

Q3 客流回暖，控费得当业绩改善

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2018 年三季度报, 前三季度实现营收 3.7 亿元, 同比下滑 14.2%, 实现归母净利润 5477 万元, 同比下滑 22.5%, 扣非净利润 4981.2 万元, 同比微增 8.9%; 其中 Q3 实现营收 1.8 亿元, 同比下滑 11%, 归母净利润 3463.1 万元, 同比增长 8.3%。
- **旺季客流量有所改善, 门票降价压制业绩。** 1) 客流量方面, 公司 2018 前三季度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/杨家界索道购票人数分别为 272.8 万/99.7 万/60.9 万/42.7 万, 同比变动-3.8%/+10.6%/+12.7%/-15.5%, 客流量相较 Q2 回暖明显, 杨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, 导致前往杨家界索道人数延续下滑。2) 旺季客流回暖推动各项业务业绩相较上半年有所改善, 旅行社业务/环保客运/宝峰湖景区/十里画廊景区/杨家界索道分别实现营收 1 亿元 (YOY-26.8%) /1.4 亿元 (-14.3%) /5226.9 万元 (YOY+14.7%) /3866.3 万元 (YOY-1.8%) /2817.4 万元 (YOY-12.7%), 营收表现较上半年有明显改善。
- **费用管控加强, 内生盈利能力受环保客运拖累。** 景区环保客运票价继 2017 年 11 月下调后, 根据省发改委最新门票降价政策 2018 年 9 月 22 日起再次下调, 中长期将继续对公司原有业务业绩形成一定压制。门票降价导致整体毛利率水平下滑约 1.3pp 至 37.4%, 对整体业绩表现形成拖累。而报告期内公司经营管理效率进一步提升, 销售/管理/财务费用率分别降至 3.7% (YOY-2pp) /13.8% (YOY-0.4pp) /0.9% (YOY-3pp), 整体期间费用率显著改善 5.4pp。随着未来票价趋向稳定及经营继续改善, 预计盈利能力仍具备提升空间。
- **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, 6.2 亿元可转债发行正处于加码大庸古城建设, 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, 未来有望为公司开启全新利润增长引擎。
- **交通利好有待释放, 客流增长可期。** 武陵山大道已 2018 年十一黄金周正式通车——南起中心城区子午西路与大庸西路交叉口, 沿张清公路往北, 终点与武陵源区高云路相接, 有效拉动十一黄金周期间武陵源核心景区一次进山人数 17 万人 (YOY+11.5%); 此外 2019-2021 年黔张常高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, 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。

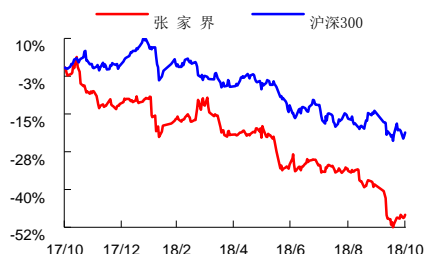
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	549.65	586.37	626.42	672.42
增长率	-7.18%	6.68%	6.83%	7.34%
归属母公司净利润 (百万元)	67.36	43.12	57.05	73.55
增长率	10.15%	-35.99%	32.32%	28.93%
每股收益 EPS (元)	0.17	0.11	0.14	0.18
净资产收益率 ROE	4.23%	2.67%	3.43%	4.26%
PE	30	47	36	28
PB	1.31	1.29	1.25	1.21

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
 电话: 010-57758600
 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)	4.63-10.05
总市值(亿元)	20.36
总资产(亿元)	24.83
每股净资产(元)	3.98

相关研究

1. 张家界 (000430): 客运票价拖累盈利, Q2 客流略有改善 (2018-07-25)
2. 张家界 (000430): 核心业务增长承压, 大庸古城持续加码 (2018-04-04)

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	30.23	47.23	35.69	27.68					
PB	1.31	1.29	1.25	1.21					
PS	3.70	3.47	3.25	3.03					
EV/EBITDA	9.27	12.57	10.41	8.60					
股息率	1.32%	0.66%	0.42%	0.56%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn