

## 三特索道 (002159)

2017年3月14日

证券分析师 张艺

执业资格证书号码: S0600512070006

[yjs\\_zhangy@dwzq.com.cn](mailto:yjs_zhangy@dwzq.com.cn)

010-66211134

# 梵净山、猴岛持续增长, 培育期项目亏损和费用增加导致亏损 增持 (维持)

### 盈利预测与估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	451	548	593	641
同比 (%)	5.30%	21.43%	8.19%	8.19%
净利润 (百万元)	-54	12	14	15
同比 (%)	-225.42%	-121.39%	19.67%	10.97%
毛利率 (%)	51.2%	50.9%	49.7%	49.3%
ROE (%)	-6.6%	1.4%	1.6%	1.8%
每股收益 (元)	-0.39	0.08	0.10	0.11
P/E	(73.14)	341.93	285.72	257.48
P/B	4.80	4.75	4.69	4.62

### 投资要点

- **公司发布 2016 年年报。**公司实现营业收入 45,135.65 万元, 同比增长 5.30%; 归属净利润-5,394.03 万元, 同比下降 225.42%。
- **梵净山公司和猴岛公园持续增长是公司营收增加主要原因。**其中, 梵净山接待游客 60.88 万人次, 同比增长 18.44%, 营业收入 1.32 亿元, 净利润 4034 万元, 分别同比增长 16% 和 22%; 猴岛接待游客 84.71 万人次, 同比增长 30.50%, 营业收入 2895 万元, 净利润 849 万元, 分别同比增长 39% 和 403%。
- **培育期项目亏损和费用增加是公司亏损的主要原因。**崇阳一批新项目集中开业, 大批在建工程转入固定资产, 对业绩影响加大。内蒙古克什克腾旗项目因地域特殊, 可开工建设时间较短, 大部分项目尚未建成营业, 造成持续亏损。恩施坪坝营项目受雨水及汛情影响, 完工期延迟造成亏损。子公司木兰置业因固定资产清理造成损失。
- **管理费用同比增加 36%。**职工人数增加导致员工薪酬增加 1638 万元; 终止募集资金事项产生中介咨询费 930.36 万元。
- **公司预计 2017Q1 亏损 4000 至 5000 万。**净利润变动区间为 -139.06% 至 -79.30%。
- **投资建议与盈利预测:**我们认为公司作为民营企业未来推出更加灵活高效激励机制的概率较大, 届时拖累业绩的培育期项目有望实现快速增长, “激励机制+外部交通改善+不断加强品牌营销”提升公司业绩弹性。公司 2016 年新签约了华阴老腔故里和雁荡山项目, 旅游资源储备丰富, 项目布局遍及国内 9 个省, 开发和经营超过 20 个项目, 兼具景区稀缺性和成长性。2017 年, 公司将加大培育期项目扭亏力度, 加快旅游地产的开发和销售进度, 预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.08、0.10、0.11 元, PE (2017E) 为 341.93 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:**自然灾害、突发事件等导致游客量低于预期; 项目投资、在融资等计划的拖延和终止风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	28.45
一年最低价/最高价	17.80/35.87
市净率 (倍)	4.79
流通 A 股市值 (百万元)	3809

### 基础数据

每股净资产 (元)	5.93
资产负债率 (%)	66.47
总股本 (百万股)	139
流通 A 股 (百万股)	134

### 相关研究

1. 2016.8.18 《上半年减亏, 全年有望扣非后扭亏, 迎来业绩拐点》
2. 2016.3.23 《主要子公司盈利稳定增长, 出售物业公司实现扭亏》

三特索道三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>418.3</b>	<b>138.4</b>	<b>-11.0</b>	<b>-158.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>451.4</b>	<b>548.1</b>	<b>592.9</b>	<b>641.5</b>
现金	104.0	-209.4	-384.0	-558.9	营业成本	220.3	268.9	298.3	324.9
应收款项	50.8	60.1	65.0	70.3	营业税金及附加	9.0	5.5	5.9	6.4
存货	256.2	282.3	302.2	323.4	营业费用	31.2	35.6	38.5	41.7
其他	7.3	5.5	5.9	6.4	管理费用	125.4	114.0	123.2	133.1
<b>非流动资产</b>	<b>2156.1</b>	<b>2345.9</b>	<b>2543.9</b>	<b>2744.7</b>	财务费用	56.3	61.7	64.1	65.9
长期股权投资	235.7	235.7	235.7	235.7	投资净收益	-16.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	1685.0	1876.4	2076.0	2278.4	其他	-0.6	0.0	0.0	0.0
无形资产	48.3	46.7	45.1	43.5	<b>营业利润</b>	<b>-7.5</b>	<b>62.4</b>	<b>62.8</b>	<b>69.5</b>
其他	187.1	187.1	187.1	187.1	营业外净收支	3.4	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>2574.4</b>	<b>2484.3</b>	<b>2532.9</b>	<b>2585.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>-4.1</b>	<b>62.4</b>	<b>62.8</b>	<b>69.5</b>
<b>流动负债</b>	<b>829.3</b>	<b>720.3</b>	<b>747.2</b>	<b>776.1</b>	所得税费用	40.0	40.6	37.7	41.7
短期借款	361.7	361.7	361.7	361.7	少数股东损益	9.8	10.3	11.3	12.5
应付账款	3.8	4.5	4.8	5.2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-53.9</b>	<b>11.5</b>	<b>13.8</b>	<b>15.3</b>
其他	463.8	354.0	380.7	409.3	EBIT	65.5	124.1	127.0	135.3
<b>非流动负债</b>	<b>882.0</b>	<b>882.0</b>	<b>882.0</b>	<b>882.0</b>	EBITDA	132.2	194.0	212.3	232.2
长期借款	825.2	825.2	825.2	825.2					
其他	56.8	56.8	56.8	56.8	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>1711.3</b>	<b>1602.3</b>	<b>1629.2</b>	<b>1658.2</b>	每股收益(元)	-0.39	0.08	0.10	0.11
少数股东权益	40.4	50.7	62.0	74.5	每股净资产(元)	5.93	6.00	6.07	6.15
归属母公司股东权益	822.7	831.3	841.7	853.2	发行在外股份(百万股)	138.7	138.7	138.7	138.7
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2574.4</b>	<b>2484.3</b>	<b>2532.9</b>	<b>2585.8</b>	ROIC(%)	41.8%	2.2%	2.4%	2.3%
					ROE(%)	-6.6%	1.4%	1.6%	1.8%
					毛利率(%)	51.2%	50.9%	49.7%	49.3%
					EBIT Margin(%)	14.5%	22.6%	21.4%	21.1%
					销售净利率(%)	-12.0%	2.1%	2.3%	2.4%
					资产负债率(%)	66.5%	64.5%	64.3%	64.1%
					收入增长率(%)	5.3%	21.4%	8.2%	8.2%
					净利润增长率(%)	-225.4%	--	19.7%	11.0%
					P/E	(73.14)	341.93	285.72	257.48
					P/B	4.80	4.75	4.69	4.62
					EV/EBITDA	42.78	28.59	26.26	24.13

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

