

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

2009年8月19日

三特索道(002159.SZ)/7.21元

旅游主业发展良好，长期价值突出

可选消费·旅游

目标估值：10.5元

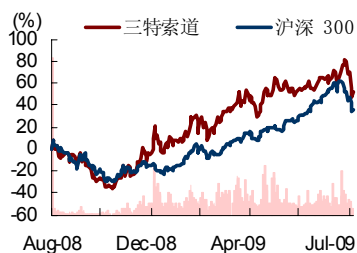
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2911
总股本(万股)	12000
已上市流通股(万股)	7609
总市值(亿元)	9
流通市值(亿元)	6
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	2.6
资产负债率	50.3%
主要股东	武汉东湖新技术开发区
主要股东持股比例	14.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	20	33
相对表现	2	-19	-4



相关报告

- 1、《三特索道—梵净山潜力巨大，模式扩张大有可为》090804
- 2、《三特索道—华山索道提价显著增厚业绩》090519
- 3、《三特索道—资源储备丰富，潜在价值较高》090403
- 4、《三特索道—具备长期增长潜力，PB估值偏低》090309
- 5、《三特索道—突发事件影响业绩，后续资金压力较大》080827
- 6、《三特索道—景区项目储备丰富，投资价值仍需观察》080331
- 7、《三特索道—独具特色的景区综合开发商》070816

中期收入增 31%，净利润降 28%，EPS 0.02 元。收入增长主要来自猴岛、华山游客增长及梵净山开业，净利润下降主要缘于所得税费用增长 1 倍。我们认为：09 年是公司业绩低点，未来将保持较快增长；维持 09-11EPS 0.15、0.30、0.53 元的预测。近期股价下跌提供较好的买入机会，继续强烈推荐，目标价 10.5 元。

- 上半年收入增 31%，净利润降 28%，EPS 0.02 元。上半年，公司收入 9275 万，增长 31%，营业利润 1296 万，增长 43%，归属于母公司所有者的净利润 287 万，下降 28%，EPS 0.02 元。
- 收入增长主要来自猴岛、华山游客增长及梵净山开业；所得税率较高，实际税率达 65%，主要原因：总部费用不能抵税、未就亏损子公司确认递延所得税资产。
- 诸多新开业项目导致 09 年业绩较低，但后续增长空间大。由于梵净山、坪坝营、华山宾馆二期、武夷山旅游小区、猴岛浪漫天缘等项目今年开业，不仅产生开办费，而且经营上短期内难以盈利，09 年将是盈利的低点。但随着新开业项目进入正常经营期，业绩有望较快增长；以“索道+景区”模式不断控制优质二线景区是业绩持续增长的根本动力。
- 维持 09-11EPS 0.15、0.30、0.53 元的预测，维持强烈推荐评级。维持 09-11EPS 0.15、0.30、0.53 元的预测；随大盘调整，公司股价出现较大幅度的调整，是较好的买入机会，维持强烈推荐评级，6 个月目标价 10.5 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	28.2	80.1	53.7	27.4	15.6
PB	1.6	2.3	2.4	2.2	2.0

资料来源：招商证券

1、收入增 31%，所得税费用增 1 倍，净利润降 28%，EPS0.02 元

收入增 31%，所得税费用增 1 倍，净利润降 28%，EPS0.02 元。上半年，公司收入 9275 万，增长 31%，营业利润 1296 万，增长 43%，所得税费用 795 万，增长 100%，归属于母公司所有者的净利润 287 万，下降 28%，EPS 0.02 元。

上半年利润下降主要源于所得税费用的大幅上升，实际所得税率达 65%，比去年同期上升 18 个百分点。

所得税率较高的原因：总部费用不能抵税、未就亏损子公司确认递延所得税资产。我们判断，其背后主要原因：（1）总部只有成本支出，没有收入，产生的亏损不能抵税。（2）各子公司经营状况差异较大，即盈利的子公司累计盈利大幅增长，亏损子公司累计亏损也增加；公司并未就亏损的部分确认递延所得税资产，这也是所得税费用较高的原因之一。

《企业会计准则第 18 号—所得税》第十五条中规定：“企业对于能够结转以后年度的可抵扣亏损和税款抵减，应当以很可能获得用来抵扣可抵扣亏损和税款抵减的未来应纳税所得额为限，确认相应的递延所得税资产。”

经营活动现金流大幅增长。中期经营活动每股现金流 0.25 元，比去年同期-0.06 元的水平有了大幅度改观，显示出公司旅游主业积极向好的态势。

表 1：公司上半年经营情况

单位：万元	09 年中	08 年中	增减情况	变动幅度
一、营业总收入	9275	7104	2171	31%
二、营业总成本	7979	6178	1800	29%
其中：营业成本	3835	3463	372	11%
营业税金及附加	456	359	97	27%
销售费用	529	311	219	70%
管理费用	2062	1513	550	36%
财务费用	1018	872	146	17%
资产减值损失	78	-339	417	
三、营业利润	1296	926	370	40%
四、利润总额	1216	848	368	43%
减：所得税费用	795	398	397	100%
五、净利润	420	449	-29	-6%
归属于母公司所有者的净利润	287	398	-111	-28%
六、每股收益	0.02	0.03	(0.01)	-27%

资料来源：公司中报

2、猴岛、华山游客增长，梵净山开业是收入增长的主要因素

上半年，索道、景区收入分别增长 32%、60%。

收入增长的主要原因：

(1) 梵净山、坪坝营开业；

(2) 此外，根据我们对各旅游局的数据监测，海南猴岛、华山上半年游客增长不错；我们认为：这也是上半年索道和公园门票收入大幅增长的重要原因。

(1-7 月，华山共接待游客 66 万人次，同比增长 35%；1-6 月，陵水县游客 43.8 万，增长 34%)。

收入的增长使景区的规模效应得到体现，毛利率也大幅提升。

房地产销售仍停滞不前。公司上半年确认收入 49 万，预收账款增加近 49 万，显示地产销售的停滞。

表 2：上半年各业务经营情况

	收入（万元）	增长	主营业务利润率	变动（百分点）
索道营运	7072	32%	61%	7
公园门票	1284	60%	52%	10
酒店餐饮	320	-44%	42%	10
景区观光旅游车	89	675%	27%	147
房地产销售	49		29%	
合计	8814	31%	58%	8

资料来源：公司中报

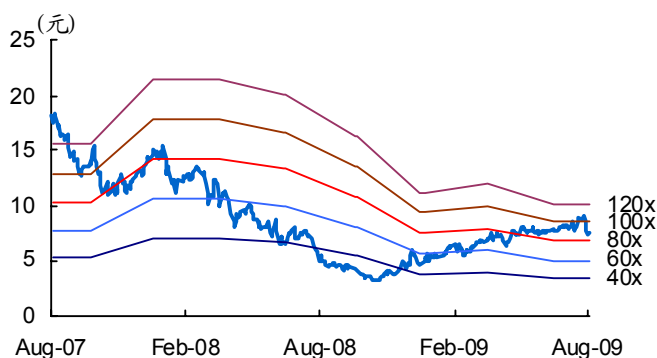
09 年是业绩低点，未来将较快增长，建议买入，目标价 10.5 元

09 年是业绩低点。09 年由于梵净山、坪坝营索道新开业，华山宾馆二期、武夷山旅游小区、海南浪漫天缘海上等项目也将于 09 年开业，将产生开办费；此外，这些项目开业，当年很难实现盈利，在业绩上也有一定的拖累。因此，不考虑突发因素的影响，09 年将是公司盈利的低点。

未来持续增长有保证。但随着新开业项目逐渐进入正常经营期，公司业绩有望出现较快增长。特别是梵净山，我们认为：未来几年增长空间很大。通过“索道+景区”模式不断控制二线景区是公司未来业绩持续增长的根动力。

维持 09-11EPS 0.15、0.30、0.53 元的盈利预测，建议买入，6 个月目标价 10 元。我们维持 09-11EPS 0.15、0.30、0.53 元的盈利预测；近几天，随大盘调整，公司股价出现较大幅度的调整，我们认为，目前是较好的买入机会，建议买入并长期持有，维持 6 个月目标价 10.5 元的判断。

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—梵净山潜力巨大，模式扩张大有可为》090804

通过对梵净山及周边景区的调研，向投资者描绘了梵净山的巨大发展前景，并以此作为对公司“索道+景区”扩张模式的佐证，重申强烈推荐。

2、《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。

3、《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”

4、《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”。

5、《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。

6、《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。

7、《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			18	36	63
折旧摊销			31	45	49
财务费用			20	20	13
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(48)	(2)	30
其它			5	5	21
投资活动现金流	(112)	(73)	(136)	(42)	(20)
资本支出			(142)	(42)	(20)
其他投资			6	0	0
筹资活动现金流	184	(10)	53	(62)	(156)
借款变动			89	(39)	(118)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			(14)	0	0
股利分配			(2)	(4)	(25)
其他			(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	28.2	80.1	53.7	27.4	15.6
PB	1.6	2.3	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 $\pm 5\%$ 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。