

三特索道 (002159.SZ)

综合旅游行业

评级：买入 维持评级

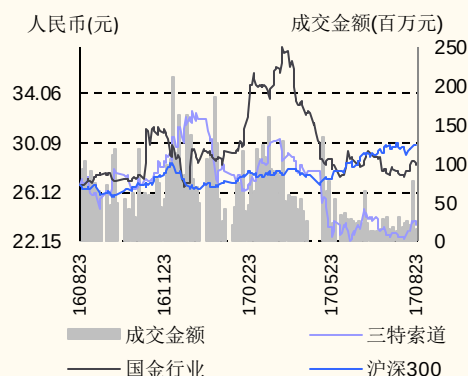
公司点评

市场价格 (人民币): 23.55 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	133.88
总市值(百万元)	3,265.60
年内股价最高最低(元)	32.58/22.15
沪深 300 指数	3756.09
深证成指	10619.34



相关报告

1. 《三特索道公司点评-大股东全额认购彰显信心, 非公开发行解决项目...》, 2017.5.16
2. 《三特索道公司点评-一季报营收与去年持平, 非公开发行解决资金缺...》, 2017.4.27
3. 《三特索道公司点评-资金缺口需解决, 资本运作预期大》, 2017.1.6
4. 《三特索道公司点评-重组终止再出发, 资本运作预期增强》, 2016.12.29
5. 《三特索道公司点评-大股东增持彰显信心, 股权集中加固控制权》, 2016.12.15

魏立

分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

楼枫桦

联系人
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟

联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

融资渠道多元化, 项目培育渐入佳境

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.310	-0.389	0.126	0.247	0.399
每股净资产(元)	6.91	5.93	6.06	6.31	6.70
每股经营性现金流(元)	0.20	0.24	1.47	2.03	2.00
市盈率(倍)	99.31	-82.26	186.97	95.53	59.03
行业优化市盈率(倍)	20.46	20.46	20.46	20.46	20.46
净利润增长率(%)	-215.41%	-225.42%	N/A	95.73%	61.83%
净资产收益率(%)	4.49%	-6.56%	2.08%	3.91%	5.95%
总股本(百万股)	138.67	138.67	138.67	138.67	138.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩概述

- 2017 年上半年公司实现营业收入 2.15 亿元, 比去年同期增长 6.61%; 归属于上市公司股东的净利润-3,378.52 万元, 比去年同期亏损增加 537.8 万元。

经营分析

- 公司业绩亏损进一步扩大, 销售费用有所下降: 公司 2017 年上半年实现营业收入 2.15 万元/+6.61%, 归母净利润为-3378.52 万元, 比去年同期亏损增加 537.8 万元。其中 Q1/Q2 的净利润分别亏损 2950.1 万元/428.42 万元, 由于二季度相对旺季, 净利润亏损小于一季度。新项目持续亏损导致毛利率下降以及费用端的上升是导致净利润为负的主因。公司整体毛利率为 47.4%, 下降 3pct; 费用率为 52%, 上升 2.4pct, 其中管理费用率为 31.8%, 上升 2.4pct, 主要系职工薪酬的增加导致。今年上半年克旗旅业及保康九路寨公司开业导致管理费用上升, 销售费用率为 5.7%, 下降 1.8pct, 销售费用下降 19.53%, 销售费用的下降表明公司所运营的成熟景区及索道所需宣传推广费用开始减少, 财务费用率为 14.5%, 上升 1.8pct, 银行借款增加所致。

- 梵净山、千岛湖、庐山三叠泉以及千岛湖利润增速较快, 华山及海南索道高基数基础上维持稳定增长: 公司目前运营相对成熟的景区包括华山索道、海南三特索道、梵净山、千岛湖索道、庐山三叠泉、珠海索道及海南猴岛。其中增速相对较快的项目为梵净山(接待游客 29.96 万人次/+22%、营收 6120.04 万元/+15.3%、净利润 1818.22 万元/+31.7%)、千岛湖索道(接待游客 38.93 万人次/+12.4%、营收 1355.42 万元/+13.2%、净利润 540.97 万元/+35.1%)、庐山三叠泉(接待游客 17.32 万人次/+29.2%、营收 1049.72 万元/+19.9%、净利润 353.3 万元/+100.7%)及珠海索道(游客 12.8 万人次/+9.3%、营收 468.64 万元/+7.4%、净利润 133.31 万元/+45.5%)。梵净山项目高增长主要归因于促销活动以及景区智能化所带动的, 千岛湖因市场宣传推广实现客流量增长, 珠海索道因当地天气转好及景观带的兴起带来客流量及业绩的高增长。公司体内盈利能力最大的华山索道及海南三特索道上半年业绩增速相对稳定(分别为 9.7%/4.5%), 景区培育相对成熟。海南猴岛项目由于去年的猴年效应导致高基数, 上半年利润增速下降 24.9%, 浪漫天缘项目处于培育阶段, 利润亏损 331.5 万元。

- 崇阳及咸丰项目实现减亏, 仍在培育中项目因开业筹备费用增加业绩亏损扩大: 1) 崇阳隽水河项目接待游客 0.7 万人次/+42.9%, 实现营收 243.47 万

元/-51.4%，净利润为-487.4 万元，减亏 147.9 万元。隽水河项目的减亏主要得益于将体内的酒店业务承包给田野牧歌酒店公司。2) 崇阳旅业公司接待游客 3.72 万人次/-39.4%，实现营收 433.14 万元/+24.4%，净利润为-167.71 万元，减亏 791.3 万元。崇阳旅业公司减亏是由于新的营运项目增加、费用的下降以及坏账准备的冲回。3) 威丰坪坝营公司接待游客 2.4 万人次/-38.6%，实现收入 369.17 万元/+24.7%，净利润为-364.82 万元，减亏 236.3 万元。项目的减亏是由于去年洪水导致低基数。仍在培育阶段的克旗旅业及保康公司的亏损较大，因处于开业筹备阶段，相应的人员费用和推广费用相对较高。

- 公司利用经营较好的梵净山、三叠泉、千岛湖、海南及珠海索道进行资产证券化融资不超过 8 亿元：公司以自身资源优势（重资产规模大）来实现融资的多元化。在资本市场融资政策收紧的背景下另辟道路进行资产证券化，能够解决公司的资金需求，实现体内优质资产的流动性。

盈利预测及投资建议

- 目前测算 2017E/2018E/2019E 的业绩为 0.17/0.34/0.55 亿，增长幅度为 132%/96%/62%。目前股价对应 PE 为 187/96/59 倍，EPS 为 0.13/0.25/0.40 元。维持买入评级。

风险提示

- 多个景区项目处于培育建设期，当下业绩压力较大。
- 多个项目培育，资金可能出现瓶颈。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	386	429	451	540	639	748
增长率		11.0%	5.3%	19.7%	18.3%	17.0%
主营业务成本	-194	-206	-220	-268	-319	-376
%销售收入	50.1%	48.0%	48.8%	49.6%	49.9%	50.4%
毛利	193	223	231	273	320	371
%销售收入	49.9%	52.0%	51.2%	50.4%	50.1%	49.6%
营业税金及附加	-21	-22	-9	-3	-3	-4
%销售收入	5.4%	5.1%	2.0%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-23	-27	-31	-37	-44	-52
%销售收入	5.9%	6.2%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
管理费用	-81	-92	-125	-103	-121	-142
%销售收入	21.0%	21.5%	27.8%	19.0%	19.0%	19.0%
息税前利润 (EBIT)	68	82	65	130	152	174
%销售收入	17.6%	19.2%	14.5%	24.0%	23.7%	23.2%
财务费用	-55	-49	-56	-64	-64	-59
%销售收入	14.3%	11.5%	12.5%	11.8%	10.0%	7.8%
资产减值损失	-8	3	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	58	-16	2	2	2
%税前利润	n.a	60.6%	n.a	2.8%	2.2%	1.7%
营业利润	3	94	-8	68	90	117
营业利润率	0.7%	21.9%	n.a	12.6%	14.1%	15.7%
营业外收支	2	2	3	3	3	3
税前利润	4	96	-4	71	93	120
利润率	1.1%	22.3%	n.a	13.2%	14.5%	16.1%
所得税	-30	-33	-40	-43	-46	-52
所得税率	729.7%	34.6%	n.a	60.0%	50.0%	43.0%
净利润	-26	63	-44	28	46	69
少数股东损益	11	20	10	11	12	13
归属于母公司的净利润	-37	43	-54	17	34	55
净利率	n.a	10.0%	n.a	3.2%	5.4%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-26	63	-44	28	46	69
非现金支出	64	58	67	76	78	79
非经营收益	56	-8	70	59	61	57
营运资金变动	-1	-85	-60	40	96	73
经营活动现金净流	92	28	33	203	281	277
资本开支	-214	-266	-213	-190	-203	-28
投资	-18	37	47	-12	0	0
其他	16	5	5	2	2	2
投资活动现金净流	-216	-223	-161	-200	-201	-26
股权募资	404	0	3	0	0	0
债权募资	18	-40	483	67	4	-137
其他	-65	39	-436	-65	-64	-60
筹资活动现金净流	357	-1	50	3	-60	-197
现金净流量	234	-197	-79	6	20	54

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	372	177	104	110	130	184
应收账款	126	105	51	57	58	57
存货	54	100	256	103	113	124
其他流动资产	9	4	7	119	8	10
流动资产	561	386	418	389	309	375
%总资产	26.8%	17.3%	16.2%	14.6%	11.4%	13.7%
长期投资	187	317	286	298	297	297
固定资产	1,208	1,388	1,685	1,722	1,843	1,787
%总资产	57.8%	62.0%	65.5%	64.4%	67.7%	65.2%
无形资产	133	136	166	261	269	277
非流动资产	1,529	1,852	2,156	2,284	2,412	2,364
%总资产	73.2%	82.7%	83.8%	85.4%	88.6%	86.3%
资产总计	2,091	2,238	2,574	2,673	2,721	2,738
短期借款	599	512	362	434	428	280
应付款项	113	243	417	326	386	455
其他流动负债	21	76	50	146	84	101
流动负债	733	832	829	906	898	836
长期贷款	143	143	825	825	825	826
其他长期负债	67	63	57	50	60	70
负债	943	1,037	1,711	1,781	1,784	1,732
普通股股东权益	915	958	823	840	874	930
少数股东权益	233	243	40	51	64	77
负债股东权益合计	2,091	2,238	2,574	2,673	2,721	2,738

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	-0.269	0.310	-0.389	0.126	0.247	0.399
每股净资产	6.598	6.908	5.933	6.059	6.305	6.704
每股经营现金净流	0.667	0.198	0.236	1.466	2.026	1.999
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-4.07%	4.49%	-6.56%	2.08%	3.91%	5.95%
总资产收益率	-1.78%	1.92%	-2.10%	0.65%	1.26%	2.02%
投入资本收益率	-22.63%	2.89%	33.94%	2.42%	3.46%	4.69%
增长率						
主营业务收入增长率	12.69%	10.96%	5.30%	19.70%	18.26%	17.00%
EBIT增长率	30.63%	20.98%	-20.31%	98.51%	16.70%	14.62%
净利润增长率	#####	-215.41%	#####	N/A	95.73%	61.83%
总资产增长率	25.04%	7.06%	15.02%	3.83%	1.82%	0.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.7	8.4	8.5	8.6	8.0	8.0
存货周转天数	104.8	137.1	295.2	140.0	130.0	120.0
应付账款周转天数	3.9	4.7	5.4	5.0	5.0	5.0
固定资产周转天数	741.3	714.0	956.0	815.4	702.8	611.3
偿债能力						
净负债/股东权益	32.24%	39.75%	125.47%	128.90%	119.78%	91.59%
EBIT利息保障倍数	1.2	1.7	1.2	2.0	2.4	3.0
资产负债率	45.11%	46.34%	66.47%	66.65%	65.54%	63.25%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	3	4
增持	0	0	2	2	2
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.40	1.67	1.75

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-05-12	增持	21.30	25.00~28.00
2	2016-08-18	增持	26.15	N/A
3	2016-10-28	增持	26.78	N/A
4	2016-12-15	买入	31.16	36.00~38.00
5	2016-12-29	买入	32.00	N/A
6	2017-01-06	买入	31.95	N/A
7	2017-04-27	买入	27.80	N/A
8	2017-05-16	买入	25.79	N/A

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD