

方正证券研究所

分析师：陈翀

执业证书编号：S1220109042188

TEL: 010-68584861

E-mail: chencong@foundersc.com

联系人：王朗其

TEL: 010-68582897

Email: wanglangqi@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	95.16	477.13	560.44	659.86
(+/-)	5.08%	401.40%	17.46%	17.74%
净利润	20.13	24.05	28.97	44.49
(+/-)	-156.82%	19.50%	20.46%	53.55%
EPS(元)	0.09	0.11	0.13	0.20
P/E	99.81	83.52	69.34	45.15

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

资源价值珍贵，环保客运打开未来新局面

ST 张家界(000430)

公司投资价值分析报告
2011.04.30 增持

餐饮旅游行业

投资要点

※公司立足张家界核心景区，战略地位重要。公司发展主要立足于张家界武陵源景区，环保客运的注入之后，公司真正进入了张家界景区的核心，公司拥有了张家界核心景区的利润分配权。此次非公开发行收购环保客运是在具有政府背景的控股股东积极推动下成行，公司可以看作是张家界市政府重点旅游项目的政府性融资平台和投资主体，具有极高的战略地位。

※张家界旅游市场不断升温。张家界核心景区武陵源区“十二五”规划中提出要保持旅游业较快增速，旅游产业支柱作用进一步增强。坚持以国内旅游市场为重点，积极拓展海外客源市场。在进一步巩固周边地区和珠三角、长三角、环渤海湾以及港澳台、韩国、东南亚等重点客源市场的基础上，大力开发国内大中城市以及中亚、北欧、西欧、澳洲等客源市场。我们预计临近省份以及港澳台地区有望成为新的客源增长市场。

交通持续改善，公路、铁路、高铁以及荷花机场的建设以及改扩建等基础建设有望进一步推升游客量。张家界成为国家首批旅游综合改革试点城市之一，有望在财政转移、税收、融资方面以及土地政策放宽、交通通讯等基础建设支持、航权签证等有利于当地旅游业发展各个方面得到政府和当地区域政策的支持。

※盈利预测与估值。我们预计 2011-2013 年公司 EPS 为 0.11、0.13、0.20 元/股，公司注入环保客运后整体盈利能力改善，旅游行业以及张家界旅游市场持续走强，我们看好公司发展平台。

2008 年八部委禁止门票经营权或风景区开发权打包上市，因此，拥有国家高等级景区门票经营权的上市公司具有高度的稀缺性，景区类上市公司 PE 较行业平均应享有有一定的溢价率。公司目前市值 17 亿元，相比较其他拥有一线景区资源的上市公司，目前的市值并不高，作为张家界市唯一的国有控股上市公司，不排除进一步的资产整合的可能，考虑到盈利预测中未加入杨家界在 2012 年的利润贡献，建议按照 2012 年业绩给予 55 倍市盈率，目标价 11 元，给予“增持”评级。

※风险提示。旅游市场整体发展低于预期，游客人数大幅下降带来的风险。

一、公司立足张家界核心景区，战略地位重要

1、主要业务立足景区

公司是旅游行业最早的上市公司之一，曾经被称为“中国山水旅游第一股”。公司曾经拥有宝峰湖、猛洞河、十里画廊、德夯、道吾山、坐龙峡、国际酒店等位于张家界、湘西自治州、长沙的著名景点和旅游企业。虽说公司股票代码称为张家界，但公司却涉足不同地域的景区资源，一直以来公司的景区缺乏有利的管理，经营效果并不好，除去张家界的几个著名景区存在盈利以外其他景区基本一直处于亏损的状态。

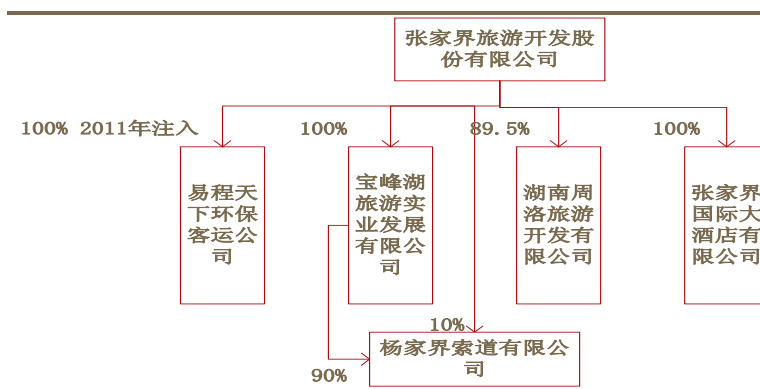
2010 年，公司开始一系列不良资产清理，先后出售临湘、猛洞河、坐龙峡以及德夯四家公司的股权，由于浏阳市政府收回吾道山景区经营权，并注销了浏阳山水公司。现在，除去周洛景区业务以外，公司主要的业务架构均立足于张家界，包括十里画廊观光电车、宝峰湖景区门票与经营、张家界国际大酒店的经营以及正在建设的杨家界索道经营。2011 年公司预计投入 10,000 万元用于对十里画廊观光车、宝峰湖景区的提质改造工作、杨家界索道项目的建设，公司未来的成长点体现在对景区业务的深度挖掘上。

图表 1 公司历年经营状况不佳

(百万元/元)	主营业务收入	营业利润	净利润	扣除非经常性损益后的净利润	每股收益	每股净资产
2001	49.46	17.95	17.39	3.82	0.095	1.14
2002	76.40	19.28	15.37	18.70	0.084	1.20
2003	82.25	19.53	17.24	16.37	0.094	1.29
2004	125.91	19.32	1.92	16.95	0.0104	1.32
2005	142.65	0.18	-66.51	-2.60	-0.014	1.01
2006	167.63	13.71	-120.92	3.05	-0.659	0.31
2007	163.53	-18.96	5.39	-23.43	0.029	-0.46
2008	87.33	-65.80	-21.84	-51.85	-0.119	-0.23
2009	90.56	-48.39	-35.42	-43.39	-0.193	-0.17
2010	95.16	-0.26	20.13	1.26	0.091	-0.05

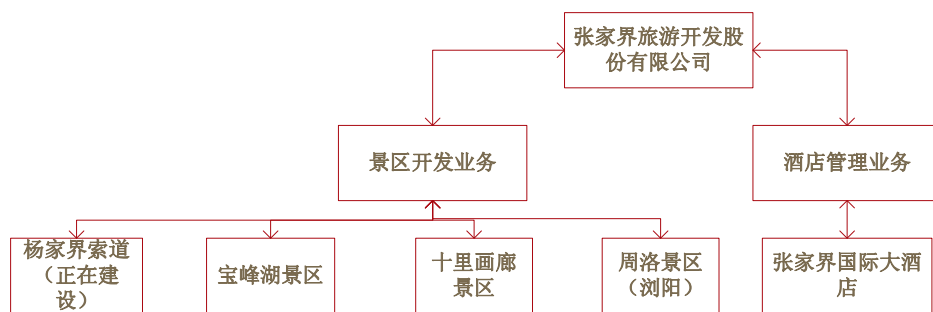
资料来源：公司年报 方正证券研究所

图表 2 公司现有组织结构图



资料来源：公司资料 方正证券研究所

图表 3 公司现有业务板块



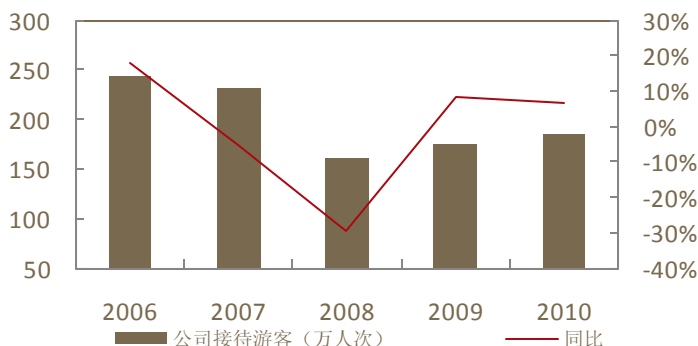
资料来源：公司资料 方正证券研究所

2、 主营业务有望迎来业绩反转

从公司的经营历程来看，旅游业一直是公司主要的收入来源，收入构成基本维持在 85%以上，虽然公司拥有多处风景名胜区的开发与经营权，但是除了宝峰湖旅游实业发展有限公司（宝峰湖公园的门票收益权）能逐年稳定贡献利润外，其余均从 2004 年开始逐年亏损。现在公司终于能摆脱不良资产轻装上阵，并在张家界市政府的管理下解决了所有债务以及诉讼。

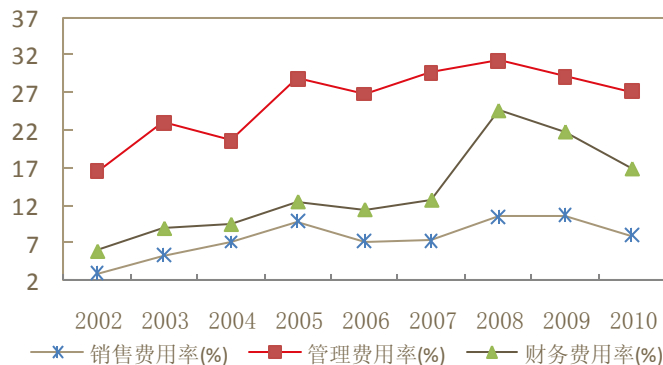
2010 年，公司实现营业收入 9500 万元，同比增长 5.1%；公司净利润 2012 万元，成功扭亏为盈，并于 2011 年成功摘星，如果在 2012 年扣除非经常性损益后能够盈利并且股东权益为正，2012 年则能摘帽。

图表 4 公司接待游客量开始逐步增长



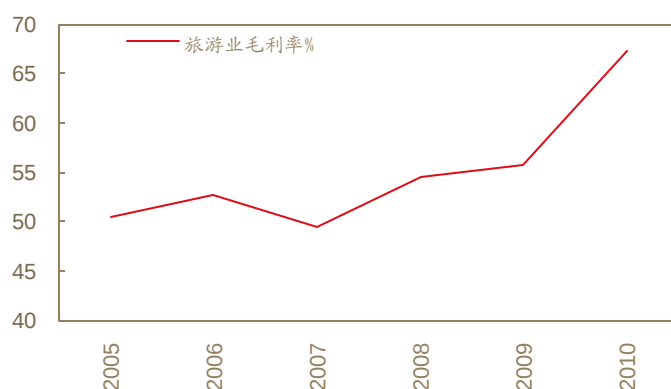
资料来源：公司年报 方正证券研究所

图表 5 公司三项费用率逐渐向好



资料来源：公司年报 方正证券研究所

图表 6 公司旅游业务毛利率显著提升



资料来源：公司资料 方正证券研究所

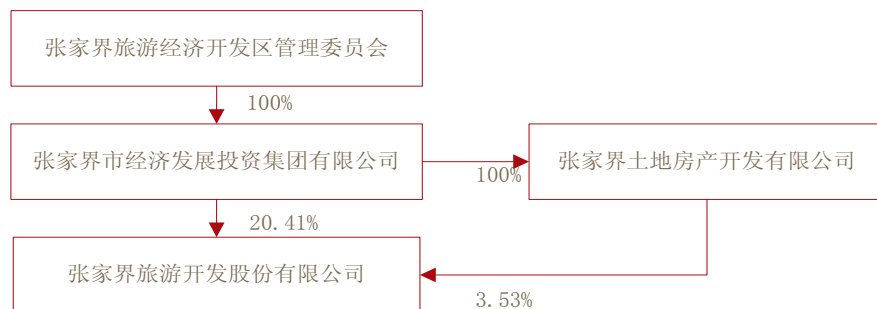
3、 注入优质资产，利润分配权扩大

2011 年，张经投集团以其持有的张家界市易程天下环保客运有限公司 51%股权认购公司非公开发行股票总数的 51%之股份，武陵源旅游公司以其持有的环保客运 30%股权认购张股公司本次非公开发行股票总数的 30%股份，森林公园管理处以其持有的环保客运 19%股权认购张股公司本次非公开发行股票总数的 19%股份，合计作价人民币 64,108.63 万元认购非公开发行的 100,799,732 股，发行价格为人民币 6.36 元/股。

环保客运主要从事在张家界市武陵源核心景区内以环保客车为交通工具向游客提供运输服务。根据张家界市武陵源区人民政府于 2002 年 4 月 15 日做出的张武政发[2002]04 号决定，环保客运享有武陵源核心景区内游客运输独家经营权，期限为 45 年。环保客运现有 203 台武陵源景区环保车，从武陵源核心景区门票（现价 245 元/张）中分得 65 元（其中 60 元车票，5 元物价调节基金）。环保客运拥有索溪峪标志门至梓木岗、天子山贺龙公园至天下第一桥，森林公园老磨湾至黄石寨下站等线路的公路资产及相关设施。

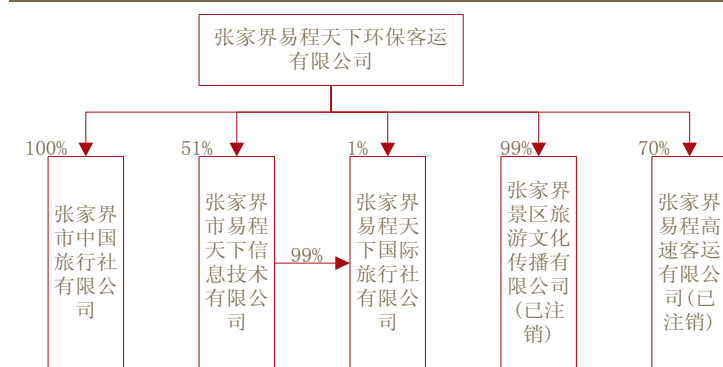
环保客运的注入之后，公司真正进入了张家界景区的核心，由于张家界景区的特殊环境分布，因此整个占地面积很大，景点与景点之间必须依靠客运的支持，也就是说公司拥有了张家界所有核心景区的利润分配权。此次非公开发行收购环保客运可以说是在具有政府背景的控股股东积极推动下才可成行，公司可以看作是张家界市政府重点旅游项目的政府性融资平台和投资主体，具有极高的战略地位。

图表 7 公司股权结构图



资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 8 环保客运股权结构图



资料来源：公司资料 方正证券研究所

若不考虑环保客运因素，根据上市公司 2010 年年度报告，截至 2010 年 12 月 31 日，上市公司资产总额 25,507.45 万元，净资产-955.39 万元，每股净资产-0.0046 元，2010 年度的每股收益为 0.0915 元；若考虑环保客运因素，根据中审国际出具的“中审国际审字[2011]第 01020053 号”上市公司 2009 年度及 2010 年度合并备考财务报表审计报告，截至 2010 年 12 月 31 日，公司净资产 19,160.33 万元，归属于母公司的所有者权益 19,112.57 万元，每股净资产 0.60 元，2010 年度每股收益为 0.26 元。上市财务状况和盈利能力得到大幅提升。

图表 9 环保客运对公司营业状况起到正面影响

项目（元）	2010 年考虑环保客运	2010 年年报	2009 年考虑环保客运	2009 年年报
营业收入	405,250,473.93	95,159,578.62	303,880,034.34	90,555,373.11
营业利润	73,769,915.14	-255,352.98	-8,559,535.01	-48,390,206.34
利润总额	103,176,435.88	20,971,768.05	-7,205,575.60	-46,291,035.76
净利润	81,946,501.56	18,664,647.15	-20,466,165.55	-47,343,974.61
归属于母公司所有者的净利润	83,409,370.95	20,127,518.89	-8,543,138.84	-35,420,943.29
基本每股收益	0.26	0.09	-0.03	-0.16

资料来源：公司资料 方正证券研究所

环保客运注入公司后，公司增加了游客运输业务，资产负债率明显下降、流动比率及速动比率指标显著上升，公司偿债能力增强。

图表 10 环保客运增强公司偿债能力

项 目	2010 年不考虑环保客运	2010 年考虑环保客运	2009 年不考虑环保客运	2009 年考虑环保客运
资产负债率	103.75%	57.18%	109.98%	59.94%
流动比率	0.24	0.43	0.09	0.64
速动比率	0.23	0.41	0.09	0.12

资料来源：公司资料 方正证券研究所

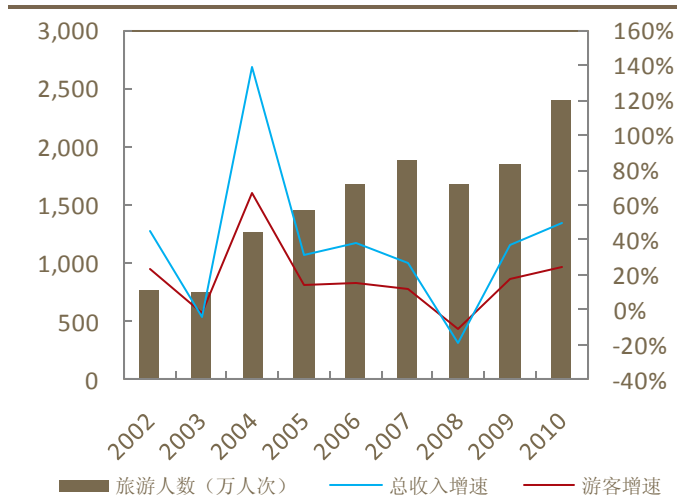
二、 张家界旅游市场不断升温

1、 临近省份以及港澳台地区有望成为新的客源增长市场

张家界旅游景区由中国第一个国家森林公园——张家界国家森林公园和天子山自然保护区、索溪峪自然保护区、杨家界四大景区组成，其中张家界国家森林公园、索溪峪风景区、天子山风景区三大景区构成的武陵源自然风景区于 1992 年、被联合国教科文组织列入《世界自然遗产名录》。风景游览区面积 264.6 平方公里，是中国首批入选的世界自然遗产、世界首批地质公园、国家首批 5A 级旅游景区。

武陵源世界自然遗产地独特的石英砂岩峰林为国内外罕见，具有不可比拟、不可替代，不可分割等特点而成为奇艳超群的景观，其自然遗产价值主要表现在具有突出价值的地质地貌、奇特多姿的地貌景观、完整的生态系统与丰富的生物多样性。国内外专家、学者赞誉武陵源是“大自然的迷宫”和不可思议的“地球纪念物”。根据官方公布的数据，2005 年张家界全市各景点接待游客为 1,453 万人次，2006 年接待游客 1,676 万人次，2007 年接待游客 1,878 万人次，2008 年接待游客 1,679.13 万人次，2009 年接待游客 1,928.42 万人次，2010 年接待游客 2,404.82 万人次。

图表 11 张家界旅游人数经历过低潮开始恢复



资料来源：张家界市统计公告 方正证券研究所

图表 12 张家界旅游市场逐步回暖

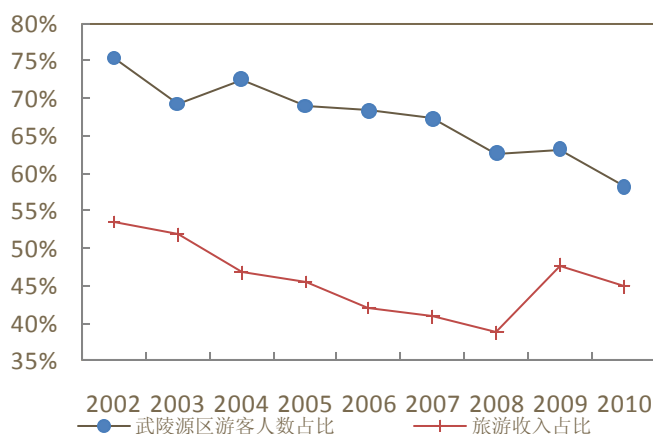
	旅游人数	同比	境外游客	同比	旅游总收入	同比	门票收入	门票同比	门票占比	外汇收入	同比
2002	773.64	23.20%	30.98	22.00%	32.8	22.10%	-	-	-	0.5049	36.80%
2003	759.58	-1.80%	35.73	15.40%	32.01	-2.30%	3.07	-1.40%	9.59%	0.6193	22.60%
2004	1269	67.10%	90	152.80%	55.21	72.20%	5.67	179.40%	10.27%	1.65	166.30%
2005	1453	14.50%	128.79	42.60%	64.35	16.90%	7.31	28.80%	11.36%	2.57	50.90%
2006	1676	15.30%	127	-1%	79.38	23.40%	9.6	31.30%	12.09%	2.35	-3.60%
2007	1878	12.10%	125.9	-1.20%	91.25	15%	11.12	15.90%	12.19%	2.39	1.80%
2008	1679.13	-10.60%	105.85	-15.90%	83.49	-8.50%	8.62	-22.50%	10.32%	2	-16.20%
2009	1847.74	17.40%	80.68	-23.80%	100.2	20.00%	9.1	5.60%	9.08%	1.47	-26.70%

2010 2404.82 24.70% 148.83 84.50% 125.32 25.10% 12.66 39.10% 10.10% 2.77 87.60%

资料来源：张家界市统计公告 方正证券研究所 （注：人数单位：万人次；收入单位：亿元；外汇收入：亿美元）

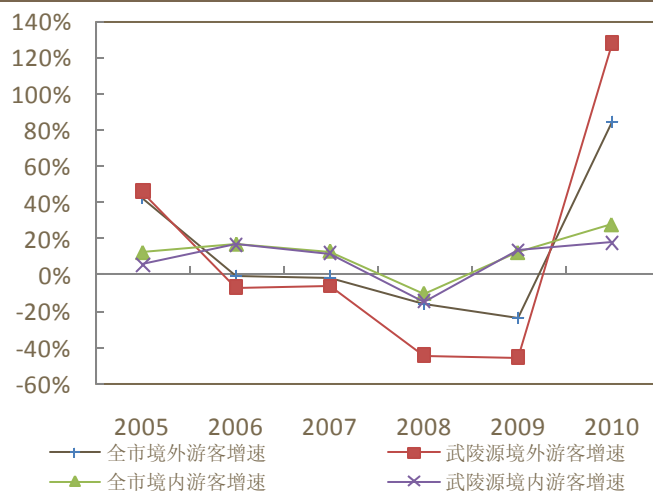
张家界旅游业接待国内外游客人数的同比增速，2004 年达到最高峰 67.1%，2005 年开始回落，2008 达到低峰-10.6%，2009 年反弹至 17%，2010 年达到 20%以上，我们预计旅游人数的增幅将趋于平稳和持续的态势，预计 2011 年全年可以维持 25%左右的增速。核心武陵源区的游客亦表现出相同态势，经过 2008 年的调整过后，逐步表现出回暖的迹象，2009 年游客人数 1167.4 万人次，同比增加 11%，而 2010 年增速达到 19.88%，预计 2011 年核心景区的游客数量会保持 15%以上的增长。

图表 13 武陵源区旅游市场份额下滑仍然占比最重



资料来源：张家界市统计公告 方正证券研究所

图表 14 境外游客增幅拉动游客增速

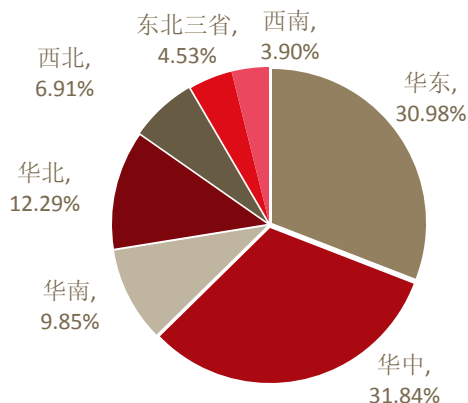


资料来源：张家界市统计公告 方正证券研究所

因为宝峰湖是张家界武陵源区的重要旅游景点，那么从分析宝峰湖的游客构成，我们可以窥视整个武陵源旅游的市场结构。2009 年客源市场排位前十位省的分别是：湖南、上海、广东、北京、江苏、陕西、湖北、山东、辽宁、浙江。客源市场排位后十位的分别是：西藏、新疆、海南、青海、广西、江西、贵州、宁夏、甘肃、吉林。和 2008 年相比，处于增长前十位的客源市场是：湖北、青海、湖南、福建、宁夏、陕西、四川、贵州、重庆、辽宁。处于下滑前十位的客源市场是：西藏、江苏、广东、广西、浙江、安徽、新疆、河南、北京、甘

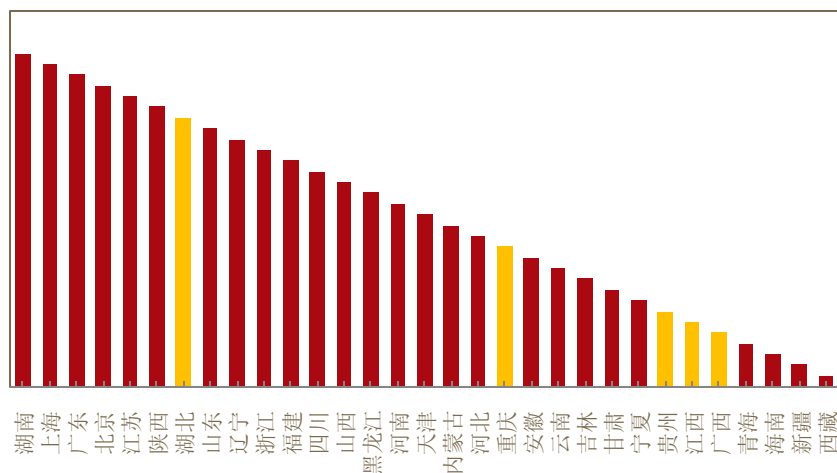
肃。基本趋于成熟稳定的客源市场是：湖南、湖北、上海、广东、北京、江苏、陕西、山东、辽宁、浙江。与湖南省相邻的湖北、重庆、贵州、广西、江西，来宝峰湖的客人数占本省人数的百分比位次分别位于第 7、19、25、26、27 位，仅占境内客源的 6.54%。那么，因为相邻省份具有地缘优势而且市场空间巨大，因此我们预计临近省份可为张家界带来新的增长份额。

图表 15 华中省份占武陵源境内游客比重最大



资料来源：武陵源统计局 方正证券研究所

图表 16 武陵源境内游客构成中临近省份排名靠后提升空间大

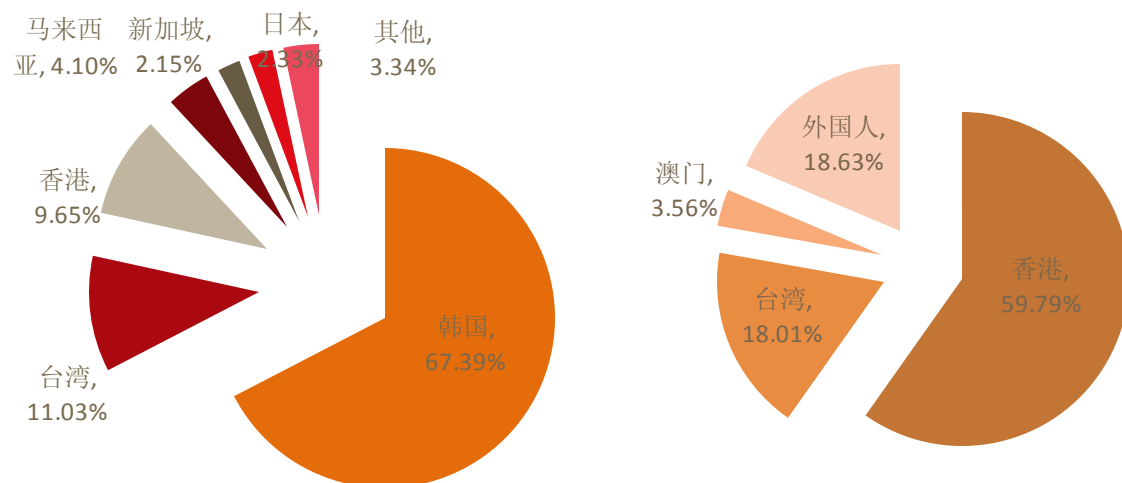


资料来源：武陵源统计局 方正证券研究所

从武陵源境外游客构成中来看，韩国一直保持着入境游客量第一的地位，韩国对于整个武陵源乃至张家界市场来说十分重要，同时也给张家界旅游市场带来了极大的风险以及不稳定性。与全国的入境游比例相比较而言，国内主要的入境游客仍然以港澳台为主，外国游客占比为 15%左右，而张家界包括韩国在内的外国游客占比将近超过 80%，形成与国内旅游市场相左的一个景象，未来的主要成长空间在港澳台以及其他东南亚客源地区，预计这部分将给武陵源张家界旅游市场带来新的增长。武陵源“十二五”规划中提出要保持旅游业较快增速，旅游产业支柱作用进一步增强。到 2015 年，旅游总人次超过 2000 万人次，年均增速不低于 10%，其中境外游客超过 53 万人次，增速不低于 12%；旅游总收入超过 80 亿元，年均增速不低于 15%。坚持以国内旅游市场为重点，积极拓展海外客源市场。在进一步巩固

周边地区和珠三角、长三角、环渤海湾以及港澳台、韩国、东南亚等重点客源市场的基础上，大力开发国内大中城市以及中亚、北欧、西欧、澳洲等客源市场。

图表 17 韩国占武陵源张家界境外游客比重最大 图表 18 国内入境游客以港澳台为主



资料来源：国家旅游局 武陵源统计局 方正证券研究所

图表 19 张家界旅游景区图



资料来源：张家界旅游网 方正证券研究所

2、交通改善进一步推升游客量

正在建设中的张花高速，张家界-凤凰-重庆，将于 2013 年通车，这将吸引重庆的周边游客。

黔张常铁路为国家一级铁路，设计时速 200 公里以上；西起重庆市黔江区，途经湖北省、湖南省，经张家界市到达常德火车站；预计将于 2011 年开工，2013 年通车。将连接西部与东中部，吸引更多中部游客。

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。

武广高铁极大促进了沿线游客量增加。武广高铁正式开通运营后，成功构建了连接武汉、长沙、广州三地的黄金旅游廊道，成为贯穿湖北、湖南、广东三省，沟通长江流域和珠江流域的旅游桥梁。武广高铁分别以武汉、长沙、广州为起点，在武汉城市群、长株潭城市群和珠三角经济区的基础上形成三个南北相接的“1h 旅游圈”。

环景区道路建设也在不断改善。在武陵源区“十二五”规划中提到，在修建环景区公路的同时，完成环景区公路与周边高速公路、省道、县道的道路联接，尤其加强从东部慈利和西部桑植县进入武陵源的交通建设。规划修建张龙高速公路连接线、X020 教分线（与 S228 连接）、天子山至桑植分水岭线（与 S305 连接）、中湖至桑植瑞塔铺线，与龙阳公路（常张高速连接线）一起构成外通内联的交通格局。

3、张家界成为首批旅游综合改革试点城市

旅游业综合改革试点工作正式启动，成都、秦皇岛、舟山、张家界成为首批试点城市。国家旅游局表示，将把综合改革试点工作纳入“十二五”规划和明年的重点工作。国家旅游局局长邵琪伟表示，开展旅游综合改革试点是《国务院关于加快发展旅游业的意见》中提出的重要任务，也是启动新时期全国旅游改革工作的重要内容。邵琪伟指出，推动旅游综合改革要坚持五个指导原则：一是坚持以改革促进科学发展，二是坚持以市场化为导向，三是坚持以体制机制的建立健全和创新为重点，四是坚持与国家总体战略相结合，五是坚持以开放促改革。邵琪伟强调，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。

此外，国家旅游局副局长杜一力还表示，试点城市和省级政府、国家旅游局都要明确领导机构和工作机制，明确任务落实责任；及时把旅游城市综合试点改革方案纳入所在城市和省级政府“十二五”规划和 2011 年工作计划；各试点城市要有组织、有计划稳步推进改革工作，力争明年取得阶段性进展，国家旅游局将把综合改革试点工作纳入“十二五”规划和明年的重点工作，以本次会议精神为主要思路，在深入调研的基础上提出《支持地方政府开展旅游业综合改革试点工

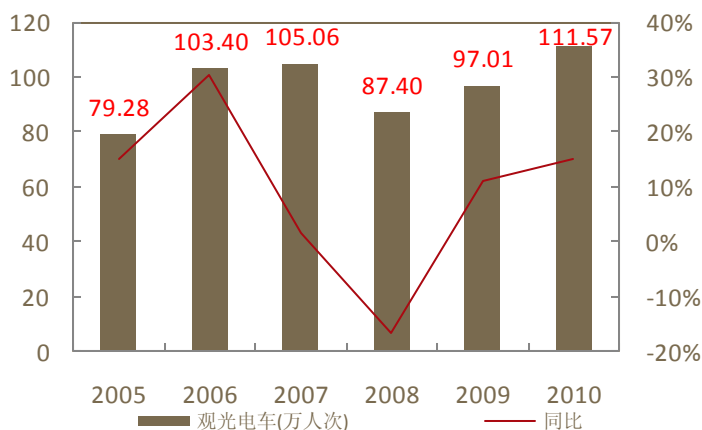
作的意见》。相信作为旅游综合试点的张家界在财政转移、税收、融资方面以及土地政策放宽、交通通讯等基础建设支持、航权签证等有利于当地旅游业发展各个方面得到政府和当地区域政策的支持。

三、 分业务盈利预测

1、 旅游服务业

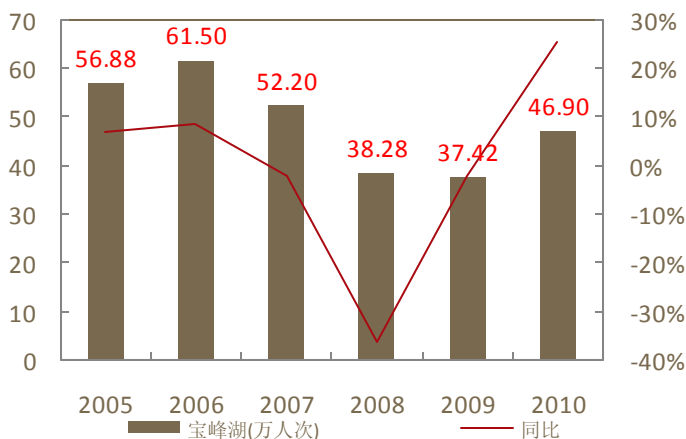
公司最主要的收入来源是旅游服务业，其中包括了母公司的核心景区门票收益权，十里画廊电车收入权；宝峰湖公司的公园门票收入权；环保客运的景区客运和广告收入以及两家旅行社公司收入以及周洛公司对浏阳周洛风景区的经营收入。其中核心景区门票收入成为自 2002 年起至 2016 年止向武陵源旅游度假区开发总公司收取门票分成款，其中 2002 年收取 360 万元，以后每年递增 6%，2007-2016 年每年收取 500 万元。周洛公司历年维持微弱亏损的状态，2010 年因为浏阳山水公司注销冲回计提的坏账准备而产生盈利，预计其未来微弱亏损或盈利，因占比较低，不考虑其影响。杨家界索道还在筹建期，预计 2012 年以后才能贡献利润，暂不考虑。

图表 20 预计十里画廊电车游客年均 15%左右增速



资料来源：武陵源统计局 方正证券研究所

图表 21 预计宝峰湖游客人数 20%以上增速



资料来源：武陵源统计局 方正证券研究所

图表 22 不考虑环保客运的旅游业务收入成本预测

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入					
旅游业(万元)	7804.85	8456.99	9302.69	10232.96	11256.25
增速	4.51%	8.36%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本					
旅游业(万元)	3451.97	2761.72	1860.54	2046.59	2251.25
毛利率	55.77%	67.34%	80%	80%	80%

资料来源：公司公告 方正证券研究所

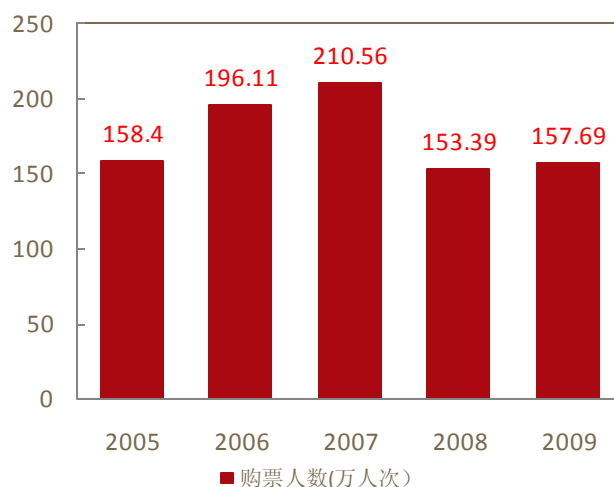
图表 23 环保客运公司利润表

项目(元)	2010	2009	2008
一、营业总收入			
其中：营业收入	312,217,327.31	213,324,661.23	152,404,767.12
二、营业总成本			
其中：营业成本	206,824,910.68	145,013,999.24	97,813,868.88
营业税金及附加	8,845,155.43	6,524,430.23	6,190,796.83
销售费用	12,443,287.30	8,735,318.32	6,221,116.40
管理费用	8,892,625.60	8,703,043.42	12,326,587.42
财务费用	1,472,528.21	4,742,585.29	5,381,934.32
资产减值损失	5,224,585.63	1,911,793.60	-7,040,110.87
投资收益	265,734.50	-	-
三、营业利润	68,779,968.96	37,693,491.13	31,510,574.14
加：营业外收入	8,589,039.75	277,631.94	150,890.49
减：营业外支出	409,640.04	1,022,843.11	652,459.92
四、利润总额	76,959,368.67	36,948,279.96	31,009,004.71
减：所得税费用	18,922,813.42	12,207,651.10	8,957,339.77
五、净利润	58,036,555.25	24,740,628.86	22,051,664.94
归属于母公司股东的净利润	58,036,552.90	24,740,624.25	22,051,681.96
少数股东损益	2.35	4.61	-17.02

资料来源：公司公告 方正证券研究所

根据对环保客运公司历年统计资料分析，从 2003 年—2009 年环保客运收入占公司总收入的比例为 96%左右，环保客运公司 2005—2009 年累计接待购票人数分别为 158.4 万人、196.11 万人、210.56 万人、153.39 万人、157.69 万人；2005-2008 年五一、十一黄金周累计接待购票人数分别为 15.23 万人、17.20 万人、19.74 万人、9.57 万人，四年加权平均接待购票人数 1.26 万人/天；公司 2003—2009 年各年拥有环保车分别为 92 台、130 台、142 台、155 台、188 台、203 台、203 台（其中：89 台 27 座，114 台 30 座），目前环保客车一次可以运输旅客人数 5823 人。我们预计 2011-2013 年客运人数将保持在 10%以内的增长。

图表 24 预计环保客运接待购票人数将近 10%的增长



资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 25 并入环保客旅游服务业收入成本预测

项目（万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	21332.47	31221.73	37466.08	44959.30	53951.15
营业成本	14501.40	20682.49	23228.97	26975.58	31291.67
旅游业合并					
营业收入			46768.77	55192.25	65207.41
营业成本			25089.51	29022.17	33542.92

资料来源：公司公告 方正证券研究所

2、酒店服务业与租赁收入

张家界国际大酒店（以下简称“国际酒店”）位于张家界市三角坪 42 号，注册资本为 688 万美元，企业性质是中外合资企业，是中国名酒店组织和世界金钥匙联盟酒店组织在张家界的唯一成员，本年度公司收购了该公司 27% 的股权，截至报告期末，公司持有其 100% 的股份。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。2010 年张国际酒店客房平均出租率较上年同期增长了 15.68%，达到 70% 左右，平均房价较上年同期下降 24.30%，仅有 100 元左右。因为酒店竞争激烈且设备老旧，我们预计亏损会持续。母公司以及宝峰湖公司中均有些许租赁收入构成，其占比不大，我们预计能保持现有的发展态势。

图表 26 酒店业与租赁业收入成本预测

项目（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
酒店业务收入	878.07	746.36	634.41	539.25
租赁业务收入	179.87	197.85	217.64	239.40
酒店业务成本	1326.76	970.27	824.73	701.02
租赁业务成本	88.52	98.93	108.82	119.70

资料来源：公司公告 方正证券研究所

四、 估值

我们预计 2011-2013 年公司 EPS 为 0.11、0.13、0.20 元/股，公司注入环保客运后整体盈利能力改善，旅游行业以及张家界旅游市场持续走强，我们看好公司发展平台。

2008 年八部委禁止门票经营权或风景区开发权打包上市，因此，拥有国家高等级景区门票经营权的上市公司拥有高度的稀缺性，景区类上市公司 PE 较行业平均应享有有一定的溢价率。公司目前市值 17 亿元，相比较其他拥有一线景区资源的上市公司，目前的市值并不高，作为张家界市唯一的国有控股上市公司，不排除进一步的资产整合的可能，考虑到盈利预测中未加入杨家界在 2012 年的利润贡献，建议按照 2012 年业绩给予 55 倍市盈率，目标价 11 元，给予“增持”评级。

图表 27 拥有景区资源上市公司估值对比

代码	简称	收盘价	年初至今 涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE		
					TTM	11E	12E	TTM	11E	12E
600138.SH	中青旅	14.71	2.58	61.10	0.62	0.77	0.92	23.69	19.20	15.95
600258.SH	首旅股份	20.97	-6.22	48.52	0.66	0.77	0.94	31.57	27.16	22.32
002159.SZ	三特索道	15.66	-14.05	18.79	0.20	0.35	0.48	77.52	44.19	32.51
000978.SZ	桂林旅游	11.94	-10.56	43.00	0.17	0.35	0.43	72.10	33.65	27.72
000888.SZ	峨眉山 A	19.65	13.91	46.21	0.47	0.60	0.73	41.55	32.81	26.96
002033.SZ	丽江旅游	22.95	-13.53	34.71	0.07	0.62	0.77	307.23	37.32	29.92
600054.SH	黄山旅游	18.6	6.04	87.67	0.50	0.58	0.69	37.06	31.88	26.91
均值								84.39	32.31	26.04

资料来源：Wind 方正证券研究所（注：以上指标时点均为 2011 年 4 月 29 日）

五、 风险提示

旅游市场整体发展低于预期，游客人数大幅下降带来的风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	62.93	82.45	19.84	101.32	经营活动现金流	-10.11	864.71	-69.40	701.99
现金	52.85	0.00	0.00	0.00	净利润	18.66	29.03	32.74	47.81
应收账款	0.46	8.78	0.54	9.91	折旧摊销	15.52	77.80	93.00	111.17
其它应收款	8.53	37.86	14.49	50.69	财务费用	16.05	52.48	61.65	72.58
预付账款	0.20	24.41	1.82	27.14	投资损失	0.46	0.03	0.16	0.22
存货	0.89	11.28	2.86	13.50	营运资金变动	-60.81	705.36	-256.95	470.21
其他	0.00	0.13	0.12	0.08	其它	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	192.14	1055.79	1164.98	1299.25	投资活动现金流	75.54	-941.47	-202.36	-245.66
长期投资	4.12	4.12	4.12	4.12	资本支出	-78.61	835.63	122.20	134.94
固定资产	113.35	701.45	784.67	886.50	长期投资	-4.12	0.00	0.00	0.00
无形资产	35.88	271.42	299.03	328.79	其他	-7.19	-105.84	-80.16	-110.72
其他	38.79	78.81	77.16	79.84	筹资活动现金流	-43.02	-9.79	-82.55	-72.88
资产总计	255.07	1138.24	1184.82	1400.57	短期借款	-6.05	15.17	-8.10	0.34
流动负债	264.63	1091.25	1117.89	1286.47	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	92.00	140.88	487.09	103.97	其他	-36.97	-24.97	-74.45	-73.22
应付账款	4.16	54.16	19.73	65.00	现金净增加额	22.41	-86.56	-354.30	383.46
其他	168.47	896.20	611.08	1117.50					
非流动负债	0.00	27.52	14.71	14.08	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	0.00	27.52	14.71	14.08	营业收入	5.08%	401.40%	17.46%	17.74%
负债合计	264.63	1118.77	1132.60	1300.55	营业利润	99.47%	4152.75%	90.70%	63.51%
少数股东权益	0.48	5.46	9.22	12.54	归属母公司净利润	-156.82%	19.50%	20.46%	53.55%
归属母公司股东权益	-10.03	14.02	43.00	87.49	获利能力				
负债和股东权益	255.07	1138.24	1184.82	1400.57	毛利率	56.11%	45.17%	46.55%	47.92%
					净利率	19.61%	6.08%	5.84%	7.25%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	-195.36%	149.05%	62.70%	47.80%
营业收入	95.16	477.13	560.44	659.86	ROIC	22.77%	18.73%	6.18%	24.96%
营业成本	41.77	261.59	299.56	343.64	偿债能力				
营业税金及附加	4.87	23.86	28.02	32.99	资产负债率	103.75%	98.29%	95.59%	92.86%
营业费用	7.57	28.63	33.63	39.59	净负债比率	-962.95%	723.26%	932.81%	103.94%
管理费用	25.83	100.20	117.69	138.57	流动比率	0.24	0.08	0.02	0.08
财务费用	16.05	52.48	61.65	72.58	速动比率	0.23	0.07	0.02	0.07
资产减值损失	-1.13	0.00	0.00	0.00	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.33	0.68	0.48	0.51
投资净收益	-0.46	-0.03	-0.16	-0.22	应收帐款周转率	155.35	103.24	120.20	126.26
营业利润	-0.26	10.35	19.74	32.27	应付帐款周转率	7.26	8.97	8.11	8.11
营业外收入	21.62	20.42	14.91	18.98	每股指标(元)				
营业外支出	0.39	1.43	0.81	0.88	每股收益	0.09	0.11	0.13	0.20
利润总额	20.97	29.34	33.84	50.37	每股经营现金	-0.03	2.70	-0.22	2.19
所得税	2.31	0.30	1.10	2.57	每股净资产	-0.04	0.09	0.24	0.45
净利润	18.66	29.03	32.74	47.81	估值比率				
少数股东损益	-1.46	4.98	3.76	3.32	P/E	99.81	83.52	69.34	45.15
归属母公司净利润	20.13	24.05	28.97	44.49	P/B	-292.00	208.91	68.13	33.48
EBITDA	36.50	107.13	126.84	161.55	EV/EBITDA	1.09	20.12	19.75	13.16
EPS (元)	0.09	0.11	0.13	0.20					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com