

张家界 (000430)

18年游客趋稳、控费得当，大庸古城计划年内开业

增持 (维持)

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	468	541	631	723
同比 (%)	-14.8%	15.5%	16.7%	14.6%
净利润 (百万元)	26	31	39	48
同比 (%)	-60.8%	16.3%	25.8%	23.3%
每股收益 (元/股)	0.07	0.08	0.10	0.12
P/E (倍)	94.29	81.04	64.42	52.26

事件：公司发布18年年度报告，18年营收4.68亿元，同比下降14.78%；归属净利2,640.39万元，同比下降60.80%；扣非净利2,117.93万元，同比增加4142.02%。

投资要点

- 门票降价与旅行社业务拖累收入增长，扣非净利受益于管理提效与处置子公司减亏。**18年营收4.68亿元(-14.78%)，归属净利2,640.39万元(-60.80%)，扣非净利2,117.93万元(+4142.02%)。收入减少主要因为环保客运价格下调以及旅行社落地散拼业务关闭；非经常性损益同比17年大幅减少，主要由于17年包括处置游客中心等公司股权所得投资收益4,266.98万元、张国际酒店的土地使用权回收补偿款减少2,292.24万元；扣非净利增长主要由于17年低基数基础上公司管理提效以及17年处理亏损业务后减亏约1,333万元；票价调整及优惠票对净利润的影响约2,137.49万元。
- 四季度全面受降价影响。**18Q4营收1.02亿元(-16.97%)，归属净利亏损0.28亿元(17Q4亏损0.03亿)，扣非净利亏损0.29亿元(17Q4亏损0.45亿)，Q4相对为淡季，并且完整受18年9月22日开始实施的降价影响，扣非增长预计与减亏以及利润率提升有关。
- 全年游客平稳，预计19年有较显著恢复。**萨德影响趋弱，游客平稳，全年接待购票游客596.49万人(+0.25%)。其中宝峰湖/十里画廊观光电车购票人次分别同增12.72%/8.29%，环保客运公司/索道购票人次分别同降3.85%和11.7%，公司景区景点计划2019年接待游客715.75万人，同增19.99%，恢复显著。
- 除旅游客运业务受降价影响外，各业务毛利率有所提升。**1)全年旅游客运业务营收1.70亿元，(-15.15%)，毛利率40.40%(-9.82pct)，降价导致单游客收入同比下降11.75%至50.73元，预计该影响将在19年持续。2)旅游服务业务营收1.55亿元，同比上涨4.13%，毛利率46.47%(+5.23pct)3)旅行社服务业务营收1.41亿元(-30.28%)，主要受落地散拼业务关闭影响，毛利率9.24%(+3.06pct)。

2019年03月19日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.15
一年最低/最高价	4.51/9.04
市净率(倍)	1.58
流通A股市值(百万元)	2040

基础数据

每股净资产(元)	3.90
资产负债率(%)	36.45
总股本(百万股)	404.82
流通A股(百万股)	331.74

相关研究

1、《张家界：萨德事件影响持续，Q1游客减少业绩承压
-20180424》 2018-04-24

- **持续加强费用控制，提质增效。**公司从粗放型向精细化管理转变，控费效果良好，18年销售费用率4.84%(-0.93pct)，管理费用率17.16%(-0.76pct)，财务费用率0.89%(-2.31pct)，未来有望进一步开源节流。
- **大庸古城有望于年底投入使用，交通改善助力，19年计划营收稳增长。**大庸古城投资金额较大、建设业态较为丰富，各方面按高标准实施筹备，实际进度慢于原计划进度；至19年3月，主体建设已基本完成、设备已预定生产到位、核心服务项目大型民俗演艺《遇见大庸》和飞行影院已基本完成，**有望于19年10月投入使用**，吸引客流同时部分贡献业绩。杨家界大道于19年春节开通，连通张家界城区、张桑高速公路与武陵源核心景区，张家界市至武陵源核心景区的车程缩短至40分钟，助力19年客流增长。**公司计划19年完成营业收入5.40亿元，同比增长15.29%。**
- **盈利预测：**预计19-21年归属净利分别为0.31(+16.3%)、0.39(+25.8%)、0.48(+23.3%)亿元；EPS分别为0.08、0.10、0.12元，对应PE分别为81、64、52倍。
- **风险提示：**项目进度低于预期、客流增长不及预期、门票降价等风险。

表1：环保客运价格（含手续费及基础设施建设费）调整

项目		调整前	调整后
旺季	普通票价	65元/人	59.69元/人
	优惠票价	33元/人	29.98元/人
淡季	普通票价	46元/人	30.51元/人
	优惠票价	23元/人	15.39元/人

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：2018年度主要景区景点具体情况（万人、万元）

公司	指标	2018年	2017年	同比增减(%)
环保客运	购票人数	335.51	348.95	-3.85%
	营业收入	1,7020.13	20,058.29	-15.15%
宝峰湖	购票人数	78.71	69.83	12.72%
	营业收入	6,748.5	5,849.71	15.36%
十里画廊观光电车	购票人数	122.42	113.05	8.29%
	营业收入	5,011.53	4,865.22	3.01%
杨家界索道	购票人数	55.78	63.17	-11.7%
	营业收入	3,531.45	4,073.28	-13.3%
张家界国际大酒店	营业收入	1,608.57	1,716.28	-6.28%
张家界中旅	营业收入	14,110.52	19,676.37	-28.27%

数据来源：公司公告，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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	201	696	280	743	营业收入	468	541	631	723
现金	119	603	209	635	减:营业成本	321	370	428	487
应收账款	1	6	2	7	营业税金及附加	8	9	11	12
存货	5	7	7	9	营业费用	23	26	31	34
其他流动资产	77	80	63	92	管理费用	80	93	108	123
非流动资产	2295	2313	2303	2277	财务费用	4	4	5	6
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	2	2	2	2
固定资产	585	816	973	1069	加:投资净收益	3	4	4	4
在建工程	618	440	301	207	其他收益	0	5	5	5
无形资产	995	968	942	915	营业利润	39	45	56	68
其他非流动资产	97	89	88	86	加:营业外净收支	-4	-3	-3	-3
资产总计	2496	3009	2583	3020	利润总额	35	42	53	65
流动负债	300	892	501	973	减:所得税费用	10	12	15	18
短期借款	74	137	110	113	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
应付账款	154	598	259	696	归属母公司净利润	26	31	39	48
其他流动负债	72	158	131	164	EBIT	57	54	64	73
非流动负债	610	501	428	347	EBITDA	148	149	182	212
长期借款	393	317	236	153					
其他非流动负债	217	184	192	194					
负债合计	910	1393	929	1319					
少数股东权益	7	6	5	4					
归属母公司股东权益	1579	1610	1649	1696					
负债和股东权益	2496	3009	2583	3020					
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	148	587	-192	614	毛利率(%)	31.5%	31.6%	32.3%	32.6%
投资活动现金流	-540	-110	-98	-103	销售净利率(%)	5.6%	5.7%	6.1%	6.6%
筹资活动现金流	328	8	-104	-84	资产负债率(%)	36.5%	46.3%	36.0%	43.7%
现金净增加额	-65	484	-394	426	收入增长率(%)	-14.8%	15.5%	16.7%	14.6%
折旧和摊销	90	94	118	139	净利润增长率(%)	-60.8%	16.3%	25.8%	23.3%
资本开支	545	57	-19	-28	P/E	94.29	81.04	64.42	52.26
营运资本变动	39	460	-343	432	P/B	1.58	1.55	1.51	1.47
					EV/EBITDA	20.84	17.54	15.93	11.31

数据来源：贝格，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，并注明出自为东吴证券研究所，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>