

分析师: 刘俊 (8627) 65799532 liujun@cjsc.com.cn
联系人: 赵蓓 (8627) 65799581 zhaobei@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120002

半年报业绩总体平稳，蓄势旺季业绩增长

事件描述

2011年8月5日三特索道公布2011年半年度报告，公司上半年实现营业总收入约15,343万元，同比增长0.88%，归属公司净利润约231万元，同比下降36.69%。公司各项目经营业绩此消彼长，上半年经营平稳。

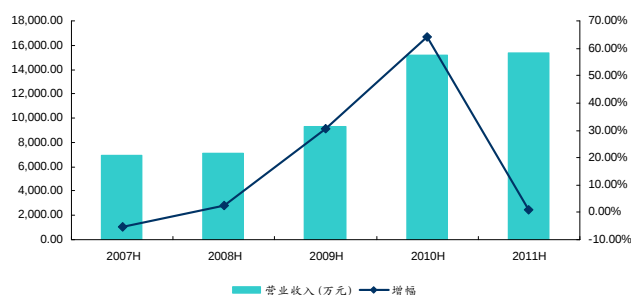
- 华山索道公司上半年经营业绩大幅上升，主要原因是西安世园会和红色旅游带动华山景区游客量大幅上升，以及华山索道公司所得税仍按15%优惠税率计缴。
- 庐山三叠泉缆车公司上半年经营业绩大幅上升，主要原因一是红色旅游促进庐山旅游热潮，二是公司营销策略的调整和经营方式的改变取得良好经营效果。
- 我们预测公司2011年~2013年EPS分别为0.37、0.47和0.59，对应PE分别为40、31和25，公司目前市值水平远低于现控制的丰富旅游资源价值，鉴于公司现经营项目良好的发展前景以及为开发项目的资金需求在逐步得到解决，业绩释放逐步可期，我们维持“推荐”评级。

事件评论

公司各项目经营业绩起伏互现，总体表现平稳，下半年有望高增长

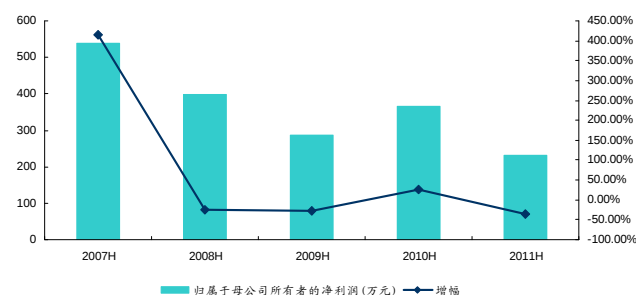
2011年8月5日三特索道公布2011年半年度报告，公司上半年实现营业总收入约15,343万元，同比增长0.88%，归属公司净利润约231万元，同比下降36.69%。尽管华山索道项目和庐山三叠泉项目今年都大幅增长，但因公司报告期内贷款额增加和银行贷款利率上升致使财务费用增加以及地产业绩下滑，导致公司整体经营收入同比基本持平。

图 1: 近五年半年报经营收入及增幅



资料来源：长江证券研究部

图 2: 近五年半年报归属公司净利润及增幅



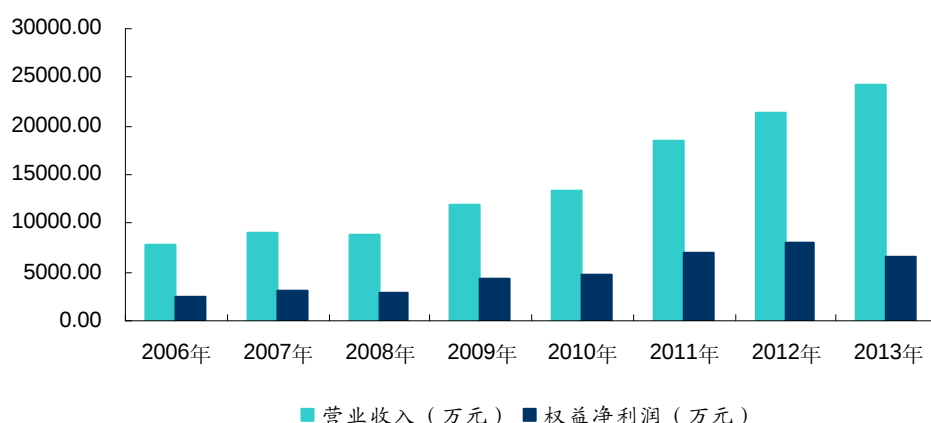
资料来源：长江证券研究所

华山索道凭借西安世园会和红色旅游，2011 年业绩超预期

在西安世界园艺博览会和红色旅游的带动效应影响下，华山索道公司旅游人数达到 66.2 万人次，比上年同期增长 42.3%；实现营业收入 7,505.71 万元，比上年同期增长 44.27%；实现净利润 2,921.74 万元，比上年同期增长 61.93%。

作为今年我国最为重要的国际性盛会之一，西安世园会预计 2011 年入园参观人数将达到 1200 万人次，178 天会期里平均每天接待的游客数将达到 6.7 万余人次，借助于大型国际性盛会对周边区域旅游市场的带动作用，华山景区上半年游客量大幅上升，并且带动华山索道经营业绩大幅上涨，预计全年游客量增长 30%，营业收入达到 18,564 万元。

图 3：华山索道公司经营业绩预测



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司控股子公司陕西华山三特索道有限公司于 2011 年 4 月 11 日召开董事会审议通过了华山三特索道公司利润分配调整议案。原合作协议约定，双方利润分配比例为：净利润在 2001 年度至 2010 年度，公司占 95%，外方占 5%，之后双方股东按照持股比例分配华山三特索道公司净利润，同时华山三特索道公司享受地方政府给予的税收优惠政策，所得税率为 15%。调整后将原协议中的华山三特索道公司净利润分配比例继续维持两年即 2001 年至 2012 年，自 2013 年起双方股东按照持股比例分配华山三特索道公司净利润。调整后 2011 年和 2012 年较调整前分别增加 1,308.76 万元和 2,449.38 万元的归属公司净利润。

表 1：利润分配方案调整前后对比（万元）

	2008	2009	2010	2011E		2012E		2013E
				调整前	调整后	调整前	调整后	
营业收入	8,907.63	11,937.84	13,434.10	18,564.00	18,564.00	21,271.25	21,271.25	24,197.53
营业利润	4,076.68	5,443.01	6,139.38	8,725.08	8,725.08	9,997.49	9,997.49	11,372.84
净利润	3,070.33	4,473.46	4,930.30	6,543.81	7,416.32	7,498.12	8,497.86	8,743.98
上市公司应占利润	2,916.82	4,249.78	4,683.79	4,907.86	6,216.62	5,623.59	8,072.97	6,557.99

资料来源：公司公告、长江证券研究部

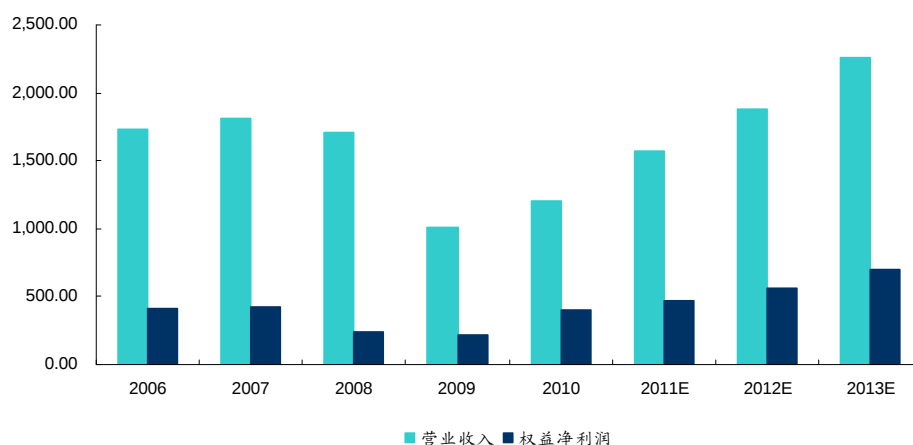
我们判断公司此次延续华山三特索道公司高分配比例后，不排除在 2012 年协议到期后继续与外方协商保持高比例净利润分成比例甚至收购外方股权从而锁定华山索道项目收益的可能性。

受益红色旅游及景区交通票制改革，庐山三叠泉游客量同比增长 88.2%

庐山三叠泉公司，由于景区环保车票与门票合一，激励游客游览更多景点，加上自身营销策略对路，报告期旅游人数达到 12.28 万人次，比上年同期增长 88.2%；实现营业收入 1,070.72 万元，比上年同期增长 70.98%；实现净利润 167.73 万元，比上年同期增加 309.61 万元。

目前庐山东南游线尚无直接通达牯岭镇和核心风景区的通道，游客需绕行到山南或山北上下山。根据《庐山风景名胜区总体规划（2006-2025）》，庐山核心景区实行交通限制，除景区观光车、少量特殊任务车外，其他车辆禁止通行。由此，五老峰缆车的建成将使庐山东南游线游客上山游览更加安全、便捷、快速，仅需 7 分钟即可登临庐山主要景区，代步功能明显。

图 4：庐山三叠泉缆车公司经营业绩预测



资料来源：Wind，长江证券研究部

盈利预测

我们预测公司 2011 年~2013 年 EPS 分别为 0.37、0.47 和 0.59，对应 PE 分别为 40、31 和 25，公司目前市值水平远低于现控制的丰富旅游资源价值，鉴于公司现经营项目良好的发展前景以及为开发项目的资金需求在逐步得到解决，业绩释放逐步可期，我们维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	339	423	514	623	货币资金	87	42	51	62
营业成本	164	203	247	299	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	175	220	267	324	应收账款	15	19	23	28
% 营业收入	51.6%	52.0%	52.0%	52.0%	存货	182	224	273	330
营业税金及附加	18	23	27	33	预付账款	5	6	8	10
% 营业收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	其他流动资产	1	1	1	2
销售费用	20	25	30	36	流动资产合计	290	293	356	432
% 营业收入	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	50	62	75	92	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%	长期股权投资	43	43	43	43
财务费用	25	23	25	26	投资性房地产	6	6	6	6
% 营业收入	7.4%	5.6%	4.8%	4.2%	固定资产合计	580	643	700	752
资产减值损失	2	0	0	0	无形资产	43	41	39	37
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	33	33	33	33
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	60	87	110	137	其他非流动资产	4	4	4	4
% 营业收入	17.7%	20.6%	21.4%	22.0%	资产总计	1000	1063	1181	1308
营业外收支	-4	-3	-3	-3	短期贷款	197	197	239	272
利润总额	56	84	107	134	应付款项	1	1	1	1
% 营业收入	16.6%	19.9%	20.8%	21.5%	预收账款	2	3	4	4
所得税费用	24	36	46	57	应付职工薪酬	8	10	12	15
净利润	32	48	61	76	应交税费	8	11	14	17
归属于母公司所有者					其他流动负债	66	82	99	120
的净利润	29.8	44.3	56.3	70.5	流动负债合计	282	304	369	429
少数股东损益	2	4	5	6	长期借款	270	270	270	270
EPS (元/股)	0.25	0.37	0.47	0.59	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3	3	3	3
经营活动现金流净额	122	90	105	121	负债合计	555	576	642	702
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	434	472	520	580
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-50	0	0	0	少数股东权益	11	15	20	26
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	445	487	539	605
固定资产投资	-181	-104	-105	-106	负债及股东权益	1000	1063	1181	1308
其他	3	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-228	-104	-105	-106		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.248	0.370	0.469	0.588
股权融资	5	0	0	0	BVPS	3.62	3.93	4.33	4.83
银行贷款增加 (减少)	129	0	42	32	PE	71.30	47.84	37.66	30.09
筹资成本	31	-30	-33	-37	PEG	2.14	1.44	1.13	0.90
其他	-65	0	0	0	PB	4.89	4.50	4.08	3.66
筹资活动现金流净额	100	-30	9	-4	EV/EBITDA	20.14	16.53	13.99	11.89
现金净流量	-5	-45	9	11	ROE	6.9%	9.4%	10.8%	12.2%

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。