

张家界 (000430.SZ)

旅游景点行业

评级：增持 维持评级

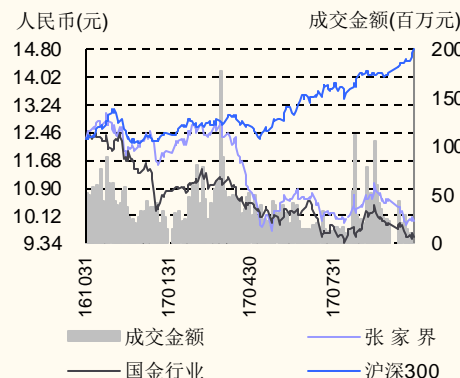
公司点评

市场价格 (人民币): 9.99 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	209.03
总市值(百万元)	4,044.13
年内股价最高最低(元)	13.02/9.72
沪深 300 指数	4021.97
深证成指	11444.52



相关报告

- 1.《张家界中报点评-内生业绩承压，调整营销模式谋增长》，2017.8.22
- 2.《张家界一季报点评-一季报业绩高增长，归功于拆迁补偿款》，2017.5.2
- 3.《张家界年报点评-打造大庸古城项目，转型升级商务休闲游》，2017.4.24

楼枫桦 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

交通及分流影响明显，打造大庸古城促转型

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.357	0.191	0.156	0.122	0.107
每股净资产(元)	1.89	2.09	4.38	4.50	4.59
每股经营性现金流(元)	0.65	0.40	-0.18	0.46	0.58
市盈率(倍)	43.64	64.06	63.99	81.83	93.56
行业优化市盈率(倍)	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00
净利润增长率(%)	89.05%	-46.54%	3.35%	-21.81%	-12.54%
净资产收益率(%)	18.86%	9.13%	3.31%	2.52%	2.16%
总股本(百万股)	320.84	320.84	404.82	404.82	404.82

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2017 年前三季度实现营业收入 4.26 亿元，同比下降 6.57%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.71 亿元，同比下降 26.78%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.46 亿元，同比下降 50.91%。

经营分析

- 前三季度营收下降叠加期间费用上升，公司利润下降 26.78%：公司前三季度实现营业收入 4.26 亿元/-6.57%，其中张家界索道由于交通管制收入下降幅度最大。归母净利润 0.71 亿元/-26.78%，扣非净利润 0.46 亿元/-50.91%，在营收下降的基础上，期间费用增加导致利润出现更大幅度的下降，除十里画廊外各项业务均出现不同程度的收入下滑。公司前三季度期间费用率为 23.76%，同比增长 8.9pct，其中管理费用率同比增长 6.04pct，销售费用率同比增长 1.23pct，财务费用率同比增长 1.62pct。前三季度盈利能力有所下降，整体毛利率为 38.61%，同比下降 5.87pct，净利率为 16.42%，同比下降 4.71pct。

- 张家界索道接待人次及营收下滑明显，十里画廊受益于营销权下放的市场化机制：1) 环保客运业务：购票人数 283.5 万人次/-4.04%，实现营业收入 1.64 亿元/-3.82%。环保客运与武陵源景区的门票捆绑销售，环保客运的接待人次和营收的下滑可以归因于武陵源景区的游客接待量下滑。同时从黄金周数据来看武陵源核心景区接待人次下滑 5.29%，综合来看张家界市的各区域及景点的旅游数据，武陵源区及其核心景区的数据下降可以排除雨天天气影响。武陵源核心景区的接待量下滑主要是由于交通改造的影响以及天门山、大峡谷的分流影响。2) 旅行社实现营业收入 1.41 亿元/-1.00%，前三季度营收较为平稳。3) 宝峰湖：实现购票人数 54 万人次/-14.56%，实现营业收入 4558.05 万元/-19.47%。国庆黄金周期间宝峰湖接待游客 2.2 万人次/-38.1%。作为二次消费景区垄断性较弱，宝峰湖对游客的吸引力有所弱化，加上交通改造的影响，游客人次明显减少。4) 十里画廊观光电车：实现购票人数 90.14 万人次/+1.46%，实现营业收入 3935.05 万元/+22.2%。主要系由于公司将营销权利下放到子公司，将针对全部游客的双程价格替换成针对散客的单程价格以及针对团队的双程价格。5) 杨家界索道：实现购票人数 50.52 万人次/-53.35%，实现营业收入 3218.18 万元/-48.99%。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，加之天子山索道的分流作用，杨家界索道受到较大影响，前三季度游客

人数和营业收入大幅下降。6) 张国际酒店实现营业收入 1295.23 万元/-9.11%，经营情况有待进一步改善。

- **公司剥离四家亏损子公司，有利于提高整体盈利能力：**2017 年 9 月 29 日公司发布公告，以 5698.06 万元的价格将子公司游客中心 100%股权、乡村旅游公司 100%股权、茶叶公司 100%股权和众创公司 47.5%股权转让给产业投资公司。2017 年 1-5 月上述四家子公司净利润合计亏损 708.62 万元，剥离非盈利板块有利于优化资源配置、提高资产使用效率，轻装上阵后公司业绩有望增厚。
- **大庸古城预计 2018 年 8 月投入运营，打造休闲度假游：**2017 年 1—8 月，永定区接待国内外游客 1879.1 万人次/+9.9%，实现旅游总收入 168 亿元/+13.9%。大庸古城的建成将填补永定区夜间娱乐的空白，同时建成后将提升原有业务（景区及客运车）的薄弱环节，成为公司的业绩增长点之一。辐射当地居民市场和游客市场，为公司注入新的盈利增长点，增强公司现有资源的联动作用。

盈利预测及投资建议

- 在暂不考虑大庸古城的业绩增厚情况下，目前测算 2017E/2018E/2019E 的业绩为 0.63/0.49/0.43 亿元，增长幅度为 3.35%/-21.81%/-12.54%。目前股价对应 PE 为 64/82/94 倍，EPS 为 0.16/0.12/0.11 元。维持增持评级。

风险提示

- 客流增长不及预期
- 大庸古城开业时间推迟
- 张家界市旅游资源整合低于预期

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	484	675	592	589	605	650
增长率		39.4%	-12.3%	-0.6%	2.7%	7.4%
主营业务成本	-301	-383	-358	-405	-409	-438
%销售收入	62.1%	56.8%	60.5%	68.8%	67.7%	67.4%
毛利	183	292	234	184	195	212
%销售收入	37.9%	43.2%	39.5%	31.2%	32.3%	32.6%
营业税金及附加	-18	-28	-13	-6	-6	-6
%销售收入	3.7%	4.1%	2.2%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-24	-31	-34	-35	-36	-39
%销售收入	5.0%	4.6%	5.8%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-47	-64	-77	-65	-67	-71
%销售收入	9.8%	9.5%	13.0%	11.0%	11.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	94	169	110	78	86	95
%销售收入	19.4%	25.0%	18.5%	13.2%	14.3%	14.6%
财务费用	-7	-8	-16	-20	-22	-38
%销售收入	1.5%	1.2%	2.7%	3.3%	3.6%	5.9%
资产减值损失	0	-4	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	-1	0	0	0
%税前利润	0.0%	1.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	87	158	92	58	65	56
营业利润率	17.9%	23.4%	15.6%	9.8%	10.7%	8.7%
营业外收支	-2	0	0	25	0	0
税前利润	84	158	92	83	65	56
利润率	17.4%	23.5%	15.6%	14.1%	10.7%	8.7%
所得税	-24	-44	-32	-21	-16	-14
所得税率	28.8%	27.8%	34.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	60	114	60	62	48	42
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	61	114	61	63	49	43
净利率	12.5%	17.0%	10.3%	10.7%	8.2%	6.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	60	114	60	62	48	42
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1	-1
非现金支出	37	53	71	112	122	139
非经营收益	8	7	12	-4	24	41
营运资金变动	2	34	-14	-248	5	31
经营活动现金净流	108	207	129	-78	199	253
资本开支	-122	-151	-580	-679	-506	-357
投资	0	-5	-21	0	0	0
其他	5	-2	111	0	0	0
投资活动现金净流	-117	-157	-490	-679	-506	-357
股权募资	7	0	4	1,178	0	0
债权募资	0	14	379	-390	351	164
其他	-10	-9	-19	-21	-24	-41
筹资活动现金净流	-3	4	363	767	327	123
现金净流量	-12	54	3	10	20	20

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	58	114	120	130	150	170
应收款项	11	15	20	20	21	22
存货	5	5	6	7	7	7
其他流动资产	4	4	12	8	8	9
流动资产	77	138	158	165	186	208
%总资产	11.2%	15.8%	7.7%	6.2%	6.1%	6.3%
长期投资	19	14	49	49	49	49
固定资产	484	603	741	1,382	1,812	2,072
%总资产	70.7%	69.1%	36.2%	52.3%	59.4%	63.0%
无形资产	94	104	1,085	1,037	992	950
非流动资产	608	735	1,887	2,480	2,864	3,081
%总资产	88.8%	84.2%	92.3%	93.8%	93.9%	93.7%
资产总计	685	873	2,044	2,645	3,050	3,290
短期借款	55	78	443	238	589	753
应付款项	34	65	692	434	439	469
其他流动负债	21	48	38	45	46	49
流动负债	111	191	1,173	717	1,074	1,271
长期贷款	71	61	75	0	0	0
其他长期负债	5	8	117	7	7	7
负债	186	260	1,365	724	1,081	1,278
普通股股东权益	493	607	670	1,912	1,962	2,005
少数股东权益	5	6	9	8	7	6
负债股东权益合计	685	873	2,044	2,645	3,050	3,290

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.189	0.357	0.191	0.156	0.122	0.107
每股净资产	1.538	1.891	2.088	4.382	4.496	4.595
每股经营现金净流	0.335	0.645	0.403	-0.178	0.455	0.581
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.26%	18.86%	9.13%	3.31%	2.52%	2.16%
总资产收益率	8.84%	13.11%	2.99%	2.39%	1.62%	1.31%
投入资本收益率	10.69%	16.18%	6.01%	2.70%	2.53%	2.57%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.26%	39.44%	-12.25%	-0.57%	2.68%	7.43%
EBIT 增长率	11.93%	80.02%	-35.01%	-29.18%	11.21%	9.69%
净利润增长率	15.91%	89.05%	-46.54%	3.35%	-21.81%	-12.54%
总资产增长率	13.60%	27.46%	134.21%	29.37%	15.32%	7.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.0	1.5	2.5	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	5.3	4.7	5.8	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	12.1	27.9	361.7	365.0	365.0	365.0
固定资产周转天数	352.3	304.8	386.5	414.5	542.2	622.6
偿债能力						
净负债/股东权益	13.68%	4.24%	58.65%	5.62%	22.30%	29.00%
EBIT 利息保障倍数	12.6	20.5	6.7	3.9	4.0	2.5
资产负债率	27.21%	29.78%	66.77%	27.37%	35.43%	38.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	11	13
增持	0	1	3	9	10
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	1	1
评分	0.00	1.50	1.50	1.64	1.60

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-03	买入	11.71	14.00~16.00
2	2016-08-23	买入	11.83	14.00~16.00
3	2016-10-28	增持	12.53	N/A
4	2017-04-24	增持	11.66	N/A
5	2017-05-02	增持	10.88	N/A
6	2017-08-22	增持	10.45	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH