

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

三特索道一季报点评

事件描述

三特索道 2011 年 4 月 28 日发布第一季度报告，主要包括：

- 公司一季度实现营业总收入 4,233 万元，同比增长 10.7%，归属公司净利润-1,678 万元，同比增长-48.87%。
- 公司一季度净利润比上年同期减少 497.42 万元，主要是报告期管理费用增加 249.99 万元、财务费用增加 201.23 万元、资产减值损失增加 212.79 万元所致。
- 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%。

事件评论

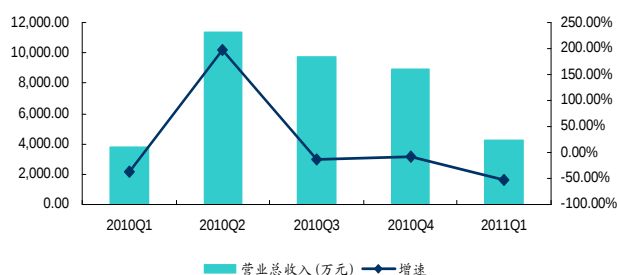
财务费用和管理费用的增加拖累经营成绩。

公司一季度实现营业总收入 4,233 万元，同比增长 10.7%，归属公司净利润-1,678 万元，同比增长-48.87%。公司上年四个季度毛利率较为平均，2011 年一季度毛利率 48.14%，与上年同期 47.22%水平略有提升，但一季度净利润比上年同期减少 497.42 万元，主要原因是报告期管理费用增加 249.99 万元、财务费用增加 201.23 万元、资产减值损失增加 212.79 万元所致。

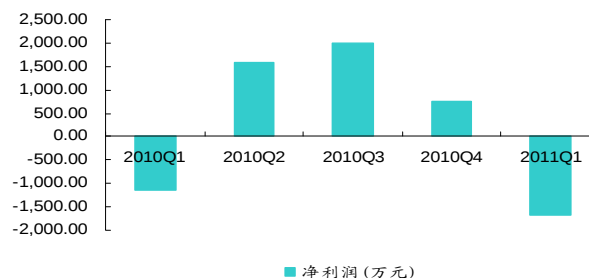
第一，公司一季度财务费用比上年同期增加 201.23 万元，增长幅度达到 35.96%，其中主要是母公司增加利息支出 195 万元。公司目前已控制多个优质旅游资源，项目开发需要大量资金投入，而公司目前融资渠道主要以银行借款为主，一季度长期借款较上年同期增加 1,700 万，由此造成公司利息支出较大，相应增加财务费用负担。

第二，公司一季度管理费用较上年同期增加 249.99 万元，达到 1,591 万元，管理费用占营业收入比重达到 37.58%，较上年增加 2.5 个百分点。

第三，资产减值损失报告期比上年同期增加 212.79 万元，增长 144.79%，主要是武夷山三特索道有限公司根据与武夷山景区管理当局签订的合作合同，为其在武夷源景区内修建道路代垫资金形成的应收账款报告期已满 5 年，公司按账龄法全部计提坏账准备所致。

图 1：近五个季度营业收入及增速


资料来源：长江证券研究所

图 2：近五个季度净利润


资料来源：长江证券研究所

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，所得税率由原 15% 调整为 25%。

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	5,066.42	5,066.42	5,933.65	5,933.65	7,842.87
归属公司利润	2,916.82	4,249.78	4,683.79	3,799.81	5,454.84	4,450.23	5,636.96	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。

维持“谨慎推荐”评级

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 47.4 倍、39.3 倍和 37.4 倍，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%

分析师介绍

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。