

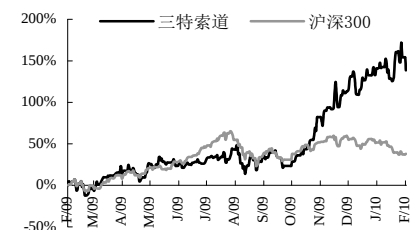
社会服务业 - 旅游酒店

2010 年 2 月 10 日

市场数据	2010 年 2 月 9 日
当前价格 (元)	14.65
52 周价格区间 (元)	5.39
总市值 (百万)	1758
流通市值 (百万)	1115
总股本 (万股)	12000
流通股 (万股)	7613.5188
日均成交额 (百万)	7608
近一月换手 (%)	116.8
Beta (2 年)	0.96
第一大股东	武汉东湖新技术开发区 发展总公司
公司网址	http://www.sante.com.cn

盈利能力波动	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
毛利率	59.31	58.28	60.71	53.84
净利率	-5.26	10.14	18.19	8.18

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
三特索道	-0.9	38.6	138.6
沪深 300	-8.9	-9.3	38.0

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

华山与海南业务共推业绩高增长

—三特索道 (002159) 2009 年报分析

评级: 短期“中性”、中长期“增持”

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	24,789.51	35201.10	42945.35	49387.15
净利润 (万元)	2,221.92	4215.67	5501.09	6759.18
每股收益 (元)	0.15	0.28	0.37	0.45
净利润增长率%	96.48	89.73	30.49	22.87
每股净资产 (元)	2.79	3.29	3.88	4.58
市盈率	98.90	52.13	39.95	32.51
P/EG	1.03	0.58	1.31	1.42
市净率	5.25	4.45	3.78	3.20

资料来源: 世纪证券研究所

- **华山与海南业务共推业绩高增长。**2009 年, 公司实现营业收入 24,789.51 万元, 同比增长 36.53%; 实现归属于母公司所有者的净利润 2,221.92 万元, 同比增长 96.48%; 每股收益 0.19 元。净利润增长的主要原因是华山索道公司、海南索道公司、海南猴岛公园等三家公司突出盈利贡献, 保证了公司整体效益的大幅增长。
- **梵净山索道项目正处培育期, 未来将成为公司重要利润增长点。**该项目于 2009 年 4 月 28 日开业运营, 报告期内共接待游客人数 13.93 万人, 实现营业收入 1,884.81 万元, 实现净利润 261.65 万元, 超过公司 2009 年对该项目 169.75 万元的预期。预计未来三年, 该项目接待游客人数将在 50 万人以上, 年均新增营业收入 5500 万元, 年均新增净利润 600 万元, 增厚每股收益约 0.04 元。
- **定向增发有助于扩大公司经营资源, 增强公司发展后劲。**公司拟以 8.35 元/股定向增发不超过 3,000 万股, 用于投资海南浪漫天涯海上运动休闲中心项目、湖北保康九路寨生态旅游区一期项目、湖北南漳古山寨旅游区一期项目、湖北咸丰坪坝营生态旅游区二期项目、湖北崇阳隍水河休闲景区项目等 5 个旅游资源项目以及补充公司流动资金。该五个项目若顺利实施, 则预计年均新增营业收入 9575.18 万元, 年均新增净利润 2780.98 万元, 贡献每股收益约 0.185 元。
- **短期“中性”、中长期“增持”。**假设定向增发在 2010 年上半年顺利实施, 预测 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.30 元、0.34 元、0.4 元。以 2 月 9 日收盘价 14.65 元计算, 对应动态市盈率分别为 54.3 倍、43.09 倍和 36.6 倍, 估值偏高。因此, 短期给予“中性”投资评级; 但从中长期看, 公司未来业绩释放能力强, 整体盈利能力持续改善预期高, 而且还受益于海南国际旅游岛建设, 故中长期给予“增持”评级。
- **风险提示:** 政策性风险、市场风险、不可抗力因素风险。

华山与海南业务共推业绩高增长

2009 年，公司实现营业收入 24,789.51 万元，比上年同期增长 36.53%；实现营业利润 5,301.55 万元，比上年同期增长 65.85%；实现净利润 2,631.71 万元，比上年同期增长 86.96%，其中，归属于母公司所有者的净利润 2,221.92 万元，比上年同期增长 96.48%；每股收益 0.19 元。

营业收入增长的主要原因是华山索道公司、海南索道公司和海南猴岛公园的收入大幅增长以及新增梵净山公司的收入。2009 年，华山索道公司实现营业收入 11,937.84 万元，比上年同期增长 34%，首次突破了收入过亿元大关；同时全年接待游客人数 113.57 万人，比去年增长 16%，首次突破 100 万人大关。海南索道公司、海南猴岛公园共实现营业收入 4,579.61 万元，比上年同期增长 38%。新增梵净山公司营业收入 2,757 万元。

净利润增长的主要原因是华山索道公司、海南索道公司、海南猴岛公园等三家公司突出盈利贡献，保证了公司整体效益的大幅增长。2009 年，华山索道公司实现净利润 4,473.46 万元，比上年同期增长 45.7%；海南索道公司、海南猴岛公园共实现净利润 1,865.34 万元，比上年同期增长 74%。

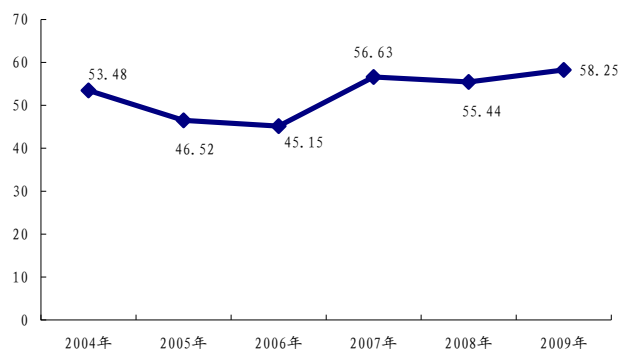
毛利率大幅上升，期间费用率大幅下降

2009 年，公司综合毛利率 58.25%，同比增长了 2.81 个百分点，为 2004 年以来的最高水平，主要原因是接待游客人数大幅上升，而营业成本增幅相对营业收入增幅要小。华山索道本年游客人数同比增长 16%、海南索道和海南猴岛公园本年游客人数同比增长 40%；加之华山索道从 2009 年 6 月 15 日起实行淡、旺季浮动票价（即旺季票价提价幅度为 36%（往返）和 33%（单程）、淡季票价下浮 27%（往返）和 25%（单程）），旺季游客人数占全年游客人数约 85%。

2009 年，公司发生期间费用 7731.28 万元，同比增长 25.25%；期间费用率 31.19%，同比下降 2.81 个百分点。其中，发生销售费用 1416.99 万元，同比增长 20.08%；期间费用率 5.72%，同比减少了 0.78 个百分点。发生管理费用 4422.33 万元，同比增长 31.94%，主要原因是梵净山公司本年开业增加管理费 460 万元，以及母公司本年计提上市工作奖金

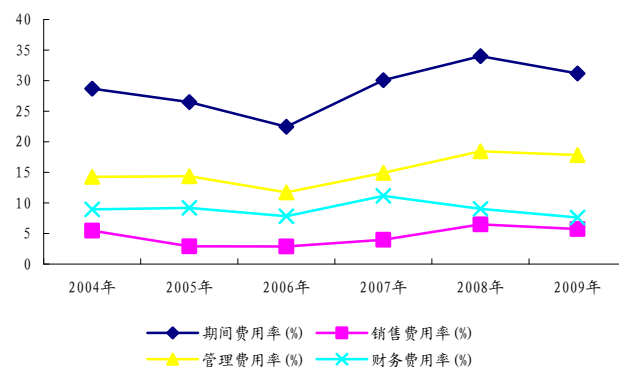
500 万元；管理费用率 17.84%，同比减少了 0.62 个百分点。发生财务费用 1891.96 万元，同比增长 15.31%；财务费用率 7.63%，同比减少了 1.4 个百分点。

Figure 1 公司综合毛利率变化



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 公司期间费用率及构成变化



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

梵净山索道项目正处培育期，未来将成为公司重要利润增长点

2009 年 4 月 28 日，梵净山索道项目开业运营，截至 2009 年 12 月 31 日，索道项目接待游客人数 13.93 万人，实现营业收入 1,884.81 万元，实现净利润 261.65 万元，超过公司 2009 年对该项目 169.75 万元的预期。预计未来三年，梵净山项目接待游客人数将在 50 万人以上，年均新增营业收入 5500 万元，年均新增净利润 600 万元，增厚每股收益约 0.04 元，成为公司未来重要的利润增长点。

华山宾馆正成为逐年上升的利润增长点

华山宾馆在募投项目中的商铺纳入二期建设延后完工的情况下，2009 年实现净利润 164.14 万元，比上年同期增长 36%。招股说明书中披露的预计项目 20 年年均净利润为 841.70 万元，项目可研报告预计本期实现净利润 400.24 万元。但由于华山宾馆配套的商铺纳入二期工程建设，迟至 2009 年 3 月完工并于下半年实现招租，故整体经营未达到预计效益。

华山宾馆主楼拥有 147 间客房，于 2007 年 8 月开业，入住率约为 56.07%。2010 年将完成三期配套项目，即：附楼 80 间普通客房和 6 套高档套房，将于 2010 年 7 月底建成交付使用；1,300 m² 综合会议楼装修项目将于 2010 年 3 月底建成交付使用。华山风景区目前游客量在 100

万人次以上，服务设施的市场需求不断上升，尤其是旅游旺季，市场需求结构和接待能力不平衡。虽然华山宾馆未达到本年度较高的预计效益，但正在培育成为逐年上升的利润增长点。

定向增发有助于扩大公司经营资源，增强公司发展后劲

公司调整了 2009 年 11 月 10 日发布的定向增发预案，把湖北神农架民俗风情商业街二期项目变更为湖北崇阳隽水河休闲景区项目。调整后的新预案主要内容有：

公司拟定向增发不超过 3,000 万股，发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，即 8.35 元/股。募集资金净额不超过 25,050 万元，所募集资金将投资于：海南浪漫天缘海上运动休闲中心项目、湖北保康九路寨生态旅游区一期项目、湖北南漳古山寨旅游区一期项目、湖北咸丰坪坝营生态旅游区二期项目、湖北崇阳隽水河休闲景区项目等 5 个项目以及补充公司流动资金。

目前该增发申报材料已上报证监会待审核。

Figure 3 定向增发募投项目

序号	项目名称	项目简称	总投资 (万元)	使用募集资 金(万元)	募集资金投 入形式
1	海南浪漫天缘海上运动休闲中心项目	浪漫天缘项目	8,200	6,300	增资子公司
2	湖北保康九路寨生态旅游区一期项目	保康一期项目	5,000	4,500	增资子公司
3	湖北南漳古山寨旅游区一期项目	南漳一期项目	4,000	3,500	增资子公司
4	湖北咸丰坪坝营生态旅游区二期项目	坪坝营二期项目	4,900	4,400	增资子公司
5	湖北崇阳隽水河休闲景区项目	崇阳隽水河项目	4,850	4,350	增资子公司
小计			26,950	23,050	—
6	补充流动资金	补充流动资金	2,000	2,000	—
合计			28,950	25,050	—

资料来源：公司 2009 年非公开发行 A 股股票预案（调整）、世纪证券研究所

定向增发项目的实施，有助于增加公司的经营资源，例如保康九路寨、南漳古山寨和崇阳隽水河项目均为公司的新增项目，作为稀缺资源，新增的旅游景区在扩大公司经营范围的同时也为公司获取了宝贵的经营资源，为公司的资源型旅游企业发展目标形成有力的支持；同时，坪坝营二期和浪漫天缘项目均为对公司已有资源的深度开发，在前期项目建立的品牌培育之下，对项目的深度开发将有利于提高项目的经济效益。

该五个项目若顺利实施，则预计年均新增营业收入 9575.18 万元，

年均新增净利润 2780.98 万元，贡献每股收益约 0.185 元。

海南浪漫天缘海上项目

该项目主要包含以下特色旅游项目：

1、港内短线观光游

游客乘坐小型快艇或观光游艇，前往南湾新村港内厝家渔排区观光游览，游览时间一小时以内，主要主题旅游活动为海上观光。

2、港外海湾长线运动休闲游

游客乘坐大型双体游艇，前往鲸鲨养殖渔排、白排岛潜水垂钓及猴岛二号沙滩观光游览，游览时间二至三小时，主要主题旅游活动包括鲸鲨观光、垂钓休闲游和猴岛二号滩原生态爱情海娱乐运动之旅等。

3、猴岛生态景区南部滨海 1 号沙滩大自然阳光海滨浴场

这是为高端游客特设的专属空间，游客能体会到原汁原味的自然生态环境和美轮美奂的山海自然景观，同时，获得服务周到的 SPA 体验，让游客充分得到放松。

Figure 4 海南浪漫天缘海上项目主要评价指标

投资评价指标	数值	备注
建设期	14 个月	
年平均收入	3802.00 万元	按前 20 年计算
年平均净利润	935.00 万元	按前 20 年计算
财务内部收益率	12.50%	
投资回收期	8.0 年	含建设期

资料来源：公司 2009 年非公开发行 A 股股票预案（调整）、世纪证券研究所

保康九路寨生态旅游区一期项目

该项目开发内容有以下四个景区：

1、白竹旅游集散中心区

本区域开发项目主要包括主入口区、主体酒店区、自驾车营地区和山岳观光区等区域的基础设施建设。

2、黄龙洞景区

本区域开发项目主要包括峡谷山水观光和相关旅游配套服务设施的建设。

3、象鼻峰景区

本区域开发项目主要包括山水观光和相关旅游配套服务设施的建设。

4、玉带瀑景区

本区域开发项目主要包括徒步穿越和相关旅游配套服务设施的建设。

Figure 5 保康九路寨生态旅游区一期项目主要评价指标

投资评价指标	数值	备注
建设期	1 年	
年平均收入	1150.43 万元	按前 20 年计算
年平均净利润	394.33 万元	按前 20 年计算
财务内部收益率	11.13%	
投资回收期	9.4 年	含建设期

资料来源：公司 2009 年非公开发行 A 股股票预案（调整）、世纪证券研究所

南漳古山寨旅游区一期项目

该项目在空间总体格局布置上以“春秋寨、卧牛寨、东巩镇游客集散区”三大区域为主，茅坪河民俗风光带为辅“三区一带”的空间项目格局。项目开发内容主要包括：

1、春秋寨主题山寨

通过在春秋寨开展历史观光旅游，古山寨博物馆的历史体验，向游客解析其中隐含的有关古山寨的历史传说，并说明这些历史进程与荆楚大地社会生活及其文化演变过程的关系，突出传承历史与未来的主题。

2、茅坪河民俗体验观光游览带

茅坪河流域拥有独特的自然生态风光、乡村人文风光，具有较强的乡村田园气息，具备开展漂流和乡村旅游活动的条件。

Figure 6 南漳古山寨旅游区一期项目主要评价指标

投资评价指标	数值	备注
建设期	1.7 年	
年平均收入	1573.59 万元	按前 20 年计算
年平均净利润	446.68 万元	按前 20 年计算
财务内部收益率	10.3%	
投资回收期	10.7 年	不含建设期

资料来源：公司 2009 年非公开发行 A 股股票预案（调整）、世纪证券研究所

湖北咸丰坪坝营生态旅游区二期项目

该项目的建设，将是对基本建成的一期项目的极大完善和补充，使坪坝营生态旅游区在现有基础上成为集森林观光、生态休闲、温泉养生、民俗文化、自驾车文化等于一体的综合型休闲景区，形成鄂西南地区独树一帜，结合了多种文化和产品形式于一体的综合型旅游产品，辐射鄂西、渝东和黔东南地区，并利用其位于长江三峡区域旅游、大湘西旅游和重庆旅游三大区域旅游市场的“金三角”腹地的得天独厚的优势，以其原生态休闲度假的旅游产品，将成为重庆——张家界整合线路上一颗承上启下的明珠，将会在长江三峡和张家界两大世界级旅游板块的衔接

上起到不可替代的作用，成为线路上标志性景点。

该项目拟建设的温泉 SPA、主题酒店、土苗风情商业街、自驾车营地等位于林场场部集散中心区，将与业已形成一定接待能力的鸡公山景区和四洞峡景区一起，形成生态旅游区内完整的产品体系和空间格局。整个旅游区形成以场部中心点为依托，以鸡公山游线、四洞峡游线、石灰窑杜鹃林游线为主，各项目由旅游公路、游步道、旅游索道串联的空间大环线格局。

1、温泉 SPA

拟在场部区域修建一处大型温泉洗浴中心，建设二至三处大型泡池，和以个性化服务为特点的特色洗浴泡池，佐以淋浴房、更衣室、休息室、娱乐中心等配套设施，形成在湖北独具特色的森林养生洗浴产品。特色洗浴泡池以中药和洗浴文化为特色，控制在 20 处左右，形成日接待游客 800 人次的接待能力。

2、土苗风情商业街

在场部区域已征用的土地范围内，以土家风情修建一条以商铺、酒店、餐饮物业出租为主的商业街，添加旧时赶集元素，营造民族风情购物街。建筑面积约在 1.1 万平方米左右，楼层控制在 3 层以内，依托于景区对外进行招商，形成集土家民族特色工艺品、坪坝营地方土特产品等旅游商品于一体，服务于坪坝营广大游客的商业中心。

3、三星级主题酒店

拟在场部区域已征用土地的范围内，新建二栋联体别墅，达到三星级酒店的标准，形成 55 间客房的接待能力，主要服务于中高端游客。其中以标准间为主，配以数间单人间和套间，作为现有楚林宾馆接待能力不足的补充。酒店区域修建一处小型停车场，作为配套服务设施。

4、自驾车营地（一号营地）

根据坪坝营自驾车营地规划，拟对其中的一号营地进行建设，位于场部区域，在营地形式上，以汽车营位、帐篷营位、木屋营位等多种产品形式，给不同的自驾车游客提供不同的体验。并配以管理用房、服务中心、娱乐中心、洗浴中心、餐饮中心等自助式简易配套设施，其有望成为自驾车营地这一新兴事物在国内旅游市场上的典范。

Figure 7 湖北咸丰坪坝营生态旅游区二期项目主要评价指标

投资评价指标	数值	备注
建设期	1.5 年	
年平均收入	1522.16 万元	按前 20 年计算
年平均净利润	537.97 万元	按前 20 年计算
财务内部收益率	10.62%	
投资回收期	9.9 年	不含建设期

资料来源：公司 2009 年非公开发行 A 股股票预案（调整）、世纪证券研究所

湖北崇阳隽水河休闲景区项目

该项目以 LOHAS（乐活）（Lifestyles of Health and Sustainability，健康永续的生活方式）为主题理念，通过打造富于参与性、体验性、乐趣性的户外运动特色休闲游产品，很好地填补了武汉等周边城市缺乏高品位运动体验型旅游产品的空白，满足休闲旅游消费升级的需求。

该项目规划布局为“一线两块”：“一线”为隽水河景观漂流带，“两块”为燕子垭山顶极限乐园和洪下湿地森林生态公园两大区域。项目开发内容主要包括：

1、洪下湿地森林生态公园

生态公园主要建设内容包括生态湿地游览、湿地水上乐园、竹林渡口、竹林拓展运动营等湿地观光休闲项目，并合理规划山地自行车穿越线，形成亲近自然、融入自然、享受自然的生态湿地—森林体验游线。

2、燕子垭山顶极限乐园

极限乐园主要建设内容包括索道、山地冲锋车、山顶景观廊道、观景平台、游客中心、滑翔伞飞行俱乐部、山顶极限运动中心等 LOHAS 主题户外休闲游乐项目，引进以蹦极、火箭蹦极、超级大秋千、极限 U 场等为代表的极限运动产品，构成富于活力的动态参与性游乐线。

3、隽水河景观漂流带

隽水河景观漂流沿途河道地处隽水河黄金水道中，集生态环境、自然景观、民俗风情为一体，并以“田野牧歌情调，漂流文化体验”为主题形象，以环保动力乌篷船为主要漂流船只，建设漂流码头、田野牧歌风情体验点并对漂流河道两侧景观进行改造。

Figure 8 湖北咸丰坪坝营生态旅游区二期项目主要评价指标

投资评价指标	数值	备注
建设期	1.33 年	
年平均收入	1527 万元	按前 20 年计算
年平均净利润	467 万元	按前 20 年计算
财务内部收益率	10.82%	
投资回收期	11 年	不含建设期

资料来源：公司 2009 年非公开发行 A 股股票预案（调整）、世纪证券研究所

短期“中性”、中长期“增持”

公司是资源型旅游企业，具有资源的竞争优势及整合资源、开拓市场的能力优势。资源性旅游子行业不同于其他行业的竞争模式。由于景区资源的稀缺性、不可再生性、自然垄断性及开发经营的排他性，使得不同地域的旅游景区不存在激烈竞争。而公司跨区域、集团化、专业化的经营特点使其有别于地方性同行业公司。

假设定向增发在 2010 年上半年顺利实施，预测 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.30 元、0.34 元、0.4 元。以 2 月 9 日收盘价 14.65 元计算，对应动态市盈率分别为 54.3 倍、43.09 倍和 36.6 倍，估值偏高。因此，短期给予“中性”投资评级；但从中长期看，公司未来业绩释放能力强，整体盈利能力持续改善预期高，而且还受益于海南国际旅游岛建设，故中长期给予“增持”评级。

Figure 9 盈利预测

(单位: 万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	24,789.51	35,201.1042	42,945.35	49,387.15
营业成本	10,349.36	14,592.5976	17,511.12	19,787.56
营业税金及附加	1,289.77	1,830.46	2,233.16	2,568.13
销售费用	1,416.99	2,041.66	2,490.83	2,864.45
管理费用	4,422.33	6,301.00	7,687.22	8,840.30
财务费用	1,891.96	1,936.06	2,361.99	2,716.29
资产减值损失	119.35	0	0	0
投资净收益	1.8	0	0	0
二、营业利润	5,301.55	8,499.33	10,661.03	12,610.41
加: 营业外收入	15.57	0	0	0
减: 营业外支出	434.23	0	0	0
三、利润总额(	4,882.89	8,499.33	10,661.03	12,610.41
减: 所得税	2,251.18	3,569.72	4,264.41	4,791.95
减: 少数股东损益	409.79	713.94	895.53	1,059.27
四、归属于母公司所有者的净利润	2,221.92	4,215.67	5,501.09	6,759.18
五、每股收益(元)	0.15	0.28	0.37	0.45

资料来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.