

旅游综合III

署名人: 曾光

执业证书编号: S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

6-12个月目标价: 20.00元

当前股价: 17.84元

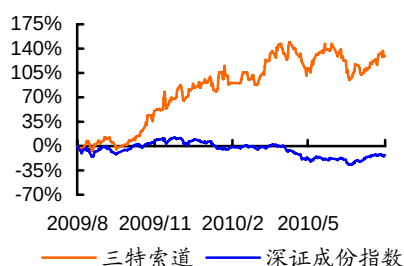
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	10886.57
总股本(百万)	120
流通股本(百万)	120
流通市值(亿)	21
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	6.95	9.78	20.72
深证成份指数	11.07	4.50	-11.53



相关报告

《三特索道-一季报表现欠佳属正常情况 不改全年业绩高速增长预期》2010-4-23

《三特索道-发展模式渐获市场肯定 未来进入发展快车道》2010-3-14

《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

002159

推荐

多因素叠加造成新景区短期盈利略低于预期

2010年上半年,公司实现营业收入1.52亿元,同比增长63.99%;实现营业利润1493万元,同比增长15.25%;实现归属于母公司所有者的净利润366万元,同比增长27.21%。上半年EPS0.03元。同时公司预计今年1-9月净利润同比增长小于50%。

投资要点:

- **业绩增长处于一季报公司预测下限,略低于预期。**在一季报中,公司预期受益于提价的华山索道公司、受益于“海南国际旅游岛”建设的海南索道公司的业绩有望大幅增长,而且海南塔岭旅业公司旅游地产项目一期也将确认销售收益,因此半年报业绩有望增长20%-50%。一季度华山索道公司收入增长26%,海南索道公司收入增长25%,而塔岭旅业公司实现收入3779万元,实现利润817万元,均基本符合预期。但09年4月新开业的梵净山旅业公司、咸丰坪坝营公司、武夷山索道公司增加亏损973万元,是导致业绩增长低于预期的关键原因。
- **上半年收入增长主要来自地产业务,其次是华山索道公司。**海南旅游地产业务上半年新增销售收入3779万元,占总收入增加额的64%。华山索道公司增加收入1085万元,占总收入增加额的18%。此外,梵净山旅业和海南索道公司合计收入增加额占比也达16%。
- **09年4月后新开业公司经营亏损略超预期。**上半年梵净山索道项目增亏404万元,咸丰坪坝营生态旅游区一期项目增亏139万元,而武夷山索道公司同样也大幅增亏。自然灾害和同比增加淡季经营时间是同比大幅增亏的主要原因。此外,我们认为,上海世博的分流也对公司的整体经营造成一定的负面影响,而这种影响下半年可能仍将持续,但下半年新兴景区的内在增长仍可能具有一定的超常规潜力。
- **定向增发预计进展将会加快,短期内存在资金缺口。**在地产项目融资被有关部门从严审核后,公司的定向增发方案遭遇两次调整,而最新方案中一项融资项目也因相关部门的严格解读而进展缓慢。而在国务院明确表态要求加大对旅游企业的金融支持力度背景下,上市公司的再融资将有可能在积极沟通前提加快进展。在公司10余个项目先后开工建设背景下,因定向增发短期受阻,公司拟发行1亿元短融券。
- **维持公司“推荐”投资评级。**在公司现有股价水平下,定向增发超额募集资金是大概率事件,这将一定程度上对冲股本扩张带来的负面影响。暂不考虑增发情况下,我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.39、0.50、0.65元。未来3-5年,公司将从资源扩张阶段迈向精细化耕作阶段,这将成为公司业绩释放的转折期,ROE水平也将有望止跌上行。短期来看,公司动态PE水平偏高,但从所握资源重估值与公司市值对照判断,公司现有股价仍有较强支撑。我们看好未来可能推出的管理层股权激励与全国交通大变革等多因素共振背景下公司业绩的喷发。持续看好公司未来的发展前景,维持“推荐”投资评级。
- **风险提示:**二三线景区的盈利周期低于预期;自然灾害等系统性风险。

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	47	60	78
同比(%)	96%	110%	30%	28%
毛利率(%)	58.3%	55.8%	56.3%	57.0%
ROE(%)	5.3%	10.2%	11.8%	13.3%
每股收益(元)	0.19	0.39	0.50	0.65
P/E	96.35	45.91	35.42	27.59
P/B	5.12	4.67	4.17	3.67
EV/EBITDA	22	15	12	10

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 三特索道 2010 年中报各主要财务指标同比变化情况

指标 (单位: 百万元)	2010H1	2009H1	同比增加 (%)
索道营运收入	88.90	70.72	25.70%
公园门票收入	13.89	12.84	8.17%
旅游地产收入	39.50	0.49	8018.60%
营业总收入	152.09	92.75	63.99%
营业总成本	136.51	79.79	71.10%
营业成本	79.12	38.35	106.33%
营业税金及附加	8.01	4.56	75.45%
销售费用	9.85	5.29	86.24%
管理费用	25.94	20.62	25.77%
财务费用	11.86	10.18	16.49%
资产减值损失	1.73	0.78	122.04%
投资收益	-0.64	0.00	—
营业利润	14.93	12.96	15.25%
营业外收入	0.06	0.03	90.34%
营业外支出	0.50	0.84	-40.79%
利润总额	14.50	12.16	19.32%
所得税费用	9.93	7.95	24.95%
净利润	4.57	4.20	8.68%
归属于母公司所有者的净利润	3.66	2.87	27.21%
少数股东损益	0.91	1.33	-31.35%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2: 三特索道 2010 年中报重要财务比率的同比变化

指标	2010H1	2009H1	同比增减
索道营运业务毛利率	58.01%	60.61%	-2.60%
公园门票业务毛利率	32.45%	52.06%	-19.62%
旅游地产业务毛利率	33.41%	29.19%	4.21%
综合毛利率	47.98%	58.65%	-10.68%
销售费用率	6.48%	5.70%	0.77%
管理费用率	17.05%	22.24%	-5.18%
财务费用率	7.80%	10.98%	-3.18%
期间费用率	31.33%	38.92%	-7.59%
净资产收益率	0.89%	1.02%	-0.13%

资料来源: 中投证券研究所

图 1: 三特索道 2006-2010 年中报营业收入

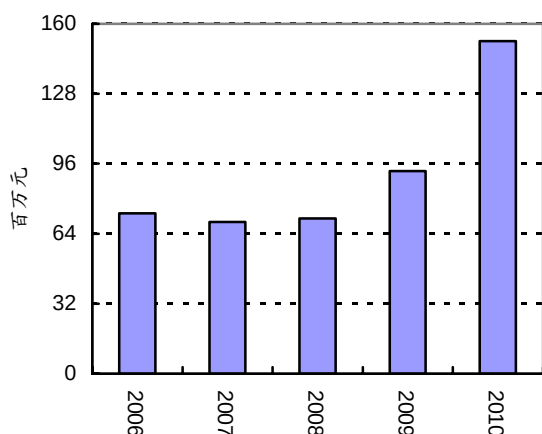
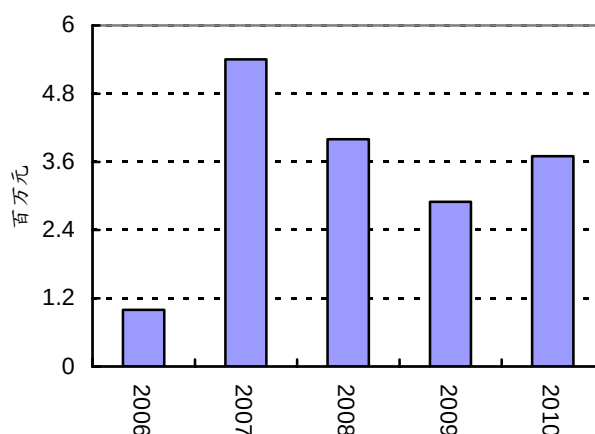


图 2: 三特索道 2006-2010 年中报净利润



资料来源: Wind、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;

表 3: 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 4: 公司 2009 年非公开发行 A 股股票预案 (二次调整)

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区二期项目	4900	4400	1.5 年	1522	538
	小计	22150	18700		9575	2781
6	补充流动资金	2000	2000			
	总计	24100	20700			

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5：2009 年相关子公司盈利情况

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

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	299	358	412	471	营业收入	248	355	429	492
现金	92	108	96	99	营业成本	103	157	187	212
应收账款	2	3	4	4	营业税金及附加	13	18	21	25
其它应收款	10	22	23	26	营业费用	14	20	24	28
预付账款	7	17	19	19	管理费用	44	50	58	65
存货	186	207	270	322	财务费用	19	15	19	19
其他	1	1	1	1	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	547	638	721	711	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	7	7	7	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	399	472	544	569	营业利润	53	94	118	143
无形资产	44	44	45	45	营业外收入	0	0	0	0
其他	101	115	126	90	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	846	997	1133	1182	利润总额	49	94	118	143
流动负债	242	343	414	381	所得税	23	40	47	53
短期借款	147	248	324	278	净利润	26	55	71	90
应付账款	1	3	3	3	少数股东损益	4	8	10	12
其他	94	92	87	99	归属母公司净利润	22	47	60	78
非流动负债	172	172	172	172	EBITDA	107	157	197	234
长期借款	172	172	172	172	EPS (元)	0.19	0.39	0.50	0.65
其他	0	0	0	0					
负债合计	414	515	586	553	主要财务比率				
少数股东权益	14	22	33	45	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	120	120	120	120	成长能力				
资本公积	154	154	154	154	营业收入	36.5%	43.0%	20.9%	14.8%
留存收益	144	185	240	310	营业利润	65.9%	77.8%	25.3%	20.8%
归属母公司股东权益	418	459	514	584	归属于母公司净利润	96.5%	109.9%	29.6%	28.4%
负债和股东权益	846	997	1133	1182	获利能力				
					毛利率	58.3%	55.8%	56.3%	57.0%
					净利率	9.0%	13.2%	14.1%	15.8%
					ROE	5.3%	10.2%	11.8%	13.3%
					ROIC	5.8%	7.7%	8.5%	10.2%
					偿债能力				
					资产负债率	48.9%	51.7%	51.7%	46.8%
					净负债比率	81.73	88.97%	89.58	87.51%
					流动比率	1.24	1.04	1.00	1.24
					速动比率	0.46	0.44	0.34	0.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.38	0.40	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)	0.19	0.39	0.50	0.65
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.46	0.74	1.12
					每股净资产(最新摊薄)	3.48	3.82	4.28	4.86
					估值比率				
					P/E	96.35	45.91	35.42	27.59
					P/B	5.12	4.67	4.17	3.67
					EV/EBITDA	22	15	12	10

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