

ST 张家界 (000430): 存在摘牌的可能性 2010 年迎来攻坚年

中性 (维持)

旅游

当前股价: 6.66 元

报告日期: 2010 年 2 月 5 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	87	91	93	103
(+/-)	-46.60%	3.70%	2.24%	13.75%
营业利润	-64	-48	7	5
(+/-)	238.68%	-24.66%	-114.7%	-110.4%
归属于母公司 的净利润	-22	-41	7	6
(+/-)	-505.2%	89.41%	-117.4%	-113.6%
每股收益 (元)	-0.10	-0.19	0.03	0.03
市盈率 (倍)	-67	-35	203	259

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	22,003/11,078
流通市值 (亿元)	7.38
每股净资产 (元)	-0.17
资产负债率 (%)	109.98

股价表现 (最近一年)



天相酒店旅游组

王旭

010-66045513 wangxu@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 全年, 公司实现营业收入 0.91 亿元, 同比增长 3.7%; 营业利润 -4,839 万元, 同比下降 24.66%; 归属母公司净利润 -4,137 万元, 同比增长 89.41%; 每股收益 -0.19 元。公司计划 2010 年接待游客 186 万人次, 收入达到 1.025 亿元。
- 第四季度毛利率恢复性上涨。**公司大力推行预算管理, 严格控制成本费用, 公司旅游服务业、酒店服务业营业成本较上年同期均有所下降, 其中旅游服务业营业成本下降 3.22%, 酒店服务业营业成本下降 8.10%。全年公司综合毛利率为 44.53%, 同比下降 13.24 个百分点。但是公司第四季度公司毛利率提升 41.87 个百分点, 至 12.32%, 原因是湖南四季度是旅游淡季, 公司在 2009 年四季度营业利润减亏。
- 公司加强预算管理, 严格控制费用支出。**报告期内公司产生的销售费用为 960 万元, 同比下降 16.3%, 销售费用率为 10.6%, 同比减少 2.53 个百分点。管理费用 2,636 万元, 同比下降 34.46%, 管理费用率为 29.11%, 同比减少 16.95 个百分点。财务费用 1,971 万元, 同比下降 0.89%, 财务费用率为 21.77%, 同比减少 1.01 个百分点。
- 核心景区张家界收入下滑。**张家界地区景区营业收入同比下降 2.83% 的主要原因是: 1、韩国入境游的持续萎缩对宝峰湖公司的旅游人次、张家界国际酒店的客房入住率造成很大影响, 虽然武陵源分公司营业收入较上年同期上涨 8.97%, 仍无法弥补韩国市场萎缩导致宝峰湖、张家界国际酒店营业收入下降的负面影响; 2、近年来, 张家界地区四星级酒店不断增加, 市场竞争日益激烈, 再加上国际酒店设备严重老化, 不仅入住率逐年下降, 房价也是连年下滑。2009 年张家界国际酒店营业收入较上年同期减少 12.29%, 平均房价下降 33.7%。
- 公司充分计提资产减值准备约 2500 万元, 如果未来经营环境好转, 有望转回。**公司资产受目前的经济、政策环境影响, 根据未来现金流测算, 资产的经济效益低于预期, 资产已经明显存在减值迹象。2009 年度公司拟计提资产减值准备约 2500 万元, 其中张家界国际大酒店约 600 万元、临湘旅游开发有限公司约 1200 万元、德夯旅游开发有限公司约 300 万元、浏阳山水旅游开发有限公司约 400 万元。如果未来经营环境好转或公司加以修缮, 有望转回计提的资产减值。

- 公司发布《发行股份购买资产暨关联交易预案》。公司曾于2009年10月14日公告《发行股份购买资产暨关联交易预案》，公司拟向控股股东张经投、张家界市武陵源旅游产业发展有限公司、张家界国家森林公园管理处非公开发行股份购买三家公司所持有的环保客运51%、30%、19%股权，以及张经投持有的张家界市城市建设投资有限责任公司100%股权。

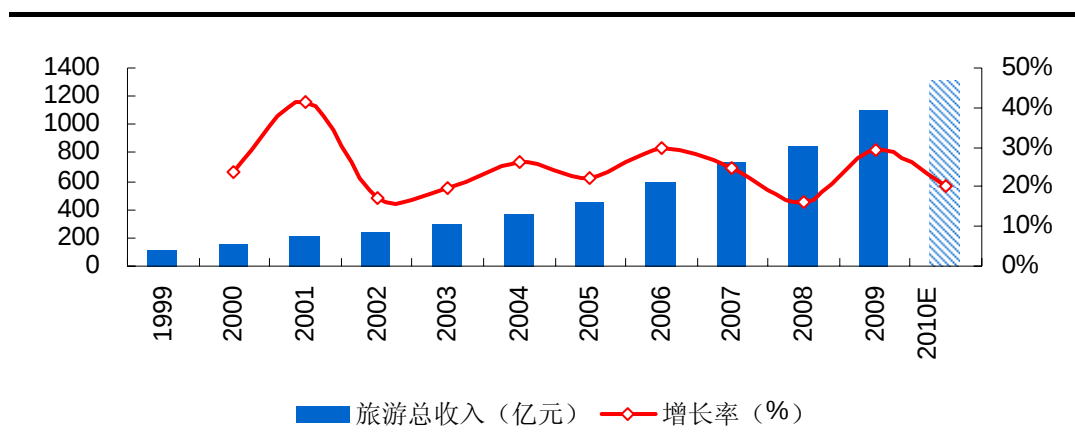
图表 1：公司持股比例变动

股东名称	目前股权结构		重组完成后	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
张经投	44,910,000	20.41%	136,908,000	37.01%
武陵源旅游公司	0	0	35,413,500	9.57%
森林公园管理处	0	0	22,428,500	6.06%
土地房产公司	7,772,400	3.53%	7,772,400	2.10%
其他股东	167,353,020	76.06%	167,353,020	45.25%
总股本	220,035,420	100.00%	371,035,420	100.00%

资料来源：公司公告《发行股份购买资产暨关联交易预案》

- 重组后有望改善公司资产质量、增强盈利能力和可持续发展能力。根据标的资产预估总价值约8.93亿元及股份发行价格5.96元/股测算，ST张家界发行股份的数量约为1.50亿股。其中，经投集团获得股份数量约为9200万股，武陵源旅游公司与森林公园管理处分别获得约3541万股和约2243万股。
- 武广高铁的开通，促进公司的发展。春节黄金周受益武广高铁的上市公司业绩上涨空间较大。武广高铁经过湖北、湖南和广东三省。公司是世界级旅游景区张家界的经营商，受益于高速铁路的建设。2009年湖南省旅游业总收入首次突破千亿元大关，达到1099.47亿元。省旅游局长杨光荣郑重发布：2010年力争实现旅游总收入1321亿元，比2009年同比增长20%以上。在外界因素逐步好转的情况下，公司利润有望提升。

图表 2：湖南旅游总收入（亿元）



资料来源：湖南旅游局

- 盈利预测与投资评级：预计公司2010年至2012年每股收益分别为0.03元、0.03元和0.04元。以2月4日收盘价6.66元计算，对应动态市盈率为203倍、203倍和167倍，由于公司估值高，维持公司“中性”的投资评级。
- 风险提示：公司2008年、2009年连续两年净利润为负数，公司股票将被实行“退市风险警示”特别处理，将于2010年2月5日停牌一天，2月8日股票简称变更为“*ST张股”。如果公司2010年继续亏损，股票将可能被暂停上市。截至2009年报，公司可供投资者分配的利润为-3.52亿元，2010年是公司的攻坚年。

图表 3：分季度盈利情况（万元）

	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009
营业收入	961	2,720	3,071	1,981	798	2,453	3,882	1,923
同比增长率 (%)	-49.80%	-44.40%	-44.15%	-51.07%	-16.96%	-9.82%	26.40%	-2.93%
营业成本	601	960	1,089	2,566	818	1,083	1,436	1,686
毛利率 (%)	37.45%	64.72%	64.53%	-29.55%	-2.55%	55.84%	63.01%	12.32%
营业利润	-1,263	-271	100	-5,146	-1,217	-372	693	-3,944
同比增长率 (%)	51.63%	-139.63%	-88.76%	95.11%	-3.69%	37.10%	593.65%	-23.36%
利润总额	-1,164	1,953	78	-4,084	-1,201	-451	705	-3,682
同比增长率 (%)	38.94%	197.05%	-91.10%	-2830.66%	3.13%	-123.10%	806.55%	-9.84%
净利润	-1,164	1,793	60	-4,087	-1,201	-452	683	-3,765
归属于母公司的净利润	-1,120	1,830	84	-3,033	-1,170	-433	699	-3,233
同比增长率 (%)	65.65%	493.12%	-86.94%	-2189.77%	4.48%	-123.65%	729.24%	6.58%
净利润率 (%)	-116.55%	67.27%	2.74%	-153.15%	-146.63%	-17.64%	18.01%	-168.15%
每股收益 (元)	-0.06	0.10	0.00	-0.14	-0.06	-0.01	0.03	-0.15

资料来源：公司定期报告 天相投资顾问有限公司

图表 4：ST 张家界盈利预测（万元）

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	16,763	16,353	8,733	9,056	9,258	10,300	11,468
增长率 (%)	17.52%	-2.44%	-46.60%	3.70%	2.24%	13.75%	23.86%
减：营业成本	7,152	7,670	3,688	5,023	4,545	4,784	4,916
毛利率 (%)	57.34%	53.10%	57.77%	44.53%	50.91%	53.55%	57.13%
营业税金及附加	542	516	459	471	417	464	516
销售费用	1511	1183	1147	960	1157	1236	1376
管理费用	4277	4851	4023	2636	2315	2575	2867
财务费用	1919	2077	1989	1971	1111	1236	1376
期间费用率 (%)	45.97%	49.60%	81.97%	61.48%	49.50%	49.00%	49.00%
资产减值损失	0	1,952	3,887	2,833	-1,000	-500	-500
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-309	0	37	1	0	0	0
营业利润	1,054	-1,896	-6,423	-4,839	714	505	917
增长率 (%)	8251.02%	-279.91%	238.68%	-24.66%	-114.75%	-110.44%	28.40%
加：营业外收入	22	3,311	3,536	271	300	300	300
减：营业外支出	12,565	572	330	61	50	50	50
利润总额	-11,488	843	-3,217	-4,629	964	755	1,167
增长率 (%)	75.00%	-107.33%	-481.83%	43.90%	-120.82%	-116.31%	21.04%
减：所得税	800	651	126	105	241	189	292
净利润	-12,288	191	-3,343	-4,734	723	566	875
归属于母公司的净利润	-12,099	539	-2,184	-4,137	723	566	875
增长率 (%)	81.78%	-104.45%	-505.25%	89.41%	-117.47%	-113.69%	21.04%
净利润率 (%)	-73.31%	1.17%	-38.28%	-52.28%	7.81%	5.50%	7.63%
少数股东损益	-190	-348	-1,159	-598	0	0	0
总股本 (万股)	22004	22004	22004	22004	22004	22004	22004
每股收益 (元)	-0.55	0.02	-0.10	-0.19	0.03	0.03	0.04

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100