

ST 张家界(000430.sz)

规模提升，盈利改善

周户 分析师

电话: 010-59136699

eMail: zh5@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010007

武陵源景区旅游接待人数快速增长

张家界武陵源风景区旅游接待人数同比增速逐月提升。2011 年 3 至 5 月，武陵源风景区旅游接待人数同比增速分别为 24.81%，44.74%和 50%。考虑到前 5 月景区接待情况，我们预计，2011 年环保车购票人数有望达到 281.53 万人，同比增长 24.57%。武陵源景区旅游接待人数快速增长。

公司盈利能力提升，环保客运将为公司贡献 0.21 元 EPS

资产收购，一方面，为公司整合了旅行社资源，使公司旅游资源整合能力显著提升；另一方面，提升了公司的盈利能力。环保客运公司，2010 年营业收入和净利润分别为上市公司的 3.28 和 2.88 倍。预计 2011 年环保客运公司净利润将达到 6880.22 万元，增厚上市公司 0.21 元 EPS。

盈利预测

资产重组增厚公司业绩的同时，带动原有业务的扭亏；再考虑到杨家界索道的建设，公司盈利将进入持续增长期。此外，公司作为张家界唯一的国有控股旅游类上市公司，将在未来获得更大力度的政策支持。依据我们的预测，公司 2011、2012 年将分别实现净利润 0.77 和 0.97 亿元；实现 EPS0.24 和 0.30 元。考虑到资产重组对公司盈利能力的改善、公司持续进行资源整合的预期以及综合改革实验区的政策支持，给予公司买入评级。

风险提示

6 月 9 日将有限售股解禁。但大股东已承诺进一步锁定三年。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	90.56	95.16	484.38	557.62	653.52
增长率(%)	3.70%	5.08%	409.02%	15.12%	17.20%
EBITDA(百万元)	18.11	30.65	142.54	180.44	221.37
净利润(百万元)	-41.37	20.13	77.43	96.67	122.71
增长率(%)	-84.76%	148.66%	284.71%	24.85%	26.93%
每股收益(元)	-0.19	0.09	0.24	0.30	0.38
市盈率	—	85.93	31.70	25.39	20.00
市净率	-40.75	-172.40	3.46	3.05	2.65
EV/EBITDA	90.04	57.71	14.46	10.66	7.96

数据来源: 张家界旅游开发股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	7.53
目标价格(元)	10.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-17.52%	-28.01%	20.87%
沪深 300	-5.99%	-7.78%	9.38%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	320.84/185.92
主要股东:	
张家界市经济发展投资集团有限公司	
主要股东持股比例	30.02%

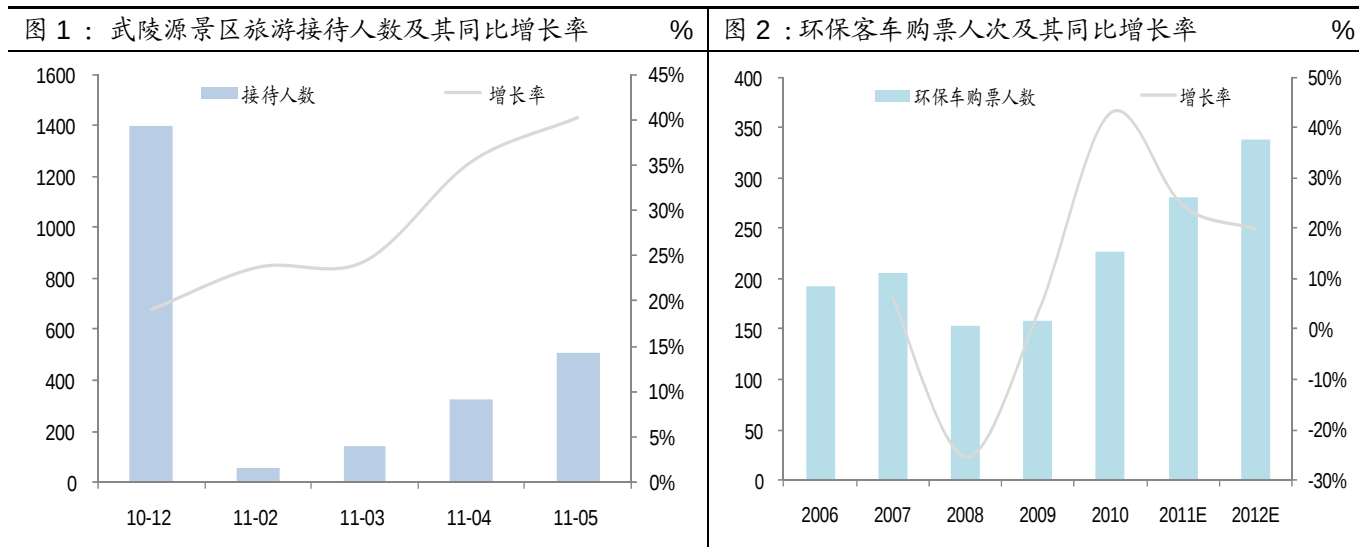
财务比率

ROE	0.00%
ROA	13.02%
资产负债率	103.75%
每股净资产(元)	-0.05

2010 年报数据

武陵源景区旅游接待人数快速增长

张家界武陵源风景区旅游接待人数同比增速逐月提升。2011年前5月武陵源景区共接待约508.03万人次，同比增长40.17%。而从单月旅游人数同比增速来看，3至5月分别为24.81%，44.74%和50%。旅游规模提升速度逐月加快。考虑到前5月景区接待情况，我们预计，2011年环保车购票人数有望达到281.53万人，同比增长24.57%。武陵源景区旅游接待人数快速增长。



数据来源：广发证券发展研究中心

公司盈利能力提升, 环保客运将为公司贡献0.21元EPS

2011年4月，公司收购了环保客车100%股权。资产收购，一方面，为公司整合了旅行社资源，使公司旅游资源整合能力显著提升。2010年，两家旅游社接待了35万游客，占环保客车购票人数的15.49%。另一方面，资产收购提升了公司的盈利能力。环保客运公司，2010年营业收入和净利润分别为上市公司的3.28和2.88倍。预计2011年公司净利润将达到6880.22万元，增厚上市公司0.21元EPS。资产收购增强了公司盈利能力。

表 1：环保客运公司盈利预测					万人，万元
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
购票人次	153.00	158.00	226.00	281.53	337.71
增长率	-25.37%	3.27%	43.04%	24.57%	19.96%
营业收入	15240.48	21332.47	31221.73	37297.86	43380.96
毛利率	35.82%	32.02%	33.76%	36.02%	37.63%
净利润	2205.17	2474.06	5802.30	6880.22	8677.16
净利润率	14.47%	11.60%	18.58%	18.45%	20.00%

数据来源：广发证券发展研究中心

2011年，公司原有业务将扭亏为盈

在宝峰湖景区、十里画廊观光电车完成提质改造的基础上，武陵源风景区旅游规模的快速提升将进一步提高公司景区的盈利能力。同时，资产收购的完成将进一步降低张家界国际酒店的负债压力，至少为公司减少600万元利息支出，进而缩小酒店的亏损规模。此外，按照前5月武陵源景区旅游接待情况，2011年公司原有景区旅游接待人数，不仅将超过2010年的168.41万人，更将超过公司计划的167.5万人。依据我们的预测，不包括增发资产，公司主营业务收入将达到11140.58万元，同比增长17.07%；实现净利润863.12万元。**2011年公司原有业务将扭亏为盈。**

盈利将进入上升通道

资产重组增厚公司业绩的同时，带动原有业务扭亏；再考虑到杨家界索道的建设，公司盈利将进入持续增长期。此外，公司作为张家界唯一的国有控股旅游类上市公司，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。依据我们的预测，公司2011、2012年将分别实现营业收入4.84和5.58亿元；实现净利润0.77和0.97亿元；实现每股收益0.24和0.30元。**考虑到资产重组对公司盈利能力的改善、公司持续进行资源整合的预期以及综合改革实验区的政策支持，给予公司买入评级。**

表 2：ST 张家界盈利预测

	百万元，%，元/股				
财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	90.56	95.16	484.38	557.62	653.52
EBITDA	18.11	30.65	142.54	180.44	221.37
净利润	-41.37	20.13	77.43	96.67	122.71
净利润增长率	-84.76%	148.66%	284.71%	24.85%	26.93%
每股收益	-0.19	0.09	0.24	0.30	0.38

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

2011年6月9日，将有3410.61万股限售股解禁上市，占总股本比例为10.63%。这部分限售股主要为经投公司所有。大股东已承诺进一步锁定三年。

资产负债表

单位：百万元

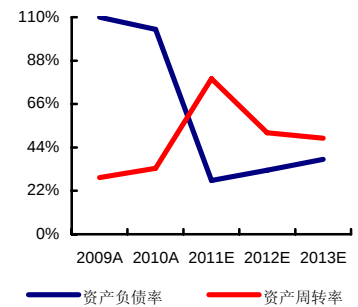
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	30	63	603	858	1,201
货币资金	23	53	581	836	1,176
应收及预付	6	9	16	15	18
存货	1	1	5	6	7
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	284	192	371	334	296
长期股权投资	0	4	0	0	0
固定资产	179	113	290	255	221
在建工程	22	20	20	20	20
无形资产	64	36	43	40	37
其他长期资产	19	18	18	18	18
资产总计	314	255	974	1,192	1,498
流动负债	328	265	193	314	497
短期借款	98	92	117	235	414
应付及预收	158	139	26	30	34
其他流动负债	72	33	50	50	50
非流动负债	17	0	72	72	72
长期借款	0	0	70	70	70
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	0	2	2	2
负债合计	345	265	265	386	569
股本	220	220	321	321	321
资本公积	95	90	631	631	631
留存收益	-353	-320	-243	-146	-24
归属母公司股东权益	-38	-10	708	805	928
少数股东权益	7	0	0	0	0
负债和股东权益	314	255	974	1,192	1,498

利润表

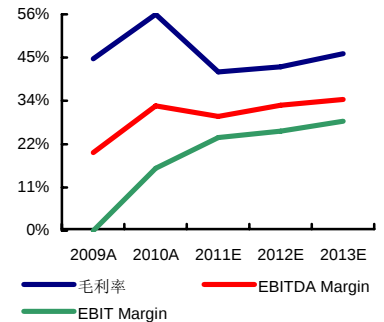
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	91	95	484	558	654
营业成本	50	42	285	321	354
营业税金及附加	5	5	17	20	24
销售费用	10	8	26	28	33
管理费用	26	26	40	46	59
财务费用	20	16	13	14	21
资产减值损失	28	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-48	0	103	129	164
营业外收入	3	22	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	-46	21	103	129	164
所得税	1	2	26	32	41
净利润	-47	19	77	97	123
少数股东损益	-6	-1	0	0	0
归属母公司净利润	-41	20	77	97	123
EBITDA	18	31	143	180	221
EPS (元)	-0.19	0.09	0.24	0.30	0.38

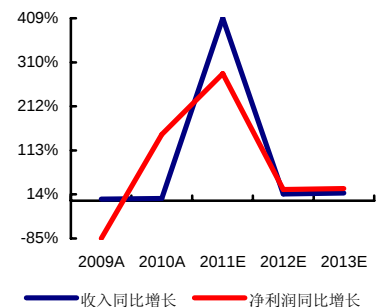
资产负债率趋势



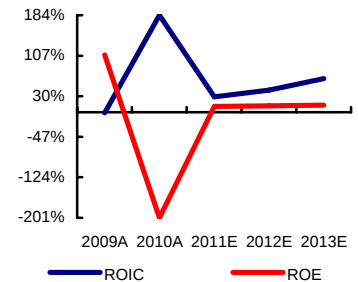
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

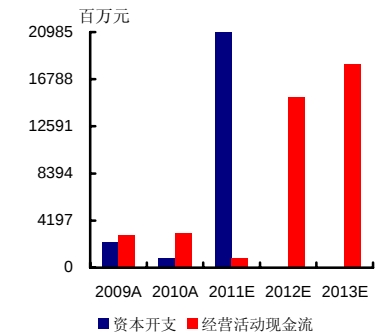
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	28	31	9	152	181
净利润	-47	19	77	97	123
折旧摊销	18	16	27	37	37
营运资金变动	9	-19	-108	4	1
其它	48	15	13	14	21
投资活动现金流	-23	20	-206	0	0
资本支出	-23	-9	-210	0	0
投资变动	0	29	4	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	16	-21	725	103	158
银行借款	73	92	95	117	179
债券融资	-108	-98	2	0	0
股权融资	0	0	641	0	0
其他	52	-15	-13	-14	-21
现金净增加额	22	30	528	255	340
期初现金余额	1	23	53	581	836
期末现金余额	23	53	581	836	1,176

主要财务比率

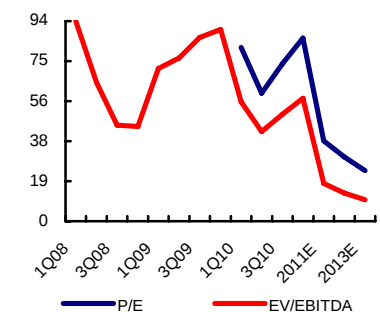
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	3.7%	5.1%	409.0%	15.1%	17.2%
营业利润	26.5%	99.5%	40532.0%	24.8%	26.9%
归属于母公司净利润	-84.8%	148.7%	284.7%	24.8%	26.9%
获利能力					
毛利率	44.5%	56.1%	41.1%	42.4%	45.9%
净利率	-52.3%	19.6%	16.0%	17.3%	18.8%
ROE	108.4%	-200.6%	10.9%	12.0%	13.2%
ROIC	-1.4%	183.9%	29.3%	41.9%	63.5%
偿债能力					
资产负债率	110.0%	103.7%	27.2%	32.4%	38.0%
净负债比率	-239.5%	-409.8%	-55.6%	-66.0%	-74.6%
流动比率	0.09	0.24	3.12	2.73	2.41
速动比率	0.08	0.23	3.08	2.70	2.40
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.33	0.79	0.51	0.49
应收账款周转率	102.00	155.35	365.00	365.00	365.00
存货周转率	43.48	40.65	52.14	52.14	52.14
每股指标 (元)					
每股收益	-0.19	0.09	0.24	0.30	0.38
每股经营现金流	0.13	0.14	0.03	0.47	0.57
每股净资产	-0.17	-0.05	2.21	2.51	2.89
估值比率					
P/E	-37.6	85.9	37.7	30.2	23.8
P/B	-40.7	-172.4	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	90.0	57.7	17.7	13.2	10.1

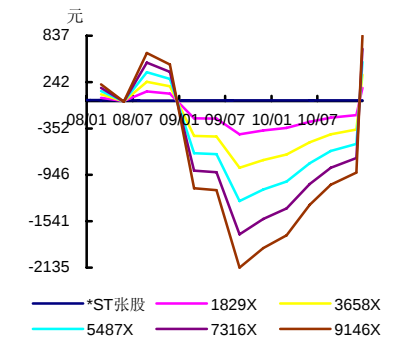
资本支出与经营活动现金流



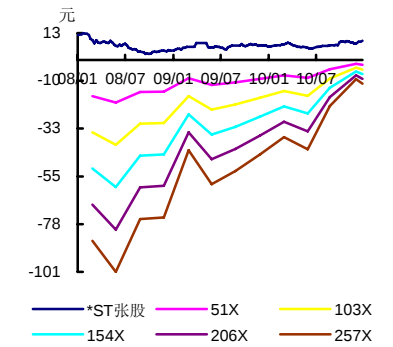
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发酒店旅游传媒行业研究小组

周户，分析师，南开大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2010 年加入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

ST 张股(000430.sz)_年报点评	周户	2011-01-25
*ST 张股(000430.sz)_公司调研简报	周户	2010-11-23

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。