



剥离亏损资产，轻装迎接转折之年

——张家界（000430）事件点评

2017 年 10 月 09 日

强烈推荐/维持

张家界

事件点评

事件：

2017 年 9 月 29 日，公司发布公告称：拟将张家界游客中心有限公司、张家界乡村旅游发展有限公司、张家界茶业发展有限公司和张家界旅游众创科技有限责任公司（47.5%）共 4 家子公司股权转让给关联方张家界产业投资（控股）有限公司，转让对价共计 5698.06 万元。

主要观点：

1. 拟向关联方剥离四家亏损子公司，转让对价 5698.06 万元

此次拟转让的股权分别为张家界游客中心有限公司 100%股权、张家界乡村旅游发展有限公司 100%股权、张家界茶业发展有限公司 100%股权和张家界旅游众创科技有限责任公司 47.5%股权，转让方式为协议转让，转让对价共计 5698.06 万元。本次转让的交易对手方为张家界市国资委全资控股的张家界产业投资（控股）有限公司，鉴于其全资控股股东于 17 年 9 月 4 日由张家界经投集团变更为市国资委，因此本次交易构成关联交易。游客中心于 2014 年建成并投入使用，至今持续亏损；茶业公司、众创科技公司均成立于 2016 年，无实质性业务收入但承担运营成本；乡村旅游公司成立于 2016 年但至今尚未运行。

2、优化资产配置，提升盈利能力，18 年预计减亏 1700 万

2016 年上述四家子公司分别实现营收 179/0/3.76/3.95 万元，净利润-1137/0/-227/-133 万元，合计实现亏损 1427 万元；2017 年 1-5 月分别实现营收 676/0/33/0，净利润-742/0/-105/-64 万元，合计亏损 911 万元。目前剥离亏损资产事项已由董事会审议通过并取得市国资委批复，目前尚需股东大会批准，我们预计该事项大概率将在 17 年内完成，因此预计 18 年起开始将增厚公司业绩。本次剥离非盈利板块有利于优化资产配置，提高资产使用效率，提升公司盈利能力；也充分体现公司以利润为导向的目标，彰显管理层积极改善公司业绩的决心，也逐步印证我们此前观点：公司管理层更换、机制理顺后将多方位积极改善公司业绩。

分析师：徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

研究助理：张凯琳

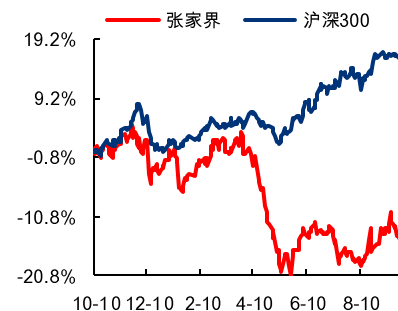
010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	10.6-12.38
总市值（亿元）	42.91
流通市值（亿元）	22.16
总股本/流通 A 股（万股）	40482/20903
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.33

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《张家界（000430）：上半年归母净利润同比增 10%，深蹲只为更高的起飞》2017-08-22
- 2、《张家界（000430）：批文落地大有可为，大股东增持彰显信心》2017-05-25
- 3、《张家界（000430）2016 年报点评：经营正常化致业绩回调，“一体两翼”+多元化战略奏响新篇章》2017-04-24
- 4、《张家界（000430）业绩预告点评：莫道山穷疑无路，柳暗花明恰是春》2017-04-14

3、多重催化下预计公司业绩拐点将至

内生外延兼具看点：（1）武陵山大道、杨家界大道和景区内龙凤垭隧道预计将于 18 年内先后通车，届时杨家界索道客流将大为改善；（2）大庸古城打造集“吃、住、游、购、娱”于一体的旅游综合休闲区，目前增发已完成，预计项目将于 18 年 10 月前试营业；（3）黔张常高铁计划 2019 年通车，预计将带来 30%左右客流增量，且目前部分路段建设进度已提前 200 多天；（4）公司新领导班子坚持以利润为导向，剥离亏损资产也充分彰显管理层积极改善业绩的决心；（5）张家界作为当地唯一上市平台，当地市政做大做强上市平台意愿强烈，未来通过国企改革实现区域资源整合值得期待。

结论：

我们此前深度关注公司管理层变动带来的机制理顺及业绩改善预期，而今剥离亏损子公司是预期兑现再进一步，在新领导班子以利润为导向的管理背景下，后续动作值得期待。而 18-19 年公司迎来多重业绩利好因素，公司业绩拐点将至，剥离包袱轻装上阵后或将迎来反弹之年。我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 6.63、7.54 和 8.61 亿元，归属上市公司净利润分别为 0.81、1.00 和 1.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.20、0.25 和 0.30 元，对应 PE 分别为 53.11、43.12 和 35.71 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：剥离事项推进不及预期，大庸古城业绩不及预期，高铁建设不及预期

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		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	138	158	161	185	212	营业收入	675	592	663	756	861	
货币资金	114	120	119	136	155	营业成本	383	358	400	449	500	
应收账款	4	4	4	5	5	营业税金及附加	28	13	17	19	22	
其他应收款	10	16	18	21	24	营业费用	31	34	38	41	47	
预付款项	4	6	9	12	15	管理费用	64	77	95	101	116	
存货	5	6	5	6	7	财务费用	8	16	23	12	8	
其他流动资产	0	5	5	5	5	资产减值损失	4	0	0	0	5	
非流动资产合计	735	1887	1897	1928	1953	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
长期股权投资	0	1	1	1	1	投资净收益	2	-1	-1	0	0	
固定资产	563.50	627.06	667.79	695.84	717.60	营业利润	158	92	89	133	162	
无形资产	89	1060	1064	1068	1071	营业外收入	2	3	27	8	8	
其他非流动资产	10	1	0	0	0	营业外支出	1	4	5	3	3	
资产总计	873	2044	2059	2113	2165	利润总额	158	92	111	138	167	
流动负债合计	191	1173	1033	998	941	所得税	44	32	31	39	47	
短期借款	60	390	309	255	190	净利润	114	60	80	100	120	
应付账款	44	666	603	615	617	少数股东损益	0	-1	-1	0	0	
预收款项	2	6	12	17	24	归属母公司净利润	114	61	81	100	120	
一年内到期的非	18	53	53	53	53	EBITDA	300	1224	285	347	377	
非流动负债合计	69	192	190	190	190	BPS (元)	0.36	0.19	0.20	0.25	0.30	
长期借款	61	75	75	75	75	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
应付债券	0	0	0	0	0							
负债合计	260	1365	1224	1188	1132	成长能力						
少数股东权益	6	9	9	9	9	营业收入增长	39.44%	-12.25%	11.92%	14.05%	13.86%	
实收资本 (或股	321	321	405	405	405	营业利润增长	82.62%	-41.51%	-3.45%	49.27%	21.51%	
资本公积	97	97	97	97	97	归属于母公司净利	32.12%	23.17%	32.12%	23.17%	20.74%	
未分配利润	163	220	272	337	415	获利能力						
归属母公司股东	607	670	823	913	1021	毛利率 (%)	43.25%	39.48%	39.63%	40.59%	41.87%	
负债和所有者权	873	2044	2059	2113	2165	净利率 (%)	16.94%	10.21%	12.09%	13.16%	13.96%	
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	13.11%	2.99%	3.92%	4.71%	5.55%	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	18.86%	9.13%	9.81%	10.90%	11.77%	
经营活动现金流	209	132	217	327	344	偿债能力						
净利润	114	60	80	100	120	资产负债率 (%)	30%	67%	59%	56%		
折旧摊销	133.79	1115.74	0.00	75.35	79.93	流动比率	0.72	0.13	0.16	0.19	0.22	
财务费用	8	16	23	12	8	速动比率	0.69	0.13	0.15	0.18	0.22	
应收账款减少	0	0	-1	-1	-1	营运能力						
预收帐款增加	0	0	5	6	7	总资产周转率	0.87	0.41	0.32	0.36	0.40	
投资活动现金流	-157	-490	-186	-235	-240	应收账款周转率	243	146	170	169	169	
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	23.06	1.67	1.04	1.24	1.40	
长期股权投资减	0	0	28	0	0	每股指标 (元)						
投资收益	2	-1	-1	0	0	每股收益 (最新摊	0.36	0.19	0.20	0.25	0.30	
筹资活动现金流	4	363	-31	-76	-85	每股净现金流 (最新	0.18	0.02	0.00	0.04	0.05	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	1.89	2.09	2.03	2.26	2.52	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	0	84	0	0	P/E	29.44	55.79	53.11	43.12	35.71	
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	5.61	5.08	5.21	4.70	4.20	
现金净增加额	56	6	0	17	19	EV/EBITDA	11.42	3.10	16.19	13.07	11.82	

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，9 年食品饮料行业研究经验。

研究助理简介

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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。