

消费升级与娱乐研究中心

张家界(000430.SZ) 增持(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 8.76元

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	258.43
总市值(百万元)	3,546.20
年内股价最高最低(元)	12.46/7.50
沪深300指数	3886.92
深证成指	10852.95

**相关报告**

- 1.《张家界三季报点评-交通及分流影响明显，打造大庸古城促转型》，2017.10.30
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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

楼枫烨 分析师SAC执业编号: S1130517090005
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn
联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

卞丽娟
联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

内生业绩承压明显，发行可转债补充资金**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.191	0.166	0.092	0.115	0.137
每股净资产(元)	2.09	3.84	3.92	4.04	4.17
每股经营性现金流(元)	0.40	0.29	0.42	0.45	0.52
市盈率(倍)	64.06	51.38	95.29	76.48	63.83
行业优化市盈率(倍)	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00
净利润增长率(%)	-46.54%	10.15%	-44.75%	24.59%	19.81%
净资产收益率(%)	9.13%	4.34%	2.34%	2.84%	3.29%
总股本(百万股)	320.84	404.82	404.82	404.82	404.82

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩概述

- 2017年共实现接待购票游客人数为609.39万人/-14.80%，实现营业收入5.5亿元/-7.18%，归母净利润6,736.22万元/+10.15%。

经营分析

- 内生项目表现相对疲软，多个景区项目出现收入和利润的下滑：公司内生项目分为与景区门票挂钩的环保车及二次消费的旅行社、观光电车、宝峰湖、杨家界索道业务。其中 1) 环保车业务：购票人数为348.95万人次/-4.79%，营收及净利润分别为2亿元/-5.20%、0.62亿元/-18%；由于萨德事件影响下韩国游客下滑以及天门山的分流影响。2) 观光电车：购票人数为113.05万人/+2.33%；营收为0.49亿元/+13.00%。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。但需要注意的是当人均消费提升的过程中毛利率反而有所下降。3) 宝峰湖景区：购票人数为69.83万人/-18.44%；营收及净利润分别0.58亿元/-22.90%、0.17亿元/-60%；4) 杨家界索道：购票人数为63.17万人/-51.35%，收入及利润分别为0.41亿元/-47.37%、-2.7百万元/-116%。
- 外界环境影响较大，利润依靠拆迁补偿款和转让资产贡献：总体来看公司围绕武陵源核心景区开展的景区和交运项目均出现两位数的增速下滑，主要由于韩国萨德事件影响、武陵山大道及杨家界大道等道路封闭施工以及新增大额土地使用权摊销及借款利息费用。净利润主要依靠拆迁补偿款0.24亿元及剥离子公司实现投资收益0.42亿元，主业经营压力较大
- 大庸古城工程投入35.08%，预计2018年8月投入运营：截止2017年大庸古城在建工程约为3.5亿元，进入到主体建设阶段。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。公司对于大庸古城项目投资额进行了调整，预计项目投资额为22.1亿元，通过公开发行可转债募资6.21亿元投入到大庸古城项目中。

盈利调整及投资建议

- 18E-20E净利润为0.37/0.46/0.56亿元，增速为-45%/25%/20%。EPS分别为0.09/0.12/0.14元，PE分别为95/76/64倍，维持增持评级。

风险提示

- 武陵源核心景区及二次消费项目的客流增长不及预期；
- 大庸古城开业时间推迟以及开业情况不及预期；
- 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）						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	675	592	550	614	660	715
增长率	-12.3%	-7.2%	11.7%	7.5%	8.4%	
主营业务成本	-383	-358	-379	-415	-439	-466
%销售收入	56.8%	60.5%	69.0%	67.6%	66.5%	65.2%
毛利	292	234	171	199	221	249
%销售收入	43.2%	39.5%	31.0%	32.4%	33.5%	34.8%
营业税金及附加	-28	-13	-9	-10	-10	-11
%销售收入	4.1%	2.2%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
营业费用	-31	-34	-32	-35	-38	-41
%销售收入	4.6%	5.8%	5.8%	5.7%	5.7%	5.7%
管理费用	-64	-77	-98	-111	-119	-129
%销售收入	9.5%	13.0%	17.9%	18.0%	18.0%	18.0%
息税前利润(EBIT)	169	110	32	44	55	68
%销售收入	25.0%	18.5%	5.8%	7.2%	8.3%	9.6%
财务费用	-8	-16	-18	-1	-1	-3
%销售收入	1.2%	2.7%	3.2%	0.2%	0.1%	0.5%
资产减值损失	-4	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	-1	76	0	0	0
%税前利润	1.0%	n.a	96.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	158	92	88	43	54	65
营业利润率	23.4%	15.6%	16.1%	7.0%	8.2%	9.1%
营业外收支	0	0	-10	0	0	0
税前利润	158	92	79	43	54	65
利润率	23.5%	15.6%	14.3%	7.0%	8.2%	9.1%
所得税	-44	-32	-13	-7	-9	-10
所得税率	27.8%	34.4%	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	114	60	66	36	45	55
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	114	61	67	37	46	56
净利率	17.0%	10.3%	12.3%	6.1%	7.0%	7.8%

资产负债表（人民币百万元）						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	114	120	184	266	210	220
应收款项	15	20	26	29	32	34
存货	5	6	6	7	7	8
其他流动资产	4	12	33	3	3	3
流动资产	138	158	248	305	252	265
%总资产	15.8%	7.7%	10.6%	10.5%	8.1%	8.4%
长期投资	14	49	47	47	47	47
固定资产	603	741	975	1,503	1,759	1,805
%总资产	69.1%	36.2%	41.7%	51.6%	56.6%	57.2%
无形资产	104	1,085	1,044	1,034	1,025	1,017
非流动资产	735	1,887	2,088	2,607	2,855	2,893
%总资产	84.2%	92.3%	89.4%	89.5%	91.9%	91.6%
资产总计	873	2,044	2,336	2,912	3,106	3,158
短期借款	78	443	131	30	141	95
应付款项	65	692	423	439	464	494
其他流动负债	48	38	40	42	45	48
流动负债	191	1,173	594	511	650	637
长期贷款	61	75	13	13	13	13
其他长期负债	8	117	168	793	803	813
负债	260	1,365	775	1,318	1,466	1,463
普通股股东权益	607	670	1,553	1,588	1,634	1,690
少数股东权益	6	9	8	7	6	5
负债股东权益合计	873	2,044	2,336	2,912	3,106	3,158

现金流量表（人民币百万元）						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	114	60	66	36	45	55
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1	-1
非现金支出	53	71	93	88	109	119
非经营收益	7	12	-59	4	5	7
营运资金变动	34	-14	16	42	25	29
经营活动现金净流	207	129	116	170	184	210
资本开支	-151	-580	-626	-607	-356	-157
投资	-5	-21	62	0	0	0
其他	-2	111	51	0	0	0
投资活动现金净流	-157	-490	-513	-607	-356	-157
股权募资	0	4	842	0	0	0
债权募资	14	379	-374	526	121	-36
其他	-9	-19	-14	-7	-5	-7
筹资活动现金净流	4	363	455	519	116	-43
现金净流量	54	3	58	83	-56	10

比率分析						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.357	0.191	0.166	0.092	0.115	0.137
每股净资产	1.891	2.088	3.837	3.922	4.037	4.174
每股经营现金净流	0.645	0.403	0.288	0.420	0.455	0.518
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	18.86%	9.13%	4.34%	2.34%	2.84%	3.29%
总资产收益率	13.11%	2.99%	2.88%	1.28%	1.49%	1.76%
投入资本收益率	16.18%	6.01%	1.56%	1.64%	1.91%	2.37%
增长率						
主营业务收入增长率	39.44%	-12.25%	-7.18%	11.70%	7.47%	8.35%
EBIT增长率	80.02%	-35.01%	-71.09%	39.04%	24.80%	24.39%
净利润增长率	89.05%	-46.54%	10.15%	-44.75%	24.59%	19.81%
总资产增长率	27.46%	134.21%	14.29%	24.67%	6.66%	1.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.5	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	4.7	5.8	6.0	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	27.9	361.7	512.9	365.0	365.0	365.0
固定资产周转天数	304.8	386.5	403.1	496.4	575.9	529.5
偿债能力						
净负债/股东权益	4.24%	58.65%	-2.53%	24.96%	34.45%	30.05%
EBIT利息保障倍数	20.5	6.7	1.8	46.3	55.7	19.7
资产负债率	29.78%	66.77%	33.17%	45.24%	47.20%	46.33%

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
0	0	1	4	13	
0	1	1	1	5	
0	0	0	0	1	
0	0	0	0	0	
0.00	2.00	1.50	1.20	1.37	

来源：朝阳永续

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
7	2017-10-30	增持	9.69	N/A

来源：国金证券研究所

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



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的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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