

“万水千山只等闲”，“而今迈步从头越”，首次给予“买入”

公司调研动态

◆公司简介：

经历 2010 年大刀阔斧处理旗下二三线亏损的旅游景点、2011 年 4 月以 6.36 元/股的价格向大股东经投集团、武陵源旅游公司和森林公园管理处合计定向增发约 1 亿股以购买其共同持有的易程环保 100% 的股权后，公司在核心景区将独家运营景区环保车、十里画廊小火车和杨家界索道三个关键交通运输项目，成为张家界市政府全力支持并间接控制的、武陵源核心景区最大的客运运营企业。

◆长期看法：

经历一系列资本运作后，公司主营业务均直接或间接依托武陵源核心景区，景区客流规模成为决定公司收入和利润的核心变量。我们认为，在省政府 27 条措施的积极支持、市政府为平台对国内及境外市场的积极营销及开拓和 2012、2013 年前后景区交通通达性的进一步提升下，未来 2-3 年景区客流增速将连续保持同比 15% 以上的高速增长。虽然作为 5A 级景区客运票价的提升相对比较复杂也比较缓慢，但由于环保车、小火车和待建的杨家界索道等业务均具有不同程度的垄断性，对公司自身的营销要求相对较低、资本投入低、盈利能力强，因此，核心景区客流的增长将直接带动公司收入的同比例增长和毛利率、净利润率的加速提升，而且由于占据资源的先发优势，竞争对手难以复制公司的盈利模式。

◆短期看法：

2011 年 1-6 月武陵源核心景区游客同比增长 40%，领先全国一线景区，成为公司股价表现的强力催化剂。1-7 月景区购票客流已突破 190 万人次，增速创历史新高，即将到来的 8-10 月份仍然是景区的旅游旺季，我们预计景区全年购票人次突破 300 万人次是大概率事件（预计同比增速 25% 左右），2011 年公司 EPS 也有望超出年初市场 0.25 元的预期的可能。此外，省政府支持张家界市开展国家旅游综合改革试点的 27 条促进措施的进一步细化、杨家界索道开工时间的提前确定、亏损的张家界国际大酒店的及时处理等因素也将成为公司股价表现的短期催化剂。

◆有别于市场的看法：

我们虽然认为短期内环保车票价的提升希望不大、杨家界索道运营时间也可能由预期的 2012 年推迟至 2013 或 2014 年，但是武陵源核心景区客流规模的快速增长及未来的良好增长态势显著超出了我们原先预期，我们预计 2012-2013 年客流同比将达到增速 15% 和 20%。此外，公司管理层积极寻求财务费用节约的努力和对营销、管理费用的严格控制也令我们对公司信心大幅提升。

◆估值与评级：

预计 2011-2013 年扣非后的净利润同比增速分别达到 40%、20% 和 30%，EPS 分别为 0.27 元、0.32 元和 0.42 元，对应当前股价的动态 PE 低于景区公司的平均水平。结合 DCF 估值和 28 亿元左右的市值，我们认为公司 2011 年合理 PE 估值为 40 倍，对应目标价 10.80 元，给予“买入”评级。

◆风险提示：

发生景区安全事故、自然灾害、大规模流行疾病和证券市场系统性下滑的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	303	405	502.32	577	705
营业收入增长率	33.66%	5.08%	23.94%	14.85%	22.13%
净利润（百万元）	-9	83	85	103	133
净利润增长率		922.22%	2.94%	20.22%	29.85%
EPS（元）	-0.03	0.26	0.27	0.32	0.42
ROE（归属母公司）	-19.1%	42.77%	12.25%	13.26%	15.21%
P/E		37	31	26	20

注：此处 2009 年和 2010 年数据采用备考数据，与附注中财务报表中数据不一致

敬请参阅最后一页特别声明

买入（首次）

当前价/目标价：8.33/10.80 元

目标期限：6 个月

分析师

林玉红（执业证书编号：S0930511060002）

021-22169115

linyuh@ebscn.com

市场数据

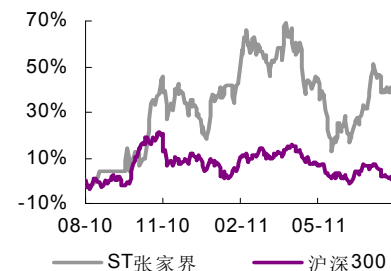
总股本(亿股)：3.21

总市值(亿元)：28.52

一年最低/最高(元)：6.08/11.34

近 3 月换手率：54.86%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	11.80	3.73	41.97
绝对	4.60	-3.67	42.70

相关研报

正文目录

一、浴火重生，确立景区开发为主的业务结构	4
二、2011 年经营业绩的探讨：确定性高增长！	6
2.1 关键假设：预计武陵源核心景区客流规模 2011 年同比增速 25%	6
2.2 主要利润贡献来源 2011 年业绩探讨	7
2.3 旅行社：盈亏平衡，定位于提升、引导旗下各景区景点客流	10
2.4 预计 2011 年净利润同比增长 40%，EPS0.27 元	10
三、催化剂：票价提升短期无望，杨家界索道可能推迟	11
3.1 票价提升可能的探讨——票价有竞争优势但预计提价动力不足	11
3.2 杨家界索道：最快 2013 年运营，2014 年利润释放	13
3.3 深度开发宝峰湖景区将缓慢反应在客流比重上升方面	15
四、积极营销和通达性提升带来长期投资机会	16
4.1 政府整体营销：内、外市场齐头并进	16
4.2 积极的政策支持下交通通达性 2013 年将大幅提升	17
五、股权再融资需求视新项目进展而定，短期应无需求	19
六、盈利预测	20
6.1 公司未来 3 年业绩增长点或催化剂	20
6.2 关键假设及盈利预测	20
6.3 盈利预测	20
七、估值与股价催化剂	21
7.1 绝对估值:11.37 元/股	21
7.2 相对估值：2011 年 40 倍 PE---10.80 元/股	22
7.3 股价驱动因素	23
八、投资评级：“买入”，目标价 10.80 元	23
九、风险分析	23

图表目录

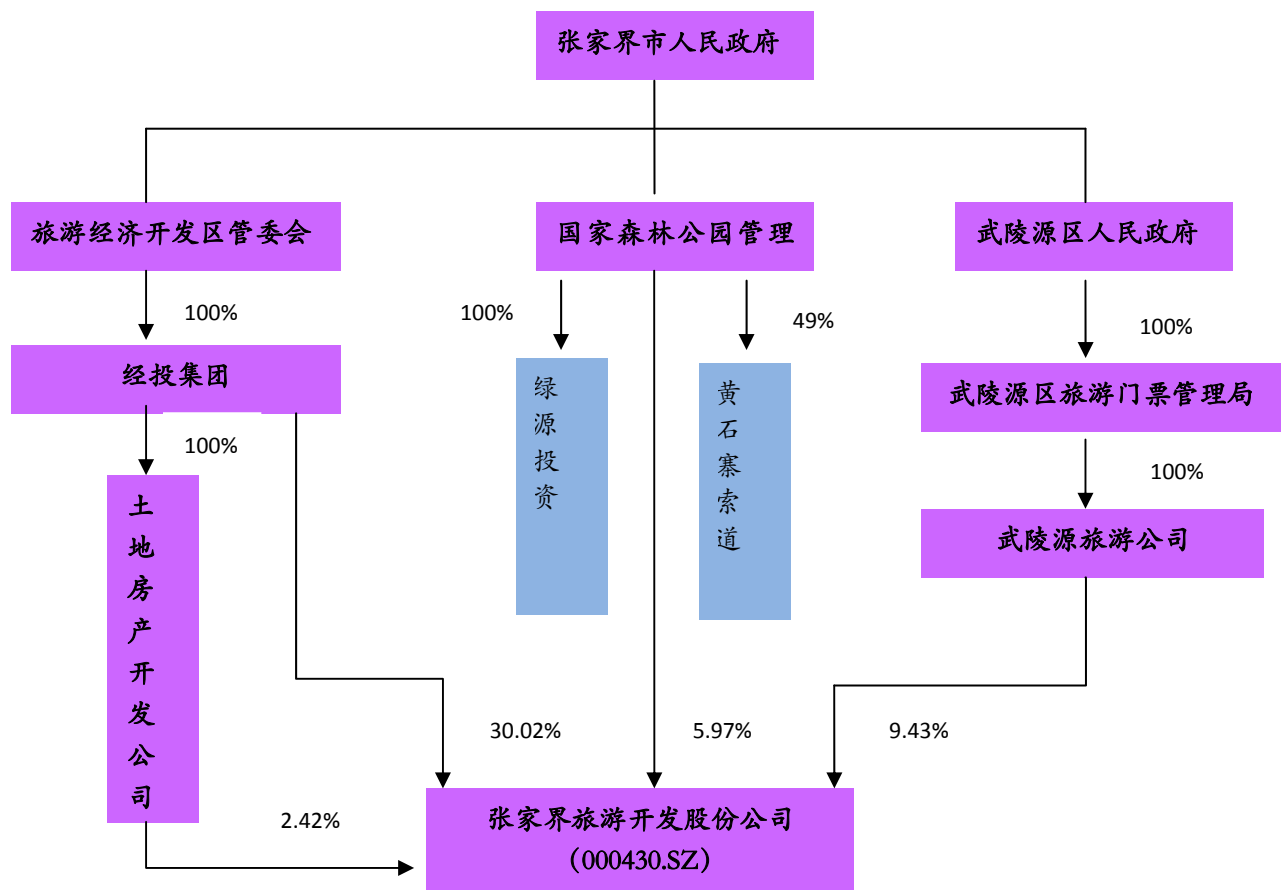
图表 1: 确立市政府绝对控股的股权结构和以武陵源核心景区为主要依托的业务结构	4
图表 2: 2011 年客流规模创历史新高是大概率事件	6
图表 3: 环保车客流占比近 90%	7
图表 4: 2011 年平均票价将延续 95%左右的有效票价比例	7
图表 5: 2011 年环保车收入和利润贡献均将再上一个台阶	8
图表 6: 十里画廊小火车乘坐率四成以上	8
图表 7: 十里画廊盈利规模不大但盈利能力强	8
图表 8: 宝峰湖景区游客规模主要依赖旅行社	9
图表 9: 宝峰湖景区营收规模尚待提升	9
图表 10: 旅行社以服务公司旗下景区为主, 基本盈亏平衡	10
图表 11: 2011 年重组后的公司主业业绩大幅增长	11
图表 12: 武陵源核心景区游览面积大、旅游线路内容充实	12
图表 13: 张家界景区票价相比同类型景区有一定优势	12
图表 14: 待建的杨家界索道票价或与景区其他索道持平	14
图表 15: 杨家界索道利润释放或待 2014 年	15
图表 16: 宝峰湖演出收入规模尚小	15
图表 17: 市政府层面积极营销促进客流规模的提升	16
图表 18: 张家界交通通达性 2013 年将会再上一个新台阶	18
图表 19: 绝对价值评估的关键假设	21
图表 20: 绝对价值输出结果	21
图表 21: 估值敏感性分析	21
图表 23: 景区类上市公司估值水平比较	22

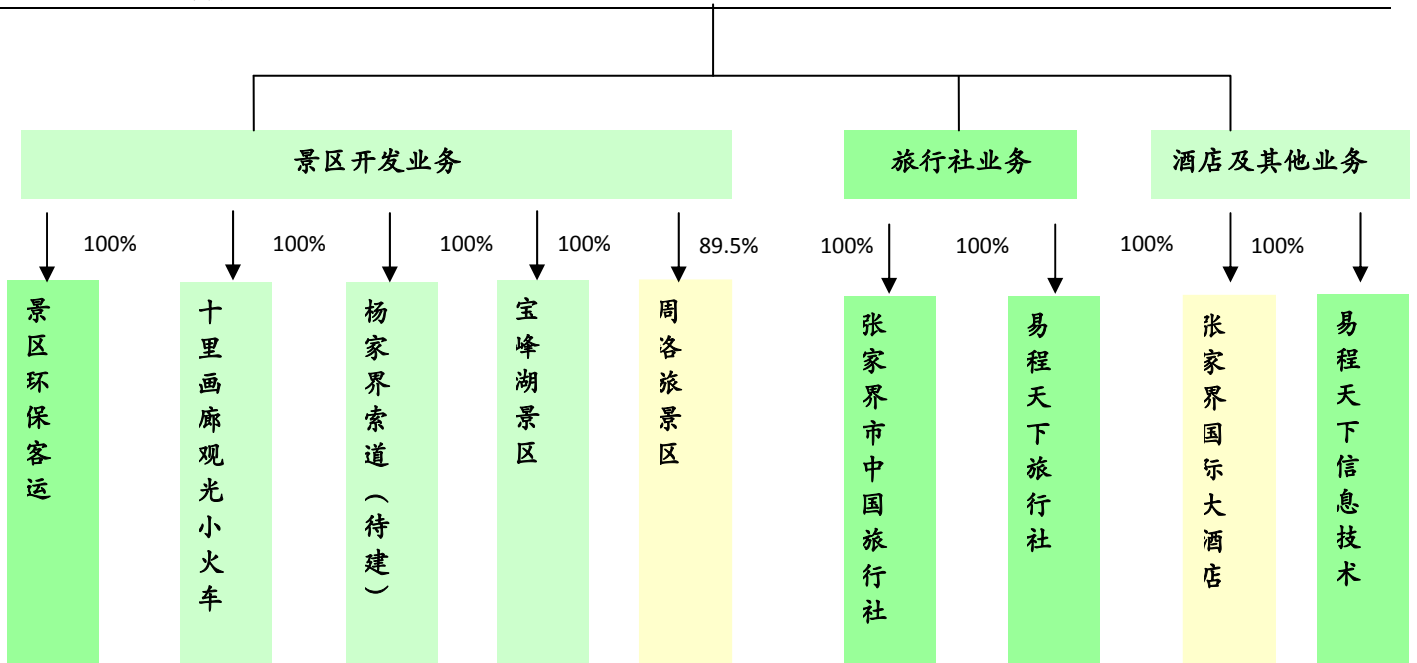
一、浴火重生，确立景区开发为主的业务结构

连年亏损倒逼资产运作。定向增发前公司主要收入来源为武陵源核心景区内的十里画廊观光车、景区外的宝峰湖景区、省内的二三线旅游景点及张家界国际大酒店。虽然十里画廊和宝峰湖每年的利润贡献 1000-2000 万，但是省内的临湘山水、猛洞河等二三线景点游客量长期不足、入难敷出，而且张家界国际大酒店受张家界宾馆行业供大于求、激烈竞争及财务费用拖累而连年大额亏损把公司逼到退市的境地，倒逼公司不得不积极寻找新的出路。

资产剥离、债务重组和定向增发理清发展方向。为了促进上市公司的持续发展，公司管理层、大股东和当地政府均积极探索并给予大力的支持：（1）公司管理层 2010 年成功处置了临湘、浏阳、猛洞河、德夯、坐龙峡五个持续亏损的子公司，并积极为酒店和周洛景区寻找买家；（2）在大股东经投集团的大力支持下，偿还了公司的全部逾期贷款、通过债务和解实现债务重组收益 1940 万元，并解决所有或有负债和历史遗留问题；（3）2011 年 4 月 28 日，公司以 6.36 元/股的价格向大股东张家界经投投资集团、武陵源旅游公司和张家界国家森林公园管理处合计定向增发约 1 亿股以购买其共同持有的易程天下环保客运公司 100% 的股权。环保客运公司 2010 年净利润 5800 万，作价 6.4 亿元即相当于以 2010 年 11 倍 PE 的价格注入公司，充分彰显了张家界市政府和大股东对公司的支持。

图表 1：确立市政府绝对控股的股权结构和以武陵源核心景区为主要依托的业务结构
公司资本运作后新的股权结构和业务结构





资料来源：发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿）、光大证券研究所

确立以景区开发业务为主、依托武陵源核心景区的发展方向，各业务板块联动性强。经历一系列资本运作后，公司发展格局和各业务板块的功能已逐步清晰：即以景区开发业务为主、旅行社和信息技术为景区开发业务服务、择机剥离酒店管理业务。核心业务——景区开发主要依托武陵源核心景区，重组后公司在武陵源核心景区拥有三个游客交通运输项目：景区环保车、十里画廊观光电车和杨家界索道（待建），其中，景区环保车作为核心景区唯一承运企业，可以为游客到达十里画廊观光电车和杨家界索道提供有力保障，增强其盈利能力；而且重组注入的张家界中旅是张家界最大的地接社，将引导更多的旅游团队至十里画廊小火车、宝峰湖、酒店和未来的杨家界索道，各业务板块的联动效应将显著增强。

对酒店和周洛景区的剥离可能暂缓。对于张国际酒店和未处理的周洛景区原本坚决剥离的意向已没有去年坚决，主要出于两方面的考虑：一方面，随着 2011 年以来张家界地区旅游市场的转好，张国际酒店的入住率和平均房价明显提升，加上 2010 年债务剥离后财务费用的降低及餐饮外包带来的成本节约，酒店的亏损额已大幅降低，此外，周洛景区本身亏损比较小，因此旅游形势持续转好下酒店和周洛景区有望盈亏平衡；另一方面，张国际酒店资产比较重且张家界酒店行业普遍亏损格局仍是共识，公司难以在较短的时间找到剥离的交易对手。我们认为，暂时保留这部分资产应该是权宜之计，毕竟旅游业大、小年分界十分明显，酒店经营的波动性较高，而且酒店十年未装修，如要继续经营必定有一定金额较大的装修支出，为了避免再次陷入大额亏损、债务拖累的境地，对于长期亏损的酒店资产仍以适当的价格处理为佳。

二、2011 年经营业绩的探讨：确定性高增长！

根据公司《发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿）》公布的备考报表数据，2009 年和 2010 年公司备考营业收入分别为 3.03 亿元和 4.05 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 -854 万和 8341 万，折 EPS 分别为 -0.03 元和 0.26 元。其中，2009 年发生资产减值损失约 2800 万、2010 年发生营业外收入约 3000 万，因此，扣除这些非经常性损益后我们估算 2009 年和 2010 年备考的净利润分别为 1500 万和 5900 万，折合 EPS0.05 元和 0.18 元。接下来我们将重点讨论作为并表后的第一个完整年份公司的经营业绩。

2.1 关键假设：预计武陵源核心景区客流规模 2011 年同比增速 25%

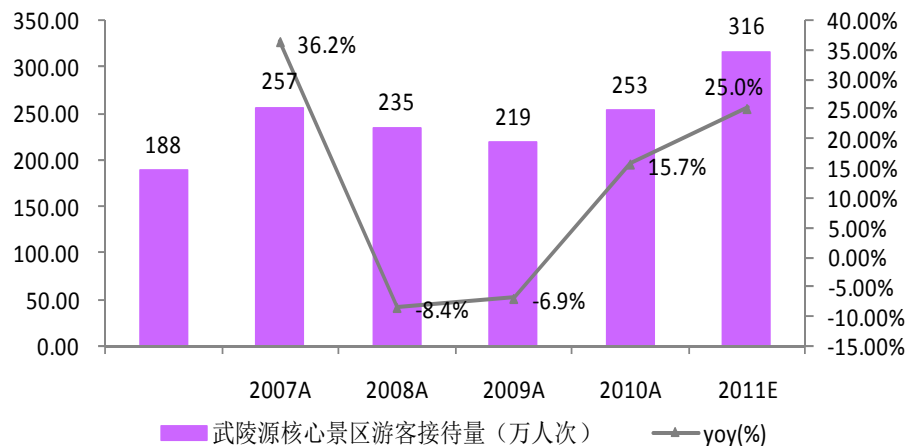
景区客流规模是决定公司业绩最关键的变量。武陵源核心景区客流规模是衡量张家界市旅游景气度最具代表性的指标，公司主要业务均直接或间接依托于景区的客流规模，因此，在整个盈利预测中，我们也将武陵源景区客流规模看作最重要的变量。

上半年同比增速 40%：2011 年上半年得益于通胀局势下旅游成本相对降低、后世博因素和政府加强宣传等因素的综合影响，武陵源核心景区接待游客超过 150 万人，同比增长约 40%，而且停滞两年的入境游也快速复苏，“韩流回潮”，韩国游客达到 16.5 万人次。

2011 年全年超 300 万人次：截至 7 月底，武陵源核心景区一次购票进山游客突破 190 万人次，刷新历年旅游接待同比记录。按照游客时间分布规律，景区上半年游客占全年游客比重 40%-45%左右，据此，我们预计 2011 年全年武陵源核心景区的游客规模突破 300 万关口是大概率事件，我们预计全年同比增长在 25%左右即达到 316 万人次以上，游客规模将创历史新高。

图表 2：2011 年客流规模创历史新高是大概率事件

武陵源核心景区 2006 年-2010 年客流规模及同比增速



资料来源：定期公告、发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿）、光大证券研究所

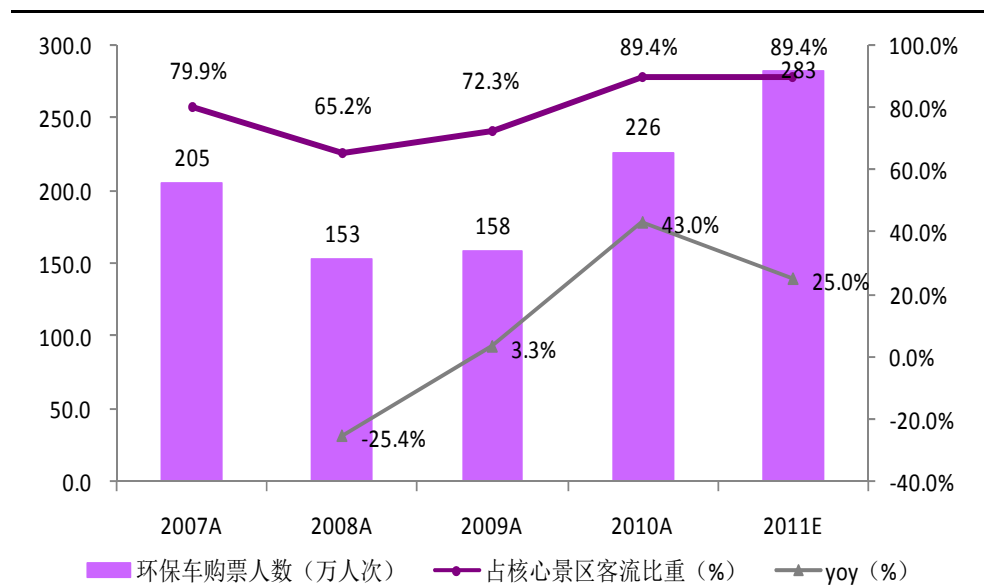
2.2 主要利润贡献来源 2011 年业绩探讨

2.2.1 武陵源核心景区环保车

乘坐率近 90%、预计 2011 年收入同比增长 31.9% 达到 1.85 亿元。作为核心景区唯一的承运企业，2010 年景区环保车接待游客 226 万人次，相当于武陵源核心景区客流规模 253 万的 89.4%（即乘坐率 89.4%，以下涉及乘坐率均参照此计算），按此比例计算，2011 年购买环保车的游客将达到 283 万人次。环保车车票与景区门票实行一票销售，即普通游客购买的门票（245 元/人/天）中已包含环保车车票 65 元/人/2 天，且自 2010 年开始满足优惠条件购买优惠门票或免票的游客也需按照 59 元/人/2 天的价格（之前为 30 元）单独购买车票，因此，2010 年平均票价比例从 2009 年的 92.5% 左右提升至 95.45% 达到 62.04 元/人。考虑到 2011 年加速营销推广下优惠票客流比例可能略微上升，我们略微调低 2011 年平均有效票价比例至 95%；据此，我们估算 2011 年环保车营业收入为 1.85 亿元，同比增长 31.9%（2010 年为 1.4 亿元）。

图表 3：环保车客流占比近 90%

景区环保车客流规模、占比及同比增速



资料来源：定期公告、发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿）、光大证券研究所

图表 4：2011 年平均票价将延续 95% 左右的有效票价比例

景区环保车 2006 年-2010 年票价及平均票价情况

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E
平均票价	59.87	60.15	59.88	62.04	61.75
普通票(元/人/2天)	65.00	65.00	65.00	65.00	65.00
优惠票(元/人/2天)	30.00	30.00	30.00	59.00	59.00
有效票价比例	92.11%	92.54%	92.12%	95.45%	95.00%

资料来源：发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿）、光大证券研究所

预计 2011 年净利润同比增长 52% 达到 8700 万。2010 年环保车毛利率和净利润率分别为 62.8% 和 40.86%。环保车的运行成本主要为燃油、维修等变动成本和折旧及人工等固定成本。（1）变动成本方面，随着游客的增加，每天运行的车辆数量、每辆车的运行班次将会增加、维修保养等费用也在增加，这部分变动成本占收入的 20% 左右。（2）固定成本方面，目前 205 台环保车的账面

净值 1173 万、成新率 13.63%，基本折旧完毕；而 306 名员工平均年工资 2.6 万元左右，加上“五险一金”和福利每年的人工成本在 1500 万元以内。随着收入的增长固定成本/收入的比例将加速下降，我们预计 2011 年的毛利率上升至 70%、其他费用等扣除比例在 8% 左右，按 25% 的所得税率计算，我们预计 2011 年环保车的净利润率将达到 46.5%，即预计 2011 年净利润达到 8700 万（折 EPS 贡献约 0.27 元），同比增长 51.9%（2010 年为 5729 万）。

图 5：2011 年环保车收入和利润贡献均将再上一个台阶

景区环保车 2006 年-2010 年客流规模及同比增速

单位：百万元

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E
营业收入	127.28	96.49	99.23	140.21	184.94
Yoy(%)	5.3%	-24.2%	2.8%	41.3%	31.9%
营业成本		54.10	48.40	52.10	55.48
毛利率		43.9%	51.2%	62.8%	70.0%
净利润	44.27	25.85	24.27	57.29	87.00
净利润率	34.78%	26.79%	24.46%	40.86%	46.50%
EPS 贡献	0.14	0.08	0.08	0.18	0.27

资料来源：发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿）、光大证券研究所

2.2.2 景区内的十里画廊

乘坐率保持在 45% 左右，预计 2011 年客流规模 141 万：十里画廊位于索溪峪景区，是该片区的旅游精华，在长达十余里的山谷两侧，有着丰富的自然景观，人行其间如在画中，沟旁黛峰屏列，山上的岩石形成了 200 来尊似人似物、似鸟似兽的石景造型，其中“孔雀开屏”、“采药老人”、“寿星迎宾”、“猛虎啸天”等最为著名，是整个武陵源景区内的核心景点之一，由于里程较长，乘坐公司独资运营的观光小火车是大多数游客游览该景点的首选。2009 和 2010 年公司十里画廊小火车游客接待规模分别为 96.57 万人次和 115.21 万人次，占景区客流的比重分别为 44.2% 和 45.6%，我们预计 2011 年环保车的乘坐比例能保持在 44.5% 左右，即预计 2011 年环保车接待客流 141 万人次，同比增长 22%。

图 6：十里画廊小火车乘坐率四成以上

十里画廊观光小火车



资料来源：公司网站，光大证券研究所

图 7：十里画廊盈利规模不大但盈利能力强

十里画廊观光小火车营收预测

单位：百万元、万人次

	2009A	2010A	2011E
营业收入	23.67	35.55	43.40
游客接待量	96.57	115.21	140.64
乘坐率	44.18%	45.57%	44.50%
平均票价	24.51	30.86	30.86
团队单程	20.00	26.00	26.00
团队双程	28.00	33.00	33.00
散客单程	23.00	30.00	30.00
散客双程	33.00	40.00	40.00
毛利率(估)	83.0%	85.0%	88.0%
净利润(估)	12.43	19.73	25.39
净利润率	52.50%	55.50%	58.50%
EPS 贡献	0.04	0.06	0.08

资料来源：公司定期报告，光大证券研究所

预计 2011 年平均票价与 2010 年提价后的水平相当。2010 年 1 月 1 日，经相关主管部门批准，十里画廊小火车单、双程散客票价分别从 23 元、33 元提升至 30 元、40 元，旅行社单、双程票价分别从 20 元、28 元提升至 26 元、33 元，得益于此，2010 年小火车的平均票价从 2009 年的 24.51 元上升 25.9% 至 30.86 元，我们预计在没有再次提价因素和客源结构变化相对缓慢的情况下，2011 年全年小火车平均票价将与 2010 年持平。

预计 2011 年收入和净利润同比增长 22% 和 29%。根据对客流和票价的分析，我们预计 2011 年小火车营业收入 4340 万，同比增长 22%；由于公司未曾单独公布过小火车的净利润数据，我们根据同类型景区索道的净利率数据、小火车的投资成本（运输设备按 20 年折旧、2010 年底账面价值仅 600 万）和日常运营成本，预计 2011 年小火车的净利润率为 58.5% 左右，净利润贡献 2539 万元（折 EPS0.08 元），同比增长 29%。

2.2.3 景区大门外的宝峰湖景区

宝峰湖景区以旅行社客流为主。游客去张家界主要看“两山一湖一洞一溪”，其中的“一湖”就是指公司全资拥有的 5A 级景区——宝峰湖景区。景区距离武陵源核心景区标志门 3 公里左右，是张家界最好的一块水面，景区门口有公交车直达，通达性较好，游览时间 1.5-2 小时左右（步行+乘船游览）。景区游客主要为旅行社游客，并且一般安排在旅行社的 2 日游行程中（一日游很少）。

宝峰湖占武陵源景区客流规模的 20% 以上，未来占比有望小幅提升：2009 年和 2010 年宝峰湖景区接待游客分别为 42 万和 60 万，占武陵源核心景区游客规模的 19.2% 和 23.7%，2011 年上半年宝峰湖景区客流同比增长 10% 多一些，低于武陵源景区的客流增速。不过，本次定向增发注入的张家界市中国旅行社每年为宝峰湖景区贡献的客流在一半左右，4 月底完成注入后公司对旅行社的客流引导有明确的考核要求，而且，前两年公司的主要精力在于重组，对宝峰湖的关注度也不高，目前重组已完成，公司的主要精力将转移到运营方面，因此，我们预计 2010 年 23.73% 的比例在未来的 2012-2013 年将逐步小幅提升，上半年客流增速不及武陵源的境况最快在下半年会得以逐步改变。我们预计 2011 年宝峰湖景区客流占到武陵源核心景区的 22.5%，即 2011 年客流规模达到 71 万，同比增长 18.5%。

图表 8：宝峰湖景区游客规模主要依赖旅行社

宝峰湖景区主要景点



资料来源：宝峰湖景区网站，光大证券研究所

图表 9：宝峰湖景区营收规模尚待提升

宝峰湖景区营收预测 单位：百万元、万人次

	2009A	2010A	2011E
营业收入	24.66	37.53	44.48
游客接待量	41.96	60.00	71.11
占比	19.20%	23.73%	22.50%
平均票价	58.77	62.55	62.55
全票	74.00	74.00	74.00
优惠票		40.00	40.00
有效票价比	79.42%	84.53%	84.53%
毛利率(估)	60.0%	75.0%	78.0%
净利润(估)	2.77	9.85	14.34
净利润率	11.25%	26.25%	32.25%
EPS 贡献	0.01	0.03	0.04

资料来源：公司定期报告，光大证券研究所

预计 2011 年收入和净利润同比增长 18.5% 和 46%。宝峰湖景区门票价格（含游览船票）为 74 元/人/次，优惠票（含船票）为 40 元/人/次，2010 年的平均票价为 62.55 元，有效票价比例 84.5%，预计 2011 年平均票价与 2010 年持平。综合客流信息，我们预计 2011 年宝峰湖景区营业收入 4448 万，同比增长 18.5%，收入规模未来还有较大的提升空间。参考景区及同类型景区的经营数据，我们预计宝峰湖景区 2011 年的净利润率为 32% 左右，净利润贡献 1434 万元（折 EPS0.04 元），同比增长 46%。

2.3 旅行社：盈亏平衡，定位于提升、引导旗下各景区景点客流

此次定向增发注入的张家界市中国旅行社是湖南地区最大的地接社、易程天下国际旅行社排名也在前 10 位，公司直接和间接持有两个旅行社 100% 的股权。2008 年-2010 年两家旅行社分别接待游客 17 万人次、38 万人次和 35 万人次，实现收入 4886 万、1.07 亿元和 1.69 亿元，人均消费分别为 287 元、281 元和 483.5 元，基本盈亏平衡。

张家界地区旅行社的景气程度与武陵源核心景区的客流规模高度相关，据统计，武陵源景区旅行社客流占比在 70% 以上（以前在 80% 以上，对于大门票，政府会给予旅行社奖励，按照带客流规模给予不同的奖励）。由于旅行社之间竞争比较激烈，因此，我们以景区客流增速的 70% 作为旅行社的客流增速，即同比增长 18%；根据 CPI 上涨情况，我们预计人均消费提升 5% 左右，达到 507 元左右，预计 2011 年旅行社营业收入 2.08 亿元，盈亏平衡。

图表 10：旅行社以服务公司旗下景区为主，基本盈亏平衡

旅行社 2006 年-2010 年客流、收入规模及同比增速

单位：百万元

	2008A	2009A	2010A	2011E
营业收入	48.86	106.79	169.23	208.79
接待量（万人）	17.00	38.00	35.00	41.13
Yoy(%)		123.53%	-7.89%	18.00%
人均消费	287.41	281.03	483.51	507.69
Yoy(%)		-2.22%	72.05%	5.00%
毛利率	10.5%	9.5%	8.6%	10.0%
净利润	-3.80	0.47	0.73	1.00

资料来源：发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿）、光大证券研究所

2.4 预计 2011 年净利润同比增长 40%，EPS0.27 元

我们简单估算 2011 年酒店、周洛景区和易程信息等业务的营业收入在 2000 万元以内，亏损额约 500 万元-800 万元。综上，我们预计完成重组后的首个年度，公司营业收入将达到约 5.02 亿元，以 2010 年的备考数据（4.05 亿元）为基准同比增长 23.94%。

期间费用方面，2011 年公司完成定向增发、资产剥离并逐步开始加强营销，因此，我们预计销售费用和管理费用同比分别增长 70% 和 40%，但财务费用

方面由于债务重组和剥离将会显著降低，我们预计在 800 万元左右。至于影响 2009 年和 2011 年利润规模的、大额的非经常性损益项目在 2011 年应该不会再次发生。

我们预计 2011 年归属于母公司所有者的净利润为 8544 万左右，折合 EPS0.27 元，同比增长 2.4%，但是相对 2010 年剔除非经常性损益（我们估算）后的利润规模同比增速则达到 40.3%。

图表 11：2011 年重组后的公司主业业绩大幅增长

2011 年收入和盈利预测

单位：百万元

	2009A	2010A	2011E
营业收入	303.37	405.25	502.32
Yoy(%)		33.58%	28.1%
营业成本	194.83	246.47	278.75
毛利率	35.8%	39.2%	44.5%
营业税金及附加	11.24	13.71	20.00
期间费用			
销售费用	18.25	20.02	32.00
管理费用	35.07	34.67	45.00
财务费用	24.45	17.52	8.11
资产减值损失	28.11	-1.09	4.60
营业利润	-8.56	73.77	126.17
营业外收入	2.98	30.21	0
利润总额	-7.21	103.18	113.92
所得税费用	13.26	21.23	28.48
净利润	-20.47	81.95	85.44
归属于母公司股东的净利润	-8.54	83.41	85.44
基本每股收益	-0.03	0.26	0.27

资料来源：发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿）、光大证券研究所

三、催化剂：票价提升短期无望，杨家界索道可能推迟

根据第二章的分析，2011 年重组后公司经营业绩的大幅增长主要得益于武陵源核心景区客流规模的具有恢复性特征的大幅增长，但对于一个游客即将突破 300 万人次、经济和交通又相对不发达的一线老景区而言，客流要连续保持这种 25% 的快速增长是比较困难的，因此，我们需要在降低对未来客流增长的预期的前提下、围绕直接或间接影响业绩的票价和新业务开拓等方面来探寻公司未来的成长机会。

3.1 票价提升可能的探讨——票价有竞争优势但预计提价动力不足

武陵源核心景区的面积 264 平方公里，核心旅游路线面积约 90 平方公里——主要包括黄石寨、金鞭溪、天子山、袁家界、杨家界、十里画廊等 6 个精品旅

游区域。游客游览 6 个精品景点需要完整的 2 天——天子山（天子山索道）、袁家界（百龙天梯）和十里画廊 1 天（散客有的会选择杨家界，旅行团一般不会安排）、黄石寨和金鞭溪 1 天（如果行程安排比较紧凑，旅行社一般会安排景区外的宝峰湖或者黄龙洞景点），因此，游客游玩景区或多或少都需要乘坐景区内唯一的承运企业、子公司易程环保负责运营的景区的环保车（运营里程 60-70 公里）。

图表 12：武陵源核心景区游览面积大、旅游线路内容充实

张家界武陵源核心景区游览路线



资料来源：张家界旅游网，光大证券研究所

门票和车票价格均拥有比较优势。在定价方面，张家界景区门票价格与景区环保车价格实行联票制（对于普通游客来说，更准确一点是一票制），普通游客购买 245 元/张、2 天有效的门票进入景区后即可可以不限次数的乘坐景区环保车，每张门票中环保客运将分得 65 元作为车票费（其中，以运行成本名义归公司的 60 元，武陵源区政府、张家界森林公园管理处售票手续费各 1 元，资源有偿使用费 1 元，旅游发展基金 1 元，价格调节基金 1 元）。因此，景区的实际门票价格为 180 元、环保车的车票价格为 65 元，考虑到其两日有效和两日行程，无论是景区门票还是环保车票（行驶里程 60 多公里）与国内大多数 5A 级的一线、山岳性景区相比较都有一定的价格优势。

图表 13：张家界景区票价相比同类型景区有一定优势

国内同类型景区门票和环保车票价格

名山	门票正价（淡旺季）	环保车票价	有效期限
张家界	180 元	65 元	2 天、不计乘车次数
黄山	150 元/230 元	26 元	往返慈光阁一次
峨眉山	90 元/150 元	90 元	全山段往返一次（车程 2.5 小时左右）
华山	60 元，120 元	40 元	上下往返一次
武夷山	140 元/天，150 元/2 天，160 元/3 天	70、85、95 元	70/天、85/2 天.95/3 天

泰山	100 元, 125 元	60 元	往返一次 (车程 30 分钟)
庐山	135 元, 180 元	80 元	72 小时有效
武当山	140 元	70 元	/

资料来源：各景区官方网站，光大证券研究所

主管部门长、短期提价动力可能不足：虽然景区门票和车票价格有一定的竞争优势，但是我们认为以下两方面的因素可能导致短期内主管部门提价动力不足：首先，重组后公司的控制人及二、三股东都直接或间接的归张家界市政府管理，张家界市政府掌握着武陵源景区票价的话语权，但是作为因旅游立市、以旅游作为绝对支柱产业的张家界而言，武陵源核心景区是其吸引四方游客、从而发展旅游、餐饮、住宿、娱乐、购物、客运、航空产业的根基，政府对票价管理更多的是从拉动地方经济、拉动整个旅游产业的中观角度出发，而非单纯的盯着门票收入，毕竟门票收入的体量和提价带来的门票收入的增量比起地方整个旅游产业链的产值和如因票价提升造成客流增速下降甚至下滑而出现的产值下降规模而言实在是有些微弱，我们认为这方面的顾虑可能也是导致景区在过去 6 年均未提价的最重要因素。其次，在 CPI 高企的宏观环境下，无论是市政府，还是国有性质的前三大股东都或多或少要承担降低通胀的社会责任，提升上市公司业绩必然要让位于承担降低通胀的社会责任，因此，即便有提价在短期内动力也不足。

3.2 杨家界索道：最快 2013 年运营，2014 年利润释放

2009 年 6 月为完成股改，控股股东张家界经投集团本着“支持公司做大做强旅游主营业务”的原则，同意“由公司组建杨家界客运索道项目实施主体，负责该项目的建设和运营，并享有该项目的全部收益”，同月公司成立杨家界索道有限公司，注册资本 5000 万元，由公司持股 10%、全资子公司宝峰湖旅游实业发展有限持股 90%。

杨家界索道运营时间或推迟至 2013、2014 年。索道选址杨家界景区八里坡，规划的索道水平距离长 1,845 米、每小时最大运力为 2,300 人，预计项目总投资将超过 1 亿元，截至 2010 年底杨家界索道项目在建工程账面余额 1982 万元，原计划 2011 年开工建设、2012 年竣工投入运营。但是，考虑到已列入“十二五规划”的配套的环景区公路（湖）--教（子堰）段还没有建成、市区到杨家界门票站的道路（开通后市区到索道站 40 分钟车程）尚未开工，若杨家索道项目贸然动工建设，势必造成项目的资金和设备相对闲置，公司正在等待动工的最佳时机，一旦动工建设，将会抓紧工程建设的进程，争取早日开工和早日投入运行，实现效益，我们预计杨家界索道的开工时间可能会推迟至 2012 年或者 2013 年，按照 1 年左右的建设期，预计 2013、2014 年才能成为公司新的盈利增长点。

杨家界景区客流瓶颈及“分流和丰富旅游路线”的定位可能令索道乘坐率略逊色于景区已有索道。武陵源核心景区内目前已运营的两条索道——黄石寨索道及天子山索道和一部电梯——百龙天梯的乘坐率均在 70%以上，年接待游客都在 100 万人次以上，其中，仅 2011 年上半年天子山索道就接待游客 110 万人次（乘坐率 73%、单程票价 52 元/人），预计收入在 5000 万-5500 万左右，按照同类型索道的 50%——60%左右的净利润率计算利润贡献至少在 2500 万-3300 万左右，按上半年客流占比 45%计算，则全年天子山索道的利润贡献在

5500 万-7300 万左右。不过，相比较已经运营的三条索道/电梯作为游客必选景点的主要运输设备的地位而言，杨家界索道由于其所处的杨家界景区的开发程度相对不完善、主要景点乌龙寨和天波府受容量限制未来游客接待量也会相对较小、游路对游客体力要求较高等因素在日后的游客接待规模和乘坐率上可能会略微逊色，而且主管部门本身对杨家界索道的定位也是“游客分和丰富旅游线路”。因此，我们乐观预计杨家界索道 2013 年中期若能建成，则 2013-2015 年的乘坐率在 15%、25%和 30%左右，对应的游客接待规模分别为 44 万、118 万和 150 万。

乐观预计杨家界索道显著利润贡献将延迟至 2014 年兑现。由于杨家界索道的长度、落差和设备更加先进，因此正式运营后其票价水平将不会低于另外两条索道，我们预计票价在 60-70 元区间，考虑到对旅行社客流引导的奖励，我们预计 2013-2015 年有效票价比例在 75%-85%左右，据此测算，我们预计杨家界索道 2013-2015 年的收入规模分别 2100 万、6100 万和 8200 万元左右。我们按索道投资 1.5 亿元、按折旧 10 年计算，每年的折旧 1500 万；日常能耗、人工等运营成本预计在 1500 万左右；因此，我们预计杨家界索道 2013-2015 年的净利润贡献分别在 600 万（按半年计算）、2325 万和 3675 万左右，EPS 贡献分别为 0.02 元、0.07 元和 0.11 元，即杨家界索道显著的利润贡献至少要到 2014 年才能实现。

图表 14：待建的杨家界索道票价或与景区其他索道持平

待建的杨家界索道与景区其它索道和电梯的比较

设备名称及定位	单/双程票价	备注
黄石寨索道(新) (定位黄石寨——金鞭溪核心旅游路线的核心运输设备)	50 元/96 元	由台湾证吉兴业有限公司和张家界森林公园管理处分别持股 51%和 49%，97 年 9 月投入运营，索道全长 990 米、落差 431 米，单向小时运量 948 人，法国设备，总投资 4000 多万；2010 年 5 月改造完成并提价，新运力 1200-1800 人/小时
天子山索道 (天子山-袁家界核心旅游路线的核心运输设备)	52 元/104 元	香港安达国际有限公司独资，96 年 6 月动工、97 年 5 月对外运营，奥地利设备，全长 2084 米，落差 692 米，单向运力 900 人/小时
百龙天梯 (定位：袁家界-水绕四门-十里画廊核心路线的核心运输设备)	56 元/112 元	由北京百龙绿色科技企业总公司和英国佛洛伊德有限公司合资兴建，德国设备，总投资 1.8 亿元，99 年 9 月动工、02 年 4 月投入运营，运行高度 326 米，3 台电梯每小时运力合计 4000 人次(往返)
杨家界索道 (定位：杨家界景区选游路线运输设备)	票价将与上述索道和电梯持平，预计在 60 元上下	索道水平距离长 1,845 米、每小时最大运力为 2,300 人，预计项目总投资将超过 1 亿元；预计 2012-2013 年动工

资料来源：景区网站，百度，光大证券研究所

图表 15: 杨家界索道利润释放或待 2014 年

杨家界索道 2013-2015 年收入、利润规模预测

单位: 百万元

	2013E	2014E	2015E
营业收入	21.17	60.72	81.78
接待量 (万人)	43.61	117.76	149.79
乘坐率 (%)	10.00%	25.00%	30.00%
平均票价 (元/人)	48.53	51.57	54.60
索道单程票价 (元/人)	65.00	65.00	65.00
有效票价比例 (%)	74.67%	79.33%	84.00%
毛利率 (%)	46.3%	59.4%	67.9%
净利润	6.00	23.25	36.75
净利润率 (%)	28.35%	38.29%	44.94%
EPS 贡献 (元)	0.02	0.07	0.11

资料来源: 公司定期报告、公司临时公告、光大证券研究所

3.3 深度开发宝峰湖景区将缓慢反应在客流比重上升方面

公司旗下的宝峰湖景区虽然是首批 5A 级景区,但在张家界却只能算得上是二线旅游景区,在与二线景区的激烈竞争中,宝峰湖景区凭借其毗邻武陵源标志门地理位置优势和实际控制人优势已经略胜一筹,但受制于景区面积、景点数量接待人次有限,而且单纯依靠门票、船票的收入结构也比较单一。目前,景区内瀑布广场每晚 8:00 点上演的、以宝峰湖山水实景为舞台的已有的《梯玛神歌》演出(100 分钟、票价 190 元)已迈出了探索的第一步,但受限于竞争激烈游客吸引力不足(其所处的索溪峪景区附近还有《魅力湘西》等因素,收入规模微不足道。

图表 16: 宝峰湖演出收入规模尚小

宝峰湖瀑布广场《梯玛神歌》夜间演出剧照



资料来源: 宝峰湖景区网站, 光大证券研究所

深度开发,短期可能缺乏爆发力,长期将提升游客接待比重。为了发掘宝峰湖景区的潜力,公司目前正在根据宝峰湖项目特点和地缘优势进行重新规划,拟将其相邻的白虎堂景区与其连通,扩大景区面积,增加环湖栈道、特色演艺、

观光电梯、精品酒店等休闲度假项目，将其打造成为张家界有特色的精品旅游休闲度假区，从而吸引更多的客流并开拓收入来源。不过目前公司尚未公布具体的深度开发规划，我们预计宝峰湖景区的深度开发将是一个循序渐进的、比较缓慢的过程，不考虑其他因素的情况下，在短时间内难以通过深度开发带来客流的大规模增长，但却可以因此在张家界国际旅行社和易程天下旅行社的客流引导下而逐步提升其游客接待量占武陵源核心景区游客的比重，从而逐步提升其收入和盈利规模，因此，即便是深度开发，宝峰湖景区对公司业绩的贡献也将是逐步体现在业绩中而非一次性的爆发增长。

四、积极营销和通达性提升带来长期投资机会

根据我们第三节分析，2012 年—2013 年公司借助门票提价、新建索道等催化剂实现业绩大幅增长的可能性比较低，因此，本节我们将从通达性、营销等角度来探寻促进武陵源核心景区客流规模和增速进而提升公司长期投资机会的可能性。

4.1 政府整体营销：内、外市场齐头并进

20%左右的入境客游彰显营销实力。目前，张家界景区游客主要是乘坐飞机旅行的海外游客、沿海城市游客和通过汽车（大巴、私家车）出行的省内、周边省市游客，团队游客占 70% 以上。其中，境外游客正常年份在 50-60 万人次左右，接近景区客流的 20% 左右，其中，50% 以上是韩国人。地处经济和交通相对不发达的湖南山区，20% 左右的境外客流占比充分彰显了当地政府和景区的营销实力。不过，由于入境游客流规模与经济景气度高度相关，金融危机后入境游客规模一度下滑，在 50-60 万的规模上停滞不前，因此，张家界市政府积极加强营销以寻求在入境游方面的突破。

积极开拓台湾、泰国等新客源市场为入境游增添动力。目前，政府层面正在对与韩国类似的“亲山水型”的台湾（两岸亲情）、泰国等客源市场进行重点开发：（1）台湾本来就是张家界重要的入境游客源地，2010 年台湾游客超过 10 万人次，5 月份由张家界市委、宣传部牵头并组织 18 家旅游企业赴台进行联合促销并洽谈合作事宜，力争实现 15 万次以上的客流；（2）7 月份，泰国国家旅游局顾问及相关领导到访景区，双方拟 9 月份开通张家界-泰国的包机，泰国有望成为张家界继韩国后的又一主要入境客源地。我们认为，未来 1-2 年内对台湾、泰国等旅游市场的开发更多的在于扭转金融危机后入境游市场停滞不前局面并提升入境游规模和增速，预计 2011-2013 年入境游增速有望保持在 10%-15% 的水平。

图表 17：市政府层面积极营销促进客流规模的提升

2010-2011 年张家界市政府主导的营销活动

2010 年	借上海世博会平台，向中外游客推荐“核心景区 98% 的森林覆盖率”和每立方厘米 10 万个以上负氧离子、“天然氧吧”，推出形象宣传代表“空气妹妹”
	探秘阿凡达神秘之旅，将乾坤柱景点改名“哈里路亚山”，以“潘多拉太远，张家界很近”为宣传主题开展一系列活动

2011 年	3.4 月份举办“张家界空气妹妹 2011 真情相约全国八大城市”系列活动，并在宝峰湖景区正式发布环保旅游宣言，让游客共同体验环保“呼吸之旅”的魅力
	5 月份由张家界市委常委、宣传部长带队、由 18 家旅游企业的相关负责人组成的团队赴台湾进行联合促销活动，与台湾旅游业界人士展洽谈合作事宜，并开展专项旅游宣传推广活动
	7 月份张家界成为继桂林、黄山之后的中国第三个联合国世界旅游组织“旅游可持续发展观测点”
	7 月泰国国家旅游局顾问阿咋蓬及随同考察的泰国国家旅游局副局长平素拉等 8 名官员到访武陵源，力争 9 月起开通两地旅游包机，让国民来张看“阿凡达”的真世界
	9 月份“2011 中国张家界国际乡村音乐周”，全球 20 多个国家的至少 30 支外国表演团队超过 500 名外国音乐家聚首武陵源

资料来源：张家界在线网站，光大证券研究所

国内客流受经济波动的影响小，80%以上的客流比重主导景区整体客流增速水平。我们认为，由于入境游客规模特别是目前重点开发的台湾、泰国由于基数低，因此其快速增长对景区整体客流规模增速的提升在短期内不会特别显著，景区整体客流的快速增长还是主要依靠占景区客流 80%以上的国内市场的进一步挖掘，而且，相较境外客流而言，国内游客对经济环境相对不敏感，稳定性强。目前景区的国内游客主要以张家界周边的湖南、湖北和江西为主（高速相对比较方便、出行成本低），预计每年在 60 万人以上；长三角、珠三角地区以乘坐飞机前来的游客每年估计也在 50-60 万左右，不过，毗邻的四川、重庆受交通限制每年游客规模仅 10-20 万人、北方地区游客也相对比较少，将成为未来重点开发的市场。与在入境新客源市场方面的出色表现相比，张家界市政府和景区近两年对国内市场的营销也毫不逊色：2010 年世博会“空气妹妹”、阿凡达“哈里路亚山”的成功营销后，2011 年 3、4 月份，张家界市政府举办对全国 8 个一线旅游城市的宣传活动，积极巩固并拓展国内旅游市场，2011 年上半年客流 40%的增速就是对积极营销的最好回报。

受益政府整体营销，预计公司销售费用规模趋于平稳。作为以旅游立市的张家界市政府，多年来一直不断的完善辖内各景区道路等基础设施建设和服务等软建设，并且还一直承担着对外的整体宣传任务。2011 年 5 月 30 日湖南省委、省政府出台《关于支持张家界市开展国家旅游综合改革试点工作的若干意见》，明确“支持张家界市旅游整体形象宣传”、“在全省旅游公益宣传中，突出宣传张家界旅游元素”，同时“对张家界市在境外市场投放旅游广告、组织大型促销活动给予专项资金支持、加大对发展张家界入境旅游奖励力度”，并“将加快实施张家界国际会展中心、高档酒店、特色商业街区等项目建设”以改善相对老化的接待设施。虽然目前尚未给出具体的激励措施，但我们认为，政府对外整体宣传的策略将得以延续并强化，那么对于公司而言，既能节约宣传等营销费用，又能分享整体营销下高渗透力带来的客流增长，鉴于此判断，我们预计未来 2-3 年公司营销费用的规模将保持在 3000-4000 万左右的水平。

4.2 积极的政策支持下交通通达性 2013 年将大幅提升

交通通达性提升对景区客流的拉动效应直接且显著。2006 年前，武陵源核心景区的游客规模无论政府怎么宣传都一直在 100 多万徘徊，但自从 2005 年 12

月 26 日张家界到长沙的高速开通后，从长沙到张家界的车程从崎岖山路的 8 小时缩短至舒适的 2.5-3.5 小时，通达性的跃升使得景区的长沙及周边城市客流快速增长，2006 年景区游客就接近 200 万、而 2007 年则达到 256 万的历史客流巅峰，2008-2010 年受各种因素影响但也保持着在 200 万以上的水平，交通通达性提升对景区客流的拉动效应极为显著。

最迟 2013 年张家界交通通达性将会再上一个新台阶。正是通达性对景区客流从而对地方旅游产业的显著拉动效应，在 5 月 30 日湖南省委、省政府出台的《关于支持张家界市开展国家旅游综合改革试点工作的若干意见》中，对构建便捷的旅游交通体系给予了极高的关注度，从加快张家界荷花机场改扩建、引进基地航空公司、增加国内航班、开辟稳定的国际航班、尽快实现境外游客落地免签，到建设黔江-张家界-常德、长沙-益阳-常德城际铁路，再到完善市区到主要景区公路网络等所有可以直接、显著提升景区通达性的方面给予支持，加上目前已经基本通车的湘渝高速（重庆-长沙）和 2012 年即将竣工的张花高速（张家界-花垣），我们预计最迟在 2013 年张家界交通通达性将会再上一个新的台阶。

图表 18：张家界交通通达性 2013 年将会再上一个新台阶

提升通达性的具体措施：

省政府 27 条中促进交通通达性提升的举措

航空—现状	张家界-上海旺季晚上 3 个航班、张家界-北京、南京 2 个航班、张家界-广州 1 个航班、张家界-长沙、成都、杭州 1 个航班等共计 15 个城市的航班
—提升措施	1、扩大口岸开放，尽快实现境外游客到张家界落地签证 2、加快张家界荷花机场改扩建和航空口岸基础设施建设，积极引进基地航空公司，增加国内航线航班，开辟稳定的国际航线航班
铁路—现状	
—提升措施	1、加快建设黔江—张家界—常德铁路和长沙—益阳—常德城际铁路；2、实现“和谐号”高速动车组始发终到张家界市，并增开列车对数
公路—现状	
—提升措施	1、规划建设龙山—桑植—张家界—新宁、慈利—澧县、慈利—宜昌等高速公路 2、建立和完善张家界市区至主要景区公交网络

已在进行中的交通基础设施建设

荷花机场二期扩建	正在进行，分批扩建、建成一部分投入一部分，未来将显著增加航班数量
湘渝高速 张花高速	2010 年湘渝高速通车，重庆与张家界可实现全高速往来，800 公里，车程 8 小时； 2012 年张花高速开通后，重庆到张家界车程将缩短到 600 公里、约 5 小时可到达
张家界-桑植	46.9 公里，2010 年 6 月公布环评方案，其中，教字垭-中湖乡路段通车（7.58 公里、二级公路，环景区公路）后可从张家界市区 40 分钟左右到达杨家界门票站，预计 2012 年-2013 年竣工

资料来源：张家界在线网站，光大证券研究所

预计营销和交通通达性提升双重效应带动下 2012-2013 年客流增速分别为 15%和 20%。2012 年湘渝高速和张花高速贯通后，西南旅游消费能力最强的

两个城市——重庆和成都到张家界车程仅分别为 4-5 个小时和 6-8 个小时，我们预计 2012 年下半年和 2013 年重庆、成都和高速沿线的西南地区游客将显著增加；此外，荷花机场二期扩建目前正在进行，将分批扩建，建成一部分投入一部分，逐步增加国内航班的数量并开辟稳定的国际航班，从而有效的改善目前航班数量少、集中在夜晚的状况。在政府积极营销的配合下，我们预计交通通达性提升的效益将在 2012 年和 2013 年逐步体现出来，预计 2012-2013 年景区客流在 2011 年的高基数后同比增速分别为 15%和 20%。

交通通达性提升将逐步缓解客流时间分布不均、提升景区实际客流接待规模。每年 3 月-11 月是张家界的旅游的旺季，武陵源核心景区游客人数一般在 1 万人次/天以上，特别是 7 月初-8 月中下旬，武陵源核心景区每天的进山游客在 2-3 万人次/天，对景区环境压力比较明显，而且对景区内外的交通和住宿压力也较大，游客满意度也难以得到保证。到每年的 12 月-2 月则是张家界旅游的淡季，武陵源核心景区游客人数一般在几千人到 1 万人不等。淡旺季客流的严重分布不均使得旺季难以容纳更多的客流、淡季却缺乏客流，从而限制了景区实际的游客接待规模。而随着交通通达性的提升，无论是周边游客、高速沿线游客还是选择航空出行的游客其旅行时间都将显著缩短或者至少可选择机会更多，从而使得周末出游部分替代旺季出游、逐步出现景区淡季缩短（传统的 11 月-3 月缩短至 12 月-2 月）、淡季不淡的景象（如元旦节和春节比较旺），显著提升景区的实际接待规模，从而为公司业绩提供长期的保证。

五、股权再融资需求视新项目进展而定，短期应无需求

新项目短期应无股权融资需求和必要。根据上文的分析，公司目前比较确定的项目其实只有是杨家界索道建设项目和宝峰湖深度开发项目，其中，杨家界索道投资额预计在 1 亿元以上，而宝峰湖深度开发项目由于规划尚未明确、项目投入资金规模要视深度开发的内容而定，可多可少。而且根据我们的分析，杨家界索道项目可能将在 2012 年及以后才能开工建设，1 个多亿的投资如果采用股权融资那么融资成本也将比较高，因此，我们预计公司短期内无股权融资需求。

景区环保车和十里画廊观光车短期内不存在大规模的更新和扩容需求。除了新建项目，公司的投资需求将主要集中在景区环保车和十里画廊观光小火车的新增或者更新方面。公司目前 205 台景区环保车基本是在 2003 年和 2007 年分两批购进的，按 5 年折旧已经基本折旧完毕、账面反映的成新率仅 13.6%，但是就我们在景区实地调研了解到的信息显示，每年每辆车的行驶公里数在 3-4 万公里，由于平时公司对车辆的保修和维护工作非常重视（基本上 1000 公里就会检修和保养一次，而且对司机的技术要求较高），因此，目前公司车辆全部能正常使用，车况也不错，因此，我们预计短期内不存在大规模的更新需求。而且，公司目前 205 台车在旺季全天候滚动发已经能够确保景区游客的用车需求，遇到国庆黄金周等节假日，公司也可以通过租赁外部的公交车帮助缓解运送压力，因此，大规模扩容的需求也不显著。因此，我们预计景区环保车的更新或扩容的投资资金需求将不显著，而数量相对要小得多的十里画廊观光小火车更是如此（经常会试用、换代为新型的观光电车、但数量少，投资金额比较低，对重组后的公司资金压力较小）。

六、盈利预测

6.1 公司未来 3 年业绩增长点或催化剂

2011 年看点：武陵源核心景区客流恢复性的大幅增长（预计同比 25%），因此公司业绩也存在超预期的可能；催化剂：2011 年年报“摘帽”比较确定

2012 年看点：政府营销+交通通达性提升，景区客流有望持续高增长，预计同比增长 15%；杨家界索道有望开工建设；CPI 缓和后存在提价可能（但预计政府动力不足）

2013 年看点：杨家界索道有望投入运营；机场改扩建、高速公路网络完善等交通通达性效应体现，预计景区客流同比增速 20% 左右。

6.2 关键假设及盈利预测

我们对 ST 张家界进行 2011 年-2013 年盈利预测的关键假设包括：

- 1、2011-2013 年武陵源核心景区进山游客数量同比增长 25%、15% 和 20%，环保车乘坐比例 89.5% 左右、十里画廊小火车乘坐比例 44.5% 左右、宝峰湖景区客流占比 22.5%-24%。
- 2、2011-2013 年景区环保车、十里画廊小火车和宝峰湖景区票价维持现价不变；
- 3、2011-2013 年环保车毛利率 70%-71%、十里画廊小火车毛利率 88%-90%、宝峰湖景区毛利率 78%-80%；
- 4、杨家界索道 2013 年下半年投入运营；
- 5、2011-2013 年销售及管理费用占营业收入比重趋于稳定小幅小降，预计分别为 15.3%、14.5% 和 13.70%；
- 6、2011 年其他应付款因合并报表基本抵消；2011-2013 年短期和长期贷款规模稳定增长，财务费用回归常态在 800-1200 万左右。
- 7、随着亏损公司的剥离和扭亏，2011-2013 年公司实际所得税率按 25% 计算。

6.3 盈利预测

根据以上关键假设，我们预测公司 2011-2013 年归属于母公司所有者的净利润分别为 8544 万元、1.03 亿元和 1.33 亿元，同比增长率分别为 40%、20.2% 和 29.8%，2011-2013 年全面摊薄 EPS 分别为 0.27 元、0.32 元和 0.42 元。

七、估值与股价催化剂

7.1 绝对估值:11.37 元/股

我们预计重组后的公司未来的现金流量将趋于稳定，因此，我们采用 DCF (FCFF) 模型对公司进行估值。考虑到旅游消费具有较大的惯性随经济周期波动相对较小，我们给予公司 0.74 倍 β 值，得到在 3% 的永续增长率假设下公司股票的绝对估值为 11.37 元/股。

图表 19：绝对价值评估的关键假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.98%
β (β levered)	0.74
Rm-Rf	8.85%
Ke(levered)	10.52%
税率	25.00%
Kd	5.25%
Ve	1,520.7
Vd	92.0
目标资本结构	15.00%
WACC	9.73%

资料来源：光大证券研究所

图表 20：绝对价值输出结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-393.33	-10.58%
第二阶段	1,328.35	35.74%
第三阶段 (终值)	2,781.89	74.84%
企业价值 AEV	3,716.91	100.00%
加：非经营性净资产价值	25.18	0.68%
减：少数股东权益 (市值)	0.90	-0.02%
减：债务价值	92.00	-2.48%
总股本价值	3,649.19	98.18%
股本 (百万股)	320.84	-
每股价值 (元)	11.37	-
PE (隐含)	42.71	-
PE (动态)	30.98	-

资料来源：光大证券研究所

图表 21：估值敏感性分析

WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
8.73%	12.70	13.52	14.49	15.64	17.03
9.23%	11.35	12.02	12.80	13.72	14.81
9.73%	10.18	10.74	11.37	12.11	12.99

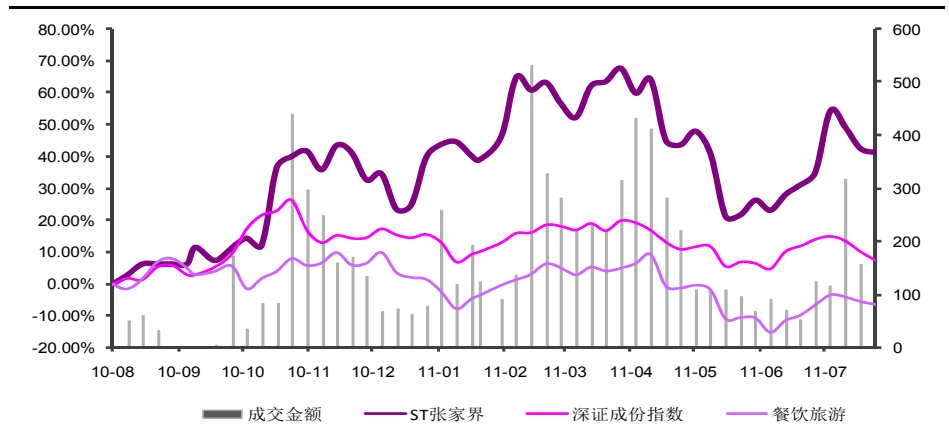
10.23%	9.16	9.63	10.16	10.76	11.47
10.73%	8.27	8.66	9.10	9.60	10.18

资料来源：光大证券研究所

7.2 相对估值：2011 年 40 倍 PE---10.80 元/股

受益于资产重组利好预期、预期兑现和市场对 2011 年公司业绩的良好预期，最近一年公司（股票简称：ST 张家界，代码：000430.SZ）股价表现显著好于同期餐饮旅游指数和深证成份指数，涨幅达到 41%，而同期深证成份指数仅上涨 7.5%，餐饮旅游指数甚至下降了 6.4%。

图表 22：公司股价过去一年的绝对表现和相对表现



资料来源：wind 数据库、光大证券研究所

由于 2011 年初重组前公司一直在亏损和退市的边缘挣扎，因此，历史 PE 估值无参考意义，我们在此不作回顾。我们对 2011-2013 年 EPS 分别为 0.28 元、0.33 元，对应当前股价(8.89 元)的动态 PE 分别为 32X、27X，略低于我们重点覆盖的 10 家景区类可比上市公司 2011-2012 年平均动态 PE（分别为 36X 和 29X），即公司动态 PE 估值相比同行具有一定的优势。考虑到公司良好的成长性，我们给予公司 2011 年 40 倍 PE，目标价 10.80 元。

图表 23：景区类上市公司估值水平比较

代码	简称	最新价格	总市值	EPS(元)			PE（倍）		
		（元）	（亿）	10A	11E	12E	10A	11E	12E
景区类									
600054	黄山旅游	15.67	73.86	0.49	0.58	0.76	32	27	21
000888	峨眉山 A	18.30	43.04	0.47	0.60	0.80	39	31	23
000978	桂林旅游	10.82	38.96	0.20	0.39	0.42	54	28	26
002033	丽江旅游	21.34	32.27	0.06	0.75	0.86	356	28	25
002159	三特索道	14.91	17.89	0.25	0.36	0.47	60	41	32
600749	西藏旅游	14.53	27.48	0.13	0.18	0.26	112	81	56
600258	首旅股份	15.19	35.15	0.81	0.66	0.72	19	23	21
600138	中青旅	13.99	58.11	0.64	0.73	0.80	22	19	17
300144	宋城股份	23.26	85.97	0.44	0.65	0.73	53	36	32
002558	世纪游轮	25.24	15.02	0.63	0.80	1.07	40	32	24
景区类平均							40	35	28
000430	ST 张家界	8.25	26.47	0.09	0.27	0.32	92	31	26

2011-08-11 ST 张家界

601007	金陵饭店	8.62	25.86	0.37	0.40	0.43	27	25	23
600754	锦江股份	16.72	100.86	0.63	0.65	0.78	33	28	24
601888	中国国旅	26.99	237.51	0.47	0.77	1.17	64	48	40
行业平均							40	34	28

资料来源: wind 数据库、光大证券研究所 注: 最新股价为 2011 年 8 月 9 日收盘价, 2010 年平均 PE 剔除丽江旅游和西藏旅游

7.3 股价驱动因素

长期股价催化剂: 武陵源核心景区客流的快速、稳定增长和公司拓展新的、盈利性强的旅游相关业务。

短期股价催化剂: 景区环保车票、十里画廊小火车车票和宝峰湖景区门票价格的提升; 杨家界索道开工和运营时间提前; 2011 年年报“摘帽”。

八、投资评级: “买入”, 目标价 10.80 元

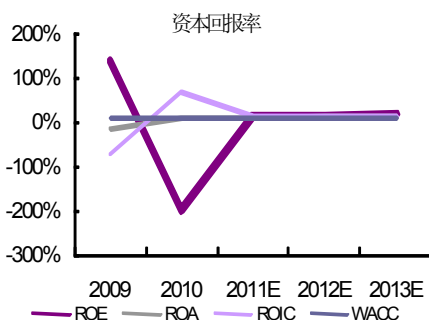
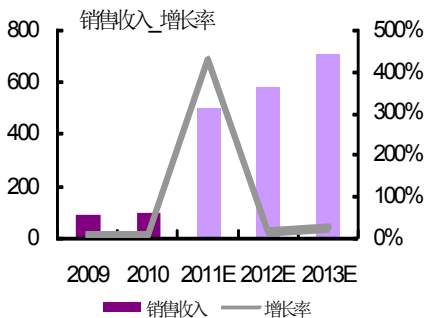
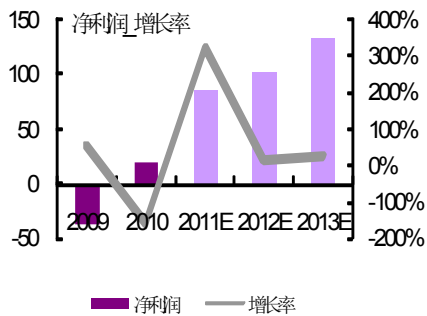
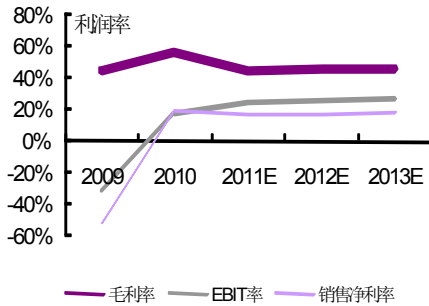
根据我们前文的分析, 公司短期业绩确定性强、而且存在超预期的可能, 长期则将受益于通达性的提升、政府营销力度提升和索道运营而实现快速、稳定的增长。公司业务结构清晰、以景区开发业务为主的发展方向明确并积极探寻新业务的发展机会, 我们建议投资者逢低给予积极关注, 结合绝对估值和相对估值结果, 给予公司 10.80 元/股的目标价 (对应 2011 年 EPS 的动态 PE 为 40 倍), 给予“买入”评级。

九、风险分析

经营和管理风险: 张家界旅游景点之间的竞争日趋激烈, 公司十里画廊小火车、宝峰湖景区的经营和盈利模式存在被竞争对手复制的风险和被稀释客流的风险; 公司业绩未来存在随行业景气度、经济周期大幅波动的风险; 公司三大股东均为市政府直接或间接控制的公司或事业单位, 不排除未来经营和管理受地方政府干预、偏离市场方向的风险。

市场风险: 公司股价存在跟随证券市场大幅下滑的风险。

不可抗力风险: 公司未来可能存在受自然灾害、大规模流行性疾病、经济危机等因素影响游客数量大幅低于预期的风险; 发生景区安全事故的风险。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	91	95	502	577	705
营业成本	50	42	279	313	380
折旧和摊销	18	16	16	23	24
营业税费	5	5	20	32	39
销售费用	10	8	32	35	38
管理费用	26	26	45	49	58
财务费用	20	16	8	11	12
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	-48	0	114	137	178
利润总额	-46	21	114	137	178
少数股东损益	-12	-1	0	0	0
归属母公司净利润	-35.42	20.13	85.44	102.72	133.37

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	314	255	938	1,019	1,132
流动资产	30	63	130	148	181
货币资金	23	53	75	87	106
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1	0	10	11	13
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	2	9	25	29	35
存货	1	1	6	6	8
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	4	4	4	4
固定资产	179	113	727	764	832
无形资产	63	36	34	32	31
总负债	345	265	241	244	255
无息负债	247	173	87	93	102
有息负债	98	92	153	151	153
股东权益	-31	-10	698	775	877
股本	220	220	321	321	321
公积金	95	90	620	630	644
未分配利润	-341	-320	-243	-177	-87
少数股东权益	-5	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	28	31	-15	135	165
净利润	-35	20	85	103	133
折旧摊销	18	16	16	23	24
净营运资金增加	-83	61	191	13	24
其他	128	-66	-307	-4	-16
投资活动产生现金流	-23	20	-638	-85	-105
净资本支出	23	9	656	85	105
长期投资变化	0	4	0	0	0
其他资产变化	-46	6	-1,294	-170	-210
融资活动现金流	16	-21	675	-39	-41
股本变化	36	0	101	0	0
债务净变化	-34	-6	61	-2	1
无息负债变化	31	-74	-85	6	9
净现金流	22	30	22	11	19

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	3.70%	5.08%	427.87%	14.85%	22.13%
净利润增长率	58.20%	-156.82%	324.48%	20.22%	29.85%
EBITDA 增长率	-46.66%	-410.86%	335.18%	23.67%	25.09%
EBIT 增长率	-35.84%	-156.67%	650.61%	21.26%	28.06%
估值指标					
PE	-75	132	31	26	20
PB	-102	-264	4	3	3
EV/EBITDA	-183	58	20	16	13
EV/EBIT	-65	114	23	19	15
EV/NOPLAT	-64	128	31	25	20
EV/Sales	21	19	6	5	4
EV/IC	48	86	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	44.53%	56.11%	44.51%	45.66%	46.11%
EBITDA 率	-11.29%	33.40%	27.53%	29.65%	30.37%
EBIT 率	-31.68%	17.08%	24.29%	25.65%	26.89%
税前净利润率	-51.12%	22.04%	22.68%	23.74%	25.24%
税后净利润率 (归属母公	-39.12%	21.15%	17.01%	17.80%	18.93%
ROA	-15.09%	7.32%	9.11%	10.08%	11.78%
ROE (归属母公司) (摊	136.96%	-200.64%	12.25%	13.26%	15.21%
经营性 ROIC	-75.79%	67.00%	10.80%	12.03%	13.85%
偿债能力					
流动比率	0.09	0.24	0.54	0.84	1.46
速动比率	0.09	0.23	0.52	0.81	1.40
归属母公司权益/有息债务	-0.26	-0.11	4.55	5.11	5.74
有形资产/有息债务	2.55	2.38	5.90	6.52	7.20
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	-0.11	0.06	0.27	0.32	0.42
每股红利	0.00	0.00	0.08	0.10	0.12
每股经营现金流	0.09	0.10	-0.05	0.42	0.51
每股自由现金流(FCFF)	0.24	-0.13	-2.29	0.11	0.12
每股净资产	-0.08	-0.03	2.17	2.41	2.73
每股销售收入	0.28	0.30	1.57	1.80	2.20

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

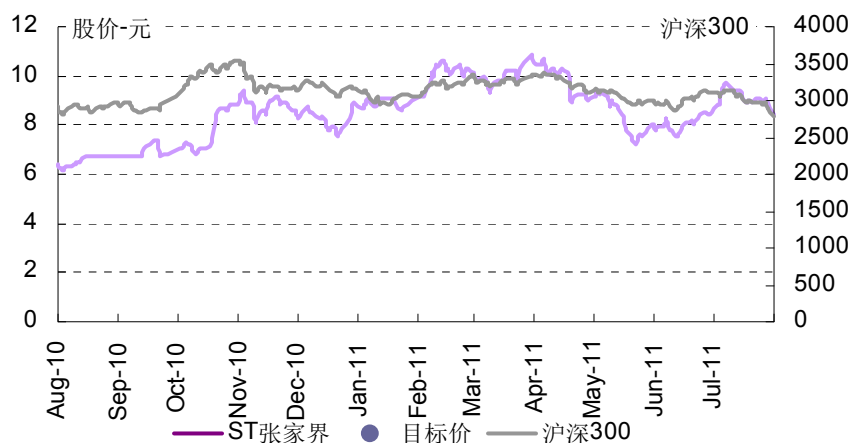
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

林玉红，上海交通大学经济学硕士、复旦大学经济学学士，2009年12月加盟光大证券研究所，主要负责旅游行业研究。

投资建议历史表现图

ST 张家界 (000430)



日期	股价	目标价	评级
Aug-10	6.5	9.5	买入
Sep-10	6.8	9.5	增持
Oct-10	7.2	9.5	中性
Nov-10	10.5	9.5	减持
Dec-10	9.5	9.5	卖出
Jan-11	8.5	9.5	买入
Feb-11	9.5	9.5	增持
Mar-11	10.5	9.5	中性
Apr-11	10.5	9.5	减持
May-11	9.5	9.5	卖出
Jun-11	8.5	9.5	买入
Jul-11	8.5	9.5	增持

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com