

证券研究报告—动态报告/公司快评
餐饮旅游
景点
三特索道 (002159)
重大事件快评
增持

(维持评级)

2017 年 05 月 16 日

增发方案一举多得，机制逐步理顺助力龙头启航

证券分析师：曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003
证券分析师：钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
联系人：张峻豪	0755-22940141	zhangjh@guosen.com.cn	

事项：

公司拟以非公开方式向公司控股股东武汉当代科技产业集团发行股票，拟募集资金总额不超过 59,635.70 万元，用于开发天台山及南漳地区的旅游项目并补充流动资金。同时本次非公开发行股票数量不超过本次发行前公司总股本的 20%，即不超过 27,733,333 股；若公司全额完成增发，预计公司大股东及一致行动人持股比例可提升至 33.79%。

评论：

■ 定增募资加速推进国内休闲游项目落地，有望显著受益消费升级下的周边游发展红利

根据公告，公司此次计划募集资金 59,635.70 万元，募集资金将主要投向用于红安天台山旅游区建设项目、田野牧歌南漳春秋寨民宿住宅、南漳漫云中国传统村落文化旅游区项目以及补充流动资金：

表 1：公司募投项目介绍

募投项目	项目总投资 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
红安天台山文化生态旅游区建设项目	38,236.00	38,236.00
田野牧歌南漳春秋寨民宿住宅建设项目（一期）	8,518.06	7,999.70
南漳漫云中国传统村落文化旅游区建设项目	5,400.00	5,400.00
补充流动资金	8,000.00	8,000.00
合计	60,154.06	59,635.70

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

整体来看，公司主要的募投项目，三个景区项目的开发继续秉承了公司“经营一批、开发一批、储备一批”的资源开发策略，目前三特在全国范围内已经拥有 20 个左右的景区资源项目（多以二至四线景区项目为主）包括 8 个储备项目，景区资源储备十分丰富。而与之相比，考虑增发公司潜在市值也仅 43 亿左右。换言之，公司景区资源储备与其现有市值体量不匹配。

未来，随着周边游市场的快速兴起及我国三四线城市消费升级的加速，公司景区项目将迎来新的发展机遇。而公司当前打造的山水田园式的休闲度假 IP “田野牧歌”品牌，品质优越，内容独特，伴随其在全国范围内景区的连锁复制经营，有望为公司发展挖掘出新生命力。

图 1: 公司现有项目的全国布局 (20 多个, 且不含储备项目)



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

备注：神农架物业 2015 年已转让 76% 的股权

➤ 红安天台山项目：红色旅游+精准扶贫定位，旅游元素极为丰富，有效分享武汉周边客流

红安天台山文化生态旅游景区建设项目总投资 38,236.00 万元,项目建设内容主要对包括天山顶、老君山、九焰山、红枫谷、银杏谷等特定地域和景点进行景观升级改造,同时,进行索道、游客中心等旅游配套设施建设。

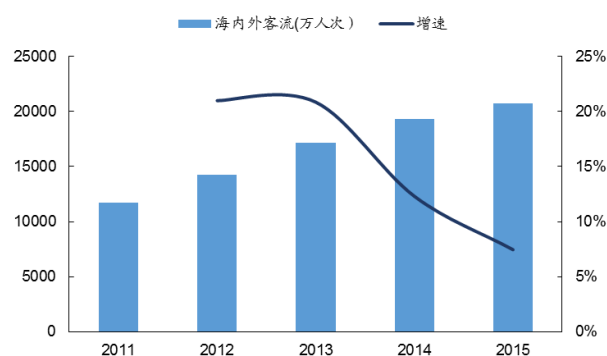
首先，从项目资源来看，红安天台山的旅游资源极为丰富：天台山森林覆盖率在 95%以上，雨量充沛、气候温和，是距离武汉市最近的休闲避暑胜地，同时，天台山拥有革命遗址、宗教、山水、民俗、生态、历史等极为丰富的旅游资源，也是武汉市百公里区间内生态保护最为完好，气候宜人，功能齐全的旅游度假区。

图 2: 红安天台山风光



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 3: 武汉市客流情况



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

其次，红安天台山的地理位置极为优越，客源基础良好：红安天台山距武汉仅 2 小时车程，并且今年 5 月 1 日起，武汉至红安天台山风景区客运专线开通（每天往返一班次）。而武汉作为我国中部中心城市和唯一的特大城市，目前居民已超过 1000 万人，并可以可辐射整个长江中游城市群，具备较大的客流发展潜力。且根据媒体报道，红安天台山近年接待游客近 30 万人次，实现旅游产值 6000 万元。

➤ 南漳项目：积极践行“田野牧歌”模式，打造周边休闲游强IP

公司南漳春秋寨民宿项目以及漫云古村落项目分别投资 8,518.06 万元以及 5400 万元。主要针对公司此前南漳地区的景区项目进行内容上丰富以及区位上的扩充，并进一步晚上落地公司的田野牧歌品牌模式。

首先，南漳春秋寨民宿住宅项目为公司三特营地项目之一，总占地 80.56 亩。作为南漳春秋寨景区的休闲度假板块，承担景区未来游客接待、住宿、集散及其他相关休闲度假服务功能。

南漳春秋寨文化旅游区作为公司近两年着力打造的景区,已成为湖北省襄阳市周边最具知名度的景区。自投入运营以来,15 年和 16 年接待游客量分别为 10.58 万人次和 19.71 万人次,增速相对稳定。但由于景区距离市中心较远,客流大多为一日游客流,从而限制了景区营收的进一步增长。本次项目主要包括精品民宿、乡村民宿、及公共服务配套设施。通过该项目的建设,能够较好的满足消费者休闲娱乐的需求,并进一步带来过夜客流,从而提升景区游客的客单价水平,配合未来当地交通的改善,有望为景区带来量价齐升的效应。

图 4: 湖北南漳春秋寨风光



资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司湖北三大景区项目有望形成联动



资料来源: 百度地图、国信证券经济研究所整理

其次,南漳漫云中国传统村落文化旅游区建设项目将构建漫云古村落历史文化体验区、田野牧歌休闲度假区两大主题休闲功能,建设内容为古村落景区,漳河源漂流、自驾车营地和基础设施及其他。

漫云传统村落文化旅游区位于湖北省南漳县巡检镇境内,距春秋寨景区约 45 公里,距保宜高速峡口出口 43 公里,漫云古村落有 400 多年历史,已被中国古村落保护与发展委员会命名为湖北省第一家“中国景观村落”,其独具特色的古村落形态将吸引广大旅游消费者,具体一定的市场。同时,漫云古村项目的落地将有效扩充公司荆山楚源产品线,形成南漳春秋寨古山寨探源、保康九路寨峡谷探险和漫云古村落农耕文化体验的主要产品构成。并在上述两个景区的游客不断增加背景下,有效承接相关客流,并充分满足周边城市休闲游客流的需求。

整体来看,南漳景区项目是公司的田野牧歌模式的进一步完善落地。“田野牧歌”是公司经过 20 多年山岳型旅游景区经营积累,针对山岳及田园景区特点,结合都市人回归自然,放松休闲的需求打造的周边游产品。我们认为田野牧歌模式轻重结合,能较好地契合居民旅游消费升级后的休闲度假需求,既能与公司原有景区产生较大协同效应,又能有效布局大城市周边,并有望逐步形成周边游强 IP。

表 2: 田野牧歌模式下的住宿物业分类——轻重结合的模式

项目	定位分类	说明
度假别墅	高端	区域相对独立,采取直接出售的方式运作,方便回笼资金
精品酒店	高端	注重体验,由公司自营经营
民宿酒店	中高端	注重个性化,特色化经营,部分出售,部分售后委托管理等模式(并可以为业主提供民宿管理等培训)
度假屋产品	中端	标准化,类似产权式酒店,借助合作企业(如途家网)的度假网络和三特自身的旅游资源,业主可以享受三特全国流转的休闲度假服务,度假屋作为景区接待设施也可为主提供经营收益,同时满足景区的接待需求
房车营地等	中低端	自营或合作经营等方式
背包客栈	相对底端	合作经营等方式

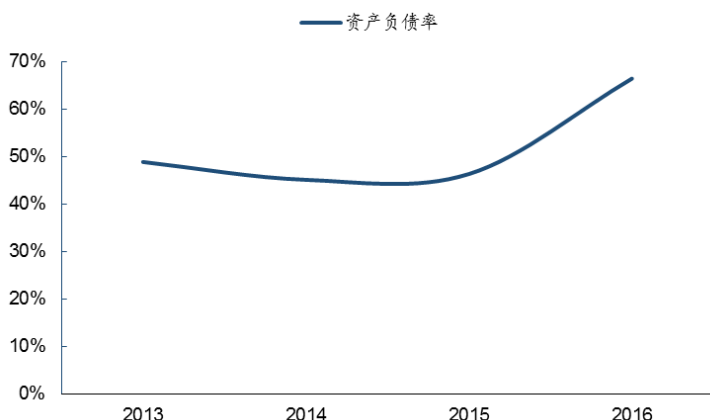
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

■ 定增有效改善财务结构,带来全年较大费用释放空间

公司当前财务结构相对不合理。近几年来,三特索道持续的新项目建设导致公司贷款规模扩大,财务费用持续高企。2016 年末公司长期借款规模为 8.25 亿元,较上年度增加了 6.82 亿元,资产负债率较去年提升了 20.13pct 至 66.47%,16 年度公司财务费用合计 5627.45 万元,较上年度增加 698.34 万元。财务费用的增加是公司 16 年以及 17 年 Q1 业绩继续

增亏的重要原因，换言之，财务费用的高企吞噬了公司的盈利，也影响了公司进一步的扩张与成长。

图 6：公司 2016 年度负债率显著提升



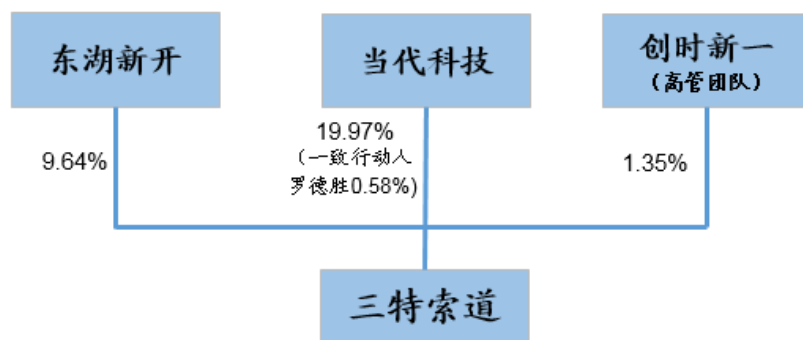
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

因此综合来看，虽然过去几年公司整体盈利能力较为薄弱，扣非后已连续五年亏损，但主要还是受制于大量培育期及储备项目开发所带来资金问题。而从公司目前已成熟运营的景区项目，近几年业绩表现较为亮眼。因此，本次再融资完成后，一方面，募集资金有望大幅缓解公司财务费用高企的现状，16年度公司财务费用合计 5627.45 万元，费用释放空间巨大，另一方面，也为公司的景区项目开发运营带来有效的资金支持，加速项目的落地并为公司业绩带来实质性贡献。

■ 大股东全额认购进一步提升持股比例，有望带来持续资本运作预期

根据再融资的最新规定，本次非公开发行股票数量不超过本次发行前公司总股本的 20%，即不超过 27,733,333 股，将由大股东当代科技全额认购。此前在去年的 11 月 30 日公司公告大股东当代科技受让二股东武汉东湖新通过大宗方式减持的 420 万股合约总股本 3.03%。随后，通过大宗交易增持等方式大股东及一致行动人持股比例升至 20.55%。而本次发行完成后，如按发行股数上限计算，发行完成后公司大股东当代科技及其一致行动人罗德胜持股比例有望达到 33.79%。我们认为：1) 前后两次的股权变动预示国退民进继续，且系国有股部分第一次总量减少，意义重大，通过持股比例的拉开，公司当前的民企形象更加突出；2) 此前大股东武汉当代一直以来持股比例相对较低，在一定程度上也制约了公司资本运作空间，本次定增后，大股东持股比例达到 33% 以上成为公司控股股东，也可以在一定程度上解决这一瓶颈，公司未来持续的资本运作预期也大大加强。

图 7：公司发行前股权比例情况



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

■ 业绩处于拐点，潜在市值空间仍巨大，维持中长期“增持”评级

综合来看，我们认为公司此次再融资方案的落地一方面将有效改善公司财务结构，带来全年较大费用释放空间，另一方面，增发完成后，公司大股东及一致行动人持股比例有望提升至 33.79%，也在一定程度解决了公司大股东持股比例较低的这一瓶颈，公司未来进一步的资本运作预期也大大加强。最后，新项目的落地，也将公司未来业绩增长的持续性带来一定保证。

从公司全年基本面来看，首先，公司旗下部分景区项目受 Q2Q3 雨水天气影响较大，今年在天气因素逐步削弱后，伴随公司优质项目逐步投入运营将为实现业绩拐点的到来打下坚实基础。其次，公司旅游地产销售进度的加快有望进一步夯实公司 17 年业绩，根据我们初步预计如公司旅游地产销售顺利，预计年内将带来接近 2000 万元的增量收益。此外，公司 17 年业绩扭亏时间紧，且已成为公司全年主要任务目标。我们预计不排除公司将处置亏损资产以及继续寻找优质资产进行重组的可能。综合来看，暂不考虑公司外延及资产处置等或有事件，假设公司全额完成再融资，**考虑增发摊薄，并考虑再融资带来财务费用减少影响**，预计公司 17-19 年 EPS0.21/0.37/0.54 元，对应 PE120/70/48 倍。公司今明两年处于业绩拐点，且未来伴随可能的进一步资产运作，业绩弹性空间巨大，中长线投资者可战略性配置。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	104	402	488	603
应收款项	51	45	50	53
存货净额	256	137	139	136
其他流动资产	7	9	10	10
流动资产合计	418	593	687	802
固定资产	1685	1735	1693	1639
无形资产及其他	48	47	46	46
投资性房地产	187	187	187	187
长期股权投资	236	236	236	236
资产总计	2574	2799	2849	2910
短期借款及交易性金融负债	362	300	300	300
应付款项	4	1	1	1
其他流动负债	464	112	115	108
流动负债合计	829	414	416	409
长期借款及应付债券	825	825	825	825
其他长期负债	57	57	57	57
长期负债合计	882	882	882	882
负债合计	1711	1296	1298	1291
少数股东权益	40	48	53	57
股东权益	823	1455	1498	1561
负债和股东权益总计	2574	2799	2849	2910

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	-0.39	0.21	0.37	0.54
每股红利	0.47	0.00	0.11	0.16
每股净资产	5.93	8.74	9.00	9.38
ROIC	42%	3%	5%	6%
ROE	-7%	2%	4%	6%
毛利率	51%	52%	53%	54%
EBIT Margin	15%	19%	22%	27%
EBITDA Margin	29%	42%	46%	52%
收入增长	5%	22%	9%	6%
净利润增长率	-225%	-166%	73%	46%
资产负债率	68%	48%	47%	46%
息率	2%	0%	1%	1%
P/E	-66.3	120.3	69.5	47.6
P/B	4.3	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	40.0	24.2	20.3	16.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	451	553	604	639
营业成本	220	264	284	295
营业税金及附加	9	6	3	2
销售费用	31	36	36	32
管理费用	125	144	149	136
财务费用	56	49	44	43
投资收益	(16)	10	10	5
资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	(8)	64	98	137
营业外净收支	3	3	0	0
利润总额	(4)	67	98	137
所得税费用	40	24	29	41
少数股东损益	10	8	7	6
归属于母公司净利润	(54)	36	62	90

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(54)	36	62	90
资产减值准备	4	3	0	0
折旧摊销	67	128	144	156
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	56	49	44	43
营运资本变动	11	(228)	(4)	(7)
其它	18	5	5	4
经营活动现金流	47	(56)	206	243
资本开支	(366)	(181)	(101)	(101)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(335)	(181)	(101)	(101)
权益性融资	3	596	0	0
负债净变化	683	0	0	0
支付股利、利息	(65)	0	(19)	(27)
其它融资现金流	(1022)	(62)	0	0
融资活动现金流	215	535	(19)	(27)
现金净变动	(73)	298	87	115
货币资金的期初余额	177	104	402	488
货币资金的期末余额	104	402	488	603
企业自由现金流	409	(214)	131	170
权益自由现金流	70	(307)	100	140

相关研究报告:

- 《三特索道-002159-2016 年年报点评: 17 年轻装上阵, 资本与主业有望共振》 —— 2017-03-15
- 《三特索道-002159-重大事件快评: 小市值大资源, 大股东增持彰显未来信心》 —— 2016-12-01
- 《三特索道-002159-2016 年三季报点评: 三季报符合预期, 民营景区龙头市值仍有高弹性》 —— 2016-10-28
- 《三特索道-002159-重大事件快评: 上半年客流表现靓丽, 地产项目结算助力全年业绩反转》 —— 2016-08-22
- 《三特索道-002159-2016 年半年报点评: 业绩反转趋势逐步确立, 市值成长空间大》 —— 2016-08-18

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。