

社会服务行业

报告原因：半年报点评

2010 年 8 月 12 日

市场数据：2010 年 8 月 11 日

总股本(亿股)	1.2
收盘价(元)	18.40
流通股本(亿股)	0.76
流通市值(亿元)	13.98
1 年内最高最低价(元)	19.88 元 /6.90 元

基础数据：2010 年 6 月 31 日

资产负债率	53.69%
毛利率	47.98%
净资产收益率(加权)	0.89%

相关研究：

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760207120049

电话：010-82190386

邮箱：jialiguo@sxzq.com

联系人：

张小玲、孟军

电话：0351-8686990

010-82190365

邮箱：zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

三特索道 (002159)

搭乘政策春风 实现扩张中增长

增持

维持评级

公司研究/点评报告

半年报概述

报告期公司实现营业收入 15,209 万元，比上年同期增长 63.99%；实现营业利润 1,493 万元，比上年同期增长 15.25%；实现净利润 457 万元，比上年同期增长 8.68%，其中归属于母公司所有者的净利润 366 万元，比上年同期增长 27.21%。

点评

- 公司中报业绩增长低于我们预期。公司主营业务仍以观光索道运营为主、景区及旅游地产开发经营为辅。公司属资源型旅游企业，公司中期业绩低于我们预期。
- 收入增速低于成本增速导致公司净利润增速小于收入增速。营业收入报告期比上年同期增加 5,935 万元，增长 63.99%，主要是本期海南塔岭旅业公司景观地产项目新增销售收入 3,779 万元、华山索道公司增加收入 1,085 万元、梵净山旅业公司增加收入 585 万元、海南索道公司增加收入 360 万元；营业成本报告期末比上年同期增加 4,077 万元，增长 106.33%，主要是海南塔岭旅业公司景观地产项目新增 2,508 万元、梵净山旅业公司增加 641 万元、华山索道公司增加 456 万元、武夷山索道公司增加 175 万元、咸丰坪坝营公司增加 163 万元所致。
- 新增项目是造成上半年营业收入增长幅度与净利润增长幅度差异大的主要原因。2009 年 4 月以后开业的项目公司梵净山旅业公司、咸丰坪坝营公司、武夷山索道公司本期同比增加收入 683 万元、增加亏损 973 万元，拉大了收入与净利润增长幅度差距。三子公司报告期出现较大亏损的原因，一是先后出现的长时间异常气候干旱、暴雨等自然灾害的影响；二是本期对比增加了 1—4 月旅游淡季经营时间。
- 公司的扩张战略导致公司的资产盈利能力同比逐年下降。分析最近四年公司中报，我们可以看出公司的净资产收益率从 2007 年中报的 2.48% 下降到 2010 年中期的 0.89%，投入资本回报率从 2007 年中报的 1.07% 下降到了 0.46%（见图表 1：公司最近四年中报净资产收益率和投入资本回报率逐年下降）。分析公司最近四年中报，我们也可以看出，虽然公司的销售期间费用率逐年下降，从 2007 年中报的 34% 下降到了 31%，但是公司的扩张战略导致公司的销售毛利率逐年下降，从 2007 年中报显示的 56% 下降到 2010 年中报的 48%，从而导致公司的销售净利率也逐年下降（见图表 2：公司最近四年中报盈利能力逐年下降）。



- **公司的规模管理能力正逐步显现。**分析公司最近4年中报，我们可以看出，公司最近四年销售期间费用率逐年下降，其中，管理费用和财务费用呈逐年下降，由于公司新开项目的增加，公司的销售费用逐年有所上升（见图表3：公司的管理能力逐年提升）。我们可以看出公司的成本控制和盈利能力优势正逐步显现。
- **公司的资本结构正逐年改善。**分析公司最近四年的资本结构（见图表4：公司的资产负债率逐年改善），我们可以看出公司的资产负债率从2007年中报的61%稳定在2010年中报的50%左右，公司的流动负债/负债合计从2007年中报的86%下降到了2010年中报的48%，非流动负债/负债合计从2007年中报的13.6%上升到了2010年中报的52%。资本结构的逐年改善也使得公司的流动比率和速动比率有所改善（见图表5：公司最近四年中期偿债能力逐步提升）。
- **公司主要盈利子公司经营业绩未来将继续保持增长趋势。**海南地区和陕西地区及贵州地区是公司收入的主要来源（见图表6：公司分地区营业收入及成本表），未来，海南索道、华山索道和贵州梵净山索道及海南塔岭旅业公司景观地产项目将是公司收入增长的主要来源（见图表7：公司收入来源主要项目情况）。
- **投资评级：**我们给予公司2010、2011、2012年盈利预测分别为0.25元、0.3元和0.36元的盈利预测，以目前股价看，对应PE分别为72、60和50倍。公司将逐步受益政策扶持旅游产业的春风，盈利能力会逐年改善，公司未来发展潜力较大，但由于公司扩张项目较多，很多项目处于市场培育期，短期出现爆发性增长难以看到。因公司未来受益高铁和海南国际旅游岛建设明显，所以虽然公司目前估值偏高，二级市场上最近一年来涨幅也较大（见图表8：公司最近一年来走势良好），但仍维持公司“增持”评级。

附：

图表1：公司最近四年中报净资产收益率和投入资本回报率逐年下降

图表2：公司最近四年中报盈利能力逐年下降

图表3：公司的管理能力逐年提升

图表4：公司的资产负债率逐年改善

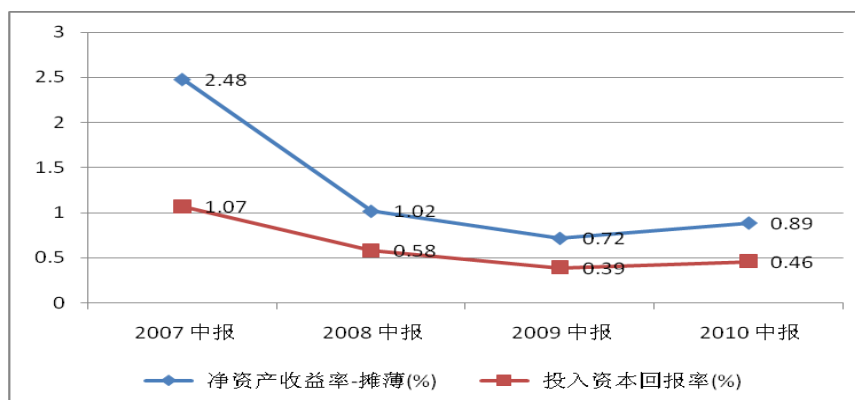
图表5：公司最近四年中期偿债能力逐步提升

图表6：公司分地区营业收入及成本表

图表7：公司收入来源主要项目情况

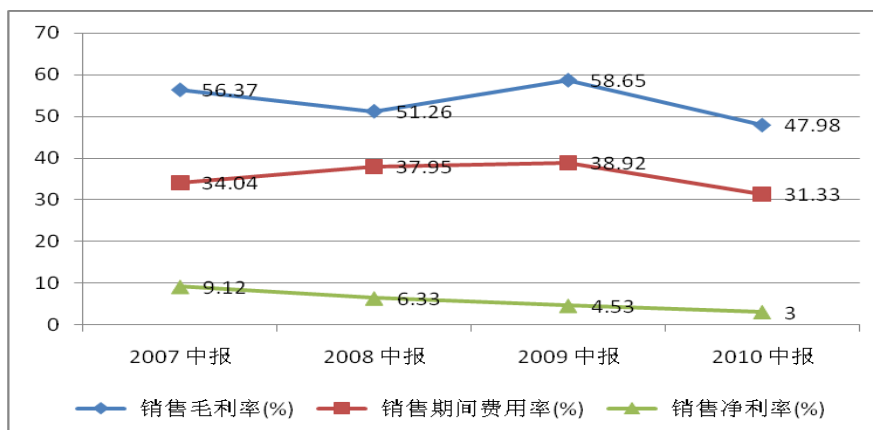
图表8：公司最近一年来走势良好

图表 1：公司最近四年中报净资产收益率和投入资本回报率逐年下降



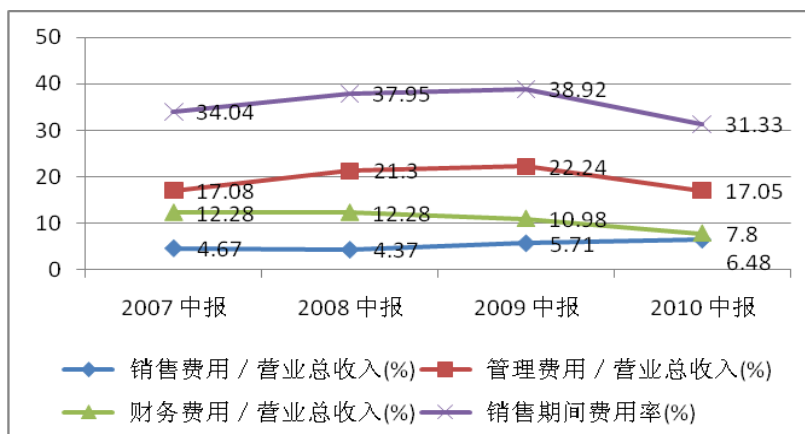
资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

图表 2：公司最近四年中报盈利能力逐年下降



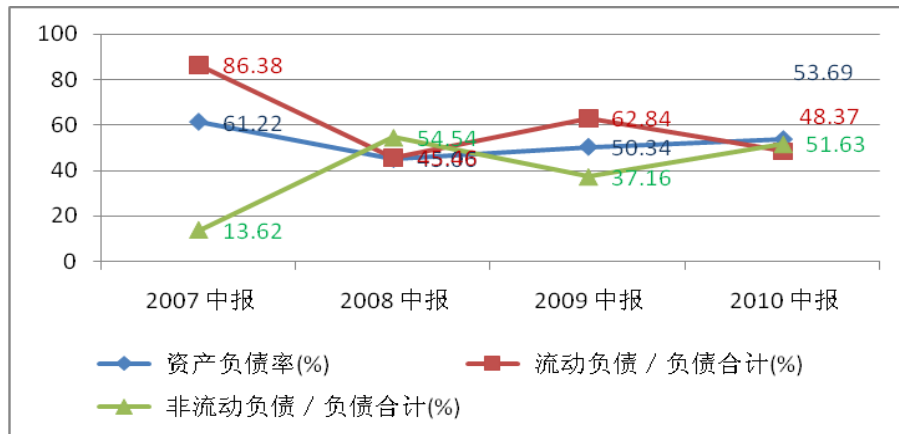
资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

图表 3：公司的管理能力逐年提升



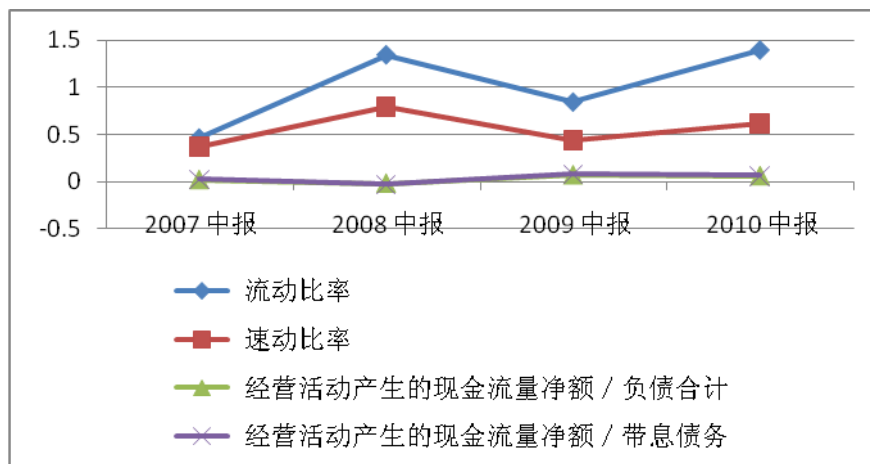
资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

图表 4: 公司的资产负债率逐年改善



资料来源: Wind 资讯 山西证券研究所

图表 5: 公司最近四年中期偿债能力逐步提升



资料来源: Wind 资讯 山西证券研究所

图表 6: 公司分地区营业收入及成本表

单位: 元	2010 中期营业收入	2010 中期营业成本	2009 中期营业收入	2009 中期营业成本	2010 中期营业收入同比增加	营业收入同比增速	营业成本同比增速
海南省	65,142,661.00	33,056,207.21	24,107,609.00	7,295,789.10	41035052	170.22%	353.09%
陕西省	54,769,304.00	24,248,440.62	43,998,289.20	19,255,338.40	10771014.8	24.48%	25.93%
贵州省	12,656,345.00	8,559,378.33	7,174,471.00	2,147,502.83	5481874	76.41%	298.57%



江西省	5,955,525.00	3,738,167.46	6,866,600.00	3,833,398.75	-911075	-13.27%	-2.48%
广东省	5,153,104.00	1,962,554.82	4,936,719.00	2,966,532.13	216385	4.38%	-33.84%
湖北省	3,071,361.00	3,352,814.42	962,338.00	849,500.88	2109023	219.16%	294.68%
福建省	48,820.00	1,744,416.71					
内蒙古自治区			90,403.00	505,123.84			
合计	146,797,120.00	76,661,979.57	88,136,429.20	36,853,185.93	58660690.8	66.56%	108.02%

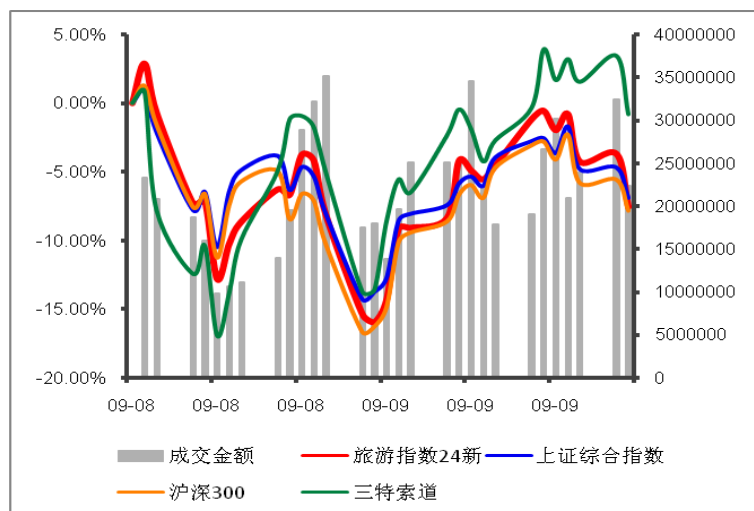
资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

图表 7：公司收入来源主要项目情况

	营业收入（万元）	营业收入占比%	净利润（万）	备注
华山索道	5203	34.21%		同比上升 26%
海南塔岭旅业公司景观地 产项目	3779	24.85%		新增项目
海南索道	1813	11.92%		同比上升 25%
贵州梵净山索道	872	5.73%	-326.72	收入增幅小于成本增速于 2009 年 4 月 28 日开业经营，收入和亏损增加的原因为（1）恶劣气候产生的影响；（2）本期同比增加了旅游淡季经营时间。
江西缆车和别墅	595.55	3.92%		同比下滑
珠海索道	542	3.56%		同比上升 21%
华山宾馆改造项目主体宾馆	412	2.71%	49.64	收入增加、利润下降的原因主要是新增经营项目，因时间短，尚未达到盈亏平衡点。
湖北咸丰坪坝营生态旅游区一期	137	0.90%	-165.04	收入、亏损均增加的原因，（1）是项目处于市场培育期；（2）是该项目 2009 年 5 月开业，本期增加了旅游淡季经营时间。

资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

图表 8：公司最近一年来走势良好



资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。