

## 休闲服务

2017年08月22日

## 张家界 (000430)

——杨家界索道继续承压，大庸古城项目顺利推进

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年08月21日

收盘价(元)	10.45
一年内最高/最低(元)	13.23/9.63
市净率	4.9
息率(分红/股价)	0.80
流通A股市值(百万元)	2184
上证指数/深证成指	3286.91 / 10689.77

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	2.13
资产负债率%	68.70
总股本/流通A股(百万)	405/209
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《“底线”隐约出现——申万宏源策略一周回顾展望(17/05/31-17/06/02)》  
2017/06/04《张家界(000430)点评：索道承压拖累业绩，看好大庸古城休闲综合体模式》  
2017/05/02

## 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

## 研究支持

刘乐文 A0230117050011  
liuyw@swsresearch.com  
于佳琪 A0230117070008  
yujq2@swsresearch.com

## 联系人

张颖译  
(8621)23297818x7434  
zhanghy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- 杨家界索道拖累公司营业收入下滑，获得拆迁补偿归母净利润大增，符合预期。公司2017年上半年实现营业收入2.29亿元，同比下滑5.49%，归母净利润3865.03万元，同比增加10.27%。其中张国际酒店收到拆迁补偿款2,418.16万元致使归母净利润大幅提高。扣非归母净利润1409.07万元(-59.95%)。单季度来看，Q2公司实现营收1.60亿元，同比上涨5.52%；归母净利润2807.08万元，同比下降15.22%；扣非净利润同比下降33.98%
- 杨家界索道受交通管制和天子山分流双重影响，韩国游客减少使得公司景区整体接待量下滑。2017年上半年杨家界索道购票人数同比下降43.04%，营业收入减少38.38%，竞争对手天子山索道2016年2月重新运营，口径上因同比效应仍相差1个月，单Q2来看，购票人次下滑19.42%，营收下滑16.10%，主要因张家界市区至景区道路和张家界高铁站工程建设期间交通管制。另一方面，公司主要景区所在的武陵源地区1-6月份接待入境人次同比下滑了20.7%，其中韩国游客(占入境人次超一半)大幅下滑使得公司宝峰湖景区受到影响：购票人次下滑14.02%，营收下滑15.64%。为公司贡献核心收入和利润的环保客运业务增长稳定，购票人次同比增长5.51%，营收增长5.96%，占总营收比例为39.56%。
- 成本上升，大庸古城项目土地摊销及贷款拖高公司费用率。2017年上半年公司毛利率为37.12%(-2.41pct)，其中固定成本较大的杨家界索道在经营承压下毛利率下滑较大至28.63%(-26.10pct)。销售费用率5.18%(+0.49pct)，主要由于旅行社团队销售费用加大近一倍，管理费用率17.47%(+7.57pct)，财务费用率5.04%(+3.01pct)，主要由于大庸古城项目发生土地摊销1231万元及财务费用778万元。
- 定增8亿元完成，建设大庸古城项目发展休闲综合体模式。黔张常铁路全线预计于2019年建成运行。张桑高速在建，预计2018年通车，另外联通张花高速，张新高速、桑龙高速等正在筹建。公司非公开发行股票已于7月13日上市，发行数量8398.25万股，10.31元/股，共募集资金净额为8.39亿元。大庸古城项目截止2017年6月底建设进度为14.97%，预计2018年可完成并进入试运营。
- 盈利预测及投资建议：天子山索道分流对公司的影响短期内恢复较为困难。上半年大股东张经投连续增持彰显信心，增持均价10.50元。随着大庸古城的推进，公司有望打开新的盈利模式。下调盈利预测，17-19年实现归母净利润6615/7574/7640万元(原预测为8532/8589/9409万元)，EPS为0.16/0.19/0.19元，对应PE为65/55/55倍，维持增持。
- 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

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	592	229	556	584	611
同比增长率(%)	-12.25	-5.49	-6.11	5.04	4.62
净利润(百万元)	61	39	66	76	76
同比增长率(%)	-46.54	10.27	7.92	15.15	-
每股收益(元/股)	0.19	0.12	0.16	0.19	0.19
毛利率(%)	39.5	37.1	38.8	39.5	40.0
ROE(%)	9.1	5.7	4.2	4.6	4.4
市盈率	55		65	55	55

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

**表 1：盈利预测**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	484	675	592	556	584	611
二、营业总成本	397	518	499	488	509	525
其中：营业成本	301	383	358	340	353	366
营业税金及附加	18	28	13	12	13	14
销售费用	24	31	34	33	34	35
管理费用	47	64	77	78	81	83
财务费用	7	8	16	25	28	27
资产减值损失	(0)	4	0	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	(1)	0	0	0
三、营业利润	87	158	92	67	75	86
加：营业外收入	2	2	3	26	26	15
减：营业外支出	4	1	4	0	0	0
四、利润总额	84	158	92	93	101	101
减：所得税	24	44	32	28	26	25
五、净利润	60	114	60	65	75	76
少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司所有者的净利润	61	114	61	66	76	76
六、基本每股收益	0.19	0.36	0.19	0.16	0.19	0.19
全面摊薄每股收益	0.15	0.28	0.15	0.16	0.19	0.19

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>
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。