

三特索道 (002159.SZ) 综合旅游行业

评级：买入 维持评级

公司点评

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号：S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

苏超

联系人
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

交通瓶颈影响猴岛增长，深度开发提上日程

事件

近期，我们对三特索道位于海南三亚的猴岛景区进行了调研，并与公司高管就海南实施国际旅游岛政策后的发展情况进行了交流。根据调研情况，我们初步形成以下几方面的观点：

评论

进入猴岛的国道状况很差形成瓶颈，影响景区增长：之前调研我们便注意到，进入猴岛景区的必经之路—223 号国道由于周边清水湾房地产项目建设(经常有重型土方车进出)，路面状况很差，旅游大巴进出时间较长，在一定程度上影响团队行程，导致今年猴岛景区游客增长十分有限。对此，公司多次与政府沟通，希望能及早整修该段道路，但受道路管辖权的限制，国道应由省交通厅负责管理、修缮，有关部门迟迟未将该段国道的整修工作提上议事日程，对景区经营的负面影响日益突出。为此，当地临水县政府已多次与省政府及有关部门进行沟通，有望明年启动道路的修缮工作，如能顺利推进，将对南湾猴岛的后续经营和深度开发产生积极影响。

依托资源差异化定位，猴岛深度开发提上议事日程：南湾猴岛不仅有优美的自然风光、猕猴主题公园，还拥有清澈更甚亚龙湾的海域、沙滩以及三亚较为少见的滨海悬崖，环境静谧，海洋度假旅游资源禀赋极高。现有猴岛景区的经营仅涉及猕猴主题公园，只是猴岛的一小部分。随着景区经营的不断深入，二期观光部分的开发已基本完成观光车道、摩托艇表演、观景台等基础设施及服务项目的建设，目前处在定价申报阶段(预计名义票价约在 120 元/人次左右)。在此基础上，随着各项准备工作的逐步到位，尤其是解决后续开发资金问题后，猴岛有望启动休闲、度假旅游设施的建设，一号海滩对面森林木屋别墅酒店、二号沙滩高端度假区等高端度假设施的出现，将形成与亚龙湾、海棠湾大型高端度假酒店显著差异化定位的小众、野奢度假旅游产品，加上优越的潜水、海钓资源，猴岛有望发展成为国内一流的集观光、休闲度假为一体的高端旅游目的地。面向海南—三亚旅游市场消费能力相对较强的目标客户群，猴岛未来可能成为三特潜力最大的盈利增长点。

面临快速发展重要时期，市场化激励机制的推出将成为推动公司长远发展、资本市场表现的重要催化剂：公司历史上本来是一家民营企业，在经历一次主业重新梳理的“涅槃”后，国有企业成为了第一大股东，但在内部的经营管理体制上，依旧是按照市场化原则进行。当前，公司正处在基本完成旅游资源全国布局、加快投入建设、提升营销管理的重要时期，尤其在围绕旅游资源特点打造集观光、休闲、度假为一体的复合型旅游目的地时，在产品的设计、建设管理、建成后市场针对性营销措施以及景区精细化经营管理等诸多方面需要管理层倾注更多的精力和努力，因此，三特的长远发展极为需要对包括资源项目主要管理人员在内的中高级管理层实施更为市场化的激励机制作保证。因此，我们仍坚持此前的观点，公司在未来 6~12 个月时间内推行管理层激励将是大概率事件，而有关方案的推出将公司长远发展、资本市场表现产生积极影响。

投资建议

根据此次调研以及 3 季报的情况，我们小幅上调公司 2011 年盈利预测并维持 2012~2013 年的预测业绩水平，预计每股收益分别为 0.35 元、0.536 元和 0.632 元，三年动态市盈率分别 48.2 倍、31.5 倍和 26.7 倍。尽管公司当前估值处在板块估值区间的上端，但公司凭借其丰富的旅游资源禀赋、清晰的经营发展思路、可预期之有效的管理层激励以及较小的总市值，让我们看好公司的长期发展前景。我们继续维持对公司“买入”的投资评级。

图表1：三特索道三张报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	182	248	339	373	615	740
增长率		36.5%	36.7%	10.2%	64.7%	20.3%
主营业务成本	-81	-103	-164	-157	-289	-342
% 销售收入	44.6%	41.7%	48.4%	42.1%	47.1%	46.3%
毛利	101	144	175	216	326	398
% 销售收入	55.4%	58.3%	51.6%	57.9%	53.0%	53.7%
营业税金及附加	-9	-13	-18	-20	-33	-40
% 销售收入	5.2%	5.2%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%
营业费用	-12	-14	-20	-17	-28	-33
% 销售收入	6.5%	5.7%	5.8%	4.7%	4.5%	4.5%
管理费用	-34	-44	-50	-53	-81	-95
% 销售收入	18.5%	17.8%	14.7%	14.1%	13.1%	12.9%
息税前利润 (EBIT)	46	73	87	126	184	230
% 销售收入	25.3%	29.5%	25.8%	33.8%	29.9%	31.0%
财务费用	-16	-19	-25	-34	-47	-62
% 销售收入	9.0%	7.6%	7.4%	9.0%	7.7%	8.4%
资产减值损失	2	-1	-2	0	0	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	32	53	60	93	137	164
营业利润率	17.6%	21.4%	17.7%	24.8%	22.2%	22.1%
营业外收支	-3	-4	-4	-1	0	-1
税前利润	29	49	56	92	137	163
利润率	16.0%	19.7%	16.6%	24.5%	22.2%	22.0%
所得税	-15	-23	-24	-45	-66	-78
所得税率	51.6%	46.1%	42.9%	49.5%	48.5%	48.2%
净利润	14	26	32	46	70	84
少数股东损益	3	4	2	4	6	8
归属于母公司的净利润	11	22	30	42	64	76
净利率	6.2%	9.0%	8.8%	11.3%	10.5%	10.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	14	26	32	46	70	84
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	27	36	42	56	67	88
非经营收益	19	22	28	35	48	64
营运资金变动	-34	20	20	21	-78	-16
经营活动现金净流	26	105	122	159	108	221
资本开支	-74	-92	-181	-372	-369	-362
投资	1	0	-50	-13	-13	-14
其他	0	-4	3	0	0	0
投资活动现金净流	-73	-95	-228	-385	-382	-376
股权募资	0	2	5	0	0	0
债权募资	17	20	129	261	330	225
其他	-27	-26	-34	-40	-49	-64
筹资活动现金净流	-10	-5	100	221	280	161
现金净流量	-57	4	-5	-5	6	6

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	88	92	87	82	88	94
应收款项	12	13	15	17	25	28
存货	97	186	182	151	262	291
其他流动资产	12	7	6	8	12	13
流动资产	209	299	290	258	388	426
% 总资产	27.1%	35.3%	29.0%	19.9%	22.3%	20.7%
长期投资	9	9	49	62	74	87
固定资产	474	456	580	827	1,094	1,331
% 总资产	61.4%	53.9%	58.0%	63.9%	62.9%	64.4%
无形资产	79	81	80	146	183	218
非流动资产	563	547	710	1,037	1,352	1,639
% 总资产	72.9%	64.7%	71.0%	80.1%	77.7%	79.3%
资产总计	772	846	1,000	1,295	1,740	2,065
短期借款	195	166	197	311	540	700
应付款项	31	56	63	57	92	104
其他流动负债	15	19	22	17	28	33
流动负债	241	242	282	385	660	837
长期贷款	124	172	270	420	520	585
其他长期负债	0	0	3	0	0	0
负债	365	414	555	805	1,180	1,422
普通股股东权益	396	418	434	475	538	613
少数股东权益	12	14	11	16	22	30
负债股东权益合计	772	846	1,000	1,295	1,740	2,065

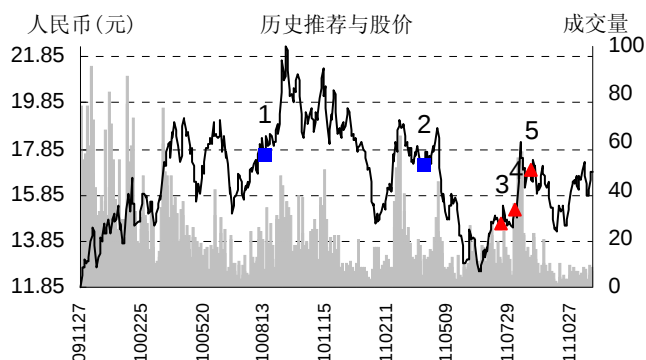
比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.094	0.185	0.248	0.351	0.536	0.632
每股净资产	3.299	3.485	3.617	3.958	4.484	5.106
每股经营现金净流	0.214	0.874	1.019	1.324	0.898	1.838
每股股利	0.000	0.050	0.050	0.010	0.010	0.010
回报率						
净资产收益率	2.86%	5.31%	6.86%	8.87%	11.95%	12.37%
总资产收益率	1.46%	2.63%	2.97%	3.26%	3.70%	3.67%
投入资本收益率	3.06%	5.11%	5.47%	5.22%	5.85%	6.17%
增长率						
主营业务收入增长率	6.94%	36.53%	36.75%	10.17%	64.74%	20.30%
EBIT增长率	-16.69%	59.04%	19.41%	44.42%	46.05%	24.68%
净利润增长率	-47.25%	96.48%	33.93%	41.66%	52.54%	17.89%
总资产增长率	4.25%	9.59%	18.24%	29.44%	34.33%	18.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.9	2.7	2.4	2.2	2.1	2.0
存货周转天数	380.0	500.3	409.5	350.0	330.0	310.0
应付账款周转天数	10.3	4.7	1.5	1.4	1.4	1.4
固定资产周转天数	412.2	588.0	519.0	643.4	501.1	491.2
偿债能力						
净负债/股东权益	56.60%	56.81%	85.30%	132.22%	173.70%	185.38%
EBIT利息保障倍数	2.8	3.9	3.5	3.8	3.9	3.7
资产负债率	47.21%	48.87%	55.47%	62.12%	67.83%	68.88%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-08-12	持有	17.67	16.50 ~ 18.50
2	2011-04-01	持有	17.24	N/A
3	2011-07-19	买入	14.59	N/A
4	2011-08-05	买入	15.22	N/A
5	2011-08-28	买入	16.92	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B