

自然景点

署名人: 曾光

S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 10.00元

当前股价: 7.67元

评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	12138.90
总股本(百万)	220
流通股本(百万)	186
流通市值(亿)	14
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	-0.14
资产负债率	110.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
*ST张股	-13.53	13.46	39.71
深证成份指数	-1.60	5.85	29.32



相关报告

*ST张股

000430

推荐

凤凰涅槃 浴火重生

*ST张股被称为“中国旅游山水第一股”，但自96年上市以来却饱受磨难。今年以来，公司先后出售旗下五个子公司，消除大部分亏损源，并拟注入张家界森林公园核心资产环保客运，以及未来将在核心景区修建杨家界索道。此外，公司或有负债问题也全部解决。经过此次大刀阔斧的重组，饱受劫难的张家界旅游可算实至名归，迎来新生。本篇深度调研报告对公司发展现状和前景进行了详尽分析和展望，梳理了投资价值点。

投资要点:

- **营业外收入大幅增加，今年保壳摘星无疑。**公司今年主业经营情况良好：1、今年张家界旅游市场增长迅速，游客人数增长超过20%，带动公司十里画廊和宝峰湖景区客流大幅提升。2、十里画廊观光电车提价，推升主业盈利提升。更主要的是，今年公司因债务和解、股权置让获得资源使用费豁免、财政贴息等，预计全年产生营业外收入2974万元，全年净利润将达1621万元，公司扭亏为盈，2010年保壳摘星无疑。
- **出售旗下五个子公司，消除业绩亏损源，有利于集中资源经营张家界旅游业务。**公司今年先后将旗下临湘、猛洞河、坐龙峡、德夯、浏阳市山水旅游等子公司的股权转让。出售上述子公司，虽产生股权损失446.95万元，但消除了以前的主要亏损源（目前公司的亏损资产只剩下了国际大酒店），有利于公司集中精力经营张家界的旅游业务。
- **定向增发购入环保客运，构筑公司长期核心竞争力，明年摘帽是大概率事件。**环保客运是张家界核心景区除门票外的最优质资产（与门票捆绑销售）。公司以15倍PE低价收购环保客运，构筑公司长期核心竞争力。预计定向增发将在2011年完成，按照备考盈利预测约能增厚当期EPS 0.15元。今年张家界旅游市场超预期增长，带动环保客运业绩超预期，明年经营状况超过备考盈利预测也是大概率事件，我们乐观估计增厚公司EPS 0.18元。因此2011年公司摘帽也是大概率事件。
- **杨家界索道是公司未来新的增长亮点。**杨家界景区为张家界森林公园内新开发的景点，景色独特但仍需一定培育期和配套设施的完善。预计杨家界索道将在明年开工，2012年投入运营。假设前两年为培育期，通过和其他索道比较，我们保守估计2012-2014年杨家界索道约能新增净利润942万、1538万和2363万元。
- **首次给予公司“推荐”评级。**在不考虑环保车提价和杨家界索道的情况下，预期公司10-12年EPS分别为0.07、0.23、0.28元。按照景区类子行业平均合理动态PE 40倍，公司合理目标价在9.2元左右。若再考虑隐性资产杨家界索道的盈利潜力，以及公司未来在张家界市的资源整合可能性，我们给予公司中长期“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**资产注入进程低于预期，杨家界索道开发进程低于预期，区域市场竞争加剧对公司经营带来冲击。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	91	85	371	407
同比(%)	4%	-6%	337%	10%
归属母公司净利润(百万元)	-41	16	72	89
同比(%)	-285%	-	351%	23%
毛利率(%)	44.5%	57.2%	46.6%	48.8%
ROE(%)	108.4%	-72.2%	47.9%	37.1%
每股收益(元)	-0.19	0.07	0.23	0.28
P/E	-	105.44	34.09	27.61
P/B	-	-	16.32	10.26
EV/EBITDA	-	77	13	11

资料来源: 中投证券研究所

目 录

核心观点	4
市场的观点和疑问	4
我们的观点和与市场不同之处	4
1 公司概况：股本和组织结构	5
1.1 公司简介和股本结构	5
1.2 公司组织和业务结构	6
1.2.1 公司的组织结构	6
1.2.2 公司业务结构	6
2 张家界旅游业发展趋势分析	7
2.1 张家界成为首批旅游综合改革试点城市之一	7
2.2 交通条件改善，客流量显著增加	7
2.3 红色旅游兴起助推张家界旅游业发展	8
2.4 张家界市旅游市场已回归高速增长轨道	9
3 公司历史财务状况分析	9
3.1 公司成长能力分析	9
3.2 公司盈利能力分析	10
4 公司分析：涅槃重生，业绩增长拐点凸显	10
4.1 营业外收入大幅增加，今年保壳摘星无疑问	10
4.2 出售亏损资产，集中资源经营张家界旅游业务	11
4.3 未来新增核心资产之一：定向增发购入环保客运	12
4.4 未来新增核心资产之二：杨家界索道盈利潜力巨大	12
4.5 历史遗留的债务担保问题彻底解决	14
5 盈利预测和投资建议	14
5.1 盈利预测	14
5.2 投资建议	15
6 风险提示	15

图表目录

图 1: *ST 张股股本变动历史过程.....	5
图 2: 公司股本结构图	5
图 3: *ST 张股组织结构图	6
图 4: *ST 张股主要业务结构图	6
图 5: 我国四纵四横高铁及后续高铁网示意图	8
图 6: 张家界各景点旅游人数变化趋势图.....	9
图 7: 张家界旅游收入变化趋势图	9
图 8: 公司营业总收入走势图	9
图 9: 公司归属母公司净利润走势图.....	9
图 10: 2009 年*ST 张股主营业务收入构成	10
图 11: 公司分业务毛利率变化趋势.....	10
图 12: 公司期间费用率走势分析	10
图 13: 公司盈利能力指标走势分析	10
图 14: *ST 张股分产品主营业务构成图	11
图 15: *ST 张股分产品营业利润构成图	11
图 16: 2012 年公司营业收入构成图（预测）	13
图 17: 2012 年公司营业利润构成图（预测）	13
表 1: 2010 年“五一”小长假旅游市场数据显示武广高铁对区域旅游市场提振明显	8
表 2: ST 张股出售资产损益情况表	11
表 3: 张家界核心景区各索道基本情况对比	12
表 4: 杨家界索道经营状况预测.....	13
表 5: 公司各主营业务增长预测.....	14
表 6: 主要景点类公司的动态 PE 比较.....	15

核心观点

*ST 张股被称为“中国旅游山水第一股”，但自 96 年上市以来却饱受磨难，上海鸿仪接收张股本被视为其生死转折点，但当鸿仪系崩塌之时张股却被证实为被资本大鳄利用的苦主之一。07 年张经投接手张股之时，公司对外担保金额达 4.24 亿元且全部逾期，且两年以来张股旗下景区一直处于亏损的边缘。今年以来，公司先后出售旗下五个子公司，消除大部分亏损源，并公告将注入张家界森林公园核心资产环保客运，以及将在核心景区修建杨家界索道。同时，公司或有负债问题也全部解决。此次，经过大刀阔斧的重组，饱受劫难的张股可谓实至名归，迎来新生的真正转折点，未来公司盈利状况将大幅改善。

市场的观点和疑问

1. 环保客运的发行溢价水平：此前市场有人认为环保客运估值水平过高
2. 环保客运究竟能给公司带来多少盈利？
3. 杨家界索道是要修建还是在讲故事，修建进程和盈利情况如何？
4. 大股东拿到控制权的成本水平是多少？和现行价格之间差距有多少？
5. 大景区的接待能力的疑问：张家界森林公园基础设施是否能承受 200 万人以上的水平？
6. 公司什么时候能摘星摘帽？

我们的观点和与市场不同之处

1. 环保客运拥有武陵源核心景区内客运业务的独家特许经营权，是除景区门票外最优质的资产。根据公司 9 月份的公告，以 2010 年 6 月 30 日账面价值为基准，增值率为 325.8%。收购价对应正常年份 2007 年净利润的 PE 为 14.7 倍，旅游行业一般估值水平在 30-40 倍为合理水平，因此我们认为公司对环保客运的收购 PE 并不高。

2. 今年环保客运盈利超预期是大概率事件，预计净利润将达到 6000 万。公司备考盈利预测 2010 年、2011 年环保客运营业利润为 4841.38 万元和 4882.13 万元。2010 年环保客运接待有效游客预计超过 220 万人次，按照 65 元/人的价格测算，预计今年净利润将达 6000 万元。对比备考盈利预测，实际净利润超出预期。

3. 公司大股东在股改方案中承诺由*ST 张股负责杨家界索道的项目实施、组建、运营，享受所有收益。09 年 5 月，该索道工程已由张经投取得湖南省发改委核准；6 月，*ST 张股设立了张家界杨家界索道有限公司，注册资本 5000 万元，张股控股 10%，其子公司宝峰湖公司控股 90%。目前，杨家界索道土地购买交接相关手续已基本完成。由于，索道运营依赖环景区公路的建设和开通，预计索道将于明年动工，2012 年能投入运营。

4. 2007 年 11 月 12 日，张经投以 4800 万元购买的*ST 张股 4491 万股的股份，同时同意出资 1.2 亿元现金解除 S*ST 张股的或有负债等。迄今，张股债务问题大部分已解决，预计总共花费约 2 个多亿资金。折合每股成本近 5 元。

5. 张家界市武陵源核心景区的占地面积达 398 平方公里，容纳能力较大。按照张家界市旅游统计公报，2006-2008 年张家界森林公园共接待游客 188.26、256.5 和 234.84 万人次。日接待量最高峰约每日 3 万人，我们估算 2 万人/天是较合理的水平。由此推测，景区年接待 300 万人是有能力的。另外随着杨家界索道的建成和景区的开通，这一接待能力将会有所提升。

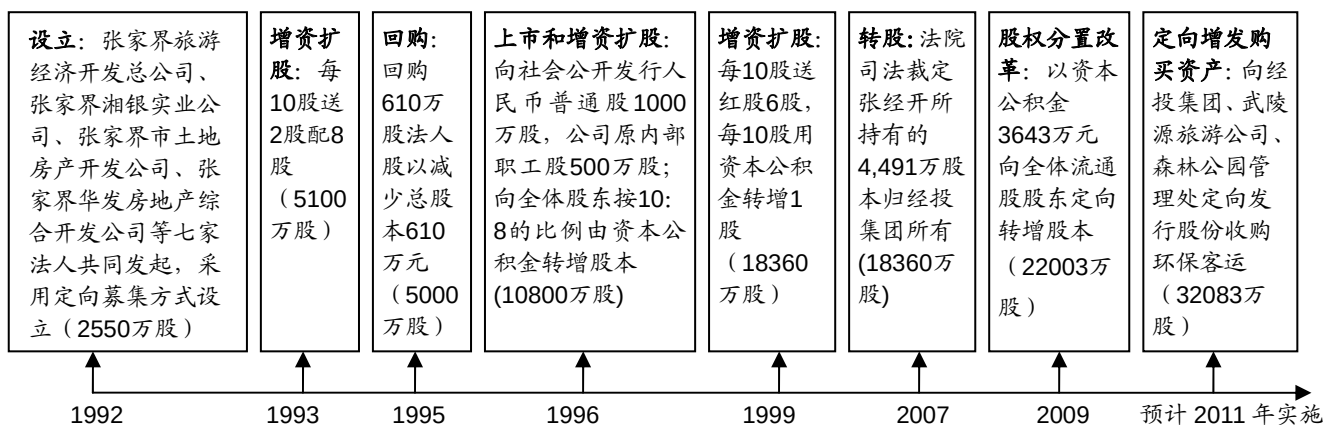
6. 我们预测公司今年净利润将达 1582 万元，公司扭亏为盈，2010 年保壳摘星无疑。如果环保车 2011 年能成功注入上市公司，预计明年公司扣除非经常性损益的净利润为正无疑问，摘帽 ST 是大概率事件。

1 公司概况：股本和组织结构

1.1 公司简介和股本结构

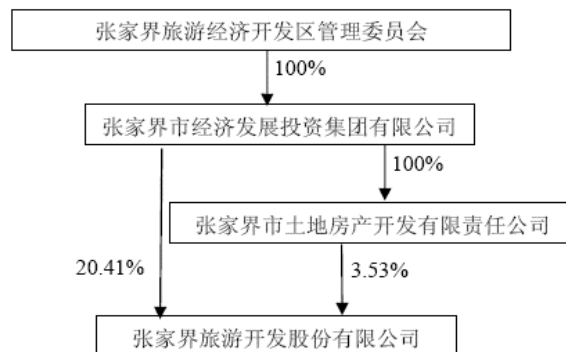
张家界旅游开发股份有限公司成立于 1992 年 12 月 17 日，是由张家界旅游经济开发总公司、张家界湘银实业公司、张家界市土地房产开发有限责任公司、张家界华发房地产综合开发公司、张家界金龙房地产开发公司、张家界市中兴房地产实业公司、中国工商银行张家界经济开发区房地产公司等七家法人共同发起，采取募集方式设立的股份有限公司。2007 年 11 月，张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称张经投集团）通过司法裁定的方式受让了公司原第一大股东张家界旅游经济开发总公司持有的公司 4,491 万股（占公司总股份的 24.46%），张家界经济发展投资集团有限公司通过其控股子公司张家界市土地房产开发有限责任公司间接持有公司 777.24 万股（占公司总股份的 4.23%），合计控制总股份的 28.69%，为实际控制人。09 年经过股改后，目前公司总股本 22003.5 万股，其中流通股本 18592.3 万股。张经投合计持股（直接持股 + 间接持股）比例为 23.94%。

图 1: *ST 张股股本变动历史过程



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2: 公司股本结构图



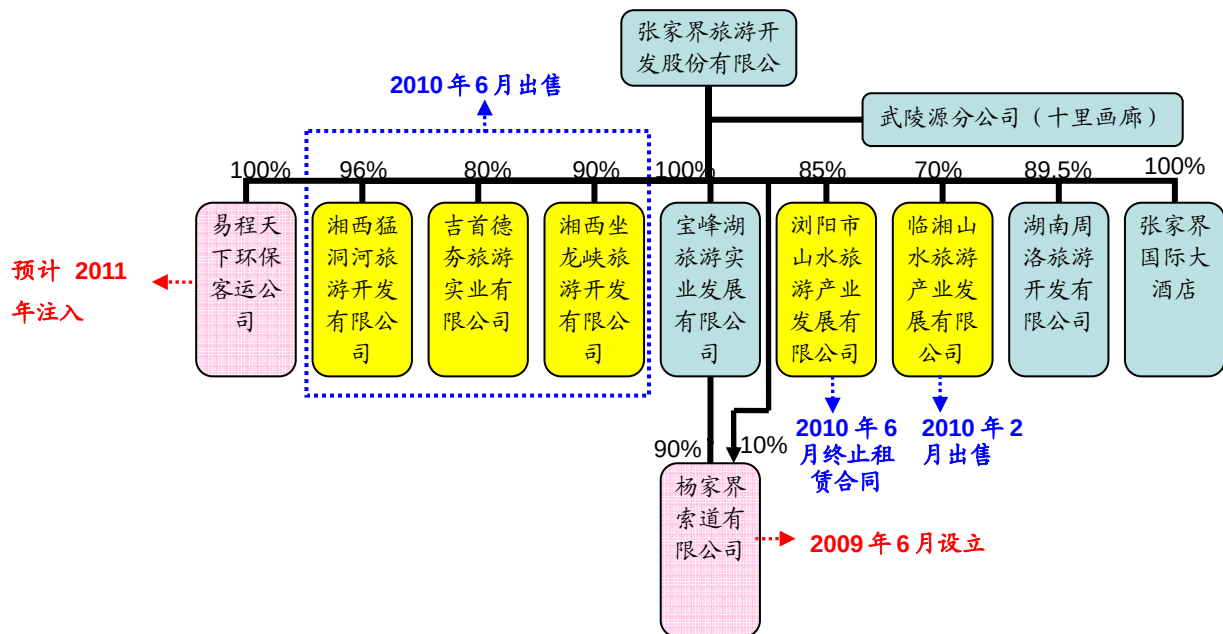
资料来源：公司公告，中投证券研究所

1.2 公司组织和业务结构

1.2.1 公司的组织结构

截止 2009 年末，公司共有 1 家分公司、8 家直接控股子公司及 1 家间接控股子公司。今年以来，公司先后处置五家子公司，结构如下图所示：

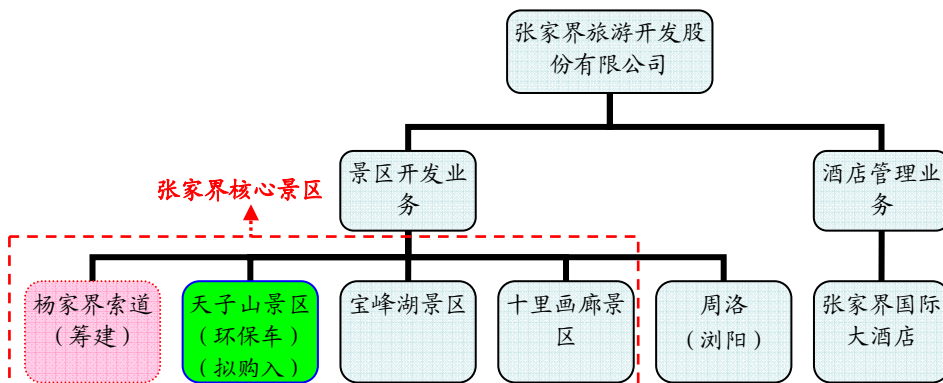
图 3：*ST 张股组织结构图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2.2 公司业务结构

图 4：*ST 张股主要业务结构图



资料来源：公司公告，中投证券研究所

2 张家界旅游业发展趋势分析

2.1 张家界成为首批旅游综合改革试点城市之一

湖南省是旅游大省，旅游是其支柱产业之一，而张家界有着世界独一无二的旅游资源，有着浓郁独特的民俗风情，是湖南省旅游的标杆城市。湖南省政府已明确提出要将湖南张家界打造成世界级的休闲旅游度假城市。2010年12月9日，旅游综合改革试点城市工作座谈会在北京召开，成都、秦皇岛、舟山、张家界四城市成为首批旅游综合改革试点。国家旅游局局长邵琪伟表示，开展旅游综合改革试点工作要在五个领域先行先试：一是在与一二三产业融合发展上先行先试，二是在推动旅游业建成现代服务业上先行先试，三是在体制机制改革创新上先行先试，四是在建设生态文明、实现旅游业可持续发展上先行先试，五是在落实41号文件上先行先试。

据报道，世博期间，张家界市市长赵小明带了总投资300多亿元的近100个重点项目到上海进行那个招商引资，预计将有投资100多亿元的17个重点项目签约。未来，随着张家界荷花国际机场改扩建工程、安张衡铁路、国际影视拍摄基地、澧水风貌带建设等项目的实施，张家界将逐渐形成极具市场吸引力和区域带动力的旅游集散中心。

2.2 交通条件改善，客流量显著增加

韩国直达航班开通；荷花机场扩建工程正在进行。2010年1月，张家界荷花机场扩建工程通过初步设计评审，预计总投资近20亿元，将张家界荷花机场建成一个国际化的生态旅游机场。主要包括：修建一条与跑道等长的平行滑行道，新建站坪；新建航站楼，改造现有航站楼；以及对货运、航食、导航、通信、气象、空管、供电、供油、给排水、消防等相关设施实施扩建。张家界已开通直达韩国釜山的国际包机航线，在全国率先开办个人韩元现钞兑换业务，进一步拓展了韩国客源市场；

武广高铁极大促进了沿线游客量增加。据武汉铁路局介绍，2010年以武广高铁、武九动车组开通运营为代表的一大批快速铁路通道的建成投用，为湖北的旅客出行提供了更加便利的出行条件。从今年9月20日起，武广高铁开行最高每日80对动车，成功实现高铁公交化安全运营，越来越多的旅客已经形成乘坐武广高铁出行的习惯。截至11月11日，武汉铁路局已发送旅客6449万人，超过2009年该局全年旅客发送总量6440万人。

按照铁路“四纵四横”规划，有两条客运专线途径湖南，未来将促进湖南旅游业发展。1.沪昆客运专线：上海—杭州—南昌—长沙—贵阳—昆明，由沪杭客运专线、杭长客运专线、长昆客运专线组成；全长2264公里，连接华东、华中和西南地区，为300/350km/h等级客运专线。2.京港客运专线（京港高铁）：北京—石家庄—郑州—武汉—长沙—广州—深圳—香港，全长2350公里，连接华北、华中和华南地区，设计时速为350km/h，建成后将是世界上通车里程最长的高速铁路客运专线。

图 5：我国四纵四横高铁及后续高铁网示意图



注释：红线为四纵专线，绿线为四横专线，灰色为大西部专线

资料来源：联合网、中投证券研究所

表 1：2010 年“五一”小长假旅游市场数据显示武广高铁对区域旅游市场提振明显

省份或地区	总游客人数 (万人次)	同比增长	旅游总收入 (亿元)	同比增长
北京	436	17 %	14.2	11.80 %
上海	305.9	24.80 %	17.92	26.20 %
安徽	777.91	33.68 %	20.38	37.72 %
四川	1121.83	19.70 %	37.54	30.60 %
福建	324	10.55 %	20.24	37.41 %
广东	382.33	8.93 %	14.79	19.88 %
陕西	617.31	29.50 %	21.31	32.80 %
河南	1530.1	12 %	59.1	18 %
湖北	645.88	40.34 %	19.48	48.39 %
长沙	190.51	43.01 %	8.32	47.78 %
河北	642.69	23.95 %	30.97	25.42 %
重庆	611.2	31.30 %	22.1	32.10 %
苏州	285	22.47 %	22.1	25.37 %

资料来源：中投证券研究所整理

预计今年张家界景区接待人数超过 2200 万人次

2.3 红色旅游兴起助推张家界旅游业发展

为了推动我省红色旅游进一步发展，省旅游局将编制《湖南省红色旅游发展规划纲要（2011-2015）》，张家界地处湘鄂川黔革命根据地，也是贺龙元帅的故乡、红二方面军长征出发地。红色旅游的兴起也助推张家界旅游产业发展。

2.4 张家界市旅游市场已回归高增长轨道

今年湖南省旅游收入增长迅速,据省旅游局预测今年旅游总收入达到 1380 亿元,同比增长 30.8%,全省接待入境旅游者 190 万人次,同比增长超 50%。1 至 10 月,张家界累计接待游客总人数 2048.4 万人次,比去年同期增长 20.4%,超过了去年的总接待量。

图 6: 张家界各景点旅游人数变化趋势图

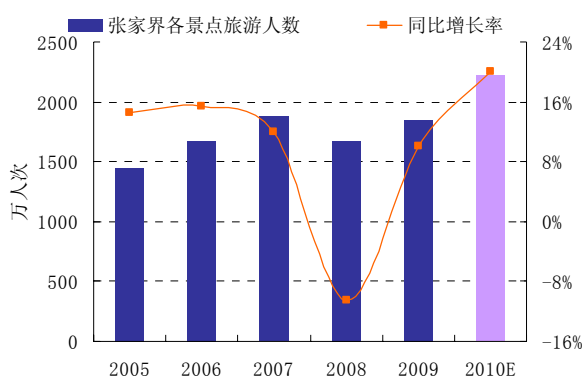
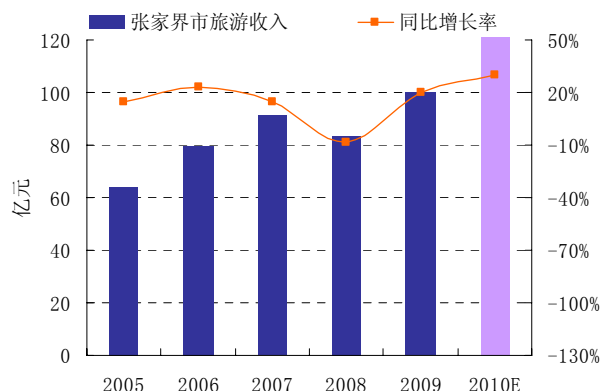


图 7: 张家界旅游收入变化趋势图



资料来源: 张家界市统计公报, 中投证券研究所

3 公司历史财务状况分析

3.1 公司成长能力分析

由图 8 可看出,公司的营业收入受金融危机影响较为严重,08 年同比增长率显著降低,09 年仍未从金融危机中恢复。从今年的状况开看,公司前两个季度营业总收入同比增长较快,第三季度有所回落,主要是受世博分流和资产剥离影响。如果以宝峰湖景区和十里画廊景区的经营情况来看,张家界旅游人气已基本恢复至金融危机之前的水平。

从图 9 可以看出,公司长期净利润为负,这与公司的景区竞争力不强以及非营业性亏损有关。但 07 年张经投接手公司后,公司亏损情况有显著改观。

图 8: 公司营业总收入走势图

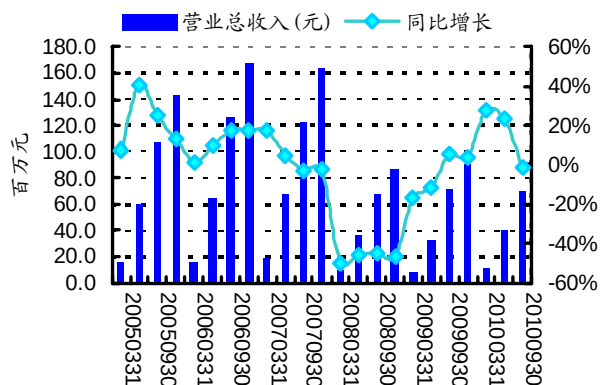
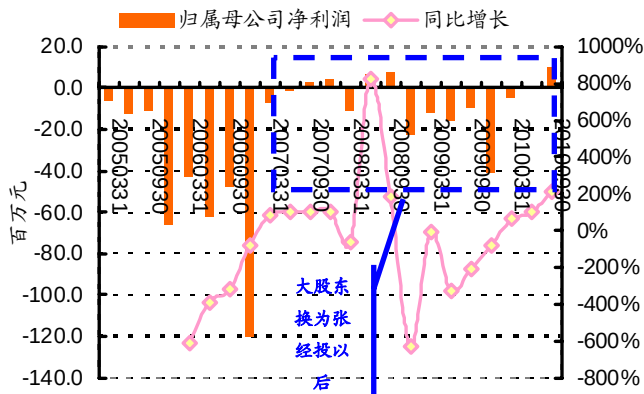


图 9: 公司归属母公司净利润走势图



资料来源: wind、中投证券研究所

3.2 公司盈利能力分析

从图 10-11 可看出，公司在 09 年 87% 的收入来旅游业，而总的来说，公司旅游业务毛利率较为稳定，而酒店的经营状况由于竞争激烈，逐渐恶化，总的来看，公司综合毛利率维持在 50% 左右的水平。

图 10: 2009 年*ST 张股主营业务收入构成

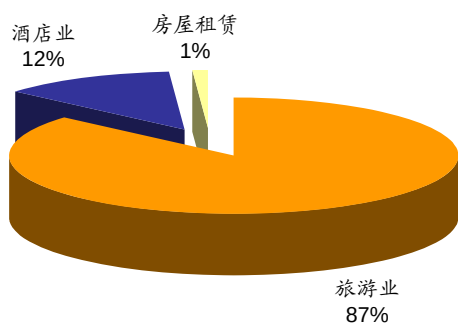
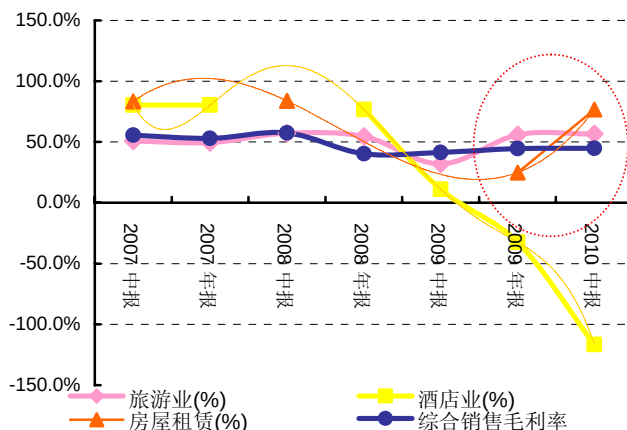


图 11: 公司分业务毛利率变化趋势



资料来源: 招股意向书、中投证券研究所

图 12: 公司期间费用率走势分析

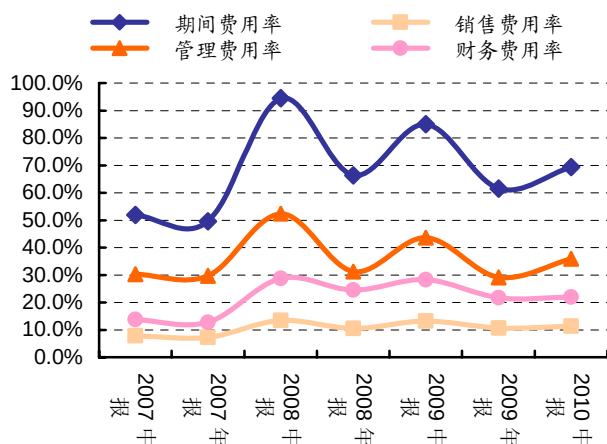
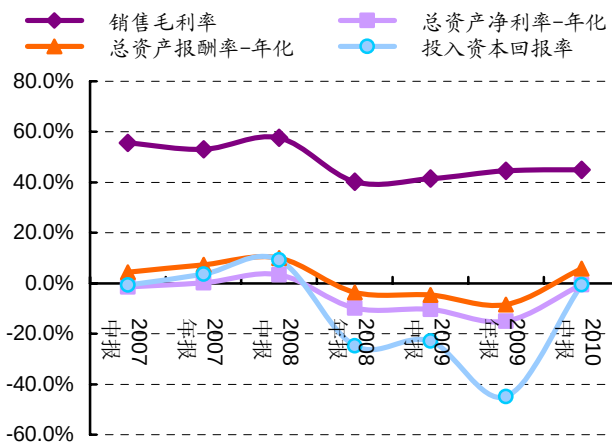


图 13: 公司盈利能力指标走势分析



资料来源: wind、中投证券研究所

4 公司分析: 涅槃重生, 业绩增长拐点凸显

4.1 营业外收入大幅增加, 今年保壳摘星无疑问

从今年的经营情况开来, 三大因素促使公司实现盈利:

- 1、受益于武广高铁开通和国内外经济复苏, 今年张家界旅游市场增长迅速, 旅游人数增长超过 20%, 带动公司十里画廊和宝峰湖景区经营业绩大幅提升。
- 2、十里画廊观光电车门票提价: 单程、双程价格从 23、33 元提升至 30

元和 40 元，优惠门票价格单、双程由现行每人 14 元和 19 元调整为 18 元和 24 元。增加营业收入约 770 万元左右。3、公司因债务和解、股权转让豁免资源使用费、财政贴息预计全年产生营业外收入 2974 万，使公司 2010 年扭亏为盈。

公司三季报显示：2010 年前三季度净利润比去年同期增长 211%、所有者权益和净资产较去年同期有较大的增长。我们预计公司今年将实现净利润为 1582 万元，成功保壳摘星无疑。

4.2 出售亏损资产，集中资源经营张家界旅游业务

2010 年 6 月 19 日，公司公告 2009 年度董事会年会会议于审议通过了《关于转让临湘山水旅游产业发展有限公司 50% 股权的议案》。同意向临湘市桃矿街道办事处转让公司所持有的临湘公司 50% 的股权，交易价格为 1000 万元。

2010 年 6 月 19 日公司公告，通过了《关于终止浏阳道吾山风景区经营权租赁合同并注销项目公司的议案》：同意浏阳市政府和集里办事处给予我公司一定的经济补偿后收回道吾山景区经营权，终止租赁合同，免除我公司的投资义务和违约责任，同意注销浏阳市山水旅游产业发展有限公司。

同时，由于猛洞河景区、坐龙峡景区、德夯景区位于芙蓉镇景点圈辖区内，属于湘西自治州打造芙蓉镇景点圈战略决策的整合的重点目标，因此，经双方协商，公司决议将三个子公司股权出售，如表 2 所示。上述三个项目的股权转让工作已在今年三季度完成，当地人民政府豁免了公司以往年度及报告期内部分已计提未上缴资源使用费达 800 余万元，作为营业外收入计入公司当期损益。

表 2：ST 张股出售资产损益情况表

被出售股权	出售价格	转让损益
猛洞河公司 96% 的股权及宝峰湖公司拥有猛洞河公司 4% 的股权	2,480 万元	51.39 万元
坐龙峡公司 90% 的股权，及宝峰湖公司拥有猛洞河公司 10% 的股权	15 万元	1.95 万元
德夯公司 80% 的股权	305 万元	-304.89 万

资料来源：公司公告、中投证券研究所

从图 14 和图 15 可看出，转让坐龙峡公司和德夯公司后公司减少了重大亏损源，为公司以后集中资源经营张家界旅游业务打下坚实的基础。

图 14：*ST 张股分产品主营业务构成图

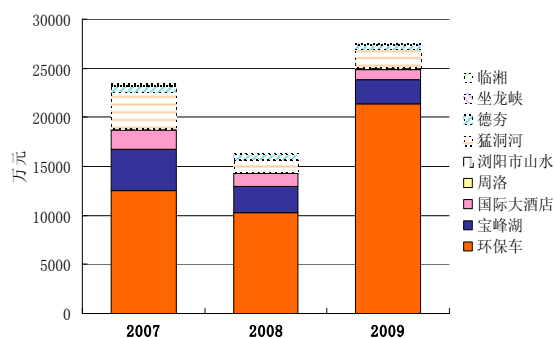
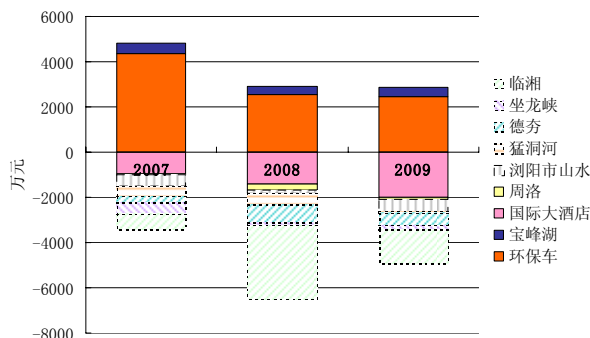


图 15：*ST 张股分产品营业利润构成图



注释：1、斜线和虚框部分为公司出售的子公司；2、十里画廊由于缺少具体数据并未计入；3、拟注入的环保客运合并统计
资料来源：公司财报、中投证券研究所

4.3 未来新增核心资产之一：定向增发购入环保客运

环保客运拥有武陵源核心景区内客运业务的独家特许经营权，是除景区门票外最优质的资产（与门票捆绑销售）。环保客运 2001 年 11 月与张家界市武陵源区人民政府、张家界森林公园管理处三方签订的《实施张家界景区环保旅游客运项目合同书》，该合同书规定环保客运独家经营武陵源核心景区内客运，项目经营期限为 45 年。

15 倍 PE 低 PE 收购环保客运优质资产。我们预计定向增发将在 2011 年完成。根据公司 9 月份的公告，以 2010 年 6 月 30 日账面价值为基准，增值率为 325.8%。收购价对应正常年份 2007 年的净利润计算 PE 为 14.7 倍。中国证监会 11 月 9 日刊登申请受理公告，尚需中国证监会的核准，能否获得核准尚存在不确定性，我们预计本次增发收购将会在 2011 年完成。

今年环保客运盈利预计将超预期，预计净利润将达 6000 万元。公司备考盈利预测 2010 年、2011 年环保客运营业利润为 4841.38 万元和 4882.13 万元。2010 年预计环保客运接待有效游客超过 220 万人次，按照 65 元/人的价格测算，今年预计今年净利润将达 6000 万元。对比备考盈利预测，实际净利润超出预期。

发行完成后，控股股东张经投集团实际控制力增强，直接持股比例从 20.41% 增加到 30.02%。公司拟向经投集团、武陵源旅游公司、森林公园管理处非公开发行股份购买上述三家公司分别持有的环保客运 51%、30%、19% 股权。本次发行价格为 6.36 元/股，预计非公开发行股份数量为 100,799,732 股。预计本次发行完成后，国有股东张家界市经济发展投资集团有限责任公司合计持有公司 96,317,863 股，持股比例从 20.41% 增加为 30.02%，另外间接持有 2.42% 股份，合计 32.44%；国有股东张家界市武陵源旅游产业发展有限公司持有 30,239,920 股股份，持股比例为 9.43%；国有股东张家界国家森林公园管理处持有 19,151,949 股股份，持股比例为 5.97%。

4.4 未来新增核心资产之二：杨家界索道盈利潜力巨大

杨家界景区位于张家界西北部，北邻天子山，南邻袁家界，有独特的板状石英砂岩地貌，但交通不便且由于杨家界是新开发的景区，因此知名度不高。目前，杨家界景区游览客人较少，预计索道运营后这一情况将大大改观。

根据《杨家界索道设计招标公告》，该索道位于杨家界景区八里坡，索道水平距离 1845 米，最大运力 2300 人/小时。预计投资规模约 5000 万元-1 亿元。09 年 5 月，该索道工程已由张经投取得湖南省发改委核准；6 月，*ST 张股设立了张家界杨家界索道有限公司，注册资本 5000 万元，张股控股 10%，其子公司宝峰湖公司控股 90%。目前，杨家界索道土地交接相关手续已基本完成。由于索道运营依赖景区公路的建设和开通，预计索道将于明年动工，2012 年能投入运营。

由于在旺季，其他几条索道（天子山索道，百龙电梯，黄石寨索道）比较拥堵，排队的时间在 2-3 个小时左右，因此，我们预计在索道运营的初期，可以从游客分流角度切入营销。

表 3：张家界核心景区各索道基本情况对比

索道	运营时间	投资额	单程	双程	运力	长度
天子山索道	1997.05	8600 多万	52	104	每小时单向运量 900 人	设计水平线 1960m，斜线长 2084m，两端站高差 692m

百龙天梯	2002.04	1.8 亿	56	112	每小时往返运量达 3000 人次	电梯运行高度 326 米，采用三台双层全暴露观光电梯并列分体运行
黄石寨索道	1997.09	4000 多万	48	92	单向小时运量 948 人	水平距 863 米，高差 431 米
杨家界索道	2012 年	5000 万-1 亿	40	80	最大运力 2300 人/小时	水平距离 1845 米

注释：杨家界索道为预测和估计值

资料来源：互联网、中投证券研究所

由于杨家界景区为新开发景区，从目前来看，初期主要起到旺季分流的作用，因此，相对于其他索道，相应调低杨家界索道乘坐索道人数占森林公园人数的比例，30%我们认为比较合理。预计 2012 年杨家界索道开始投入运营，因此我们保守估计第一、二年为培育期，假设其乘索率（相对森林公园总游客）相对较低分别为 20%、25%。假设 2012-2014 年净利率分别为 30%、35%、40%，我们预计索道未来盈利状况如下表所示：

表 4：杨家界索道经营状况预测

指标		2007	2008	2009	2011E	2012E	2013E	2014E
乘坐索道人次占森林公园游客的比例	天子山索道	79.14%	71.86%	-	75.50%	75.50%	75.50%	75.50%
	黄石寨索道	49.98%	47.24%	-	48.61%	48.61%	48.61%	48.61%
	百龙电梯	49.86%	43.05%	-	46.46%	46.46%	46.46%	46.46%
	杨家界索道	-	-	-	-	20%	25%	30%
杨家界索道	乘坐人数（万人）	-	-	-	-	78.48	109.87	147.66
	索道收入（万元）	-	-	-	-	3139.1	4394.7	5906.5
	净利润（万元）	-	-	-	-	941.7	1538.1	2362.6

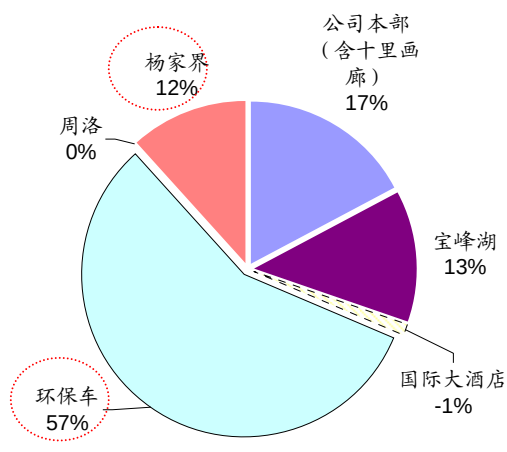
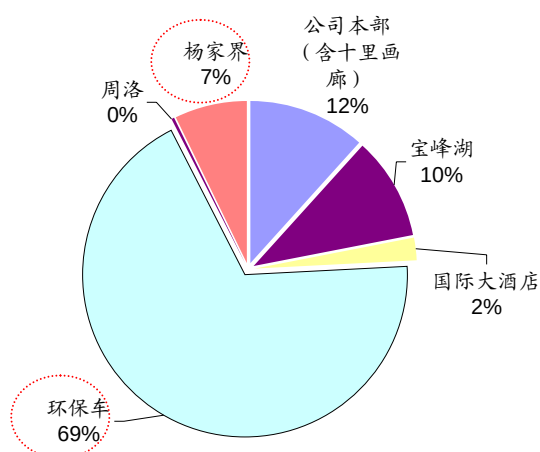
注释：1、2009 年旅游局没有公布相关数据；2、张家界森林公园人数预测 2010 年增速保守估计为 20%，2010 年以后保守假设增速为 12%；3、由于 2008 年受金融危机影响，因此，天子山索道、黄石寨索道和百龙电梯的乘索比率预测值采用 2007 年和 2008 年均值

资料来源：张家界旅游局、中投证券研究所

因此，根据我们较为保守的估计 2012-2014 年杨家界索道约能给公司带来 942 万、1538 万和 2363 万元左右的净利润。

图 16：2012 年公司营业收入构成图（预测）

图 17：2012 年公司营业利润构成图（预测）



资料来源：公司公告，中投证券研究所

4.5 历史遗留的债务担保问题彻底解决

截止 2009 年 12 月 31 日，张家界公司尚有 2987.50 万元的对外担保所承担的连带保证责任没有解除。2010 年 6 月 1 日，公司大股东张家界市经济发展投资集团有限公司与广州银行股份有限公司北京支行签订了《债务和解协议》及《债务和解补充协议》，张经投已按协议约定全额支付债务和解对价，宣示公司历史遗留的债务担保问题彻底解决。截至 2010 年 6 月 30 日，公司已经没有任何对外担保。

5 盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测

首先，今明两年将是公司经历重大转折的两年。经过一系列大刀阔斧的重组，公司将由之前的绩差股转型为参与张家界核心景区运营的名副其实的优质资源股。

今年，公司出售了五个子公司，虽产生股权损失 446.95 万元，但消除了以前的主要亏损源（目前公司的亏损资产只剩下了张家界国际大酒店）。同时，公司因债务和解、股权置让获得资源使用费豁免、财政贴息前三季度共产生营业外收入近 3000 万元。另外，今年张家界旅游市场增长迅速，同时，十里画廊电车门票提价，带动公司十里画廊和宝峰湖景区经营业绩大幅提升。总的来看，2010 年保壳摘星基本没有悬念，同时公司为下一步集中经营张家界旅游业务做好了准备。

明年预计增发购买环保客运将实施，而环保客运是张家界森林公园除了景区门票外最优质的资产之一。按照备考盈利预测，其 2010 年和 2011 年的净利润分别为 4841.36 万元，4882.13 万元，预计 2011 年将增厚 EPS 0.15 元。按照今年张家界景区经营状况来看，预计 2010 年环保客运利润将超过原来备考盈利预测水平。我们预计，2011 年公司保守估计环保客运将增厚公司 EPS 0.18 元。另外，杨家界索道，预计将于明年动工，这将是未来公司新的盈利增长点。

2012 年杨家界索道将投入运营。由于杨家界景区是新开发的景区，需要一定的市场培育期，我们预期估计在 1-2 年时间左右。因此，我们预计 2012 年仅约新增净利润 942 万。

总的来看，公司盈利状况在未来 1-2 年内大幅提升和改善，今年保壳摘星基本没有问题，明年 ST 摘帽是大概率事件。经过此番资产重组，公司变身为专营张家界核心和相关景区的公司。随着张家界成为首批旅游综合改革试点城市之一，我们看好张家界旅游市场的发展前景。保守假设张家界核心景区旅游人数 2011 年以后维持 12% 的增速。

由于杨家界景区为新开发景区，存在一定不确定性，因此我们盈利预测暂时不考虑杨家界索道的经营。不考虑环保车提价，我们预测 2010-2012 年 EPS 分别为 0.07、0.23、0.28 元。

表 5：公司各主营业务增长预测

主营业务类别	2009	2010E	2011E	2012E
--------	------	-------	-------	-------

主营收入(万元)				
公司本部（十里画廊）	2857.33	4078.64	4634.86	5157.63
宝峰湖	2466.41	3590.80	4006.15	4477.29
国际大酒店	1109.26	737.33	837.94	899.94
环保车	21332.46	25615.14	27487.60	30043.08
周洛	91.30	74.75	100.00	112.00
合计:	6524.30	8481.53	37066.55	40689.93
主营成本(万元)				
公司本部（十里画廊）	765.32	1060.45	1181.89	1289.41
宝峰湖	1010.93	1213.12	1322.03	1432.73
国际大酒店	1493.47	1257.21	1130.90	1153.52
环保车	14500.73	15211.69	16106.21	17385.02
周洛	58.25	57.74	57.74	63.51
合计:	3327.97	3629.30	19902.07	21458.50

资料来源：中投证券研究所

5.2 投资建议

以*ST 张股 2011 年 0.23 元 EPS 为基准，给予景区子行业平均合理动态 PE 40 倍，则公司合理目标价为 9.2 元。若再考虑隐性资产杨家界索道的盈利潜力，以及公司未来在张家界市的资源整合可能性，我们给予公司中长期“推荐”的投资评级。

表 6：主要景点类公司的动态 PE 比较

股票代码	股票名称	10.12.28 收盘价	10PE	11PE	12PE
600054	黄山旅游	17.62	36	28	24
000888	峨眉山 A	17.10	35	26	21
002033	丽江旅游	32.84	205	39	32
000978	桂林旅游	12.82	64	31	27
002159	三特索道	17.78	64	39	26
平均:			81	33	26

资料来源：Wind 资讯、中投证券研究所

6 风险提示

资产注入进程低于预期，杨家界索道开发进程低于预期，区域市场竞争加剧对公司经营带来冲击。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	30	14	59	111	营业收入	91	85	371	407
现金	23	8	37	87	营业成本	50	36	198	209
应收账款	1	1	1	1	营业税金及附加	5	4	14	15
其它应收款	2	2	10	11	营业费用	10	8	15	16
预付账款	3	2	11	11	管理费用	26	25	29	30
存货	1	0	0	0	财务费用	20	16	18	18
其他	0	0	0	0	资产减值损失	28	0	0	0
非流动资产	284	294	915	254	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	641	0	投资净收益	0	-7	0	0
固定资产	179	193	188	180	营业利润	-48	-12	96	119
无形资产	63	77	72	67	营业外收入	3	30	0	0
其他	42	24	15	7	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	314	308	975	365	利润总额	-46	17	96	119
流动负债	328	307	801	102	所得税	1	1	24	30
短期借款	98	216	699	0	净利润	-47	16	72	89
应付账款	7	2	10	11	少数股东损益	-6	-0	0	0
其他	223	89	91	91	归属母公司净利润	-41	16	72	89
非流动负债	17	16	16	16	EBITDA	-10	23	134	157
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-0.19	0.07	0.23	0.28
其他	17	16	16	16					
负债合计	345	323	817	119	主要财务比率				
少数股东权益	7	7	7	7	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	220	220	321	321	成长能力				
资本公积	95	95	95	95	营业收入	3.7%	-6.3%	337.0%	9.8%
留存收益	-353	-337	-265	-175	营业利润	-173.5%	-125.3%	686.3%	23.5%
归属母公司股东权益	-38	-22	151	240	归属于母公司净利润	-284.8%	-	351.0%	23.5%
负债和股东权益	314	308	975	365	获利能力				
					毛利率	44.5%	57.2%	46.6%	48.8%
					净利率		-45.7%	18.9%	19.5%
					ROE	108.4%	-72.2%	47.9%	37.1%
					ROIC	65.5%	2.7%	84.8%	128.1%
					偿债能力				
					资产负债率	110.0%	105.0%	83.8%	32.5%
					净负债比率	28.42%	66.91%	85.60%	0.00%
					流动比率	0.09	0.04	0.07	1.09
					速动比率	0.09	0.04	0.07	1.09
					营运能力				
					总资产周转率	0.29	0.27	0.58	0.61
					应收账款周转率	54	52	196	188
					应付账款周转率	8.10	7.86	32.61	19.79
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	-0.19	0.07	0.23	0.28
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	-0.42	0.48	0.58
					每股净资产(最新摊薄)	-0.17	-0.10	0.69	1.09
					估值比率				
					P/E	-	105.44	34.09	27.61
					P/B	-	-	16.32	10.26
					EV/EBITDA	-	77	13	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师, 2010 年《新财富》社会服务业最佳分析师第二名。

主要研究覆盖公司: 中国国旅、中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、金陵饭店、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情。

陈青青: 中投证券研究所旅游行业助理研究员, 理学、经济学双学士, 南开大学经济学硕士, 2010 年 7 月加盟中投证券研究所。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434