



短期业绩承压，轻装迎接转折之年

——张家界 (000430) 三季度财报点评

2017年10月30日

强烈推荐/维持

张家界

财报点评

徐昊	分析师 xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	执业证书编号: S1480514070003
张凯琳	研究助理 zhangkl@dxzq.net.cn 010-66554087	

事件:

公司发布2017年三季报：2017年前三季度实现营业收入4.26亿元，同比下降6.57%；归属于上市公司股东的净利润7063.40万元，同比下降26.78%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润4575.38万元，同比下降50.91%；基本每股收益0.2025元，同比下降32.66%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入 (百万元)	90.86	151.58	213.8	135.95	69.19	159.95	197.11
增长率 (%)	35.28%	-13.55%	-18.77%	-19.64%	-23.85%	5.52%	-7.80%
毛利率 (%)	28.42%	46.19%	50.10%	22.71%	20.46%	44.33%	40.34%
期间费用率 (%)	18.64%	15.40%	12.88%	43.69%	40.24%	22.25%	19.21%
营业利润率 (%)	5.93%	28.66%	36.96%	-26.05%	-17.35%	20.38%	19.76%
净利润 (百万元)	2.12	33.07	61.22	-35.97	10.62	27.99	31.40
增长率 (%)	-148.50%	-38.15%	-25.50%	112.33%	401.40%	-15.36%	-48.71%
每股盈利 (季度, 元)	0.01	0.10	0.19	-0.11	0.03	0.09	0.08
资产负债率 (%)	28.73%	47.91%	51.11%	66.77%	66.06%	68.70%	34.02%
净资产收益率 (%)	0.34%	5.06%	8.55%	-5.30%	1.54%	4.04%	2.01%
总资产收益率 (%)	0.24%	2.64%	4.18%	-1.76%	0.52%	1.26%	1.32%

➤ 前三季度业绩同比下滑近三成，杨家界继续承压，大庸古城建设致费用上升

2017年前三季度，公司营业收入同比下降6.57%，归母净利和扣非归母净利同比分别下降26.78%和50.91%，Q1获得的土地补偿款2418.16万元减少了亏损幅度。分业务看，环保客运收入同比下降3.82%，主要是6-7月洪水灾害频发导致暑期旺季客流减少所致；宝峰湖收入同比下降19.47%，除洪灾外韩国游客减少也是重要原因；杨家界索道收入同比下降48.99%，主因仍是武陵山大道封路施工，索道客流受限；十里画廊观光车客流同比微增1.46%而收入增长22.20%，主要系取消双程优惠票带来收入上升。此外，旅行社和酒店收入同比分别下降1.00%和9.11%。

2017年前三季度公司整体毛利率为38.61%，同比减少5.87pct。销售费用率、管理费用和财务费用同比分别增长1.23pct、6.05pct和1.62pct，其中管理和财务费用增长主要系大庸古城土地摊销及建设中未能

资本化的债务利息。

➤ 18年有望迎来触底反弹, 长期关注管理层机制理顺及区域资源整合

今年国庆期间武陵源核心景区接待一次进山游客17.69万人次 (-5.29%), 尽管客流量表现不佳, 但我们仍维持明年即将迎来业绩拐点的判断, 原因如下: ①武陵山大道(上半年)、杨家界大道(下半年)和景区内龙凤垭隧道(5月左右)将在2018年先后通车, 杨家界索道的客流将大为改善。(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, 预计将于2018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公司近期将四家亏损或未开业子公司剥离, 大幅度优化资产配置, 若年内完成则明年预计减亏1700万元, 体现新管理层积极改善公司业绩的决心。长期看, 公司新管理层上任后有望实现机制理顺, 提高经营管理效率, 积极将公司打造为张家界区域的旅游资源整合平台, 为公司带来长期增长动能。

结论:

受天气及外部交通等因素影响, 公司17年形成业绩低点, 期待18-19年多项利好逐一兑现。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50.05、40.64和33.66倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 外部交通改善不及预期, 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					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	3.98	0.31	0.00	0.00	5.00			
非流动资产合计	735	1887	1897	1928	1953	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	0	1	1	1	1	投资净收益	1.58	-0.63	-0.63	0.00	0.00			
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	1.70	3.47	27.00	8.00	8.00			
其他非流动资产	10	1	0	0	0	营业外支出	1.35	3.79	5.00	3.00	3.00			
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			
一年内到期的非流	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								
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			
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(或股本)	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	归属于母公司净利润	32.12%	23.17%	32.12%	23.17%	20.74%			
未分配利润	163	220	272	337	415	盈利能力								
归属母公司股东权	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	1115.7	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			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	23.06	1.67	1.04	1.24	1.40			
长期股权投资减少	0	0	28	0	0	每股指标 (元)								
投资收益	2	-1	-1	0	0	每股收益(最新摊薄)	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	27.75	52.58	50.05	40.64	33.66			
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	5.28	4.78	4.91	4.43	3.96			
现金净增加额	56	6	0	17	19	EV/EBITDA	10.77	2.94	15.32	12.36	11.16			

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, 未来也将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。