

张家界（000430）：短期业绩承压，期待转型升级

审慎推荐（下调）

休闲服务

当前股价：10.45 元

报告日期：2017 年 8 月 22 日

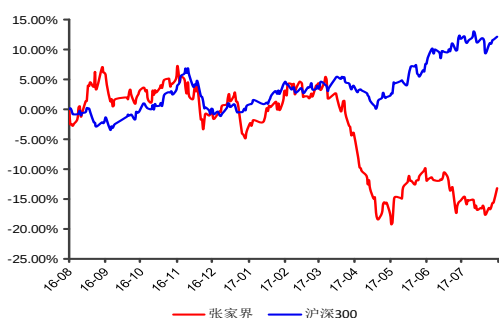
主要财务指标（单位：亿元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5.92	5.72	6.67	7.63
(+/-)	-12.3%	-3.4%	16.6%	14.3%
营业利润	0.92	0.47	0.71	0.93
(+/-)	-41.5%	-49.25%	50.79%	32.03%
归母净利润	0.61	0.50	0.54	0.72
(+/-)	-46.5%	-17.70%	6.61%	33.98%
EPS（元）	0.19	0.16	0.17	0.22
市盈率	54.82	66.61	62.48	46.63

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	40482/20903
流通市值（亿元）	21.8
每股净资产（元）	3.69
资产负债率（%）	68.7

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：汤峰

执业证书编号：S1050513090001

电话：021-54967580

邮箱：tangfeng@cfsc.com.cn

公司公布2017年上半年业绩，报告期内公司实现营业收入2.29亿元，同比下滑5.49%；归属于上市公司股东的净利润为3865.03万元，同比增长10.27%；扣非后净利润1409.07万元，同比下滑59.95%，每股收益0.12元/股，同比增长9.09%。

- **客流下滑拖累公司收入，营业外收入提升公司业绩：**报告期受交通管制及中韩局势紧张等因素导致公司各景区景点实现购票人数同比下滑6.04%至277.21万人次。其中除环保客运、十里画廊观光车购票人数同比分别增长5.15%和5.53%，营收分别增加509.8和678.45万元，其余各景点购票人数均有不同程度下滑，宝峰湖、杨家界索道购票人数分别下滑14.02%和43.04%，营收分别减少505.66和1117.86万元，张国际酒店和旅行社营收分别较去年同期减少57.51和1551.14万元。报告期内因张国际酒店收到张家界市永定区征地拆迁服务中心拆迁补偿款2418.16万元，保障了公司当期业绩的增长。

- **综合毛利率略有下滑，期间费用率大幅增加：**受客流下滑及固定支出影响，公司综合毛利率下滑2.41个百分点至37.12%，其中除旅行社服务毛利率上升1.37个百分点外，环保客运、观光电车、宝峰湖景区及杨家界索道毛利率分别下滑3.23、3.03、5.66和26.1个百分点。期间费用率大幅上升11.06个百分点至27.68%，除营收下滑外，公司三大费用均有不同程度上涨，其中销售费用同比增长4.39%；管理费用因大庸古城项目土地摊销1231万元，同比增长66.75%；财务费用因大庸古城项目借款利息增加778万元，同比增长134.7%。

- **公司看点：**公司坐拥当地优势资源，短期因受张家界市区到景区道路和张家界高铁站工程建设期间的交通管制，同时也受中韩关系紧张导致客流有所下滑，随着未来交通的改善，景区游客有望保持高增长。随着公司大庸古城项目的稳步推进，助推公司向休闲旅游综合体转型，也为公司未来业绩奠定了基础。



- **盈利预测：**受交通管制等因素，公司业绩短期承压，我们下调本年度业绩，但随着公司积极转型，有望打开新的利润增长点。我们预计公司17-19年营业收入分别为5.72、6.67和7.63亿元，归属母公司所有者净利润分别为0.50、0.54、0.72亿元，折合EPS分别为0.16、0.17和0.22元，对应于8月21日收盘价10.45元计算，市盈率分别为66.61、62.48和46.63倍，介于其估值未有优势，我们下调其投资评级至“审慎推荐”。
- **风险提示：**不可抗力风险、客流增速及转型不及预期等。



图表 1：公司盈利预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产：					营业收入	592	572	667	763
货币资金	120	246	431	642	营业成本	358	374	426	480
应收款	20	13	17	20	营业税金及附加	13	13	15	17
存货	6	5	7	7	销售费用	34	34	39	43
其他流动资产	12	12	12	12	管理费用	77	86	99	111
流动资产合计	158	276	466	680	财务费用	16	21	21	21
非流动资产：					费用合计	127	141	158	175
可供出售金融资产	29	29	29	29	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产+在建工程	741	701	660	618	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	1,060	1,060	1,060	1,060	投资收益	-1	3	3	3
其他非流动资产	57	57	57	57	营业利润	92	47	71	93
非流动资产合计	1,887	1,847	1,806	1,764	加：营业外收入	3	28	4	4
资产总计	2,044	2,123	2,272	2,444	减：营业外支出	4	3	1	1
流动负债：					利润总额	92	72	74	96
短期借款	390	390	390	390	所得税费用	32	22	21	25
应付账款、票据	666	695	791	892	所得税率(%)	34.38%	31.00%	28.00%	26.00%
其他流动负债	118	118	118	118	净利润	60	50	53	71
流动负债合计	1,173	1,203	1,299	1,399	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
非流动负债：					归母净利润	61	50	54	72
长期借款	75	75	75	75	总股本	321	321	321	321
其他非流动负债	117	117	117	117	每股收益(元)	0.19	0.16	0.17	0.22
非流动负债合计	192	192	192	192					
负债合计	1,365	1,394	1,490	1,591	财务分析	2016A	2017E	2018E	2019E
所有者权益					成长性				
实收资本(或股本)	321	321	321	321	营业收入增长率	22.3%	-3.4%	16.6%	14.3%
资本公积金	97	97	97	97	营业利润增长率	6.8%	-49.3%	50.8%	32.0%
盈余公积金	29	34	39	46	利润增长率	9.2%	-21.9%	2.3%	30.8%
未分配利润	220	265	312	376	净利润增长率	0.7%	-17.9%	6.7%	34.4%
少数股东权益	9	9	9	9	归母净利润增长率	1.1%	-17.7%	6.6%	34.0%
其他	3	3	3	3	盈利能力				
所有者权益合计	679	729	782	853	毛利率	39.5%	34.6%	36.1%	37.0%
负债和所有者权益	2,044	2,123	2,272	2,444	营业利润率	15.6%	8.2%	10.6%	12.2%
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	净利率	10.2%	8.7%	7.9%	9.3%
净利润	60	50	53	71	ROE	8.9%	6.8%	6.8%	8.3%
折旧	55	61	63	64	销售净利率	10.2%	8.7%	7.9%	9.3%
财务费用	17	21	21	21	财务杠杆	3.01	2.91	2.91	2.87
存货的减少	-1	1	-1	-1	营运能力				
营运资本变化	-12	37	92	98	总资产周转率	29.0%	26.9%	29.4%	31.2%
其他非现金部分	-5	0	0	0	资产结构				
经营活动现金流量	132	169	227	254	资产负债率	66.8%	65.7%	65.6%	65.1%
投资活动现金流量	-490	-22	-22	-22	Net Debt/Equity	58.7%	37.3%	11.1%	-14.5%
筹资活动现金流量	363	-21	-21	-21	现金流量				
汇率变动影响	0	0	0	0	经营性现金流/净利润	2.19	3.41	4.29	3.57
现金增加额	6	127	185	211	每股数据(元/股)				
期初现金余额	113	119	245	430	每股收益	0.19	0.16	0.17	0.22
期末现金余额	119	245	430	640	每股净资产	2.12	2.27	2.44	2.66
期末货币资金	120	246	431	642					

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



研究员简介

汤 峰：英国伦敦大学伯贝克学院，金融学硕士，主要研究和跟踪大消费行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>