



社会服务业/社会服务

三特索道 (002159)

华山、海南景区是业绩增长主要来源

——三特索道 09 年报点评

	陈锡伟	汪睿
	021-38676385	021-38674657
	chenxiwei@gtjas.com	wangrui008182@gtjas.com

本报告导读:

公司 09 年业绩略超预期, 尽管公司跨地区发展扩张和资源深度开发模式尽管值得期待, 但短期估值偏高, 维持中性评级。

投资要点:

- 业绩基本符合预期。2009 年公司实现营业收入 2.48 亿元, 同比上升 36.53%; 实现净利润 2222 万元, 同比增长 96.48%, 对应 EPS0.19 元。
- 2009 年业绩增长主要来源于: 1) 三大景区业绩增长良好。2) 募投项目贡献业绩。3) 公司费用控制较好。
- 各景区经营情况多数持续向好。1) 华山索道净利润同比增长 45.7%; 2) 海南索道和猴岛公园游客人数同比增长 40%, 净利润同比分别增长 62% 和 112%;
- 公司定向增发支撑未来业绩增长。公司调整了定向增发的方案, 增发不超过 3000 万股 (比原先方案少了 500 万股)。我们预计项目将在 2011 年开始陆续为公司贡献收益。同时, 定向增发的成功也将有助于缓解资金缺口, 降低财务费用。
- 海南地产项目业绩锁定。根据公司 2008 年底公布的调整后合作开发利润分配方案, 该项目利润存在上限 (3000 万元)。我们预期未来 2-3 年内能总共增厚公司业绩 0.25 元。
- 短期估值偏高, 维持中性评级。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.30、0.32 元、0.36 元。从估值上看, 不考虑海南地产项目, 2010-2012 年 EPS 为 0.25、0.22、0.26, 目前对应 2010 年 PE 已为 59 倍, 短期估值偏高, 维持“中性”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	182	248	320	379	409
(+/-)%	7%	37%	29%	19%	8%
经营利润 (EBIT)	46	73	102	119	134
(+/-)%	-17%	59%	39%	17%	13%
净利润	11	22	36	38	44
(+/-)%	-47%	96%	64%	5%	14%
每股净收益 (元)	0.09	0.19	0.30	0.32	0.36
每股股利 (元)	0.02	0.00	0.05	0.00	0.00

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	25.3%	29.5%	31.8%	31.5%	32.8%
净资产收益率 (%)	2.9%	5.3%	8.1%	7.8%	8.2%
投入资本回报率 (%)	3.1%	5.1%	6.2%	6.4%	7.3%
EV/EBITDA	11.1	18.1	13.9	12.0	10.2
市盈率	50.9	77.1	48.3	46.1	40.3
股息率 (%)	0.4%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%

评级: 中性

上次评级: 中性

目标价格: 12.50

上次预测: 12.50

当前价格: 14.73

2010.02.22

交易数据

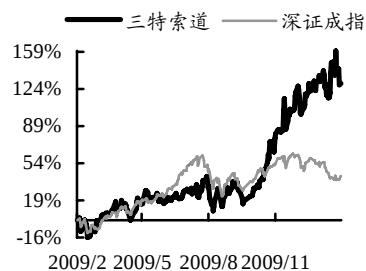
52 周内股价区间 (元)	5.27-16.99
总市值 (百万元)	1,768
总股本/流通 A 股 (百万股)	120/76
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	63%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	69

资产负债表摘要 (12/09)

股东权益 (百万元)	418
每股净资产	3.48
市净率	4.2
净负债率	81%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	-0.02	0.03
Q2	0.04	0.06
Q3	0.12	0.15
Q4	0.04	0.06
全年	0.19	0.30

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	39%	132%
相对指数	6%	46%	85%

相关报告

《旅游地产进度放缓, 调低评级至“中性”》
2009.03.06

模型更新时间: 2010.02.22

股票研究

社会服务

社会服务业

三特索道 (002159)

评级: 中性

上次评级: 中性

目标价格: 12.50

上次预测: 12.50

当前价格: 14.73

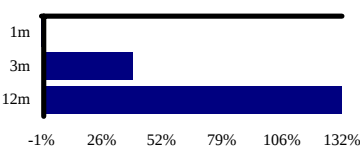
公司网址

www.sante.com.cn

公司简介

公司是武汉市的民营高科技企业,自成立后一直坚持以旅游客运索道为核心的产业发展方向,在客运索道拥有数量、资产总量、技术能力、管理水平等方面居全国同行业前列,是“国际索道协会”最早的中国企业会员之一。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

5.27-16.99

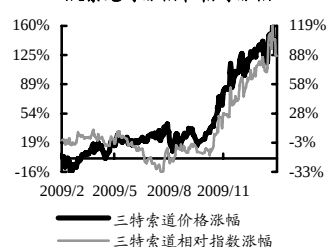
市值 (百万)

1,768

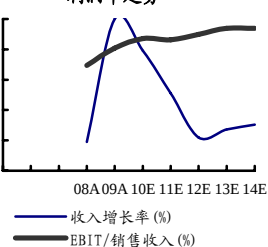
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业总收入	182	248	320	379	409	450	500
营业成本	81	103	130	160	170	180	200
税金及附加	9	13	17	20	21	23	26
销售费用	12	14	18	19	20	23	25
管理费用	34	44	54	61	63	70	78
EBIT	46	73	102	119	134	154	171
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	16	19	15	24	25	17	7
营业利润	32	53	87	95	109	138	165
所得税	15	23	40	43	49	62	74
少数股东损益	3	4	8	14	16	21	25
净利润	11	22	36	38	44	55	66
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	88	92	150	80	100	100	100
其他流动资产	2	1	1	1	1	1	1
长期投资	9	9	9	9	9	9	9
固定资产合计	474	456	703	783	752	665	579
无形资产及其他资产	79	81	92	102	112	122	132
资产合计	772	846	1,137	1,205	1,219	1,157	1,109
流动负债	241	242	475	509	462	322	181
非流动负债	124	172	191	172	173	175	178
股东权益	396	418	449	487	530	585	651
投入资本(IC)	726	771	872	1,017	1,004	934	874
现金流量表							
NOPLAT	22	39	54	66	74	85	94
折旧与摊销	27	35	55	70	81	86	87
流动资金增量	-21	-52	34	-30	-8	-6	-17
资本支出	-74	-92	-314	-160	-60	-10	-10
自由现金流	-46	-69	-171	-54	87	155	154
经营现金流	26	105	152	119	160	175	169
投资现金流	-73	-95	-315	-160	-60	-10	-10
融资现金流	-10	-5	220	-29	-80	-165	-159
现金流净增加额	-57	4	58	-70	20	0	0
财务指标							
成长性							
收入增长率	6.9%	36.5%	28.9%	18.6%	8.0%	9.9%	11.1%
EBIT 增长率	-16.7%	59.0%	39.1%	17.3%	12.5%	15.1%	11.1%
净利润增长率	-47.2%	96.5%	63.7%	4.8%	14.5%	26.3%	19.6%
利润率							
毛利率	55.4%	58.3%	59.3%	57.8%	58.5%	60.0%	60.0%
EBIT 率	25.3%	29.5%	31.8%	31.5%	32.8%	34.3%	34.3%
净利润率	6.2%	9.0%	11.4%	10.1%	10.7%	12.3%	13.2%
收益率							
净资产收益率(ROE)	2.9%	5.3%	8.1%	7.8%	8.2%	9.4%	10.1%
总资产收益率(ROA)	1.5%	2.6%	3.2%	3.2%	3.6%	4.8%	5.9%
投入资本回报率(ROIC)	3.1%	5.1%	6.2%	6.4%	7.3%	9.1%	10.8%
运营能力							
存货周转天数	380	500	415	438	440	435	437
应收账款周转天数	3	3	3	3	3	3	3
总资产周转天数	1552	1246	1299	1161	1087	938	810
净利润现金含量	2.27	4.72	4.19	3.11	3.66	3.17	2.56
资本支出/收入	-41%	-37%	-98%	-42%	-15%	-2%	-2%
偿债能力							
资产负债率	47.2%	48.9%	58.5%	56.5%	52.1%	43.0%	32.4%
净负债率	58.3%	58.8%	91.4%	103.3%	81.0%	48.5%	20.5%
估值比率							
PE	50.9	77.1	48.3	46.1	40.3	31.9	26.7
PB	1.5	4.1	3.9	3.6	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	11.1	18.1	13.9	12.0	10.2	8.5	7.3
P/S	3.2	6.9	5.5	4.6	4.3	3.9	3.5
股息率	0.4%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

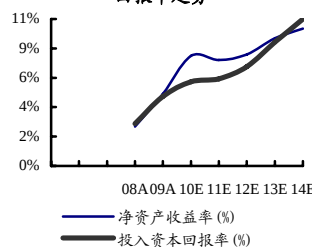
股票绝对涨幅和相对涨幅



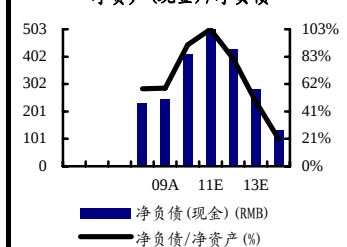
利润率趋势



回报率趋势

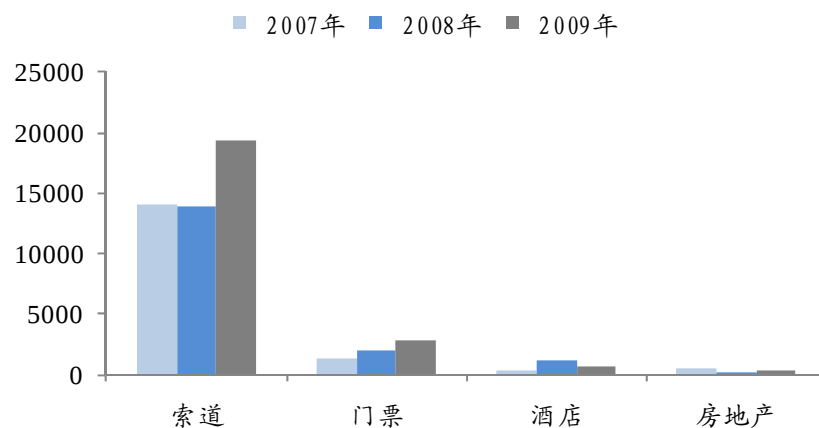


净资产(现金)/净负债



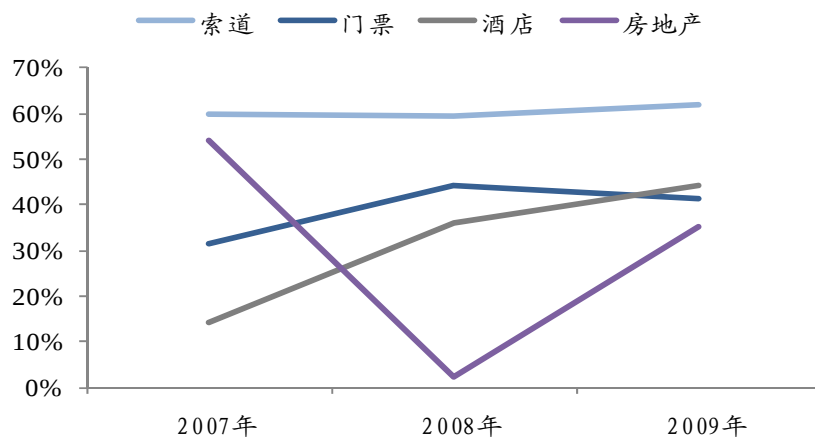
- **业绩基本符合预期。**2009 年公司实现营业收入 2.48 亿元，同比上升 36.53%；实现营业利润 5302 万元，同比增加 65.85%。实现净利润 2222 万元，同比增长 96.48%，对应 EPS0.19 元，基本符合我们之前预期的 0.17 元。
- **2009 年业绩增长主要来源于：1) 三大景区业绩增长良好。**华山索道 2009 年实现营业收入 1.2 亿元，同比增长 34%；海南索道公司、猴岛公园共实现营业收入 4580 万元，同比增长 38%，共实现净利润 1865 万元，同比增长 74%；**2) 募投项目贡献业绩。**梵净山索道项目 2009 年实现营业收入 1885 万元，贡献净利润 262 万元；华山宾馆实现净利润 164.14 万元，同比增长 36%；**3) 公司费用控制较好。**如营业费用增长幅度（20%）低于收入增幅（35.5%），一方面是由于旅游行业自身特点，边际成本随项目成熟度递减；另一方面是由于公司进行了一系列经营机制改革创新，提高了经营效率。
- **各景区经营情况多数持续向好。**1) 华山索道净利润同比增长 45.7%，主要源自游客人数同比增长 16%以及 2009 年 6 月 15 日起实施了旺季浮动票价；2) 海南索道和猴岛公园受益于海南旅游的火爆，游客人数同比增长 40%，净利润同比分别增长 62%和 112%；3) 内蒙古青山索道由于经营改革扭亏为盈，实现利润 16.3 万元；4) 庐山、珠海景区由于竞争力减弱，2009 年净利润分别下滑 25%和 5.3%。
- **公司定向增发支撑未来业绩增长。**公司调整了定向增发的方案，增发不超过 3000 万股（比原先方案少了 500 万股），新增湖北崇阳雩水河休闲景区项目用以替代神农架地产项目和偿还银行贷款项目。此次方案更加突出了海南国际旅游岛、鄂西生态文化旅游圈两个概念，有助于公司发挥项目间的协同效应。我们预计项目将在 2011 年开始陆续为公司贡献收益。同时，定向增发的成功也将有助于缓解资金缺口，降低财务费用。
- **海南地产项目业绩锁定。**公司在海南合作开发的塔岭天籁谷休闲养生会馆项目（原名养老公寓）将受益于海南旅游岛的建设。目前公司计划 2010 年完成销售一期公寓、别墅的全部、商铺的 50%；完成销售二期建设面积 30,000 平米。根据公司 2008 年底公布的调整后合作开发利润分配方案，该项目利润存在上限（3000 万元）。我们预期未来 2-3 年内能总共增厚公司业绩 0.25 元。
- **短期估值偏高，维持中性评级。**我们认为，公司跨地区发展扩张和资源深度开发模式尽管值得期待，但会面临市场培育期利润贡献不足、资金面趋紧的问题。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.30、0.32 元、0.36 元。从估值上看，**不考虑海南地产项目，2010-2012 年 EPS 为 0.25、0.22、0.26，目前对应 2010 年 PE 已为 59 倍，短期估值偏高，维持“中性”评级。**

图 1: 公司细分业务收入 (单位: 万元)



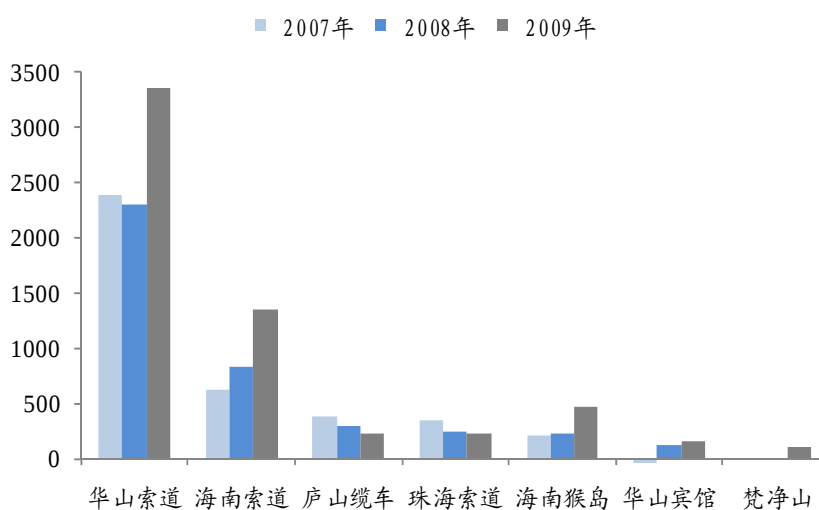
数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

图 2: 公司细分业务毛利率



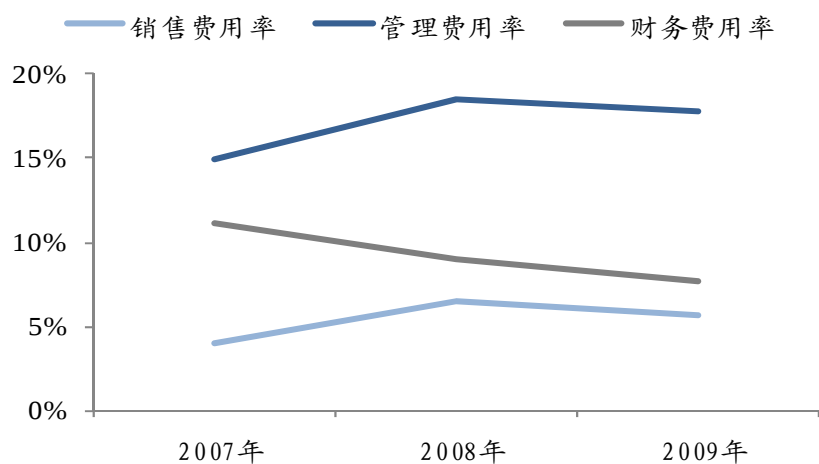
数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

图 3: 各主要景区权益净利润 (单位: 万元)



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

图 4: 公司 2009 年三项费用率有所下降



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。
以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		