.57
宾馆酒店服务业	1.83	1.82	1.19
其他类等	1.01	1.14	0.81
营业总收入	10.72	11.08	4.67
毛利率	2018	2019	2020
游山门票	31.53	25.99	45.09
客运索道	74.45	77.66	60.00
宾馆酒店服务业	17.69	19.57	-1.91
其他类等	40.34	39.86	-24.29
营业毛利率	42.58	43.45	26.03

注：公司其他类业务包括旅行社、演艺以及茶叶、酒类、辣木等旅游周边产品的生产销售等业务。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年，公司期间费用仍以管理费用为主；因营收规模下降，期间费用率水平攀升。公司利润总额主要由经营性业务利润构成，但2020年由于主营业务开展受阻，经营性业务利润亏损；此外，2020年，公司确认资产减值损失0.30亿元，主要系其他应收款按账龄计提的坏账损失。由于主营业务盈利不佳，2020年，公司净利润呈亏损态势，EBITDA利润率及总资产收益率指标弱化，中诚信国际将持续关注公司盈利能力恢复情况。

表7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
销售费用	0.33	0.34	0.35	0.09
管理费用	1.49	1.51	1.44	0.33
财务费用	0.00	-0.09	0.01	0.00
期间费用合计	1.82	1.76	1.80	0.42
期间费用率(%)	17.01	15.91	38.47	32.08
经营性业务利润	2.65	2.95	-0.44	-0.09
资产减值损失	0.05	0.18	0.30	0.00
利润总额	2.48	2.69	-0.81	-0.10
净利润	2.09	2.26	-0.75	-0.10
EBITDA 利润率(%)	38.87	38.19	23.18	--
总资产收益率(%)	9.28	9.40	-1.73	--

注：资产减值损失包含信用减值损失，并以正值列示；因缺乏相关数据，部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，因并表子公司云上旅游，公司资产规模及有息债务规模均有所增长；财务杠杆率有所上升，但仍处于较低水平

2020年，因子公司云上旅游并表，公司总资产规模有所增长。2020年末，公司货币资金保有量有所下降而交易性金融资产有所上升，主要系将部分资金用于购买结构性存款，截至2020年末，公司账面货币资金8.97亿元，其中受限资金80.00万元。由于子公司云上旅游并表，房屋建筑物等固定资产以及土地使用权、“只有峨眉山”品牌使用及设计费等无形资产增加。2021年3月末，公司总资产为34.56亿元，较上年末基本持平。

公司总负债主要由有息负债及经营性负债构成。截至2020年末，公司总债务增至5.43亿元，主要系并表云上旅游所致。为建设“只有峨眉山”演艺剧场项目，云上旅游以土地使用权、演艺场馆

及门票收费权等资产作为抵质押物获取长期借款，借款额度为 5.60 亿元，截至 2020 年末，实际提款 3.58 亿元，已偿还 0.14 亿元，借款余额 3.44 亿元。此外，2020 年末应付账款增长主要系云上旅游的应付工程款；其他应付款主要为工程设备款、押金及保证金等。

2020 年，因合并云上旅游，公司少数股东权益亦有所增长；但由于公司经营亏损，未分配利润减少，所有者权益基本持平。此外，财务杠杆方面，云上旅游并表后，公司有息债务规模增长，财务杠杆有所升高但仍处于较低水平。

表 8：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	9.88	11.65	8.97	7.67
交易性金融资产	0.00	0.16	2.22	3.16
固定资产	13.82	13.93	16.96	16.67
无形资产	1.64	1.56	4.41	4.36
总资产	28.75	30.76	34.49	34.56
应付账款	0.24	0.29	1.23	1.06
其他应付款	1.47	1.58	1.14	1.02
短期债务	0.00	0.00	0.25	0.26
长期债务	1.99	1.99	5.18	5.76
总债务	1.99	1.99	5.43	6.02
总负债	5.00	5.28	9.02	9.19
所有者权益	23.75	25.48	25.47	25.37
资产负债率	17.38	17.16	26.16	26.60
总资本化比率	7.71	7.24	17.58	19.18

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内受疫情影响，公司经营获现能力下降，偿债指标亦有弱化，但公司货币资金较为充裕，对债务偿还保障能力较强

2020 年，受新冠疫情影响，公司游山门票和客运索道业务获现情况不佳，公司经营活动现金流呈净流出态势；同期，因购买理财产品支出增加，投资活动现金净流出规模加大；因偿还债务本息，公司筹资活动现金流呈小幅流出。2021 年一季度，因客流量未完全恢复，经营活动净现金流为-0.51 亿元，获现能力仍较弱。

跟踪期内，公司债务规模增长，而利润水平及获现能力均弱化，故经营活动净现金流及 EBITDA 对债务本息的覆盖能力均下降，相关偿债指标表现

弱化，但公司货币资金较为充裕，对债务保障能力较强。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	3.98	3.97	-0.12	-0.51
投资活动净现金流	-0.78	-1.53	-2.05	-1.19
筹资活动净现金流	-0.75	-0.67	-0.52	0.40
经营活动净现金流/总债务	2.00	2.00	-0.02	-0.34*
经营活动净现金流/利息支出	35.70	36.01	-0.48	--
总债务/EBITDA	0.48	0.47	5.02	--
EBITDA 利息保障倍数	37.43	38.32	4.37	--

注：带“*”指标已年化处理；因缺乏相关数据，部分指标无法计算
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司受限资产规模较小；无对外担保；备用流动性良好

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产为 3.65 亿元，包括货币资金 0.008 亿元、固定资产及无形资产 3.64 亿元，受限规模较小。

截至 2021 年 3 月末，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。

截至 2021 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度约 7.60 亿元，均为可使用额度。此外，公司作为 A 股上市公司，拥有直接融资渠道。

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，截至 2021 年 7 月 6 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

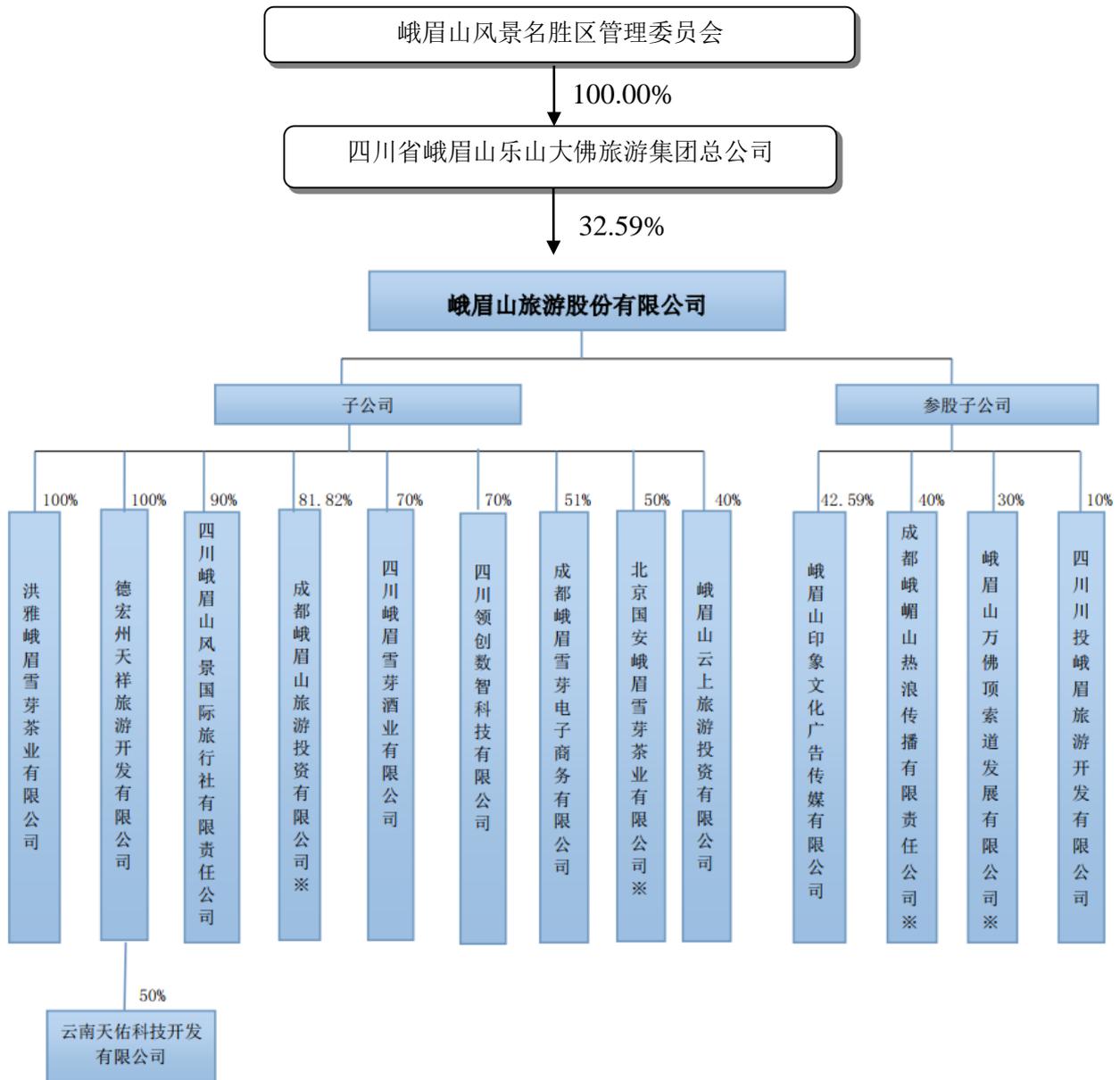
峨眉山景区位于四川省乐山市峨眉山市境内，近年来乐山市经济保持稳定增长，2020 年地区生产总值同比增长 4.1% 至 2,003.43 亿元。乐山市旅游资源丰富，为世界著名的生态和文化旅游胜地，拥有乐山大佛、峨眉山和东风堰 3 处世界遗产，其中乐

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。2020 年，乐山市共接待中外游客 7,072 万人次，同比增长 0.8%，实现旅游综合收入 1,040 亿元，同比下降 0.1%，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⁺**。

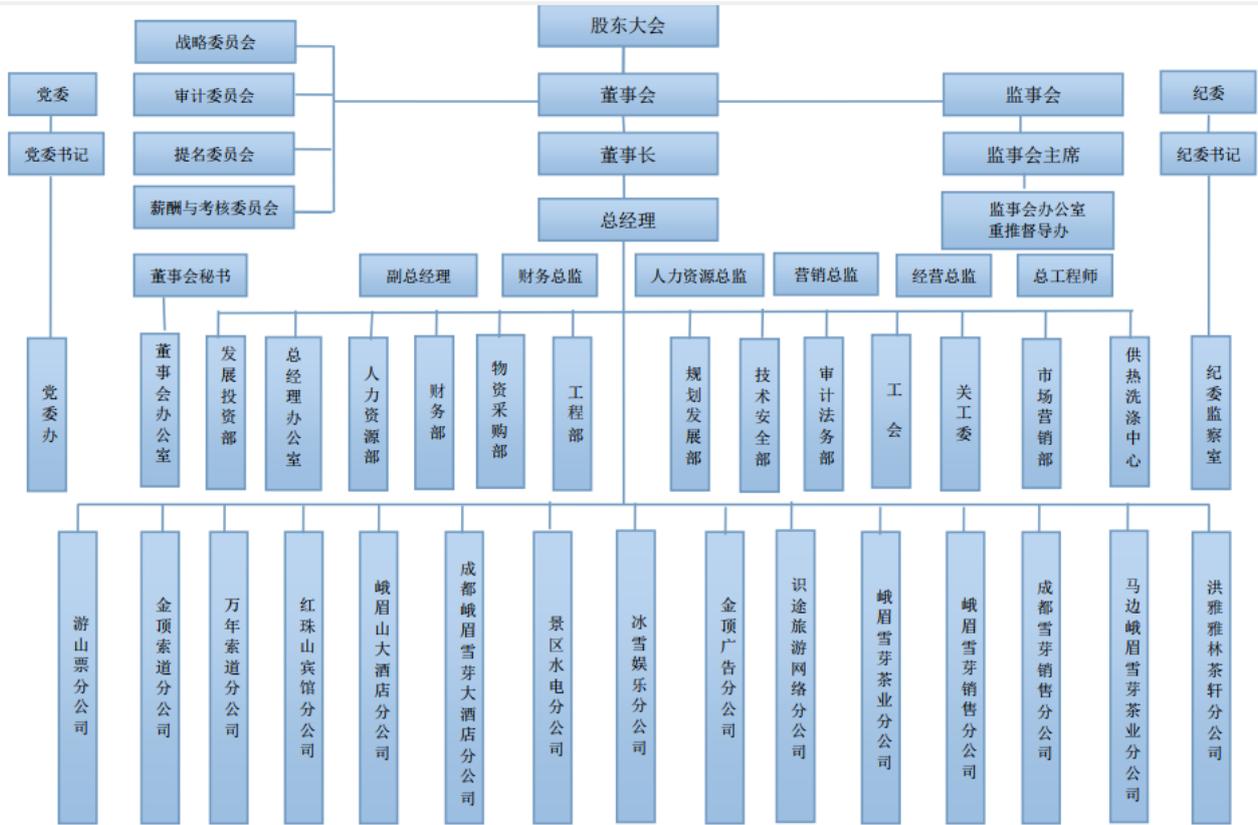
附一：峨眉山旅游股份有限公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



注：1、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），公司股东四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司出资人将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2021年3月末，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；2、北京国安峨眉茶业有限公司董事会成员5人，其中3人由公司委派，公司可实际控制其生产经营和管理；3、公司为峨眉山云上旅游投资有限公司控股股东。

资料来源：公司提供

附二：峨眉山旅游股份有限公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	98,810.47	116,507.70	89,699.95	76,741.36
应收账款净额	3,110.97	4,266.38	2,341.41	4,225.19
其他应收款	8,039.20	6,310.87	2,659.29	2,741.36
存货净额	3,860.62	3,166.15	3,253.24	3,635.19
长期投资	5,536.52	3,287.55	2,689.15	2,546.30
固定资产	138,212.56	139,290.59	169,563.29	166,738.29
在建工程	8,342.94	499.26	1,077.00	1,698.86
无形资产	16,364.15	15,561.95	44,104.20	43,640.52
总资产	287,484.64	307,614.59	344,945.17	345,603.83
其他应付款	14,698.41	15,843.34	11,428.40	10,202.30
短期债务	0.00	0.00	2,500.00	2,598.48
长期债务	19,855.21	19,899.16	51,838.38	57,582.76
总债务	19,855.21	19,899.16	54,338.38	60,181.24
净债务	-78,955.25	-96,608.54	-35,361.58	-16,560.12
总负债	49,979.16	52,790.08	90,247.49	91,941.31
费用化利息支出	1,113.55	1,103.95	2,479.92	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	237,505.48	254,824.51	254,697.68	253,662.52
营业总收入	107,234.98	110,770.88	46,726.74	13,223.40
经营性业务利润	26,530.51	29,544.58	-4,388.52	-942.62
投资收益	-879.42	-634.71	-290.57	-70.02
净利润	20,879.89	22,589.73	-7,517.53	-1,035.16
EBIT	25,873.26	27,965.38	-5,640.05	--
EBITDA	41,680.95	42,302.29	10,829.23	--
经营活动产生现金净流量	39,758.78	39,749.99	-1,182.15	-5,115.24
投资活动产生现金净流量	-7,772.76	-15,310.43	-20,507.26	-11,856.14
筹资活动产生现金净流量	-7,471.80	-6,742.33	-5,198.34	4,012.78
资本支出	9,033.45	5,721.61	6,201.45	2,549.92
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	42.58	43.45	26.03	20.39
期间费用率(%)	17.01	15.91	38.47	32.08
EBITDA 利润率(%)	38.87	38.19	23.18	--
总资产收益率(%)	9.28	9.40	-1.73	--
净资产收益率(%)	9.09	9.18	-2.95	-1.63*
流动比率(X)	4.02	4.26	3.43	4.31
速动比率(X)	3.89	4.16	3.34	4.18
存货周转率(X)	13.17	17.83	10.77	12.23*
应收账款周转率(X)	40.81	30.03	14.14	16.11*
资产负债率(%)	17.38	17.16	26.16	26.60
总资本化比率(%)	7.71	7.24	17.58	19.18
短期债务/总债务(%)	0.00	0.00	4.60	4.32
经营活动净现金流/总债务(X)	2.00	2.00	-0.02	-0.34*
经营活动净现金流/短期债务(X)	--	--	-0.47	-7.87
经营活动净现金流/利息支出(X)	35.70	36.01	-0.48	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	170.17	165.87	-14.58	--
总债务/EBITDA(X)	0.48	0.47	5.02	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	4.33	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	37.43	38.32	4.37	--
EBIT 利息保障倍数(X)	23.23	25.33	-2.27	--

注：2021年一季报未经审计；因缺乏相关数据，部分指标无法计算；带*指标已年化处理。

附四：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）
	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	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”。

附五：信用等级的符号及定义

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。