

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

2009年11月12日

三特索道(002159.SZ)/10.57元

定向增发增强发展后劲

可选消费·旅游

目标估值: 13.7元

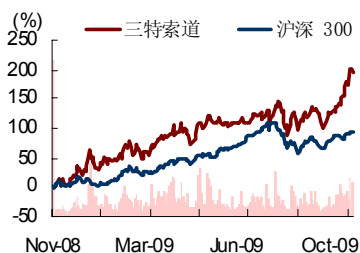
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3175
总股本(万股)	12000
已上市流通股(万股)	7609
总市值(亿元)	13
流通市值(亿元)	8
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	4.7
资产负债率	50.4%
主要股东	武汉东湖新技术开发
主要股东持股比例	14.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	43	39	228
相对表现	32	14	120



相关报告

- 1、《三特索道—旅游主业发展良好，长期价值突出》090819
- 2、《三特索道—梵净山潜力巨大，模式扩张大有可为》090804
- 3、《三特索道—华山索道提价显著增厚业绩》090519
- 4、《三特索道—资源储备丰富，潜在价值较高》090403
- 5、《三特索道—具备长期增长潜力，PB估值偏低》090309
- 6、《三特索道—突发事件影响业绩，后续资金压力较大》080827
- 7、《三特索道—景区项目储备丰富，投资价值仍需观察》080331

公司拟定向增发不超过 3500 万股，增发价不低于 8.35 元/股，募集资金不超过 3.3 亿，用于五个景区的开发建设以及偿还银行借款。此次所投资的五个景区发展潜力巨大，不仅将成为中期业绩增长的动力，且对继续获取景区资源意义重大。由于公司很多景区尚属培育期，不适宜用简单的 PE 估值，我们认为合理价值 13.7 元，对应增发后 3 倍 PB，维持强烈推荐 A 投资评级。

- **定向增发 3500 万股，募集资金不超过 3.3 亿。**公司拟向特定机构定向增发不超过 3500 万股，发行价格不低于 8.35 元/股，募集资金净额不超过 3.3 亿元。
- **2.3 亿用于五个景区建设。**募集的资金将用于“海南浪漫天缘海上运动项目”、“保康九路寨一期”、“南漳古山寨一期”、“咸丰坪坝营二期”、“神农架商业街二期”等项目建设，合计 2.3 亿元。多余的资金用于偿还贷款。
- **增发能够解决景区开发的资金问题。**景区开发，现金流前低后高，初期对资金需求比较大；公司目前负债率达 50%，且负债以银行借款为主，资金是公司发展的一大瓶颈。此次再融资，能够有效缓解资金压力，为持续发展奠定基础。
- **募投项目发展潜力巨大，且对持续获取资源意义重大。**(1) 浪漫天缘项目位于猴岛，毗邻三亚，将受益于海南旅游业的发展；(2) 其余四项目均位于鄂西，将极大受益于鄂西交通改善、旅游业兴起；(3) 这几个项目不仅将成为中期业绩的重要增长点，而且对公司后续的资源获取意义重大。
- **维持强烈推荐评级，目标价 13.7 元。**我们认为，公司很多项目处于培育期，虽短期内不能贡献净利润，但发展潜力巨大，因此不能简单的用 PE 来估值。我们认为公司合理价值 13.7 元，对应增发后 3 倍 PB，维持强烈推荐 A 投资评级。

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	64	117
同比增长	16%	-15%	-2%	106%	81%
净利润(百万元)	21	11	18	42	66
同比增长	38%	-47%	62%	133%	55%
每股收益(元)	0.27	0.09	0.15	0.27	0.42
PE	40.4	114.9	71.1	39.5	25.6
PB	2.2	3.3	3.2	2.3	2.1

资料来源: 招商证券

1、定向增发内容

定向增发 3500 万股，募集资金不超过 3.3 亿。三特索道拟向特定机构定向增发不超过 3500 万股，发行价格不低于 8.35 元/股，募集资金净额不超过 3.3 亿元。

2.3 亿用于五个景区建设，其余用于偿还银行借款。所募集的资金将用于“海南浪漫天缘海上运动项目”、“保康九路寨一期”、“南漳古山寨一期”、“咸丰坪坝营二期”、“神农架商业街二期”等项目建设，这五个项目分别使用募集资金 6300 万、4500 万、3500 万、4400 万、4300 万，合计 2.3 亿元。多余的资金用于偿还贷款。

此次募投项目总体情况

项目名称	地理位置	总投资 (万元)	使用募集 资金 (万元)	建设 期	建设内容	经济效益预 测
海南浪漫天缘海上运动休闲项目	海南猴岛	8200	6300	14 个月	(1) 港内游艇观光游项目，游览时间 1 小时以内； (2) 鲸鲨观光、垂钓休闲、猴岛二号滩原生态爱情海娱乐运动，游览时间 2-3 小时； (3) 一号沙滩大自然阳光海滨浴场，高端游客专属空间。	前 20 年年均收入 3800 万，净利润 935 万。
湖北保康九路寨生态旅游区一期	襄樊	5000	4500	1.7 年	(1) 建设集散中心，包括主入口区、主体酒店区、自驾车营地地区和山岳观光区； (2) 黄龙洞景区——峡谷山水观光、象鼻峰景区——山水观光、玉带瀑景区——徒步穿越； (3) 水电、环保工程等配套设施。	前 20 年年均收入 1574 万，净利润 447 万。
湖北南漳古山寨旅游区一期	襄樊	4000	3500	1 年	(1) 开发春秋寨主题山寨——展示荆楚大地的历史进程和文化演进； (2) 开发茅坪河自然风光游览带——突出自然风光和乡村文化； (3) 水、电、交通等配套设施，包括扩建 2 公里省道。	前 20 年年均收入 1150 万，净利润 394 万。
湖北咸丰坪坝营生态旅游区二期	恩施	4900	4400	1.5 年	(1) 温泉 SPA——日接待量 800 人次； (2) 土苗风情商业街——建筑面积 1.1 万平方米； (3) 三星级主题酒店——客房 55 间； (4) 自驾车营地。	前 20 年年均收入 1522 万，净利润 538 万。
神农架民俗风情商业街二期项目	神农架木鱼镇	4700	4300	2 年	项目占地约 20.37 亩，规划总建筑面积约 2.2 万平方米，其中：乡村公寓式酒店 1.5 万平方米，商铺 2000 平方米，联排公寓 5300 平方米。	前 20 年年均收入 801 万，净利润 390 万。

资料来源：公司公告，招商证券整理

2、定向增发利于长远发展

资金是公司发展的一大瓶颈，再融资能够有效缓解资金上的压力。(1) 景区开发，现金流前低后高，初期对资金需求比较大；(2) 公司目前资产负债率达 50%，且负债以银行借款为主，资金是公司发展的一大瓶颈；(3) 再融资能够有效缓解经营上的资金压力，为持续的发展奠定基础。

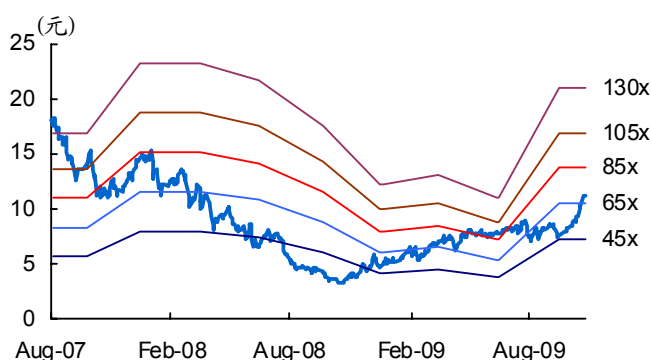
募投项目发展潜力巨大，且对持续获取资源意义重大。(1) 浪漫天缘项目位于猴岛，毗邻三亚，将受益于海南旅游业的发展；(2) 其余四项目均位于鄂西，将极大受益于鄂西交通改善、旅游业兴起；(3) 这几个项目不仅将成为中期业绩的重要增长点，而且对于公司后续的资源获取意义重大。

3、维持强烈推荐的投资评级

淡化增发对短期业绩的摊薄。(1) 由于这五个募投项目建设周期均在一年以上，因此此次增发对 2010 年净利润影响不大；但由于总股本增加，每股收益将被摊薄；(2) 这五个景区项目的建设对业绩的持续增长意义重大，且对后续的资源获取意义重大；(3) 因此，要用战略的眼光看待增发对短期业绩的摊薄。

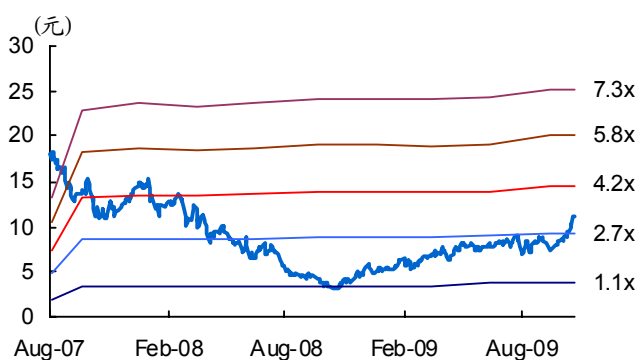
维持强烈推荐 A 的投资评级，目标价 13.7 元。(1) 我们认为，公司很多项目处于培育期，虽短期内不能贡献净利润，但发展潜力巨大，因此不能简单的用 PE 来估值；(2) 按 8.35 元/股，发行 3500 万股计算，发行后每股净资产 4.55 元，按 3 倍 PB 估算，合理价值 13.7 元，维持强烈推荐的投资评级。

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—旅游主业发展良好，长期价值突出》090819**

报告指出三特索道业绩低点已过，投资价值突出，继续维持强烈推荐，并上调目标价至 10.5 元。

2、《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。

3、《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。

4、《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”

5、《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”。

6、《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。

7、《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。

8、《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	172	178	181
现金	145	88	32	32	45
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	783	860
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	225	205	457	557	667
无形资产	42	41	39	37	33
其他	225	314	167	187	156
资产总计	741	772	838	962	1041
流动负债	218	241	286	73	91
短期借款	157	137	270	51	50
应付账款	3	2	3	5	3
预收账款	3	2	2	2	1
其他	56	100	11	15	37
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	410	197	215
股本	80	120	120	155	155
资本公积金	179	154	154	411	411
留存收益	84	77	138	177	216
少数股东权益	12	12	16	22	44
母公司所有者权益	386	396	412	743	782
负债及权益合计	741	772	838	962	1041

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	17	26	26	102	180
净利润			18	42	66
折旧摊销			31	45	53
财务费用			19	10	9
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(48)	(1)	30
其它			5	6	22
投资活动现金流	(112)	(73)	(136)	(162)	(130)
资本支出			(142)	(162)	(130)
其他投资			6	0	0
筹资活动现金流	184	(10)	54	60	(36)
借款变动			75	(218)	(1)
普通股增加			0	35	0
资本公积增加			0	257	0
股利分配			(2)	(4)	(26)
其他			(19)	(10)	(9)
现金净增加额	88	(57)	(56)	0	13

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	19	10	9
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	64	117
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	64	117
所得税	15	15	8	16	29
净利润	24	14	23	48	88
少数股东损益	3	3	5	6	22
母公司所有者净利润	21	11	18	42	66
EPS (元)	0.27	0.09	0.15	0.27	0.42

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%	-2%	106%	81%
净利润	38%	-47%	62%	133%	55%
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%	11.9%	15.6%
ROE	5.6%	2.9%	4.4%	5.7%	8.4%
ROIC	5.2%	3.5%	4.5%	5.9%	9.4%
偿债能力					
资产负债率	46.2%	47.2%	48.9%	20.5%	20.6%
净负债比率	40.1%	41.3%	46.9%	18.2%	16.7%
流动比率	1.1	0.9	0.6	2.5	2.0
速动比率	0.8	0.5	0.2	1.1	1.0
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
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	0.27	0.42
每股经营现金	0.21	0.21	0.21	0.66	1.16
每股净资产	4.83	3.30	3.44	4.79	5.05
每股股利	0.00	0.00	0.02	0.03	0.17
估值比率					
PE	40.4	114.9	71.1	39.5	25.6
PB	2.2	3.3	3.2	2.3	2.1
EV/EBITDA	25.6	28.1	25.7	17.6	11.8

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，8 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。