

自然景观

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: 9.10 元

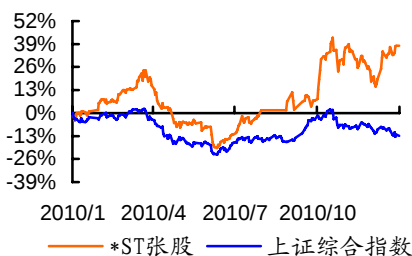
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2695.72
总股本(百万)	220
流通股本(百万)	186
流通市值(亿)	17
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	-0.04
资产负债率	103.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
*ST 张股	17.12	28.90	57.17
上证综合指数	-4.92	-9.39	4.81



相关报告

《*ST 张股-凤凰涅槃 浴火重生》2011-1-4

***ST 张股**

000430

推荐

业绩增长超预期 公司经营即将迈入新阶段

1月25日, 公司发布2010年年报: 公司实现主营业务收入9515.96万元, 同比增加5.08%。发生成本费用9122.06万元, 同比减少13.87%; 实现净利润2012.75万元, 同比去年增加5554.85万元。10年公司EPS为0.09元, 超出我们此前预测值0.07元和公司之前的业绩预测公告给出的0.06-0.08元。

投资要点:

- **公司今年业绩超预期的主要原因有二: 张家界游客市场超预期增长; 宝峰湖景区经过提质改造和加大营销力度后经营效果显著改善。**10年剔除处置公司影响, 公司营业收入同比增长35.49%, 原因在于: ①由于高铁开通和国外游客市场的恢复, 10年张家界旅游市场实现快速增长。大景区接待人数252.8万人次, 同比增长15.7%。作为大景区内重要子景区, 十里画廊人数同比增长19.3%, 加上提价因素, 营业收入增长50.2%。②宝峰湖景区经过提质改造、加大营销, 10年游客达60万人次、营业收入为3753万, 分别同比增长43%和52.17%。
- **营业外收入是今年净利润的主要来源, 摘星只待审批。**与我们前期预期一致, 公司10年全年营业利润略有亏损为-25.5万元, 而营业外净收入(主要来自处置预期贷款)2122.7万元, 从而使全年净利润达2012.8万元, 保壳摘星即将实现。
- **公司不良资产处理完毕, 逾期债务问题全部解决, 2011年轻装上阵。**10年公司处置了湘西地区及其他地区5个主要子公司, 同时, 在大股东支持下, 偿还了7000多万逾期贷款, 并实现收益1940万。这些措施, 使公司消除重大亏损源, 同时, 大幅降低了公司管理、财务费用。
- **11年公司业绩持续高增长可期:**今年, 因世博效应消除和国外游客市场进一步复苏, 张家界旅游市场将继续快速增长, 各景区都将直接受益, 特别是十里画廊、环保车(与大景区门票捆绑销售)将直接受益; 宝峰湖景区提质改造进一步深化, 我们预计11年公司业绩有望超预期。
- **环保车注入进展速度彰显公司改革决心。大股东和政策支持是公司未来发展的重要保障。**1月24日公司公布重大资产重组停牌公告, 预计环保车注入将在本月通过审核, 一季度完成注入。大股东张经投对张股的支持(注入核心资产、提供低息贷款融资、帮助解决历史债务问题等), 是张股重获新生的最重要原因, 也是公司未来发展的重要保证。
- **盈利预测:**在不考虑杨家界索道的情况下, 我们预测11-13年公司EPS分别为0.25/0.30/0.35元。考虑未来潜在资产杨家界索道的盈利能力和景区类子行业平均合理动态估值水平, 给予公司11年40倍PE, 合理目标价在10.0元左右。
- **风险因素:**国际大酒店亏损持续加大; 杨家界索道进展低于预期; 宝峰湖景区提质改造效果低于预期; 环保车经营状况低于预期等。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	95	378	417	457
收入同比(%)	5%	297%	10%	10%
归属母公司净利润	20	81	95	113
净利润同比(%)	-	301%	18%	19%
毛利率(%)	56.1%	46.7%	49.4%	50.8%
ROE(%)	-	9.9%	10.5%	11.0%
每股收益(元)	0.06	0.25	0.30	0.35
P/E	99.48	36.13	30.73	25.92
P/B	-	3.59	3.22	2.86
EV/EBITDA	64	14	12	10

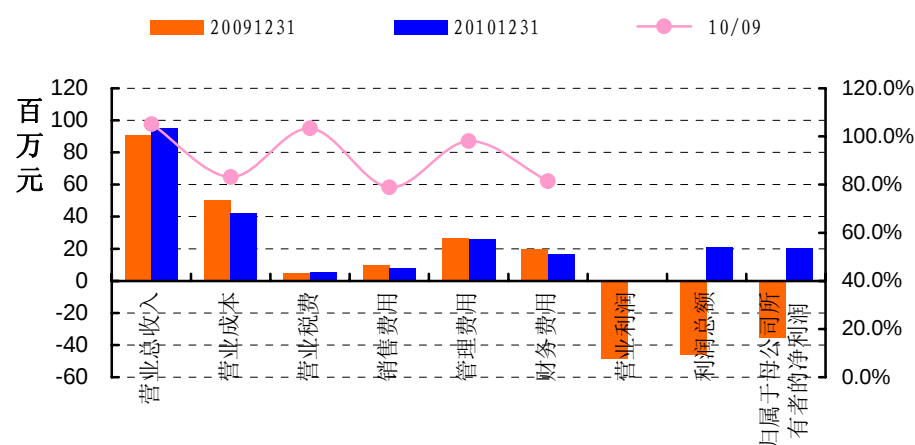
资料来源: 中投证券研究所

表 1: 公司经营活动主要数据

单位: 万人/百万元	2008	2009	2010	09/08	10/09
十里画廊人数	87.4	97.01	115.21	111.00%	118.76%
十里画廊营业收入	-	23.61	35.55	-	150.56%
宝峰湖人数	-	42.49	60.00	-	141.21%
宝峰湖营业收入	27.32	24.66	37.53	90.28%	152.17%
国际大酒店营业收入	12.65	11.09	8.78	87.71%	79.16%
营业总收入	87.33	90.56	95.16	103.70%	105.08%
营业成本	52.16	50.23	41.77	96.30%	83.15%
营业税费	4.59	4.71	4.87	102.75%	103.32%
销售费用	9.14	9.60	7.57	105.06%	78.86%
管理费用	27.28	26.36	25.83	96.65%	97.96%
财务费用	21.46	19.71	16.05	91.84%	81.43%
资产减值损失	388733.40	28.33	-11325.45	0.01%	-
投资净收益	3679.65	0.01	-4594.65	0.00%	-
营业利润	-65.80	-48.39	-0.26	-	-
营业外收入	36.93	2.71	21.62	7.33%	798.68%
营业外支出	3.30	0.61	0.39	18.41%	64.05%
利润总额	-32.17	-46.29	20.97	-	-
所得税	1.81	1.05	2.31	58.19%	219.11%
净利润	-33.98	-47.34	18.66	-	-
少数股东损益	-11.59	-11.92	-1.46	-	-
归属于母公司净利润	-22.39	-35.42	20.13	-	-

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 1: 2010 年*ST 张股主要盈利性数据



资料来源: 公司财报、中投证券研究所

表 2: 公司盈利能力指标分析

	2007	2008	2009
销售毛利率(%)	53.10	40.27	44.53
销售成本率(%)	46.90	59.73	55.47
销售期间费用率(%)	49.60	66.28	61.48

销售费用/营业总收入(%)	7.24	10.47	10.60
管理费用/营业总收入(%)	29.66	31.23	29.11
财务费用/营业总收入(%)	12.70	24.58	21.77
营业总成本/营业总收入(%)	111.60	175.77	153.45
销售期间费用率(%)	49.60	66.28	61.48

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3：公司各主营业务增长预测

主营业务类别	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(万元)				
公司本部（含十里画廊）	4078.64	4708.23	5281.61	5848.64
宝峰湖	3590.80	4363.07	4877.04	5452.69
国际大酒店	737.33	837.94	899.94	967.31
环保车	25615.14	27773.60	30526.42	33289.87
周洛	74.75	100.00	112.00	125.44
合计：	37782.84	41697.01	45683.93	50164.55
主营成本(万元)				
公司本部（十里画廊）	1101.23	1224.14	1320.40	1462.16
宝峰湖	1213.12	1527.08	1706.96	1908.44
国际大酒店	1257.21	1130.90	1153.52	1176.59
环保车	15211.69	16210.97	17562.06	18871.44
周洛	57.74	57.74	63.51	69.87
合计：	18840.99	20150.82	21097.26	22495.60

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	63	399	554	722	营业收入	95	378	417	457
现金	53	355	504	666	营业成本	42	202	211	225
应收账款	0	1	1	1	营业税金及附加	5	14	16	17
其他应收款	9	31	36	41	营业费用	8	15	21	27
预付账款	0	7	8	8	管理费用	26	34	42	37
存货	1	4	5	5	财务费用	16	5	1	0
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	192	680	618	561	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	2	0	3	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	113	658	624	590	营业利润	-0	108	127	150
无形资产	36	4	-19	-42	营业外收入	22	0	0	0
其他非流动资产	39	16	13	11	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	255	1079	1171	1282	利润总额	21	108	127	150
流动负债	265	209	212	210	所得税	2	27	32	38
短期借款	92	0	0	0	净利润	19	81	95	113
应付账款	4	23	24	25	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	168	186	188	185	归属母公司净利润	20	81	95	113
非流动负债	0	57	51	51	EBITDA	31	141	173	196
长期借款	0	40	40	40	EPS (元)	0.09	0.25	0.30	0.35
其他非流动负债	0	17	11	11					
负债合计	265	265	263	261	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	220	321	321	321	成长能力				
资本公积	90	731	731	731	营业收入	5.1%	297.0%	10.4%	9.6%
留存收益	-320	-240	-145	-32	营业利润	-	-	17.6%	18.6%
归属母公司股东权益	-10	813	908	1020	归属于母公司净利润	-	301.4%	17.6%	18.6%
负债和股东权益	255	1079	1171	1282	获利能力				
					毛利率(%)	56.1%	46.7%	49.4%	50.8%
					净利率(%)	21.2%	21.4%	22.8%	24.7%
					ROE(%)	-	9.9%	10.5%	11.0%
					ROIC(%)	-	22.9%	29.2%	39.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	103.7	24.6%	22.5%	20.4%
					净负债比率(%)	34.77	15.07%	15.20	15.30%
					流动比率	0.24	1.91	2.61	3.43
					速动比率	0.23	1.89	2.59	3.41
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.57	0.37	0.37
					应收账款周转率	66	272	271	297
					应付账款周转率	7.26	14.78	8.91	9.09
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.06	0.25	0.30	0.35
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.71	0.38	0.44
					每股净资产(最新摊薄)	-0.03	2.53	2.83	3.18
					估值比率				
					P/E	99.48	36.13	30.73	25.92
					P/B	-199.6	3.59	3.22	2.86
					EV/EBITDA	64	14	12	10

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