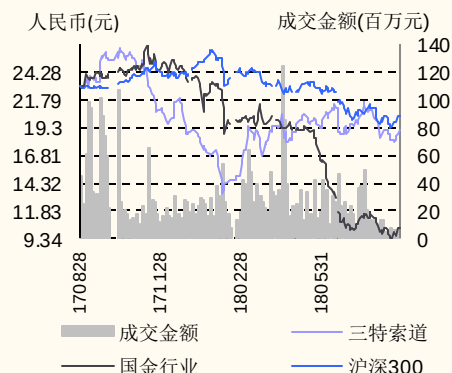


三特索道 (002159.SZ) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 19.13 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	138.55
总市值(百万元)	2,652.69
年内股价最高最低(元)	26.49/13.25
沪深 300 指数	3400.17
中小板综	8895.65

**相关报告**

1. 《三特索道季报点评-18Q1 收入增速 19.25%，上半年业绩预...》，2018.5.1
2. 《三特索道年报点评-17 年业绩扭亏为盈，主业经营高成长》，2018.3.16
3. 《三特索道公司点评-定增方案修改，全力解决公司资金缺口》，2017.12.28
4. 《三特索道三季报点评-内生业绩扭亏为盈，转让股权轻装上阵》，2017.10.30
5. 《三特索道公司点评-转让子公司股权，盘活资源存量》，2017.9.6

楼枫烨 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005 (8621)60933978 loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 分析师 SAC 执业编号: S1130518080001 bianlijuan@gjzq.com.cn

股权转让产生高收益，成熟景区表现优异**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	-0.389	0.039	0.965	0.244	0.414
每股净资产(元)	5.93	5.96	6.92	7.17	7.58
每股经营性现金流(元)	0.24	1.11	0.86	1.42	1.63
市盈率(倍)	-82.26	477.33	19.83	78.40	46.22
净利润增长率(%)	-225.42%	110.15%	2343.68%	-74.70%	69.63%
净资产收益率(%)	-6.56%	0.66%	13.94%	3.41%	5.46%
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

业绩简评

- 公司实现营业收入 2.67 亿元/+24.18%；归属于上市公司股东的净利润 0.96 亿元/+387.56%，扣非净利润为-0.27 亿元。

经营分析

- **利润高增长源于股权转让的投资收益，扣非后净利润亏损收窄：**公司收入增速 24.18%，主要受益于成熟景区及培育景区经营向好，实现接待人次及收入高增长（成熟景区中梵净山、华山索道接待人次增长 35%/39%，收入增速分别为 46%/48%）；成长和培育期通过营销和产品丰富度提高实现收入增长。上半年业绩增长达到 387.56%，投资收益贡献较大，转让咸丰坪坝营公司股权取得投资收益 13,171 万元，扣非后净利润为-0.27 亿元，亏损收窄。
- **成熟景区表现突出，公司项目产品多元化打造实现营收增长加快，费用率有所下降：**公司五大成熟景区（梵净山、海南、千岛湖、庐山以及华山）接待游客人次 218.59 万人次/+22.5%，营业收入 2.22 亿元/+33.5%，贡献公司营收 83%。净利润为 0.88 亿元/+46.3%，成熟景区的资源优势和经营能力得到验证，除庐山三叠泉受大雪封山影响导致游客人次及收入下滑外其他景区均实现正向增长，梵净山及华山表现优异。处在成长和培育期项目虽体量较小持续亏损，但接待人次及收入增长可观。上半年整体毛利率为 49.3%，上升 1.9pct，费用率为 45.6%/-6.4pct，其中管理费用率为 25.8%/-6pct，销售费用率为 4.7%/-1pct。财务费用率为 15.1%/+0.6%。有息负债相对较高，短期借款 4.4 亿，长期借款 5.11 亿元，一年内到期的非流动负债 2.4 亿。在资金成本不断提升的背景下大股东全额认购定增项目以偿还银行借款补充现金流的做法，降低财务费用，在景区培育成熟的同时财务费用的减少对于公司业绩增厚影响更为明显。
- **公司主业成长性强，大股东多次增持并全额参与定增彰显信心：**公司成熟景区经营状况良好，贡献公司业绩，成长期和培育期景区业绩弹性大，能够在培育成熟后实现低基数下业绩高增长。股东多次增持公司股权，持股比例达到 25.65%，安全边际较高；全额参与定增，以资金支持公司的景区经营，依靠旅游资源优势和经营能力实现业绩高成长。

盈利调整及投资建议

- 2018E-2020E 的业绩为 1.34/0.34/0.57 亿元，18 年业绩较高主要源于公司转让咸丰坪坝营公司股权取得投资收益 1.3 亿元。EPS 为 0.97/0.24/0.41 元，股价对应 PE 为 20/78/46 倍，维持买入评级。

风险提示

- 公司资本运作进展受证监会政策和时间影响；旅游重资产培育期较长；多个项目同时培育，资本性开支过大，财务压力大。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	429	451	539	618	695	778
增长率		5.3%	19.5%	14.6%	12.5%	11.9%
主营业务成本	-206	-220	-255	-290	-322	-360
%销售收入	48.0%	48.8%	47.2%	46.9%	46.3%	46.2%
毛利	223	231	285	328	373	419
%销售收入	52.0%	51.2%	52.8%	53.1%	53.7%	53.8%
营业税金及附加	-22	-9	-6	-7	-8	-9
%销售收入	5.1%	2.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-27	-31	-28	-30	-31	-33
%销售收入	6.2%	6.9%	5.1%	4.9%	4.5%	4.3%
管理费用	-92	-125	-131	-142	-153	-163
%销售收入	21.5%	27.8%	24.2%	23.0%	22.0%	21.0%
息税前利润 (EBIT)	82	65	121	149	181	213
%销售收入	19.2%	14.5%	22.3%	24.1%	26.1%	27.4%
财务费用	-49	-56	-74	-73	-72	-73
%销售收入	11.5%	12.5%	13.7%	11.9%	10.3%	9.3%
资产减值损失	3	-1	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	58	-16	10	127	0	0
%税前利润	60.6%	n.a	17.3%	62.0%	0.0%	0.0%
营业利润	94	-8	52	203	110	140
营业利润率	21.9%	n.a	9.6%	32.8%	15.8%	18.1%
营业外收支	2	3	5	3	3	3
税前利润	96	-4	57	206	113	143
利润率	22.3%	n.a	10.5%	33.3%	16.2%	18.4%
所得税	-33	-40	-52	-72	-79	-86
所得税率	34.6%	n.a	91.2%	35.0%	70.0%	60.0%
净利润	63	-44	5	134	34	57
少数股东损益	20	10	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	43	-54	5	134	34	57
净利率	10.0%	n.a	1.0%	21.6%	4.9%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	63	-44	5	134	34	57
非现金支出	58	67	84	84	86	90
非经营收益	-8	70	51	-55	70	72
营运资金变动	-85	-60	14	-44	7	7
经营活动现金净流	28	33	154	119	197	226
资本开支	-266	-213	-169	-116	-136	-186
投资	37	47	50	0	0	0
其他	5	5	-3	127	0	0
投资活动现金净流	-223	-161	-123	11	-136	-186
股权募资	0	3	0	0	0	0
债权募资	-40	483	127	-34	30	53
其他	39	-436	-185	-73	-71	-73
筹资活动现金净流	-1	50	-59	-107	-42	-20
现金净流量	-197	-79	-27	23	20	20

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	177	104	87	110	130	150
应收账款	105	51	60	71	83	94
存货	100	256	256	302	335	374
其他流动资产	4	7	12	13	14	15
流动资产	386	418	415	496	562	634
%总资产	17.3%	16.2%	15.5%	17.8%	19.3%	20.6%
长期投资	317	286	291	291	291	291
固定资产	1,388	1,685	1,750	1,778	1,823	1,916
%总资产	62.0%	65.5%	65.5%	63.7%	62.7%	62.2%
无形资产	136	166	194	200	206	212
非流动资产	1,852	2,156	2,257	2,292	2,345	2,445
%总资产	82.7%	83.8%	84.5%	82.2%	80.7%	79.4%
资产总计	2,238	2,574	2,672	2,788	2,907	3,078
短期借款	512	362	663	623	642	685
应付款项	243	417	386	392	434	479
其他流动负债	76	50	59	68	82	97
流动负债	832	829	1,107	1,083	1,158	1,262
长期贷款	143	825	651	651	651	651
其他长期负债	63	57	45	52	62	72
负债	1,037	1,711	1,804	1,786	1,871	1,985
普通股股东权益	958	823	826	960	994	1,051
少数股东权益	243	40	43	43	43	43
负债股东权益合计	2,238	2,574	2,672	2,788	2,907	3,078

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.310	-0.389	0.039	0.965	0.244	0.414
每股净资产	6.908	5.933	5.957	6.921	7.165	7.579
每股经营现金净流	0.198	0.236	1.111	0.855	1.424	1.628
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	4.49%	-6.56%	0.66%	13.94%	3.41%	5.46%
总资产收益率	1.92%	-2.10%	0.20%	4.80%	1.16%	1.86%
投入资本收益率	2.89%	33.94%	0.49%	4.24%	2.34%	3.51%
增长率						
主营业务收入增长率	10.96%	5.30%	19.52%	14.61%	12.47%	11.92%
EBIT增长率	20.98%	-20.31%	84.19%	23.35%	22.03%	17.43%
净利润增长率	-215.41%	-225.42%	110.15%	2343.68%	-74.70%	69.63%
总资产增长率	7.06%	15.02%	3.80%	4.34%	4.27%	5.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.4	8.5	7.3	7.0	6.5	6.0
存货周转天数	137.1	295.2	367.4	380.0	380.0	380.0
应付账款周转天数	4.7	5.4	7.0	8.0	9.0	9.0
固定资产周转天数	714.0	956.0	879.1	777.4	710.1	673.0
偿债能力						
净负债/股东权益	39.75%	125.47%	141.22%	116.06%	112.26%	108.46%
EBIT利息保障倍数	1.7	1.2	1.6	2.0	2.5	2.9
资产负债率	46.34%	66.47%	67.49%	64.05%	64.36%	64.47%

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	0	0	0	0	13
增持	0	0	0	0	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.38

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-10-28	增持	26.78	N/A
2	2016-12-15	买入	31.16	36.00~38.00
3	2016-12-29	买入	32.00	N/A
4	2017-01-06	买入	32.00	N/A
5	2017-04-27	买入	27.80	N/A
6	2017-05-16	买入	25.79	N/A
7	2017-08-24	买入	23.55	N/A
8	2017-09-06	买入	23.64	N/A

来源：国金证券研究所

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


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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH