

## 休闲服务

2017年04月24日

## 张家界 (000430)

——传统景区仍存一定压力，看好休闲综合体模式的推进

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年04月21日

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 收盘价(元)      | 11.66              |
| 一年内最高/最低(元) | 13.23/10.5         |
| 市净率         | 5.6                |
| 息率(分红/股价)   | -                  |
| 流通A股市值(百万元) | 2437               |
| 上证指数/深证成指   | 3173.15 / 10314.35 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

|              |         |
|--------------|---------|
| 每股净资产(元)     | 2.09    |
| 资产负债率%       | 66.77   |
| 总股本/流通A股(百万) | 321/209 |
| 流通B股/H股(百万)  | -/-     |

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《脚下的中国年——休闲服务行业2017年春节黄金周数据点评》2017/02/07

《张家界(000430)点评：定增募资打造古城景区，布局休闲旅游》2016/03/23

## 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

## 联系人

张颖译  
(8621)23297818×7434  
zhanghy@swsresearch.com

## 投资要点：

- 公司受竞争对手天子山索道恢复运行影响，营收小幅下滑，整体符合预期。公司2016年实现总收入5.92亿元，同比下降12.25%，归母净利润6116万元(-46.54%)，扣非净利润为6152万元(-45.38%)。竞争对手天子山索道恢复运行分流杨家界索道客源和新增大额土地使用权摊销及借款利息费用是营收、利润下降的主要原因。同时公司计划向全体股东每10股派发现金红利0.84元(含税)。
- 公司毛利率下降，费用率由于财务费用上升而稍有上升。2016年全年公司整体毛利率为39.48%(-3.77pct)，其中杨家界索道毛利率降幅最大，下降至50.94%(-13.08pct)。公司期间费用率21.48%(+6.13pct)，其中管理费用率为12.96%(+3.47pct)，主要由于大庸古城折旧摊销费用支出较大；财务费用率为2.74%(+1.52pct)，主要由于本报告期增加大庸古城项目前期建设贷款支付利息851.91万元。
- 17年景区业务仍存一定压力，补贴对业绩影响较大。公司2016年接待游客715.23万人次，比2015年减少80.82万人。其中占比最大的环保客运接待游客366.51万人次(+5.20%)，实现营业收入2.12亿元(+2.01%)；2016年2月天子山索道恢复运营对杨家界索道分流较多，16年接待人次129.35万人(-36.78%)，营收7738.36万元(-43.37%)。2017年前两个月仍存分流影响，根据业绩预告，因杨家界索道营业收入下降导致净利润较上年同期减少约500万元，而张家界国际大酒店收到国有土地使用权回收补偿款2418万元计入营业外收入，使得公司Q1归母净利润大增至1050-1100万元。
- 公司定增12亿建设大庸古城，打造休闲度假综合体。大庸古城(南门口特色街区)项目所在的永定区是中心城区旅游功能和城市功能交汇点与结合点，旅游人数和收入占张家界市50%。项目拟于2018年国庆节投入运营接待中外游客。同时黔张常铁路全线预计于2019年建成运行，建成后从张家界到长沙1小时，张家界到广州4小时，张家界至上海6小时，张家界至北京7小时。大交通环境改善将利好公司休闲游战略方向。
- 盈利预测及投资建议：2015年张经投收购张家界市茂隆实业有限公司所持张家界西线旅游开发股份有限公司的94.09%股份。张家界作为市国资委下属唯一旅游上市平台，有望获得资产注入。暂不考虑大庸古城项目，天子山索道的分流对公司的业绩影响较大，短期内预计恢复较为困难，因此下调公司盈利预测，预计17-19年EPS为0.27/0.27/0.29元(原17/18年盈利预测为0.39/0.44元)，对应PE为43/43/40倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：1. 景区客流受不可抗力影响的风险；2. 在建项目进度不及预期的风险

## 财务数据及盈利预测

|           | 2015  | 2016   | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 675   | 592    | 620   | 648   | 678   |
| 同比增长率(%)  | 39.44 | -12.25 | 4.70  | 4.52  | 4.63  |
| 净利润(百万元)  | 114   | 61     | 85    | 86    | 94    |
| 同比增长率(%)  | 89.06 | -46.54 | 38.99 | 1.18  | 9.30  |
| 每股收益(元/股) | 0.36  | 0.19   | 0.27  | 0.27  | 0.29  |
| 毛利率(%)    | 43.3  | 39.5   | 39.5  | 39.9  | 40.4  |
| ROE(%)    | 18.9  | 9.1    | 11.8  | 10.6  | 10.4  |
| 市盈率       | 33    | 61     | 43    | 43    | 40    |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

**表 1: 盈利预测**

|               | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 一、营业收入        | 500  | 484  | 675  | 592  | 620   | 648   | 678   |
| 二、营业总成本       | 427  | 397  | 518  | 499  | 525   | 545   | 566   |
| 其中：营业成本       | 333  | 301  | 383  | 358  | 375   | 389   | 404   |
| 营业税金及附加       | 15   | 18   | 28   | 13   | 14    | 14    | 15    |
| 销售费用          | 23   | 24   | 31   | 34   | 35    | 36    | 37    |
| 管理费用          | 46   | 47   | 64   | 77   | 80    | 83    | 86    |
| 财务费用          | 7    | 7    | 8    | 16   | 21    | 22    | 23    |
| 资产减值损失        | 3    | (0)  | 4    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 加：公允价值变动收益    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | 0    | 0    | 2    | (1)  | 0     | 0     | 0     |
| 三、营业利润        | 74   | 87   | 158  | 92   | 94    | 103   | 112   |
| 加：营业外收入       | 2    | 2    | 2    | 3    | 26    | 12    | 12    |
| 减：营业外支出       | 1    | 4    | 1    | 4    | 0     | 0     | 0     |
| 四、利润总额        | 75   | 84   | 158  | 92   | 120   | 115   | 124   |
| 减：所得税         | 23   | 24   | 44   | 32   | 36    | 30    | 31    |
| 五、净利润         | 52   | 60   | 114  | 60   | 84    | 85    | 93    |
| 少数股东损益        | 0    | (0)  | (0)  | (1)  | (1)   | (1)   | (1)   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 52   | 61   | 114  | 61   | 85    | 86    | 94    |
| 六、基本每股收益      | 0.16 | 0.19 | 0.36 | 0.19 | 0.27  | 0.27  | 0.29  |
| 全面摊薄每股收益      | 0.16 | 0.19 | 0.36 | 0.19 | 0.27  | 0.27  | 0.29  |

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|    |     |              |             |  |
|----|-----|--------------|-------------|--|
| 上海 | 陈陶  | 021-23297221 | 18930809221 | <a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a> |
| 北京 | 李丹  | 010-66500610 | 18930809610 | <a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>     |
| 深圳 | 胡洁云 | 021-23297247 | 13916685683 | <a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>       |
| 海外 | 张思然 | 021-23297213 | 13636343555 | <a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a> |
| 综合 | 朱芳  | 021-23297233 | 18930809233 | <a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a> |

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                        |
|-------------------|------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；      |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5%~20%；      |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。       |

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。