

客运票价拖累盈利，Q2 客流略有改善

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2018 年半年度报告, 2018H1 实现营收 1.9 亿元, 同比下滑 16.9%, 实现归母净利润 2013.8 万元, 同比下滑 47.9%, 扣非净利润 1433.3 万元, 同比微增 1.7%; 其中 Q2 实现营收 1.3 亿元, 同比下滑 16.3%, 归母净利润 3502.1 万元, 同比增长 24.8%。
- **环保客运客单价承压, 核心景区客流量受交通限制影响较大。** 1) 客单价方面, 受政策及促销活动等影响, 环保客运车优惠票价格自 2017 年 11 月 1 日起旺季优惠票由 60 元/人调整为 30 元/人 (-50%)、淡季优惠票由 26.75 元/人调整为 21.75 元/人 (-18.7%), 影响环保客运营业收入减少 875.05 万元 (YoY-16.9%); 2) 客流量方面, 公司 2018H1 各景区景点公司实现购票人数 253.52 万人 (YoY-8.55%), 其中环保客运/十里画廊/宝峰湖/张家界索道购票人数分别同比变动 -9%/+6.2%/-4.6%/-25.2%, 其中 Q2 购票人数变动比例分别为 -5.8%/16.7%/4.2%/-25.6%, 除张家界索道外客流量均实现改善, 对应营收分别同比变动 -17%/-8.2%/-8.6%/-20%, 张家界索道主要受武陵山大道建设和武陵源区百丈峡路段、市内至森林公园路段实行交通管制的影响, 使其相对于核心景区处于孤立和封闭状态, 前往张家界索道人数减少。此外 H1 客流同比下滑拖累张家界国际酒店、张家界中旅业务营收同比下滑 9.3%/20.2%。
- **费用管控加强, 内生盈利能力受环保客运拖累。** 报告期内公司通过控制广告宣传费用实现销售费用率同比下降 1.6pp 至 3.6%, 同时严控各项管理费用列支及纳入合并报表范围的子公司变化导致职工薪酬减少实现管理费用率与去年同期基本持平, 略有 0.2pp 增幅, 此外由于本报告期庸古城项目借款利息费用可予以资本化, 公司财务费用率同比大幅降低 4.4pp 至 0.7%, 整体期间费用率改善 5.8pp。成本控制旅行社、宝峰湖及十里画廊毛利率分别提升 4.8pp/2.6pp/10.3pp, 但环保客运受票价影响较大毛利率下滑 6.4pp, 导致公司整体毛利率下滑 3.6pp 至 33.5%, 随着客运价格稳定及各业务游客接待量的改善, 公司整体毛利率仍存提升空间。
- **大庸古城投资加码稳步推进, 打造人文旅游亮点。** 公司于 2017 年成功募集资金 8.4 亿元用于大庸古城项目, 为进一步完善项目建设, 公司将总投资额由 18.83 亿元调整至 22.1 亿元, 拟发行不超过 6.2 亿元可转债加码大庸古城建设, 充分显现了公司发展项目的信心和决心, 大庸古城预计 2018 年十一黄金周开业迎客, 大庸古城作为区别于自然景区的人文休闲景区资源, 参考乌镇、古水北镇等景区成长性, 未来有望成为公司全新利润增长点。
- **武陵山大道预计十一通车, 期待交通改善带动客流回暖。** 张桑高速已于 2017 年 12 月 31 日正式通车, 武陵山大道预计在 2018 年十一黄金周正式通车, 2019-2021 年黔张常快铁和张吉怀高铁等也将陆续建成通车, 景区周边交通网络逐步完善优化, 一方面有望催化景区客流量增长, 另一方面有利于公司整合旗下丰富旅游资源, 形成协同发展, 期待交通改善下客流回暖带动公司业绩改善。
- **盈利预测与评级。** 考虑到公司环保客运票价影响、大庸古城项目稳步推进或开启全新业绩引擎, 以及未来交通改善有望提供业绩回暖动力, 我们对盈利预测进行调整, 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.11 元、0.14 元、0.18 元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 大庸古城项目建设及运营或不及预期, 交通网络改善或不及预期。

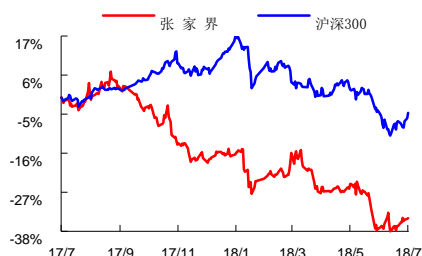
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	549.65	586.37	626.42	672.42
增长率	-7.18%	6.68%	6.83%	7.34%
归属母公司净利润 (百万元)	67.36	43.12	57.05	73.55
增长率	10.15%	-35.99%	32.32%	28.93%
每股收益 EPS (元)	0.17	0.11	0.14	0.18
净资产收益率 ROE	4.23%	2.67%	3.43%	4.26%
PE	41	64	48	37
PB	1.77	1.74	1.69	1.63

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517070001
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.05
流通 A 股(亿股)	3.32
52 周内股价区间(元)	6.41-11.03
总市值(亿元)	27.49
总资产(亿元)	25.33
每股净资产(元)	3.89

相关研究

1. 张家界 (000430): 核心业务增长承压, 大庸古城持续加码 (2018-04-04)

关键假设：

假设 1：2018 年下半年客流有望继续改善。

假设 2：大庸古城按计划于 2018 年十一黄金周顺利开业接客，保守预测 2018-2020 分别贡献收入 3000 万、5000 万、9000 万营收，同时毛利率逐年提升。

假设 3：预计武陵山大道 2018 年十一通车，杨家界索道业务有所改善；

假设 4：公司成本管控能力提升，2018 年旅行社、宝峰湖及十里画廊毛利率有所提升。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
旅行社	收入	202.4	208.5	212.6	214.8
	增速	0.0%	3.0%	2.0%	1.0%
	毛利率	6.5%	6.5%	6.0%	5.5%
环保客运	收入	200.6	196.6	202.5	204.5
	增速	-5.2%	-2.0%	3.0%	1.0%
	毛利率	50.2%	45.0%	45.0%	45.0%
宝峰湖	收入	58.5	66.7	74.7	79.2
	增速	-22.9%	14.0%	12.0%	6.0%
	毛利率	43.4%	50.0%	49.0%	48.0%
十里画廊观光电梯	收入	48.7	53.5	58.3	63.0
	增速	13.0%	10.0%	9.0%	8.0%
	毛利率	51.5%	58.0%	58.0%	58.0%
杨家界索道	收入	40.7	44.8	51.5	56.7
	增速	-47.4%	10.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	27.1%	15.0%	20.0%	22.0%
张国际酒店	收入	17.2	17.5	18.0	18.7
	增速	-4.5%	2.0%	3.0%	4.0%
	毛利率		2.0%	3.0%	3.0%
大庸古城	收入		30.0	50.0	90.0
	增速			66.7%	80.0%
	毛利率	-	10.0%	20.0%	30.0%
其他	收入	3.3	3.6	4.0	4.4
	增速	45.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-	10.0%	10.0%	10.0%
内部抵消	收入	-26.8	-34.8	-45.2	-58.8
	增速	35.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	-	-	-	-
合计	收入	549.6	586.4	626.4	672.4
	增速	-7.2%	6.7%	6.8%	7.3%
	毛利率	31.0%	30.2%	31.2%	32.8%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	549.65	586.37	626.42	672.42	净利润	66.02	42.26	55.92	72.09
营业成本	379.11	409.55	430.88	453.58	折旧与摊销	97.86	102.58	116.10	126.24
营业税金及附加	8.63	10.50	10.76	11.71	财务费用	17.56	0.39	0.42	0.45
销售费用	31.73	22.28	21.92	21.52	资产减值损失	1.44	1.00	0.00	0.00
管理费用	98.49	87.96	90.83	94.14	经营营运资本变动	-291.69	83.21	57.48	0.12
财务费用	17.56	0.39	0.42	0.45	其他	231.14	-1.29	1.71	-0.81
资产减值损失	1.44	1.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	122.33	228.15	231.62	198.08
投资收益	45.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1205.40	-300.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	692.48	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-512.92	-300.00	-200.00	-100.00
营业利润	88.39	54.70	71.62	91.03	短期借款	-285.70	-5.54	-18.58	-79.68
其他非经营损益	-9.86	-4.98	-5.83	-6.22	长期借款	-62.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	78.53	49.72	65.78	84.81	股权融资	839.38	0.00	0.00	0.00
所得税	12.50	7.46	9.87	12.72	支付股利	-26.95	-13.47	-8.62	-11.41
净利润	66.02	42.26	55.92	72.09	其他	-10.14	-34.01	-0.42	-0.45
少数股东损益	-1.34	-0.86	-1.13	-1.46	筹资活动现金流净额	454.59	-53.02	-27.62	-91.54
归属母公司股东净利润	67.36	43.12	57.05	73.55	现金流量净额	64.00	-124.87	4.01	6.54
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	183.50	58.64	62.64	69.18	成长能力				
应收和预付款项	28.55	26.98	29.59	32.04	销售收入增长率	-7.18%	6.68%	6.83%	7.34%
存货	6.06	6.88	5.53	6.74	营业利润增长率	-4.38%	-38.11%	30.93%	27.11%
其他流动资产	30.31	32.34	34.54	37.08	净利润增长率	9.24%	-35.99%	32.32%	28.93%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.65%	-22.64%	19.33%	15.72%
投资性房地产	19.28	19.28	19.28	19.28	获利能力				
固定资产和在建工程	975.01	1226.23	1363.93	1391.49	毛利率	31.03%	30.16%	31.22%	32.55%
无形资产和开发支出	1022.15	970.56	918.96	867.36	三费率	26.89%	18.87%	18.07%	17.27%
其他非流动资产	71.34	69.14	66.94	64.74	净利率	12.01%	7.21%	8.93%	10.72%
资产总计	2336.21	2410.05	2501.43	2487.93	ROE	4.23%	2.67%	3.43%	4.26%
短期借款	103.80	98.26	79.68	0.00	ROA	2.83%	1.75%	2.24%	2.90%
应付和预收款项	440.95	523.39	584.83	589.02	ROIC	6.89%	2.99%	3.72%	4.71%
长期借款	13.20	13.20	13.20	13.20	EBITDA/销售收入	37.08%	26.89%	30.03%	32.38%
其他负债	217.04	191.80	193.03	194.34	营运能力				
负债合计	774.99	826.66	870.75	796.57	总资产周转率	0.25	0.25	0.26	0.27
股本	404.82	404.82	404.82	404.82	固定资产周转率	0.89	0.78	0.63	0.58
资本公积	852.54	852.54	852.54	852.54	应收账款周转率	141.89	141.83	144.87	144.21
留存收益	289.10	318.75	367.17	429.31	存货周转率	58.10	59.39	58.64	58.65
归属母公司股东权益	1553.08	1576.11	1624.53	1686.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.08%	—	—	—
少数股东权益	8.14	7.28	6.15	4.69	资本结构				
股东权益合计	1561.22	1583.39	1630.68	1691.36	资产负债率	33.17%	34.30%	34.81%	32.02%
负债和股东权益合计	2336.21	2410.05	2501.43	2487.93	带息债务/总负债	15.10%	13.48%	10.67%	1.66%
					流动比率	0.42	0.19	0.19	0.24
					速动比率	0.41	0.18	0.18	0.22
					股利支付率	40.01%	31.25%	15.12%	15.51%
					每股指标				
					每股收益	0.17	0.11	0.14	0.18
					每股净资产	3.84	3.89	4.01	4.17
					每股经营现金	0.30	0.56	0.57	0.49
					每股股利	0.07	0.03	0.02	0.03
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	203.81	157.66	188.13	217.71					
PE	40.80	63.75	48.18	37.37					
PB	1.77	1.74	1.69	1.63					
PS	5.00	4.69	4.39	4.09					
EV/EBITDA	12.77	17.09	14.20	11.88					
股息率	0.98%	0.49%	0.31%	0.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn