

2019年04月27日

交通改善提升客流，大庸古城有望带来新增量

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)	96.59	83.02	65.99	53.54

事件：公司发布 2019 年一季报，19Q1 实现营收 5427 万元 (-4.06%)，归母净利亏损 829 万元 (上年同期亏损 1488 万元)，扣非净利亏损 1231 万元 (上年同期亏损 1557 万)。

投资要点

- **门票降价影响持续束缚收入增长，归母净利受益于非常性损益。**19Q1 实现营收 5427 万 (-4.06%)，主要受累于环保客运、酒店及旅行社板块的收入缩减。归母净利亏损 829 万 (上年同期亏损 1488 万元)，大幅减亏，非常性损益同增 486.94%，主要包括投资收益 315 万；扣非净利亏损 1231 万 (上年同期亏损 1557 万)。
- **交通改善提升景区客流，门票降价导致营收仍然承压。**受益于武陵山大道 (2018 年 12 月 28 日) 和杨家界大道 (2019 年春节前) 的贯通，客流出现显著增长，其中环保客运购票人数 50.48 万人 (+7.52%)，门票降价及优惠票政策导致客单价下降 30.14%，Q1 实现营收 1776.52 万元 (-24.89%)。宝峰湖、十里画廊观光电车、杨家界索道购票人数分别增长 19.35%、25.05%、74.35%，营收分别增长 25.09%、25.56%、42.94%，表现亮眼。此外，酒店及旅行社业务发展乏力，张家界国际大酒店实现营收 312.63 万元 (-13.89%)，张家界中旅实现营收 1061.46 万元 (-10.68%)。
- **平稳控费，投资收益增厚业绩。**19 Q1 毛利率 10.10% (+1.66pct)，盈利能力有所增强。期间费用率 36.47% (-0.03%)，稳中有降，其中销售费用率 5.24% (+0.83pct)，管理费用率 29.30% (-1.24pct)，财务费用率 1.94% (+0.38pct)。此外 Q1 实现投资收益 315 万元，增厚归母净利。
- **大庸古城有望于年底推出。**至 19 年 3 月，大庸古城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**。
- **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 83、66、54 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。

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

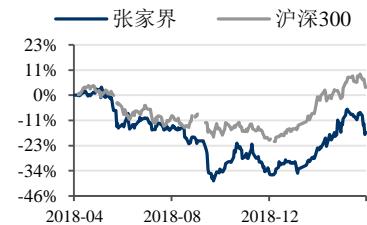
021-60199793

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)	6.30
一年最低/最高价	4.51/8.23
市净率 (倍)	1.62
流通 A 股市值 (百万元)	2089.95

基础数据

每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	36.97
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 (000430)：18 年游客趋稳、控费得当，大庸古城计划年内开业》2019-03-19
- 2、《张家界：萨德事件影响持续，Q1 游客减少业绩承压》2018-04-24

表 1：核心数据拆分表

单位：百万元	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业收入	159.95	197.11	123.40	56.56	133.91	175.46	102.46	54.27
_{yoy}	5.5%	-7.8%	-9.2%	-18.2%	-16.3%	-11.0%	-17.0%	-4.1%
归母净利润	28.07	31.98	(3.27)	(14.88)	35.02	34.63	(28.37)	(8.29)
_{yoy}	-15.2%	-47.9%	-90.7%	-240.7%	24.8%	8.3%	767.0%	-44.3%
毛利率	44.33	40.34	4.82	8.44	44.11	41.54	10.64	10.10
期间费用率	22.25	19.21	37.67	36.50	15.72	14.60	38.92	36.47
其中：销售费用率	5.20	6.29	6.06	4.41	3.23	3.83	8.90	5.24
管理费用率	13.14	10.35	30.85	30.54	12.21	9.62	29.17	29.30
财务费用率	3.91	2.58	0.76	1.56	0.28	1.15	0.85	1.94
归母净利率	17.55	16.23	-2.65	-26.31	26.15	19.74	-27.68	-15.28
ROE	4.11	2.85	(0.21)	(0.96)	2.25	2.17	(1.78)	(0.53)
_{pct}	-1.17	-6.25	4.92	-2.53	-1.86	-0.68	-1.57	0.44
资产负债率	68.70	34.02	33.17	33.49	37.49	34.88	36.45	36.97
_{pct}	20.80	-17.08	-33.59	-32.57	-31.21	0.86	3.28	3.48
存货	7.62	8.78	6.06	5.61	6.51	5.99	5.02	4.88
较上年同比增减	1.79	2.78	-0.36	-1.30	-1.11	-2.79	-1.04	-0.73
存货周转天数	8.77	7.84	5.93	10.14	8.93	7.10	6.22	9.13
较上年同比增减	2.08	1.95	0.16	-0.76	0.16	-0.74	0.29	-1.01
应收账款	5.10	6.32	4.14	4.90	4.62	0.00	0.66	1.93
较上年同比增减	0.22	1.63	0.52	0.44	-0.48	-6.32	-3.47	-2.97
应收账款周转天数	3.42	3.14	2.54	7.19	4.14	0.00	1.84	2.15
较上年同比增减	-0.06	0.43	0.07	1.94	0.72	-3.14	-0.69	-5.04
应付账款及应付票据	650.45	373.86	399.65	395.03	403.60	313.13	153.67	126.73
较上年同比增减	614.15	345.24	-266.10	-251.80	-246.85	-60.72	-245.98	-268.30
预收账款	5.94	5.81	1.45	0.98	2.24	3.50	2.87	2.00
较上年同比增减	4.33	-1.05	-5.05	-3.83	-3.69	-2.31	1.43	1.03
经营性现金流净额	54.62	106.99	122.33	(38.82)	21.66	121.76	147.53	(24.74)
较上年同比增减	1.25	-0.10	-0.08	-70.01	-0.60	0.14	0.21	-0.36
筹资性现金流净额	82.10	475.38	454.59	38.95	142.52	136.47	327.54	58.85
较上年同比增减	-0.75	0.22	0.25	-8.20	0.74	-0.71	-0.28	0.51
资本开支	70.26	408.60	109.14	81.10	73.49	133.72	256.34	71.87
较上年同比增减	-0.81	3.37	0.36	0.29	0.05	-0.67	1.35	-0.11

数据来源：wind, 东吴证券研究所

表 2：经营数据表

	指标	2019年一季度	2018年一季度	同比增减(%)
环保客运	购票人数(万人)	50.48	46.95	7.52%
	人均收入(元)	35.19	50.38	-30.14%
	营业收入(万元)	1,776.52	2,365.29	-24.89%
宝峰湖	购票人数(万人)	8.82	7.39	19.35%
	人均收入(元)	92.20	87.97	4.81%
	营业收入(万元)	813.22	650.12	25.09%
十里画廊观光电车	购票人数(万人)	18.37	14.69	25.05%
	人均收入(元)	41.35	41.19	0.40%
	营业收入(万元)	759.67	605.04	25.56%
杨家界索道	购票人数(万人)	14.82	8.5	74.35%
	人均收入(元)	54.37	66.32	-18.02%
	营业收入(万元)	805.79	563.73	42.94%
张家界国际大酒店	营业收入(万元)	312.63	363.05	-13.89%
张家界中旅	营业收入(万元)	1,061.46	1,188.34	-10.68%

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)	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	财务费用	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	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	148	587	-192	614	每股收益(元)	0.07	0.08	0.10	0.12
投资活动现金流	-540	-110	-98	-103	每股净资产(元)	3.90	3.98	4.07	4.19
筹资活动现金流	328	8	-104	-84	发行在外股份(百万股)	405	405	405	405
现金净增加额	-65	484	-394	426	ROIC(%)	1.8%	1.7%	2.0%	2.4%
折旧和摊销	90	94	118	139	ROE(%)	1.6%	1.9%	2.3%	2.7%
资本开支	545	57	-19	-28	毛利率(%)	31.5%	31.6%	32.3%	32.6%
营运资本变动	39	460	-343	432	销售净利率(%)	5.6%	5.7%	6.1%	6.6%
					资产负债率(%)	36.5%	46.3%	36.0%	43.7%
					收入增长率(%)	-14.8%	15.5%	16.7%	14.6%
					净利润增长率(%)	-60.8%	16.3%	25.8%	23.3%
					P/E	96.59	83.02	65.99	53.54
					P/B	1.61	1.58	1.55	1.50
					EV/EBITDA	21.25	17.95	16.26	11.60

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>