

苏平 86-755-82943252
suping@cmschina.com.cn
林周勇 86-755-82943201
linzy@cmschina.com.cn

2009年8月4日

三特索道(002159.SZ)/8.24元

梵净山潜力巨大，模式扩张大有可为

可选消费·旅游

目标估值: 10.50元

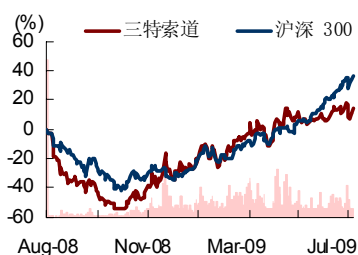
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3463
总股本(万股)	12000
已上市流通股(万股)	7609
总市值(亿元)	10
流通市值(亿元)	6
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	3.1
资产负债率	49.5%
主要股东	东湖新技术开发区
主要股东持股比例	14.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现		53	6
相对表现	-18	-31	-27



相关报告

- 1、《三特索道—华山索道提价显著增厚业绩》090519
- 2、《三特索道—资源储备丰富，潜在价值较高》090403
- 3、《三特索道—具备长期增长潜力，PB估值偏低》090309
- 4、《三特索道—突发事件影响业绩，后续资金压力较大》080827
- 5、《三特索道—景区项目储备丰富，投资价值仍需观察》080331
- 6、《三特索道—独具特色的景区综合开发商》070816

梵净山是国家级自然保护区、弥勒道场。景区今年4月28日开业后，到7月中旬累计接待游客5万人次；我们预计全年游客12-15万人次，经营略有亏损，10年将达到20万人次，实现盈亏平衡；我们预计，成熟期后，景区年游客规模将超过100万人次，发展潜力巨大。我们坚定看好三特“索道+景区”的扩张模式，公司长期向上趋势明确，建议买入并长期持有。

29日，我们实地调研了公司的梵净山景区，并与梵净山旅业副总经理韦保华先生、办公副主任李兰立先生进行了沟通交流。

- **目前游客状况不错，年游客20万人次是盈亏平衡点：**4月28日-7月18日期间，梵净山累计接待游客超过5万人次；其中，团队游客比重由开业初的5%升至30%。我们粗略估算，年游客规模20万人次是梵净山的盈亏平衡点。
- **预计2009年微亏，2010年盈亏平衡。**我们预计梵净山09年游客将达到12-15万人次，经营上略有亏损，2010年游客规模将达到20万人次以上，实现盈亏平衡甚至小幅盈利。
- **交通改善将带来巨大增长空间，成熟期年游客规模将超100万人次。**目前梵净山交通仍比较不便，但未来交通改善空间很大，而且很明确，不管是公路、铁路还是航空。此外，积极的营销工作，与凤凰古城的相互带动等，也将提升景区未来的增长空间。我们预计，外部环境改善后，景区将逐渐进入成熟阶段（6年左右），成熟期后，年游客规模将超过100万人次。
- **继续看好公司的“索道+景区”基础模式。**景区资源是一种独占资源，具有一定垄断性，而公司的“索道+景区”模式为公司持续获取优质二线景区提供基本保证。我们持续看好公司的这种持续扩张模式。
- **重申强烈推荐评级，建议买入并长期持有。**维持09-11EPS0.15、0.30、0.53元的盈利预测。鉴于公司扩张模式良好、景区资源潜在价值高、2010年之后，业绩有望出现持续快速增长，我们维持强烈推荐A的投资评级，建议买入并长期持有。公司目前仍处于业绩低谷期、PE估值无法体现公司真实价值，我们以3倍PB估值，6-12个月目标价10.50元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	170	182	230	356	420
同比增长	-8%	7%	26%	55%	18%
营业利润(百万元)	38	32	31	55	113
同比增长	16%	-15%	-4%	79%	106%
净利润(百万元)	21	11	18	36	63
同比增长	38%	-47%	63%	96%	76%
每股收益(元)	0.27	0.09	0.15	0.30	0.53
PE	30.7	87.4	53.7	27.4	15.6
PB	1.7	2.5	2.4	2.2	2.0

资料来源：招商证券

一、景区概况

1、景区概况

梵净山是武陵山脉的主峰，国家级自然保护区，联合国“人与生物圈保护区网”成员。梵净山景区位于贵州省东北部地区西面印江、江口、松桃三县交界处，紧邻湘西的凤凰古城，总面积 567 平方公里。梵净山不仅自然景色秀美，而且是我国五大佛教名山之一、弥勒菩萨道场。

2、景区交通

目前梵净山交通仍比较不便，景区至最近的机场（铜仁机场）需要 3 小时车程，部分道路仍处建设之中，而且铜仁机场目前只开通两条航线（铜仁-贵阳、铜仁-广州）。陆地交通方面，梵净山至贵阳需 6 小时左右的车程，距凤凰古城约 4 个多小时的车程，至重庆需 7、8 小时车程。

二、经营状况

1、业务种类

景区主要收入来自：（1）门票收入、（2）索道收入、（3）观光车收入。

门票：公司享有 40% 收入分成

门票业务拥有 50 年专营权，票价 50 元/人次，公司分 40%，梵净山自然保护区管理局（简称“梵管局”）分 60%。

索道：公司享有全部收入

索道业务拥有 50 年专营权，往返票价 160 元/人次，运营收入均归公司所有。

索道全长 3100 米，高差 1100 米，设计运力为单向 1000 人次/小时，最高运力可达约 1200 人次/小时。

观光车：公司享有全部收入

景区内观光车独家经营，票价 20 元/人次，运营收入均归公司所有。

2、经营情况

游客数量

梵净山索道4月28日投入运营，4月28日-7月18日期间，景区累计接待游客超过5万人次。

游客迅速增长的原因主要有：（1）营销工作初见成效，团队游客游客迅速增长，比重从开业之初不到5%提高至目前的30%；（2）梵净山在贵州影响力较大，贵阳等地散客快速增加；（3）因景区施工建设，已封闭两年，开业后，不少本地老人携带家人进山，这部分游客在5、6月份集中释放。

营销思路

景区积极进行主动营销，在外围设了7个办事处：重庆、贵阳、凤凰、长沙、怀化、武汉、广州；此外，公司将对北京、华北等区域加强营销工作。

此外，公司还积极借助旅行社的渠道力量，通过提供比较有吸引力的返点及免票措施，提高旅行社和导游的积极性。目前团队游客已从开业初的5%提高至30%，公司的目标是达到70%。

资产投资

景区目前共投入约2亿元，其中索道设备及相关配套约1.5亿，道路建设、景区开发约5000万。还有很多景点、寺庙处于建设之中，预计全部建成需要5年时间；建成后，山上游览时间约6个小时。

按规定，企业不得经营宗教类资产，公司将把建成的寺庙等佛教资产移交给佛教协会；一则可以保持企业与宗教之间的和谐，二则可进一步提升景区的宗教氛围，提高景区的形象和吸引力。

员工情况

景区全部工作人员约200人，其中接近20人是总部派出，其余均为当地招聘。

三、环境改善带来广阔发展空间

梵净山未来游客增长空间巨大，主要来自三方面：（1）交通改善；（2）营销对景区的持续影响；（3）与凤凰古城之间的相互带动。

1、交通改善

交通不便未来几年将逐步改善，特别是4万亿投资的带动，改善速度将会加快。

公路方面

杭州-云南高速的贵州段预计明年开工，工期 2-3 年，出口处距梵净山仅 17 公里；建成后梵净山-凤凰仅需 1 小时多的车程，至贵阳、遵义、吉首、常德的车程也将大大缩短。

铁路方面

沪昆客运专线长沙至昆明段已获国家批准，预计 4 年半建成，建成后长沙-铜仁仅需 80 分钟；此外，据媒体报道，广州-贵阳、成都-贵阳、重庆-贵阳等客运专线也有望开工建设，建成后，贵阳将成为一大交通枢纽，梵净山的交通也将十分便利。而且，由于目前铜仁火车站没有始发列车，旅客乘坐火车有诸多不便，目前正在争取开通铜仁始发的列车。

航空方面

由于铜仁机场地势较高，存在结冰、雾大两大障碍，原飞往北京、上海的航班也被取消，目前，机场已引入除冰车及盲降设备，以克服这两大障碍，至北京、上海的航班有望年内恢复。

目前机场跑道较短，只能起降 ARJ 等支线客机。08 年底，铜仁地区、湖南湘西自治州和贵州省机场集团达成合作协议，三方共同建设铜仁机场，机场将进行扩建，并将更名为“铜仁·凤凰”机场。

6 月 15 日，民航西南管理局批复同意铜仁机场总体规划：2020 年，满足旅客吞吐量 80 万人次的需求，2040 年，满足旅客吞吐量 300 万人次的需求；飞行区等级将由 4C 升至 4D，可起降波音 737 飞机。

贵州省机场集团公司总经理刘增禹指出：机场将尽快完成更名工作，争取国家资金支持，明确各方的出资方案，争取扩建工程早日开工。

2、营销对景区的持续影响

公司采取了积极的市场营销策略，这种营销对景区的经营的影响是持续的，将在后续的经营中逐步释放；随着营销工作的持续深入，其对景区的经营的带动将逐步增强。

3、与凤凰古城之间的相互带动

梵净山-凤凰古城高速公路开通后，将形成 1 小时旅游圈，两个景区将形成联动发展，梵净山最为受益；

2008 年，凤凰城共接待游客 426.5 万人次，实现旅游总收入 19.3 亿元。

四、看好梵净山、看好三特的“索道+景区”扩张模式

1、梵净山发展空间巨大

(1) 我们预计 2009 年将达到 12-15 万人次，略有亏损，2010 年将达到 20 万人次，实现盈亏平衡。长期看，我们预计景区进入成熟期后年游客规模将超过 100 万人次，发游客增长潜力巨大。

(2) 我们粗略测算，按目前的投资规模，梵净山收入的盈亏平衡点约 3000-3500 万左右，即年游客 20 万左右，即使考虑到后续的投资，盈亏平衡也在 30-35 万；而我们认为，成熟后，梵净山年游客可达到 100 万人次。

2、继续看好公司的景区扩张之路

(1) 景区资源是一种独占资源，具有一定垄断性，特别是资质好的景区；公司目前控制了不少优质的、潜力较大的景区（如梵净山、武夷山武夷源、神农架、坪坝营、九路寨、南漳古城、青山、猴岛等），这些景区从长远来看，开发价值突出，发展空间较大。

(2) 09 年新建景区大规模开业，原有景区不少处于盈亏平衡状态，因此，外部旅游环境的改善公司获益很大，业绩有望随着旅游环境的改善而大幅增长。

(3) 由于公司在索道方面的经营能力和优势突出，特别是索道的运营管理以及跨区域人员的调度管理方面，有明显的优势，因此，公司的“索道+景区”的基本扩张模式竞争对手并不好复制。

3、继续维持强烈推荐，建议长期持有

(1) 08 年突发事件较多、09 年大量的新建项目开业，是公司业绩的低点；随着外部旅游环境的改善，新开业项目逐步步入正常营业阶段，2010 年以后业绩有望出现持续快速增长；

(2) 随着新建项目的逐步营业，项目本身潜在的价值将不断释放，公司隐蔽的价值将逐步显现；而且，其独特的“索道+景区”的基本扩张模式有望使公司不断获得优质景区开发权。

(3) 维持 09-11EPS0.15、0.30、0.53 元的盈利预测，我们的盈利预测是建立在对景观地产业务非常保守的基础上的，地产业务将成为业绩超预期的重要来源。鉴于公司扩张模式良好、景区资源潜在价值高、2010 年之后，业绩有望出现持续快速增长，我们维持强烈推荐 A 的投资评级，建议买入并长期持有。

(4) 公司目前仍处于业绩低谷期、PE 估值无法体现公司真实价值，我们以 3 倍 PB 估值，6-12 个月目标价 10.50 元。

图 1: 三特索道历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 三特索道历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

1、《三特索道—华山索道提价显著增厚业绩》090519

报告测算华山索道对 09-11EPS 的增厚分别为 0.04、0.10、0.08 元；继续看好公司的扩张模式和发展前景，维持强烈推荐。

2、《三特索道—资源储备丰富，潜在价值较高》090403

报告再次强调“索道+景区+地产”扩张模式的巨大潜力，并指出：4 万亿投资、鄂西旅游圈的建设对公司是重大利好，上调评级至“强烈推荐 A”

3、《三特索道—具备长期增长潜力，PB 估值偏低》090309

报告指出：虽然行业总体仍严峻，但公司发展模式独特，发展潜力较大，且 PB 水平较低，上调评级至“审慎推荐”。

4、《三特索道—突发事件影响业绩，后续资金压力较大》080827

报告对各项业务经营情况进行梳理，并指出：未来 1 年公司资金压力较大，特别是在地产销售不景气的情况下。

5、《三特索道—景区项目储备丰富，投资价值仍需观察》080331

从行业发展角度，肯定了公司景区储备项目的价值，但对地产销售和资金压力等问题提出担忧。

6、《三特索道—独具特色的景区综合开发商》070816

指出由索道到景区再到旅游景观地产的 3 种业务模式渐次推进是公司旅游主业的一大特色。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	245	209	190	197	186
现金	145	88	50	50	50
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2	1	2	3	3
其它应收款	17	11	14	21	25
存货	71	97	109	97	86
其他	10	12	16	25	22
非流动资产	496	563	667	663	635
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	225	205	457	557	552
无形资产	42	41	39	37	33
其他	225	314	167	67	46
资产总计	741	772	857	860	821
流动负债	218	241	300	266	167
短期借款	157	137	284	245	127
应付账款	3	2	3	5	3
预收账款	3	2	2	2	1
其他	56	100	11	14	36
长期负债	124	124	124	124	124
长期借款	124	124	124	124	124
其他	0	0	0	0	0
负债合计	342	365	424	390	291
股本	80	120	120	120	120
资本公积金	179	154	139	139	139
留存收益	84	77	154	186	224
少数股东权益	12	12	19	24	45
母公司所有者权益	386	396	413	446	484
负债及权益合计	741	772	857	860	821

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	17	26	27	104	176
净利润	21	11	18	36	63
折旧摊销	26	27	31	45	49
财务费用	19	16	20	20	13
投资收益	(3)	(0)	0	0	0
营运资金变动	(47)	(17)	(48)	(2)	30
其它	3	(1)	5	5	21
投资活动现金流	(112)	(73)	(136)	(42)	(20)
资本支出	(42)	(80)	(142)	(42)	(20)
其他投资	(7)	(10)	6	0	0
筹资活动现金流	184	(10)	53	(62)	(156)
借款变动	91	41	89	(39)	(118)
普通股增加	30	40	0	0	0
资本公积增加	126	(26)	(14)	0	0
股利分配	0	(1)	(2)	(4)	(25)
其他	(16)	(16)	(20)	(20)	(13)
现金净增加额	88	(57)	(56)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	170	182	230	356	420
营业成本	74	81	123	195	171
营业税金及附加	9	9	12	19	22
营业费用	7	12	9	14	29
管理费用	25	34	34	53	71
财务费用	19	16	20	20	13
资产减值损失	1	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0	0
营业利润	38	32	31	55	113
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	0	3	0	0	0
利润总额	40	29	31	55	113
所得税	15	15	8	14	28
净利润	24	14	23	41	85
少数股东损益	3	3	5	5	21
母公司所有者净利润	21	11	18	36	63
EPS (元)	0.27	0.09	0.15	0.30	0.53

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-8%	7%	26%	55%	18%
营业利润	16%	-15%	-4%	79%	106%
净利润	38%	-47%	63%	96%	76%
获利能力					
毛利率	56.6%	55.4%	46.2%	45.2%	59.2%
净利率	12.6%	6.2%	8.0%	10.1%	15.1%
ROE	5.6%	2.9%	4.5%	8.1%	13.1%
ROIC	5.2%	3.5%	4.5%	6.6%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	46.2%	47.2%	49.5%	45.3%	35.5%
净负债比率	40.1%	41.3%	47.6%	42.9%	30.6%
流动比率	1.1	0.9	0.6	0.7	1.1
速动比率	0.8	0.5	0.3	0.4	0.6
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
存货周转率	1.6	1.0	1.2	1.9	1.9
应收帐款周转率	129.8	126.9	157.1	170.9	152.3
应付帐款周转率	16.9	35.6	48.9	49.5	41.8
每股资料(元)					
每股收益	0.27	0.09	0.15	0.30	0.53
每股经营现金	0.21	0.21	0.22	0.87	1.46
每股净资产	4.83	3.30	3.44	3.71	4.03
每股股利	0.02	0.01	0.02	0.03	0.21
估值比率					
PE	30.7	87.4	53.7	27.4	15.6
PB	1.7	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	27.4	30.1	27.6	18.9	12.9

分析师简介

苏平，武汉城市建设学院景园建筑专业学士、北京大学人文地理专业硕士。目前为招商证券社会服务业分析师，7 年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区社会服务业第二名，07、08 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名，05、06 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名。率先发掘并持续推荐了华侨城等一批优质公司。

林周勇，硕士，07 年 3 月加入招商证券。07、08 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。