

优质资产注入分享核心景区价值

报告要点

- 公司所属的景区子行业是旅游行业向好的最大的受益者。观光游需求巨大,对拥有优质资源的景区的需求会越来越大。公司经过几轮曲折,2010年4月开始,正式分享张家界武陵源核心景区发展的收益,并且将在核心景区建设索道项目,这会给公司插上腾飞的翅膀。
- 张家界核心景区具有优质性,垄断性,集世界自然遗产、世界地质公园、国家5A级景区等荣耀于一身,其资源价值巨大,公司新注入资产将分享张家界核心景区价值,引领公司业绩步入快速成长时期。
- 公司自1996年上市以后,经历了三个明显的阶段即,1996年2000年:与张家界核心景区毫无关系;2001年2006年:与核心景区首度结缘;2007年至今:经过再一轮资产重组,2010年公司收购了景区的环保客运业务,正式分享核心景区发展的收益。
- 2011-2013EPS预测值为0.25、0.3和0.47,对应PE分别为38、31和21。公司现阶段的盈利驱动因素为:核心景区的环保客运和十里小火车观光项目,未来新增驱动因素为杨家界索道项目。
- 风险提示:经济大幅波动,自然灾害,疫病等不可抗因素

当前股价: 9.57
 可选消费行业评级 看好

公司基本数据 2011.12.19

总股本(万股)	32084
流通A股/B股(万股)	16735/0
资产负债率	103.75%
每股净资产(元)	-0.03
市盈率(当前)	152.55
市净率(当前)	-321.37
12个月内最高/最低价	11.34/7.21

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《旅游行业 2012 投资策略报告: 行业分享经济增长, 政策利好酝酿惊喜》2011/12/20

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	95	426	449	529
增长率(%)	5%	348%	5%	18%
归属母公司所有者净利润(百万元)	20.1	54.9	67.6	102.4
增长率(%)	157%	173%	23%	51%
每股收益(元)	0.091	0.249	0.307	0.465
净资产收益率(%)	-200.6%	122.4%	60.1%	47.7%
每股经营现金流(元)	0.14			
现金分红收益率(%)	0.0%			

分析师:
 陈志坚

chenzj@cjsc.com.cn
 执业证书编号: S0490510120018
 联系人:
 赵蓓
 (8627) 65799581
 zhaobei@cjsc.com.cn

正文目录

“中国山水旅游第一股”张家界.....	5
张家界核心景区具有优质性和稀缺性	5
旅游第一股却一直表现欠佳	6
“张家界”的前世今生---公司上市以来发展三阶段	7
1996 年---2000 年：此“张家界”非彼张家界.....	7
2001 年---2006 年：与张家界核心景区首度结缘	8
2007 年---至今：“张家界”名副其实，王者归来	9
张家界核心景区未来发展可能“供需”两旺	10
观光游阶段，景区最为受益	10
景区现有接待能力有提升潜力	11
核心景区助力公司起飞	12
核心景区环保客运华丽注入	12
核心景区观光小火车经营平稳	14
核心景区杨家界索道是未来的增长动力	14
宝峰湖有待进一步挖掘	15
公司其他业务重在减亏	15
盈利预测.....	16
附录：旅游行业增长确定性高	17
基于国内和欧洲数据看消费升级对旅游行业的影响	17
闲暇的增加保障旅游需求	19
自驾游高铁快速发展，提高旅游可到达性	20
从政府发展旅游业的动力角度看行业政策	23

图表目录

图 1: 张家界市核心景区示意图	5
图 2: 1996 年上市以来张家界的每股收益变化.....	6
图 3: 张家界, 黄山旅游和峨眉山的 EPS 比较 (2000-2010 年)	6
图 4: 1996-2010 年公司发展三阶段划分.....	7
图 5: 1999 年公司主营业务构成	8
图 6: 1999 年公司利润构成.....	8
图 7: 2002-2004 年公司旅游业的经营情况.....	9
图 8: 国内旅游收入 (2000-2010 年)	10
图 9: 国内旅游花费情况 (2000-2010 年)	10
图 10: 国内旅游人次情况 (2000-2010 年)	10
图 11: 2010 年接待人数前十景区.....	11
图 12: 公司核心业务示意图	12
图 13: 环保车的接待人数和同比增速	13
图 14: 环保车的营业收入和同比增速.....	13
图 15: 环保车的净利润及同比增速.....	13
图 16: 小火车的营业收入和同比增速	14
图 17: 小火车的接待人数及同比增速	14
图 18 : 宝峰湖的营业收入和同比增速	15
图 19: 宝峰湖的接待人数及同比增速	15
图 20: 2005-2009 年我国国内旅游目的分类	19
图 21: 交通费用占国际旅游花费中的比重 (1996-2010 年)	20
图 22: 2008 年国内旅游花费构成	20
图 23: 2009 年国内旅游花费构成	20
图 24: 民用汽车拥有量 (2000-2010 年)	21
图 25: 全国公路里程 (2000-2010 年)	21
图 26: 高速公路里程 (2000-2010 年)	21
图 27: “四纵四横”的铁路快速客运体系	22
图 28: 各产业的产值 (2009 年和“十二五”末预测值)	23
图 29: 第三产业产值 (2009 年和“十二五”末预测值).....	24
图 30: 2009 年第三产业吸纳就业人数	24
表 1: 张家界核心景区发展历程	5
表 2: 1996-2000 年公司经营业务变化	8
表 3: 2002-2004 年公司新增业务	8
表 4: 2007 年开始的新一轮业务整合内容.....	10
表 5: 环保客车项目盈利预测.....	13
表 6: 小火车的盈利预测	14
表 7: 宝峰湖盈利预测.....	15
表 8: 城镇居民人均消费情况 (元)	17
表 9: 西德, 英国, 法国 1970-1973 人均国民收入情况 (美元)	18

表 10: 西德, 英国, 法国 1970-1974 年旅游花费占个人最终消费额比重情况 (%)	18
表 11: 1970-1976 年西方国家平均旅游消费占个人最终消费比重 (美元)	18
表 12: 闲暇的分类	19
表 13: 居民闲暇的变化	19
表 14: 高铁运营对旅行时间的影响 (未减速前)	22
表 15: 国家对旅游行业定位的发展变化	23
公司财务报表及指标预测	25

“中国山水旅游第一股”张家界

张家界核心景区具有优质性和稀缺性

张家界市是中国最重要的旅游城市之一，原名大庸。因“大庸”之名远不及境内所辖中国第一个国家森林公园张家界的知名度高，1994 年国务院批准大庸市更名为张家界市。全市辖永定、武陵源两区和慈利、桑植两县。

著名的张家界指的就是张家界市武陵源区内的核心景区，包括张家界森林公园，与一脉相连的索溪峪、天子山、杨家界三大自然保护区。

图 1：张家界市核心景区示意图



资料来源：网页整理，长江证券研究部

张家界核心景区集世界自然遗产、世界地质公园、国家 5A 级景区等荣耀于一体。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”。

由于景区资源的优质性和稀缺性，核心景区的发展速度非常迅速。

表 1：张家界核心景区发展历程

时间	内容
50 年代	当地政府在张家界建国营林场
70 年代末	张家界罕见的石英砂岩峰林奇观被世人发现继而开发
1982 年	林场所属范围被定名为“张家界森林公园”。随即成为中国第一个国家森林公园。张家界森林公园，与索溪峪、天子山、杨家界三大自然保护区组成武陵源，是张家界市的核心景区
1988 年	国务院公布武陵源为国家级重点风景名胜区
1992 年	将武陵源作为世界自然遗产列入《世界遗产名录》

2004 年	列入世界地质公园
2007 年	被授予中国首批 5A 级旅游区

资料来源：公司公告，长江证券研究部

旅游第一股却一直表现欠佳

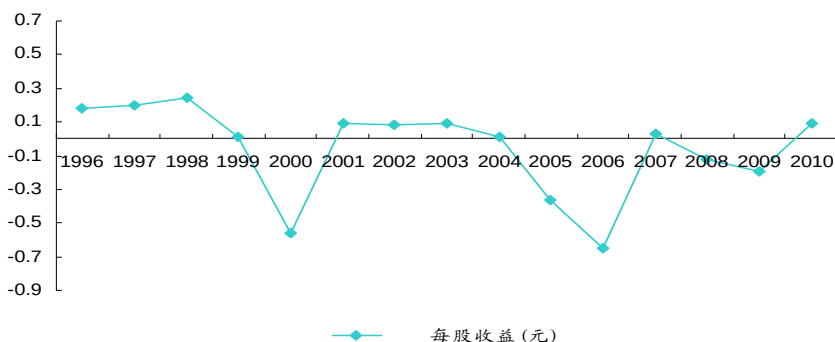
张家界旅游集团股份有限公司（曾用名：张家界旅游开发股份有限公司）是采取募集方式于 1992 年 12 月 17 日设立的股份有限公司。1996 年 8 月 29 日公司股票开始在深圳证券交易所上市交易，股票代码“000430”。

公司是国内第一家上市的旅游股，曾经因为被誉为“山水旅游第一股”在上市初期受到市场的热捧。但从公司自上市以来的表现来看，只能说与其美名相差甚远。

观察公司上市以来的每股收益，我们可以发现：

- 1，公司经营一直处于大亏损小盈利的状态。每股收益最高为 1998 年的 0.24 元，亏损最大的年份为 2006 年的-0.65 元。
- 2，公司正常运营的期限短。1996-2006 年，公司两次发生 3 年连续盈利之后出现一轮巨亏的现象。在 2006 年后的 4 年中，公司甚至没有出现持续两年盈利的情况。

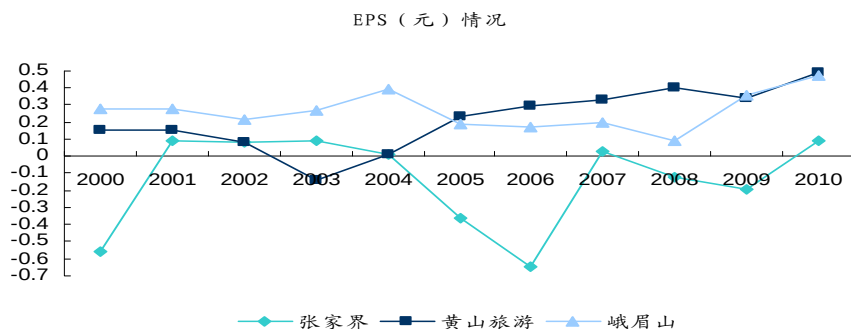
图 2：1996 年上市以来张家界的每股收益变化



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司的经营业绩与同属旅游板块的桂林旅游和峨眉山相比，可谓大相径庭。除“非典”特殊时期以外，黄山旅游和峨眉山这两家公司表现相对稳健，这与张家界的大亏小赚的情况截然不同。

图 3：张家界，黄山旅游和峨眉山的 EPS 比较（2000-2010 年）



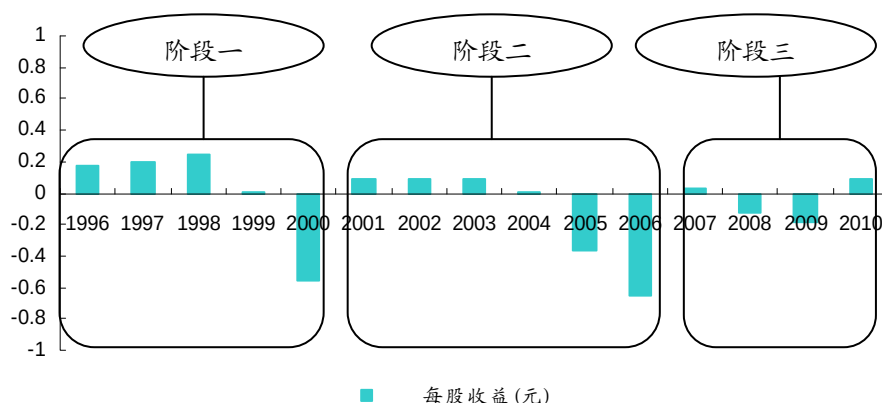
资料来源：Wind，长江证券研究部

我们可以看出，虽然张家界核心区同样和黄山，峨眉山处于我国一线景区行列，但是公司却没有如其他公司一样分享旅游行业的高成长，为什么会出现这总情况呢？

张家界”的前世今生---公司上市以来发展三阶段

是什么原因导致张家界没有追赶上旅游行业快速增长的步伐？对公司上市以来的发展进行回顾是十分必要的。我们把 1996 年以来公司的发展历程划分为三个阶段

图 4： 1996-2010 年公司发展三阶段划分



资料来源：Wind，长江证券研究部

1996 年---2000 年：此“张家界”非彼张家界

1996-2000 年为公司上市以来的第一阶段，我们将这一阶段的称为此“张家界”非彼张家界，因为实际上这一阶段公司的主营业务没有包含任何景区资源，与张家界的核心旅游资源也是毫无关系。

在此阶段公司与张家界核心景区本有牵手的机会，不过最后擦肩而过甚是可惜。1996 年公司上市募集的部分资金，计划参股在张家界的核心景区建设运行的黄狮寨客运索道（位于张家界风景区的中心地带—黄狮寨、天子山景区，观景地理位置绝佳），当时公司已与张家界森林管理处达成协议，张家界森林管理处 64% 的股权，公司占 35% 的股权。后因项目总投资增加及股东各方对该项目建设、经营等事宜还未完成达成一致，故该合作项目以失利告终，公司失去了与张家界核心景区牵手的机会。

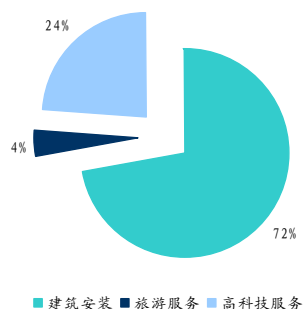
表 2： 1996-2000 年公司经营业务变化

年份	公司主要涉及业务种类
1996 年	建筑安装服务，旅游社运营
1997 年	房地产开发，建筑安装服务，旅行社运营，旅游酒店运营
1998 年	高科技软件服务，建筑安装服务，旅行社服务，旅游酒店运营
1999 年	高科技软件服务，建筑安装服务，旅行社服务，旅游酒店运营
2000 年	高科技软件服务，建筑安装服务，旅行社服务，旅游酒店运营

资料来源：公司公告，长江证券研究部

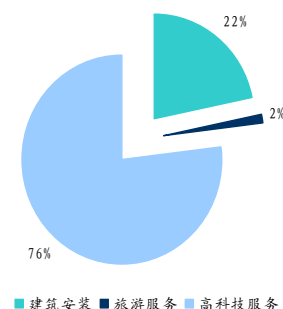
这一阶段，公司经营的与旅游相关的业务处在竞争激烈的旅行社和酒店业中，即使公司盈利的年份，旅游业收入所占比例也是微乎其微。1999 年建筑安装业务占主营业务的比例高达 72%，而旅游业务只占了公司营收的 4%。在利润方面，建筑安装业务，旅游服务业和高科技行业分别贡献了利润总额的 76%，2%以及 22%。

图 5：1999 年公司主营业务构成



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 6：1999 年公司利润构成



资料来源：公司公告长江证券研究所

因为巨额账面资产不实，经营不善加之巨额资产计提坏账，公司 2000 年出现了巨亏，以现有的状况进行经营已经不太可能。

2001 年---2006 年：与张家界核心景区首度结缘

2001-2006 年是公司发展的第二阶段。在这一阶段，公司进行了彻底变革，主营业务为开发经营张家界以及湖南省的一些二三线景区，也正是在此阶段，公司首度与张家界核心景区结缘，获得了核心景区的一项经营权（十里画廊单轨电车客运业务，十里画廊位于张家界核心景区内，是一处该景区内的旅游精华，乘坐小货车的费用不包括在景区门票内，是游客的可选消费）。

2001 年，公司进行彻底变革，将之前的主营业务资产全部转让，即将之前的旅行社，建筑安装，旅游酒店这三项主营业务的股权全部转让。

同年公司取得了湖南武陵源旅游有限公司，张家界宝峰湖旅游实业发展有限公司和湘西猛洞河旅游开发有限公司的控股权。并在之后的几年中，公司主要的经营业务增加了多项二三线景区的开发经营。

表 3：2002-2004 年公司新增业务

时间	主营新增业务
2002 年	湖南吉首德夯开发经营
2003 年	湖南广之旅国际旅行社
2004 年	张家界国际大酒店
2004 年	湖南浏阳市道吾山景区开发经营
2004 年	湖南湘西古丈坐龙峡景区开发经营
2004 年	湖南浏阳周洛风景区开发经营
2004 年	湖南临湘山水相关景区开发经营

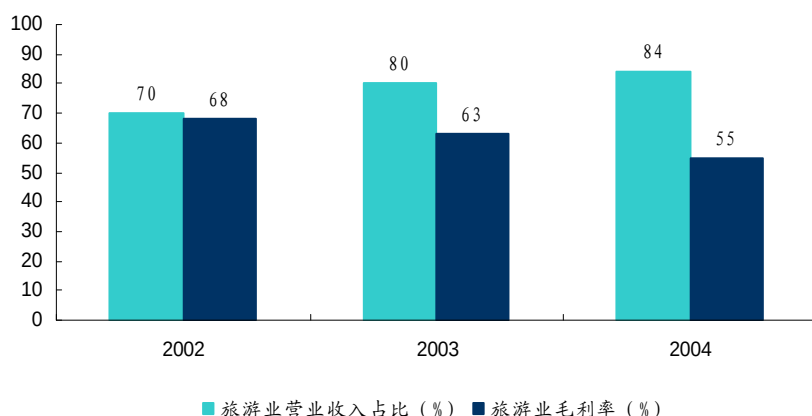
资料来源：公司公告，长江证券研究部

此阶段公司是在真正经营旅游资源，这一阶段公司的主营业务和定位可以说是明确的，即

开发经营位于湖南省内的二三线景区。

2001 年，公司彻底转变之后，迎来了几年的发展好时期。2002-2004 年，公司完全改变了第一个发展阶段非旅游业务占主营业务大头的状况，2002-2004 年，不仅主营业务中旅游业营业收入占比均超过 7 成，而且旅游业的毛利率也表现不俗，2002-2004 年，分别为 68%，63%以及 55%。

图 7：2002-2004 年公司旅游业的经营情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

好景不长，危机再现。因为公司的景区大多为二三线景区，需要在景区开发，营销推广，设备改造方面投入大量资金，而 2004 年下半年，公司当时的实际控制人出现了债务危机，由于大股东之前利用公司进行了多项债务担保，导致公司出现了大量违规担保涉诉的情况，也使得公司的融资渠道基本丧失，这使公司的处境十分艰难：一方面，没有资金的支持，公司的业务难以顺利进行下去，另一方面，公司需要承担数额巨大的债务计提压力。

2005，2006 年公司连续两年巨亏，使得公司再次面临退市的威胁。

2007 年---至今：“张家界”名副其实，王者归来

2007 年至今是公司发展的第三阶段。在这一阶段，经过大规模的资产重组，由于环保客运业务和即将建设运营的杨家界索道，张家界终于名副其实，逐步开始分享核心景区发展的收益。

从 2007 年开始，公司新一轮的业务整合拉开了序幕。

2008 年，由于公司的旅行社业务恶性竞争激烈，经营情况出现持续下滑并已经显现大幅亏损。公司转让了所持湖南广之旅国际旅行社有限公司及湘西自治州湘西之旅旅行社有限公司全部股权。

2009 年，公司成立张家界市张家界杨家界索道有限公司，杨家界是张家界风景名胜区的核心区，公司将在此建设索道并享有全部收益。

紧随其后，2010 年公司处置了临湘山水、浏阳山水、猛洞河、德夯、坐龙峡五个持续亏损的子公司；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，并通过债务和解实现债务重组收益 1940 万元；解决了公司的或有负债以及一些房产产权的历史遗留问题。

2011 年上半年，公司又获得了张家界核心景区内环保客运车的运营业务。

表 4：2007 年开始的新一轮业务整合内容

时间	整合内容
2008 年	转让公司持有的旅行社的全部股权
2009 年	成立张家界市张家界杨家界索道有限公司
2010 年	转让公司持续亏损的开发经营临湘山水、浏阳山水、猛洞河、德夯、坐龙峡的 5 个子公司
2011 年上半年	公司收购张家界景区内环保客运车的 100% 股权

资料来源：公司公告，长江证券研究部

至此，受益于环保客运和即将建设的杨家界索道，公司“王者归来”，名副其实，并且正式成为经营国内一线景区的一家公司。

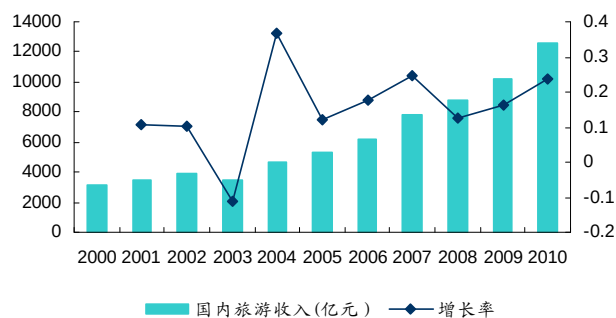
张家界核心景区未来发展可能“供需”两旺

观光游阶段，景区最为受益

2000 年以来，国内旅游发展迅速。国内旅游收入从 2000 年的 3175.5 亿元增加到 2010 年的 12579.8 亿元，10 年间的复合增长率高达 14.75%。

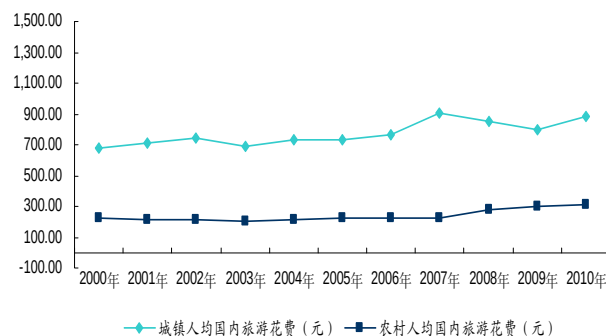
国内旅游收入高速增长的同时，我们观察国内旅游人均花费情况，我们发现，无论是城镇人均国内旅游花费，还是农村人均国内旅游花费，增长的幅度都远低于国内旅游收入的增速，2000-2010 年，城镇和农村的人均国内旅游花费的复合增长率仅为 3% 左右。

图 8：国内旅游收入（2000-2010 年）



资料来源：Wind，长江证券研究部

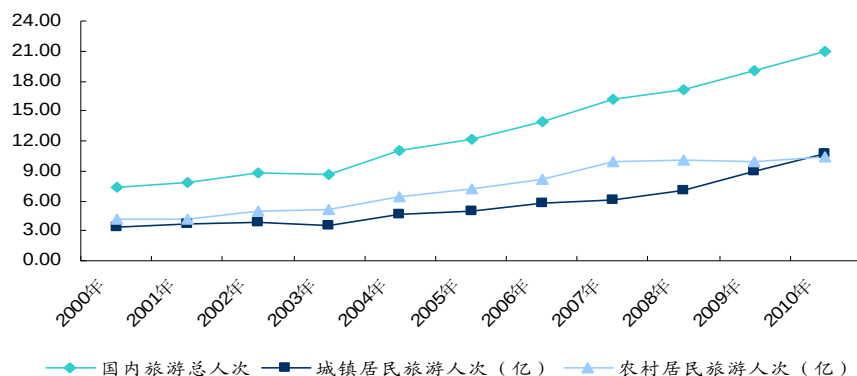
图 9：国内旅游花费情况（2000-2010 年）



资料来源：Wind，长江证券研究部

从宏观上来看，国内旅游收入的高增长，人均花费的增长缓慢，这非常客观的说明了我们旅游业发展所处的阶段，目前还是以低层次的观光游为主，旅游业收入的高增长主要是由出游人数驱动的。

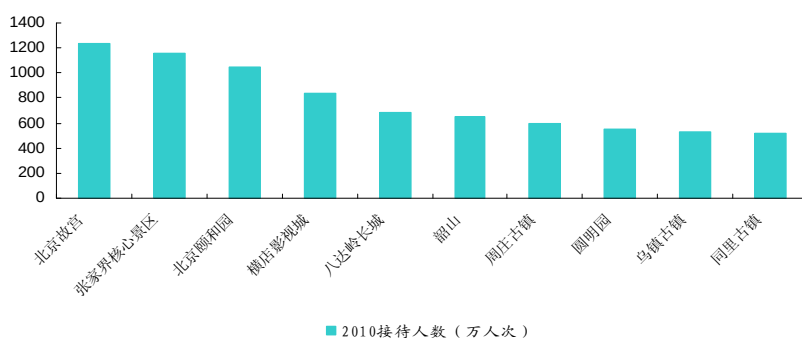
图 10：国内旅游人次情况（2000-2010 年）



资料来源：Wind，长江证券研究部

在这一发展阶段，景区尤其是优质一线景区无疑是旅游行业发展的直接受益者。张家界以其独特的自然风光，吸引了大批的旅客。2010 年，张家界景区的接待游客量在全国景区中排名第二，共接待了 1160 万人次。

图 11：2010 年接待人数前十景区



资料来源：国家旅游局，长江证券研究部

景区现有接待能力有提升潜力

我们应该从两个方面来看待张家界武陵源核心景区的接待能力的提升潜力。

从内生性角度，主要是景区对现有的运营进行优化，科学管理，提升接待能力，措施包括：

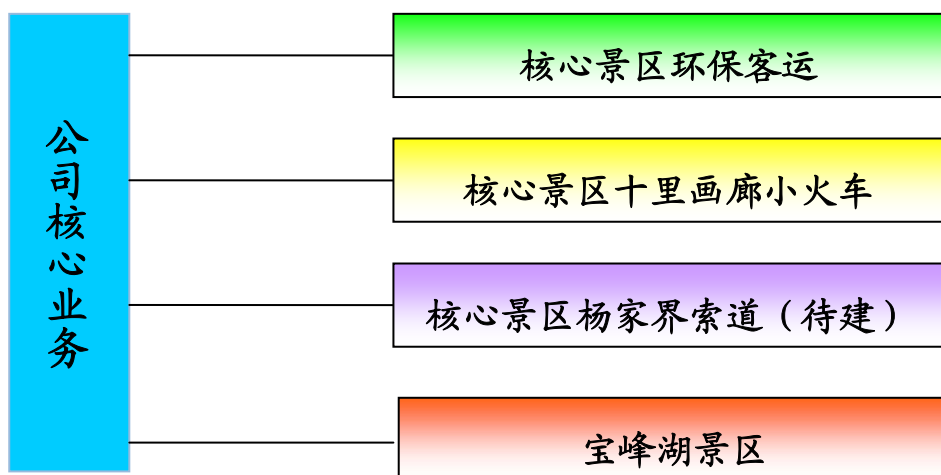
（1）景区在高峰时期延长景区开放时间，（2）由于面积很大，景区拥有多个可供进入的门票站，往往会出现一些景点过度拥挤，有的景点却冷冷清清，因此景区可对旅客进行拥挤度预告，合理指导游客的旅游线路。

从外生性角度，核心景区面积多大 400 平方公里，有深度开发的潜力。未来几年，杨家界索道建设，将成为现有景区外生性成长的重点工程。杨家界客运索道项目建成后，将打通进出张家界核心景区的西部快捷通道，实现合理分流核心景区内游客，缓解景区局部超负荷接待和交通压力，对于完善景区交通体系、核心景区扩容提质有重大积极的影响。

核心景区助力公司起飞

经过几轮资产重组，目前公司的核心主营业务为：张家界核心景区内的环保客运，十里画廊小火车，宝峰湖景区，以及待建设的杨家界索道。

图 12：公司核心业务示意图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

核心景区环保客运华丽注入

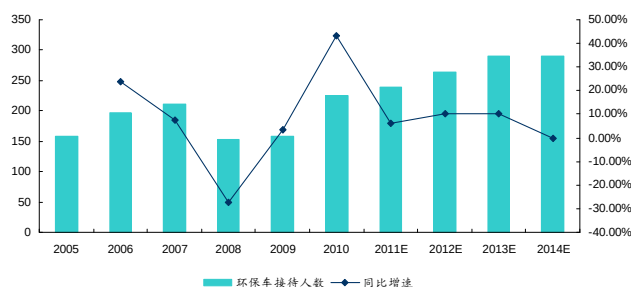
2011 年 3 月，公司收购了张家界易程天下环保客车公司的 100% 的股权。环保客车公司在 2001 年 11 月，与张家界市武陵源区人民政府与张家界森林公园管理处签订的《实施张家界景区环保旅游客运项目合同书》，取得张家界核心景区内客运独家经营权，运营从 2001 年开始，运营期限为 45 年。2003 年公司正式开始运营。

张家界景区面积约 400 平方公里，包含索溪谷、天子山、森林公园和杨家界四个景区，区内景点多分布散，景点与景点之间距离远，环保客车是必须的代步工具。

目前，环保客车公司拥有环保车 203 台（其中：89 台 27 座，114 台 30 座），主要路线包括武陵源核心景区内从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索道下站等景区内主要公路。

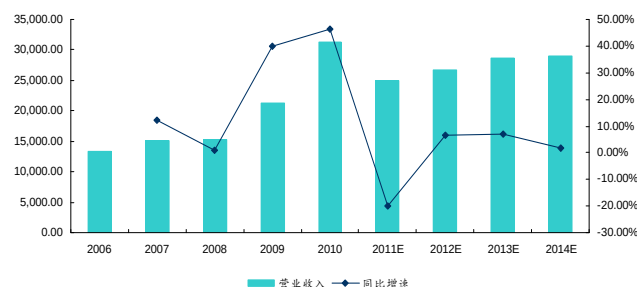
张家界景区的门票采用一票制，包括了游览张家界国家森林公园、黄石寨、金鞭溪、袁家界、天子山等风景区以及乘坐环保车等费用，目前景区门票价格 245 元，每张门票分给环保客车公司 65 元。

图 13: 环保车的接待人数和同比增速



资料来源：公司公告,长江证券研究部

图 14: 环保车的营业收入和同比增速



资料来源：公司公告,长江证券研究部

环保客运的收入取决于乘车人数和从每张门票提取的分成。

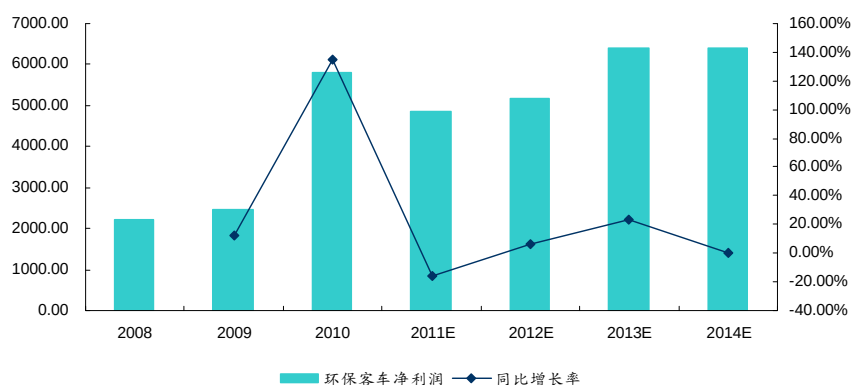
目前的票价从 2005 年 4 月起开始执行距今已经有 6 年，占公司成本大头的燃料和人工成本与当初已不可同日而语，而且与同级别景区内客运票价相比也相对较低：目前公司拥有环保车 215 台，大部分是 03 年购入，折旧计提已经基本到位。景区内环保车费用为 2 天 65 元，对比九寨沟环保车 1 天 90 元，或是黄山一天 70-80 元的环保车的价格，我们认为每张景区门票的分成还是有提升的空间。因此从中长期看涨价是一个大概率事件。

表 5: 环保客车项目盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
载客人数（万人）	196.11	210.56	153	158	226	239.56	263.51	289.86	289.86
YOY	23.81%	7.37%	-27.34%	3.27%	43.04%	6.00%	10.00%	10.00%	0.00%
营业收入（万元）	13448.33	15096.68	15240.48	21332.47	31221.73	13580	14892	16335.2	16398.12
YOY		12.26%	0.95%	39.97%	46.36%	-56.50%	9.66%	9.69%	0.39%
净利润（万元）	4468.36	4027.39	2205.17	2474.06	5802.3	4858.90	5182.60	6406.76	6392.24
YOY		-9.87%	-45.25%	12.19%	134.53%	-16.26%	6.66%	23.62%	-0.23%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 15: 环保车的净利润及同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

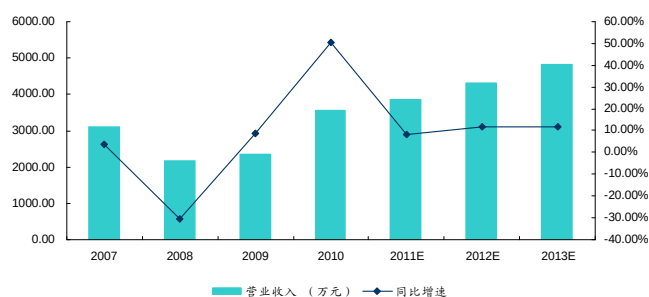
核心景区观光小火车经营平稳

十里画廊位于索溪峪景区，是该景区内的旅游精华。

廊长约五公里，步行往返需约 2 小时，若乘小火车游览只需 40 分钟，是可选消费。景区门票不包含小火车门票需另行购买，2010 年 1 月执行新的票价，单程 30 元/人，双程 40 元/人。

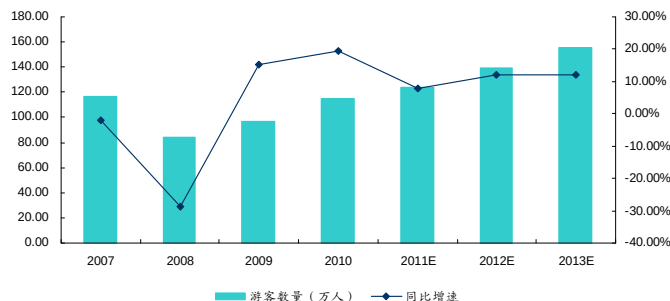
小火车由武陵源分公司经营，营业收入取决于票价和坐车人数。2009 年和 2010 年乘坐小火车的人数分别为 97 万人次和 115 万人次，占张家界大景区游客量的 44.38%和 45.49%，未来两到三年提升票价的可能性很小，营业收入的增加主要依靠大景区接待人数的增加和渗透率的提高。

图 16：小火车的营业收入和同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 17：小火车的接待人数及同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 6：小火车的盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	3112.43	2171.85	2366.66	3555.46	3850.20	4312.22	4829.69
YOY	3.75%	-30.22%	8.97%	50.23%	8.29%	12.00%	12.00%
游客数量 (万人)	117.00	84.00	97.00	115.00	124.20	139.10	155.80
YOY	-2.13%	-28.57%	15.14%	19.28%	8.00%	12.00%	12.00%
人均消费 (元)	26.60	25.86	24.40	30.92	31.00	31.00	31.00

资料来源：公司公告，长江证券研究部

核心景区杨家界索道是未来的增长动力

杨家界索道项目已成立项目公司，预计该项目建设期为一年，按照计划 2013 年有望竣工投入运营。该项目位于武陵源杨家界景区八里坡，规划索道水平距离长 1,845 米，每小时最大运力为 2,300 人。

目前张家界核心景区内已运营的两条索道——黄石寨索道和天子山索道年接待游客均超过 100 万人次，在旅游旺季游客经常出现长时间排队等候现象。预计待杨家界索道成熟后业绩将达到 100 万人次/年的接待水平，景区内天子山索道价格为 52 元/人次，黄石寨索道价格为 50 元/人次。

我们预计新建索道的价格不会低于 50 元，因此杨家界索道每年将会给公司贡献 5000 万左右的营业收入，由于索道业务的高毛利率特征，杨家界索道有望成为上市公司新的利润增长点。

宝峰湖有待进一步挖掘

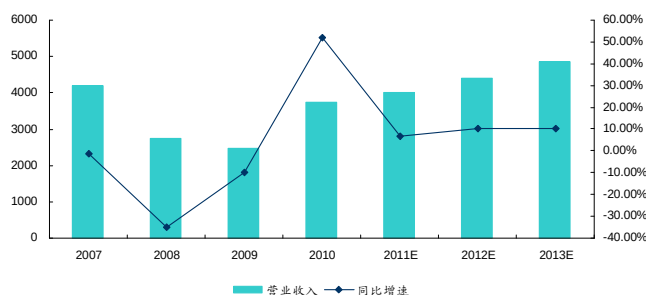
公司拥有宝峰湖景区的门票收益权。宝峰湖景区由子公司宝峰湖旅游实业发展有限公司负责经营，租赁期从1994年2月到2054年1月。

宝峰湖距天子山8公里，距武陵源区政府1.5公里，距黄龙洞8公里，是张家界的二线景区，门票价格74元/人（包括游船票）。宝峰湖主要景点由宝峰湖和鹰窝寨两大块组成。其中宝峰湖、奇峰飞瀑、鹰窝寨、一线天被称为武陵源“四绝”。是武陵源风景名胜中的精品景点，也是张家界核心景区唯一以水为主的旅游景点。

作为二线景区，对游客的吸引力自然没有核心景区大，并且由于张家界地区二线景区众多并且竞争激烈，因此近些年公司狠抓品牌营销和渠道营销，同时，公司收购的环保客运公司下属两家旅行社，将会对宝峰湖加大推介力度，这会对景区产生积极影响。

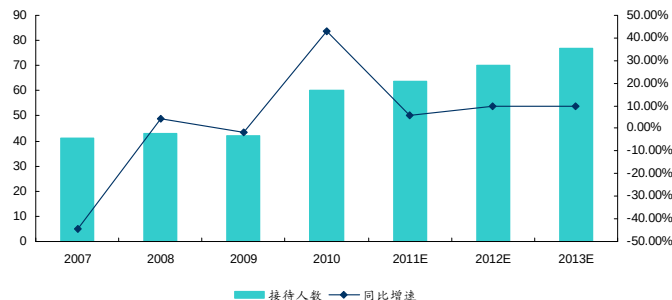
2010年景区接待游客60万人次，占大景区游客人数的24%，实现营业收入为3753万元，实现净利润1086万元。宝峰湖还有很大的潜力，公司计划对宝峰湖进一步挖掘，通过**建设观光扶梯、沿湖栈道、停车场等增加对游客的吸引力**。

图 18：宝峰湖的营业收入和同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 19：宝峰湖的接待人数及同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 7：宝峰湖盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	4193	2731	2466	3753	4006.8	4407.48	4848.228
YOY	-1.23%	-34.85%	-9.72%	52.17%	6.76%	10.00%	10.00%
游客数量	41	43	42	60	63.6	69.96	76.956
YOY	-44.41%	4.17%	-1.75%	42.86%	6%	10%	10%
门市价	74	74	74	74	74	74	74
有效票价	102	64	59	63	63	63	63

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司其他业务重在减亏

张家界国际大酒店，为四星级酒店，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，公司持有其100%的股权。近几年酒店的业绩不佳，主要原因是：（1）酒店开业已10余年，运营期间基本没有进行大型的提档整修，酒店设施已经不能满足高端客户的需求。（2）随着张家界市旅游的快速发展，涌现了大量的4星级以上的酒店，由于国际酒店并不是位于景区内，所以基本处于充分竞争的市场之中，2009年平均房价下降33.7%，2010

年平均房价较上年同期下降 24.30%，2010 年亏损额为 358.63 万元

公司对酒店业务未来的思路在于减亏：（1）2011 年上半年，公司对酒店的设施设备进行了一定的改造。（2）公司压缩酒店的经营规模，把成本费用较高的餐饮业务进行了外包，目前以利润率较高的住宿业务为主。

湖南浏阳周洛旅游开发有限公司，公司持有其 89.5%的股份。主要经营项目是对浏阳周洛风景名胜区的经营和开发。截至 2010 年底，周洛公司总资产为 491.37 万元。由于该景区缺乏特色，营销力度也不够，2009 年，2010 年主营业务收入为 91.3 万元， 71.15 万元。

现阶段该项目基本对公司整体业绩影响不大，2009 年亏损 92 万元，2010 年净利润为 25.54 万元。

盈利预测

我们认为 2011-2013 年，公司的 EPS 将达到 0.25、0.3 和 0.47，对应 PE 分别为 38、31 和 21。短期内公司的主导业绩驱动因素，在于核心景区游客量持续增长，带来的环保客运和十里小火车业务的增长，以及优质二线景区宝峰湖景区的业绩增长。长期的公司的业绩增长驱动因素，在于与核心景区的深度互动，在未来几年，也就是杨家界索道的运营所带来的收益将持续发酵。综合多方因素，我们给予 ST 张家界“推荐”评级

公司作为一个主要经营旅游资源的企业，行业整体的发展趋势对其是十分关键的，跳出公司和景区这个子行业本身，从宏观上思考我国旅游行业是否会持续保持高增长是必要的。

公司所属的旅游行业增长确定

基于国内和欧洲数据看消费升级对旅游行业的影响

从整体上来看，随着收入的增加，人们的需求层次会随之发生变化，需求和购买力反映在消费层面上，社会的消费结构会呈现出一个不断提升的演进过程

我们选取 1990 年，1995 年，2000 年，2005 年和 2010 年 5 个时间点，来观察城镇居民人均消费结构的变化，随着我国经济的发展，人均收入水平的提高，1990-2010 年间城镇居民的消费结构发生的显著的变化。

表 8：城镇居民人均消费情况（元）

项目	20 年复合 增长率	1990	1995	2000	2005	2010
城镇居民人均年度消费支出	12.49%	1278.99	3537.57	4998.00	7942.88	13471
食品	10.16%	693.77	1,766.02	958.31	2914.39	4804.71
衣着	11.26%	170.9	479.20	500.46	800.51	1444.34
家庭设备用品及服务	11.21%	108.45	296.94	439.29	446.52	908.01
医疗保健	19.27%	25.67	110.11	318.07	600.85	871.77
交通通信	21.48%	40.51	171.01	395.01	996.72	1983.70
教育娱乐文化服务	14.31%	112.26	312.71	627.82	1097.46	1627.64
居住	16.68%	60.86	250.18	500.49	808.66	1332.14
杂项商品和服务	10.60%	66.57	151.39	258.54	277.75	499.15

资料来源：国家统计局，Wind，长江证券研究部

表充分说明了中国居民的消费需求基本情况：

1，属于第一消费层次的食物和衣着消费额，保持了较低的增长率，20 年间的复合增长率为 10.16%和 11.26%，低于同期人均消费 12.49%的增长速度。也说明食品衣物作为基本的生活必需品，在达到一定水平后，增长速度要低于整体消费支出的增速。

2，属于第二消费层次消费，用于购置家庭设备用品支出的增长率，也略低于人均平均增长速度。体现出家庭设备的数量达到一定水平时，从整体来看个人在家庭设备用品方面的消费增速也不会超过人均消费总额的增速。

属于第三消费层次的各项与服务类相关的消费，呈现爆发性增长。医疗卫生，交通通信，教育娱乐文化服务的增速达到 19.27%，21.48%，14.31%，显著超出人均消费总额的增速。

从国外的经验看消费升级对个人旅游支出的影响

1970-1973 年这四年，西德，英国，法国的人均国民收入处于不断增长的状态。

在同一时期，这三个国家的旅游花费占个人最终消费额比重出现了规律性的变化，随着人均收入的提高，西德，英国，法国的个人消费额中，旅游消费的占比出现了逐渐升高的现象，

西德由 2.8%提高到 3.5%，英国由 1.2%增加至 1.5%，法国由 1.3%增至 1.4%。

表 9：西德，英国，法国 1970-1973 人均国民收入情况（美元）

时间	西德	英国	法国
1970 年	2808	2001	2608
1971 年	3111	2215	2839
1972 年	3872	2611	3354
1973 年	4336	2471	3567

资料来源：《生产率和旅游事业》，长江证券研究部

表 10：西德，英国，法国 1970-1974 年旅游花费占个人最终消费额比重情况（%）

时间	西德	英国	法国
1970 年	2.8	1.2	1.3
1971 年	3.0	1.2	1.3
1972 年	3.3	1.3	1.4
1973 年	3.5	1.5	1.4

资料来源：《生产率和旅游事业》，长江证券研究部

当考察的目标国家范围扩大，把 1970-1976 这 7 年来的数据进行平均之后，我们可以发现，从大体上来看随着个人人均收入的提高，不但西方这几个国家的人均旅游花费的绝对额上涨，而且旅游花费占个人最终消费额的占比也同时上升。

表 11：1970-1976 年西方国家平均旅游消费占个人最终消费比重（美元）

国家	人均 GDP	人均最终消费额	人均旅游花费额	旅游花费占个人最终消费额
西德	3287	1810	60.4	3.3%
挪威	3252	1769	66	3.7%
法国	3132	1911	27.1	1.4%
芬兰	2541	1367	28.6	2.1%
英国	2342	1464	19.5	1.3%
意大利	1839	1176	11.6	1
西班牙	1258	845	5.3	0.6%
土耳其	423	303	2	0.7

资料来源：《生产率和旅游事业》，长江证券研究部

从国外的经验来看，随着居民收入的提高，消费的增加，旅游行业将有 2 个受益途径：

1，人们用于旅游方面的花费，将随着人均收入的增加而等比增加。2，当收入达到一定的水平之后，由于消费升级，旅游方面的支出在人们的最终消费额中的占比将会上升。

这两个途径的合力将在我国居民收入增长的过程中，长期利好我国旅游行业。

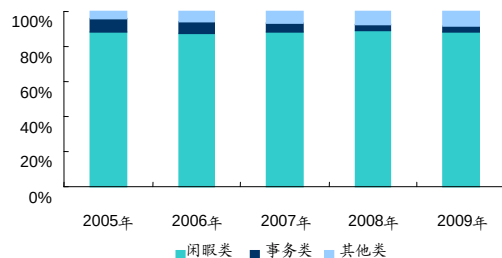
闲暇的增加保障旅游需求

中国快速的技术变迁---生产率持续提高---总体来看闲暇时间将会增加---引发旅游需求

按照旅游行业的统计标准，出游目的可以分为闲暇型，事务型，以及其他类（医疗，短期休学等原因）。2005~2009 年的统计显示，闲暇类旅游在我国城镇居民的国内游中所占比重为 86%~89%之间，此类旅游占了国内旅游市场的绝对比重。

因此闲暇对旅游行业的发展是十分必要的，即使有了旅游的意愿和经济实力，但是闲暇时间不重组，旅游活动也无法进行。

图 20：2005-2009 年我国国内旅游目的分类



资料来源：Wind，长江证券研究部

一般来说，闲暇时间也就是不用工作的时间，可以分为三类：

表 12：闲暇的分类

闲暇分类	内容
必要型闲暇时间	休息和家庭活动，如家务劳动、抚养孩子、治病等 所花费的时间
受教育的时间	学习技能，形成人力资本的时间
享受型闲暇时间	人们花费在具有身心享受性质的消费或服务上的时间，在当今社会，它主要包括旅游、体育健身和娱乐时间

资料来源：长江证券研究部

在闲暇时间中，必要型闲暇时间和受教育的时间是相对稳定的，随着整体闲暇时间的增多，用于享受型闲暇时间也会越来越多，可用于旅游的时间也越来越多。

表 13：居民闲暇的变化

1994 年前	每周单休制度
1994-1995 年	每周五天半工作时间，大周末（休 2 天）小周末（休 1 天）共存
1995 年后	双休制度
1999 年	增加黄金周制度，五一，十一，春节，3 个 7 天假日
2008 年	新休假制度，保留国庆，春节 2 个黄金周，五一放假 3 天，同时增加清明节，端午节，中秋节 3 个传统节日各 3 天假期。同时同时公布《职工带薪年休假条例》，规定职工累计工作已满 1 年不满 10 年的，休假 5 天；已满 10 年不满 20 年的，年休假 10 天；已满 20 年的，年休假 15 天。 国家法定节假日、休息日不计入年休假制度，

资料来源：长江证券研究部

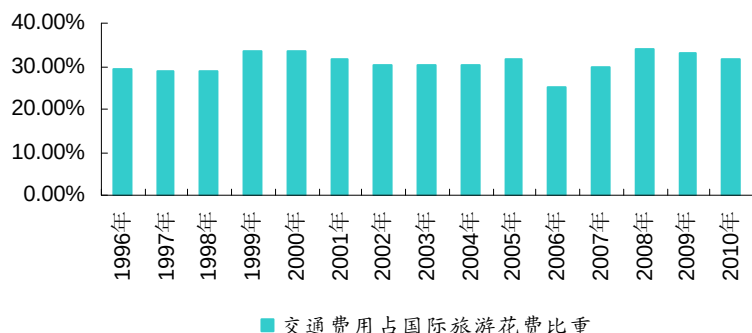
根据我们的了解，比较正规的大型企事业单位，在执行休假制度的规定时，是比较正规的，但是还有相当多的企业在执行方面还是不太彻底，有的甚至是不执行休假制度。我们认为，随着经济发展和劳动者自我权利保护意识的增强，在旅游休假制度方面会做的逐渐规范，从整体上来看人们的闲暇时间会逐渐增长，对旅游的需求也会随着而来。

自驾游高铁快速发展，提高旅游可到达性

航空，铁路，公路，水运是旅游者进入旅游目的地的主要途径。由于旅游者活动的多样性和差异化，导致交通运输工具不断更迭。

国际旅游花费中，交通费用在总花费中所占的比重一直保持在 30% 左右，占据国际旅游总收入的第一位。

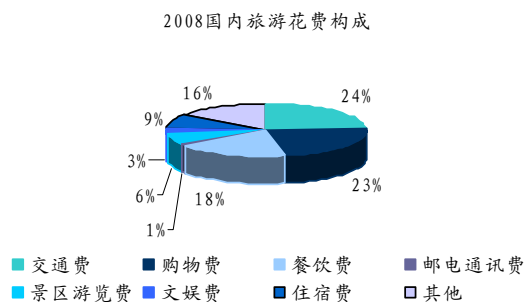
图 21：交通费用占国际旅游花费中的比重（1996-2010 年）



资料来源：Wind，长江证券研究部

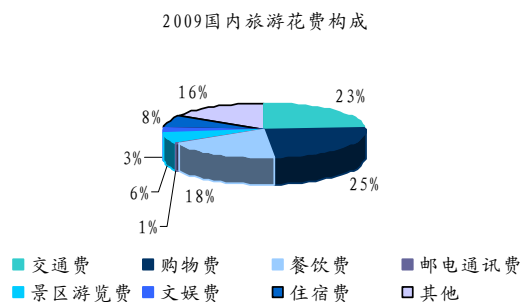
国内游中，交通花费一般在旅游消费中居于前两名，可见交通在旅游中的重要作用，其也是旅游者考虑是否出游的关键影响因素。2008 年交通费用占国内旅游花费的 24%，2009 年这一数据为 23%。

图 22：2008 年国内旅游花费构成



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 23：2009 年国内旅游花费构成



资料来源：Wind，长江证券研究部

自驾游蓬勃发展

自驾车旅游与传统随团旅游相比，具有以下特点：（1）旅游过程皆为亲身体验，无与伦比。

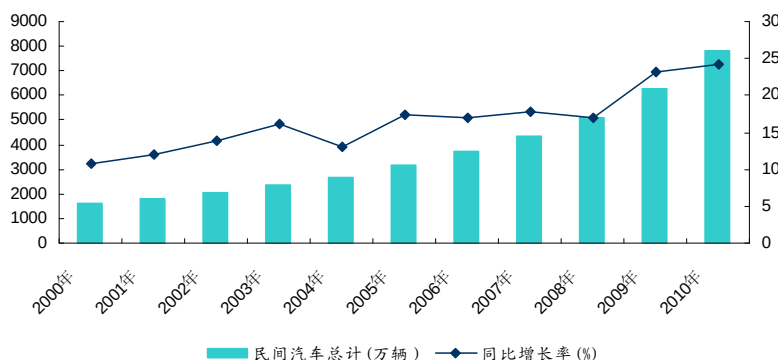
（2）旅游计划富有弹性。自驾旅游行程和旅游活动基本上都是由旅游者自己设计或者与组织者共同商定，并可根据需要适时调整旅游活动和线路，灵活的安排旅行生活。

自驾游在西方对旅游业的贡献度很大，澳大利亚国内游 70% 以上的乘客是自驾游客。

近年来，随着我国居民收入水平的提高，私家车拥有量快速增加。2010 年民间汽车拥有量

达到 7796 万台，比 2000 年的 1608 万台，增加了 4 倍多，并且民用车数量增长趋势还有加快的趋势。

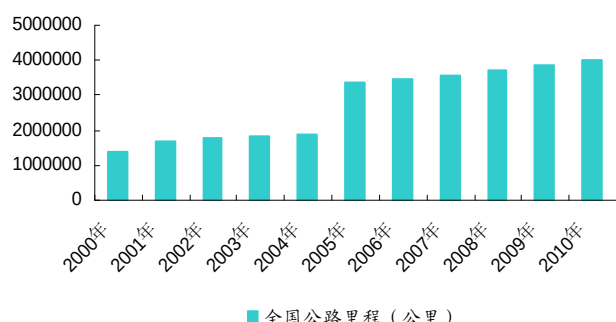
图 24：民用汽车拥有量（2000-2010 年）



资料来源：Wind。

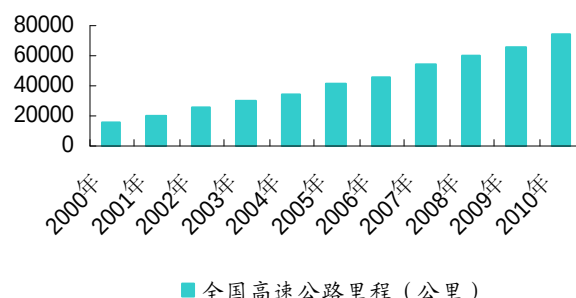
在民用车快速增加的同时，我国公路交通也发展迅速。2010 年全国公路里程达到 400 多万公里，高速公路里程达到 7 万多公里，高速公路里程的增加尤其显著，比 2000 年的水平提高了 3 倍多，同期公路里程数增加超过 2 倍。

图 25：全国公路里程（2000-2010 年）



资料来源：Wind，长江证券研究部（2005 年激增因为将村路纳入公路统计里程）

图 26：高速公路里程（2000-2010 年）



资料来源：Wind，长江证券研究部

民间汽车拥有量的迅速提高，同时交通情况有了很大的改善，给自驾游蓬勃发展提供了强有力的支持。

总体而言，我国的自驾游市场发展迅速，对短距离旅游有很大的促进作用。

高铁继续引领潮流

虽然动车撞车事件后，对高铁的发展产生了不利的影响，但是我们认为发展高铁仍然是不可逆转的趋势。高速铁路由于舒适性好，候车时间短，发车频次高以及直达市区的便利性，使其拥有其他交通方式不可比拟的相对优势。随着我国高铁的快速发展，将极大促进高铁沿线附近的旅游市场的发展，对旅游行业整体有显著的促进作用。

根据规划，2020 年我国将建成客运专线 42 条，形成“四纵四横”的铁路快速客运体系，总里程约为 1.3 万公里。“四纵四横”的高速铁路网络基本框架形成后，高铁将覆盖全国 90% 以上的人口。届时北到哈尔滨，南到香港，东到上海，西到成都都能实现快速通达，这将极

哈大高铁	2012 年投入运营 哈尔滨至大连由 4 小时缩短至 2.5 小时
京石高铁	2012 年投入运营 北京到石家庄由 2 小时缩短至 1 小时
石武高铁	2012 年投入运营 北京至武汉由 9 小时缩短至 4 小时
杭甬高铁	2011 年底建成 杭州至宁波由一个半小时，缩短为 26 分钟
津秦高铁	2012 年投入运营 天津至秦皇岛约需 1 小时，秦皇岛至唐山 20 多分钟
合蚌高铁	2012 年投入运营 合肥至蚌埠半小时左右，合肥至北京 3 小时左右
厦深高铁	2012 年投入运营 全程 2 小时左右
宁安城际	2012 年投入运营 南京至安庆约为 1.5 小时，上海至安庆 3 小时左右
汉宜客专	2012 年投入运营 重庆至武汉 5 小时内抵达

资料来源：长江证券研究部

从政府发展旅游业的动力角度看行业政策

1979-2009 年，旅游业由原来的外交性事业到集战略性和支柱两个产业发展关键词于一身的战略性支柱产业，性质不断发生变化，功能日趋丰富。在这一过程中，国家出台的关于旅游行业的意见和政策，对行业的发展起到了很大的促进作用。

表 15：国家对旅游行业定位的发展变化

时间	政策内容
1986 年	国家将旅游业纳入国民经济与社会发展计划，正式确定其国民经济地位
1992 年	中央明确提出旅游业是第三产业中的重点产业
“九五”计划	旅游业列为第三产业中积极发展的新兴产业序列中的第一位
1998 年	中央经济工作会议旅游业是国民经济新的增长点
2000 年	正式提出建设旅游强国的战略目标
2009 年	把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业，旅游业的定位发生了重要的转变

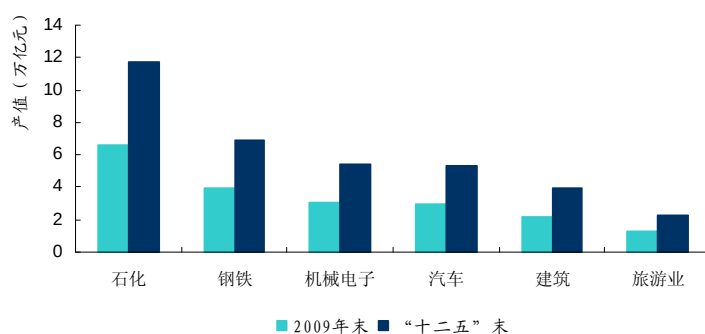
资料来源：长江证券研究部

从战略上面来讲，旅游业已经成为了国家工程，2009 年也是国家第一次将旅游业从一个经济产业的定位提升至国家战略的地位。这是对过去旅游行业发展的肯定，也是行业未来发展的动力。

旅游行业日益受到国家重视的原动力

1 相对传统支柱产业，旅游行业更具有发展的空间。由下图可看出，旅游业与其他支柱性行业的产值还有很大的差距，但其作为世界的朝阳行业稳定性好，发展的过程中对生态的破坏程度小，潜力巨大。

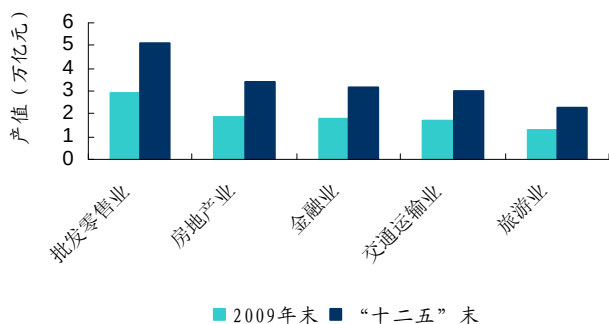
图 28：各产业的产值（2009 年和“十二五”末预测值）



资料来源：Wind，长江证券研究部

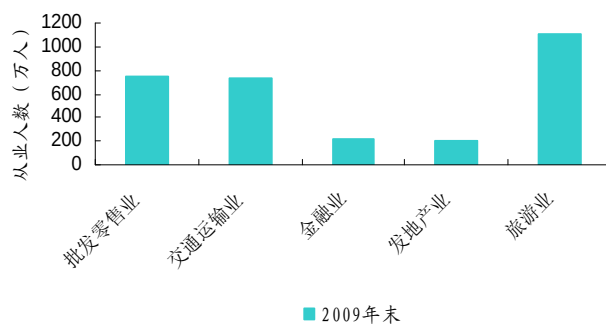
2 随着我国工业化进程的推进，第三产业将在国民收入的占比会持续提高，也将会有大量的劳动力进入第三产业。旅游行业吸纳劳动力的能力更是突出。观察下图我们可知，旅游业的产值与其他第三产业相比并不突出，但是从其对就业的促进，吸纳劳动力的数量，可以看出国家重视旅游行业的一个原因。

图 29：第三产业产值（2009 年和“十二五”末预测值）



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 30：2009 年第三产业吸纳就业人数



资料来源：Wind，长江证券研究部

国家赋予旅游行业在经济发展中支柱性产业的地位，从当前来看旅游行业于这一定位，还是有很大差距的，2009 年旅游行业的总收入为 1.29 万亿元，在 GDP 中占比为 3.8%，占服务业增加值的 9%，而一般来说一个支柱性产业的应该占到全国 GDP 的 5%-8%。随着我国经济的持续增长，作为战略型支柱产业的旅游行业的增长空间巨大。

风险提示

我们的盈利预期及投资结论是建立在我国旅游行业持续保持增长，以及张家界地区游客量继续保持增长势头，未来若出现重要经济大幅波动，自然灾害，疫病等不可抗因素，将对我们的投资结论造成偏差

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	95	426	449	529
营业成本	42	211	245	262
毛利	53	216	204	267
% 营业收入	56.1%	50.6%	45.4%	50.5%
营业税金及附加	5	22	23	27
% 营业收入	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
销售费用	8	34	36	42
% 营业收入	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
管理费用	26	85	76	90
% 营业收入	27.1%	20.0%	17.0%	17.0%
财务费用	16	1	0	-1
% 营业收入	16.9%	0.3%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-1	19	1	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	0	54	67	104
% 营业收入	-0.3%	12.7%	15.0%	19.6%
营业外收支	21	3	3	3
利润总额	21	57	70	107
% 营业收入	22.0%	13.4%	15.7%	20.2%
所得税费用	2	6	8	12
净利润	19	51	63	95
归属于母公司所有者的净利润	20.1	54.9	67.6	102.4
少数股东损益	-1	-4	-5	-7
EPS（元/股）	0.09	0.25	0.31	0.47
现金流量表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	31	84	100	128
取得投资收益	0	0	0	0
收回现金				
长期股权投资	28	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-9	-20	-20	-20
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	20	-20	-20	-20
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-6	-92	0	0
筹资成本	11	-1	0	1
其他	-26	0	0	0
筹资活动现金流净额	-21	-93	0	1
现金净流量	30	-30	80	109

资料来源：长江证券研究所

资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	53	23	103	212
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	9	40	43	50
存货	1	5	5	6
预付账款	0	1	1	1
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	63	69	153	269
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4
投资性房地产	18	18	18	18
固定资产合计	134	140	145	149
无形资产	36	34	32	31
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	2	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	255	268	352	472
短期贷款	92	0	0	0
应付款项	4	21	25	26
预收账款	1	5	5	6
应付职工薪酬	2	9	11	11
应交税费	2	6	7	8
其他流动负债	164	185	201	220
流动负债合计	265	226	248	273
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	265	226	248	273
归属于母公司	-10	45	112	215
所有者权益				
少数股东权益	0	-4	-8	-16
股东权益	-10	41	104	199
负债及股东权益	255	268	352	472
基本指标				
	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.091	0.249	0.307	0.465
BVPS	-0.05	0.20	0.51	0.98
PE	104.62	38.38	31.16	20.56
PEG	1.45	0.53	0.43	0.29
PB	-209.91	46.97	18.73	9.80
EV/EBITDA	68.49	29.26	23.81	15.65
ROE	-200.6%	122.4%	60.1%	47.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。