

分析师: 代薇 (8627) 65799539 daiwei@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120004

联系人: 赵蓓 (8627) 65799581 zhaobei@cjsc.com.cn

巩固成熟项目地位，助力新项目发展

事件描述

- 2011年4月13日公司发布公告，2011年度和2012年度陕西华山三特索道有限公司净利润分配比例维持公司占比95%。预计此次调整后2011年和2012年分别为公司增加权益净利润约1,148.39万元和1,344.96万元。我们判断未来有可能继续保持公司对华山三特索道公司净利润的高分配比例，或收购外方所占华山三特索道公司股权。
- 公司自2011年4月20日发行1亿元一年期短期融资券用于补充项目流动资金和偿还银行贷款。补充项目流动资金中的48%用于湖北多个项目的市场策划及营销支。未来三年通过市场培育以及后续开发资金的注入，湖北项目群落将逐步释放价值。
- 我们预测公司2011年~2013年EPS分别为0.34、0.41和0.43，对应PE分别为52.5、42.7和41.4，略低于旅游行业中值水平，给予“谨慎推荐”评级。

事件评论

继续维持华山索道净利润分配比例，锁定未来两年项目收益

2011年4月13日发布公告，公司控股子公司陕西华山三特索道有限公司于2011年4月11日召开董事会审议通过了华山三特索道公司利润分配调整议案。陕西华山三特索道有限公司为中外合作企业，武汉三特索道集团股份有限公司持有75%的股权，外方新加坡高技术有限公司持有其25%的股权。按原合作协议约定，双方利润分配比例为：净利润在2001年度至2010年度，公司占95%，外方占5%，之后双方股东按照持股比例分配华山三特索道公司净利润，同时华山三特索道公司享受地方政府给予的税收优惠政策，所得税率为15%。

此次调整后将原协议中的华山三特索道公司净利润分配比例继续维持两年即2001年至2012年，自2013年起双方股东按照持股比例分配华山三特索道公司净利润。调整后2011年和2012年较调整前分别增加1,148.39万元和1,344.96万元的归属公司净利润。

表 1: 补充流动资金项目营运费用数据及募集资金拟投入构成 (万元)

	2008	2009	2010	2011E		2012E		2013E
				调整前	调整后	调整前	调整后	
营业收入	8,907.63	11,937.84	13,434.10	15,282.22	15,282.22	17,384.59	17,384.59	19,776.19
营业利润	4,076.68	5,443.01	6,139.38	6,983.98	6,983.98	7,944.76	7,944.76	9,037.72
净利润	3,070.33	4,473.46	4,930.30	5,741.94	5,741.94	6,724.80	6,724.80	7,842.87
归属公司利润	2,916.82	4,249.78	4,683.79	4,306.45	5,454.84	5,043.60	6,388.56	5,882.15

资料来源: 公司公告、长江证券研究部

我们判断公司此次延续华山三特索道公司高分配比例后，不排除在 2012 年协议到期后继续与外方协商保持高比例净利润分成比例甚至收购外方股权从而锁定华山索道项目收益的可能性。

短期融资券缓解资金压力，保证项目长远发展

公司自 2011 年 4 月 20 日起发行 1 亿人民币的一年期短期融资券，分别用于补充流动资金和偿还银行贷款的比例各占一半，其中用于补充流动资金的部分有 48% 用于湖北旅游项目群，通过对项目的持续投入可以保持并提升项目的市场认知度，为项目持续发展提供基础。未来三年通过市场培育以及后续开发资金的注入，湖北项目群落将逐步释放价值。

表 2：补充流动资金项目营运费用数据及募集资金拟投入构成（万元）

子公司名称	2009 年营运费用	2010 年营运费用	2011 年预计营运费用	拟投入募集资金
贵州三特梵净山旅业发展有限公司	2,480	3,000	2,000	1,800
武夷山三特索道有限公司	660	500	1,200	800
咸丰三特旅游开发有限公司	600	700	1,500	1,000
钟祥大洪山旅游投资开发有限公司	0	1,000	800	500
南漳三特古山寨旅游开发有限公司	80	600	500	300
宝康三特九路寨旅游开发有限公司	150	450	500	300
崇阳三特隽水河旅游开发有限公司	0	800	500	300
合计	3,970	7,050	7,000	5,000.00

资料来源：公司公告、长江证券研究部

目前三特索道已在湖北省内战略布局各主要优质生态旅游资源完成，09 年募集资金投资计划因政策原因未能获得通过，但我们判断三特索道会从其他途径获取项目投资资金，若未来湖北境内几个主要景区投资完成并开业经营，将释放巨大价值，我们估计湖北境内五个主要项目将合计为每股净利润贡献 0.247 元。

表 3：公司湖北地区主要项目预计收益（万元）

湖北境内主要项目名称	股权比例	预计净利润	预计权益净利润
柴埠溪旅游区	45.54%	407.6	185.62
保康九路寨生态旅游区	100%	446.68	446.68
神龙架民俗风景区	100%	390.49	390.49
恩施咸丰县坪坝营	100%	537.97	537.97
南漳古山寨旅游区	100%	394.33	394.33
崇阳隽水河温泉旅游区	100%	1,003.00	1,003.00
合计			2,958.09

资料来源：公司公告、长江证券研究部

盈利预测

我们预测公司 2011 年~2013 年 EPS 分别为 0.34、0.41 和 0.43，对应 PE 分别为 52.5、42.7 和 41.4，略低于旅游行业中值水平，给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	339	389	464	551	货币资金	87	39	46	55
营业成本	164	182	206	238	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	175	207	257	313	应收账款	15	17	21	25
% 营业收入	51.6%	53.2%	55.5%	56.8%	存货	182	200	226	260
营业税金及附加	18	21	25	29	预付账款	5	6	7	8
% 营业收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	其他流动资产	1	1	1	2
销售费用	20	23	27	32	流动资产合计	290	263	301	349
% 营业收入	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	50	57	68	81	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%	长期股权投资	43	43	43	43
财务费用	25	30	43	54	投资性房地产	6	6	6	6
% 营业收入	7.4%	7.7%	9.3%	9.9%	固定资产合计	580	937	1276	1497
资产减值损失	2	0	0	0	无形资产	43	41	39	37
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	33	33	33	33
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	60	77	94	116	其他非流动资产	4	4	4	4
% 营业收入	17.7%	19.7%	20.4%	21.1%	资产总计	1000	1328	1702	1968
营业外收支	-4	0	0	0	短期贷款	197	476	788	978
利润总额	56	77	94	116	应付款项	1	1	1	1
% 营业收入	16.6%	19.7%	20.4%	21.1%	预收账款	2	3	3	4
所得税费用	24	33	40	50	应付职工薪酬	8	9	10	11
净利润	32	44	54	66	应交税费	8	10	12	15
归属于母公司所有者					其他流动负债	66	74	85	98
的净利润	29.8	40.5	49.7	51.2	流动负债合计	282	572	899	1107
少数股东损益	2	3	4	15	长期借款	270	270	270	270
EPS（元/股）	0.25	0.34	0.41	0.43	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3	3	3	3
经营活动现金流净额	122	113	150	187	负债合计	555	845	1172	1380
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	434	468	511	554
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-50	0	0	0	少数股东权益	11	15	19	34
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	445	483	530	588
固定资产投资	-181	-404	-405	-306	负债及股东权益	1000	1328	1702	1968
其他	3	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-228	-404	-405	-306		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.248	0.337	0.414	0.427
股权融资	5	0	0	0	BVPS	3.62	3.90	4.26	4.62
银行贷款增加（减少）	129	279	313	189	PE	71.30	52.45	42.66	41.40
筹资成本	31	-36	-51	-62	PEG	3.59	2.64	2.15	2.08
其他	-65	0	0	0	PB	4.89	4.53	4.15	3.83
筹资活动现金流净额	100	243	262	127	EV/EBITDA	20.14	18.20	15.25	12.89
现金净流量	-5	-48	7	9	ROE	6.9%	8.6%	9.7%	9.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。