

三特索道 (002159.SZ)

综合旅游行业

评级：买入 维持评级

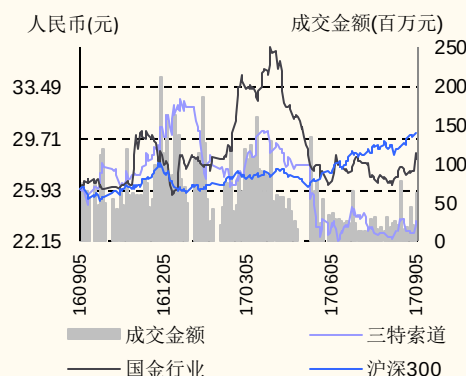
公司点评

市场价格 (人民币): 23.64 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)	3,278.08
年内股价最高最低(元)	32.58/22.15
沪深 300 指数	3857.05
深证成指	10986.95



相关报告

1. 《三特索道中报点评-融资渠道多元化, 项目培育渐入佳境》, 2017.8.24
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

转让子公司股权, 盘活资源存量

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	0.081	0.136	0.235
每股净资产(元)	6.91	5.93	6.01	6.15	6.38
每股经营性现金流(元)	0.20	0.24	1.37	1.90	1.79
市盈率(倍)	99.31	-82.26	292.51	173.95	100.44
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	68.16%	73.18%
净资产收益率(%)	4.49%	-6.56%	1.34%	2.21%	3.69%
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

事件概述

- 2017年8月11日, 公司、全资子公司田野牧歌公司与浙江祥景旅游产业发展有限公司签订了《股权转让协议》, 8月15日三方签订了《补充协议》, 协议将本公司所持安吉公司80%的股权和田野牧歌公司持有安吉公司20%的股权转让给祥景旅游, 股权转让总价为6,375万元, 同时祥景旅游同意代安吉公司向本公司偿还往来款625万元。2017年9月4日, 公司第十届董事会第四次临时会议审议通过了《关于转让安吉三特田野牧歌旅游开发有限公司股权的议案》。

经营分析

- **转让培育项目股权, 一方面减轻经营压力, 另一方面增厚公司业绩:** 公司以6375万元转让安吉公司100%股权, 目前为止安吉项目仍处在培育期, 2016年的净利润为-84.35万元, 2017年1月1日至8月20日的净利润为-85.70万元。以净资产评估价值5421.06万元, 股权转让价格为6375万元, 市净率1.18倍, 出让价格相对合理, 本次转让预计实现投资收益1000万元。公司的此举主要为了盘活手中的资产, 通过将一部分处于培育状态或者亏损状态的项目进行股权转让产生投资收益来改善公司的财务状况。同时由于公司去年的业绩亏损, 所以2017年存在被实施退市风险, 公司在今年的经营目标也将是集中在实现扭亏为盈, 通过资本运作、盘活资源存量来降低亏损项目对公司带来的负面影响。
- **优化财务结构, 减少费用支出, 公司今年有望扭亏为盈:** 公司今年在资本面的动作多多, 通过非公开发行5.96亿元, 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)来实现融资渠道的多元化。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, 优化财务结构, 实现体内优质资产的流动性。2016年公司财务费用率高达12.5%, 财务费用的下降将能够直接改善公司盈利情况。
- **公司主业成长性强, 打造“田野牧歌模式”:** 1) 公司主业增速明显, 培育的子公司成长性较强, 在未来的三年内公司的业绩将实现快速增长, 从主业增厚的角度来看, 公司未来的成长性较强, 能够在多项目成熟后实现全方面发力, 从而在低基数的业绩基础上实现高的增长。作为极少数具备景区开发和运营管理的民营企业, 在经历过项目培育期的盈亏拐点和资金的瓶颈期后, 具备非常大的爆发力。2) 公司目前项目遍布国内9个省, 开发经营了20多个项目, 公司以旅游地产以及索道等形式的重资产注入本身就具有一定优

势，同时公司充分发挥旅游地产的投资期限短及索道的高毛利率的优势来实现公司的业绩增厚。3) 公司主营业务稳定的同时积极谋求转型发展，推出“田野牧歌”品牌，打造崇阳、咸丰、克旗等项目，亏损幅度在逐渐的缩小，扭亏可待。并推进千岛湖、大余湾、华阴老腔故里、雁荡山等储备项目，通过更为多元化的产业业态模块（高端精品酒店、度假屋、自驾车营地、商用物业等）满足消费者的需求。

盈利预测及投资建议

- 在不考虑定增完成的情况下目前测算 2017E/2018E/2019E 的业绩为 **0.11/0.19/0.33 亿**，增长幅度为 **121%/68%/73%**。目前股价对应 PE 为 **292/174/100 倍**，EPS 为 **0.08/0.14/0.24 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。
- 定增项目不成功

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	519	604	688
增长率		11.0%	5.3%	15.1%	16.2%	14.0%
主营业务成本	-194	-206	-220	-272	-320	-369
%销售收入	50.1%	48.0%	48.8%	52.4%	53.0%	53.6%
毛利	193	223	231	247	284	319
%销售收入	49.9%	52.0%	51.2%	47.6%	47.0%	46.4%
营业税金及附加	-21	-22	-9	-3	-3	-3
%销售收入	5.4%	5.1%	2.0%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-23	-27	-31	-36	-42	-47
%销售收入	5.9%	6.2%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
管理费用	-81	-92	-125	-99	-115	-131
%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	110	125	138
%销售收入	17.6%	19.2%	14.5%	21.2%	20.6%	20.0%
财务费用	-55	-49	-56	-64	-65	-60
%销售收入	14.3%	11.5%	12.5%	12.3%	10.7%	8.7%
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	10	2	2
%税前利润	n.a	60.6%	n.a	16.9%	3.1%	2.4%
营业利润	3	94	-8	56	62	80
营业利润率	0.7%	21.9%	n.a	10.8%	10.3%	11.6%
营业外收支	2	2	3	3	3	3
税前利润	4	96	-4	59	65	83
利润率	1.1%	22.3%	n.a	11.4%	10.8%	12.1%
所得税	-30	-33	-40	-35	-33	-36
所得税率	729.7%	34.6%	n.a	60.0%	50.0%	43.0%
净利润	-26	63	-44	24	33	47
少数股东损益	11	20	10	12	14	15
归属于母公司的净利润	-37	43	-54	11	19	33
净利率	n.a	10.0%	n.a	2.2%	3.1%	4.7%

(1.208)

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-26	63	-44	24	33	47
非现金支出	64	58	67	76	78	79
非经营收益	56	-8	70	51	62	58
营运资金变动	-1	-85	-60	39	92	64
经营活动现金净流	92	28	33	190	264	248
资本开支	-214	-266	-213	-190	-203	-28
投资	-18	37	47	-12	0	0
其他	16	5	5	10	2	2
投资活动现金净流	-216	-223	-161	-192	-201	-26
股权募资	404	0	3	0	0	0
债权募资	18	-40	483	73	22	-142
其他	-65	39	-436	-65	-65	-61
筹资活动现金净流	357	-1	50	8	-43	-202
现金净流量	234	-197	-79	6	20	20

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	150
应收账款	126	105	51	55	54	53
存货	54	100	256	104	114	121
其他流动资产	9	4	7	119	8	9
流动资产	561	386	418	389	307	333
%总资产	26.8%	17.3%	16.2%	14.5%	11.3%	12.4%
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%	67.8%	66.3%
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%	85.5%	88.7%	87.6%
资产总计	2,091	2,238	2,574	2,673	2,719	2,697
短期借款	599	512	362	439	451	299
应付款项	113	243	417	325	380	436
其他流动负债	21	76	50	146	83	99
流动负债	733	832	829	911	914	834
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	1,786	1,799	1,730
普通股股东权益	915	958	823	834	853	885
少数股东权益	233	243	40	53	67	81
负债股东权益合计	2,091	2,238	2,574	2,673	2,719	2,697

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	-0.269	0.310	-0.389	0.081	0.136	0.235
每股净资产	6.598	6.908	5.933	6.014	6.149	6.385
每股经营现金净流	0.667	0.198	0.236	1.371	1.904	1.791
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%	1.34%	2.21%	3.69%
总资产收益率	-1.78%	1.92%	-2.10%	0.42%	0.69%	1.21%
投入资本收益率	-22.63%	2.89%	33.94%	2.05%	2.84%	3.76%
增长率						
主营业务收入增长率	12.69%	10.96%	5.30%	15.09%	16.20%	13.98%
EBIT增长率	30.63%	20.98%	-20.31%	68.10%	13.26%	10.62%
净利润增长率	-219.32%	-215.41%	-225.42%	N/A	68.16%	73.18%
总资产增长率	25.04%	7.06%	15.02%	3.81%	1.73%	-0.80%
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	848.0	743.9	664.2
偿债能力						
净负债/股东权益	32.24%	39.75%	125.47%	130.21%	124.72%	100.86%
EBIT利息保障倍数	1.2	1.7	1.2	1.7	1.9	2.3
资产负债率	45.11%	46.34%	66.47%	66.82%	66.19%	64.16%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	8	10	10	11
增持	0	5	7	7	7
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.38	1.41	1.41	1.55

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	2016-08-18	增持	26.15	N/A
2	2016-10-28	增持	26.78	N/A
3	2016-12-15	买入	31.16	36.00~38.00
4	2016-12-29	买入	32.00	N/A
5	2017-01-06	买入	31.95	N/A
6	2017-04-27	买入	27.80	N/A
7	2017-05-16	买入	25.79	N/A
8	2017-08-24	买入	23.55	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