

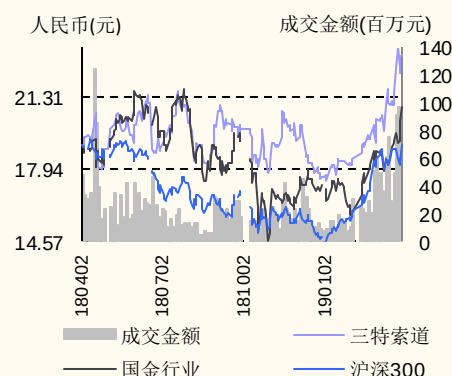
三特索道 (002159.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 23.27 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)	3,226.77
年内股价最高最低(元)	23.62/17.41
沪深 300 指数	3872.34
中小板综	9814.94

**相关报告**

- 1.《三特索道三季报点评-Q3 公司业绩拐点已至, 减负后业绩扭亏为盈》, 2018.10.24
- 2.《三特索道中报点评-股权转让产生高收益, 成熟景区表现优异》, 2018.8.29
- 3.《三特索道季报点评-18Q1 收入增速 19.25%, 上半年业绩预...》, 2018.5.1

楼枫桦 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

业绩拐点已现, 公司经营进入上升通道**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.040	0.972	0.670	0.930	1.234
每股净资产(元)	5.96	6.93	7.60	8.53	9.76
每股经营性现金流(元)	1.11	1.66	1.77	2.12	2.42
市盈率(倍)	474.88	18.09	34.73	25.03	18.86
净利润增长率(%)	-110.20%	2348.96%	-31.04%	38.76%	32.72%
净资产收益率(%)	0.67%	14.02%	8.82%	10.90%	12.64%
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

- 18 年公司实现营业收入 6.48 亿元/+20.2%, 归母净利润 1.35 亿元/+20.8%, 扣非归母净利润 501 万元, 去年同期-0.3 亿元, 实现扭亏为盈。

经营分析

- 公司成熟项目全年收入增长 30.1%, Q3 后内生业绩实现扭亏为盈, 公司转让威丰坪坝项目获得 1.32 亿元投资收益: 公司六大成熟项目的接待游客达到 600 万人次/+20.7%, 实现营业收入 5.7 亿元/+30.1%, 占公司收入比重为 88%, 净利润表现为 2.5 亿元/+43%, 其中业绩权重较高的梵净山及华山索道项目的利润增长为+63%/+70.2%, 海南、千岛湖等项目增长平稳, 通过公司的费用管控实现净利率大幅提升, 六大成熟项目的利润率提升约 4pct。培育项目的接待能力稳步提升, 游客人次及营收分别为 45.74 万人次/+17%、0.46 亿元/+29.5%, 亏损幅度进一步扩大。在公司盘活存量资产并精简亏损项目后内生经营能力逐步显现, 减负后成熟项目和培育项目的成长弹性将逐步释放。
- 公司的负债情况有所改善, “有所为有所不为”的经营策略提升公司的景区运营效率, 管理费用率进一步改善: 从财务费用和负债角度来看, 18 年公司的财务费用率稳定在 13.6%水平, 未发生进一步的提升, 主要归功于公司精简亏损项目同时 2018 年 12 月收到资产证券化 8 亿元资金。短期借款维持稳定 (4.1 亿元), 长期借款相较于 17 年下降 2.99 元。目前公司的货币资金为 6.46 亿元, 一年内到期的非流动负债约为 1.97 亿元, 货币资金储备充足。管理费用率持续改善, 18 年为 19.2%/-4.2pct, 销售费用率因项目处在推广和营销过程中出现小幅增加 (5.8%/+7pct)。
- 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。同时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。

盈利调整及投资建议

- 19E-21E 业绩为 0.93/1.3/1.71 亿元, 增速 -31%/39%/33%, EPS 为 0.67/0.93/1.23 元, 股价对应 PE 为 35/25/19 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)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	451	539	648	800	951	1,117
增长率		19.5%	20.2%	23.3%	18.9%	17.5%
主营业务成本	-220	-255	-288	-349	-412	-477
%销售收入	48.8%	47.2%	44.4%	43.6%	43.4%	42.7%
毛利	231	285	360	451	538	641
%销售收入	51.2%	52.8%	55.6%	56.4%	56.6%	57.3%
营业税金及附加	-9	-6	-6	-8	-10	-11
%销售收入	2.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-31	-28	-38	-52	-67	-84
%销售收入	6.9%	5.1%	5.8%	6.5%	7.0%	7.5%
管理费用	-125	-131	-129	-156	-183	-212
%销售收入	27.8%	24.2%	19.9%	19.5%	19.2%	19.0%
息税前利润 (EBIT)	65	121	188	235	280	333
%销售收入	14.5%	22.3%	29.0%	29.4%	29.4%	29.8%
财务费用	-56	-74	-88	-101	-93	-85
%销售收入	12.5%	13.7%	13.6%	12.7%	9.8%	7.6%
资产减值损失	-1	-5	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-16	12	144	0	0	0
%税前利润	n.a	21.3%	69.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-8	52	211	134	187	249
营业利润率	n.a	9.6%	32.5%	16.7%	19.6%	22.3%
营业外收支	3	5	-2	3	3	3
税前利润	-4	57	208	137	190	252
利润率	n.a	10.5%	32.1%	17.1%	19.9%	22.5%
所得税	-40	-52	-66	-44	-61	-81
所得税率	n.a	91.2%	31.9%	32.0%	32.0%	32.0%
净利润	-44	5	142	93	129	171
少数股东损益	10	0	7	0	0	0
归属于母公司的净利润	-54	6	135	93	129	171
净利率	n.a	1.0%	20.8%	11.6%	13.6%	15.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	-44	5	142	93	129	171
少数股东损益	10	0	7	0	0	0
非现金支出	67	84	92	74	81	87
非经营收益	70	51	-38	104	94	86
营运资金变动	-60	14	34	-25	-9	-9
经营活动现金净流	33	154	230	246	294	335
资本开支	-213	-169	-137	36	-52	-53
投资	47	50	335	0	0	0
其他	5	-3	-1	0	0	0
投资活动现金净流	-161	-123	196	36	-52	-53
股权募资	3	0	0	0	0	0
债权募资	483	127	-470	-123	-95	-143
其他	-436	-185	585	-105	-97	-89
筹资活动现金净流	50	-59	115	-228	-192	-232
现金净流量	-79	-27	541	53	50	50

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	104	87	647	700	750	800
应收账款	51	60	143	145	172	202
存货	256	256	127	201	237	274
其他流动资产	7	12	28	31	33	35
流动资产	418	415	945	1,077	1,192	1,312
%总资产	16.2%	15.5%	33.0%	37.3%	40.0%	42.8%
长期投资	286	291	433	433	433	433
固定资产	1,685	1,750	1,287	1,264	1,235	1,200
%总资产	65.5%	65.5%	45.0%	43.8%	41.5%	39.1%
无形资产	166	194	170	91	95	99
非流动资产	2,156	2,257	1,919	1,811	1,786	1,755
%总资产	83.8%	84.5%	67.0%	62.7%	60.0%	57.2%
资产总计	2,574	2,672	2,864	2,888	2,978	3,067
短期借款	362	663	597	588	492	349
应付款项	417	386	212	256	304	355
其他流动负债	50	59	37	46	55	64
流动负债	829	1,107	846	889	851	768
长期贷款	825	651	352	352	352	352
其他长期负债	57	45	690	578	578	578
负债	1,711	1,804	1,888	1,819	1,781	1,698
普通股股东权益	823	826	961	1,054	1,183	1,354
少数股东权益	40	43	15	15	15	15
负债股东权益合计	2,574	2,672	2,864	2,888	2,978	3,067

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	-0.389	0.040	0.972	0.670	0.930	1.234
每股净资产	5.933	5.957	6.928	7.598	8.528	9.762
每股经营现金净流	0.236	1.111	1.658	1.774	2.123	2.416
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	-6.56%	0.67%	14.02%	8.82%	10.90%	12.64%
总资产收益率	-2.10%	0.21%	4.70%	3.22%	4.33%	5.58%
投入资本收益率	33.94%	0.49%	4.96%	6.26%	7.36%	8.67%
增长率						
主营业务收入增长率	5.30%	19.52%	20.16%	23.35%	18.89%	17.54%
EBIT增长率	-20.31%	84.19%	56.00%	24.98%	19.07%	19.09%
净利润增长率	-225.42%	-110.20%	2348.96%	-31.04%	38.76%	32.72%
总资产增长率	15.02%	3.80%	7.17%	0.85%	3.12%	2.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.5	7.3	5.8	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	295.2	367.4	243.1	210.0	210.0	210.0
应付账款周转天数	5.4	7.0	6.8	7.0	7.0	7.0
固定资产周转天数	956.0	879.1	634.9	527.0	451.3	388.7
偿债能力						
净负债/股东权益	125.47%	141.22%	98.48%	73.10%	53.10%	32.33%
EBIT利息保障倍数	1.2	1.6	2.1	2.3	3.0	3.9
资产负债率	66.47%	67.49%	65.92%	62.99%	59.78%	55.36%

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	4	6	8	15
增持	0	0	0	1	6
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.40	1.29	1.30	1.36

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	2017-08-24	买入	23.55	N/A
2	2017-09-06	买入	23.64	N/A
3	2017-10-30	买入	25.54	N/A
4	2017-12-28	买入	18.70	N/A
5	2018-03-16	买入	18.09	N/A
6	2018-05-01	买入	18.92	N/A
7	2018-08-29	买入	19.13	N/A
8	2018-10-24	买入	19.80	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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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