

公司研究

公司点评

首次评级：短期_中性，长期_A

业绩低于预期，房地产业务成为亮点

——三特索道(002159)公司点评

核心观点

1、业绩表现低于预期。公司上半年实现营业收入 1.52 亿元，实现归属于母公司股东净利润 366 万元，分别增长 64%和 27%，但扣除非经常性损益净利润下滑 12%，对应 EPS0.03 元，增长 50%，低于我们的预期。

2、梵净山、坪坝营和武夷山景区拖累业绩增长。自去年 4 月份正式开业的梵净山景区实现收入 872 万元，增长 79%，实现净利润-327 万元，比上年同期增亏 404 万元，表现差强人意，原因在于自然灾害和恶劣天气影响了景区运营和游客数量，同时较去年也增加了 1-4 月份的淡季时间，武夷山景区也遇到同样的问题。而坪坝营旅游区仍在培育期，收入增长 186%，净利润为-165 万元。以上景区的实际表现使得公司的收入与净利润增长形成较大差异。

3、核心索道业务稳定增长。对公司业绩贡献较大的华山索道虽然受到周边高速公路整修的影响，仍实现收入 5203 万元，增长 26%；海南索道实现收入 1813 万元，增长 25%。公司整体索道业务收入共计 8890 万元，增长为 25.7%，贡献毛利占总毛利的 70%左右。

4、房地产项目成为新的业绩增长点。受益于“海南国际旅游岛”建设的持续推进，上半年公司旗下海南塔岭旅业公司的房地产项目一期实现销售收入 3779 万元，贡献利润 817 万元，成为新的利润增长点，但一期未开工部分及二期项目的建设将根据区域整体规划进行调整，建设时间延后。

5、具备一定的资金压力，非公开增发尚待审批。上半年公司继续加快对湖北地区旅游资源的布局，加大储备力度，先后批准了 5 个项目共计 23,570 万元的收购、投资计划，而现有培育的项目也需要后续资金的投入，因此资金问题的解决较为迫切。目前公司计划募资 2.07 亿元的增发方案仍需得到主管部门的最终审批，近期审议通过的发行 1 亿元的短融券将有助于缓解资金压力。

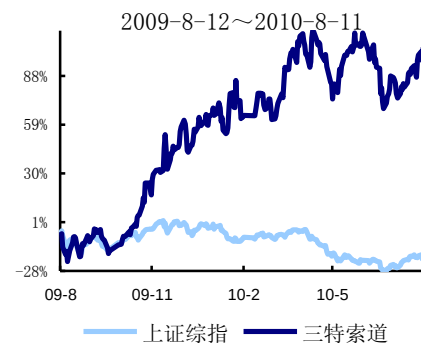
6、海南国际旅游岛建设提供中长期发展动力。随着《规划纲要》的出台，海南国际旅游岛建设开始提速，公司旗下的猴岛公园和塔岭公司将直接受益，未来业绩贡献程度上升值得期待。此外，国发 41 号文也将景区索道纳入到国家鼓励类产业目录，政策支持力度有望放大。

投资建议与估值：估值方面，预计公司未来三年 EPS 分别为 0.25 元、

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	247.9	388.6	494.9	618.6
同比增速(%)	36.5	56.7	27.3	25
净利润(百万)	22.22	29.5	38.6	50.3
同比增速(%)	96.5	32.5	31.1	30.2
EPS(元)	0.19	0.25	0.32	0.42
P/E		71	56	42

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	12000.00
流通A股(万股)	7613.29
52周内股价区间(元)	6.9-19.88
总市值(亿元)	22.08
总资产(亿元)	8.46
每股净资产(元)	3.48
目标价	6个月 12个月

相关报告

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940208040096

联系人: 王京乐

电话: 010- 84183317

Email: wangjingle@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

0.32 元和 0.42 元，对应 PE 为 71 倍、56 倍和 42 倍，估值偏高。我们始终看好公司作为景区综合开发运营商的商业模式，旗下二三线景区的成长也为中长期发展提供支撑，但景区开发周期一般较长，资金投入较大，短期盈利难以充分体现，现有景区经营也有待改善，关注公司后续增发的进展和项目的扭亏情况，首次给予“中性，A”的投资评级。

表 1：三特索道分季度业绩表现

指标	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入(亿元)	0.57	0.54	0.34	0.59	0.94	0.61	0.38	1.14
营业收入同比增长率	0.0%	25.6%	17.2%	40.5%	64.9%	13.0%	11.8%	93.2%
营业收入环比增长率	36%	-5%	-37%	74%	59%	-35%	-38%	200%
净利润(亿元)	0.07	0.02	-0.02	0.06	0.17	0.05	-0.11	0.16
净利润同比增长率	-36%	-71%	-	-14%	143%	150%	-	167%
EPS(元)	0.05	0.01	-0.02	0.04	0.12	0.04	-0.09	0.12
ROE(%)	1.4	0.4	-0.5	1.2	3.6	1.1	-2.8	3.7
ROA(%)	1.0	0.3	-0.2	0.7	2.0	0.6	-1.3	1.8
毛利率(%)	59.6	56.6	59.3	58.3	60.7	53.8	47.2	48.2
净利润率(%)	13.0	4.1	-5.3	10.1	18.2	8.2	-29.5	13.9
营业费用率(%)	1.8	14.2	5.4	5.9	5.5	6.0	8.6	5.8
管理费用率(%)	15.7	17.6	30.0	17.8	14.1	17.0	35.1	11.0
财务费用率(%)	8.1	5.7	12.9	9.9	4.1	8.0	14.6	5.5

资料来源：WIND、国都证券研究所

表 2：三特索道盈利预测

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	181.57	247.9	388.6	494.9	618.6
营业收入	181.57	247.9	388.6	494.9	618.6
收入增长率		36.5%	56.7%	27.3%	25.0%
二、营业总成本	149.65	194.9	324.9	411.3	509.8
营业成本	80.9	103.49	189.1	233.6	289.7
毛利率	55.4%	58.3%	51.3%	52.8%	53.2%
营业税金及附加	9.38	12.9	20.2	25.7	32.2
销售费用	11.8	14.17	23.3	29.2	35.3
管理费用	33.52	44.22	63.7	80.2	99.0
财务费用	16.41	18.92	28.0	42.1	53.2
资产减值损失	-2.36	1.19	0	0	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益					
投资净收益	0.05	0.02	0.05	0.05	0.05
汇兑净收益					
四、营业利润	31.97	53.02	63.7	83.6	108.8
加：营业外收入	0.13	0.16	0	0	0
减：营业外支出	3.02	4.34	0	0	0
五、利润总额	29.08	48.83	63.7	83.6	108.8
减：所得税	15	22.51	28.7	37.6	49.0
加：未确认的投资损失					

六、净利润	14.08	26.32	35.1	46.0	59.9
减：少数股东损益	2.77	4.1	5.6	7.4	9.6
归属于母公司所有者的净利润	11.31	22.22	29.5	38.6	50.3
净利润率	6.2%	9.0%	7.6%	7.8%	8.1%
七、每股收益：					
基本每股收益（元）	0.09	0.19	0.25	0.32	0.42

资料来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵		liyun@guodu.com
姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com
赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com