

ST 张家界 (000430.sz)

高增长可期

周户 分析师

电话: 010-59136699

eMail: zh5@gf.com.cn

执业编号: S0260511010007

上半年公司盈利大幅提升, 环保客车超预期

报告期内, 公司实现净利润 0.2 亿元, 同比下降 22.17%。净利润同比下滑的主要原因在于, 2010 年上半年有非经常性损益产生的净利润 2040.34 万元。而环保客车公司, 若考虑 2010 年上半年的非经常性损益, 公司净利润同比增长 35.41%; 若不考虑, 则同比增长约 70%。因此, 剔除非经常性损益的影响, 公司实际盈利快速增长。

规模快速增长, 业绩有望超预期

2011 年上半年, 武陵源景区旅游接待人数同比增长 36.28%, 旅游收入同比增长 41.42%。旅游接待人数快速提升。而从公司盈利资产收入增长情况来看, 环保客车和宝峰湖增速相对较快, 宝峰湖增速超预期。此外, 7 月份武陵源景区旅游接待人数同比增长 63.96%, 下半年公司规模增长可能进一步提速。

公司部分景区存在提价的可能

发改委规定景区价格调整的周期须在 3 年以上。而从张家界各景区最近提价的时间来看, 公司部分景区存在提价的可能性。

盈利预测

2011 年规模驱动公司盈利快速提升, 同时 2012 年景区存在提价预期, 再考虑到杨家界索道的建设, 公司盈利进入上升通道。此外, 张家界作为国家旅游综合改革实验区, 未来存在政策支持。依据我们的预测, 不考虑景区提价, 公司 2011、2012 年将分别实现净利润 0.82 和 1.09 亿元; 实现每股收益 0.25 和 0.34 元。考虑到公司盈利进入上升通道、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, 维持公司买入评级。

风险提示

通货膨胀的超预期以及异常天气的出现都有可能抑制公司利润增长。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	90.56	95.16	502.02	578.65	675.79
增长率(%)	3.70%	5.08%	427.56%	15.26%	16.79%
EBITDA(百万元)	18.11	30.65	149.19	197.44	239.93
净利润(百万元)	-41.37	20.13	81.79	108.76	136.16
增长率(%)	-84.76%	148.66%	306.36%	32.98%	25.19%
每股收益(元)	-0.19	0.09	0.25	0.34	0.42
市盈率	—	85.93	36.76	27.64	22.08
市净率	-40.75	-172.40	4.22	3.66	3.14
EV/EBITDA	90.04	57.71	17.48	12.45	9.52

数据来源: 张家界旅游集团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	9.45 元
合理价值	10.50 元
前次评级	无

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-2.68	8.25	47.43
沪深 300	-7.76	-7.38	-1.91

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

321/186

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%

流通 A 股比例 57.94%

财务比率

ROE	11.5%
ROA	7.08%
资产负债率	103.75%

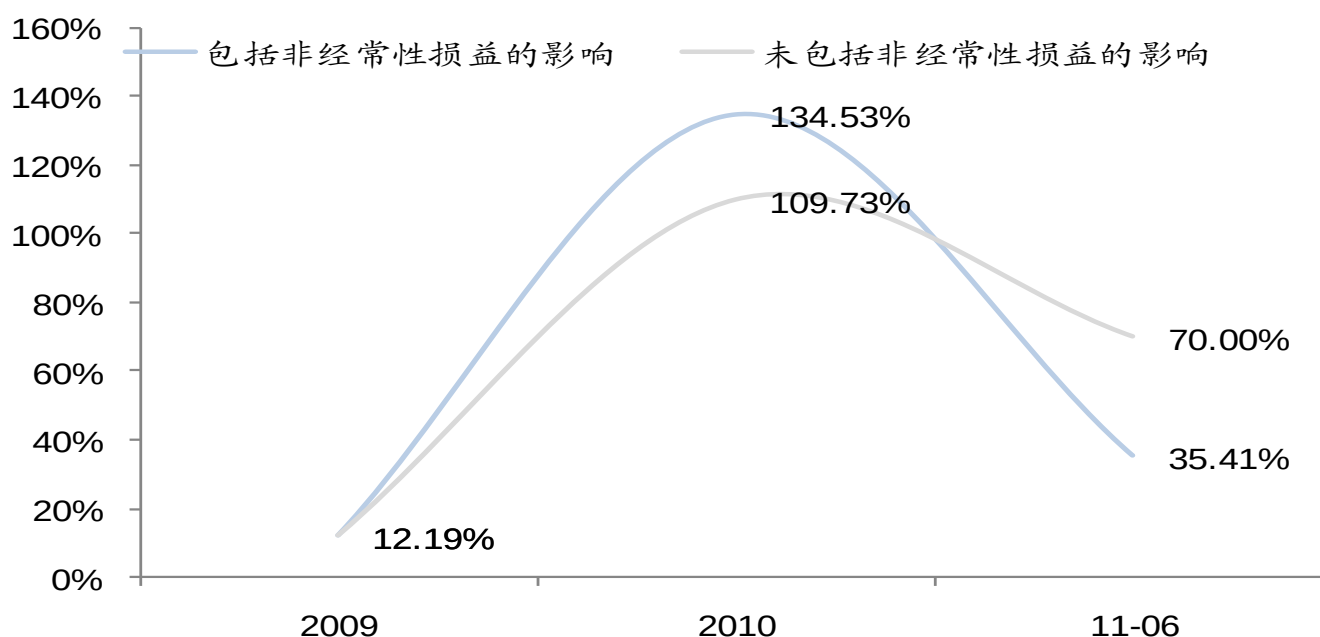
2010 年报数据

上半年公司盈利大幅提升，环保客车超预期

报告期内，公司实现营业收入1.78亿元，同比增长28.45%，实现营业利润0.32亿元，同比增长152.15%，实现净利润0.2亿元，同比下降22.17%。净利润同比下滑的主要原因在于，2010年上半年非经常性损益产生的净利润为2040.34万元，其中环保客车公司为836.99万元。而环保客车公司，若考虑2010年上半年的非经常性损益，上半年公司净利润同比增长35.41%；若不考虑，则同比增长约70%。因此，剔除非经常性损益的影响，公司实际盈利快速增长。

图1：环保客车公司净利润同比增长率

%



注：非经常性损益的影响仅考虑了营业外收支的影响。

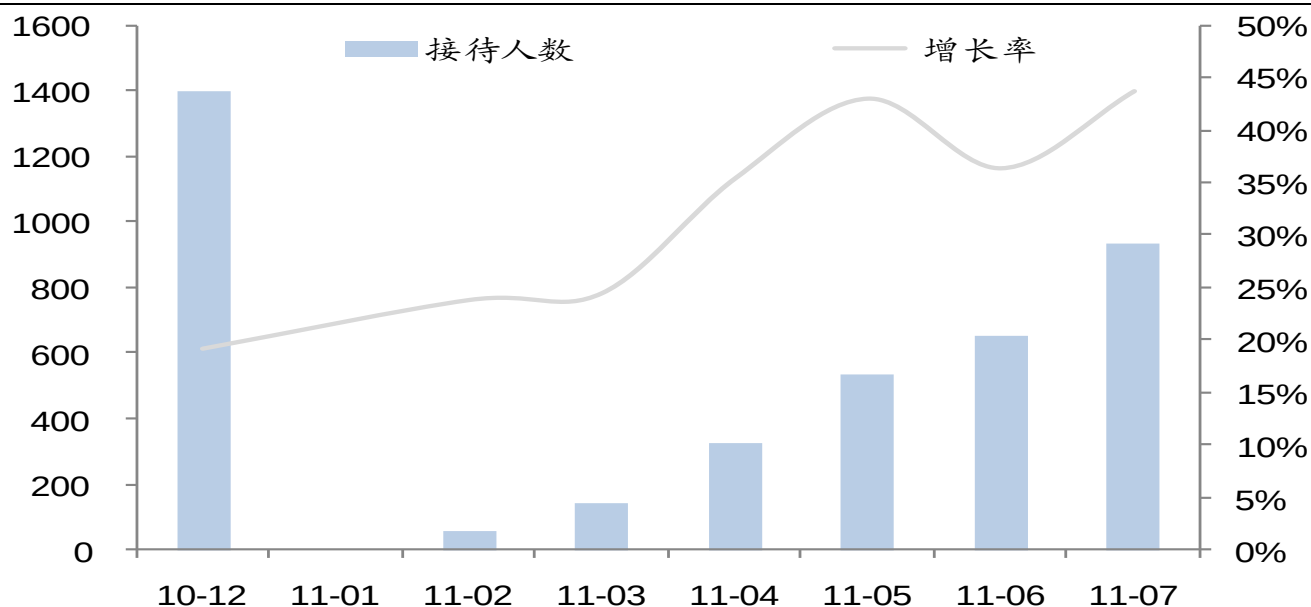
数据来源：广发证券发展研究中心

规模快速增长，业绩有望超预期

公司盈利之所以大幅提升，主要来源于规模增长。2011年上半年，武陵源景区旅游接待人数同比增长36.28%，旅游收入同比增长41.42%。旅游接待人数快速提升。而从公司盈利资产的收入增长情况来看，环保客车和宝峰湖增速相对较快，宝峰湖增速超预期。此外，7月份武陵源景区旅游接待人数同比增长63.96%，下半年公司规模增长有可能进一步提速。

图2：张家界武陵源景区旅游接待人数同比增长率

%



数据来源：广发证券发展研究中心

表 1: 公司各项资产收入同比增长率

%

公司资产	收入同比增长率
十里画廊	17.74%
宝峰湖	27.28%
旅行社	35.00%
张家界国际酒店	5.37%
环保客车	32.64%
上市公司合计	28.45%

注：旅行社与宝峰湖为预测值。二者增速为反向关系。

数据来源：广发证券发展研究中心

公司部分景区存在提价的可能

发改委规定景区价格调整的周期须在3年以上。而从张家界各景区最近提价的时间来看，公司部分景区存在提价的可能性。

表 2: 上市公司各景区历史提价情况

元/人次

上市公司名称	景区名称	最近提价时间	提价幅度	票价
张家界	宝峰湖	2006-08	12	74
	十里画廊	2009-11	7	40
	武陵源核心景区	2009-10	优惠票价格提高 29 元	优惠票价为 160
	武陵源核心景区	2005-04	景区门票提高 87 元	245

数据来源：广发证券发展研究中心

盈利高增长

2011年规模驱动公司盈利快速提升，同时2012年景区存在提价预期，再考虑到张家界索道的建设，公司盈利进入上升通道。此外，张家界作为国家旅游综合改革实验区，未来存在政策支持。依据我们的预测，不考虑景区提价，公司2011、2012年将分别实现营业收入5.02和5.79亿元；实现净利润0.82和1.09亿元；实现每股收益0.25和0.34元。考虑到公司盈利进入上升通道、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，维持公司买入评级。

表 3: 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	502.02	578.65	675.79
EBITDA	18.11	30.65	149.19	197.44	239.93
净利润	-41.37	20.13	81.79	108.76	136.16
净利润增长率	-84.76%	148.66%	306.36%	32.98%	25.19%
每股收益	-0.19	0.09	0.25	0.34	0.42

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

通货膨胀的超预期以及异常天气的出现都有可能抑制公司利润增长。

资产负债表

单位：百万元

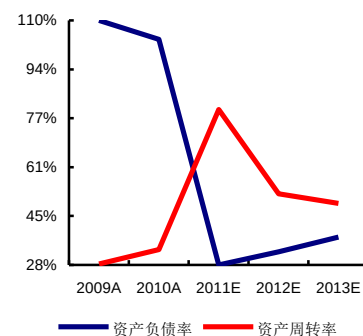
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	30	63	625	890	1,242
货币资金	23	53	602	868	1,216
应收及预付	6	9	17	16	18
存货	1	1	6	6	7
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	284	192	371	334	296
长期股权投资	0	4	0	0	0
固定资产	179	113	290	255	221
在建工程	22	20	20	20	20
无形资产	64	36	43	40	37
其他长期资产	19	18	18	18	18
资产总计	314	255	996	1,224	1,538
流动负债	328	265	211	330	508
短期借款	98	92	134	250	424
应付及预收	158	139	27	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	282	402	580
股本	220	220	321	321	321
资本公积	95	90	631	631	631
留存收益	-353	-320	-239	-130	6
归属母公司股东权益	-38	-10	713	822	958
少数股东权益	7	0	0	0	0
负债和股东权益	314	255	996	1,224	1,538

利润表

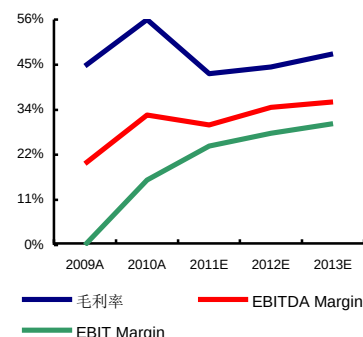
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	91	95	502	579	676
营业成本	50	42	288	323	355
营业税金及附加	5	5	17	20	24
销售费用	10	8	27	28	33
管理费用	26	26	47	47	61
财务费用	20	16	13	15	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	109	145	182
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	109	145	182
所得税	1	2	27	36	45
净利润	-47	19	82	109	136
少数股东损益	-6	-1	0	0	0
归属母公司净利润	-41	20	82	109	136
EBITDA	18	31	149	197	240
EPS (元)	-0.19	0.09	0.25	0.34	0.42

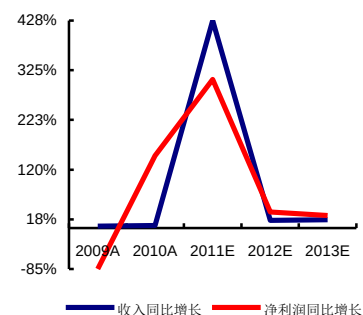
资产负债率趋势



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

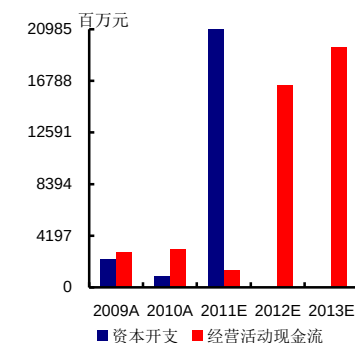
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	28	31	14	165	196
净利润	-47	19	82	109	136
折旧摊销	18	16	27	37	37
营运资金变动	9	-19	-108	4	1
其它	48	15	13	15	21
投资活动现金流	-23	20	-206	0	0
资本支出	-23	-9	-210	0	0
投资变动	0	29	4	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	16	-21	741	101	153
银行借款	73	92	112	116	174
债券融资	-108	-98	2	0	0
股权融资	0	0	641	0	0
其他	52	-15	-13	-15	-21
现金净增加额	22	30	550	266	348
期初现金余额	1	23	53	602	868
期末现金余额	23	53	602	868	1,216

主要财务比率

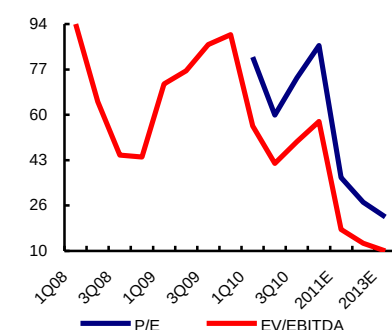
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	3.7%	5.1%	427.6%	15.3%	16.8%
营业利润	26.5%	99.5%	42806.9%	33.0%	25.2%
归属于母公司净利润	-84.8%	148.7%	306.4%	33.0%	25.2%
获利能力					
毛利率	44.5%	56.1%	42.5%	44.2%	47.5%
净利率	-52.3%	19.6%	16.3%	18.8%	20.1%
ROE	108.4%	-200.6%	11.5%	13.2%	14.2%
ROIC	-1.4%	183.9%	31.0%	46.9%	69.9%
偿债能力					
资产负债率	110.0%	103.7%	28.4%	32.8%	37.7%
净负债比率	-239.5%	-409.8%	-55.8%	-66.7%	-75.4%
流动比率	0.09	0.24	2.96	2.70	2.44
速动比率	0.08	0.23	2.93	2.67	2.43
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.33	0.80	0.52	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	0.25	0.34	0.42
每股经营现金流	0.13	0.14	0.04	0.51	0.61
每股净资产	-0.17	-0.05	2.22	2.56	2.99
估值比率					
P/E	-37.6	85.9	36.8	27.6	22.1
P/B	-40.7	-172.4	4.2	3.7	3.1
EV/EBITDA	90.0	57.7	17.5	12.4	9.5

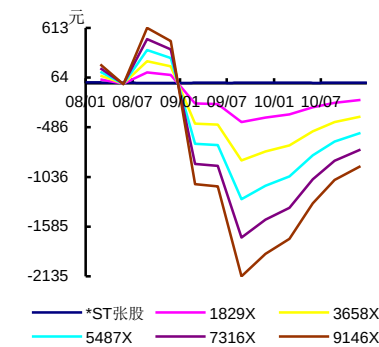
资本支出与经营活动现金流



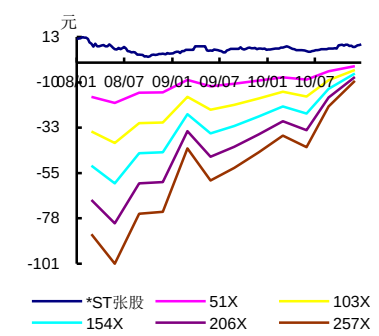
相对估值



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 张家界(000430.sz)	周户	2011-07-13
ST 张家界(000430.sz)	周户	2011-06-02
ST 张股(000430.sz)	周户	2011-01-25

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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 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			

免责声明

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。

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。