

张家界 (000430)

2017 年 8 月 22 日

证券分析师 张艺

执业资格证书号码: S0600512070006

yjs_zhangy@dwzq.com.cn

010-66211134

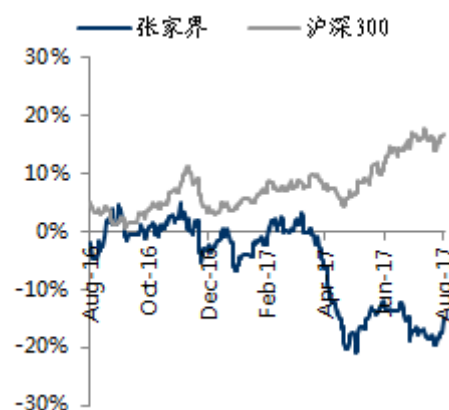
交通管制+韩国客源下滑+大庸古城费用增加, 扣非净利下滑 60%

增持 (维持)

投资要点

- **事件: 公司发布半年报。**报告期内, 实现营业总收入 22,914.05 万元, 同比下降 5.49%; 归属净利润 3,865.03 万元, 同比增长 10.27%; 扣非净利润 1,409.07 万元, 同比下降 59.95%。2017 年第二季度单季下滑趋势大幅减弱, 实现营业总收入 15,995.23 万元, 同比增长 5.52% (2017Q1 下降 23.85%); 扣非净利润 2,187.11 万元, 同比增长 281.11% (2017Q1 下降 478.37%)。
- **营业收入减少, 净利润增长的原因说明:** 1、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使得杨家界索道游客减少 43.04%; 2、中韩局势紧张导致韩国客源减少, 宝峰湖游客减少 14.02%; 3、张家界国际酒店收到拆迁补偿款 2,418.16 万元, 占归属净利润的 62.57%; 4、大庸古城公司土地摊销费用 1,231 万元及财务费用 778 万元。
- **武陵源环保客运稳健增长, 十里画廊观光车景气回升。**报告期内, 武陵源环保客运接待游客 159.39 万人, 同比增长 5.15%; 营业收入 9,065.82 万元, 同比增长 5.96%; 净利润 3,201.45 万元, 同比增长 7.09%。十里画廊观光车接待游客 49.24 万人, 同比增长 5.53%; 营业收入 2,286.92 万元, 同比增长 42.18% (2016 年全年游客量同比下降 10.71%, 收入同比下降 9.20%)。
- **其他业务均有所下滑。**报告期内, 受交通管制影响, 杨家界索道接待游客 29.06 万人, 同比减少 43.04%; 营业收入 1,794.46 万元, 同比减少 38.38%; 毛利率 28.63%, 同比下降 26.10pct; 净利润 15.68 万元, 同比下降 97.84%。目前公司已经与相关部门交涉, 在修路期间为保证杨家界索道的运营实行单边放行, 预计未来业绩下滑将有所缓和。宝峰湖景区接待游客 31.04 万人, 同比下降 14.02%; 营业收入 2,727.69 万元, 同比下降 11.96%; 净利润 1,875.58 万元, 同比下降 50.61%。张家界中旅实现营业收入 6,649.48 万元, 同比减少 20.98%。大庸古城亏损 1,786.96 万元 (2016 年全年亏损 1,842.14 万元)。
- **投资建议与盈利预测:** 大庸古城的建设大幅增加折旧摊销和财务费用, 公司短期业绩承压。公司长期借“大庸古城”布局全域旅游、整合区域资源、更有效的激励手段和高铁开通等多重改善都有望提升公司业绩弹性。公司是张家界市国资控股唯一上市公司, 市政府对集团未来发展给予极大支持, 现任管理层战略思路清晰明确, 公司处于重要转折时期, 2018 年迎来业绩拐点。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.20、0.20、0.27 元, PE (2017E) 为 52.93 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 不可抗力风险、游客接待量低于预期风险

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	10.45
一年最低价/最高价	9.76/13.02
市净率 (倍)	4.90
流通 A 股市值 (百万元)	2184

基础数据

每股净资产 (元)	2.13
资产负债率 (%)	68.70
总股本 (百万股)	405
流通 A 股 (百万股)	209

相关研究

1. 2017.6.4《资源整合和激励改善预期增强, 2018 年迎来拐点》
2. 2017.4.23《2016 年净利同比减 47%, 大庸古城建设增加短期业绩压力》
3. 2016.10.27《3 季报下滑 27%, 关注国企改革、交通改善和区域资源整合》
4. 2016.8.22《杨家界索道和观光车下滑, 上半年净利减少 29%》
5. 2016.04.21《一季度客流增速超预期, 未来仍有资源整合预期》
6. 2016.03.21《定增 12 亿切入文化休闲旅游领域, 布局全域旅游》

张家界三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	157.6	624.6	-11.4	-188.3	营业收入	592.2	597.9	663.4	797.5
现金	119.7	586.9	-53.1	-238.0	营业成本	358.4	377.7	422.8	488.7
应收款项	19.8	19.7	21.8	26.2	营业税金及附加	13.2	6.0	6.6	8.0
存货	6.4	6.1	6.6	7.6	营业费用	34.2	34.7	36.5	43.9
其他	11.7	12.0	13.3	16.0	管理费用	76.8	78.0	79.6	91.4
非流动资产	1886.5	2330.3	2780.4	3038.3	财务费用	16.2	11.8	2.3	8.7
长期股权投资	0.9	0.9	0.9	0.9	投资净收益	-0.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	740.6	1205.5	1676.9	1956.0	其他	-0.3	0.0	0.0	0.0
无形资产	1060.3	1039.1	1017.9	996.7	营业利润	92.4	89.7	115.5	156.9
其他	84.7	84.7	84.7	84.7	营业外净收支	-0.3	24.0	0.0	0.0
资产总计	2044.2	2954.8	2769.0	2850.0	利润总额	92.1	113.7	115.5	156.9
流动负债	1173.1	805.1	539.4	511.9	所得税费用	31.7	28.4	28.9	39.2
短期借款	442.9	222.9	2.9	2.9	少数股东损益	-0.7	-0.9	-0.9	-1.2
应付账款	665.8	520.9	470.7	432.6	归属母公司净利润	61.2	86.1	87.5	118.9
其他	64.4	61.3	65.8	76.3	EBIT	109.6	101.6	117.8	165.6
非流动负债	191.8	191.8	191.8	191.8	EBITDA	180.3	189.5	224.9	288.7
长期借款	75.2	75.2	75.2	75.2					
其他	116.6	116.6	116.6	116.6					
负债总计	1364.8	996.8	731.1	703.6					
少数股东权益	9.5	8.9	8.3	7.4					
归属母公司股东权益	669.9	1949.1	2029.6	2138.9					
负债和股东权益总计	2044.2	2954.8	2769.0	2850.0					
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	132.5	25.5	144.3	205.6					
投资活动现金流	-489.7	-531.4	-557.2	-381.0					
筹资活动现金流	363.1	973.1	-227.0	-9.5					
现金净增加额	5.8	467.2	-639.9	-185.0					
折旧和摊销	70.7	88.0	107.1	123.1					
资本开支	-188.6	-531.4	-557.2	-381.0					
营运资本变动	666.9	-148.0	-49.7	-35.6					
企业自由现金流	656.2	-515.3	-411.4	-169.3					

重要财务与估值指

标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	0.19	0.20	0.20	0.27
每股净资产(元)	2.09	4.47	4.65	4.90
发行在外股份(百万股)	320.8	436.3	436.3	436.3
ROIC(%)	8.4%	6.3%	5.4%	6.1%
ROE(%)	9.1%	4.4%	4.3%	5.6%
毛利率(%)	39.5%	36.8%	36.3%	38.7%
EBIT Margin(%)	18.5%	17.0%	17.8%	20.8%
销售净利率(%)	10.3%	14.4%	13.2%	14.9%
资产负债率(%)	66.8%	33.7%	26.4%	24.7%
收入增长率(%)	-12.3%	1.0%	10.9%	20.2%
净利润增长率(%)	-46.5%	40.9%	1.5%	35.9%
P/E	54.82	52.93	52.13	38.36
P/B	5.01	1.72	1.65	1.57
EV/EBITDA	26.16	22.95	18.16	14.05

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

