

三特索道 (002159.SZ) 综合旅游行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

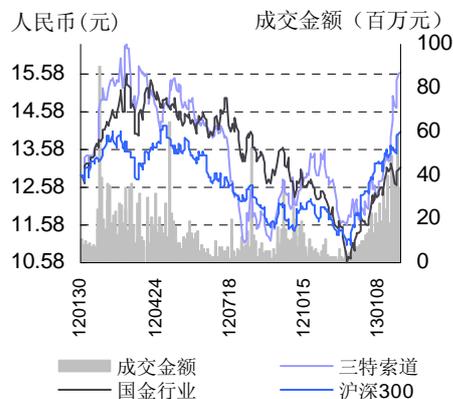
市价(人民币): 15.63元

田野牧歌产品初现雏形, 资金困境期待解决

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	119.87
总市值(百万元)	18.76
年内股价最高最低(元)	16.36/11.10
沪深300指数	2688.71
中小板指数	5151.31



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.248	0.335	0.512	0.453	0.296
每股净资产(元)	3.62	3.90	4.40	4.85	5.13
每股经营性现金流(元)	1.02	1.06	0.10	0.83	1.16
市盈率(倍)	73.47	43.93	24.47	34.54	52.81
行业优化市盈率(倍)	50.89	21.76	35.28	36.89	36.89
净利润增长率(%)	33.93%	34.94%	53.14%	-11.68%	-34.60%
净资产收益率(%)	6.86%	8.58%	11.64%	9.34%	5.77%
总股本(百万股)	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **崇阳温泉会所定位清晰, 田野牧歌产品初现雏形:** 公司掌控多个旨在打造集观光、休闲、度假、会议、旅游地产为一体的复合商业模式旅游目的地的旅游资源, 并计划以此为依托打造“田野牧歌”休闲旅游品牌, 整合市场营销。近期我们调研崇阳隽水河项目, 项目定位主题休闲度假区, 规划面积 8800 余亩, 分三期建设, 重点建设五星级温泉会所酒店、养生庄园等高端休闲项目, 配套绿色生产基地及多种度假休闲业态。目前仍处在一期建设, 去年 9 月开业的田野牧歌·浪口温泉会所是一期最先开幕的酒店项目。酒店依托浪口温泉, 开业以来接待情况较好, 入住率在度假型酒店中属于较高水平。酒店独特的产品品质、良好的顾客口碑, 让我们对田野牧歌产品定位形成直观清晰的感受, 由此使得市场对三特休闲度假旅游产品乃至战略方向的认可度进一步提高。
- **子公司层面融资方式存在复制可能, 再融资需待剥离地产:** 资金困境一直是制约公司快速发展的重要因素。目前尚有地产项目, 直接再融资存在障碍。此前公司在子公司层面通过引进特定投资者(崇阳公司引入楚安公司)或引进战略投资者(崇阳一期及黄岗梁与鑫泰公司合作)或直接出售部分子公司股权(荆楚公司 49%、塔岭公司 55% 股权的出售)进行资金筹措。8 月, 公司将处于项目待建及在建状态的 5 家子公司整合为三特置业公司, 希望通过这一投资平台, 吸引资金以推进项目投资开发。我们认公司为仍可能在子公司层面复制这四种方式进行融资, 而母公司层面需在进一步剥离地产项目后, 才有望启动再融资, 地产项目转让进程将成为今年的重要节点。
- **2012 年旅游主业增长压力较大:** 2011 年因世园会及红色旅游线路的正面影响, 华山索道经营增长突出, 2012 年恐面临一定下滑。2013 年如华山二索道投入运营, 盈利贡献或将持续下滑; 海南猴岛 2012 年因景区道路维修, 影响当年经营; 庐山三叠泉缆车同样因前年高基数, 2012 年增长压力较大。梵净山目前仍处于快速成长期, 随着周边交通的不断改善, 利润和收入都将实现较大增速。总体来看, 2012 年公司旅游主业增长压力较大。

投资建议

- 综合考虑华山索道业绩的持续下滑、梵净山等景区的成长以及可能的资产转让投资收益, 我们调整公司 2012-2014 年盈利预测, EPS 分别为 0.512 元、0.453 元和 0.296 元(主要为旅游主业盈利), 仍维持“增持”评级。

风险

- 景区培育周期超出预期; 自然灾害、流行疫病等突发性事件影响负面。

相关报告

1. 《景区经营情况下滑, 资金压力仍存在》, 2012.8.9
2. 《新项目拖累业绩, 子公司融资加速资源开发》, 2012.7.2
3. 《旅游主业增长良好, 地产结算缩减影响业绩》, 2012.3.22

苏超 分析师 SAC 执业编号: S1130512080005  
(8621)61357581  
suchao@gjzq.com.cn

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130511030004  
(8621)61038317  
maozhr@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>248</b>	<b>339</b>	<b>375</b>	<b>366</b>	<b>410</b>	<b>467</b>	货币资金	92	87	109	155	160	170
增长率	36.7%	10.8%	-2.5%	12.0%	13.9%		应收账款	13	15	25	14	14	15
<b>主营业务成本</b>	<b>-103</b>	<b>-164</b>	<b>-165</b>	<b>-182</b>	<b>-203</b>	<b>-224</b>	存货	186	182	182	125	122	123
%销售收入	41.7%	48.4%	44.0%	49.7%	49.5%	48.0%	其他流动资产	7	6	7	6	6	6
<b>毛利</b>	<b>144</b>	<b>175</b>	<b>210</b>	<b>184</b>	<b>207</b>	<b>243</b>	流动资产	299	290	323	299	302	314
%销售收入	58.3%	51.6%	56.0%	50.4%	50.5%	52.0%	%总资产	35.3%	29.0%	26.7%	21.5%	18.9%	17.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-13</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-21</b>	<b>-24</b>	长期投资	9	49	88	101	113	126
%销售收入	5.2%	5.3%	5.4%	5.2%	5.1%	5.1%	固定资产	456	580	696	824	983	1,113
<b>营业费用</b>	<b>-14</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-23</b>	%总资产	53.9%	58.0%	57.6%	59.2%	61.4%	62.1%
%销售收入	5.7%	5.8%	5.3%	5.7%	5.4%	5.0%	无形资产	81	80	99	166	202	237
<b>管理费用</b>	<b>-44</b>	<b>-50</b>	<b>-56</b>	<b>-67</b>	<b>-70</b>	<b>-72</b>	非流动资产	547	710	885	1,093	1,300	1,478
%销售收入	17.8%	14.7%	14.9%	18.3%	17.1%	15.5%	%总资产	64.7%	71.0%	73.3%	78.5%	81.1%	82.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>73</b>	<b>87</b>	<b>114</b>	<b>78</b>	<b>94</b>	<b>123</b>	<b>资产总计</b>	<b>846</b>	<b>1,000</b>	<b>1,208</b>	<b>1,392</b>	<b>1,602</b>	<b>1,792</b>
%销售收入	29.5%	25.8%	30.4%	21.2%	23.0%	26.4%	短期借款	166	197	286	580	629	709
<b>财务费用</b>	<b>-19</b>	<b>-25</b>	<b>-37</b>	<b>-45</b>	<b>-51</b>	<b>-54</b>	应付款项	56	63	88	62	65	67
%销售收入	7.6%	7.4%	9.8%	12.4%	12.3%	11.6%	其他流动负债	19	22	128	14	14	15
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	流动负债	242	282	502	656	708	791
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	172	270	202	182	282	347
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>68</b>	<b>53</b>	<b>3</b>	其他长期负债	0	3	16	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.1%	0.1%	68.1%	55.1%	3.8%	<b>负债</b>	<b>414</b>	<b>555</b>	<b>720</b>	<b>838</b>	<b>990</b>	<b>1,138</b>
<b>营业利润</b>	<b>53</b>	<b>60</b>	<b>79</b>	<b>101</b>	<b>97</b>	<b>68</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>418</b>	<b>434</b>	<b>468</b>	<b>529</b>	<b>582</b>	<b>616</b>
营业利润率	21.4%	17.7%	21.0%	27.5%	23.6%	14.5%	少数股东权益	14	11	20	25	31	39
<b>营业外收支</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>846</b>	<b>1,000</b>	<b>1,208</b>	<b>1,392</b>	<b>1,602</b>	<b>1,792</b>
<b>税前利润</b>	<b>49</b>	<b>56</b>	<b>78</b>	<b>100</b>	<b>96</b>	<b>67</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	19.7%	16.6%	20.8%	27.4%	23.5%	14.4%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>所得税</b>	<b>-23</b>	<b>-24</b>	<b>-35</b>	<b>-34</b>	<b>-36</b>	<b>-24</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	46.1%	42.9%	44.4%	34.0%	37.5%	36.0%	每股收益	0.185	0.248	0.335	0.512	0.453	0.296
<b>净利润</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>43</b>	<b>66</b>	<b>60</b>	<b>43</b>	每股净资产	3.485	3.617	3.902	4.404	4.847	5.133
少数股东损益	4	2	3	5	6	8	每股经营现金净流	0.874	1.019	1.060	0.100	0.826	1.157
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>22</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>61</b>	<b>54</b>	<b>36</b>	每股股利	0.050	0.050	0.000	0.010	0.010	0.010
净利率	9.0%	8.8%	10.7%	16.8%	13.2%	7.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	5.31%	6.86%	8.58%	11.64%	9.34%	5.77%
							总资产收益率	2.63%	2.97%	3.32%	4.42%	3.39%	1.98%
							投入资本收益率	5.11%	5.47%	6.49%	3.89%	3.86%	4.61%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	36.53%	36.75%	10.75%	-2.45%	11.98%	13.92%
							EBIT增长率	59.04%	19.41%	30.56%	-31.88%	21.23%	31.05%
							净利润增长率	96.48%	33.93%	34.94%	53.14%	-11.68%	-34.60%
							总资产增长率	9.59%	18.24%	20.75%	15.23%	15.11%	11.86%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	2.7	2.4	4.1	2.2	2.1	2.0
							存货周转天数	500.3	409.5	401.9	250.0	220.0	200.0
							应付账款周转天数	4.7	1.5	2.1	1.4	1.4	1.4
							固定资产周转天数	588.0	519.0	503.9	583.0	600.1	580.4
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	56.81%	85.30%	77.57%	109.67%	122.49%	135.31%
							EBIT利息保障倍数	3.9	3.5	3.1	1.7	1.9	2.3
							资产负债率	48.87%	55.47%	59.56%	60.23%	61.76%	63.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	3
增持	0	1	17	22	43
中性	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.02</b>	<b>2.01</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

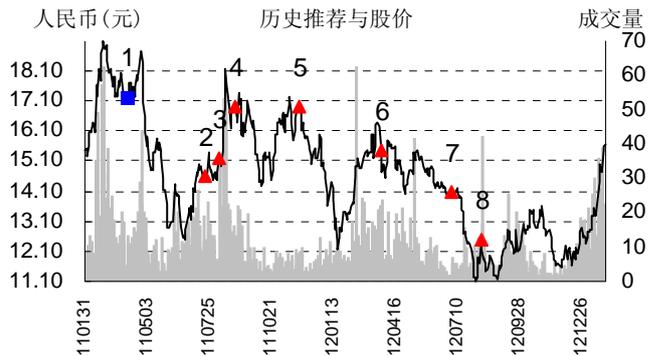
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-01	中性	17.24	N/A
2 2011-07-19	增持	14.59	N/A
3 2011-08-05	增持	15.22	N/A
4 2011-08-28	增持	16.92	N/A
5 2011-11-27	增持	16.88	N/A
6 2012-03-22	增持	15.48	17.80 ~ 18.90
7 2012-07-02	增持	14.10	16.20 ~ 17.50
8 2012-08-09	增持	12.50	N/A

来源：国金证券研究所



**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

### 特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B