

萨德事件影响持续，Q1 游客减少业绩承压 增持（维持）

2018 年 04 月 24 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	550	560	605	658
同比（%）	-7.2%	2.0%	7.9%	8.7%
净利润（百万元）	67	50	55	64
同比（%）	10.1%	-26.5%	10.2%	17.4%
每股收益（元/股）	0.17	0.12	0.13	0.16
P/E（倍）	46.21	62.84	57.02	48.58

事件：公司发布 18 年一季度报告，营业收入 5,656.48 万元，同比下降 18.24%；实现归属于上市公司股东的净利润-1,488.26 万元，同比减少 2,546.21 万元。

投资要点

- **经营波动叠加非经常性损益影响，一季度业绩承压。**18 年一季度营收 0.57 亿元（同比下降-18.24%），归属净利-0.15 亿元（同比减少 0.25 亿），扣非净利-0.16 亿元（亏损同比增加 0.078 亿）。业绩同比下降较明显主要由于：1）萨德事件导致韩国市场萎缩影响持续；2）17 年一季度确认了 317.9 万投资收益（主要为农商行分红）；3）17 年一季度非经常性损益较大（张国际酒店 2,418.16 万元的拆迁补偿款等）。
- **萨德阴影影响持续，游客减少带动各业务收入下滑。**除酒店业务营收微增外，各业务受游客数量减少影响，营收同比下降显著。18Q1 环保客运营收同比下降 21.69%，购票人数同比下降 15.07%；宝峰湖营收同比下降 25.34%，购票人数同比下降 23.89%；杨家界索道营收同比下降 9.76%，购票人数同比下降 24.69%；十里画廊营收同比下降 22.44%，购票人数同比下降 13.64%。
- **期间费用率较为稳定，持续加强费用控制。**2018 年一季度公司重视成本管控工作，各项费用控制较好，销售费用率 4.4%（同比-0.7pct），管理费用率 30.5%（同比+3.0pct），财务费用率 1.6%（同比-6.0pct）。18 年全年公司有望进一步实现开源节流。
- **拟发行可转债，助力大庸古城建设。**2018 年 3 月 30 日，公司董事会审议通过发行可转债议案，拟发行可转债募集资金总额不超过 6.21 亿元，募集资金将继续投向大庸古城（南门口特色街区）项目，该事项尚须提交 2017 年股东大会审议。
- **大庸古城开业叠加交通略微改善，18 年业绩有望趋稳。**2018 年大庸古城建设超预期，有望于 18 年 10 月开业迎客；武陵山大道和杨家界大道有望于 18 年 10 月开通；公司景区景点计划接待游客 648.42 万人，同比增长 6.40%；计划完成营业收入 5.42 亿元，同比下降 1.42%。
- **盈利预测与投资评级：**预计 18-20 年归属净利分别为 0.50（-26.5%）、0.55（+10.2%）、0.64（+17.4%）亿元；EPS 分别为 0.12、0.13、0.16 元，对应 PE 分别为 63、57、49 倍。
- **风险提示：**地缘政治和宏观经济波动影响。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.69
一年最低/最高价	7.42/11.65
市净率(倍)	2.02
流通 A 股市值(百万元)	1987

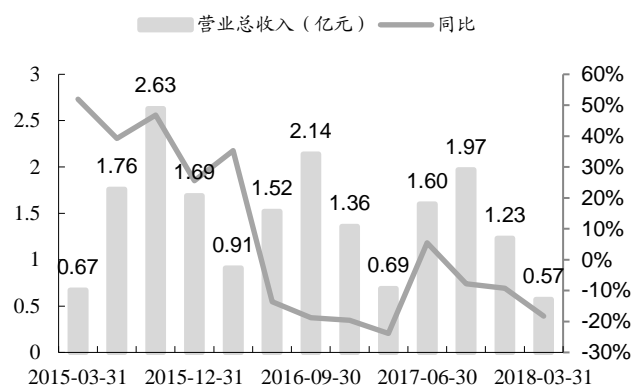
基础数据

每股净资产(元)	3.80
资产负债率(%)	33.49
总股本(百万股)	404.82
流通 A 股(百万股)	258.43

相关研究

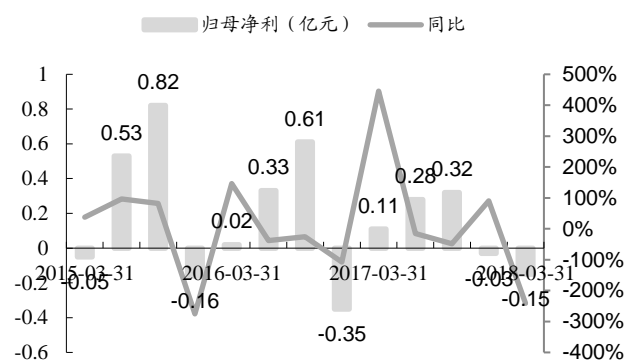
- 1、《张家界：交通管制+韩国客源下滑+大庸古城费用增加，扣非净利下滑 60%》2017-08-22
- 2、《张家界：资源整合和激励改善预期增强，2018 年迎来拐点》2017-06-04
- 3、《张家界：2016 年净利同比减 47%，大庸古城建设增加短期业绩压力》2017-04-24

图 1: 公司营业收入及增速



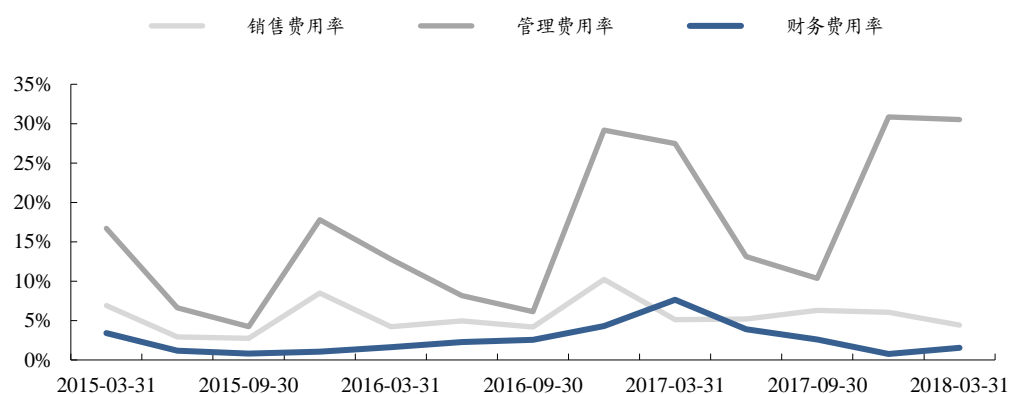
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 2: 公司利润及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 3: 公司期间费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

张家界三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	248	161	66	57	营业收入	550	560	605	658
现金	184	112	0	0	减:营业成本	379	370	394	423
应收账款	4	4	5	4	营业税金及附加	9	7	7	8
存货	6	6	7	7	营业费用	32	32	35	38
其他流动资产	55	40	54	45	管理费用	98	96	104	113
非流动资产	2088	2191	2361	2569	财务费用	18	17	18	19
长期股权投资	0	-0	-1	-1	资产减值损失	1	1	1	1
固定资产	607	683	743	777	加:投资净收益	45	13	13	13
在建工程	368	247	172	125	其他收益	0	10	8	8
无形资产	1022	1176	1361	1584	营业利润	88	60	66	77
其他非流动资产	91	86	86	83	加:营业外净收支	-10	-3	-3	-3
资产总计	2336	2353	2427	2625	利润总额	79	57	63	74
流动负债	594	580	596	734	减:所得税费用	13	9	9	11
短期借款	104	0	25	90	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
应付账款	400	512	502	571	归属母公司净利润	67	50	55	64
其他流动负债	90	68	69	73	EBIT	83	59	64	77
非流动负债	181	163	168	165	EBITDA	181	155	177	209
长期借款	13	12	11	10					
					重要财务与估值指				
其他非流动负债	168	151	157	155	标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	775	743	764	899	每股收益(元)	0.17	0.12	0.13	0.16
少数股东权益	8	7	6	5	每股净资产(元)	3.84	3.96	4.09	4.25
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	1553	1603	1657	1721	股)	405	405	405	405
负债和股东权益	2336	2353	2427	2625	ROIC(%)	3.8%	2.9%	2.9%	3.3%
					ROE(%)	4.2%	3.0%	3.2%	3.6%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	31.0%	34.0%	34.8%	35.7%
经营活动现金流	122	272	137	274	销售净利率(%)	12.3%	8.8%	9.0%	9.7%
投资活动现金流	-513	-180	-261	-319	资产负债率(%)	33.2%	31.6%	31.5%	34.2%
筹资活动现金流	455	-163	-13	-21	收入增长率(%)	-7.2%	2.0%	7.9%	8.7%
现金净增加额	64	-72	-137	-66	净利润增长率(%)	10.1%	-26.5%	10.2%	17.4%
折旧和摊销	98	96	114	132	P/E	46.21	62.84	57.02	48.58
资本开支	651	124	163	210	P/B	2.00	1.94	1.88	1.81
营运资本变动	16	130	-26	81	EV/EBITDA	17.94	20.50	18.71	16.18

数据来源: wind, 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%；

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>

