

莫道山穷疑无路，柳暗花明恰是春

——张家界（000430）业绩预告点评

2017年04月14日

强烈推荐/维持

张家界

事件点评

事件：

2016年业绩快报：报告期内，公司实现营业总收入 59,218.33 万元，同比降低 12.25%；归属于上市公司股东的净利润 6,115.59 万元，同比降低 46.54%；基本每股收益 0.19 元，同比降低 47.22%。

2017年 Q1 业绩预告：报告期内，预计归属于上市公司股东的净利润为 1050 万元-1100 万元，同比增长 441.52%-467.30%；基本每股收益为 0.0327 元-0.0343 元，同比增长 445.00%-471.67%。

主要观点：

1、受“天气+分流+取消联票”多方影响致 16 年业绩下滑。

2016 年公司业绩出现同比较大下滑，来源于以下多方面影响：1、厄尔尼诺现象下的多雨水天气，导致整体进山客流增速大幅降低；2、“杨家界+宝峰湖+十里画廊”联票优惠于 Q2 取消，对困客客流影响较大，且 16 年杨家界索道消化部分营销票，冲抵部分收入；3、天子山索道 16 年 2 月恢复运行，对杨家界索道分流明显。事实上，15 年天子山索道检修停运导致杨家界索道业绩大增属偶然性事件（天子山索道年均客流量超 200 万），形成公司全年业绩高基期；16 年天子山索道恢复运营后公司业务随即恢复正常，排除该因素，公司整体营收 14 年（4.84 亿元）至 16 年（5.92 亿元）复合增长率为 10.61%，业务增势仍较稳健；业绩复合增速约为 0.53%，主要受 16 年 6 月大庸古城项目开工带来相关费用影响。整体来看，公司各项业务经营仍较正常。

2、营业外收入助力，17 年一季度净利润预增超 4 倍。

2017 年 Q1 业绩大增主要源于营业外收入，张国际酒店收到国有土地使用权回收补偿款 2418 万元。另外，因交通修建和分流效应，杨家界索道收入下降导致净利润较上年同期减少 500 万元。大庸古城项目贷款利息和土地摊销（根据合同土地购置费 8.37 亿自 17 年开始摊销），导致财务费用和管理费用较上年同期分别增加 326 万元和 615 万元。我们将营业外收入和新增费用剔除，Q1 实现净利润-427 万元- -377 万元，主要由于杨家界索道净利润较去年同期减少 500 万所致；若同时剔除杨家界下滑影响，环保客运、宝峰湖、十里画廊等其他业务贡献净利润仍达约 73 万元-123 万元，基

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

联系人：张凯琳

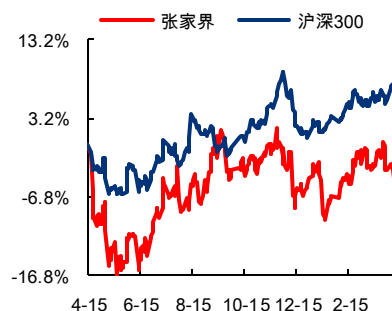
010-66554018

zhangkl@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	12.31-12.65
总市值 (亿元)	39.49
流通市值 (亿元)	25.73
总股本/流通 A 股 (万股)	32084/20903
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.94

52 周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《张家界（000430）：定增项目过会启新程，中长期业绩增厚可期》2016-11-25
- 2、《张家界（000430）：山秀古城且慢行，国改劲风蓄势生》2016-11-25
- 3、《张家界（000430）：索道分流持续拖累业绩，定增+国改助力转型休闲文化综合体》2016-10-28
- 4、《张家界（000430）：定增项目获政府补助，未来业绩增厚可期》2016-09-13

本与上年 Q1 净利润 194 万元持平 (高基期, 天子山分流效应从 2 月开始体现), 且 2016 年 Q1 为公司一季度归母净利润的首次转正, 因此公司 2017 年 Q1 内生业绩, 除杨张家界外, 在去年高基期下仍表现较稳定。

3、大庸享黄金区位+黔张常工期提前+管理层换帅, 新气象下公司未来大有可为。

(1) 旅游休闲综合体大庸古城项目建设地点距离机场、火车站以及在建高铁站仅 10 余分钟车程, 享有张家界黄金交通区位优势。古城除复原明清内特色街区外, 将以《遇见大庸》演艺项目、飞跃张家界 4D 影院、特色高档民宿等为核心内容, 极大丰富公司旅游产品体系。目前大庸古城项目已于 16 年 11 月过会; 项目拟于 18 年十一旺季开业迎客, 未来将成为公司全新利润增长点。(2) 黔张常高铁目前工期已提前 200 余天, 预计 2018 年底将实现通车, 届时张家界客流量有望实现大幅提升。(3) 公司 16 年 12 月公司新任董事长上任, 曾任张家界市永定区副区长, 管理层更新有望为公司经营带来全新动力, 加速深化国企改革, 加快推动区域资源整合。

结论:

公司 2016 年业绩受索道业务、天气等因素拖累出现下滑; 但 17 年 Q1 营业外收入助力业绩大增, 内生业绩在二、三季度低基期下有望实现恢复性增长。18 年底大庸古城与黔张常高铁有望同时开通形成双重利好, 管理层换帅有望为加速深化国企改革, 加快推动区域资源整合。在不考虑大庸古城项目收益下, 我们下调盈利预测, 预计 16-18 年公司实现营业收入 5.99 亿元、6.91 亿元和 7.94 亿元, 实现归属母公司净利润分别为 0.63 亿元、0.92 亿元和 1.13 亿元; 对应每股净利润 0.19 元、0.29 元和 0.35 元; 对应 PE 为 63.24、43.3 和 35.33 倍。为维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示: 天气原因; 定增项目推进不及预期、高铁建设不及预期等。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	77	138	548	658	789	营业收入	484	675	599	691	794
货币资金	58	114	527	634	762	营业成本	301	383	365	409	457
应收账款	1	4	2	2	2	营业税金及附加	18	28	29	31	36
其他应收款	10	10	9	11	12	营业费用	24	31	30	48	56
预付款项	3	4	5	6	6	管理费用	47	64	66	76	86
存货	5	5	5	6	6	财务费用	7	8	18	18	7
其他流动资产	1	0	0	0	0	资产减值损失	-0.29	3.98	3.00	3.00	0.00
非流动资产合计	608	735	716	693	669	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	1.58	0.00	0.00	0.00
固定资产	467.13	563.50	594.63	581.32	565.76	营业利润	87	158	88	106	154
无形资产	77	89	80	72	65	营业外收入	1.72	1.70	1.70	24.00	5.00
其他非流动资产	8	10	10	10	10	营业外支出	3.92	1.35	2.00	2.00	2.00
资产总计	685	873	1263	1351	1458	利润总额	84	158	88	128	157
流动负债合计	111	191	126	131	136	所得税	24	44	25	36	44
短期借款	40	60	0	0	0	净利润	60	114	63	92	113
应付账款	14	44	40	45	50	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	2	2	2	2	归属母公司净利润	61	114	63	92	113
一年内到期的非	15	18	18	18	18	EBITDA	205	300	174	195	233
非流动负债合计	76	69	467	467	467	BPS (元)	0.19	0.36	0.19	0.29	0.35
长期借款	71	61	461	461	461	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	186	260	594	599	604	成长能力					
少数股东权益	5	6	6	6	6	营业收入增长	-3.26%	39.44%	-11.25%	15.33%	14.98%
实收资本 (或股	321	321	321	321	321	营业利润增长	17.25%	82.62%	-44.44%	20.51%	45.21%
资本公积	97	97	97	97	97	归属于母公司净利	-44.92%	46.06%	-44.92%	46.06%	22.56%
未分配利润	50	163	203	263	337	获利能力					
归属母公司股东	493	607	662	745	847	毛利率 (%)	37.90%	43.25%	38.98%	40.84%	42.49%
负债和所有者权	685	873	1263	1351	1458	净利率 (%)	12.41%	16.94%	10.52%	13.32%	14.20%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	8.84%	13.11%	4.99%	6.81%	7.74%	
经营活动现金流	109	209	152	187	195	偿债能力					
净利润	60	114	63	92	113	资产负债率 (%)	27%	30%	47%	44%	
折旧摊销	111.42	133.79	0.00	63.31	65.56	流动比率	0.70	0.72	4.33	5.02	5.78
财务费用	7	8	18	18	7	速动比率	0.65	0.69	4.29	4.97	5.74
应收账款减少	0	0	3	0	0	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.75	0.87	0.56	0.53	0.57
投资活动现金流	-117	-157	-53	-53	-50	应收账款周转率	354	243	195	391	390
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	48.63	23.06	14.18	16.28	16.75
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	2	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.19	0.36	0.20	0.29	0.35
筹资活动现金流	-3	4	314	-27	-18	每股净现金流 (最新	-0.03	0.18	1.29	0.33	0.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	1.54	1.89	2.06	2.32	2.64
长期借款增加	0	0	400	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	65.37	34.50	63.24	43.30	35.33
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	8.07	6.57	6.02	5.35	4.71
现金净增加额	-10	56	414	107	127	EV/EBITDA	19.73	13.37	22.68	19.64	15.88

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 8 年食品饮料行业研究经验。2016 年进入中小市值研究领域。

联系人简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士, 2016 年 1 月加盟东兴证券研究所, 从事社会服务行业研究, 重点专注于餐饮旅游领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。