

三特索道(002159.sz)

大开发，待收益

周户 酒店旅游传媒 研究员

电话: 010-15330229533

eMail: zh5@gf.com.cn

索道及房地产业务支撑上半年业绩增长

上半年，主营业务收入同比增长 64%，净利润增长 27%，每股收益 0.03 元。其中，主营业务收入 84%来自于索道营运和房地产收入。而净利润增速较低，原因在于毛利率同比下降 10.6 个百分点。这又源于自然灾害、旅游淡季以及三个景区开业不久，导致亏损 973 万元。

景区运营及酒店驱动下半年业绩增长

旅游旺季的到来、景点的新增、交通的改善以及新景区持续运营将促使下半年索道及景区业务收入快速提升。预计下半年，二者合计较上半年将增长 74%。同时，坪坝营帐篷宾馆的开业以及华山宾馆附楼酒店的推出，预计酒店业务收入下半年较上半年同比增长 106.68%。

地产业务将是公司业绩爆发性增长的动力源

截至目前，公司旅游房地产项目储备规划面积约 94.73 万平米，地产业务可持续。预计 2012 年将结算 1.38 亿元，同比增长 187.2%。

10 年净利润同比增长 19.4%

预计公司 10、11 年，净利润分别增长 19.4%和 46.6%。考虑到公司处于景区大开发阶段，而收益将逐年快速实现；再考虑到公司获取资源的能力以及盈利模式的优越性，公司长期价值凸显。但目前股价对公司快速成长能力提前反映。因此，给予短期持有，长期买入的评级。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	181.57	247.90	346.55	451.70	643.90
EBITDA(百万元)	71.04	100.79	114.04	137.83	172.86
净利润(百万元)	11.31	22.22	26.52	38.87	55.00
净利润增长率	-47.25%	96.48%	19.38%	46.55%	41.48%
每股收益(元)	0.094	0.185	0.22	0.32	0.46
市盈率	50.96	77.11	80.35	54.82	38.75
市净率	1.45	4.10	4.79	4.41	3.96
EV/EBITDA	11.52	19.58	20.97	16.57	12.70
每股红利(元)	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	0.35	0.00%	0.00%	0.00%

来源: 武汉三特索道集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

持有

当前价格(元)	17.76
目标价格(元)	18.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	5.71%	13.48%	111.28%
沪深 300	5.24%	-0.06%	-17.10%

股票数据

总股本(万股)	12,000.00
流通 A 股(万股)	7,613.29
主要股东:	
武汉东湖新技术开发区发展总公司	
主要股东持股比例	14.64%
流通 A 股比例	63.44%

财务比率

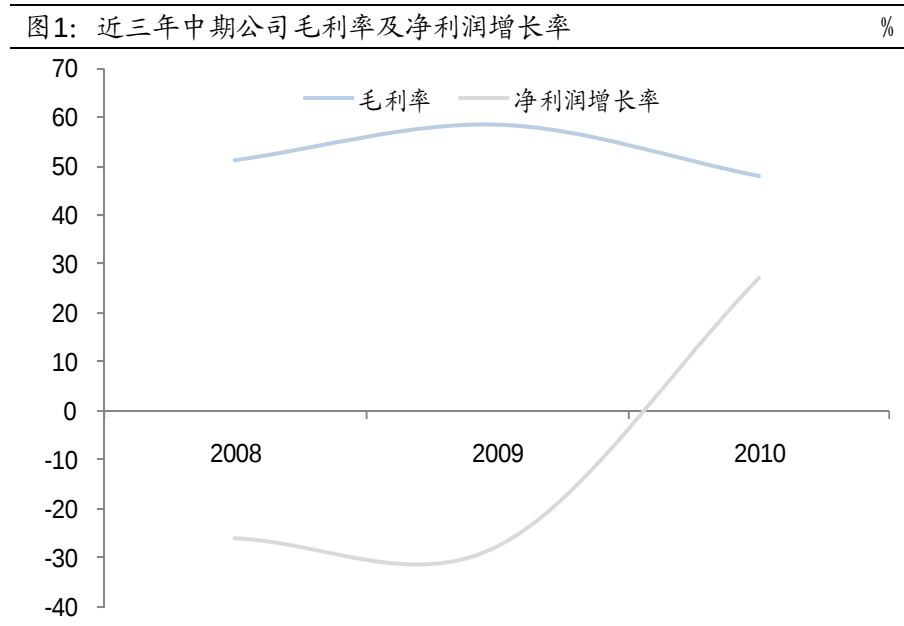
ROE	5.31%
ROA	8.37%
资产负债率	48.87%
每股净资产(元)	3.48

2009 年报数据.

索道及房地产业务支撑上半年业绩增长

报告期内，公司主营业务收入同比增长63.99%，净利润同比增长27.21%，实现每股收益0.03元。其中，主营业务收入84.42%来自于索道营运和房地产结算收入，尤其是79%的索道运营收入来自于华山索道和海南两公司。而净利润增速相比主营业务收入较低，主要原因在于主营业务毛利率同比下降10.6个百分点。这又源于自然灾害、1-4月旅游淡季以及三个景区开业不久，导致亏损973万元。

图1：近三年中期公司毛利率及净利润增长率



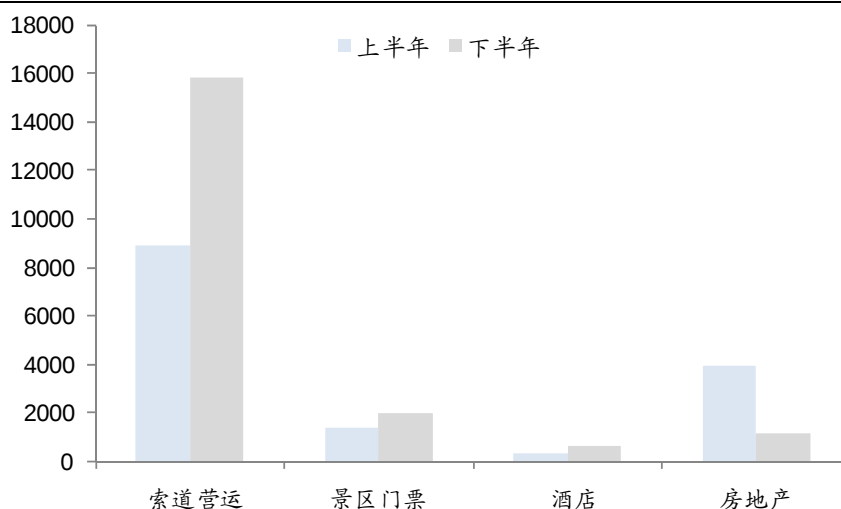
数据来源：公司公告、广发证券研发中心

景区运营及酒店驱动下半年业绩增长

旅游旺季的到来、华山索道提价效应的延后、梵净山景区景点的新增以及交通的改善，还有武夷山景区的持续运营将促使下半年**索道及景区业务收入快速提升**。预计下半年，仅二者合计**将较上半年将增长73.52%**。同时，随着坪坝营帐篷宾馆的开业运营以及华山宾馆附楼普通客房和豪华套房的推出，预计可为公司贡献286.34万元收入，**酒店业务收入下半年较上半年同比增长106.68%**。而房地产业务受政策调控的影响，销售进度仍将处于低位，预计下半年较上半年收入将下降70.93%。**景区运营及酒店业务收入驱动下半年业绩增长**。

图2：下半年及上半年公司主营业务构成比较

万元



数据来源：公司公告、广发证券研发中心

地产业务将是公司业绩爆发性增长的动力源

截至目前，公司景区内旅游房地产项目储备规划面积约94.73万平方米。而10年上半年公司仅结算约1.1万平方米，公司地产业务可持续，而且存在快速提升的可能。依据我们的预测，由于房地产调控的影响以及宜巴高速的改造，将致使地产业务11年结算收入同比下降6.1%。但随着宜巴高速的通车预期以及景区运营的成熟，公司地产业务收入将逐步提升。预计2012年仅神农架和天籁谷项目即可贡献1.38亿元收入，同比增长187.2%。地产业务将是公司业绩爆发性增长的动力源。

表 1：公司房地产项目结算进度预测

元/平方米，万平方米，万元

	2010			2011			2012		
	结算均价	结算面积	结算收入	结算均价	结算面积	结算收入	结算均价	结算面积	结算收入
神农架一、二期	2850	0.18	524.97	2900	0.20	587.598	3500	2.00	7000
海南天籁谷养老公寓	4000	1.14	4573.2	4200	1.00	4200	4500	1.50	6750
合计	3840.43	1.33	5098.17	3980.97	1.20	4787.60	3928.57	3.50	13750.00

注：由于温泉小镇旅游地产项目正在调整规划，因此未考虑其在2012年以前的业绩贡献。

数据来源：公司公告、广发证券研发中心

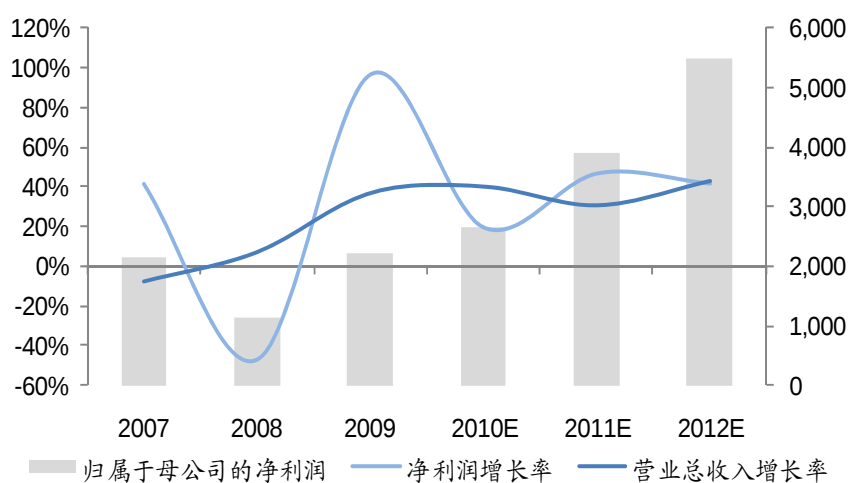
盈利预测和评级

预计公司2010、2011年主营业务收入分别增长39.8%和30.34%，净利润分别增长19.4%和46.6%，相应EPS分别为0.22和0.32元。考虑到公司处于景区大开发阶段，而收益将逐年快速实现；再考虑到公司快速获取资源的能力以及盈利模式的优越性，公司长期价值凸显。然而，目前2010年动态PE高达80倍，是对公司快速成长能力的提前反映。因此，给予短期持有，

长期买入的投资评级。

图3: 公司盈利能力预测

万元, %



数据来源: 公司公告、广发证券研发中心

风险提示

公司景区大都处于四线城市, 受交通限制, 其可进入性将影响景区运营。同时, 房地产市场调控以及景区处于培育期等都将使公司业绩存在波动性。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	92.25	155.95	316.19	386.34	
应收账款	2.36	1.90	2.48	3.53	
预付款项	6.65	73.77	6.38	6.28	
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	10.38	10.44	10.52	11.47	
存货	186.49	179.66	233.17	343.90	
流动资产合计	298.71	421.72	568.74	751.51	
长期股权投资	2.88	14.88	19.88	19.88	
固定资产	399.33	358.56	327.77	296.99	
在建工程	56.85	88.85	88.85	88.85	
无形资产	44.07	44.07	44.07	44.07	
长期待摊费用	3.70	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产	0.92	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	547.42	512.72	486.93	456.14	
资产总计	846.14	934.44	1055.67	1207.65	
短期借款	147.00	163.96	216.53	198.17	
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	0.67	0.54	0.70	0.69	
预收款项	10.07	1.73	22.59	128.78	
应付职工薪酬	8.69	6.56	6.38	6.28	
应交税费	7.09	8.66	9.03	9.66	
应付利息	0.43	0.00	0.00	0.00	
应付股利	3.05	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	25.75	42.58	52.35	45.55	
流动负债合计	241.54	218.27	293.77	381.04	
长期借款	172.00	252.00	252.00	252.00	
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	172.00	252.00	252.00	252.00	
负债合计	413.54	470.27	545.77	633.04	
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	
资本公积	153.89	153.89	153.89	153.89	
盈余公积	45.74	49.72	55.55	63.80	
未分配利润	98.51	121.06	154.10	200.85	
少数股东权益	14.45	19.50	26.36	36.07	
负债股东权益总计	846.14	934.44	1055.67	1207.65	
每股净资产(元)	3.48	3.71	4.03	3.71	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	247.90	346.55	451.70	643.90	
营业成本	103.49	163.94	212.77	313.81	
营业税金及附加	12.90	18.23	23.49	33.48	
销售费用	14.17	22.42	27.10	38.63	
管理费用	44.22	59.09	81.31	115.90	
财务费用	18.92	17.31	19.09	17.64	
资产减值损失	1.19	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.02	-0.65	0.00	0.00	
营业利润	53.02	64.91	87.95	124.43	
营业外收入	0.10	-4.19	0.00	0.00	
营业外支出	4.29	0.00	0.00	0.00	
利润总额	48.83	60.73	87.95	124.43	
所得税费用	22.51	29.15	42.22	59.73	
净利润	26.32	31.58	45.73	64.71	
归属于母公司净利润	22.22	26.52	38.87	55.00	
少数股东损益	4.10	5.05	6.86	9.71	
EPS(元)	0.19	0.22	0.32	0.46	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	104.89	10.77	136.44	113.09	
投资活动现金流量	-95.49	-2.22	-5.00	0.00	
筹资活动现金流量	-4.98	55.14	28.80	-42.95	
现金及现金等价物净增加额	4.43	63.70	160.25	70.14	
期末现金余额	92.25	155.95	316.19	386.34	
每股经营活动现金流(元)	0.87	0.09	1.14	0.94	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	36.53%	39.80%	30.34%	42.55%	
营业利润增长率	65.85%	22.44%	35.49%	41.48%	
毛利率	58.25%	52.69%	52.90%	51.26%	
营业利润率	21.39%	18.73%	19.47%	19.32%	
净利率	8.96%	7.65%	8.61%	8.54%	
净资产收益率	5.31%	5.97%	8.04%	10.21%	
总资产收益率	2.63%	2.84%	3.68%	4.55%	
流动比率	123.67%	193.21%	193.60%	197.22%	
资产负债率	48.87%	50.33%	51.70%	52.42%	
所得税税率	46.10%	48.00%	48.00%	48.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。