

买入 维持

ST 张家界 (000430)

2011 年 10 月 11 日

股票价格

10 月 10 日收盘价	8.70 元
6 个月内目标价	11.7 元
59 周内股价波动	7.05-11.34 元

主要估值指标

	2010	2011E	2012E
市盈率	33	29	22
市净率	14.6	9.8	6.8
PEG		1.18	
EV/EBITDA	19	17	14

股本结构

总股本 (万股)	32084
流通 A 股 (万股)	16735
B 股/H 股 (万股)	0/0

市场表现



相关研究

1. 《ST 张家界 (000430) - 业绩增长明确, 杨家界索道顺利推进》20110818
2. 《ST 张家界 (000430) - 中报靓丽, 未来或出现的投资亮点: 交通改善、杨家界索道建设、环保车提价》20110713
3. 《ST 张家界 (000430) - 涅槃重生, 开翔》20110613

社会服务业首席分析师

林周勇

SAC 执业证书编号:

S0850511050002

电话: 021-23219389

Email: lzy6050@htsec.com

联系人

胡宇飞

hyf6699@htsec.com

021-23219810

外延与内涵增长齐发力

交通改善将带来游客的较快发展, 内涵增长空间仍较大; 杨家界索道建设带来外延扩张的机会, 未来三年业绩将较快增长。此外, 若环保客运车提价、景区内资产整合, 将是额外的惊喜。

主要财务数据及预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润增长率 (%)			14%	33%	40%
主营业务利润率 (%)	32.1%	35.8%	40.1%	41.3%	45.2%
净资产收益率 (%)	-22.3%	55.8%	39.7%	36.2%	35.3%
每股经营性现金流 (元)	0.03	0.23	0.47	0.48	0.66
每股收益 (元)	-0.03	0.26	0.30	0.39	0.55

资料来源: 海通证券研究所

- **公司主要的盈利资产有:** 武陵源景区环保客运业务、武陵源景区内十里画廊观光电车业务、武陵源景区内索张公路收费权、宝峰湖景区, 2010 年贡献净利润分别为 5804、2348、370、1087 万元。
- **交通将大幅改善。** 目前, 张家界与外界连通的纽带主要有机场、张家界-长沙高速公路、宜昌-张家界-吉首铁路; **2012 年底, 张家界-重庆、张家界-武汉、张家界-湖北荆州高速公路有望全线贯通;** 按湖南省规划, 十二五期间, 张家界将建成高等级铁路, 并开通动车组, 机场吞吐量将大幅提升, 航线覆盖区域将大幅拓宽。
- **景区游客仍有望保持较快增长。** (1) 交通改善可以期待; (2) 景区规模较大, 杨家界片区开发出来之后, 游客容量大幅提升; (3) 周边客源正高速增长, 且目前基数较小, 未来潜力很大。
- **杨家界索道前景乐观。** (1) 索道运力不足是景区目前最大瓶颈, 杨家界索道设计运力是景区中最大的一条, 建成之后客源没有任何问题; (2) 预计正常经营, 索道年接待量超过 200 万人次, 收入达 1 亿元, 净利润超过 5000 万元。
- **宝峰湖和十里画廊观光电车迎来新的发展契机。** (1) 宝峰湖增长的空间来自: 旅行社加点、公司旗下旅行社对游客的引导; (2) 十里画廊观光电车改造将提升吸引力和接待能力, 业绩仍有提升空间。
- **政府支持明确, 未来仍有外延扩张机会。** (1) 公司重组过程, 政府付诸良多, 对公司必有诉求, 政府与流通股东的利益基本一致; (2) 中长期看, 环保客运车提价是大概率事件, 增厚业绩显著; (3) 或可能成为景区内经营性资产整合的平台。
- **上调 2011-2013EPS 至 0.30、0.39、0.55 元, 6 个月目标价 11.7 元。** 鉴于 7、8 月份游客超预期增长, 将 2011-2013EPS 由 0.27、0.37、0.53 元上调至 0.30、0.39、0.55 元; 按 12PE30 倍, 6 个月目标价 11.7 元, 维持 “买入” 评级。
- **风险提升:** 突发事件、索道进度低于预期、市场估值中枢下移。

目 录

1.主要业务：景区环保客运车、十里画廊观光电车、宝峰湖	3
2. 未来三年，武陵源景区游客仍将较快增长.....	4
2.1 交通持续改善.....	4
2.2 景区接待能力有较大提升空间	5
2.3 周边市场空间很大	5
3. 杨家界索道前景乐观	6
3.1 索道运力是武陵源景区最大瓶颈.....	6
3.2 杨家界索道前景乐观.....	6
4.宝峰湖、十里画廊迎来新的发展契机.....	8
4.1 宝峰湖迎来发展契机-旅行社加点、公司旗下旅行社对游客的引导.....	8
4.2 十里画廊观光电车仍有提升空间.....	8
5. 政府支持明确，未来发展脉络清晰.....	9
5.1 政府支持明确.....	9
5.2 环保客运车提价，中长期看是大概率事件	10
6. 上调 2011-2013EPS至 0.30、0.39、0.55 元，目标价 11.7 元	10
附录 1. 公司发展的曲折历程	11
附录 2 公司各项业务介绍.....	12
武陵源景区环保客运业务情况	12
十里画廊观光电车业务	13
索张公路经营情况	14
宝峰湖	14
其他资产	15
财务报表分析和预测	16

图表目录

图 1	张家界未来交通状况图	5
图 2	武陵源景区交通及游览图	7
图 3	公司历年来净利润情况	12
图 4	武陵源景区环保车年购票游客情况	13
图 5	环保车业务收入和利润情况	13
图 6	十里画廊观光电车游客量及平均票价情况	14
图 7	十里画廊观光电车收入和营业利润情况	14
图 8	宝峰湖游客数量及人均票价情况	15
表 1	公司各业务收入利润情况	3
表 2	张家界市政府是公司实际控制人	3
表 3	张家界国内前三大客源地 2011 年 1-7 月游客数量	6
表 4	张家界酒店客房分布	8
表 5	游客至杨家界索道、天子山索道方便程度比较	8
表 6	武陵源景区内主要经营资产	9
表 7	部分景区交通车价格对比	10
表 8	环保客运车提价对增厚 EPS 程度	10
表 9	2011-2013 年盈利预测	11
表 10	鸿仪控制公司的主要过程	11
表 11	鸿仪控股后的对外扩张	11

1.主要业务：景区环保客运车、十里画廊观光电车、宝峰湖

2011 年 4 月 29 日，公司完成了武陵源景区环保客运公司 100%股权收购（出让方为政府旗下的三个公司：张家界经济发展投资集团、武陵源旅游产业发展公司、张家界国家森林公园管理处）。由于环保客运公司在武陵源景区内拥有客运业务独家经营权，该收购完成后，公司盈利能力得到质的飞跃，跃升为一线景区公司。

收购完成后，公司主要的盈利资产有：武陵源景区环保客运业务、武陵源景区内十里画廊观光电车业务、武陵源景区内索张公路收费权、宝峰湖景区。

环保客运业务：环保车票与门票和在一起出售，共 245 元，两天有效；每张环保车票 65 元，两天有效，扣除“两费一金”，公司实际收取 60 元。

十里画廊观光电车业务：十里画廊是武陵源景区中非常著名的一个景点，奇峰异石延绵近十里，恰似一幅巨大的山水画；公司在十里画廊山谷内修建了观光电车轨道，游客可以乘电车游览十里画廊；票价单程 30 元/人，双程 40 元/人；2010 年，游客 115 万人次，收入 3555 万元，营业利润 2718 万元。

索张公路收费权：公司拥有景区内的索（索溪峪）张（张家界国家森林公园）公路收益权，期限至 2016 年；每年从门票中收取 500 万元，年摊销约 105 万元。。

宝峰湖：武陵源世界自然遗产的重要组成部分，距武陵源景区门口 5 分钟车程，是张家界核心景区惟一以水为主题的景区，游客乘船湖面游览，韩国游客最为钟爱，74 元/人次，2010 年游客 60 万，收入和净利润分别为 3753、1087 万。资产重组时，公司收进了两家旅行社，预计将于宝峰湖景区产生协同效应。

表 1 公司各业务收入利润情况

单位：万元	2010 年收入	2010 年净利润
环保客车业务	14021	5804
十里画廊观光电车	3555	2348
索张公路收费权	502	370
宝峰湖	3753	1087
张家界国际大酒店	737	(359)

资料来源：公司 2010 年报，海通证券整理

重组完成之后，张家界市政府持股比例从约 24%提升至 47.8%，成为公司实际控制人。

表 2 张家界市政府是公司实际控制人

股东名称（2011 年 6 月 30 日情况）	持股数量(万股)	持股比例(%)	实际控制人
张家界市经济发展投资集团有限公司	9632	30.0%	张家界市政府
张家界市武陵源旅游产业发展有限公司	3024	9.4%	张家界市政府
张家界国家森林公园管理处	1915	6.0%	张家界市政府
中国农业银行股份有限公司张家界分行	1120	3.5%	
张家界市土地房产开发有限责任公司	777	2.4%	张家界市政府
张家界市政府合计	15348	47.8%	

资料来源：公司 2011 年中报

2. 未来三年，武陵源景区游客仍将较快增长

2.1 交通持续改善

目前，张家界与外界连通的纽带主要由张家界荷花机场、张家界-长沙高速公路、宜昌-张家界-吉首铁路。2012 年底，张家界-重庆、张家界-武汉、张家界-湖北荆州高速公路有望全线贯通，交通将大幅改善。

按规划：2012 年底，张家界高速公路网将基本形成；十二五期间，将建成高等级铁路，并开通动车组，机场吞吐量将大幅提升，航线覆盖区域将大幅拓宽。

2.1.1 高速公路

渝湘高速预计 2012 年底全线贯通。渝湘高速公路起于巴南界石，经南川、彭水、黔江、酉阳、秀山，进入湖南，经由张家界，到达长沙，全长 848 公里。根据媒体报道，预计 2012 年底建成通车，通车后，重庆-张家界的车程由现在 8 小时缩短为 6 小时。

龙山—桑植—张家界高速公路正在规划中，若建成通车，重庆到张家界的路程将进一步缩短，预计 5 小时以内。

岳常高速预计 2012 年底通车，武汉至张家界路程缩短。岳阳-常德高速公路是国家高速公路网中第十二横线杭瑞高速公路的组成部分，全长 142 公里，预计 2012 年建成通车。岳常高速通车后，武汉到张家界不用再绕道长沙，直接从岳阳，到常德，再到张家界，路程可缩短 2 小时。

荆州-常德高速公路也预计 2012 年通车，届时荆州-张家界车程也缩短至 4 小时左右，成为湖北-张家界的最便捷的公路；此外，宜昌至张家界高速公路也有望 2011 年动工，2015 年之前建成通车。

2.1.2 铁路方面

连接重庆-长沙的黔张常（黔江-张家界-常德铁路）国家一级铁路已通过国家发改委批复，计划 2015 年前后通车，铁路全长 329 公里，据媒体报道，目标时速 200-250 公里。此外，长沙-益阳-常德客运专线项目建议书已获批，全长 170 公里，计划 2015 年前后通车。

在 6 月 9 日湖南省出台的《支持张家界开展国家旅游综合改革试点工作的 27 条意见》中明确提出：加快建设黔江—张家界—常德铁路和长沙—益阳—常德城际铁路；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。

2.1.3 机场方面

2011 年 2 月 24 日，荷花机场航空口岸扩大对外国籍飞机开放顺利通过国家验收，“晋升”为湖南第二家国际机场。

张家界荷花机场建设初期规划年吞吐量仅为 70 万人次，目前机场硬件设施已经超负荷运行，由于之前没有平行滑道，民航中南管理局于 2005 年底规定，张家界机场高峰每小时起降航班不得超过 10 架次，对机场形成很大的制约，游客吞吐量也陷入瓶颈并持续下滑。从 2007 年开始，机场开始加大投入，按规划，到 2020 年，机场旅客吞吐量将达 500 万人次。

张家界荷花机场扩建工程 2007 年开工，2008 年底，西平行滑行道和 6.3 万平方米站

坪项通过验收；2011 年 5 月 27 日，东平行滑行道顺利通过验收，张家界机场平行滑行道扩建工程全部完工。2011 年 3 月 4 日，T2 航站楼举行开工典礼，建筑面积约 6 万平方米，预计设登机桥 19 座、办票岛 2 个、办票柜台 32 个、安检设备 30 套等。

在 6 月 9 日湖南省出台的《支持张家界开展国家旅游综合改革试点工作的 27 条意见》中明确提出：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；扩大口岸开放，尽快实现境外游客到张家界落地签证。

图 1 张家界未来交通状况图



资料来源: google, 海通证券研究所根据网络资料整理

2.2 景区接待能力有较大提升空间

武陵源景区面积近 400 平方公里，是黄山、峨眉山的 2.5 倍，游客接待能力提升潜力较大。武陵源景区由张家界国家森林公园、天子山自然保护区、索溪峪自然保护区、杨家界风景区构成，景区总面积接近 400 平方公里，是黄山、峨眉山的 2.5 倍（均为 154 平方公里）。

此外，杨家界片区景色独特而又迷人，但去的游客不多；杨家界索道建成之后，游玩杨家界将更为便利；杨家界片区约 33 平方公里，年可容纳 100 万游客，将形成有效分流，景区接待能力进一步提升。

2.3 周边市场空间很大

2011 年 1-7 月，武陵源景区接待湖南本地游客 22.6 万人次，超过 2010 年全年总和。促成今年游客大幅增长的主要原因：张家界市政府、湖南省政府加大对张家界的宣传力度/自驾车快速兴起/学生游市场强势启动。

虽然湖南本地游客大幅增长，但占武陵源景区游客仅 14%，与张家界毗邻的重庆、

湖北两大客源地未进入前三大游客市场，占比低于 6%。也就是说：**毗邻张家界的湖南、湖北、重庆占武陵源景区游客不及 25%！而成渝地区在峨眉山游客占比接近 60%。**

周边客源占比较低，与经济发展程度、张家界交通情况、市场宣传推广有密切关系。很显然，周边市场还有很大的挖掘空间。

表 3 张家界国内前三大客源地 2011 年 1-7 月游客数量

境内客源地排名	客源地	游客量(万人次)	占比	备注
1	湖南本地游客	22.6	14%	超过 2010 年全年总和
2	广东	15	9%	
3	江苏	9.6	6%	
	景区游客估算	165		

资料来源：张家界日报、海通证券研究所根据网络资料整理

3. 杨家界索道前景乐观

3.1 索道运力是武陵源景区最大瓶颈

武陵源景区由两大部分组成：黄石寨、天子山+袁家界+杨家界。黄石寨片区是最先被发现开发的区域，而“天子山+袁家界+杨家界”片区是武陵源景区中最引人入胜的区域，也是游客必去的地方。

“天子山+袁家界+杨家界”片区上下山主要依靠天子山索道和百龙天梯，一般是一边上，另一边下。天子山索道单向运量 948 人/每小时，百龙天梯单向运量 2000 人/每小时。

上山排队情况：旺季天子山索道要排队 3 个多小时，直到下午 2 点钟之后排队情况才会缓解，百龙天梯也需要排队 1-2 小时，直到中午 1 点钟左右。**下山排队情况：**百龙天梯稍好，排队时间不会太长，但天子山索道从下午 1 点多就开始排长队了。因此，索道运力已成为武陵源景区最大的瓶颈。

杨家界索道设计运力单向 2300 人/小时，是武陵源景区运力最大的索道；**建成之后**，“天子山+袁家界+杨家界”片区上下山多了一条通道，将有效缓解排队的窘境。

3.2 杨家界索道前景乐观

杨家界索道建设期 1 年，预计年内有望动工。杨家界索道将有效缓解武陵源景区的运输瓶颈，政府对之高度重视。项目目前受制于永定区-中湖道路尚未全线贯通（教字垭-中湖约 10 公里），教字垭-中湖年内有望动工，届时，索道也具备动工条件。索道建设期 1 年，我们预计年内有望动工。

住永定区的游客，通过杨家界索道上下山较为方便。住武陵源区和慈利县的游客，从天子山索道上下山较为方便；而住永定区得游客，通过杨家界索道上下山较为方便。不考虑排队，永定区游客到杨家界索道下站大约需 40 分钟，而到天子山索道下站大约需要 50 分钟；若考虑进景区排队，杨家界索道对永定区游客的吸引力更大。

约 50%游客住永定区。永定区现有客房 6418 间，占张家界客房量约 57%，考虑到入住率可能略低于武陵源区，我们粗略估算，约 50%的游客住永定区。

杨家界索道将成为住永定区游客的首选。对于该部分游客，到杨家界索道更为方便；而且，由于杨家界索道运力是天子山索道的 2.4 倍，排队时间也大为缩短；特别是对于旅行社来说，可以节约很多时间，用于景区加点，将更加乐意接受杨家界索道。

黄金周或者是旺季的周末，杨家界索道也是住武陵源区游客的可选项。虽然增加 1 小时的交通时间，但却省去了约 2 小时的排队时间。

按目前游客规模，正常运营，索道年接待游客预计可达 200 万人次。按目前 300 万游客量计算，百龙天梯、天子山索道、杨家界索道年接待游客接近 600 万人次（每位游客往返合计 2 次），杨家界索道将占有约 1/3，即 200 万人次。按 50 元票价计算，年收入可达 1 亿元，净利润超过 5000 万元。

图 2 武陵源景区交通及游览图



资料来源: baidu, 海通证券研究所根据网络及实地调研整理

表 4 张家界酒店客房分布

单位：间	经济/客栈	三星级/舒适	四星级/高档	五星级/豪华	合计	比例
武陵源区	273	1520	1633	1157	4583	41%
永定区	673	884	1347	3514	6418	57%
慈利县	0	0	156	152	308	3%
合计	946	2404	3136	4823	11309	100%

资料来源：elong，海通证券研究所根据网络资料整理

表 5 游客至杨家界索道、天子山索道方便程度比较

	住永定区游客	住武陵源区游客
到杨家界索道下站（分钟）（不考虑排队）	40	70
到天子山索道下站所需时间（分钟）（不考虑排队）	50	15

资料来源：海通证券研究所估算

4. 宝峰湖、十里画廊迎来新的发展契机

4.1 宝峰湖迎来发展契机-旅行社加点、公司旗下旅行社对游客的引导

宝峰湖是武陵源世界自然遗产的重要组成部分，距武陵源景区门口 5 分钟车程，是张家界核心景区惟一以水为主题的景区。

宝峰湖长 2.5 公里，水面最宽处 150 多米，平均水深 72 米。游客可以乘游船游览宝峰湖（船票已含在门票内），韩国游客十分钟爱。

2010 年，宝峰湖游客接待量 60 万人次，仅占武陵源景区游客量的 26.6%，也就是说，来张家界的 100 个游客中，仅有 26.6 人游览宝峰湖。游览比例较低，很重要的原因：很多游客受时间限制，没有足够时间游览。

杨家界索道建成后，为游客节约了大量的排队时间（旺季和黄金周，节约时间平均约 2 小时），宝峰湖离武陵源景区最近，最有可能成为旅行社加点项目，从而间接受益。

此外，4 月份公司收购了两家旅行社（环保客运公司下属的两家旅行社），与宝峰湖之间存在协同效应，也就是说，公司可以通过自己的旅行社将客源引导至宝峰湖。

2010 年，两家旅行社合计接待游客 35 万人次，收入 1.7 亿元；2011 年上半年收入约 6400 万元，同比增长超过 35%。

随着交通改善、杨家界索道建成，宝峰湖年游客接待量达 100 万人次，并非不可能。我们粗略估算，年接待 100 万游客，净利润可达 2000 万元。

4.2 十里画廊观光电车仍有提升空间

十里画廊是武陵源景区中非常著名的一个景点，奇峰异石延绵近十里，恰似一幅巨大的山水画。公司在十里画廊山谷内修建了观光电车轨道，游客可以乘电车游览十里画廊。

2010 年，观光电车共接待游客 115 万人次，增长 19%；2011 年上半年，接待游客约 50-55 万人次，增长约 18%-20%；增速显著低于景区游客增速（约 35%）。

我们实地调研发现：十里画廊观光电车游客时间分布波动较大，主要受旅行社游览

行程安排的影响；上午 9-10 点，下午 3-5 点游客一般较多，而其他时段游客一般较少；当旅游团大量过来的时候，观光电车往往接待不过来，造成很多客源的流失。

8 月 17 日，公司董事会通过了《关于十里画廊观光电车升级改造的议案》，拟对观光电车进行升级改造。改造完成后，将进一步提升游览的舒适度和接待能力，增强对游客的吸引力，减少客源流失，盈利能力也将进一步提升。

2010 年，观光电车收入 3555 万元，营业利润 2718 万元，分别同比增长 50%、58%。

5. 政府支持明确，未来发展脉络清晰

5.1 政府支持明确

上海鸿仪控制公司以来，公司经历了“经营不力+被掏空”的双重磨难，陷入了*ST 境地；2006 年末，公司所有者权益已成负数，加上巨额的对外担保，公司股改陷入困局。

为了挽救公司，2007 年 11 月，张家界经济发展投资集团（以下简称“张经投”，张家界市政府下属全资子公司）以 4800 万元受让张经开所持有的 4491 万股，并通过逐家谈判，化解了公司 4.2 亿对外担保责任。

为了彻底改善公司的盈利能力，政府将景区环保客运业务低价注入上市公司（作价 6.4 亿元，静态 PE 11 倍），该资产注入 2011 年 4 月完成。公司盈利能力大幅改善。

拯救公司的历程，政府付出了巨大的努力（4800 现金+4.2 亿对外担保+年净利润超过 6000 万的现金流），这对于财力薄弱的张家界市来说（2008 年张家界财政收入仅 13 亿），是很不容易的。

政府对公司的支持是显而易见的！我们判断：政府应该不仅仅是为了救活公司这个壳，而应该有自身的诉求！

我们分析，有两种可能的诉求：（1）再融资；（2）整合资产的平台。

再融资：张家界旅游业面临产品升级的压力，需要有巨大的外部资金投入；在政府资金短缺、地方融资平台运作环境趋严的情况下，上市公司融资功能的优势越发的明显。

整合资产的平台：武陵源景区很多盈利资产不属政府，为了景区的更好管理，整合武陵源景区资产有现实的意义；（2）2008 年，百龙天梯曾经拟与环保客运业务捆绑 IPO，后因证监会暂停 IPO 而终止，说明武陵源景区的经营主体也有将资产证券化的想法。

因此，政府与二级市场利益是基本趋同的，公司未来发展脉络也是比较清晰的。

表 6 武陵源景区内主要经营资产

经营资产	长度	运力	投资商	开始运行时间	票价
天子山索道	水平线 1960m，斜线长 2084m，两端站高差 692m	单向运量 948 人/每小时	香港安达国际有限公司（外商独资）	1997 年 5 月	单程 52 元，往返 104 元
黄石寨索道	长 990 米，高差 430 米	单向运量 1300 人/每小时 2010.5-2011.7 共接待游客 170 万	台湾证吉兴业有限公司 51%股权，张家界公园管理处 49%股权	1997 年 11 月 2010 年 5 月完成改造	单程 50 元，往返 96 元
白龙天梯	垂直高差 335 米，运行高度 326 米	往返 4000 人次/每小时	北京百龙绿色科技企业总公司、英国佛洛伊德有限公司合资兴建	2002 年 4 月	单程 56 元，往返 112 元

资料来源：baidu，海通证券研究所根据网络资料整理

5.2 环保客运车提价，中长期看是大概率事件

目前环保客运车票价为 65 元/人次（两天内有效），剔除应上缴部分，实际票价 60 元/人次；2005 年 4 月票价从 50 元提至 60 元，至今没有变过。

横向对比：九寨沟交通车票价为旺季 90 元/人次（当天有效）；峨眉山山脚往返金顶 90 元/人次。

从这两个角度看，武陵源景区环保客运车票价是相对便宜的。我们认为，从中长期来看，提价是大概率事件；但短期存在以下不确定性：CPI 过高，提价社会压力太大/若经济下行，游客增长压力增大，也不会贸然提价。

若环保客运车提价，对业绩影响将较为显著。假设实际票价提至 80 元，则将增厚 EPS 约 0.15 元（11 年公司 EPS 仅 0.30 元）；若提至 90 元，则将增厚约 0.23 元。

表 7 部分景区交通车价格对比

景区	交通车票价
张家界	环保客运车票：65 元/人（两天有效）
武夷山	环保观光车票：一日游价格 70 元/人；二日游价格 85 元/人；三日游价格 95 元/人
九寨沟	观光车票：旺季 90 元/人（当天有效）、淡季 80 元/人（当天有效）
峨眉山	交通车票：峨眉山山脚往返金顶 90 元/人

资料来源：海通证券研究所根据网络资料整理

表 8 环保客运车提价对增厚 EPS 程度

		实际票价（元/人）				
		60	70	80	90	100
游客数量 （万人次）	300	0.00	0.07	0.13	0.20	0.27
	320	0.00	0.07	0.14	0.21	0.28
	340	0.00	0.08	0.15	0.23	0.30
	360	0.00	0.08	0.16	0.24	0.32
	380	0.00	0.08	0.17	0.25	0.34

资料来源：海通证券研究所

6. 上调 2011-2013EPS 至 0.30、0.39、0.55 元，目标价 11.7 元

不考虑环保客运车提价，我们预计 2011-2013 年净利润分别为 9746、12339、17787 万元，对应 EPS 分别为 0.30、0.39、0.55 元。（鉴于 7、8 月份游客超预期，我们将 2011-2013EPS 由 0.27、0.37、0.53 元上调至 0.30、0.39、0.55 元）。

2011 年业绩大幅增长的主要动力是：游客大幅增长，我们预计全年增速约 35%。

2012 年业绩增长的主要动力：十里画廊观光电车改造、2011 年确认了 701 万元重组费用（2012 年无此项）、宝峰湖与两家旅行社之间的协同效应、游客稳健增长。

2013 年业绩增长的主要动力：杨家界索道（我们认为游客可以到 150 万人次）、2012 年底交通大幅改善带来的游客较快增长。

表 9 2011-2013 年盈利预测

	2010 年	2011E	2012E	2013E
净利润	6275	9746	12425	17787
其中: 环保客车	5804	8127	8435	9717
十里画廊及索张公路	2718	3315	4363	4807
宝峰湖	1087	1245	1523	1634
杨家界索道			105	3966
旅行社及广告文化传播文化	81	140	170	150
周洛	26	-50	0	0
张国际酒店	-359	0	0	0
总部管理费用	-1477	-2000	-1500	-2000
财务费用	-1605	-1030	-669	-486
EPS	0.20	0.30	0.39	0.55

资料来源: 公司 2010 年报, 海通证券研究所

我们认为公司是长期投资的优质品种, 若持有到 2012 年年底, 我们认为目标价可达 16 元 (2013PE 30 倍)! 此外, 中长期看, 环保客运车提价是大概率事件, 届时将是锦上添花。

我们维持“买入”的评级, 6 个月目标价 11.7 元 (2012PE30 倍), 短期内可能出现的催化剂: 三季报业绩超预期、杨家界索道动工、十里画廊观光电车改造。

附录 1. 公司发展的曲折历程

表 10 鸿仪控制公司的主要过程

1999 年 9 月 17 日	张家界旅游经济开发有限公司与湖南省天通置业有限公司(以下简称天通置业)签定了《股权转让协议书》, 转让公司 30.83% 的股权, 共 5661 万股, 每股协议转让价 1.20 元人民币, 总计金额为 6793.2 万元。
1999 年 9 月 17 日	兆成投资与天通置业签定了《股权转让协议书》, 转让公司 8.33% 股权, 共 1530 万股, 每股协议转让价 1.20 元人民币, 总计金额为 1836 万元。
不详	天通置业收购张经开 70% 股权, 刘汉宝持有 29%。天通置业成为公司实际控制人。
2001 年 9 月 1 日	上海鸿仪投资发展有限公司受让湖南省天通置业有限公司持有的张家界旅游经济开发有限公司 70% 股权。
2001 年 11 月 1 日	上海鸿仪投资发展有限公司以 580 万元的价格受让刘汉宝持有的张经开公司 29%, 至此, 上海鸿仪持有张经开公司 99% 股权。
	至此, 鸿仪系成为公司的实际控制人。

资料来源: 公司历年公告, 海通证券研究所整理

表 11 鸿仪控股后的对外扩张

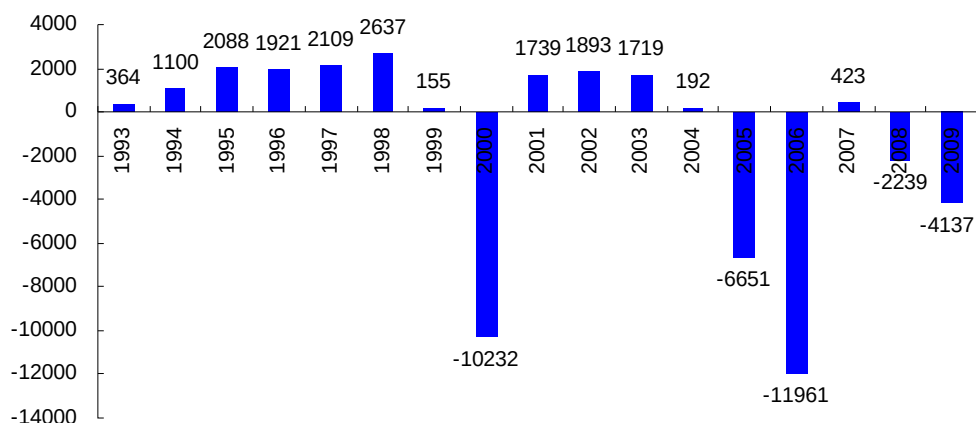
时间	收购标的	收购股份比例
2001 年 10 月 29 日	张家界武陵源旅游实业有限公司	99%
2001 年 10 月 29 日	湘西猛洞河旅游开发有限公司	75%
2001 年 10 月 29 日	张家界宝峰湖旅游实业发展有限公司	75%
2002 年 9-10 月	张家界宝峰湖旅游实业发展有限公司	24%
2002 年 9-10 月	湘西猛洞河旅游开发有限公司	21%
2002 年 9-10 月	吉首德夯旅游实业有限公司	80%
2002 年 3 月	张家界武陵源旅游实业有限公司	1%

2003 年 8 月	湖南广之旅国际旅行社有限公司	80%
2004 年 8 月	张家界国际大酒店	53%
2004 年 9 月	设立了浏阳市山水旅游产业发展有限公司	85%
2004 年 12 月	湖南周洛旅游开发有限公司	89.50%
2004 年 12 月	湘西坐龙峡旅游开发有限公司	90%
2005 年 3、10 月	临湘山水旅游产业发展有限公司	99.13%
2006 年度	临湘山水旅游公司增资、转增，公司权益降为 70%	70%
2005 年度	湘西猛洞河旅游开发有限公司	4%
2006 年度	湘西坐龙峡旅游开发有限公司	10%
2006 年度	张家界宝峰湖旅游实业发展有限公司	1%
2007 年度	张家界国际大酒店	20%
2008 年度	张家界宝峰湖旅游实业发展有限公司	1%

资料来源：公司历年公告，海通证券研究所整理

大股东掏空&扩张的结果：大股东利用其控制权的便利，通过对外担保，掏空上市公司，截止 2007 年 6 月，公司对外担保总额为 4.24 亿元，其中为控股股东及其他关联方提供担保的金额为 3.6 亿元。外延式扩张的失败，加上为大股东巨额的担保，公司经营每况愈下。05、06 年，公司连续巨亏 6651 万元、1.2 亿元。

图 3 公司历年来净利润情况（万元）



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所

附录 2 公司各项业务介绍

武陵源景区环保客运业务情况

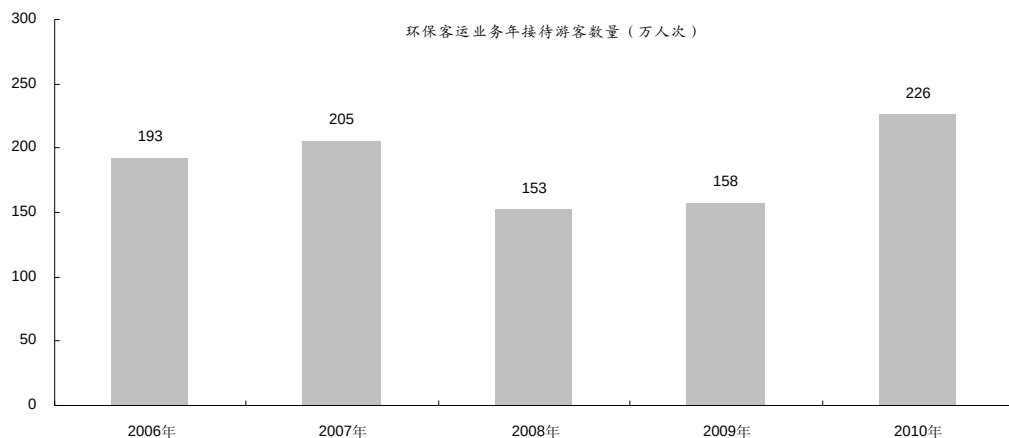


武陵源景区游客接待量在地震和金融危机的冲击下，2008、2009 年进入低谷，2010 年强劲恢复。

环保车票与门票和在一起出售，共 245 元，两天有效；每张环保车票 65 元，两天有效，扣除“两费一金”，公司实际收取 60 元。

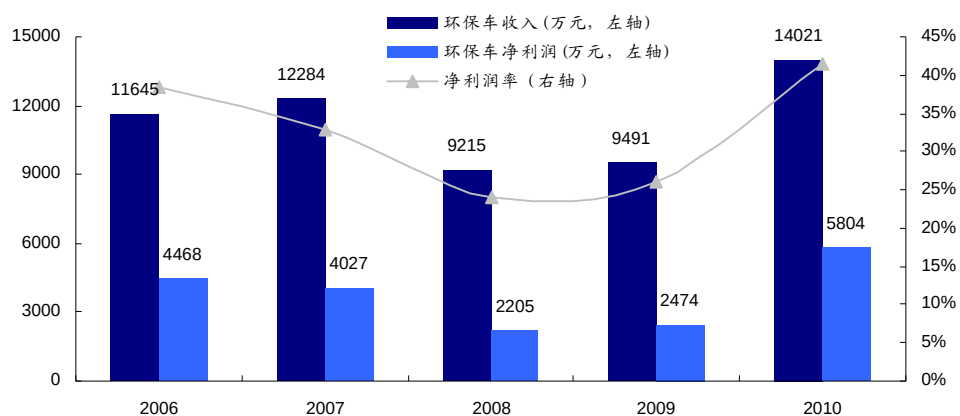
从 2010 年除开始，武陵源景区对于免门票的游客恢复收取环保车费用，因此，2010 年环保车接待游客比 2009 年增长 43%，创历史新高的 226 万人次，收入和净利润也分别增长 46%、135%，分别达 1.4 亿、5804 万元。

图 4 武陵源景区环保车年购票游客情况



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所

图 5 环保车业务收入和利润情况



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所

十里画廊观光电车业务



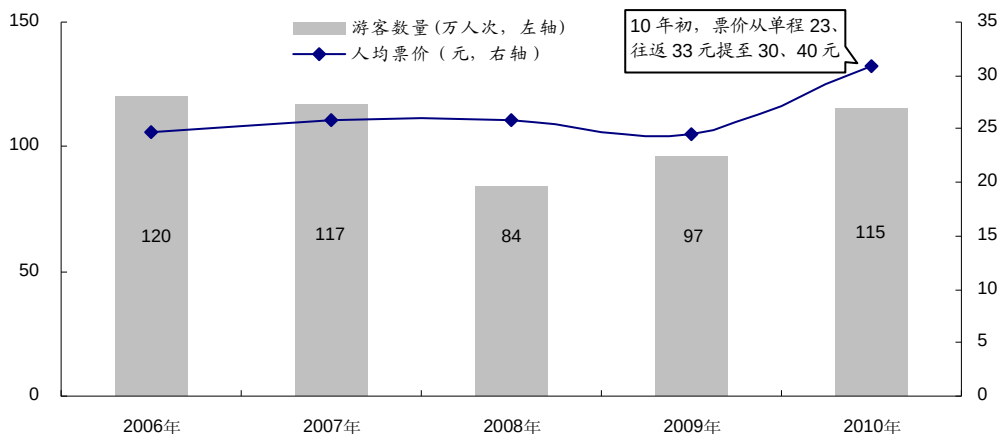
十里画廊是武陵源景区中非常著名的一个景点，奇峰异石延绵近十里，恰似一幅巨大的山水画。

公司在十里画廊山谷内修建了观光电车轨道，游客可以乘电车游览十里画廊。

2010 年 1 月 1 日，十里画廊观光电车门票由单程 23 元/人，双程 33 元/人提高到单程 30 元/人，双程 40 元/人。

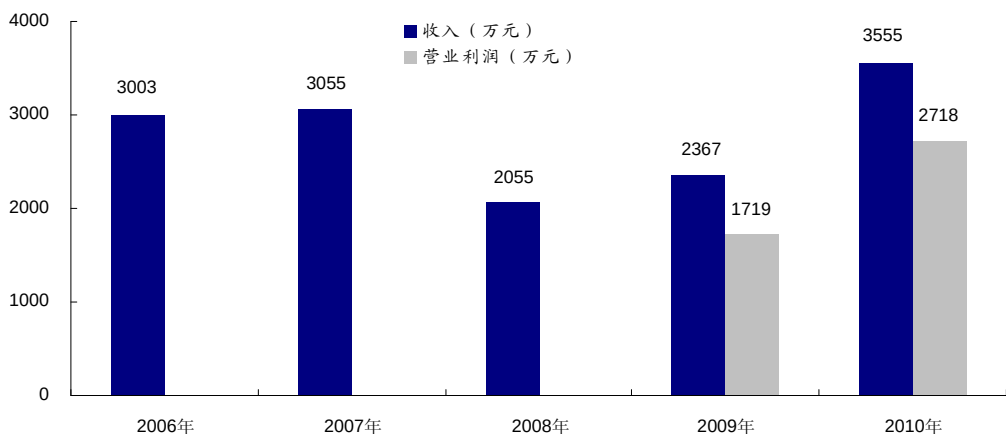
2010 年，观光电车共接待游客 115 万人次，实现收入 3555 万元，营业利润 2718 万元，分别同比增长 19%、50%、58%。

图 6 十里画廊观光电车游客量及平均票价情况



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所

图 7 十里画廊观光电车收入和营业利润情况



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所

索张公路经营情况

2000 年 11 月，公司 1570 万元受让了索（索溪峪）张（张家界国家森林公园）公路收益权，收益权截止至 2016 年。索张公路是武陵源景区内重要交通基础设施。

按照协议，2002 年收取 360 万门票分成，以后每年递增 6%，2007-2016 年每年收取 500 万元。索张公路每年摊销约 105 万元。

宝峰湖



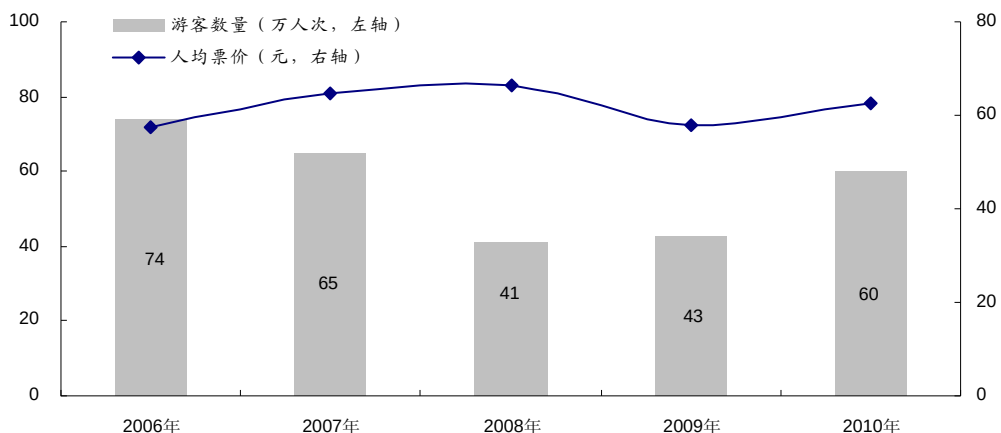
宝峰湖是武陵源世界自然遗产的重要组成部分，距武陵源景区门口 5 分钟车程，是张家界核心景区唯一以水为主题的景区。

宝峰湖长 2.5 公里，水面最宽处 150 多米，平均水深 72 米。游客可以乘游船游览宝峰湖（船票已含在门票内），韩国游客十分钟爱。

2006 年 8 月，宝峰湖景区门票由 62 元/人调整为 74 元/人。2010 年，宝峰湖接待

游客 60 万人次，人均票价 63 元，收入 3753 万元，实现净利润 1087 万元。

图 8 宝峰湖游客数量及人均票价情况



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所

其他资产

公司还拥有两家旅行社：张家界市中国旅行社、易程天下国际旅行社。2010 年，两家旅行社合计收入 1.7 亿元。

除此之外，公司拥有张家界国际大酒店 100% 股权，但由于酒店设施严重老化，效益较差，2010 年收入仅 737 万，亏损 359 万。

此外，公司还拥有浏阳周洛风景名胜区的经营和开发权，由于投入不多，经营一般，2010 年收入 71 万，经营性亏损约 50 万。

参考报告

1. 《ST 张家界 (000430) -业绩增长明确，杨家界索道顺利推进》

报告指出：三季度仍有超预期的可能，十里画廊观光电车升级改造、杨家界索道建设已正式提上日程，明后年业绩增长更有保障。

2. 《ST 张家界 (000430) -中报靓丽，未来或出现的投资亮点：交通改善、杨家界索道建设、环保车提价》 20110713

报告指出：交通改善将带动景区游客的较快增长，是业绩增长的重要源泉；坚定杨家界索道的盈利能力；中长期看，环保客运车提价是大概率事件，对业绩增厚显著。将 12、13EPS 由 0.35、0.48 元上调至 0.37、0.53 元，2012 年底目标价 16 元！

3. 《ST 张家界 (000430) -涅槃重生，开始飞翔》 20110613

报告首次给予公司买入评级，同时指出：十二五期间，武陵源景区游客将较快增长；杨家界索道前景乐观；中长期看，环保客运车提价是大概率事件。

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2010A	2011E	2012E	2013E
P/E	33	29	22	16
P/B	14.6	9.8	6.8	4.7
P/S	6.9	5.6	5.0	4.0
EV/EBITDA	19	17	14	11

偿债能力指标	2010A	2011E	2012E	2013E
负债权益比率	1.3	0.8	0.5	0.3
借款/股东权益	1.0	0.4	0.2	0.2
已获利息倍数	6.9	13.3	25.3	47.9
流动比率	0.4	0.4	1.1	2.3
速动比率	0.4	0.4	1.0	2.2
现金比率	0.3	0.4	1.0	2.2

盈利能力指标	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	39.2%	43.5%	44.7%	48.8%
息税摊销折旧利润率	175.9%	169.1%	153.3%	149.3%
净利润率	20.2%	19.2%	22.5%	25.6%
净资产收益率	55.8%	39.7%	36.2%	35.3%
资产回报率	24.8%	28.6%	30.3%	33.4%
投资回报率	37.1%	34.7%	36.6%	38.9%

经营效率指标（%）	2010A	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转天数	1.0	0.4	0.4	0.4
存货周转天数	3.6	2.8	2.8	2.5
总资产周转率	0.83	1.04	1.01	0.99
固定资产周转率	1.31	1.75	1.67	1.73

盈利增长（%）	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入增长率	34%	22%	14%	23%
主营利润增长率	49%	37%	17%	34%
EBIT 增长率	600%	13%	24%	39%
EBITDA 增长率	270%	11%	21%	36%
净利润增长率		14%	33%	40%

利润表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	405	495	564	691
主营业务成本	246	280	312	353
主营业务利润	145	198	233	312
营业费用	20	25	22	27
管理费用	35	38	42	52
利润总额	103	126	162	228
EBIT	121	136	168	233
折旧摊销	23	24	26	31
EBITDA	144	160	194	264
投资收益	0	0	0	0
其他营业外收入	29	0	0	0
所得税	21	31	35	51
少数股东损益	-1	0	0	0
净利润	83	95	127	177
毛利率	39.2%	43.5%	44.7%	48.8%
每股收益	0.26	0.30	0.39	0.55

资产负债表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	61	52	120	272
应收款项	11	1	1	1
存货	4	4	4	5
流动资产	77	57	127	279
固定资产	271	293	383	417
总资产	448	504	607	789
应付帐款	8	28	31	35
长期借款	74	76	76	76
长期负债	76	77	77	77
总负债	256	217	194	199
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	192	286	413	590
付息负债	183	123	97	97
每股净资产	0.6	0.9	1.3	1.8

现金流量表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	83	95	127	177
折旧摊销	23	24	26	31
营运资金变动	162	-31	-3	-3
经营活动现金流	74	150	155	211
固定资产投资	-61	100	60	60
无形资产投资	-23	0	0	0
资本支出	-84	100	60	60
投资活动现金流	14	-100	-60	-60
公司自由现金流	41	58	100	155
股权自由现金流	-136	11	73	156
债务变化	-164	-39	-23	4
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	-66	-59	-26	0
现金净流量	22	-9	69	151
每股经营性现金流	0.23	0.47	0.48	0.66

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

林周勇：社会服务业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：华侨城 A、中国国旅、中青旅、锦江股份、金陵饭店、三特索道、宋城股份、湘鄂情、峨眉山、黄山旅游、丽江旅游、桂林旅游、ST 张家界、华天酒店、首旅股份等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;	
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;	
投资建议的评级标准	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	
	报告发布日后的 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。