

梵净山项目表现亮眼，复苏步伐稳健

——三特索道 2021 半年报点评

事件：公司发布半年报，21H1 实现收入 2.51 亿元/+158% yoy，归母净利润 0.05 亿元/+105% yoy，扣非归母净利润亏损同比收窄至 0.03 亿元（vs 20H1 亏损 1.53 亿元）；单 Q2 收入 1.62 亿元/+140% yoy，归母净利润 0.17 亿元同比扭亏为盈，扣非归母净利润 0.14 亿元（vs 20Q2 亏损 0.73 亿元）。

核心观点

- **梵净山和海洋公园项目表现亮眼，带动上半年复苏步伐快于行业整体。**21H1 公司整体收入恢复至 19H1 的 89%，单 Q2 收入恢复至 19Q2 的 93%，上半年接待游客 300.37 万人次。若不考虑东湖项目（19 年 8 月收购），收入/游客人次分别恢复至 19H1 的 75%/80%。头部项目梵净山高基数下表现依然亮眼，上半年游客接待量达 65.80 万人次+86% yoy，同口径已恢复至 19H1 的 119.51%，再创造历史新高，实现营业收入 0.90 亿元。东湖海洋公园“魔兽城堡”创新项目精准把握亲子游需求，带动上半年接待游客大幅增长至 68.66 万人次，恢复至 19H1 的 122%，营收 0.43 亿元亦超过 19 年同期。
- **索道业务地域分散韧性强，景区毛利率提升。**21H1 索道营运收入 1.69 亿元/+167% yoy，恢复至 19H1 的 86%，毛利率 68.2%接近 19H1 的 70.7%；景区门票收入 0.62 亿元/+255% yoy，恢复至 19H1 的 126%，毛利率较 19H1 提升 6.3pct 至 29.5%，主要系东湖海洋公园拉动和 20Q4 剥离武陵景区；酒店餐饮/温泉/其他合计 0.19 亿元/+107% yoy，恢复至 19H1 的 73%，观光车收入大幅减少主要系 20 年 11 月已转让梵净山观光车公司全部股权。
- **控费降本提升效率，盈利能力持续改善，关注新项目进展。**21H1 公司毛利率 52.4%已恢复至较 19H1 仅下降 0.9pct，主要由于剥离毛利较低的武陵景区和观光车公司，单 Q2 扣非净利率恢复至 8.8%。21H1 期间费用率 41.3%较 19H1 下降 9.8pct，主要由于定增后债务融资规模同比下降近 30%且融资成本下降，财务费用同比下降 44%至 0.25 亿元，财务费用率较 19H1 下降 9.5pct。珠海、千岛湖二期新项目稳步推进，未来两年有望贡献增量。

财务预测与投资建议

- 暑期局部地区疫情反复将对公司三季度业绩造成一定影响，假设 4 季度公司主要景区所处区域疫情防控良好、防疫政策不再出现新的重大限制，另外考虑到未来珠海、千岛湖项目投运后将贡献增量，我们调整公司 21-23 年 EPS 预测为 0.19/0.44/0.59 元（此前为 0.22/0.41/0.54 元），每股净资产预测为 7.77/8.21/8.80 元（此前为 7.81/8.21/8.75 元），使用可比公司估值法给予公司 21 年 2.04 倍 PB，对应目标价 15.87 元，维持“买入”评级。
- **风险提示**
 - 疫情反复风险，景区自然灾害风险，新项目不及预期风险

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	677	405	586	761	887
同比增长(%)	4.4%	-40.1%	44.5%	29.9%	16.5%
营业利润(百万元)	91	57	59	141	191
同比增长(%)	-56.7%	-37.4%	4.5%	136.2%	35.3%
归属母公司净利润(百万元)	11	29	33	78	105
同比增长(%)	-91.5%	150.1%	15.4%	136.2%	35.3%
每股收益(元)	0.06	0.16	0.19	0.44	0.59
毛利率(%)	57.2%	39.1%	45.3%	48.6%	50.8%
净利率(%)	1.7%	7.0%	5.6%	10.2%	11.9%
净资产收益率(%)	1.1%	2.3%	2.3%	5.5%	7.0%
市盈率	200.1	80.0	69.3	29.3	21.7
市净率	2.1	1.6	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

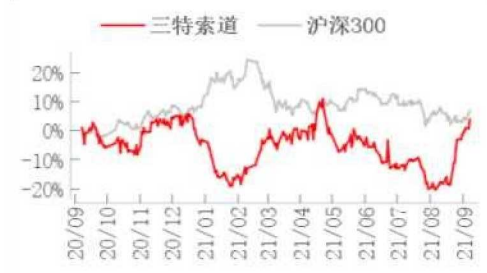


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年09月07日)	12.87 元
目标价格	15.87 元
52 周最高价/最低价	13.95/9.69 元
总股本/流通 A 股(万股)	17,730/13,803
A 股市值(百万元)	2,282
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2021 年 09 月 08 日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	5.32	30.25	9.99	3.82
相对表现	3.49	29.58	18.44	-3.35
沪深 300	1.83	0.67	-8.45	7.17



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn
张玉洁

联系人 zhangyujie@orientsec.com.cn

朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

营收逐步恢复，盈利能力有望好转：——三 2021-04-14
特索道半年报点评
盈利逐季改善，且待定增落地：——三特索 2020-11-06
道三季报点评

盈利预测与投资建议

投资建议

由于广东、江苏等地疫情反复，暑期作为旅游业经营旺季受冲击较大，公司三季度业绩将受到一定影响。假设 2021 年 4 季度公司主要景区所处区域疫情防控良好、针对旅游业的防疫政策不再出现新的重大限制，另外考虑到未来珠海、千岛湖项目投运后将贡献增量，我们调整公司 21-23 年 EPS 预测为 0.19/0.44/0.59 元（此前为 0.22/0.41/0.54 元），每股净资产预测为 7.77/8.21/8.80 元（此前为 7.81/8.21/8.75 元），使用可比公司估值法给予公司 21 年 2.04 倍 PB，对应目标价 15.87 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	一致预期每股净资产 (元)					一致预期 PB			
			2021/9/7	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
宋城演艺	300144	15.99	2.83	3.15	3.67	4.39	5.64	5.08	4.36	3.64	
黄山旅游	600054	9.73	2.83	3.15	3.67	4.39	1.66	1.59	1.49	1.39	
峨眉山 A	000888	6.60	5.84	6.11	6.52	7.00	1.44	1.37	1.28	1.19	
天目湖	603136	19.88	4.60	4.84	5.15	5.53	4.18	3.40	3.32	2.92	
西藏旅游	600749	11.16	4.76	5.85	5.99	6.80	2.40	2.32	2.21	2.10	
桂林旅游	000978	6.15	4.66	4.81	5.04	5.32	1.68	1.79	1.78	1.76	
调整后平均								2.04	1.97	1.82	

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

疫情反复风险，景区自然灾害风险，新项目不及预期风险

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	330	589	462	592	786	营业收入	677	405	586	761	887
应收票据、账款及款项融资	18	8	11	14	17	营业成本	290	247	320	391	436
预付账款	7	8	11	14	17	营业税金及附加	6	4	5	7	8
存货	3	3	4	5	5	销售费用	40	21	30	39	44
其他	276	26	35	44	51	管理费用及研发费用	139	151	135	160	182
流动资产合计	635	633	523	670	875	财务费用	107	88	46	36	37
长期股权投资	254	193	193	193	193	资产、信用减值损失	11	18	8	2	2
固定资产	1,303	1,311	1,293	1,269	1,242	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	55	66	76	83	投资净收益	(2)	156	8	5	3
无形资产	56	53	51	49	47	其他	9	23	10	10	10
其他	628	468	175	175	175	营业利润	91	57	59	141	191
非流动资产合计	2,241	2,080	1,778	1,762	1,740	营业外收入	0	5	0	0	0
资产总计	2,876	2,713	2,301	2,432	2,616	营业外支出	4	4	0	0	0
短期借款	355	384	320	350	400	利润总额	87	57	59	141	191
应付票据及应付账款	6	4	5	6	7	所得税	64	30	18	44	59
其他	572	293	323	325	327	净利润	24	27	41	97	131
流动负债合计	933	681	648	681	734	少数股东损益	12	(2)	8	19	26
长期借款	209	228	168	168	168	归属于母公司净利润	11	29	33	78	105
应付债券	536	229	49	49	49	每股收益(元)	0.06	0.16	0.19	0.44	0.59
其他	77	78	0	0	0						
非流动负债合计	822	535	217	217	217	主要财务比率					
负债合计	1,754	1,216	865	899	951		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	56	51	59	78	105	成长能力					
实收资本(或股本)	139	177	177	177	177	营业收入	4.4%	-40.1%	44.5%	29.9%	16.5%
资本公积	459	770	770	770	770	营业利润	-56.7%	-37.4%	4.5%	136.2%	35.3%
留存收益	368	397	429	507	612	归属于母公司净利润	-91.5%	150.1%	15.4%	136.2%	35.3%
其他	100	102	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,122	1,497	1,436	1,533	1,665	毛利率	57.2%	39.1%	45.3%	48.6%	50.8%
负债和股东权益总计	2,876	2,713	2,301	2,432	2,616	净利率	1.7%	7.0%	5.6%	10.2%	11.9%
						ROE	1.1%	2.3%	2.3%	5.5%	7.0%
						ROIC	2.1%	2.8%	3.3%	5.9%	7.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	61.0%	44.8%	37.6%	37.0%	36.4%
净利润	24	27	41	97	131	净负债率	89.3%	19.5%	7.9%	0.9%	0.0%
折旧摊销	62	65	54	43	43	流动比率	0.68	0.93	0.81	0.98	1.19
财务费用	107	88	46	36	37	速动比率	0.68	0.93	0.80	0.98	1.19
投资损失	2	(156)	(8)	(5)	(3)	营运能力					
营运资金变动	(42)	173	6	(15)	(11)	应收账款周转率	48.7	32.0	62.6	59.7	56.8
其它	139	(60)	109	2	2	存货周转率	4.4	80.6	95.3	92.7	89.0
经营活动现金流	292	135	248	159	200	总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
资本支出	(57)	(91)	(33)	(27)	(22)	每股指标(元)					
长期投资	128	62	0	0	0	每股收益	0.06	0.16	0.19	0.44	0.59
其他	(243)	211	8	5	3	每股经营现金流	2.11	0.76	1.40	0.89	1.13
投资活动现金流	(171)	182	(26)	(22)	(19)	每股净资产	6.01	8.15	7.77	8.21	8.80
债权融资	(231)	(481)	(240)	0	0	估值比率					
股权融资	0	350	0	0	0	市盈率	200.1	80.0	69.3	29.3	21.7
其他	(207)	72	(110)	(6)	13	市净率	2.1	1.6	1.7	1.6	1.5
筹资活动现金流	(437)	(59)	(350)	(6)	13	EV/EBITDA	10.2	12.6	16.6	12.0	9.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.4	18.3	25.1	14.9	11.6
现金净增加额	(316)	259	(127)	130	194						

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有三特索道(002159)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn