

旅游综合III

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

6-12个月目标价: 16.00元

当前股价: 14.61元

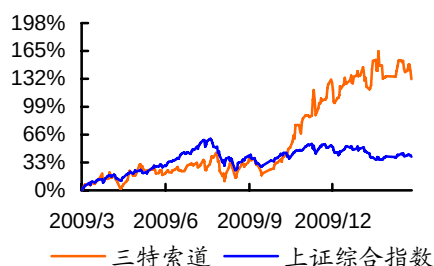
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3013.41
总股本(百万)	120
流通股本(百万)	76
流通市值(亿)	11
EPS (TTM)	0.19
每股净资产(元)	3.60
资产负债率	48.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
三特索道	-1.42	2.89	78.17
上证综合指数	-0.16	-7.20	0.79



相关报告

《三特索道-二线景区迎来大发展 公司业绩实现快速增长》2010-2-10

《三特索道-多轮驱动实现业绩超预期增长》2009-10-22

《三特索道-2009 年中期业绩电话会议纪要》2009-8-27

三特索道

002159

推荐

发展模式渐获市场肯定 未来进入发展快车道

投资要点:

- 消费升级加上交通改善使得二三线景区迎来机遇期, 公司未来经营具有很强的爆发力。旅游资源具有极强的稀缺性, 在旅游大众化时代尤为如此。随着国内四通八达的快速交通网络的建成, 以及消费升级、休假制度改革带来的中短途休闲旅游热, 二线景区将迎来发展的春天, 有望获得比行业更快的增速, 这已在近年黄金周的数据统计中得到印证。公司通过市场化方式在全国范围内从事旅游资源的规模化经营, 已经形成了“经营一批、建设一批、储备一批”的开发模式。交通改善以及大众旅游时代来临使得公司二线景区盈利周期大大缩短, 梵净山项目开业首年即实现盈利就是典型案例。
- 公司的资源开发模式经历了从纯索道经营到整体综合开发的转变。94年以前, 公司处于多元化经营探索阶段; 95-00年, 公司开始了以华山索道为代表的索道专业化经营; 00-05年, 公司涉足了景区门票经营, 以海南猴岛公园为代表; 06年至今, 公司则逐渐涉足了旅游地产的经营。可以说, 公司的资源开发模式与整个旅游市场的发展规律相契合。按公司高管解读, 未来旅游公司价值的两大衡量标准将是资源与土地。
- 公司未来在全国将形成三大主要战略区域: 湖北+海南+贵州。湖北是公司总部所在地, 有良好的社会关系, 资源扩张容易获得支持; 海南是中国最具独特旅游资源的区域, 公司已经拥有了较好的经营基础; 贵州是中国旅游资源开发的洼地, 有绝佳的资源但并没有系统性的开发, 公司已经以梵净山项目树立了品牌。此外, 公司这种区域战略可以充分利用既有人力, 规避人才瓶颈, 且未来方便进行整合营销。
- 公司未来三年经营的看点和风险点。受益于郑西高铁的通车以及其他高速交通网络建设, 华山索道未来仍将保持较快的增长, 试行一年的索道淡季浮动价格将继续执行; 受益于国际旅游岛建设, 海南猴岛公园的客流将继续保持高速增长, 人均有效票价将稳步提升; 梵净山旅业开业当年即跨过盈亏平衡点, 未来3-5年更是具有追赶华山索道的盈利潜力。旅游地产方面, 海南塔岭天籁谷项目未来三年可至少贡献3000万元收入, 今年预期贡献至少1000万元; 神农架民俗商业街项目随着交通条件改善开发步伐有望加快; 汉正街索道大厦项目今年起将正式启动招商引资续建工作。公司未来最大的风险因素是由陕旅集团投资兴建的华山西峰索道将在三年后与现有索道形成一定竞争。
- 维持“推荐”投资评级。假设10年三季度完成定向增发, 我们保守预测公司2010-2012年全面摊薄后的EPS分别为0.33、0.43、0.54元。公司已逐渐实现业绩的多轮驱动, 业绩稳定性具有较强保障。虽然公司短期估值已趋于合理, 但我们看好公司中长期业绩爆发潜力, 维持“推荐”投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	248	355	429	492
同比(%)	37%	43%	21%	15%
归属母公司净利润(百万元)	22	49	64	81
同比(%)	96%	120%	31%	25%
毛利率(%)	58.3%	55.8%	56.3%	57.0%
ROE(%)	5.3%	7.1%	9.9%	11.2%
每股收益(元)	0.15	0.33	0.43	0.54
P/E	98.63	44.76	34.10	27.18
P/B	5.24	3.17	3.37	3.03
EV/EBITDA	19	13	10	9

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 对上市公司利润贡献突出的七家控股子公司

公司简称	股权比例(%)	09 年净利润 (万元)	08 年净利润 (万元)	同比变化比例	对合并净利润的影响比例
华山三特	75	4473	3070	45.70 %	201.33 %
海南三特	100	1349	832	62.03 %	60.70 %
猴岛旅业	90	523	249	112.08%	23.79%
庐山三叠	75	296	394	-24.97 %	13.31%
珠海景山	90	249	263	-5.33%	11.22%
华山宾馆	95.83	163	129	26.25%	7.32%
梵净山旅业	99.6	109			4.88%

资料来源: 中投证券研究所

关键假设:

假设 2011 年后西部大开发优惠政策继续保留, 华山三索继续执行 15 % 优惠税率;
假设定向增发 3000 万股于 2010 年第三季度完成。

表 2: 三特索道各主营业务增长预测

主营业务类别	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)				
索道营运收入	194.3	242.9	279.3	312.8
公园门票收入	28.5	37.1	42.6	49.0
房地产销售收入	3.3	40.0	64.0	80.0
酒店餐饮收入	6.8	13.6	17.7	21.3
其他业务收入	15.0	21.0	25.0	29.0
合计:	247.9	354.6	428.6	492.1
索道营运成本	74.1	92.3	104.7	117.3
公园门票成本	16.6	21.5	24.7	28.4
房地产销售成本	2.2	24.0	35.2	40.0
酒店餐饮成本	3.8	7.5	9.6	11.3
其他业务成本	6.8	11.3	13.0	14.5
合计:	103.5	156.6	187.2	211.5

资料来源: 中投证券研究所

表 3: 公司计划以不低于 8.35 元/股非公开发行不超过 3000 万股募集不超过 2.505 亿元

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	使用募集资金 (万元)	建设周期	新增营业收入 (万元)	新增净利润 (万元)
1	海南浪漫天缘海上运动休闲中心项目	8200	6300	14 个月	3802	935
2	湖北保康九路寨生态旅游 区一期项目	5000	4500	1.7 年	1574	447
3	湖北南漳古山寨旅游区一 期项目	4000	3500	1 年	1150	394
4	湖北咸丰坪坝营生态旅 游	4900	4400	1.5 年	1522	538

	区二期项目					
5	湖北崇阳雩水河休闲景区项目	4850	4350	1.33	1527	467
	小计	26950	23050		9575	2781
6	补充流动资金	2000	2000			
	总计	28950	25050			

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	299	443	412	471
现金	92	193	96	99
应收账款	2	3	4	4
其它应收款	10	22	23	26
预付账款	7	17	19	19
存货	186	207	270	322
其他	1	1	1	1
非流动资产	547	638	721	711
长期投资	3	7	7	7
固定资产	399	472	544	569
无形资产	44	44	45	45
其他	101	115	126	90
资产总计	846	1081	1133	1182
流动负债	242	195	277	241
短期借款	147	100	188	138
应付账款	1	3	3	3
其他	94	92	87	99
非流动负债	172	172	172	172
长期借款	172	172	172	172
其他	0	0	0	0
负债合计	414	367	449	413
少数股东权益	14	23	34	47
股本	120	150	150	150
资本公积	154	354	254	254
留存收益	144	187	246	318
归属母公司股东权益	418	691	650	722
负债和股东权益	846	1081	1133	1182

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	105	54	86	132
净利润	26	57	75	93
折旧摊销	35	48	60	72
财务费用	19	10	11	14
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	20	-63	-62	-48
其它	4	1	1	1
投资活动现金流	-95	-136	-144	-63
资本支出	93	140	140	60
长期投资	0	-6	0	0
其他	-2	-3	-4	-3
筹资活动现金流	-5	183	-39	-67
短期借款	11	-47	88	-49
长期借款	48	0	0	0
普通股增加	0	30	0	0
资本公积增加	0	200	-100	0
其他	-63	0	-27	-17
现金净增加额	4	101	-97	3

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	248	355	429	492
营业成本	103	157	187	212
营业税金及附加	13	18	21	25
营业费用	14	20	24	28
管理费用	44	50	58	65
财务费用	19	10	11	14
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	53	99	126	148
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	49	99	126	148
所得税	23	42	50	55
净利润	26	57	75	93
少数股东损益	4	8	11	13
归属母公司净利润	22	49	64	81
EBITDA	107	157	197	234
EPS (元)	0.19	0.33	0.43	0.54

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	36.5%	43.0%	20.9%	14.8%
营业利润	65.9%	86.7%	26.8%	18.0%
归属于母公司净利润	96.5%	120.4%	31.2%	25.5%
获利能力				
毛利率	58.3%	55.8%	56.3%	57.0%
净利率	9.0%	13.8%	15.0%	16.4%
ROE	5.3%	7.1%	9.9%	11.2%
ROIC	5.8%	7.7%	8.5%	10.2%
偿债能力				
资产负债率	48.9%	34.0%	39.7%	35.0%
净负债比率	81.73	84.52%	86.40	83.28%
流动比率	1.24	2.27	1.49	1.95
速动比率	0.46	1.21	0.51	0.62
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.37	0.39	0.43
应收账款周转率	126	121	119	115
应付账款周转率	77.53	76.32	55.47	64.43
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.33	0.43	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.36	0.57	0.88
每股净资产(最新摊薄)	2.79	4.61	4.33	4.81
估值比率				
P/E	98.63	44.76	34.10	27.18
P/B	5.24	3.17	3.37	3.03
EV/EBITDA	19	13	10	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 中国国旅、中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434