

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

环保客车顺利重组催生公司华丽转身

事件描述

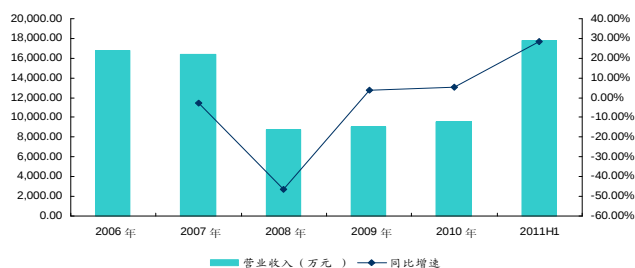
- 上半年实现主营业务收入 17,815.01 万元, 同比增加 28.45%; 实现净利润 2010.13 万元, 较上年同期减少 22.77%; 实现每股收益 0.06 元。
- 4 月 28 日, 公司成功收购武陵源景区环保客车, 公司期待以此为契机实现华丽转身。景区接待人数增加和环保客车提价预期催生未来收入增加。
- 观光小火车目前经营平稳, 期待随着景区接待人数增加而提高游客接待量。
- 宝峰湖游客渗透率较低, 相对于景区的接待能力潜力巨大, 公司将通过加大景区建设提高对游客的吸引力。
- 杨家界索道项目已经启动, 按照景区已有的两条索道接待规模预测, 未来杨家界索道有望成为新的利润增长点。
- 我们预计 2011-2013 年公司的营业收入分别为 354 万元、383 万元和 417 万元, 实现每股收益 0.12 元、0.23 元和 0.30 元, 对应的 EPS 为 79 倍、41 倍和 31 倍, 我们给予“推荐”评级。

事件评论

2011 上半年实现每股收益 0.06 元, 公司半年度经营扭亏为盈

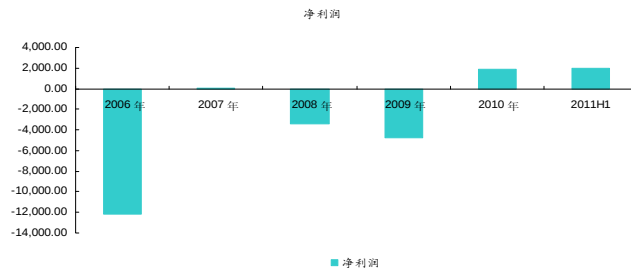
上半年实现主营业务收入 17,815.01 万元 (含环保客运、旅行社), 比去年同期 13,869.69 万元 (含环保客运、旅行社) 增加 3,945.32 万元, 增幅 28.45%; 实现营业利润 3,198.13 万元, 比上年同期 1,268.33 万元 (含环保客运、旅行社在) 增加 1929.8 万元, 增幅为 152.15%; 实现净利润 2010.13 万元, 较上年同期减少 22.77% (因上年同期有非经常性损益产生的净利润 2040.34 万元); 实现每股收益 0.06 元。

图 1: 公司近年营业收入和增速



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 2: 公司近年净利润



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

上半年旅游市场进一步回暖，且公司加大宣传力度，共接待游客 77.91 万人次，接待人数大幅增加，公司的环保客运、十里画廊小火车、宝峰湖及国际酒店的应用收入都同比增加；同时公司通过收购环保客车及旗下的旅行社和广告公司，业务的协同性大大加强。

表 1: 各业务的营业收入、成本和毛利率

	营业收入（万元）	同比增减（%）	营业成本（万元）	同期增减（%）	毛利率（%）	同期增减（%）
旅游服务业	10,003.56	26.72%	6,932.99	31.28%	30.69%	-2.41%
酒店服务业	299.32	96.56%	392.96	-35.36%	-31.28%	78.58%
租赁服务业	81.7	31.56%	24.84	-12.13%	69.60%	15.13%
旅游运输业	7,372.73	32.64%	2,375.05	7.39%	67.79%	7.58%
广告服务业	74.32	-6.78%	10.04	-65.11%	86.49%	22.58%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

环保客车顺利重组催生公司华丽转身

4 月 28 日，公司成功收购武陵源景区环保客车，完成重组后公司主要经营环保客车、十里画廊小火车、宝峰湖景区以及张家界国际大酒店。

图 3: 张家界景区及公司业务区位示意图



资料来源：长江证券研究部

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小景区，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。2001 年 11 月，易程天下环保客车公司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。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。

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（九寨沟 90 元），因此从中长期看涨价是一个大概率事件。

表 2：环保客车项目

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
载客人数	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	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	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%

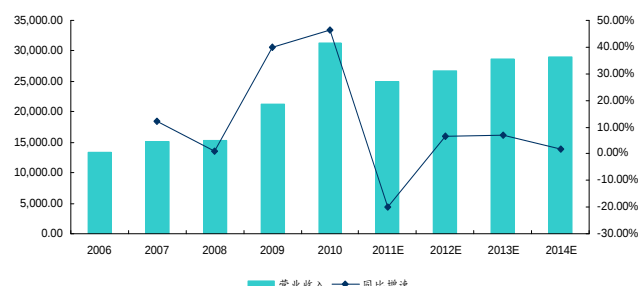
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：环保车的接待人数和同比增速

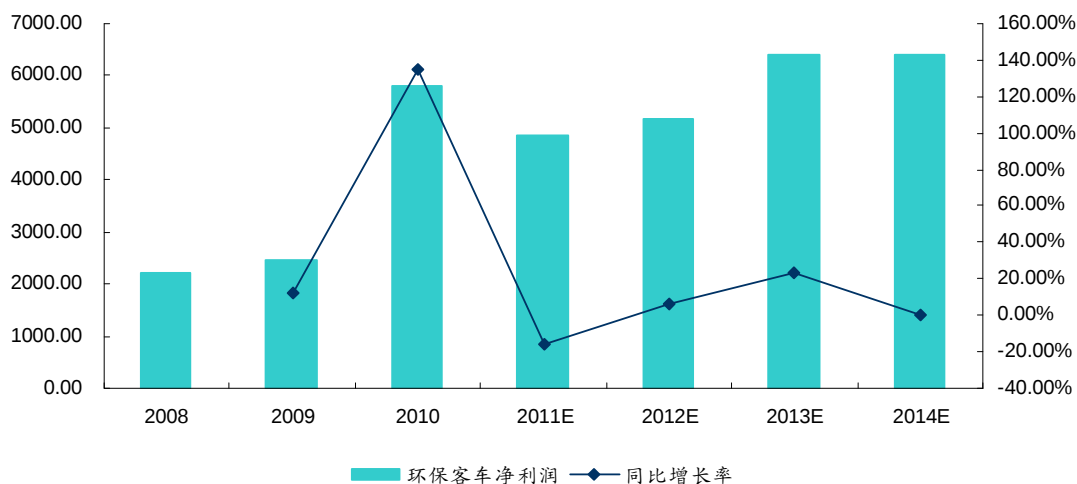


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：环保车的营业收入和同比增速



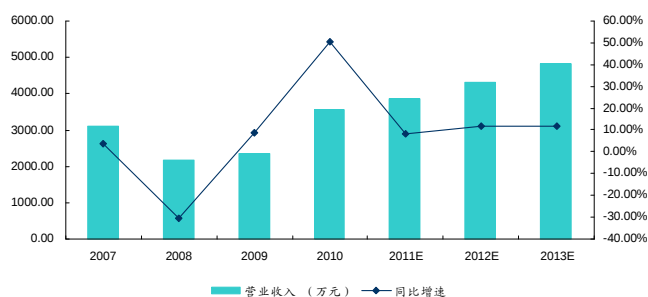
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：环保车的净利润及同比增速


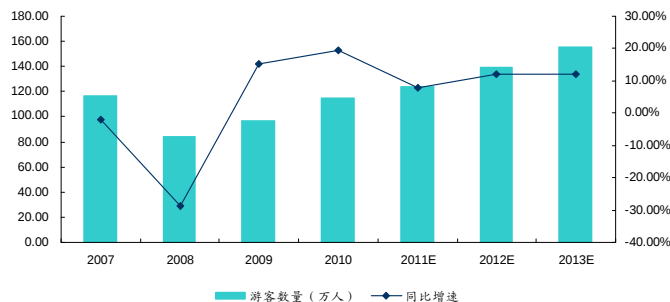
资料来源：公司公告，长江证券研究部

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 7：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 8：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 3：小火车的盈利预测

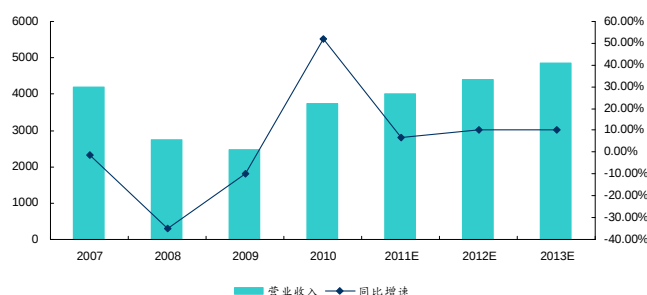
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	3112.43	2171.85	2366.66	3555.46	3850.20	4312.22	4829.69
YOY	3.75%	-30.22%	8.97%	50.23%	8.29%	12.00%	12.00%
游客数量 (万人)	117.00	84.00	97.00	115.00	124.20	139.10	155.80
YOY	-2.13%	-28.57%	15.14%	19.28%	8.00%	12.00%	12.00%
人均消费 (元)	26.60	25.86	24.40	30.92	31.00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

资料来源：公司公告，长江证券研究部

宝峰湖有待进一步挖掘

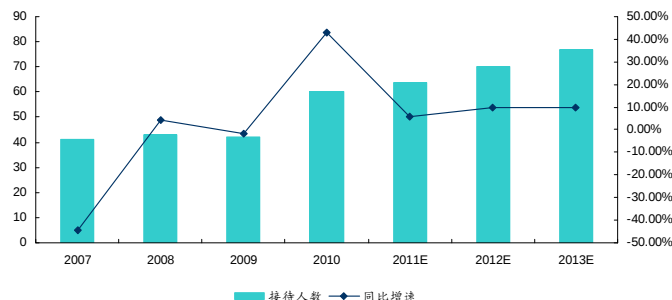
宝峰湖位于索溪谷景区，由公司子公司宝峰湖旅游实业发展有限公司负责经营宝峰湖，租赁期从1994年2月到2054年1月。宝峰湖距天子山8公里，距武陵源区政府1.5公里，距黄龙洞8公里，并不在一般旅行社的黄金线路上，而且只能坐船看山游水游玩方式单一，只是张家界的二线景区，门票价格74元/人（包括游船票）相对较高，因此对游客的渗透率较低。2010年景区接待游客60万人次，占大景区游客人数的24%，实现营业收入为3753万元，实现净利润1086万元。宝峰湖还有很大的潜力，公司计划对宝峰湖进一步挖掘，通过建设观光扶梯、沿湖栈道、停车场等增加对游客的吸引力。

图 9：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 10：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 4：宝峰湖盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	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

杨家界索道项目已启动

杨家界索道项目已成立项目公司，预计该项目将在2011年开工建设，2012年竣工投入运营。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，项目总投资4,998万元。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将达到100万人次/年的接待水平，每年给公司贡献5000万左右的营业收入，有望成为上市公司新的利润增长点。

盈利预测及评级

我们预计2011-2013年公司的营业收入分别为354万元、383万元和417万元，实现每股收益0.12元、0.23元和0.30元，对应的EPS为79倍、41倍和31倍，我们给予“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	95	354	383	417	货币资金	53	433	490	553
营业成本	42	197	218	226	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	53	157	165	192	应收账款	9	34	36	40
% 营业收入	56.1%	44.4%	43.1%	45.9%	存货	1	4	5	5
营业税金及附加	5	18	20	21	预付账款	0	1	1	1
% 营业收入	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	8	28	31	33	流动资产合计	63	472	533	599
% 营业收入	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	26	71	65	71	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	27.1%	20.0%	17.0%	17.0%	长期股权投资	4	4	4	4
财务费用	16	1	-2	-2	投资性房地产	18	18	18	18
% 营业收入	16.9%	0.2%	-0.4%	-0.4%	固定资产合计	134	170	204	235
资产减值损失	-1	15	2	2	无形资产	36	34	32	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	2	0	0
营业利润	0	25	50	66	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.3%	6.9%	12.9%	15.8%	资产总计	255	700	791	887
营业外收支	21	3	3	3	短期贷款	92	0	0	0
利润总额	21	28	53	69	应付款项	4	20	22	23
% 营业收入	22.0%	7.8%	13.7%	16.5%	预收账款	1	4	5	5
所得税费用	2	3	6	8	应付职工薪酬	2	9	10	10
净利润	19	25	47	61	应交税费	2	5	5	6
归属于母公司所有者的净利润	20.1	26.5	50.5	66.3	其他流动负债	164	648	687	720
少数股东损益	-1	-2	-4	-5	流动负债合计	265	685	729	764
EPS (元/股)	0.09	0.12	0.23	0.30	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	31	523	105	111	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	265	685	729	764
收回现金					归属于母公司	-10	16	67	133
长期股权投资	28	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	-1	-5	-10
固定资产投资	-9	-50	-50	-50	股东权益	-10	15	62	123
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	255	700	791	887
投资活动现金流净额	20	-50	-50	-50	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.091	0.120	0.230	0.301
银行贷款增加 (减少)	-6	-92	0	0	BVPS	-0.05	0.07	0.30	0.61
筹资成本	11	-1	2	2	PE	103.31	78.57	41.17	31.39
其他	-26	0	0	0	PEG	2.12	1.61	0.84	0.64
筹资活动现金流净额	-21	-93	2	2	PB	-207.28	126.53	31.06	15.61
现金净流量	30	380	57	63	EV/EBITDA	67.65	40.08	24.14	18.07
					ROE	-200.6%	161.0%	75.4%	49.7%

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。