

张家界 股票代码：000430.SZ

张家界：市场化程度不断加深

独到见解：

公司是中国旅游版块第一家上市公司，上市以来不断整合资产，聚焦主业。当前公司管理层变更，提出加深市场化程度的发展思路，同时定增启动；未来募投项目投产，叠加高铁通车带来的交通改善，有望增厚公司业绩。小市值、超一线景区、景区核心资产进一步证券化预期抬升，公司看点值得期待。

目标价：13.5-13.5RMB

当前股价：9.92RMB

投资评级 推荐
评级变动 首次评级

投资要点

1. 山水旅游第一股，不断聚焦主业

张家界旅游集团股份有限公司，原名张家界旅游开发股份有限公司，成立于 1992 年，1996 年上市，为中国旅游版块第一家上市公司，被誉为“山水旅游第一股”。上市以来，公司主营业务经过了一系列的并购和调整，逐步将公司主营业务重心放到张家界内景区，现拥有宝峰湖景区，武陵源景区环保客运、十里画廊观光电车、杨家界索道、张家界中旅、张国际大酒店等资产。

2. 董事长变更，市场化程度将逐步加深

公司实际控制人为张家界市国资委，通过上市公司控股股东经投集团和张家界土地房产公司，共计持有公司 32.44% 的股权。2016 年 12 月，赵文胜先生成为公司新任董事长，并明确提出以利润为导向，向市场要效益，公司做大做强目标明确，后续外延或将推上日程。

3. 定增启动，瞄准过夜游客真实需求

募投项目大庸古城，投资额约 20 亿，预计将在 2018 年 8 月开园。届时黔张常快铁，张吉怀高铁等陆续开通，现有产品涨价预期+产品线丰富+交通改善，预计将增厚公司业绩。

4. 投资建议：大庸古城折旧摊销导致公司短期业绩承压，项目运营后将逐步发力，预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.23,0.28,0.33，推荐。

5. 风险提示：杨家界索道进一步被分流；大景区客流下滑。

主要财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万)	592	598	637	701
同比增速(%)	-12.3%	1.0%	6.5%	10.0%
净利润(百万)	61	73	89	107
同比增速(%)	-46.5%	19.6%	21.4%	20.9%
每股盈利(元)	0.19	0.23	0.28	0.33
市盈率(倍)	54	45	37	31

资料来源：公司报表、华创证券

证券分析师


证券分析师：牛播坤

 执业编号：S0360514030002
电话：010-66500825
邮箱：niubokun@hcyjs.com

联系人：王薇娜

 电话：010-66500993
邮箱：wangweina@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	32,084
流通 A 股/B 股(万股)	20,903/-
资产负债率(%)	66.1
每股净资产(元)	2.1
市盈率(倍)	45.6
市净率(倍)	4.75
12 个月内最高/最低价	13.23/9.73

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

目 录

一、公司简介	4
（一）历史沿革	4
（二）股权结构	5
二、经营情况分析	5
（一）景区客流情况	5
（二）公司财务情况:	6
三、张家界市——眼花缭乱的旅游资源	7
（一）内生挖掘，张旅集团景区类资产	7
1、武陵源核心景区内资源	8
2、宝峰湖景区	9
（二）外延可能一：核心景区其他资源	9
（三）外延可能二：张家界其他旅游资源	11
1、大股东投入西线开发	11
2、南线及东线主要景区	12
四、募投项目：庸城——过夜游客的真实需求	13
五、定增重启资本运作，国改助力资源整合	15
六、提价预期×交通改善，业绩弹性值得期待	15
（一）核心景区调价预期	15
（二）周边交通持续改善	16
1、航空——新航站楼启用带来游客人次突破	16
2、铁路——“十三五”期间迈入高铁时代	16

图表目录

图表 1	公司 2007~2016 年主要发展历程	4
图表 2	公司 2007~2016 年营业总收入（万元）	4
图表 3	公司 2007~2016 年净利润（万元）	4
图表 4	公司当前股权结构图	5
图表 5	注入环保客运资产后持股情况	5
图表 6	公司各板块游客接待量（万人次）	6
图表 7	公司各板块相对主景区游客渗透率	6
图表 8	公司 2011~2016 年营业收入构成（万元）	7
图表 9	公司 2011~2016 年净利润（万元）	7
图表 10	公司 2011~2016 年三项费用率	7
图表 11	张旅集团主要景区类资产	8
图表 12	杨家界索道景观图	8
图表 13	十里画廊观光电车	8
图表 14	宝峰湖景色	9
图表 15	宝峰湖景区区位图	9
图表 16	武陵源核心景区主要资产	9
图表 17	其他客运索道/电梯信息	10
图表 18	武陵源景区内索道、客运示意图	10
图表 19	张家界市景点分布图	11
图表 20	张家界市部分景区资源	13
图表 21	张家界市过夜游客接待量	13
图表 22	大庸古城区位图	13
图表 23	张家界市现有演艺项目	14
图表 24	大庸古城和张家界千古情项目对比	14
图表 25	武陵源景区门票政策	15
图表 26	2010~2016 年荷花机场飞机起降架次	16
图表 27	张家界市高速铁路发展情况	17

一、公司简介

（一）历史沿革

张家界旅游集团股份有限公司（原名张家界旅游开发股份有限公司），成立于1992年，1996年上市，为中国旅游版块第一家上市公司，被誉为“山水旅游第一股”。公司主要从事旅游资源开发，旅游基础设施建设，旅游配套服务等，属综合型旅游企业。

上市以来，公司主营业务经过了一系列的并购和调整：2000年，张家界国际大酒店建成开业，2001年由于业绩亏损置出，2004年重新购入；2001年经过资产重组，公司取得了宝峰湖景区和武陵源景区十里画廊观光电车的开发经营权；2007年经投集团成为公司第一大股东，持股占比24.46%。2009年，公司完成股权分置改革，成立杨家界索道有限公司；在此期间，公司还并购或转让了多个景区开发公司和旅行社，包括临湘山水公司、猛洞河旅游开发公司、周洛公司、湖南广之旅旅行社等。

2010年，公司采取多项措施，将公司主营业务重心放到张家界内景区：

1. 成功处置了一批不良资产（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），解决了历史债务问题；
2. 着力于张家界地区景区发展，对宝峰湖景区、十里画廊观光电车进行提质改造；
3. 积极推进重大资产重组（发行股份并购买环保客运公司100%股权），将核心景区的优质资产注入上市公司。

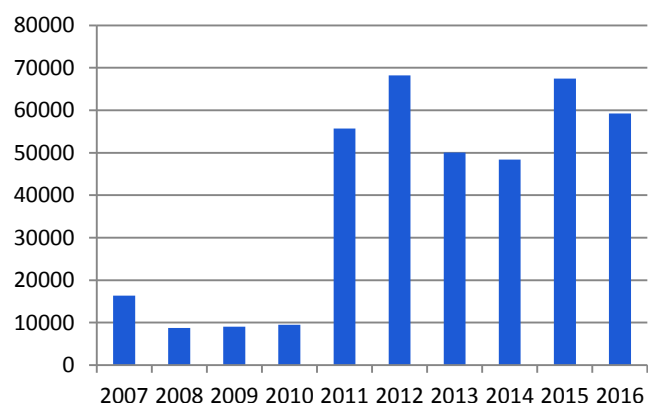
图表 1 公司 2007~2016 年主要发展历程



资料来源：公司公告，华创证券

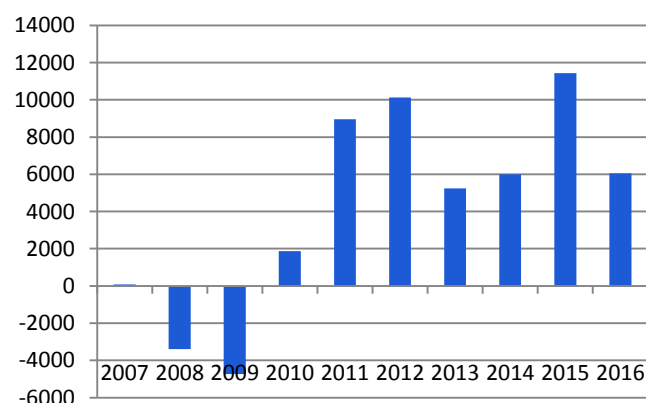
到2011年，公司基本形成当前主营业务结构和产品规模，主要运营项目为：武陵源景区内环保客运、宝峰湖景区、十里画廊观光电车、张家界国际大酒店、张家界中国旅行社等。2014年4月，杨家界索道开始试运营。

图表 2 公司 2007~2016 年营业总收入（万元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 3 公司 2007~2016 年净利润（万元）

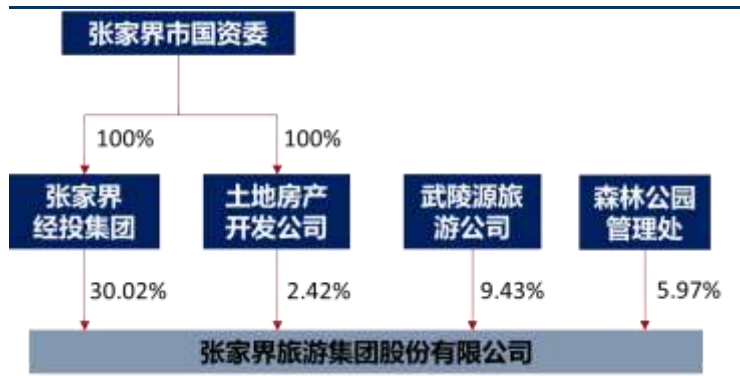


资料来源：Wind，华创证券

（二）股权结构

当前公司实际控制人为张家界市国资委（2015 年 3 月变更，之前为张家界旅游经济开发区管理委员会），通过上市公司控股股东经投集团（持股 30.02%）和张家界土地房产公司（持股 2.42%）共计持有公司 32.44%的股权。

图表 4 公司当前股权结构图



资料来源：公司公告，华创证券

2011 年，上市公司张旅集团通过发行股份的方式购买经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处持有的环保客运合计 100%股权。交易完成后，环保客运成为张旅集团的全资子公司，武陵源旅游公司及森林公园管理处分别成为公司第二、三大股东。其中：

- 二股东武陵源旅游产业公司主管单位为武陵源区政府，主要经营武陵源风景区门票销售；
- 三股东森林公园管理处上级主管单位为张家界市人民政府，经营公园管理、园区绿化等，并持有武陵源景区内黄石寨客运索道 49%的股权。
- 2015 年，武陵源区和森林公园管理处区处合并，成立张家界武陵源风景名胜区和国家森林公园管理局。

图表 5 注入环保客运资产后持股情况

发行对象	持有环保客运股份比例	发行前持股数量（万股）	发行后持股数量（万股）	发行后持股比例
经投集团	51%	4491	9631.79	30.02%
武陵源旅游公司	30%	0	3023.99	9.43%
森林公园管理处	19%	0	1915.19	5.97%

资料来源：公司公告，华创证券

二、经营情况分析

（一）景区客流情况

2013 年，受四川雅安地震、禽流感危害和旱涝恶劣天气等多重因素影响，公司主要景点游客接待量大幅减少。2015 年，我国旅游业繁荣发展，张家界市各景区景点实现游客接待总量 5050 万人次，旅游总收入 339 亿元，同比分别增长 30%、38%，在此背景下，公司旗下景区景点游客接待量获得较快增长。2016 年的多雨天气对山地类景区影响较大，张家界客流增速放缓。

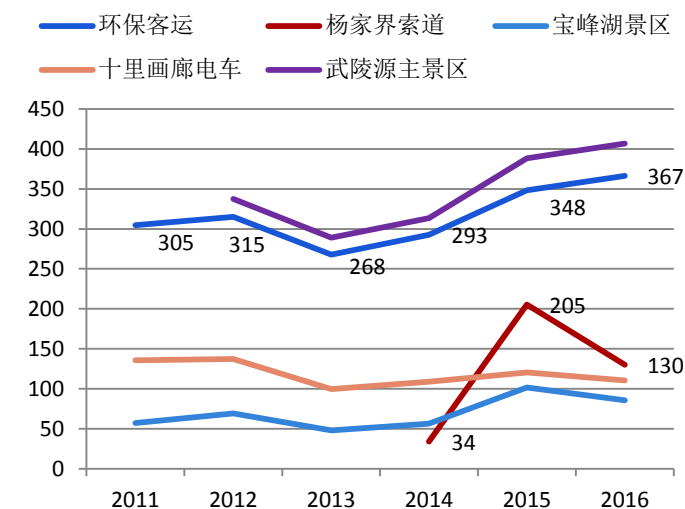
总体而言，武陵源核心景区游客增长速度较快，与 2013 年低谷时期相比，16 年主景区进山游客人次 406.62 万人，

比 13 年低谷时期的 288.92 万人增长了 40%。公司环保客运接待人次与武陵源核心景区游客人次保持高度相关性，游客渗透率在 90%以上，除 13 年受外部因素影响，接待人次稳定增长，11~16 五年内接待人次增长 20%；13 年后，环保客运游客人次稳步回升，14~16 年增长率分别为 9.4%，19.0%，5.2%。

独立售票的宝峰湖景区（在主景区南侧）历年游客接待量波动较大，但整体呈较快发展趋势，11~16 五年内增长约 50%。16 年二季度，宝峰湖景区和十里画廊游客人次分别下降 15.7%和 8.3%。最近三年十里画廊观光电车购票人次维持在 110~120 万人次左右。

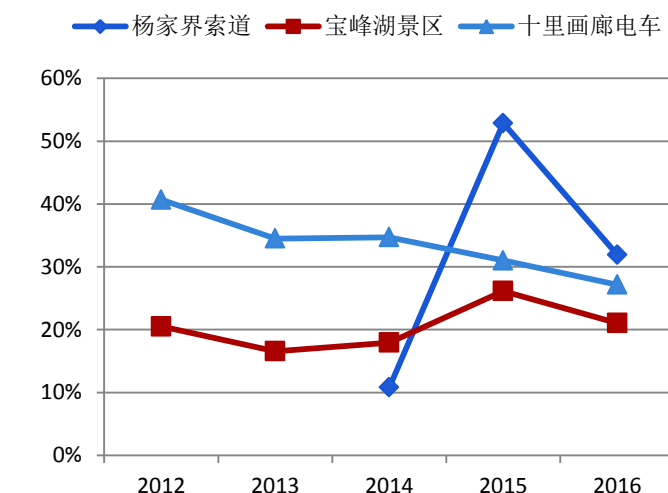
杨家界索道 14 年 4 月开始试运营，当年接待人次较低；15 年，与杨家界索道形成分流竞争关系的天子山索道由于扩建改造停运，使杨家界索道乘坐人次激增，同比增长 505%；16 年 2 月天子山索道恢复运行，市场恢复到之前的竞争态势，且先后由于森林公园门票站停车场改建，以及从市区到森林公园的武陵山大道重新修建，导致部分旅行社调整进山线路，因此杨家界索道乘坐人次下降较多（130 万人次）。为有效拉动杨家界索道客源增长，公司拟投资 6000 万元左右建设龙凤垭隧道，消除交通“瓶颈”，让游客快捷、舒适的从森林公园入口停车场乘车直达杨家界索道下站；隧道预计 2019 年建成，运营成熟后每年可为杨家界索道增加 112.9 万客流。

图表 6 公司各板块游客接待量（万人次）



资料来源：公司公告，武陵源区公开信息，华创证券

图表 7 公司各板块相对主景区游客渗透率

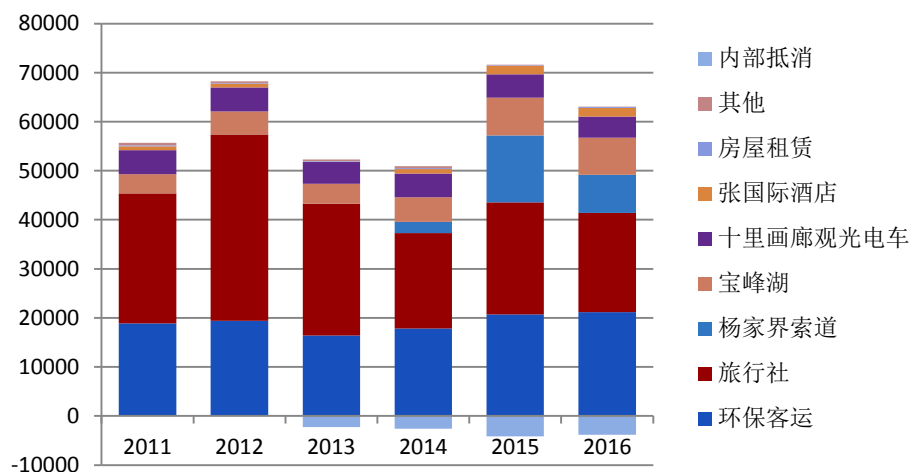


资料来源：公司公告，华创证券

（二）公司财务情况：

近年来公司旅行社业务和环保客运业务贡献了主要收入，二者占总营业收入的 60%以上，其次为杨家界索道和宝峰湖景区。旅行社业务毛利率水平低，几乎不贡献利润，而环保客运毛利率水平在 60%左右，是公司主要利润来源。16 年宝峰湖景区虽然客流量下降，但客单价提升，营业收入与去年持平。若排除天子山索道停运导致的 15 年业绩大增因素，14~16 年张家界营业收入复合增长率为 10.61%。由于“大庸古城”的建设大幅增加折旧摊销和财务费用，公司短期业绩承压，16 年净利润下滑幅度较大，与 14 年基本持平。

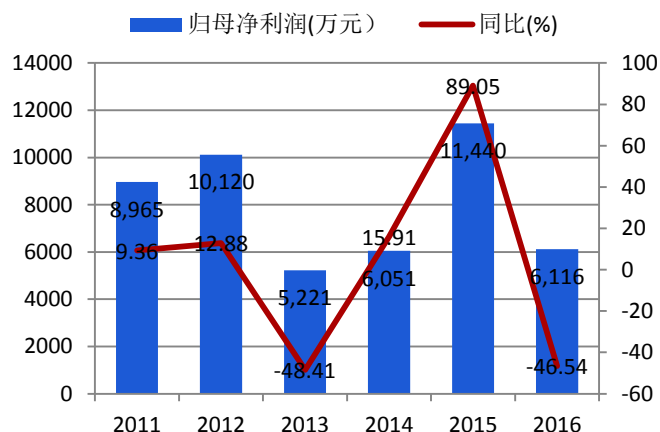
图表 8 公司 2011~2016 年营业收入构成（万元）



资料来源: Wind, 华创证券

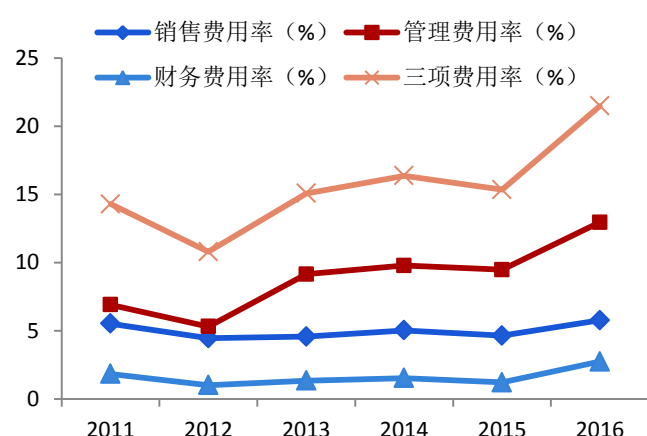
2013~2015 年, 公司费用率水平相对平稳; 2016 年受大庸古城土地使用权新增计提摊销 1389.9 万元和前期建设贷款支付利息 851.91 万元影响, 公司管理费用为 7675 万元, 同比增长 19.9%, 财务费用为 1625 万元, 同比翻倍。

图表 9 公司 2011~2016 年净利润（万元）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 公司 2011~2016 年三项费用率



资料来源: Wind, 华创证券

三、张家界市——眼花缭乱的旅游资源

（一）内生挖掘，张旅集团景区类资产

公司主要经营内容包括: 旅游景区(宝峰湖), 旅游客运(武陵源景区环保客运、观光电车、杨家界索道), 旅行社(张家界中旅), 酒店(张国际大酒店)等。当前酒店和旅行社业务微亏, 景区类业务为公司业绩提供了主要支撑。

图表 11 张旅集团主要景区类资产

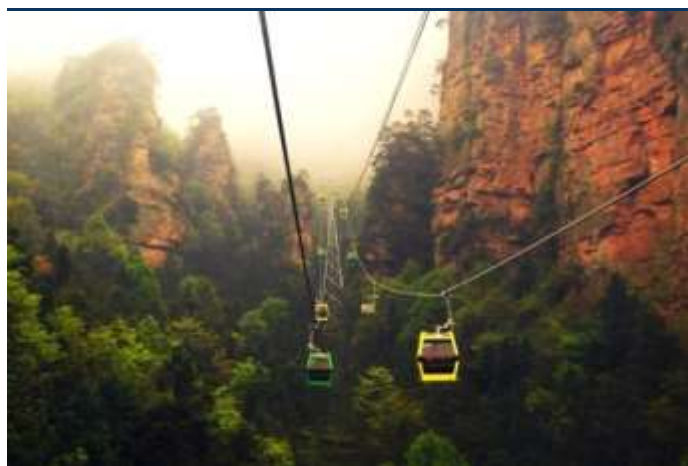
项目	经营主体	公司股权比例	2016 年经营情况	
			营业收入（百万元）	毛利率
环保客运	易程天下环保客运有限公司	100%	211.59	56.71%
杨家界索道	杨家界索道有限公司	100%	77.39	50.94%
十里画廊观光电车	张旅集团观光电车分公司	分公司	43.06	53.92%
宝峰湖景区	宝峰湖旅游实业发展有限公司	100%	75.87	54.00%

资料来源：公司公告，华创证券

1、武陵源核心景区内资源

公司经营的环保客运、观光电车，杨家界索道均位于张家界核心景区武陵源内。武陵源景区由张家界国家森林公园、索溪峪自然保护区、天子山自然保护区和新开发的杨家界景区组成，总面积约 500 平方公里，内有奇峰 3000 多座，主要景点有天子山、袁家界、杨家界、黄石寨、金鞭溪、水绕四门、十里画廊等。景区普通门票有效期 4 天，旺季 248 元，淡季（12 月 1 日至次年 2 月 28 日）136 元，游客在有效期内可多次进入景区游览参观全部开放景点，并免费乘坐景区环保车。

- **环保客运：**张旅集团环保客运子公司垄断武陵源主景区内环保车业务，环保车价格包含在景区大门票之中，所占比例约为旺季 65 元，淡季 40 元。由于武陵源主景区面积广阔，各处景点间都有环保车连通，游客购票后可根据需要自行安排乘车路线。
- **杨家界索道：**是景区开通的第三条索道，单程票价 76 元，14 年 4 月开始试运营，处于成长阶段。索道全长 1876 米，上下站垂直高差 517 米，线路支架 14 个，最高运行速度 6m/s，最大运力为 2300 人/小时，单程运行时间 5.2 分钟，由公司投资 1.7 亿元建设，采用法国玻玛索道设备，是目前国际最先进的客运索道。杨家界索道的开通拉近了杨家界景区与天子山、袁家界、黄石寨景区的距离，打通了进出张家界核心景区的西部快捷通道，使游客得以观赏天然长城般的“峰墙”奇观。杨家界索道的开通可分散景区高峰客流，提升杨家界景区的游览体验，索道与景区形成相互提振作用。

图表 12 杨家界索道景观图


资料来源：网络，华创证券

图表 13 十里画廊观光电车


资料来源：网络，华创证券

- **十里画廊观光电车：**十里画廊位于武陵源索溪峪景区中，位于天子山脚下，长约 5 公里，沿途风景秀丽，游客可乘坐观光车或步行游览。观光车单程票 38 元，双程票 52 元。

2、宝峰湖景区

宝峰湖景区（5A）位于武陵源核心景区东南侧，景区大门距武陵源标志门票站约 3 公里。宝峰湖是张家界核心景区惟一以水为主的旅游景点，是一座罕见的高峡平湖，在以群山闻名的张家界能够形成差异化的吸引力。票面价格 96 元，包含景区大门票+游船票，游玩时间约为二小时。主要景点有宝峰湖和鹰窝寨两部分，宝峰湖、奇峰飞瀑、鹰窝寨、一线天被称为武陵源“四绝”。

图表 14 宝峰湖景色



资料来源：网络，华创证券

图表 15 宝峰湖景区区位图



资料来源：网络，华创证券

（二）外延可能一：核心景区其他资源

武陵源核心景区门票由公司第二大股东武陵源旅游产业公司经营，景区内全部景点不再单独售票，除公司运营的杨家界索道外，景区内还有两条客运索道（天子山索道、黄石寨索道）和一台户外观光电梯（百龙天梯）。

图表 16 武陵源核心景区主要资产

序号	售票项目	标准票价	优惠票价	是否属于上市公司资产
1	武陵源景区门票	旺季 248	163	内含景区环保观光车票价，属于公司资产
		淡季 136	80	
2	黄石寨索道	单程 65	40	否
		双程 118	70	
3	天子山索道单程	72	43	否
4	百龙天梯单程	72	43	否
5	十里画廊观光电车单程	38	24	是
6	杨家界索道	76	46	是

资料来源：网络，华创证券

黄石寨索道由台湾证吉兴业有限公司与张家界公园管理处合资兴建，原本是一条单承载单牵引车组往复式索道，1995 年 5 月开工，1997 年 9 月开始试运营，吊厢可承载 50 人，速度 9 米/秒，单向运力 950 人每小时。2009 年 11 月至 2010 年 5 月，投资 9000 万元改造为循环脱挂式，斜长 1016 米，运行速度为 6 米/秒，单个吊厢承载 8 人，单向运力每小时 2300 人。此次改造还设置了 5 个透明吊厢，每个吊厢限坐 5 人，价格与普通吊厢相同，游客可以通过脚下全透明的钢化玻璃将张家界奇峰尽收眼底。

天子山索道由香港安达国际有限公司投资的外商独资经营，1996年6月动工，1997年5月正式运营。索道水平线1960m，斜线长2084m，两端站高差692m，有41个吊厢，单向运量960人每小时。天子山索道自2015年1月1日至2016年2月6日全线关闭进行扩容，升级改造后索道运载能力提高到每小时2100人，单个吊厢承载8人，单程最快6分钟。

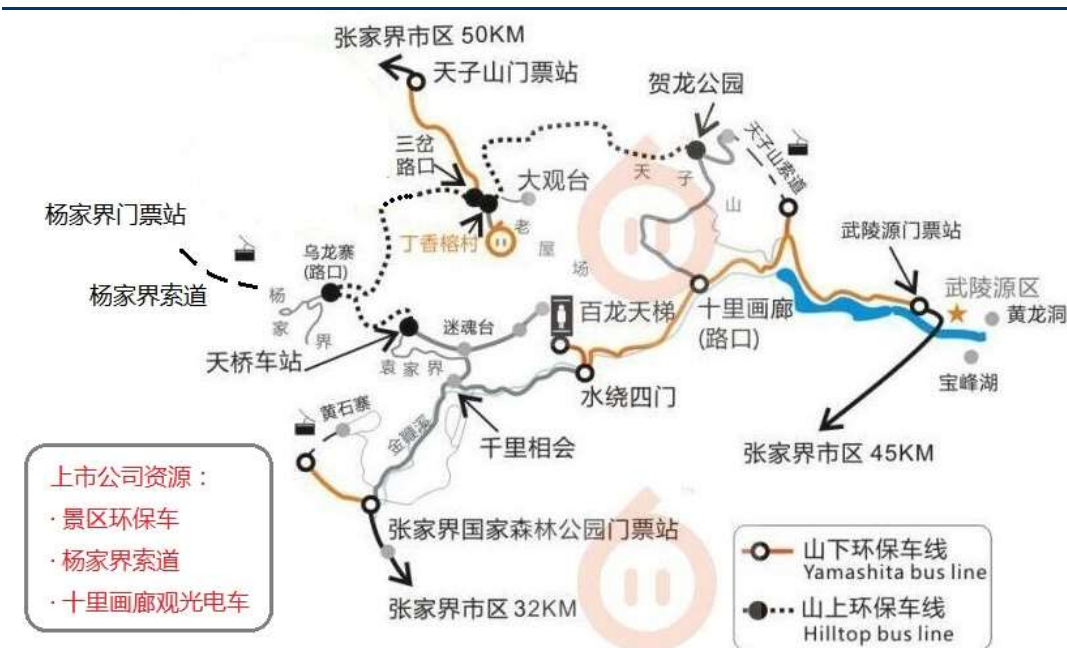
百龙天梯由北京百龙绿色科技企业总公司、英国佛洛伊德有限公司合资兴建，投资1.8亿，1999年9月开工建设，2002年4月投入试营运。百龙天梯垂直高差335米，运行高度326米，由154米的山体内竖井和172米的贴山钢结构井架组成。2013年和2015年，百龙天梯先后进行两次扩容升级，单梯运力达到64人，单程时间66秒。

图表 17 其他客运索道/电梯信息

项目	建设时间	经营主体	股东	2014 年经营情况	
				接待人次	门票收入(万元)
黄石寨索道	1995 年	张家界黄石寨客运索道有限公司	台湾瑞展国际有限公司 51% 张家界国家森林公园管理处 49%	70.67 万	5794.9
天子山索道	1996 年	湖南武陵源索道有限公司	(香港) 安达国际渡假乐园张家界有限公司 100%	204.83 万	12019.5
百龙天梯	1999 年	张家界百龙天梯旅游发展有限公司	北京百龙绿色科技企业总公司 96.89%	224.30 万	13122.9

资料来源：网络，华创证券

图表 18 武陵源景区内索道、客运示意图



资料来源：网络，华创证券

武陵源景区有武陵源（标志门）门票站，森林公园门票站，天子山门票站，水绕四门门票站，杨家界门票站五个入口，游客多选择从靠近张家界市区方向的森林公园和武陵源门票站出入。

黄石寨索道由森林公园大门通往黄石寨寨顶观景台，位置相对独立。杨家界索道下站靠近杨家界门票站及森林公园门票站，天子山索道下站靠近武陵源门票站，百龙天梯位于森林公园和索溪峪景区之间，下站接近水绕四门（景点+门票站）——三条交通路线分别从不同入口方向通往景区中心，有一定的互相替代效果。

2015 年天子山索道扩容停运，使杨家界索道接待量爆发式增长；2016 年天子山索道重新投入运营，杨家界索道游客接待量同比下降 37%。武陵源景区面积较大，推荐游览时间为 2~3 天，一天内难以观赏完各区域主要景点，因此位于景区中部的百龙天梯区位优势非常明显。游客经常选择乘坐天子山索道或杨家界索道上山，乘坐百龙天梯下山，而不会分别坐两条索道上下山。由于杨家界景区和索道开发较晚，目前天子山索道乘坐率高于杨家界索道。自 2016 年下半年起，受张家界市通往森林公园门票站的武陵山大道修建影响，大部分游客不再从森林公园大门进出，使杨家界索道游客接待量下滑；道路修建完成后，杨家界索道客源将逐步恢复。预计 2019 年前后，张家界高铁站和龙凤垭隧道的开通将进一步提升索道客源，随着杨家界景区游览线路越来越大众化、武陵源整体客流量持续增长和张家界西线旅游资源开发，杨家界索道游客量有很大的增长空间。

为更好协调景区资源，达到协同作用，公司积极探索打通景区内交通小循环方式，谋求更好地结合景区资源，做强上市公司主业。

（三）外延可能二：张家界其他旅游资源

近年来，张家界市正在推进“三星拱月”的全域旅游措施，即是以武陵源为核心之“月”，打造以张家界大峡谷为主的东线旅游、以茅岩河为主轴的西线旅游、以天门山及后山为主的南线旅游，拟将大峡谷和茅岩河建成 5A 级旅游景区。

图表 19 张家界市景点分布图



资料来源：网络，华创证券

1、大股东投入西线开发

张家界市西线主要景区和景点有九天洞、苦竹寨、茅岩河平湖游、茅岩河漂流、温塘温泉、玉皇石窟等，是一个融峡谷风光、洞天美景、水上漂流、民俗风情、红色文化于一体的旅游资源聚集区，是张家界老牌四 A 级旅游线路以及张家界市五条精品线路之一。但由于多年投入不足，加上受交通瓶颈制约等影响，未很好地发挥西线旅游优势。

2015 年 9 月，公司大股东经投集团公司正式收购张家界市茂隆实业有限公司所持张家界西线旅游开发股份有限公司 94.09% 股份，并更名为张家界茅岩河旅游开发股份有限公司。经投集团收购茅岩河公司后，停止了下属所有西线旅游资源项目的实际经营，并根据张家界市委市政府的要求对西线旅游资源涉及的相关交通、旅游接待设施等进行升级改造。

2016 年 3 月，经投集团出具了避免同业竞争承诺：在茅岩河公司升级改造完毕，达到正常经营且实现盈利后的两年内，将所持股份以公允价格依法转让给上市公司或者其他第三方；达到正常经营条件后起，且实现盈利不足两年之前，在上市公司同意的条件下，经投集团愿将所持茅岩河公司股份委托给上市公司管理。

- **九天洞**：九天洞分上中下三层，总面积达 250 多万平方米，最底层离地表 420 米。洞内有 40 个大厅、3 条阴河、12 条瀑布、5 座自生桥、6 处千丘田、3 个自然湖。九天洞的三大绝景土家山寨、地下森林奇观和闪闪发光的水晶宫让游人拍手叫绝。
- **茅岩河漂流**：目前是中国最大的旅游漂流项目，是张家界“山、水、洞”旅游精品项目中最富刺激的项目。湖南四大水系中风景最漂亮，落差最大，水流最急的就是生态河流澧水河，而茅岩河就是澧水河中风景最美，险滩最多，风浪最大一段。漂流水程 28 公里，有惊无险的河滩共 55 个。
- **茅岩河平湖游**：平湖游上至苦竹寨下至鱼潭，全程 22 公里。这是一个绝美的山水画廊，也是一幅多彩的历史风情长卷。乘船赏“百里画廊”苦竹河两岸风光，及游轮上土家阿哥阿妹的歌舞表演。沿途绝壁雄居、怪石重叠，有猴子捞月、血门沟、印花墙、凉衣篙等景点，土家英雄覃厚王的故事贯穿在整个游览途中。
- **千年苦竹寨**：建于唐宋，盛于明清，距今已有近 2000 年的历史。上承桑植县府，下临险峻峡谷，又居山临水，地势险要，曾是澧水上游的一座商业码头，人来船往，川流不息，非常繁荣。古寨上曾经商店客栈、妓院绣楼、作坊当铺、戏院庙庵一应俱全，被誉为“千帆林立的老码头、商贾云集的古集市、梢公荡魂的逍遥窟、明清社会的万花筒”。因为陆路交通的兴起，水路运输的衰败，苦竹寨失去了往日的喧嚣。苦竹寨距桑植县城 19.5 公里，乘车 35 分钟；距张家界市中心 91.5 公里，乘车 2 小时 20 分；距张家界武陵源核心景区 121.5 公里，乘车 2 小时 50 分；距九天洞 2.5 公里；距茅岩河漂流 39 公里，乘车 1 小时。

2、南线及东线主要景区

张家界南线以天门山为核心，是集石堰坪土家民俗山寨、红河谷、崇山国文化遗址、永顺老司城、王村芙蓉镇、猛洞河漂流、古丈红石林、栖凤湖、沅陵凤凰山、书达二酉的二酉山等张吉怀旅游合作景区等的文化山水世界；东线以张家界大峡谷为核心，是集龙王洞、江垭温泉、溇江漂流、朝阳地缝、丹霞地貌红岩岭、道教名山五雷山等的宗教峡谷山水世界。

- **天门山国家森林公园**：文化底蕴深厚，有“武陵之魂”之称，更有湘西第一神山的美誉，它兼峰、石、泉、溪、云、林于一体，集雄、奇、秀、险、幽于一身，被誉为空中原始花园。有亚洲最长的天门山索道（7455 米），云雾缭绕的天门仙洞，99 道弯世界公路奇观（号称通天大道）、李娜别墅、鬼谷栈道、鬼谷兵盘、云梦仙顶、天门山寺、灵泉院、木石之恋等著名景点），建议游览时间半天至一天。景区距张家界火车站约 6 公里，驾车 10~15 分钟。
- **张家界大峡谷**：大峡谷内飞瀑神泉比比皆是，云集有三朝数代的历史人文景观，有世界最高蹦极、最长的玻璃桥——张家界大峡谷玻璃桥，湖南省首条诺克里滑道，如记录李自成与吴三桂惨烈决战的“千人坟”古战场，反映湘西历史特色的土匪洞及见证解放初期湘西人民靠天劳作在绝壁间挖凿的“南方红旗渠”等。建议游览时间为 3 小时。
- **黄龙洞**：张家界武陵源风景名胜中著名的溶洞景点，现已探明洞底总面积 10 万平方米；洞体共分四层，洞中有洞、洞中有山、山中有洞、洞中有河。黄龙洞具有庞大的立体结构洞穴空间、丰富的溶洞景观和水陆兼备的游览观光线路。建议游览时间为 2 小时。

- **龙王洞**：是中国最大、最古老的溶洞之一。洞中石笋、石钟乳、石幔、石花遍布，琳琅满目。有“神僧沐浴”之称的奇观，更有“天下第一柱”之称的龙王宝。建议游览时间为 2 小时。

图表 20 张家界市部分景区资源

景区名称	级别	票价	位置	开发主体
天门山景区	5A	258 元	南线	天津宁发集团有限公司
张家界大峡谷	4A	118 元， 玻璃桥 138 元	东线	张家界东线旅游开发有限公司
黄龙洞	4A	100 元	东线	张家界东线旅游开发有限公司
龙王洞	4A	81 元	东线	张家界东线旅游开发有限公司
九天洞	4A	65 元	西线	经投集团
茅岩河漂流	——	125 元	西线	经投集团
茅岩河平湖游	——	78 元	西线	经投集团
千年苦竹寨	——	0	西线	经投集团

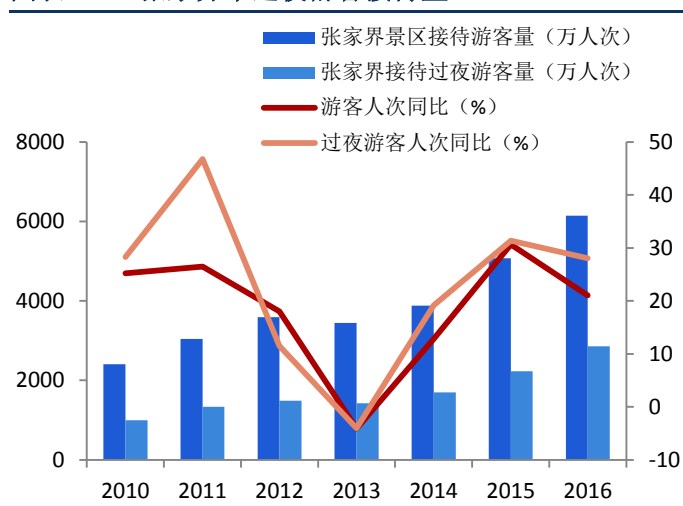
资料来源：网络，华创证券

四、募投项目：大庸古城——过夜游客的真实需求

张家界市旅游资源丰富，以山水风光取胜，然而随着旅游消费形态升级，观光游逐步向休闲游和度假游转变，张家界市场上急需补充人文休闲类景区。

2010 年至今，张家界接待游总人次和过夜人次保持着 20%~30% 的高速增长（2013 年除外），过夜人次增长更快。截至 2016 年，张家界全年景点接待旅游人数 6143.16 万人次，同比增长 21.05%；接待过夜游客 2856.66 万人天，同比增长 28.05%。这意味着，平均每天有数万名过夜游客会从景区回到市区住宿；当这些游客想要外出消遣、或游山玩水累了之后想进行轻松的休憩，却少有适合的选择。

图表 21 张家界市过夜游客接待量



资料来源：Wind，华创证券

图表 22 大庸古城区位图



资料来源：网络，华创证券

大庸古城选址在张家界市中心地区澧水河畔，距机场、火车站仅 10 分钟车程，距张家界新建高铁站约 20 分钟，往来游客众多，周边酒店密集；便捷的区位方便旅行社和自由行游客安排行程。

大庸古城项目投资额约 18.83 亿，水陆区域总面积 500 多亩，规划总用地面积 325 亩，总建筑面积约 18.5 万平方

米。古城在当年明清鼎盛时期的南门口原址上新建，以明清时期建筑风格，保留修缮三元宫、朝天门、古城墙、古树名木等历史人文景观，恢复建设阳戏、古乐堂等非物质文化遗产表演场所，重现刘明灯将军府、土司王宫、八方阁楼、南门大码头等“古城十景”，展示大庸古城明清鼎盛时期繁荣风貌。景区内建设与文化遗产紧密结合的广场、街巷、庭园、店铺、茶馆等一系列空间与活动，建立起一个集“吃、住、游、购、娱”于一体的多元化国际旅游创意街区。另外，公司计划投资 1.2 亿元在大庸古城内建设一台大型室内情景剧，暂定名为《遇见大庸》，以大庸古国文明与明清鼎盛的乡情等背景呈现故事内容。大庸古城项目预计 2017 年 9 月完成建筑主体工程，2018 年 8 月开园运营。

大庸古城是公司开拓休闲游产品和创造新的利润增长点的一次积极尝试，有助于实现张家界景区由单一的自然景观旅游向特色文化体验旅游的转型升级，提高张家界景区对游客的吸引力。公司预计项目成熟后，将实现年营业收入 4.85 亿元，净利润 1.85 亿元。2016 年，公司设立了游船事业部，在澧水河区域运营的大庸古城游船已开始为公司贡献业绩。

大庸古城是当地稀缺的休闲游产业，但仍会面临市场上一些竞争。张家界旅游演艺业务兴起较早，其中《魅力湘西》和《天门狐仙》最为知名，年接待观众约百万人。《魅力湘西》是一台大型综艺筹舞晚会，通过歌舞表演记载了土家族的起源、传承以及在几千年的历史长河中沉淀下来的民俗风情；2010 年，投资 2.5 亿元的演出场地——张家界魅力湘西国际文化广场建成，剧场坐落于武陵源风景区内，座位数 2600 个，是在中南地区规模最大的民族歌舞剧院。《天门狐仙》世界首台大型高山峡谷实景音乐剧，以天门山自然山水为舞台，由中国实景演出创始人梅帅元执导，使用了大量机械、魔术及特效，营造出令人惊异的奇幻场景，每年冬季暂停演出。

图表 23 张家界市现有演艺项目

剧目名称	推出时间	演出时间	时长	票价	所在地
魅力湘西	2000 年	每晚 8:00，节假日增加场次	100 分钟	228 元	武陵源风景名胜区山麓
天门狐仙·新刘海砍樵	2009 年	每年 3 月初~12 初，晚上 8:20	90 分钟	238 元	天门山大峡谷（露天）

资料来源：网络，华创证券

宋城演艺也将在武陵源景区投资建设“张家界千古情”演艺主题公园，建设内容为剧场、演艺、文化旅游主题公园、商业及生活配套设施；项目位于张家界市武陵源区文丰居委会百花洲的张清公路与索溪河之间。张家界千古情投资规模小于大庸古城，且开业较晚，但宋城演艺在演艺类主题公园的建设、运营、营销、推广方面具有丰富的经验，不能忽视其开业后的竞争力。从地理位置来看，张家界千古情开业后可能对同在武陵源景区的魅力湘西冲击较大，对位于市区的大庸古城演艺项目影响较小。参考宋城现有项目，预计张家界千古情以演艺项目为主体，其他辅助项目起到引流和提升游客体验、增加消费的作用。

图表 24 大庸古城和张家界千古情项目对比

项目	规划面积	建筑面积	计划投资额	预计进度	所在地
大庸古城	325 亩	18.5 万平方米	18 亿	17 年 9 月土建竣工，18 年 8 月开园	永定区南门口
张家界千古情	180 亩	11.2 万平方米	6 亿	19 年 3 月底土建工程竣工	武陵源区文丰居委会百花洲

资料来源：网络，华创证券

对比以上项目，《遇见大庸》是唯一一台坐落在张家界市区内的旅游演艺节目，大庸古城不仅包含演艺，更是唯一一个综合型休闲游创意街区，是能够满足游客休闲需求的稀缺产品。

建设期内，大庸古城土地使用权摊销及借款利息费用使公司短期业绩承压，定增资金到位后，财务费用压力将得到缓解。由于区位优势明显，在交通枢纽地区高客流量驱动下，预计项目建成后培育期内将迎来高速增长，逐步增厚公司业绩。

五、定增重启资本运作，国改助力资源整合

2016 年 3 月，公司发布非公开发行 A 股股票预案；后经利润分配方案调整，拟以不低于 10.31 元/股价格询价发行不超过 116,391,852 股，募集资金 12 亿元，用于大庸古城项目投资。2016 年 11 月 23 日已经获得证监会审核通过，预计近期可取得正式批文。这是公司在 2011 年注入环保车资产后，首次向市场融资以及首次尝试向休闲游转型。

2016 年 12 月，公司董事王章利、董事侯启雄和监事会主席刘世星辞职，原董事长袁祖荣先生因工作调整辞去董事长的职务。经公司审议通过，选举赵文胜为公司第九届董事长，选举王爱民为公司董事，万自锋为监事。新任董事长赵文胜先生 1966 年出生，湖南省委党校经济管理专业毕业，出身基层，历任张家界市永定区广播电视局党组书记、局长、区有线电视台党支部书记、台长，永定区政府办党组书记，永定区人民政府副区长。

赵文胜董事长提出以利润为导向的管理思路，搞好资本运作，盘活公司资产。公司发展的思路包括，全力推进大庸古城项目建设，择机进行外延并购，不排除探讨更为灵活的融资办法，如成立并购基金等。

张家界地区自然禀赋优越，具有丰富的优质旅游资源（5A 级景区 3 个，4A 级景区 8 个），公司是张家界市唯一上市平台，在国企改革加速推进、政府积极打造全域旅游的战略背景下，未来区域资源整合及外延扩张动作值得期待。公司大股东经投集团掌握武陵源西线旅游资源，茅岩河、九天洞等项目经过提质改造和市场培育期后，存在较强的整合可能性。

六、提价预期×交通改善，业绩弹性值得期待

（一）核心景区调价预期

2013 年 1 月，出于成本和运营综合考虑，公司宝峰湖景区门票由 74 元/人次调整为 96 元/人次，其中增加上交市、区处的资源有偿使用费 7 元；十里画廊观光电车单程由 30 元/人次调整为 38 元/人次，双程由 40 元/人次调整为 52 元/人次，各增加资源有偿使用费 4 元。而武陵源大景区门票价格自 2005 年后从未有过价格变动，相反，景区票价优惠政策不断推出，实际执行效果上不升反降。2010 年，景区开始实行周票制（298 元/人次，一周内可多次进山），2012 年，核心景区基本票由两天有效期改为三天有效，2014 年 12 月 1 日起，景区又推出为期两年的多重优惠政策：一是从当年 12 月 1 日至次年 2 月底，武陵源核心景区试行淡季票价，淡季票价从普通票价每人次 245 元降低至每人次 136 元执行；二是武陵源核心景区普通票由以前“一票三天有效”延长为“一票四天有效”，即游客购买普通票可在四日内多次进入景区游览参观全部开放景点并免费乘坐景区环保车；三是年票价每人次 298 元，游客购买年票后在一年内可无限次游览景区。

图表 25 武陵源景区门票政策



资料来源：网络，华创证券

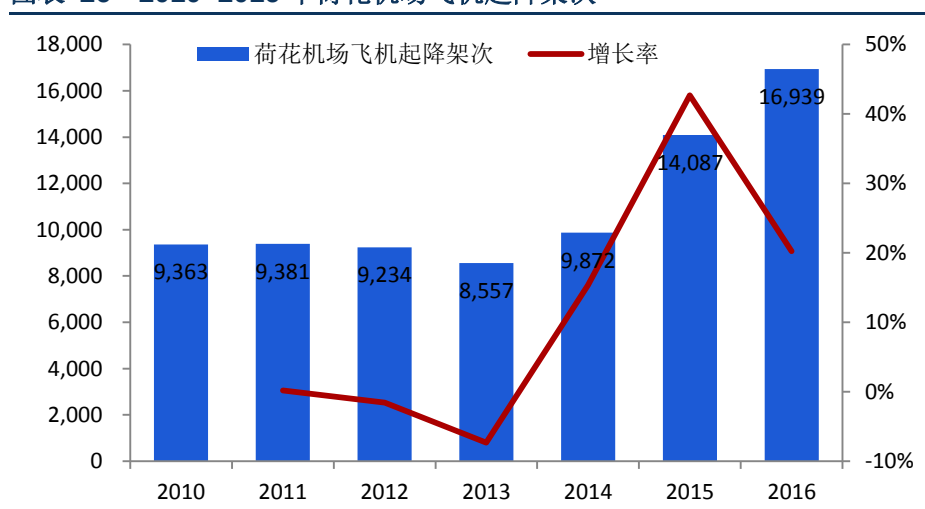
2016 年 11 月 30 日，上述优惠期结束，景区票价理论上已无政策限制，未来调价预期提高。公司环保客运车票包含在景区大门票之中，短期内经营成本相对固定，涨价对于两家公司的业绩拉动具有明显效果。

（二）周边交通持续改善

1、航空——新航站楼启用带来游客人次突破

荷花国际机场是湖南省第二大国际机场，也是国家武陵山区连片开发扶贫地区湘鄂渝黔 4 省市 71 个县唯一的国际航空口岸，于 1994 年通航。机场 T2 航站楼建筑面积 4.68 万平方米，概算总投资 19.6 亿元。设计年旅客吞吐量 500 万人次、货邮吞吐量 1.9 万吨、飞机起降 4.5 万架次，于 2015 年 10 月正式启用。新航站楼投入使用后，机场增开航班，旅客吞吐量当年即迅速攀升，2015 年全年航班起降 14087 架次，同比增长 42.70%。2016 年，机场旅客吞吐量突破 170 万人次，同比增长 20.95%。全年实现航班起降 16872 架次，同比增长 20.31%。其中国际及地区运输起降 2240 架次，旅客吞吐量 296345 人次，分别同比增长 32.23%和 32.49%。

图表 26 2010~2016 年荷花机场飞机起降架次



资料来源: Wind, 华创证券

2、铁路——“十三五”期间迈入高铁时代

张家界现有铁路运输直接连通北上深等全国百余城市，“十三五”期间，张家界市将全面迈入高铁时代，黔张常快铁、张吉怀高铁等铁路线路的开通将有效缩短张家界市与沿线各地之间的时空距离，将极大促进旅游业的快速发展。

黔张常快铁：是渝长厦快速铁路的一段，建成后将成为成都/重庆至长沙/张家界最便捷的铁路通道，解决成渝地区与湘、浙、赣、闽等地的连接问题，加快推进武陵山区的脱贫致富进程，促进张家界及沿线各地旅游产业的发展。全长 339 千米，设计车速 200 公里/小时。2014 年 12 月开工，由于工期提前，预计 2018 年底可以通车。

张吉怀高铁：位于湖南省西北部，以南北向贯穿大湘西地区，为连接张家界市-湘西自治州-怀化市的客运专线铁路，全长 246.6km，设计车速 350 公里/小时，共设 8 站。根据怀化市政府公布的消息，已确认张吉怀客运专线将从怀化段延伸至桂林，接入桂林北站，届时张吉怀客运专线将成为一条精品旅游线路（张家界、凤凰、桂林）。2016 年 12 月开工，预计 2019 年建成。

荆张高铁：鄂西南区域的汉宜高铁荆州站引出，向西南方向途径湖北省公安县、湖南省澧县、津市（津澧新城）、临澧县、石门县以及张家界市的慈利县、永定区，促进湖北。建成后的荆张高铁将成为长江经济带、洞庭湖生态经济区、武陵山集中连片扶贫攻坚区和张家界国家旅游综合改革试验区中的互连互通大动脉和游客进出大通道。线路全长 272km，设计车速 250 公里/小时，此线路正在规划中。

图表 27 张家界市高速铁路发展情况

名称	开通时间	线路	交通改善情况
沪昆高铁	2016 年 12 月	上海—昆明	东西向贯穿浙江、江西、湖南、贵州、云南五省，“四纵四横”铁路干线之一，湖南境内 408 公里，设 11 站
黔张常快铁	2018 年年底	重庆黔江—张家界—湖南常德	重庆到湖南约 3 小时； 张家界到长沙将由现在 6 个小时缩短至 2 小时
张吉怀高铁	2019 年	张家界—吉首—怀化	串联张家界和凤凰景区，经怀化站连接沪昆高铁；2016 年确认由怀化站延伸到桂林，届时张吉怀专线将成为一条精品旅游线路
荆张高铁	——	荆州—张家界	荆州到张家界约 1 小时

资料来源：网络，华创证券

同期，张家界高铁站和经高铁站通往核心景区森林公园大门的武陵山大道正在紧锣密鼓的修建。武陵山大道全长 28.4 公里。工程分为城区段和景区段两部分，城区段 10.2 公里，按双向 6 车道建设；景区段全长 18.2 千米，按双向 4 车道建设，预计 2018 年 9 月完工。随着武陵山大道和高铁线路先后开通，武陵源核心景区人次将迎来新一波增长，杨家界索道更将直接受益于森林公园大门进出客源的增长。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	120	133	140	122
应收票据	0	0	0	0
应收账款	4	4	4	4
预付账款	6	6	7	7
存货	6	6	7	7
其他流动资产	22	70	120	160
流动资产合计	158	220	277	300
其他长期投资	48	48	48	48
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	627	666	769	809
在建工程	114	220	165	160
无形资产	1,060	1,046	1,025	1,004
其他非流动资产	36	45	50	120
非流动资产合计	1,887	2,026	2,058	2,142
资产合计	2,044	2,246	2,335	2,442
短期借款	390	20	20	20
应付票据	0	0	0	0
应付账款	666	5	6	7
预收款项	6	7	7	8
其他应付款	20	20	20	20
一年内到期的非流动负债	53	33	33	33
其他流动负债	38	38	38	38
流动负债合计	1,173	122	124	125
长期借款	75	65	65	65
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	117	105	105	105
非流动负债合计	192	170	170	170
负债合计	1,365	292	294	295
归属母公司所有者权益	670	1,945	2,034	2,141
少数股东权益	9	9	8	6
所有者权益合计	679	752	839	946
负债和股东权益	2,044	2,246	2,336	2,443

现金流量表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	755	155	131	173
现金收益	152	164	180	213
存货影响	-1	0	0	0
经营性应收影响	-2	0	-1	-1
经营性应付影响	627	39	2	1
其他影响	-21	-48	-50	-40
投资活动现金流	-1,226	-221	-119	-184
资本支出	-1,182	-212	-114	-114
股权投资	-2	0	0	0
其他长期资产变化	-42	-9	-5	-70
融资活动现金流	477	80	-5	-7
借款增加	379	100	0	0
财务费用	-16	-10	-5	-7
股东融资	6	0	0	0
其他长期负债变化	109	-10	0	0

利润表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	592	598	637	701
营业成本	358	359	376	399
营业税金及附加	13	13	14	16
销售费用	34	35	37	40
管理费用	77	78	83	91
财务费用	16	10	5	7
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	92	103	122	147
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	92	103	122	147
所得税	32	31	34	41
净利润	60	72	88	106
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	61	73	89	107
NOPLAT	77	80	92	111
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.23	0.28	0.33

主要财务比率

	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	-12.3%	1.0%	6.5%	10.0%
EBIT 增长率	-35.0%	3.6%	12.1%	21.0%
归母净利润增长率	-46.5%	19.6%	21.4%	20.9%
获利能力				
毛利率	39.5%	40.0%	41.0%	43.0%
净利率	10.2%	12.1%	13.8%	15.1%
ROE	9.1%	9.8%	10.7%	11.4%
ROIC	6.7%	4.2%	4.5%	5.1%
偿债能力				
资产负债率	66.8%	13.0%	12.6%	12.1%
债务权益比	93.2%	29.7%	26.6%	23.6%
流动比率	13.4%	179.6%	223.0%	239.6%
速动比率	12.9%	174.3%	217.6%	233.9%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收帐款周转天数	2	2	2	2
应付帐款周转天数	669	5	6	6
存货周转天数	6	6	6	6
每股指标(元)				
每股收益	0.19	0.23	0.28	0.33
每股经营现金流	2.35	0.48	0.41	0.54
每股净资产	2.09	6.06	6.34	6.67
估值比率				
P/E	54	45	37	31
P/B	5	2	2	2
EV/EBITDA	22	20	18	16

资料来源：公司报表、华创证券

现代服务业组分析师介绍

华创证券高级分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾就职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	刘蕾	销售经理	010-63214683	liulei@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
	王小婷	销售助理	010-63214683	wangxiaoting@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-63214683	duboya@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	李梦雪	销售经理	0755-82027731	limengxue@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500