

2018 年经营平稳，大庸古城有望 10 月营业

张家界 (000430)

事件

公司发布 2018 年年报，实现营收 4.68 亿元，同比下降 14.78%；实现归母净利润 2,640.39 万元，同比下降 60.80%；扣非后净利润 2,117.93 万元，同比增长 4,142.02%。

简评

全年经营平稳，接待客流保持提升

2018 年，公司共接待游客 596.49 万人，同比增长 0.25%。公司业务中，宝峰湖、十里画廊观光电车业务是客流增长的主要动力，客流分别增长 12.72%、8.29%。尤其在 2018 年受到武陵山大道施工影响下，公司也保证了客流同比增长，表明公司经营基本面情况较好。

公司的收入主要来自于环保客运业务和旅行社业务，环保客运贡献收入 1.7 亿元，占比达 36.34%；旅行社业务带来收入 1.41 亿元，占比达 30.13%。收入保持增长态势的有宝峰湖、十里画廊观光电车业务，分别实现收入 6,748.5 (+15.36%)、5,011.53 (+3.01%) 万元，占比分别为 14.03%、10.7%。体量相对较小的索道、酒店业务分别实现收入 3,531.45、1,547.1 万元，占比分别为 7.54%、3.30%。

严格控成本降费用，扣非净利润实现大幅增长

公司扣非后净利润达到 2,117.93 万元，增速达 4,142.02%，主要原因在于 2017 年的非经常性损益体量较大。同时，公司在 2018 年时控成本降费用取得明显进展：1) 毛利率提升了 0.49pct，达到 31.52%；2) 在费用控制下，销售、管理费用分别下降 28.56%、18.38%，销售、管理费率较上年同期分别下降 0.93pct、0.76pct，同时，通过利息资本化等方式，公司财务费用下降 76.35%，财务费率也下降 2.3pct。

大庸古城建设顺利，张家界景区交通改善在即

公司重点打造的大庸古城项目为业务转型关键，将建设为文化旅游综合体，集吃喝玩乐游购娱为一身。从业务属性来看，大庸古城是公司从传统观光游转型休闲度假游的勇敢尝试，预计运营成熟后的年营业收入将达到 4.25 亿元，净利润达 1.85 亿，项目建成后将为公司长期发展注入动力。目前项目进度已经达到 93.50%，大庸古城的主体建设已基本完成，且两大核心服务项目大型民俗演艺《遇见大庸》和飞行影院已基本完成。根据最新规划，大庸古城项目有望在今年 10 月开始营业。

维持

增持

李铁生

litishengzgs@csc.com.cn

18511588701

执业证书编号：S1440519010001

陈语匆

chenyucong@csc.com.cn

18688866096

执业证书编号：S1440518100010

发布日期：2019 年 03 月 19 日

当前股价：6.29 元

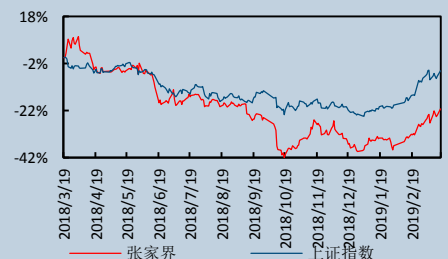
目标价格 6 个月：8 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	18.9/3.47	19.35/0.17	-21.28/-15.97
12 月最高/最低价 (元)			9.04/4.51
总股本 (万股)			40,481.77
流通 A 股 (万股)			33,173.88
总市值 (亿元)			25.46
流通市值 (亿元)			20.87
近 3 月日均成交量 (万)			229.51
主要股东			
张家界市经济发展投资集团有限公司			27.83%

股价表现



相关研究报告

未来张家界景区的成长空间将受益于交通的改善，尤其在铁路建设方面：1) 今年将迎来黔张常快铁通车；2) 2021 年，张吉怀高铁有望投入使用，打通张家界及凤凰景区；3) 荆张高铁已经进入建设中。同时，今年武陵山大道已经全线建成通车，客流水平有望进一步提升。

投资建议：我们认为未来公司内生+外延有望取得成效，收入、客流水平有望提升；同时，公司的大庸古城项目落地后，将为公司打开长期成长空间。

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.07、0.08、0.1 元，股价对应 PE 分别为 92、78、65 倍，维持“增持”评级。

风险提示：大庸古城客流不及预期；天气因素带来的不确定性；地缘政治风险。

盈利预测

表 1：盈利预测

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	468.4	432.8	467.9	517.0
变化率	-14.8%	-7.6%	8.1%	10.5%
归母净利润	26.4	27.6	32.7	39.2
变化率	-60.8%	4.5%	18.7%	19.8%
EPS (元)	0.07	0.07	0.08	0.10
P/E	96.4	92.3	77.8	64.9

资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

表 10：张家界财务报表预测

利润表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	468.4	432.8	467.9	517.0	经营活动现金流	147.5	226.4	-1.7	288.3
减：营业成本	320.8	285.6	308.8	341.2	净利润	25.0	27.6	32.7	39.2
营业税金及附加	8.3	6.5	7.5	8.4	折旧摊销	90.5	73.6	73.9	73.9
营业费用	22.7	19.2	21.1	20.7	财务费用	5.0	4.7	2.4	0.6
管理费用	80.4	73.6	79.5	87.9	投资损失	-3.0	-	-	-
财务费用	4.2	4.7	2.4	0.6	营运资金变动	41.1	121.3	-109.6	176.1
资产减值损失	2.5	2.3	2.1	2.3	其它	-11.0	-0.8	-1.1	-1.5
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	投资活动现金流	-539.6	-0.5	0.1	0.1
投资收益	3.0	-	-	-	可供出售金融资产	0.6	-0.5	0.1	0.1
营业利润	39.2	40.9	46.5	55.9	长期股权投资	-	-	-	-
营业外收入	0.2	0.3	0.4	0.3	其他	-540.2	-	-	-
营业外支出	4.6	4.0	3.0	3.9	筹资活动现金流	327.5	-310.2	4.3	-168.4
利润总额	34.8	37.2	43.9	52.4	短期借款	-29.8	-2.7	9.2	-80.6
减：所得税	9.8	10.4	12.3	14.7	长期借款	379.8	-310.2	4.3	-87.2
净利润	25.0	26.8	31.6	37.7	其他	-22.5	2.7	-9.2	-0.7
少数股东损益	-1.4	-0.8	-1.1	-1.5	现金净增加额	-64.5	-84.3	2.8	120.0
归属母公司净利润	26.4	27.6	32.7	39.2					
EBITDA	123.1	119.2	122.8	130.4					
EPS（摊薄）	0.07	0.07	0.08	0.10					
资产负债表（百万元）					主要财务指标				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	201.3	140.4	126.0	280.8	营业收入增长率	-14.8%	-7.6%	8.1%	10.5%
货币资金	119.0	34.6	37.4	157.4	净利润增长率	-60.8%	4.5%	18.7%	19.8%
应收账款	0.7	27.9	4.1	28.7	EBITDA 增长率	-26.4%	-3.2%	3.0%	6.2%
预付账款	3.5	3.4	3.6	4.0	ROE	1.7%	1.7%	2.0%	2.3%
存货	5.0	4.5	5.9	5.6	ROIC	2.2%	1.8%	2.1%	2.4%
非流动资产	2,294.6	2,206.0	2,131.9	2,055.7	EPS	0.07	0.07	0.08	0.10
长期股权投资	-	-	-	-	PE	96.4	92.3	77.8	64.9
固定资产	585.3	1,094.6	1,054.0	1,007.3	PB	1.6	1.6	1.6	1.5
资产总计	2,496.0	2,346.4	2,258.0	2,336.5	总负债 / 总资产	36.5%	31.5%	27.4%	28.3%
流动负债	300.0	489.5	348.4	471.1	流动比率	0.67	0.29	0.36	0.60
短期借款	74.0	71.3	80.6	-	速动比率	0.65	0.28	0.34	0.58
应付账款	153.7	322.4	192.2	376.4					
非流动负债	609.9	250.0	271.2	189.4					
负债合计	909.9	739.5	619.6	660.5					
少数股东权益	6.7	5.9	4.8	3.3					
归属母公司股东权益	1,586.1	1,606.9	1,638.4	1,676.0					

资料来源：中信建投证券研究发展部

分析师介绍

李铁生：中信建投研究发展部社会服务行业联席首席分析师，西安交通大学数量经济与金融硕士，6年证券从业经历

陈语匆：中信建投研究发展部社会服务行业分析师，3年证券从业经验。

报告贡献人

陈如练 15001873769 chenrulian@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859