

社会服务行业

报告原因：年报

2011 年 1 月 27 日

市场数据：2011 年 1 月 24 日

总股本/流通股本(亿股)	2.2/1.86
收盘价(元)	9.10
流通市值(亿元)	16.92
1 年内最高最低价(元)	9.86/5.15
PE/PB	109/

基础数据：2010 年 12 月 31 日

资产负债率	109.65%
毛利率	56.11%
净资产收益率（摊薄）	

相关研究

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760207120049

TEL: 010-82190386

Email: jialiguo@sxzq.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

*ST 张股

(000430)

增持

摘“星”注“资”

涅槃重生

维持评级

公司研究/点评报告

年报概况

- 2010 年度公司接待中外游客 186.11 万人次，比去年同期 174.21 万人次增长 11.90 万人次，增幅 6.83%；实现主营业务收入 9,515.96 万元，较去年同期 9,055.54 万元增长 460.42 万元，增幅 5.08%；发生成本费用 9,122.06 万元，较去年同期 10,590.88 万元减少 1,468.82 万元，减幅 13.87%；实现净利润（归属于母公司股东的净利润）2,012.75 万元，较上年同期-3,542.09 万元增加 5,554.85 万元，实现每股收益 0.09 元较上年同期-0.16 元增加 0.25 元。

点评

- **主业微增，营业外收入大增，多方努力，摘星有望。**鉴于公司 2008 年、2009 年连续两年亏损，2010 年 2 月 8 日公司股票实行“退市风险警示”特别处理，股票简称由“ST 张家界”变更为“*ST 张股”。2010 年公司经过多方整合和采取各项措施，2010 年实现净利润为 1866.46 万元，实现归属于上市公司股东的净利润为 2012.75 万元，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 166.4 万元。虽然主营业务增长还不是特别明显，主要是依靠营业外收入实现净利润增长，但是依据深圳证券交易所规则规定，公司实现股票简称将由“*ST 张股”变更为“ST 张家界”符合规定。
- **注入盈利性资产将改变公司主营单一和盈利状况较差的现状，涅槃重生有望。**1 月 28 日，公司公告重大资产重组事项获得证监会并购重组审核委员会审核通过。公司注入的资产为环保客运 100%股权。环保客运公司所对应的标的股权评估值为 64,108.63 万元人民币，发行价为 6.36 元每股，定向增发 100,799,732 股，增发后总股本变为 320,835,149 股。注入资产以 2010 年实现净利润 4841 万为标准，PE 只有 15.86 倍，远远低于旅游类上市公司 PE 水平。我们从图表 1：环保客运公司最近 5 年和未来 3 年营业收入和增速情况和图表 2：环保客运公司最近 5 年和未来 3 年净利润和净利润率情况及图表 3：环保客运公司按 PE30 倍相对应可增厚每股收益与相应股价情况，非常明显，环保客运公司最近 5 年来盈利比较稳定，资产质量良好，如果资产注入成功，明显提高公司盈利能力和估值水平。
- **公司 2010 年剥离部分不良资产后，盈利能力显著提升。**2010 年公司转让了猛洞河公司 100%股权、坐龙峡公司 100%股权、德夯公司 80%



股权、临湘山水公司50%股权，因当地政府收回道吾山景区经营权，注销了浏阳山水公司。2010年公司盈利能力明显增强，三项期间费用率最近3年来呈下降趋势，公司的管理能力正逐步提高。公司的盈利能力增强情况可见图表4：公司2010年盈利能力明显增强和图表5：公司最近3年来三项期间费用率逐年下降。

- **虽然公司费用率下降，但2010年公司营业利润仍为负值，公司注入之前的资产盈利还待时日。**2010年年报显示，公司实现营业收入9515万元，实现营业总成本9495万元，实现资产损失和投资收益为-159万元，最终公司实现营业利润为-25.54万元。而公司的营业外收入2010年就达到2161万元，2010年营业外收入的实现驱动了公司净利润的增长。我们看好公司宝峰湖未来的盈利前景，对国际大酒店未来的盈利前景持谨慎态度，认为湖南周洛旅游开发有限公司尚在培育期，张家界市杨家界索道有限公司仍然在筹建阶段，处于婴儿时期，短期难以贡献利润。
- **宝峰湖未来的盈利前景良好。**截止2010年12月31日，宝峰湖公司总资产为10,578.23万元，与2009年持平；净资产为4167.73万元，较2009年增加35.27%；2010年度该公司共实现主营业务收入3,573.08万元，较2009年增加52.17%；净利润1086.65万元，同比增加188.29%。其增加的主要原因随着经济的复苏，张家界旅游形势好转，公司在提质改造的同时狠抓品牌营销与渠道营销，旅游接待人次较上年有了较大提高。宝峰湖的净利率高达30%，随着旅游业的大力发展，未来盈利前景良好。
- **张家界国际大酒店未来的盈利前景持谨慎态度。**截止2010年12月31日，国际酒店总资产为8,004.05万元，较上年同期减少6.44%，净资产为-4,700.28万元，较上年同期减少8.26%，2010年度该公司共实现主营业务收入878.07万元，较上年同期减少20.84%，实现净利润-358.63万元。国际酒店业绩下降的主要原因是：①近几年来张家界地区高星级酒店的不断涌现，而张国际酒店开业10年来没有经过大的装修，酒店设施陈旧、老化，致使高端客源流失。②随着张家界旅游业的发展，张家界酒店业也发展较快，各种档次的酒店竞争激烈，“价格战”愈演愈烈，2010年张国际酒店客房平均出租率较上年同期增长了15.68%，平均房价较上年同期下降24.30%。
- **湖南周洛旅游开发有限公司尚在培育期。**截至2010年12月31日，周洛



公司总资产为491.37万元，较上年同减少11.5%，净资产为454.85万元，较上年同期增加5.9%。2010年该公司实现主营业务收入71.15万元，较上年同期减少22.07%，实现净利润25.54万元。该公司收入下降主要原因是产品缺乏特色，营销力度较以往有所减弱，本期因浏阳山水公司注销冲回计提的坏账准备76.11万元而产生盈利。

- **张家界市杨家界索道有限公司仍然在筹建阶段，处于婴儿时期，短期难以贡献利润。**截止期末实际出资额为1500万元（第一期出资），本公司持有 该公司10%的股权，本公司控股子公司宝峰湖公司持有其90%的股权。截止期末杨家界索道仍然在筹建阶段，总资产为19,905,469.49（其中在建工程19824490.60元）较2009年增加4,619,637.85元。

催化因素

- 张家界市被国家旅游局列入全国综合改革实验区四个首批试点城市之一；
- 作为张家界唯一的国有控股旅游类上市公司，随着公司基本面的不断改善和资产重组工作的全面完成，公司将在未来张家界旅游产业发展过程中得到更大力度的政策支持，也将获得更多的市场发展机会；
- 2011年度公司计划接待游客人次达167.5万人，计划实现营业收入8918万元，计划实现营 业利润扭亏为盈。

风险因素

- **宏观政策风险和自然灾害风险：**人民币升值将带来入境游价格上涨，海外客源市场将受到一定影响；居民收入增速低于通胀速度，将对国内中低收入居民出游带来一定负面影响；自然灾害对旅游人次的影响。
- **市场或业务经营风险：**公司下属宝峰湖景点属于二线景点，从目前发展趋势看，二、三线景点的市场竞争日趋加剧，如果没有正确的营销策略，不能根据市场变化对营销政策及时进行调整，宝峰湖景区的收入可能会较大波动；公司下属十里画廊观光电车目前前接待人次已超过设计容量，存在超负荷运行的情况，在高峰时段可能因接待能力问题损失部分客源。如果不加以投入改造，将影响到该项目未来的发展；公司下属的国际酒店持续下滑，公司正在采取措施压缩其经营规模，调整其经营策略，但预计2011年张家界星级酒店市场竞争将会更加激烈。

烈，国际酒店在2011仍然可能产生较大的经营亏损。

- **财务风险:** 公司在2010年12月31日，公司的流动负债高于资产总额955万元。存在可能导致持续经营能力产生重大疑虑的事项。截至本报告期末，公司实际可供股东分配利润为-320,385,054.25元。

投资评级

- 我们认为公司在2011年将实现摘“星”，如果2011年资产注入完成，去掉ST的帽子在2012年将实现，公司在摘“星”注入优质资产后，在当地政府和自身管理能力提升前提下，将有可能迎来涅槃重生。如果公司2011年资产注入完成，股本增加，我们给公司2011年EPS为0.15元，2012年EPS为0.16元和2013年EPS为0.18元的盈利预测，公司最近股价走势明显高于大盘走势，见图表6：公司二级市场走势显示近期有资金流入，从图表我们也可以看出，机构持仓成本大概在8元到9元之间，公司目前股价为8.8元/股，我们认为公司目前价格相对比较合理，但考虑到二级市场的惯性，我们认为公司股价仍有一定的上涨空间，暂给公司“增持”评级。

附：

图表1：环保客运公司最近5年和未来3年营业收入和增速情况

图表2：环保客运公司最近5年和未来3年净利润和净利润率情况

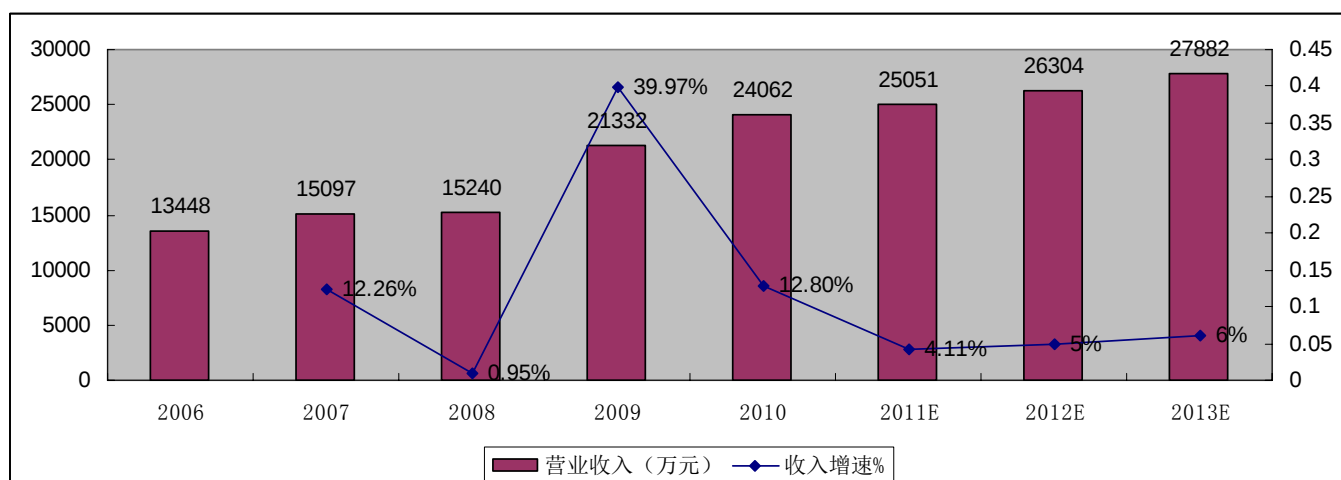
图表3：环保客运公司按PE30倍相对应可增厚每股收益与相应股价情况

图表4：公司2010年盈利能力明显增强

图表5：公司最近3年来三项期间费用率逐年下降

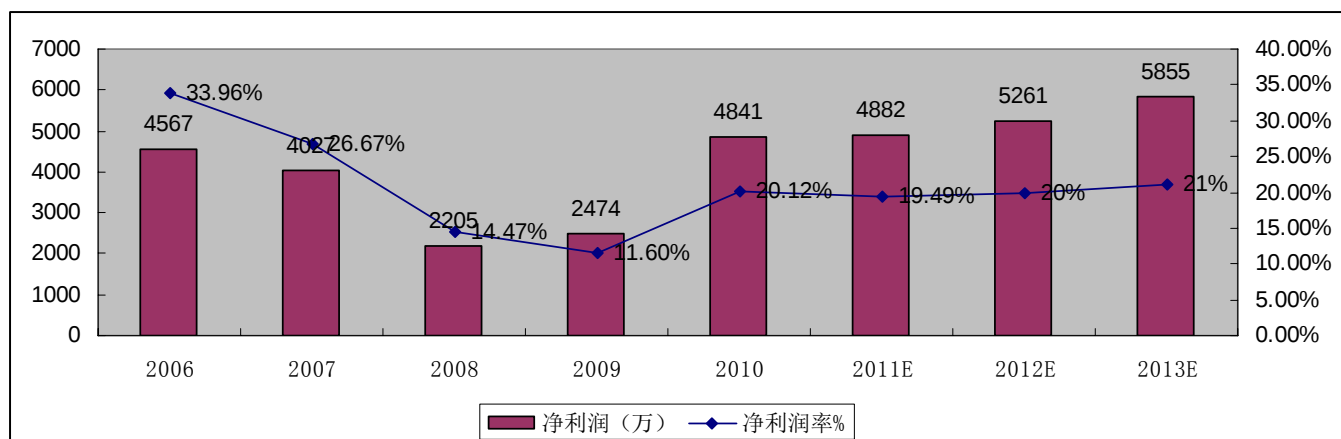
图表6：公司二级市场走势显示近期有资金流入

图表1: 环保客运公司最近5年和未来3年营业收入和增速情况



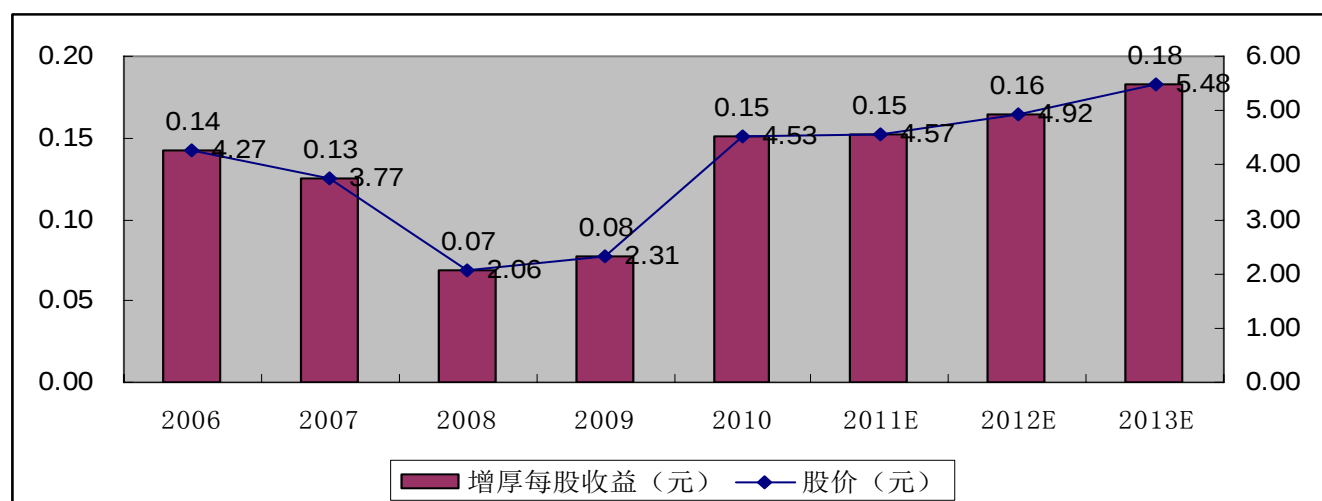
资料来源: 山西证券研究所 公司公开资料

图表2: 环保客运公司最近5年和未来3年净利润和净利润率情况



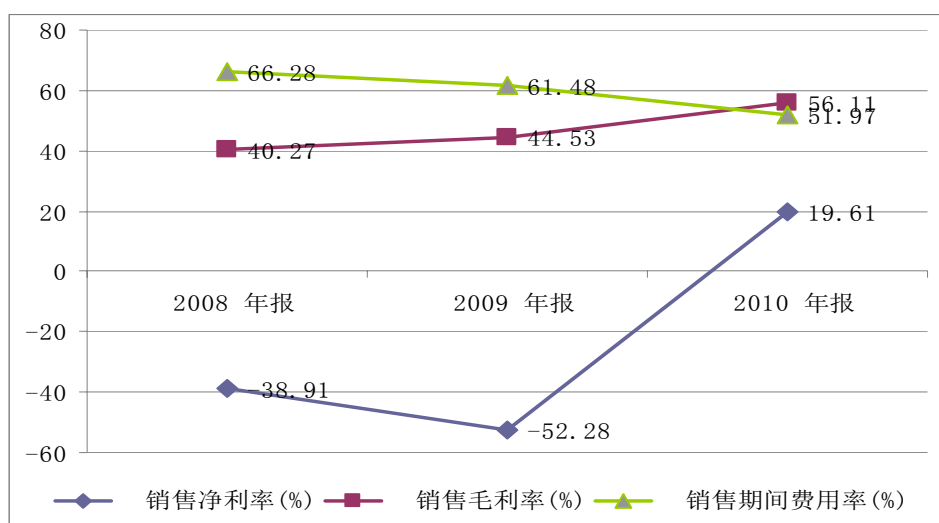
资料来源: 山西证券研究所 公司公开资料

图表3: 环保客运公司按PE30倍相对应可增厚每股收益与相应股价情况



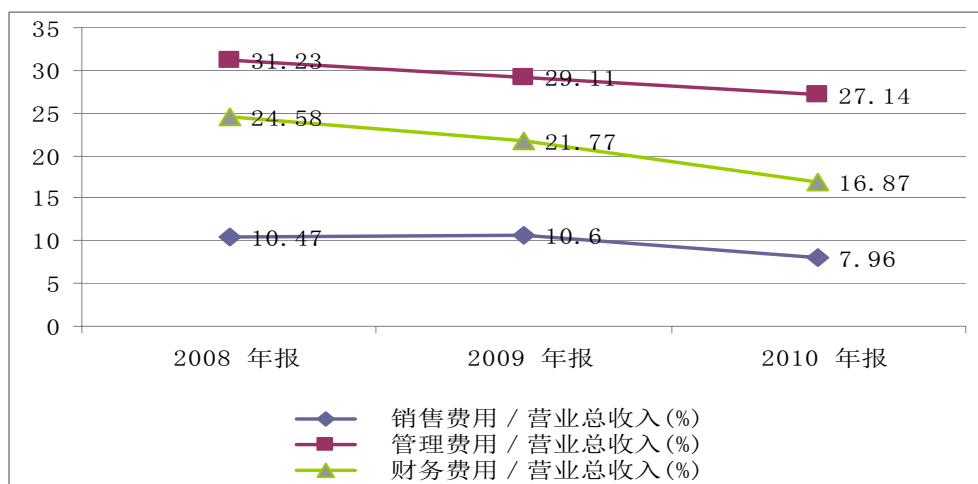
资料来源: 山西证券研究所 公司公开资料

图表4：公司2010年盈利能力明显增强



资料来源：山西证券研究所 公司公开资料

图表5：公司最近3年来三项期间费用率逐年下降



资料来源：山西证券研究所 公司公开资料

图表6：公司二级市场走势显示近期有资金流入



资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。