

三特索道

002159

审慎增持 (维持)

高安全边际的稀缺民营景区运营商

2019年6月18日

市场数据

市场数据日期	2019-06-17
收盘价(元)	17.13
总股本(百万股)	138.67
流通股本(百万股)	138.55
总市值(百万元)	2,375.36
流通市值(百万元)	2,373.35
净资产(百万元)	1,182.51
总资产(百万元)	3,000.71
每股净资产	8.45

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	648	681	759	824
同比增长(%)	20.2%	5.1%	11.4%	8.6%
净利润(百万元)	135	67	91	108
同比增长(%)	2349.0%	-50.0%	34.8%	19.4%
毛利率(%)	55.6%	56.0%	56.3%	56.5%
净利润率(%)	20.8%	9.9%	12.0%	13.2%
净资产收益率(%)	14.0%	6.6%	8.1%	8.8%
每股收益(元)	0.97	0.49	0.65	0.78
每股经营现金流(元)	1.79	2.36	1.80	2.07

相关报告

《三特索道 2018 年报点评：扣非归母净利润近七年首次转正，公司未来看点多多》，2019-04-02

《三特索道跟踪点评：高管变更、组织架构优化，持续理顺发展机制》，2018-11-20

《三特索道 2018 年三季度报点评：Q3 单季收入增速创新高，增效减亏下扣非归母净利大增 75%》，2018-10-23

分析师：

李跃博

liybo@xyzq.com.cn

S0190512070003

研究助理：

王越

wangyue94@xyzq.com.cn

投资要点

- **三特索道**是一家以景区交通接驳索道、旅游景区、营地住宿等为主业的旅游资源综合开发商。主营业务板块包括：1) 索道：梵净山索道、华山索道、猴岛索道等。2) 景区：梵净山景区、猴岛景区等。3) 营地住宿：崇阳浪口温泉旅游区等。18 年扣非归母净利润为近七年首次扭亏为盈达 501 万元，业绩高增长源自梵净山、华山等核心优质项目经营情况大幅改善，以及持续转让亏损子公司实现减亏。
- **优质成熟项目高增长**。1) **梵净山景区**：2018 年接待游客 120 万人次/+44.4%，营收 2.55 亿元/+39.8%，占总收入 39.3%，净利润 1.17 亿元/+63.1%，成功申遗助力景区知名度持续提升。2) **华山索道**：2018 年接待游客 204 万人次/+39.62%，营收 1.50 亿元/+51.93%，净利润 0.63 亿元/+70.19%，景区门票降价、强力营销及智慧管理战略使营收稳步增长。3) **海南猴岛**：作为“索道+景区+休闲度假”的综合旅游胜地，2018 年接待游客 104 万人次/+1.51%，营收 0.95 亿元/+6.88%，净利润 0.38 亿元/-0.95%。4) **千岛湖/庐山三叠泉/珠海索道**：杭黄/合安九高铁开通及粤港澳大湾区政策推进将持续利好相关景区。
- **培育期项目前景向好，亏损资产剥离提升业绩**。1) **培育期**：公司旗下南漳/保康/崇阳/克旗等项目仍处于培育期，6 家项目公司 18 年营收 4,622 万元/+29.53%，净亏损 8,197 万元，同比增亏 2,832 万元，主要系转固增加、利息停止资本化等因素。中长期来看景区周边铁路交通改善在即，有利于项目快速成长。若培育进度慢于预期，公司也不排除将项目转移至体外运营的可能性。2) **亏损项目**：18 年转让咸丰坪坝营/木兰置业/南漳地产等公司，资产梳理稳步推进，减亏增效的同时也带来投资收益。
- **公司在短期和长期皆具看点**。**短期**：1) 优质项目保障业绩发展，成熟景区尚有成长空间及二期开发潜力；2) 培育期景区有望受益于周边交通改善；3) 管理体制改革有望降低管理费率；4) 推进定增有望降低财务费率；5) 持续剥离亏损资产实现减亏；6) 控股股东当代集团协同效应。**长期**：周边游兴起助力景区发展；公司内含价值比当前总市值高出 42%，安全边际较高，股价向上空间大于向下空间。
- **盈利预测与投资评级**：18 年公司扣非归母净利为近七年首次盈利，主要得益于梵净山、华山等核心项目的表现亮眼，但转固增加等因素使得培育期项目亏损有所增加。未来随着周边游迅猛增长、居民消费观念升级及交通条件持续改善，公司旗下众多景区将受益。同时管理体制改革的推进有望降低管理费率、财务费率，成熟景区持续发展，培育期项目业绩改善，持续剥离亏损资产实现减亏，公司盈利能力有望进一步提升。公司市值小，安全边际高，建议投资者积极关注。预计 19-21 年 EPS 分别为 0.49/0.65/0.78 元，6 月 17 日收盘价对应 PE 为 35/26/22 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：景区拓展及培育进度不及预期、极端天气影响客流、门票及索道降价等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1.	三特索道：“索道+景区+住宿”的旅游综合体	5
1.1	公司概况：以索道业务为核心的旅游综合开发商.....	5
1.2	历史沿革：深耕索道业务，拓展延伸旅游产业链.....	6
1.3	股权结构：控股股东为当代科技集团，持续增持彰显信心.....	7
2.	索道行业：旅游拉动索道需求，发展前景广阔	8
2.1	国内概况：客运索道发展迅速，主要应用于山岳景区.....	8
2.2	横向比较：客运索道毛利率普遍较高.....	9
2.3	市场前景：周边游增长带动索道行业发展.....	11
3.	丰富项目资源：优质项目高增长，培育期项目前景向好	12
3.1	梵净山景区：成功申遗助力景区知名度持续提升.....	12
3.2	华山索道：强力营销+智慧管理，客流营收稳步增长.....	16
3.3	海南猴岛：“索道+景区+休闲度假”的综合旅游胜地.....	18
3.4	千岛湖：杭黄高铁开通将持续利好景区.....	21
3.5	庐山三叠泉：合安九高铁开通有望带来游客增量.....	23
3.6	珠海索道：响应“粤港澳大湾区”建设，长期发展空间大.....	24
3.7	培育期项目：短期业绩承压，长期前景向好.....	25
3.8	亏损项目：持续进行资产梳理，提升经营业绩.....	28
4.	财务分析：成熟项目保障盈利能力不断增强	28
4.1	盈利能力：优质项目助营收增长，定增有望提升业绩.....	28
4.2	偿债能力：资产负债率下降，资本结构持续改善.....	31
5.	公司看点：成熟景区保障短期业绩，周边游助长期发展	32
5.1	短期：优质项目保障业绩发展，培育期项目持续改善.....	32
5.2	长期：周边游兴起助力公司迈上新台阶.....	32
6.	盈利预测及投资评级	34

图 1、	2013 年以来公司营收及其增速走势.....	5
图 2、	2013 年以来公司扣非归母净利走势.....	5
图 3、	历史发展沿革.....	6
图 4、	公司业务布局全国.....	7
图 5、	控股股东当代集团不断增持公司股份.....	8
图 6、	中国索道数量及增长情况.....	9
图 7、	中国索道区域布局情况（截至 2017 年末）.....	9
图 8、	高铁“八纵八横”规划图.....	11
图 9、	梵净山景区客流量持续增长.....	12
图 10、	2013 年以来梵净山景区盈利状况.....	12
图 11、	梵净山景区标志性景点.....	13
图 12、	梵净山索道.....	13
图 13、	梵净山最新票务信息.....	13
图 14、	梵净山丰富的动植物资源.....	14
图 15、	梵净山濒危保护动物—黔金丝猴.....	14
图 16、	梵净山景区外部交通便利.....	14
图 17、	贵州省旅游总收入增长迅速.....	15
图 18、	贵州省旅游总人数快速增长.....	15
图 19、	铜仁旅游—“梵天净土，桃源铜仁”.....	15
图 20、	贵州梵净山太平河休闲旅游度假区.....	16
图 21、	华山索道接待游客人数持续增长.....	16

图 22、近年来华山索道营收增长迅速	- 16 -
图 23、华山索道线路示意图	- 17 -
图 24、公司经营华山北峰索道	- 17 -
图 25、2018 年全国 5A 级景区品牌影响力排行榜	- 18 -
图 26、华山景区外部交通便利	- 18 -
图 27、南湾猴岛接待游客人数持续增长	- 19 -
图 28、南湾猴岛营收稳步增长	- 19 -
图 29、南湾猴岛生态旅游区	- 19 -
图 30、猴岛国家保护动物——猕猴	- 19 -
图 31、天然良港——晁家渔排	- 20 -
图 32、南湾猴岛跨海观光索道	- 20 -
图 33、海南省旅游总收入增长迅速	- 20 -
图 34、海南省旅游总人数持续快速增长	- 20 -
图 35、三亚市城际 2 号旅游线路于 2018 年底开通	- 21 -
图 36、浪漫天缘海上运动休闲中心	- 21 -
图 37、浪漫天缘靠近猴岛公园和跨海索道	- 21 -
图 38、千岛湖景点导览图	- 22 -
图 39、千岛湖梅峰索道俯瞰全景	- 22 -
图 40、千岛湖接待游客人数平稳增长	- 22 -
图 41、千岛湖营收基本持平	- 22 -
图 42、杭黄高铁直通千岛湖景区	- 23 -
图 43、庐山三叠泉瀑布	- 23 -
图 44、庐山三叠泉缆车	- 23 -
图 45、三叠泉接待游客人数持续增长	- 24 -
图 46、三叠泉营收稳步增长	- 24 -
图 47、珠海石景山公园	- 24 -
图 48、珠海景山索道直达景山山顶公园	- 24 -
图 49、南漳古山寨——春秋寨	- 26 -
图 50、2014 年以来南漳古山寨经营情况	- 26 -
图 51、崇阳隽水河公司经营情况	- 26 -
图 52、崇阳三特旅业公司经营情况	- 26 -
图 53、崇阳浪口温泉旅游度假区	- 27 -
图 54、崇阳当代浪口研学旅行营地	- 27 -
图 55、克旗热水温泉度假区	- 27 -
图 56、2014 年以来克旗公司经营情况	- 27 -
图 57、2014 年以来公司营收构成情况（单位：百万元）	- 29 -
图 58、2013 年以来公司毛利率整体上升	- 30 -
图 59、2013 年以来公司分项业务毛利率情况	- 30 -
图 60、2016 年以来期间费率整体较高	- 31 -
图 61、公司管理费用构成情况（单位：万元）	- 31 -
图 62、2016 年以来资产负债率不断下降	- 31 -
图 63、公司流动/速动比率显著上升	- 31 -
图 64、在线周边游市场迅猛发展	- 33 -
图 65、国内游客量稳步增长	- 33 -
表 1、三特索道股东及股权结构（截至 2019Q1）	- 7 -
表 2、2018 年包含索道业务上市公司情况（单位：万元）	- 9 -
表 3、2018 年上市公司主要索道信息	- 10 -
表 4、索道成本具体构成情况（单位：万元）	- 10 -

表 5、索道折旧政策对比分析	- 10 -
表 6、公司旗下景区受益于高铁红利	- 11 -
表 7、2018 年北峰索道和西峰索道对比分析	- 17 -
表 8、2018 年公司部分培育期项目概况（单位：万元、万人次）	- 25 -
表 9、2017 年以来公司“资产梳理”概况（单位：万元）	- 28 -
表 10、近年来公司融资情况梳理	- 31 -
表 11、A 股景区类公司 18 年业绩及估值一览（截止 19 年 6 月 17 日）	- 33 -
表 12、三特索道盈利预测核心假设	- 34 -
附表	- 35 -

报告正文

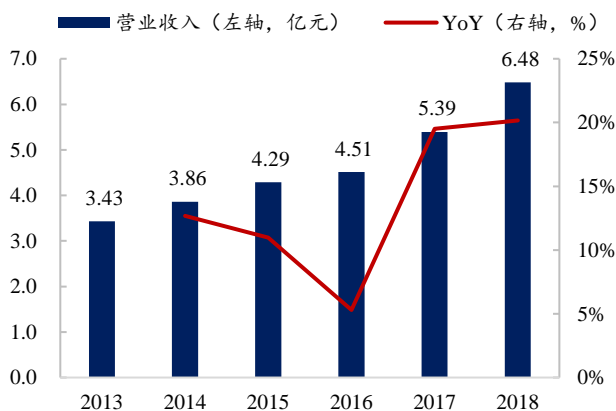
1. 三特索道：“索道+景区+住宿”的旅游综合体

1.1 公司概况：以索道业务为核心的旅游综合开发商

三特索道是一家以景区交通接驳索道、旅游景区、营地住宿等为主业的旅游资源综合开发商。经过近 30 年的探索扩张，公司目前掌握的旅游项目资源主要分布在陕西、贵州、海南、内蒙、湖北、浙江等 9 个省，已逐步实现全国布局，专注于景区接驳交通索道向“索道+景区+住宿和商业配套”延伸，扩展旅游产业链。公司主营业务板块包括：**1) 索道**：在国内投资建设、运营的景区交通接驳项目有陕西华山索道、贵州梵净山索道、浙江千岛湖索道、海南猴岛跨海索道等，2018 年实现营收 4.54 亿元，占总营收比重达 70%。**2) 景区**：主要为贵州梵净山景区（5A 级）、海南猴岛景区（4A 级）、湖北春秋寨景区（4A 级）等，已形成跨区域布局。**3) 营地住宿**：主要包括崇阳浪口温泉精品酒店、陕西华山侠文化主题客栈、湖北南漳古寨客栈等，逐步向旅游综合体扩张。

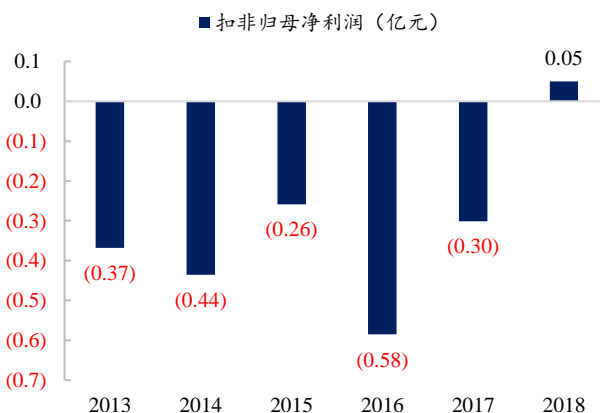
梵净山、华山表现亮眼，助公司扣非归母净利七年来首次为正。2018 年公司归母净利 1.35 亿元/+2349%，主要源自转让威丰坪坝营公司股权取得投资收益 1.32 亿元，但是扣非归母净利润 501 万元，较去年大幅增加 3,514 万元，主要源自梵净山、华山等核心景区的亮眼表现。其中梵净山景区接待游客 120 万人次/+44.40%，营收 2.55 亿元/+39.75%，净利润 1.17 亿元/+63.11%，三者均创梵净山开业以来新高。华山索道接待游客 204 万人次/+39.62%，营收 1.50 亿元/+51.93%，净利润 0.63 亿元/+70.19%。同时公司积极进行“资产梳理”工作，关停盈利能力差的子公司，处置威丰坪坝营、木兰置业等公司股权，持续剥离涉房资产，进一步优化公司产业结构。

图 1、2013 年以来公司营收及其增速走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2013 年以来公司扣非归母净利润走势

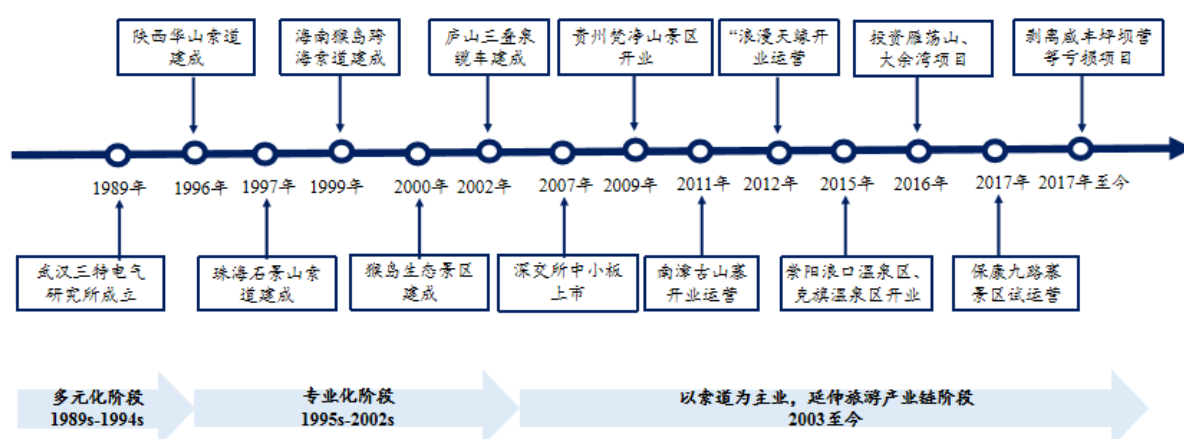


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 历史沿革：深耕索道业务，拓展延伸旅游产业链

历史沿革：1) **探索性多元化战略：**1989 年公司前身武汉市民营高科技企业—武汉市三特电气研究所成立，初始阶段实施多元化发展战略，包含通讯技术、房地产、出租车、化纤和索道等十几个产业。2) **专业化战略：**自 1995 年以来，公司发展战略聚焦于客运观光索道。1995 年，公司投资运营了第一条索道—磨山索道；1996 年投资运营陕西华山索道。之后，在全国投资运营索道总数多达 30 条。3) **旅游产业链延伸战略：**2000 年后，公司继续以索道为主业，同时向景区和景观房地产领域延伸产业链。2000 年海南猴岛生态旅游景区建成，2009 年贵州梵净山景区开业，随后公司持续不断开发拓展景点。4) **探索多元化新业态：**2010 年进入营地、住宿等旅游度假领域，探索开发旅游综合体项目。2011 年南漳古山寨开业运营，2015 年崇阳浪口温泉区、克旗热水温泉区开业，2017 年保康九路寨景区试运营。公司项目资源储备丰富，旗下拥有梵净山景区、华山索道等成熟项目及保康、崇阳等培育期项目。

图 3、历史发展沿革



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

以索道业务为主的全国性旅游资源布局。公司秉承“经营一批、开发一批、储备一批”的资源开发策略，目前在全国范围内已经拥有 20 多个景区资源项目（多以二三线景区项目为主），规划控制的景区面积超过 2000 平方公里，北至内蒙古，南至海南岛。公司掌握的旅游资源主要集中分布在中部和东南部旅游城市，主要业务专注于索道领域，包括陕西华山索道及华山宾馆、海南猴岛跨海索道及休闲旅游区、贵州梵净山景区及索道、庐山三叠泉有轨缆车、浙江千岛湖梅峰索道、黄山尖缆车及牧心谷休闲运动营地等。

图 4、公司业务布局全国



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3 股权结构：控股股东为当代科技集团，持续增持彰显信心

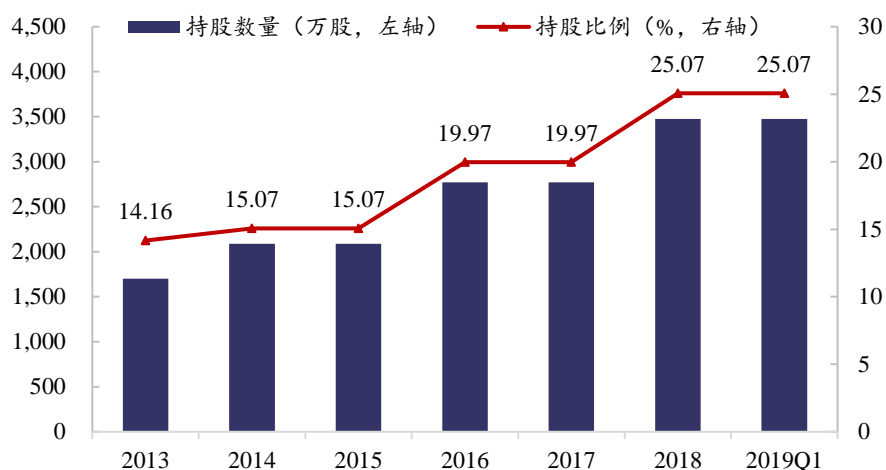
公司是 A 股稀缺的民营景区上市公司，控股股东为湖北当代科技集团。自 2014 年当代集团持股比例增加至 15.07% 成为公司控股股东后，其通过定增及二级市场交易等方式不断增持，截至 2019Q1 持股比例达 25.07%，彰显对公司未来发展的信心。若公司定增方案顺利实施，当代集团的持股比例将大幅增至 35% 左右，股权结构更加稳定。当代集团旗下以形成包括医药、文化、教育、体育、地产及旅游等领域在内的产业集群，其中旅游产业为集团重点支持板块。三特索道是当代集团旅游产业最主要的运营平台，未来当代集团有望进一步给公司带来协同效应，例如合作开发旅游小镇、发展研学旅游项目等。

表 1、三特索道股东及股权结构（截至 2019Q1）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	武汉当代科技产业集团股份有限公司	34,761,295	25.07
2	武汉东湖新技术开发区发展总公司	10,763,305	7.76
3	中国工商银行股份有限公司-东方红新动力灵活配置混合型证券投资基金	6,430,000	4.64
4	广东药业投资有限公司	3,688,559	2.66
5	严宇媛	3,577,614	2.58
6	招商银行股份有限公司-东方红京东大数据灵活配置混合型证券投资基金	3,500,000	2.52
7	武汉创时新一投资发展有限公司	1,866,667	1.35
8	梁志鹏	1,798,586	1.30
9	上海弘尚资产管理中心(有限合伙)-弘尚资产大视野私募投资基金	1,518,701	1.10
10	中国工行-国联安德盛小盘精选证券投资基金	1,250,000	0.90
	合计	69,154,727	49.88

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究所整理

图 5、控股股东当代集团不断增持公司股份



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

新管理层调整到位，期待经营效率持续提升。2018Q4 以来公司相继变更总裁、监事长、董秘等高管，张泉和曹正先生分别担任公司总裁和董事会秘书。张泉先生此前曾担任过公司的副总裁和首席运营官，同时兼任下属几个重要子公司董事长，如梵净山旅业公司、南漳古山寨公司、克旗青山索道公司等，对公司业务熟悉程度高，同时拥有优秀的项目运营经验；曹正先生此前任券商的董事会办公室副主任，具有较强的资本市场运营管理经验以及丰富的相关人脉资源，未来有望为公司带来积极影响。此外公司还优化组织架构，新设工程管理部和投融资部，将各景区中心集中到总部层面运营。**新管理层景区运营经验丰富，新管理体制撤销冗余部门、优化审批管理流程，有利于提升日常运营效率。**

2. 索道行业：旅游拉动索道需求，发展前景广阔

2.1 国内概况：客运索道发展迅速，主要应用于山岳景区

旅游业迅猛发展拉动景区客运索道需求。索道是交通工具的一种，通常在崎岖的山坡上运载乘客或货物上下山。1980 年以前，我国索道基本以货运索道为主，索道行业的技术队伍也多来自矿山、冶金、运输机械等领域；改革开放后旅游业迅猛发展，旅游总人次从 2013 年的 32.6 亿增长至 2018 年 55.4 亿人次，CAGR 达 11.2%，推动对客运索道需求的提升。从 2003 年至 2017 年，国内客运索道数量从 280 条增加到 813 条，主要应用于旅游景区、滑雪场、城市交通中。客运索道和山岳景区的发展紧密相连，索道在有山岳、丘陵环境的景区运营，以实现跨海拔的人员或货物运输。从区域分布来看，全国 7 大地区均有建设索道缆车，其中华北地区索道缆车数量最多约有 201 条，占比 24.72%；西北地区最少约为 65 条，仅占 8%左右。

图 6、中国索道数量及增长情况

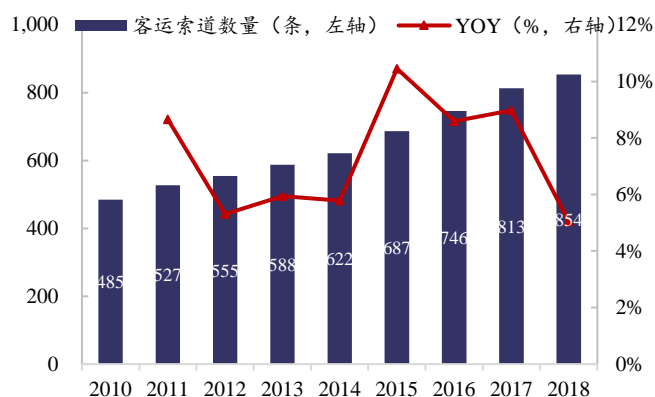
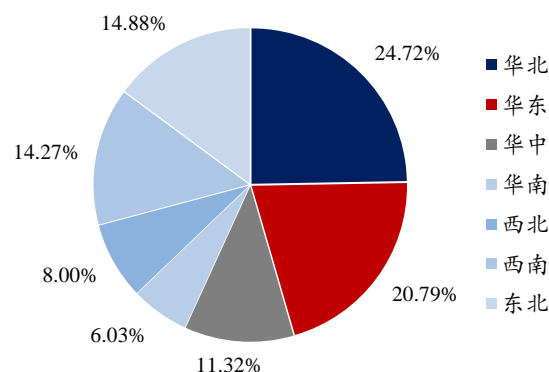


图 7、中国索道区域布局情况（截至 2017 年末）



资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 横向比较：客运索道毛利率普遍较高

客运索道为山岳景区重要收入来源。目前我国包含索道运营业务的上市公司主要有七家：三特索道、丽江旅游、九华旅游、黄山旅游、峨眉山旅游、张家界旅游和陕西旅游，除三特索道专注于多景区的索道投资建设外，其余公司均是在其旗下运营的景区内负责少数索道的建设。2018 年三特索道/丽江旅游/九华旅游/黄山旅游/峨眉山/张家界/陕西旅游的索道收入占总营收比例分别为 70.0%/57.5%/40.9%/30.6%/29.3%/7.5%/59.3%，可见客运索道业务是山岳景区的重要收入来源。

索道往往被称为景区“第二张门票”，毛利率普遍较高。由于山岳景区自身独特的海拔特征，使得景区索道的客流乘坐率非常高；且索道建设初始投入大，后期运营成本较低，使其毛利率非常高。2018 年杨家界索道毛利率低主要系武陵山大道建设致使游客人次大幅减少。而三特索道毛利率相对偏低主要由于公司旗下索道主要布局在二三线景区，本身客流量规模小于黄山和玉龙雪山等景区；且黄山和丽江旅游垄断景区的全部索道业务，而华山景区除了三特北峰索道，还有陕西西峰太华索道同时运营致使游客分流。

表 2、2018 年包含索道业务上市公司情况（单位：万元）

公司名称	经营索道	总收入	索道收入	占比	索道成本	毛利率
三特索道	陕西华山索道、贵州梵净山索道、浙江千岛湖梅峰索道、海南猴岛跨海索道等	64,820	45,369	69.99%	13,326	70.63%
丽江旅游	玉龙雪山索道、云杉坪索道、牦牛坪索道	67,842	39,029	57.53%	6,150	84.24%
九华旅游	天台索道、百岁宫缆车和花台索道	48,531	19,863	40.93%	3,867	80.53%
黄山旅游	黄山云谷索道、玉屏索道、太平索道及西海观光缆车	162,095	49,600	30.60%	6,576	86.74%
峨眉山旅游	峨眉山景区金顶索道、万年索道	107,235	31,421	29.30%	8,029	74.45%
张家界旅游	杨家界索道	46,839	3,531	7.54%	3,057	13.44%
陕西旅游	陕西华山太华索道	54,007	32,048	59.34%	10,142	68.35%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、2018 年上市公司主要索道信息

公司名称	经营索道	所在景区	索道长度(米)	索道票价(元)	乘坐人次(万人)
三特索道	华山北峰索道	华山(5A)	全长 1550,高差 800	单程 80	约 204
	梵净山索道	梵净山(5A)	全长 3500,高差 1200	单程 90	约 120
	千岛湖梅峰索道	千岛湖(5A)	-	上行 35,下行 30,往返 60	-
	千岛湖黄山尖索道	千岛湖(5A)	-	上行 30,下行 35,往返 50	-
	猴岛跨海索道	猴岛景区(4A)	全长 2138		约 104
丽江旅游	玉龙雪山索道	玉龙雪山景区(5A)	全长 2968,高差 1150	单程 120	269.54
	云杉坪索道		全长 958,高差 265	单程 40	83.08
	牦牛坪索道		全长 1200,高差 360	单程 45	16.78
黄山旅游	云谷索道	黄山景区(5A)	全长 2666,高差 775.	单程 80	669.11
	玉屏索道		全长 2176,高差 752	单程 90	
	太平索道		全长 3709,高差 1015	单程 80	
	西海观光缆车		全长 892,高差 497	单程 100	
峨眉山旅游	金顶索道	峨眉山景区(5A)	全长 1164	上行 65,下行 55,往返 120	583.88
	万年索道		全长 1433,高差 165	上行 65,下行 45,往返 110	
张家界旅游	杨家界索道	杨家界景区(5A)	全长 1876,高差 517	单程 76	55.78
九华旅游	天台索道	九华山景区(5A)	全长 1350,高差 476	单程 85	-
	百岁宫索道		全长 452,高差 223	单程 55	-
	花台索道		全长 2908,高差 824	单程 90	-
陕西旅游	华山西峰太华索道	华山(5A)	全长 4211,高差 894	单程 140	约 250

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

索道成本主要由职工薪酬和折旧构成。其购买设备的初始投入最大,后期主要成本项是职工薪酬、折旧、维护检修费用等,索道一般折旧年限为 5-15 年,运营时间越长的索道成本相对更低。通过五家上市公司的横向比较,可以看出索道运营时间较长的丽江旅游和峨眉山旅游的索道成本中职工薪酬占比最高,分别为 45.5% 和 42.8%,主要由于索道工作环境海拔高、游客接待量大,一条大索道所需人员为 40-50 名,人工成本相对较高。而三特索道成本项中“其他成本”占比最大为 65.1%,主要包括资源使用费 6,000 余万元,占比近 50%。

表 4、索道成本具体构成情况(单位:万元)

公司名称	索道成本细分					
	职工薪酬	占比	折旧	占比	其他	占比
三特索道	2,338	17.55%	2,317	17.39%	8,671	65.06%
丽江旅游	2,801	45.54%	1,975	32.11%	1,011	16.43%
黄山旅游	-	-	1,595	24.25%	-	-
峨眉山旅游	3,435	42.78%	2,681	33.40%	1,912	23.82%
张家界旅游	432	14.15%	1,121	36.67%	1,504	49.19%

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、索道折旧政策对比分析

公司名称	折旧方法	折旧年限(年)	残值率	年折旧率(%)
三特索道	年限平均法	5-10	3%-10%	18.0-19.4
丽江旅游	年限平均法	7-10	5%	9.5-13.57
黄山旅游	年限平均法	15-20	3%	4.85-6.47
张家界旅游	年限平均法	5-20	0%-5%	4.75-20.0
九华旅游	年限平均法	15	3%-5%	6.33-6.47
陕西旅游	年限平均法	5-10	0%-5%	9.5-20.0

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

2.3 市场前景：周边游增长带动索道行业发展

纵享高铁建设红利，众多景区将受益。2017 年国家“十三五”规划提出推进高铁“八纵八横”主通道建设，到 2020 年高铁覆盖 80%以上的大城市，实现相邻大中城市间 1-4 小时的交通圈，城市群内 0.5-2 小时交通圈，预计 2025 年全国高铁里程数将达到 3.8 万公里。高铁将大大缩短旅行时间，增加游客出游半径，大幅带动周边游的发展，三特旗下众多景区有望在其推动下迎来客流的再一轮攀升，山岳、丘陵型景区客流量的增加将直接拉动对索道的需求。

图 8、高铁“八纵八横”规划图



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、公司旗下景区受益于高铁红利

高铁开通日期	高铁线路	高铁站点	公司业务所在景区
2013 年 7 月 1 日	宁杭高铁	千岛湖站	千岛湖景区
2015 年 6 月 28 日	合福高铁	武夷山站	武夷山景区
2016 年 12 月 28 日	沪昆高铁	铜仁站	梵净山景区
2017 年 12 月 6 日	西成高铁	华山北站	华山景区
2018 年 12 月 25 日	杭黄高铁	千岛湖站	千岛湖景区
预计 2019 年通车	西武高铁	襄阳东站	南漳景区
预计 2019 年通车	合安九高铁	庐山站	庐山景区
预计 2020 年通车	银西高铁	华山北站	华山景区
预计 2021 年开通	杭台高铁	千岛湖站	千岛湖景区
预计 2023 年开通	京九高铁	庐山站	庐山景区

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

索道产业发展空间大。我国幅员辽阔、山脉众多且各具特色，登山更是经久不衰的旅游项目之一。山岳型景区在我国景区中占了相当大的比重，截至 2017 年我国 3A 及以上景区共有 3,000 多个，其中山岳型景区在 1,000 个以上，而山岳景区道路崎岖险要的特征，使得游客对索道缆车的需求大大提升；同时国务院规定“山岳型风景名胜区总体规划必须有索道专项规划”，以提升景区的交通系统和安全水平。旅游业发展带动现有山岳型景区的客流量不断提升以及新景区的持续开发，预计未来我国索道产业市场需求仍较大。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3. 丰富项目资源：优质项目高增长，培育期项目前景向好

3.1 梵净山景区：成功申遗助力景区知名度持续提升

梵净山位于贵州省东北部的铜仁地区，系武陵山脉主峰、世界自然遗产、国家5A级旅游景区。作为贵州铜仁市唯一的5A级景区，其旅游资源在数百公里范围内具有独特性，市政府也大力支持景区的旅游开发。景区由公司旗下全资子公司贵州三特梵净山旅业发展有限公司开发运营，其主要从事旅游业务经营管理、景区开发运营、客运索道建设运营、综合性旅游服务等。自2006年12月投资运营，2007年11月完成设备运输、安装、调试及试运行工作直至2009年开业，公司投资近2.03亿元。近年来景区客流、业绩增长迅速，游客人数自2015年51.4万人次上升到2018年120.1万人次。2018年实现营收2.55亿元/+39.8%，占比总收入39.3%，净利润1.17亿元/+63.1%，是贡献营收和盈利最多的子公司。2019年延续快速发展势头，预计Q1业绩增速仍在20%以上。

图9、梵净山景区客流量持续增长

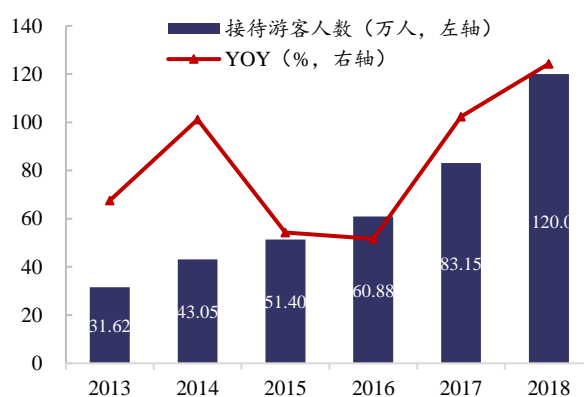
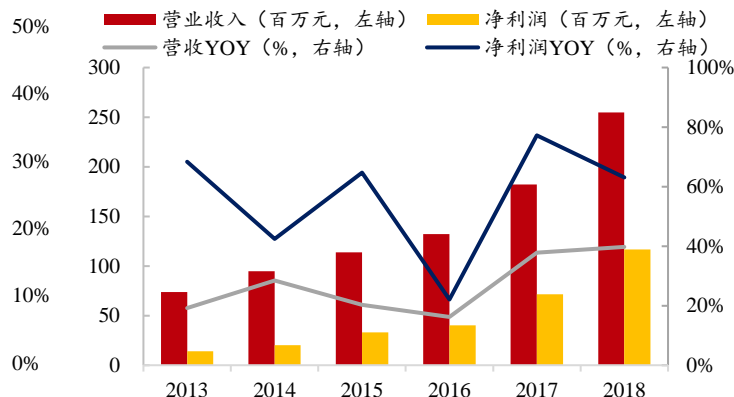


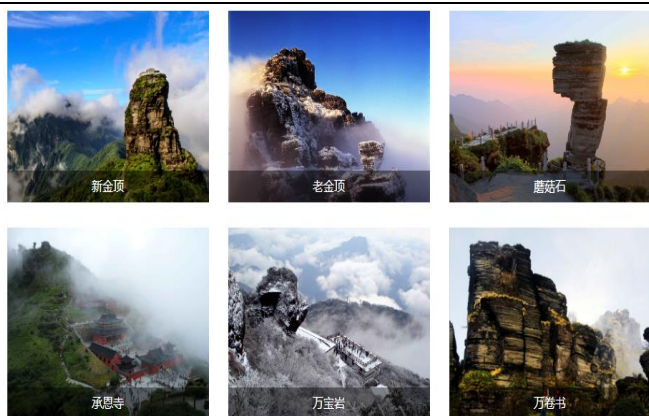
图10、2013年以来梵净山景区盈利状况



资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

梵净山索道和观光车保障和丰富游客体验。梵净山海拔2,572米，总面积567平方公里，原始洪荒是其独特景观特征，包含红云金顶、蘑菇石、九龙池、凤凰山等标志性景点。梵净山旅业所运营的梵净山索道是景区内唯一的索道，全长3,500米，海拔落差1,193米，2015年被中国索道协会正式授予客运索道安全服务质量5S等级（最高等级）。作为雄伟险峻的山岳型景区，乘坐梵净山索道也成为游客体验的重要组成部分。上山乘坐索道单程约25分钟，而步行上下山需要4-5小时，游客索道乘坐率达到90%以上。景区还运营旅游观光车项目，主要由三特梵净山旅游观光车有限公司运营，成立于2007年。2008年该公司决定加大对旅游观光车投入，由原先220万元增至760万元，新增投资用于购置东线营运车辆。景区山门到索道下站可乘坐观光车，全程为10公里左右的盘山公路，观光车乘坐率基本为100%。2018年10月梵净山景区旺季门票价格由110元/人降为100元/人，淡季门票价格由90元/人，索道单程90元/人，观光车单程10元/人。

图 11、梵净山景区标志性景点



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、梵净山索道



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、梵净山最新票务信息

票 价 表					
门票（实名制）		观光车票			
收费项目	收费标准（人民币）		收费项目	收费标准（人民币）	
全 票	旺 季	100元/人	全 票	往 返	20元/人
	淡 季	90元/人		单 程	10元/人
半 票	旺 季	50元/人	半 票	往 返	10元/人
	淡 季	45元/人		单 程	5元/人
旺季：3月1日至11月30日 淡季：12月1日至次年2月28日 一、门票半票标准： 1. 全日制学校学生证 2. 14-18周岁未成年人 二、门票免票标准： 1. 残疾人 2. 现役军人、残疾军人、退役军人 3. 14周岁以下儿童及60周岁以上老人凭证免票，由本人持身份证原件刷证入园（未满14岁儿童可凭户口本到窗口办理免门票手续） 4. 佛教教职人员或举行过入教仪式的佛教群众持有效证件免票 三、启动叫号排队系统时必须到自助取票机取票方能入园		凭证购门票半票 凭证购门票半票 凭证免门票 凭证免门票		观光车半票：身高1.1-1.4米儿童、景区内的从业人员、高龄老人（凭高龄证） 观光车免票：身高1.1米以下儿童	
		索道票			
收费项目	收费标准（人民币）				
全 票	往 返	160元/人			
	单 程	90元/人			
		索道票免票：身高1.1米以下儿童			

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2018年7月梵净山景区成功申遗，10月被授予国家5A级旅游景区荣誉，成长空间巨大，预计未来几年之内仍是公司主要业绩增长点。

1) **独特优质的自然资源禀赋。**自然景区是一种不可再生的有限资源，其不可复制、不可替代性有效避免了同质化竞争；同时自然景区资源具有排他性，资产折旧压力小，由于人文历史、口碑、品牌经营等原因，时间越久，独有的价值越突出。梵净山深藏于中国西南腹地，作为武陵山脉的最高峰已经傲然矗立了超过十亿年，其得名于“梵天净土”，具有悠扬的佛教历史文化。因梵净山集“黄山之奇，峨眉之秀，华山之险，泰山之雄”，有“天下名岳之宗”的美名，与峨眉山、九华山、五台山、普陀山同为我国佛教名山。同时园区内动植物资源丰富，现有植物种类约2,000余种，还栖息着多种濒临灭绝的国际保护动物，如黔金丝猴、云豹、苏门羚、黑熊等。

图 14、梵净山丰富的动植物资源



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、梵净山濒危保护动物—黔金丝猴



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 外部交通红利。梵净山景区周边交通日益改善，游客可通过飞机、高铁、火车等多种方式到达铜仁，然后通过机场班车或旅游专线车到达市区和景区。距离景区最近的机场为铜仁凤凰机场，目前已开通十几条国内航线；景区附近火车站有铜仁站和铜仁南站，目前长沙、武汉、郑州、杭州、贵阳等多条高铁均可到达。同时梵净山地处贵州、湖南、重庆两省一市的交界处，是“鸡鸣三省”的黄金地段，逐步成为临近省份周边游的热门地区。景区名气的日益提升，使沪昆高铁沿线的上海、杭州等地游客也将梵净山作为旅游目的地。

图 16、梵净山景区外部交通便利

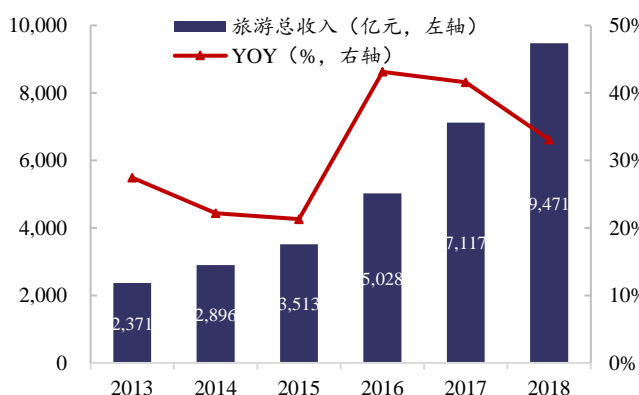


资料来源：百度地图，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 贵州省旅游业日益繁荣，政府积极扶持旅游发展。随着梵净山景区成功申遗，成为贵州省继荔波喀斯特、赤水丹霞、施秉喀斯特之后第 4 处世界自然遗产地。至此，贵州成为中国世界自然遗产数量最多的省份。近年来，贵州省旅游业持续高速增长，2018 年全省旅游人数 9.69 亿人次/+30.2%；旅游总收入 9,471.03 亿元/+33.1%。同时铜仁市政府也积极发展本地旅游业，将梵净山景区作为龙头产业大

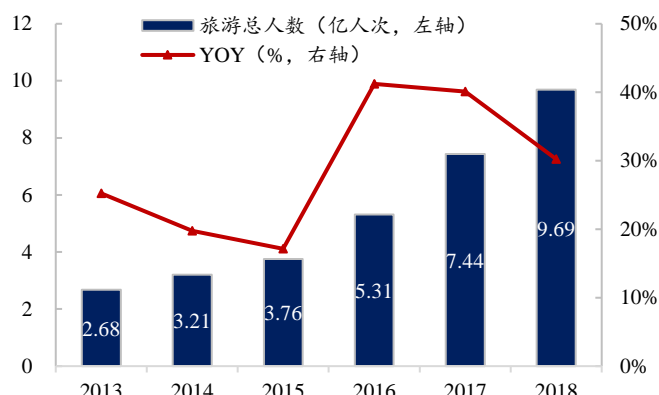
力扶持，一方面给与政策优惠，一方面以“梵天净土，桃源铜仁”作为当地旅游名片，积极推动景区的建设发展。

图 17、贵州省旅游总收入增长迅速



资料来源：贵州省统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、贵州省旅游总人数快速增长



资料来源：贵州省统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、铜仁旅游——“梵天净土，桃源铜仁”



资料来源：铜仁旅游网，兴业证券经济与金融研究院整理

4) 多举措提升淡旺季游客数。2018 年梵净山景区接待游客数首次突破百万级，景区每日接待游客上限为 8,000 人，旺季基本已经饱和，公司会通过“大山里的文化自信”、“天空之城抖音节”等一系列主题营销活动吸引银发团、大妈团等群体填充淡季，并且通过市场宣传拓宽旺季时间，继续增加游客数。公司还积极开发一套智慧入园管理系统，已投资额近 650 万元，有效减少游客排队等候时间，强化全山一体化管理。同时通过增加二次消费等方式提升客单价，量价齐升保障梵净山业绩持续增长。值得注意的是，2018 年公司销售佣金达到 1,699 万元，同比大幅增长近 5 倍，预计公司加强旅行社销售渠道，客源市场从贵州周边进一步拓展到全国各地。目前梵净山团散比已经从 1:3 改变为 1:1，团客市场成为梵净山业绩新的增长点。

5) 积极打造生态资源衍生旅游产品，培育新的利润增长点。公司于 2013 年 4 月投资建设贵州太平河休闲旅游度假区，位于杭瑞高速公里梵净山出口处，目前已投资额约 1,550 万元，计划打造成康体运动、禅修养心、原乡观光的综合型休闲旅游度假区，为梵净山景区提供互补的旅游产品。同时进一步扩大主业规模，培植新的利润增长点。项目具体开发内容包括福田禅林、低碳田园、云水禅心漂流、梵天会所、梵净人家等休闲旅游度假产品。

图 20、贵州梵净山太平河休闲旅游度假区



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 华山索道：强力营销+智慧管理，客流营收稳步增长

华山位于陕西渭南市，是国家 5A 级景区，为我国著名五岳之一。华山景区有北峰、西峰、南峰、东峰及中峰五座主峰，作为“天下第一险”的峭壁险峰，游客在游览时倾向于选择搭乘索道和观光车。目前华山主要有两条索道，分别是北峰三特索道和西峰太华索道，其中公司经营的为华山北峰索道，有“亚洲第一索”的美誉。得益于“西岳”华山的高知名度，华山索道公司自 1996 年开业以来，接待游客量持续稳定增长。2013 年华山索道盈利同比大幅下降，主要系华山西峰索道开始运营，游客分流对盈利产生较大冲击。2015 年公司积极采取措施，延长营业时间，加大营销力度，持续提升往返乘索率。2018 年华山索道接待游客 204 万人次/+39.62%，营收 1.50 亿元/+51.93%，占比总收入 23.2%，净利润 0.63 亿元/+70.19%。

图 21、华山索道接待游客人数持续增长

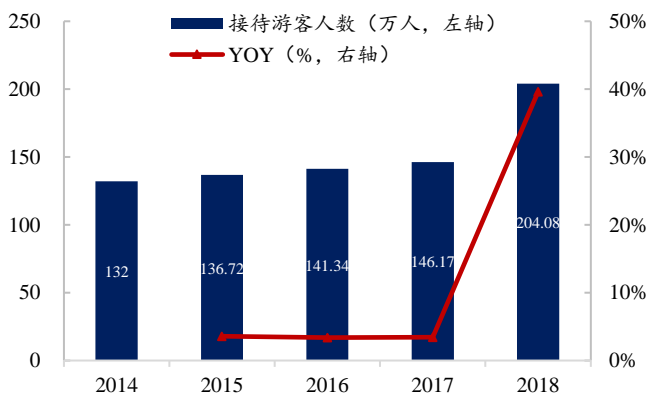
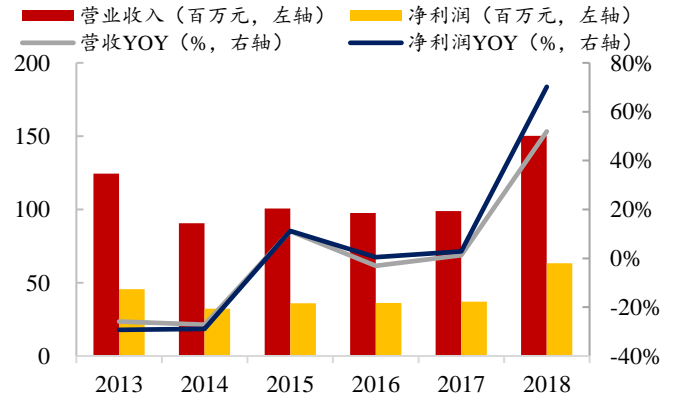


图 22、近年来华山索道营收增长迅速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

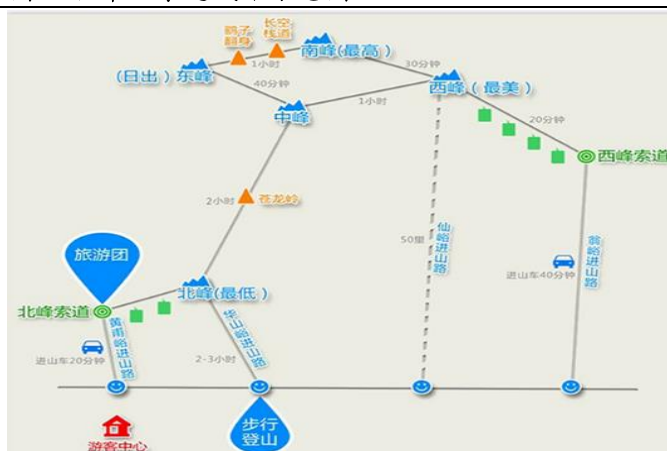
强力营销策略稳步提升北峰索道市占率。北峰海拔 1,614 米，又称“云台峰”，虽为五峰中最矮的峰，但其山势险峻，是故事“智取华山”的发源地，有真武殿、长春石室、玉女窗等颇多著名景点，是远望华山三峰和苍龙岭全景的绝佳地。游客乘坐索道一般选择“西上北下”或“北上西下”的模式，因此北峰和西峰索道形成平均分流的态势，运输量接近、运力充沛。北峰索道运营时间较早，近年来公司为加强自身竞争力，坚定营销策略并向智慧化管理转型升级。2018 年公司强力开展营销工作，全面执行“赏华山标志美景必上北峰”的营销策略，持续提升索道的往返乘坐率，市场影响力也得到进一步提升。预计未来在北峰索道市占率稳步提升的情况下，华山索道业绩将保持稳定增长。

表 7、2018 年北峰索道和西峰索道对比分析

索道名称	北峰三特索道	西峰太华索道
运营公司	三特旅游	陕西旅游
运营时间	1996 年	2013 年 4 月
索道长度 (米)	全长 1550, 高差 800	全长 4211, 高差 894
索道票价 (元)	旺季 80, 淡季 45	旺季 140, 淡季 120
接待游客数 (万人)	204	250
索道收入 (万元)	15,021	32,048
总收入占比 (%)	23.17%	59.34%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、华山索道线路示意图



资料来源：马蜂窝旅游网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、公司经营华山北峰索道



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

华山景区旅游热度稳步增长。2018 年华山旅游人数首次突破 314 万人次/+21%，创历史新高，主要原因在于：1) 2018 年 5 月 10 日华山景区积极落实国家降低国有重点景区门票价格要求，将门票由 180 元/人降至 160 元/人，使得旅游人数大幅增长。2) 华山景区围绕渭南市“三地一中心”的战略目标，按照“山内扩容，山外留客”的发展思路，全力推进项目建设。同时对电子票务系统改造升级，大大提升游客满意度，旅游秩序良好。3) 渭南市政府全力推动“大华山”旅游格局的形成，每月推出文化旅游节庆活动，先后举办了华山论道、“华山论剑”国际围棋大赛等多场节庆活动，日益提升华山旅游影响力。据人民网舆情数据中心发布的《2018 年全国 5A 级旅游景区影响力排行榜》，综合考察景区关注度、活跃度和美誉度对

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

景区影响力进行排行，2018 年华山景区在陕西省 9 个 5A 级景区中排首位，在全国 259 个 5A 级景区中排名第 39 位。预计未来华山景区总游客人次将保持稳步增长，带动公司旗下华山索道和华山客栈业绩提升。

图 25、2018 年全国 5A 级景区品牌影响力排行榜

2018年全国5A级旅游景区品牌影响力排行榜					
排序	官方名称	关注度	活跃度	美誉度	影响力
1	故宫博物院	98.77	95.89	98.90	97.64
2	颐和园	94.13	82.09	93.15	89.12
3	恩施州恩施大峡谷景区	88.73	76.25	84.23	82.84
4	天坛公园	90.62	69.57	91.44	82.36
5	上海野生动物园	82.97	67.06	95.23	79.06
34	泰安市泰山景区	43.32	66.65	94.99	62.99
35	中国科学院西双版纳热带植物园	35.18	75.18	93.52	62.85
36	大同市云冈石窟	45.41	65.73	91.93	62.84
37	三亚市南天大小洞天旅游区	20.23	90.87	90.22	62.48
38	乐山市乐山大佛景区	41.09	72.02	82.50	62.24
39	陕西渭南华山景区	24.45	83.72	94.87	62.24
40	湖州市南浔古镇景区	34.80	72.61	91.32	61.23

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

华山景区外部交通便利。游客可以通过飞机、高铁/动车、火车、旅游大巴等多种方式到达景区，距离景区 15-25 分钟的华山站、华山北站均有直达景区的公交车，西安火车站、城东客运站每日均有往返华山旅游大巴车，交通非常便利。

图 26、华山景区外部交通便利



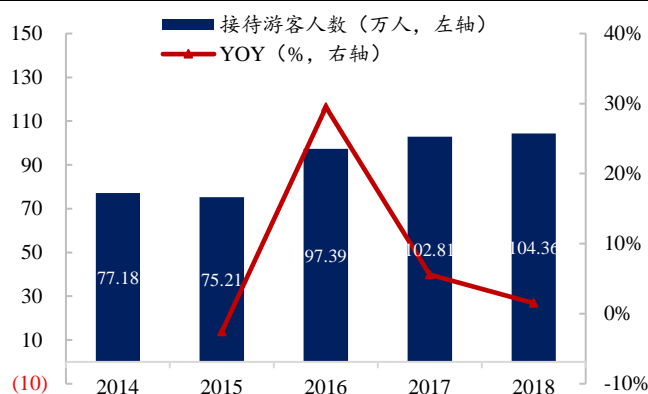
资料来源：百度地图，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 海南猴岛：“索道+景区+休闲度假”的综合旅游胜地

南湾猴岛位于海南省陵水县的南湾半岛，是世界上唯一的热带岛屿型猕猴自然保护区。岛上生态资源极为丰富，森林覆盖率达 95%，还居住着近 1,500 只猕猴，

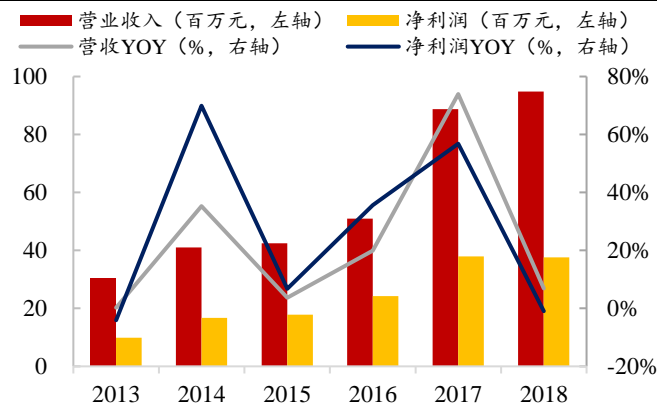
属国家二类保护动物。公司于1999年开发建设一期猴岛索道和猴岛公园，由于猴岛得天独厚的资质，拥有海洋、岛屿、动物等旅游元素，具备发展成为集观光和休闲度假为一体的综合旅游目的地的潜力。公司于2009年开发建设二期猴岛项目——浪漫天缘海上运动休闲中心，进一步将景区拓展为“索道+景区+休闲度假”的旅游综合产品。近年来海南公司（海南索道和海南猴岛公园合并而成）集中力量加大散客市场的客源挖掘力度，加大宣传并积极策划旅游活动以拓展客源。2018年接待游客104万人次/+1.51%，营收0.95亿元/+6.88%，净利润0.38亿元/-0.95%。其中猴岛索道营收0.63亿元/+8.85%，净利润0.31亿元/+4.2%；猴岛公园门票收入0.32亿元/+3.14%，净利润0.07亿元/-19.14%。营收增长源自散客增速较快，净利润小幅下滑源自集团公司合并项目公司业务板块，并编入新增人员增加人工成本。

图 27、南湾猴岛接待游客人数持续增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、南湾猴岛营收稳步增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、南湾猴岛生态旅游区



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、猴岛国家保护动物——猕猴



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

猴岛跨海索道成为景区重要观光项目。索道全长2,138米，共34个吊箱，引进索道王国——奥地利多贝玛亚公司90年代最新技术，使游客到达景区时间仅需7分钟，单边最大运力610人/小时，是世界上最长的跨海观光旅游索道。索道横跨新村港湾，可以将神秘的南湾猴岛、浓郁的疍家民俗、渔港风情尽收眼底，已成为

景区重要的观光游览项目，拥有较强的客流拉动能力。

图 31、天然良港—疍家渔排



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

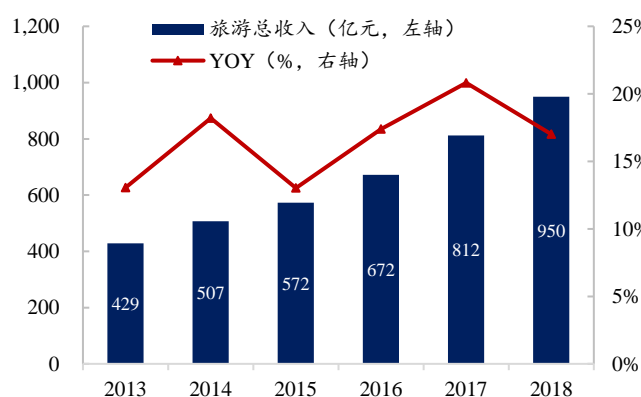
图 32、南湾猴岛跨海观光索道



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

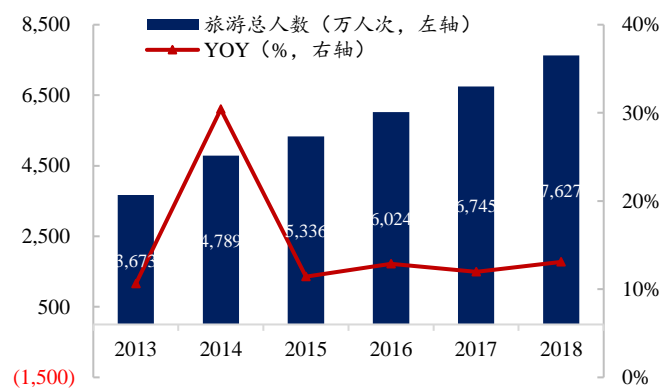
海南重视旅游发展，政策红利助游客增长。2018 年 4 月国务院发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，赋予海南“国际旅游消费中心”的明确战略定位。目前以旅游业为主的第三产业已成为海南的经济支柱，且发展空间巨大。2018 年海南省接待游客 7,627 万人次/+11.8%，旅游总收入 950 亿元/+14.5%；其中陵水县接待游客 531.5 万人次/+20.85%，旅游收入 35.9 亿元/+20.05%，旅游发展延续良好势头。海南本身拥有国际旅游岛的发展目标，叠加国家政策对海南旅游及国际化的红利，以及未来建设自由贸易港的预期，海南旅游将整体深度受益。另外 2018 年 12 月三亚市区直达猴岛景区公交线路开通，从三亚火车站发车，终点站为南湾猴岛，全程共 83 公里，全程票价仅为 20 元，大大节省游客到南湾猴岛景区的时间。

图 33、海南省旅游总收入增长迅速



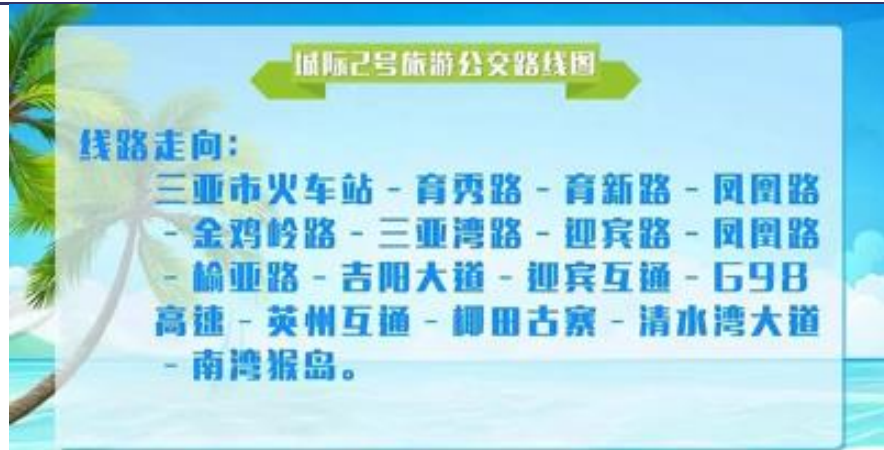
资料来源：海南省统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、海南省旅游总人数持续快速增长



资料来源：海南省统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、三亚市城际 2 号旅游线路于 2018 年底开通



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

猴岛二期项目浪漫天缘协同效应潜力大。2009 年起公司投资 8,200 万元在猴岛公园西侧打造二期项目——浪漫天缘海上运动休闲中心，2015 年公司投资 4,000 万元开发浪漫天缘二期项目，预计总投资回收期为 6 年，目前仍处于探索阶段，截至 2018 年底实际投资额达 8,899 万元。作为对南湾猴岛滨海旅游新领域的尝试，浪漫天缘定位于面向高端游客市场的休闲游项目，主营项目包括海上运动、潜水观光、海钓、海滨浴场等，以满足不同层次旅客需求，提高整个猴岛的产品丰富度和吸引力，带来更大的游客增量；同时提升游客岛上停留时间及客单价，预计未来两个景区协同效应潜力巨大。2018 年浪漫天缘公司新增营运项目，实现营收 881.5 万元/+25.54%，净利润-773.6 万元，同比减亏 180.8 万元。

图 36、浪漫天缘海上运动休闲中心



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、浪漫天缘靠近猴岛公园和跨海索道



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4 千岛湖：杭黄高铁开通将持续利好景区

千岛湖位于浙江省杭州市，是国家 5A 级景区。东距杭州 129 公里，西距黄山 130 公里，构成“杭州—千岛湖—黄山”这条黄金旅游线，同时千岛湖处于浙赣皖区域旅游合作体的中心部位，上海、江苏、安徽、江西、福建等多地均可高速直达千

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

岛湖。2012年9月公司以7,000万元收购杭州千岛湖索道有限公司100%股权，旗下主要盈利资产为梅峰索道、黄山尖缆车。梅峰索道于2014年改造，运力提升至1200人/小时以上，乘坐梅峰索道可直达中心湖区著名景点——“梅峰揽胜”山顶观景台，俯瞰千岛湖秀色。黄山尖索道建于2006年，单向运力接近600人/小时，乘坐缆车可以登顶东南湖区著名景点——黄山尖。

图 38、千岛湖景点导览图



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

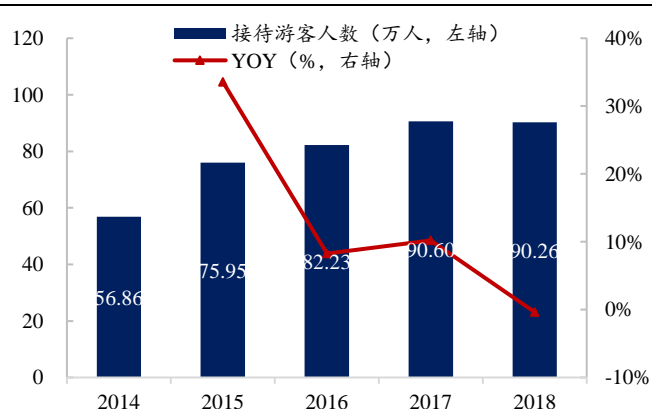
图 39、千岛湖梅峰索道俯瞰全景



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

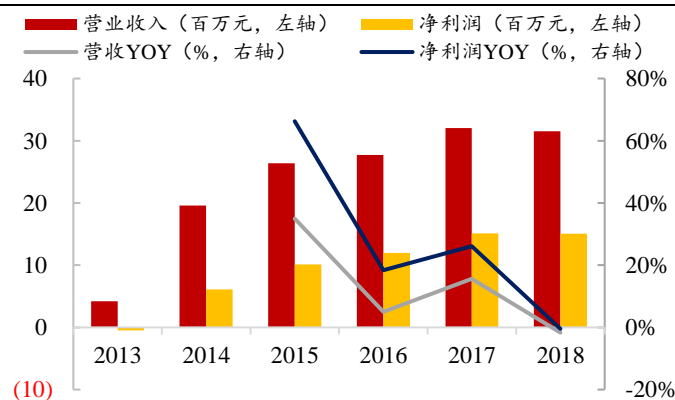
杭黄高铁开通将持续利好千岛湖景区。千岛湖索道公司于2013年对索道升级改造，重新营业后索道运载能力显著上升，2015年接待游客76万人次/+33.57%，营收和净利润增速分别为34.95%和66.26%。接下来两年公司通过线上、线下宣传推广，提升梅峰景点和索道的品牌地位，加强区域市场旅行社的合作，增加主题活动的举办，提高游客上岛率和乘索率，实现营业收入和利润稳步增长。2018年接待游客90.26万人次/-0.38%，营收0.32亿元/-1.68%，净利润0.15亿元/-0.46%，在千岛湖景区游客人次整体下降的情况下，千岛湖索道业绩基本持平实属不易，主要源自公司加强市场宣传与渠道合作。随着2018年12月杭黄高铁开通，将沿途富春江、黄山等景区联通，交通红利将持续利好千岛湖景区。2019年清明小长假千岛湖景区共接待游客3.95万人次/+17.56%，五一小长假接待游客9.69万人次，日均接待游客达2.42万人次/+23.96%。

图 40、千岛湖接待游客人数平稳增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、千岛湖营收基本持平



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 42、杭黄高铁直通千岛湖景区



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.5 庐山三叠泉：合安九高铁开通有望带来游客增量

庐山三叠泉景区位于江西省九江市的庐山东南九叠谷，是国家 5A 级景区。“不到三叠泉，不是庐山客”，庐山三叠泉是庐山景区的标志性景点，内有三叠泉漂流、五老峰、飞来石等，景区漂流落差约 192 米，山峰高俊、峡谷幽深。公司经营的三叠泉缆车于 2002 年正式开业，缆车形似小火车，游客乘坐缆车可以饱览三叠泉险峻地貌，是景区游览重要项目之一。成人往返 80 元/人次、单程上行 55 元/人次，单程下行 35 元/人次。

图 43、庐山三叠泉瀑布



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、庐山三叠泉缆车

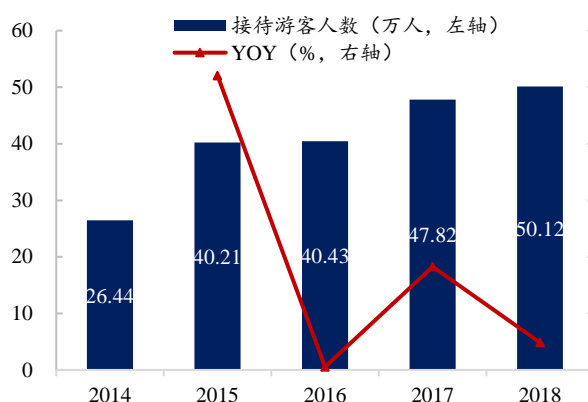


资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

合安九高铁开通有望带来景区游客增量。2010 年 1 月三特索道通过 970 万元收购外方 25% 股权，实现对庐山三叠泉公司 100% 控股。自 2015 年 1 月开始，三叠泉景区门票划入庐山整体大门票中，游客人数增长，缆车项目的营收大幅增加。2016-2017 年公司通过强力营销、优化客源结构，优化景区内部交通环境，致使散客比例增加，实现营业收入和利润双增长。2018 年公司围绕“积极拓展，稳中求进”的思路，针对来山游客，开展多形式营销宣传工作，加强景区宣传力度，接待游客 50.12 万人次/+4.81%，营收 0.30 亿元/+3.89%，净利润 0.16 亿元/+47.35%，创下

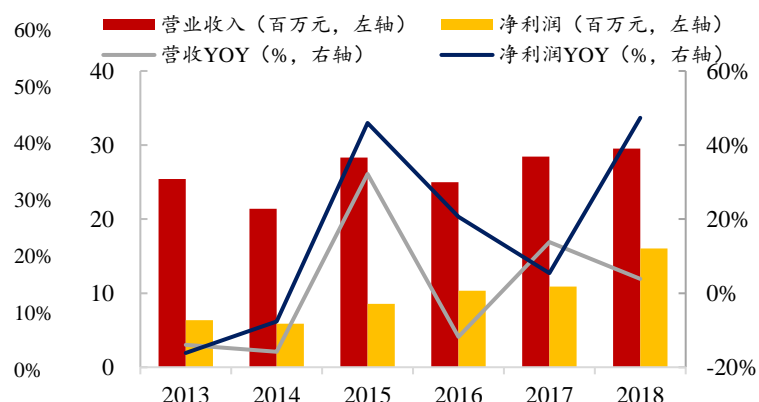
历史新高。预计 2021 年合安九高铁正式通车，合肥到九江仅需 1 个多小时，未来景区将受益于高铁带来的客流增量。

图 45、三叠泉接待游客人数持续增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、三叠泉营收稳步增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.6 珠海索道：响应“粤港澳大湾区”建设，长期发展空间大

珠海索道位于广东省珠海市石景山公园内，石景山是俯瞰珠海的最佳观光点。观光索道全长 350 米，运行速度 1.25 米/秒，单向运输能力 500 人/小时，缆车往返票 65 元。乘坐索道登临景山山顶公园，是整个珠海最高、最大的观光休闲平台。北眺香港，南望澳门，放眼绿树成荫的珠海全貌。下山可乘坐索道也可乘坐滑道（山顶冲锋车），长达 630 米的管轨式滑道，平均斜度 10.2 度，平均离地高度 0.8 米，有“世界第一冲”的称号。2018 年接待游客 30.95 万人次/+17.90%，营收 0.12 亿元/+21.02%，净利润 0.03 亿元/-7.36%，珠海索道将进行改造升级以响应粤港澳大湾区建设，短期业绩承压，但拓展了长期发展空间。该项目改造升级已纳入“珠海市城市阳台建设规划”中，城市阳台项目将打造成集“两路三片四台”的综合性开放式城市公园，共分为二期建设，一期预计 2020 年 12 月完工。届时，沙滩、情侣路和香炉湾将连成一片，打破地形阻隔，实现通山达海，打造独具魅力的观景台，提升了珠海项目的发展空间。

图 47、珠海石景山公园



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、珠海景山索道直达景山山顶公园



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.7 培育期项目：短期业绩承压，长期前景向好

培育期项目转固影响短期业绩，中长期前景向好。公司景区项目资源储备丰富，旗下的南漳、保康、崇阳、克旗等项目仍处于建设期、培育期，一方面项目开业及培育进度加快，6家项目公司2018年营收4,622万元/+29.53%；另一方面由于项目业态尚不完整、未能实现规模效应，收入未达到理想状态，加上在建工程转固、停止利息资本化等因素影响成本，2018年总亏损8,197万元，较2017年增亏2,832万元。其中保康九路寨项目受到政府配套道路工程影响，延迟两年至2017年5月才进入试运营；崇阳浪口温泉景区资金到账时间晚于预期；南漳古山寨由于景区外围省道S250翻修，造成效益低于预期。中长期来看景区周边交通改善在即，例如2020年通车的郑万高铁利好南漳&保康、赤喀高铁利好克旗项目，有利于项目快速成长。如果项目培育进度慢于预期，公司也不排除通过资本运作将这些项目转移至体外运营。

表 8、2018 年公司部分培育期项目概况（单位：万元、万人次）

项目名称	项目所在地	投资时间	实际投资额	接待游客数	营业收入	净利润
南漳古山寨公司	湖北省南漳县	2009年11月	11,374	19.61	851	-215
保康九路寨公司	湖北省保康县	2009年4月	16,276	3.86	523	-952
浪漫天缘公司	海南省陵水县	2009年11月	8,899	10.42	881	-774
崇阳三特旅业公司	湖北省咸宁市	2009年12月	19,822	8.00	1,280	-2,317
崇阳隽水河公司	湖北省咸宁市	2010年1月	26,600	3.33	884	-1,208
克旗三特旅业公司	内蒙古赤峰市	2013年8月	34,902	0.52	202	-2,732

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

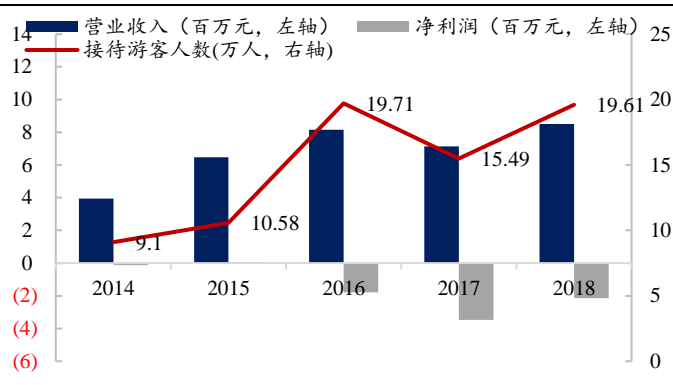
- 1) 南漳古山寨位于湖北省南漳县，是以石城墙、石房屋为逐渐而构成的古山寨。距离襄阳114公里，距荆门88公里。其中特色鲜明的春秋寨、卧牛寨、青龙寨被批准为“省级重点文物保护单位”，目前春秋寨景区已经成为湖北襄阳区域代表性文化旅游项目。2009年11月公司投资南漳古山寨旅游区一期项目4,000万元用于开发春秋寨、望月山、茅坪河等区域的景点及索道建设。自2011年开业以来，游客量稳步趋升，在南漳旅游景区崭露头角。近年来公司开源节流，严格控制成本费用，同时积极开展营销活动，拓展网络营销渠道，提高了景区知名度；同时积极探索旅游+体育、研学等旅游项目新模式，取得一定突破，并带动了当地餐饮、住宿、土特产的销售大幅度增长。2018年共接待游客19.61万人次/+26.6%，营收851.37万元/+19.25%，净利润-215.45万元，同比减亏约131万。

图 49、南漳古山寨——春秋寨



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、2014 年以来南漳古山寨经营情况

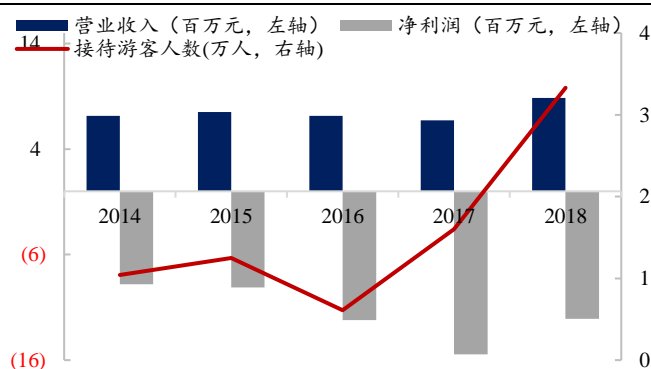


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

政府积极推动旅游发展，交通红利助力游客增长。南漳县政府把旅游业作为兴县富民的支柱产业，成功争创“湖北省先进旅游县”，旅游品牌知名度持续提升。目前南漳春秋寨文化旅游区一级客源市场以武汉、襄阳、宜昌、荆门等为主，城市人口多，距离南漳东巩镇较近。随着 2019-2020 年西武高铁、郑万高铁通车，武汉、西安至襄阳将仅需 1 小时，郑州和重庆游客至襄阳将缩短至 1 小时以内，大幅提升前往春秋寨景区的便利性，景区游客有望进一步增加。

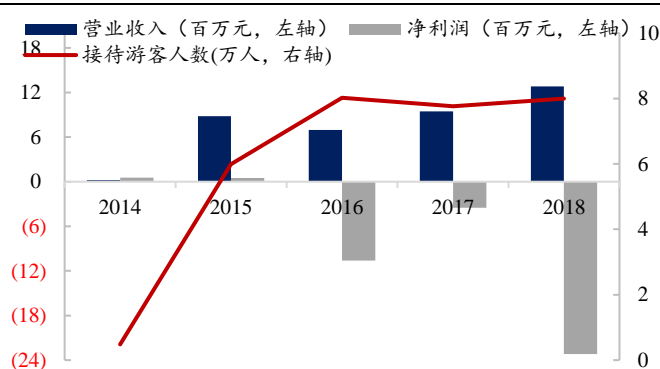
2) 崇阳项目位于湖北咸宁，是我国著名的“六大温泉之乡”之一。地理位置优越，距离武汉 158 公里、长沙 240 公里、南昌 280 公里，处于武汉、长沙、南昌等中心城市周边“两小时休闲旅游圈”范围内，非常适合作为周边游选择。崇阳项目涉及崇阳旅业（主要为浪口温泉）和崇阳隽水河（主要为地产业务）两家公司。2009 年 12 月公司与崇阳县人民政府签订了《崇阳县旅游资源项目开发投资协议书》，投资 18,500 万元开发建设浪口温泉度假区、隽水河风情带、温泉小镇等。2015 年 1 月崇阳旅业旗下浪口温泉开业，开业首年接待游客 6 万人次，实现营收 879 万元，净利润 49 万元。2018 年崇阳两公司实现项目营收明显增长，共接待游客 11.33 万人次，营收 2,164 万元/+33.67%，但受在建工程转固使折旧增加、资产处置等多方面因素影响，净利润-3,525 万元，同比增亏 1,631 万元。

图 51、崇阳隽水河公司经营情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、崇阳三特旅业公司经营情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

积极拓展“旅游+研学教育”领域。2018年1月崇阳旅业公司与当代教育签署了《共建浪口研学旅行营地项目合作协议》，开展研学项目合作，将温泉小镇作为研学基地租赁给当代教育经营，取得租金收入。研学是一种探究式学习的过程，体现了在实践中学习的理念，“教学做”合一，同时近年来我国研学旅行机构及人次、市场规模等都呈现加速攀升的状态，未来成长空间较大。作为“旅游+”的代表，以旅游产业导流，与教育产业对接，为公司未来休闲旅游和文化旅游的发展方向提供了一个比较清晰和可以落地的思路。

图 53、崇阳浪口温泉旅游度假区



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、崇阳当代浪口研学旅行营地



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

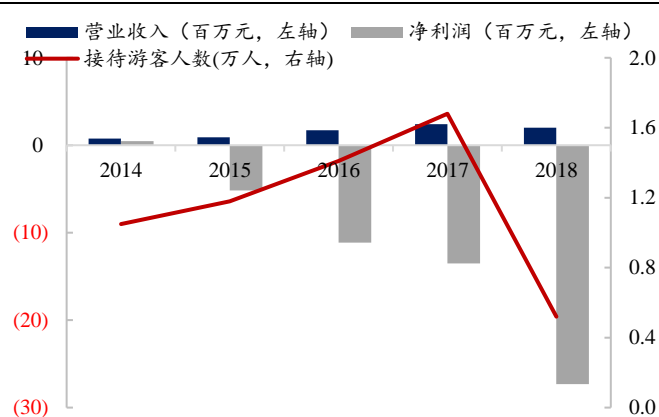
3) 克旗项目是位于内蒙古赤峰市的主题温泉公园度假区。项目所在地距离赤峰230公里，处于连接黄岗梁林场、大青山、西拉木伦峡谷等重点园区中心枢纽位置，同时临近青山国家地质公园以及阿斯哈图石林景区，后两者皆为当地较成熟景区，年客流量可达20万人次，为克旗项目的未来运营提供了一定的潜在客源保障。2013年8月公司投资9,000万元开发建设热水温泉区一期项目，主要包括主题温泉公园和民宿休闲物业。2018年公司实现营收202.14万元/-15.57%；净利润-2,732万元，同比增亏1,378万元，主要系升级大通道改建施工致使主干道封闭、黄岗梁景区转固、热水温泉小镇试营业使营业成本费用大增等原因。公司将主要客源于京津唐地区和东北省份，未来赤喀高铁开通以及相应宣传的配合将成为业绩提升关键。

图 55、克旗热水温泉度假区



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、2014 年以来克旗公司经营情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.8 亏损项目：持续进行资产梳理，提升经营业绩

持续剥离亏损资产，经营业绩有望改善。公司近三年来贯彻“有所为有所不为”的经营战略，通过盘活资产存量，剥离资金投入量较大、投资回收期较长的项目，从而更好地实现经营效益，聚焦于主业运营。继 2018 年公司转让咸丰坪坝营（实现投资收益 1.32 亿元）、木兰置业、南漳地产等公司及注销了 6 家平台型子公司，资产梳理稳步推进，减亏增效的同时也为公司带来客观的投资收益，业绩带动效果明显。2019 年 1 月公司继续“瘦身”，剥离崇阳项目中涉房资产（包括温泉小镇、溪上院、沿河民宿等），从而推动定增顺利完成，且增厚公司利润水平。

表 9、2017 年以来公司“资产梳理”概况（单位：万元）

时间	交易标的	交易价格	投资收益	2017 年营收	2017 年净利润
2017.08.11	安吉三特田野牧歌旅游 80% 股权、武汉三特田野牧歌旅游 20% 股权	6,375	约 1,000	0(截至 2017.08)	-85.7
2018.4.8	咸丰三特旅游开发有限公司 100% 股权	36,000	13,171	1,308	-638.8
2018.8.27	武汉木兰生态置业有限公司 70% 股权	1,988	约 1,700	36.6	-1,566.9
2018.9.21	南漳三特旅游地产开发有限公司 100% 股权	1,124	未披露	0.0	-1.2
2019.1.11	崇阳三特旅业发展有限公司所持部分资产	16,493	未披露	948.2	-348.6
	崇阳三特隽水河旅游所持部分资产	6,260	未披露	670.7	-1,545.2

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4. 财务分析：成熟项目保障盈利能力不断增强

4.1 盈利能力：优质项目助营收增长，定增有望提升业绩

优质盈利子公司叠加资产剥离带动业绩快速增长。2015-2018 年营业收入分别为 4.29 亿元/+10.96%、4.51 亿元/+5.30%、5.39 亿元/+19.52%和 6.48 亿元/+20.16%，CAGR 达 14.8%，整体增速较快。2017-2018 年归母净利润分别为 0.06 亿元/+110.2%、1.35 亿元/+2349%，2018 年扣非归母净利润首次扭亏为盈达 501 万元，业绩高速增长主要源于梵净山、华山等核心优质项目经营情况大幅改善，叠加咸丰坪坝营股权转让取得投资收益 1.32 亿元。2019Q1 实现营收 1.09 亿元/-1.04%，归母净利润-0.39 亿元，同比增亏 0.11 亿元，主要原因在于贷款规模同比增加以及部分子公司在建工程转固，导致财务费用增加。

“索道+景区”贡献了公司 80% 以上的营业收入，2015 年以来两项业务合计占比分别为 82.0%、85.1%、83.9%和 87.5%，为公司绝对主业。

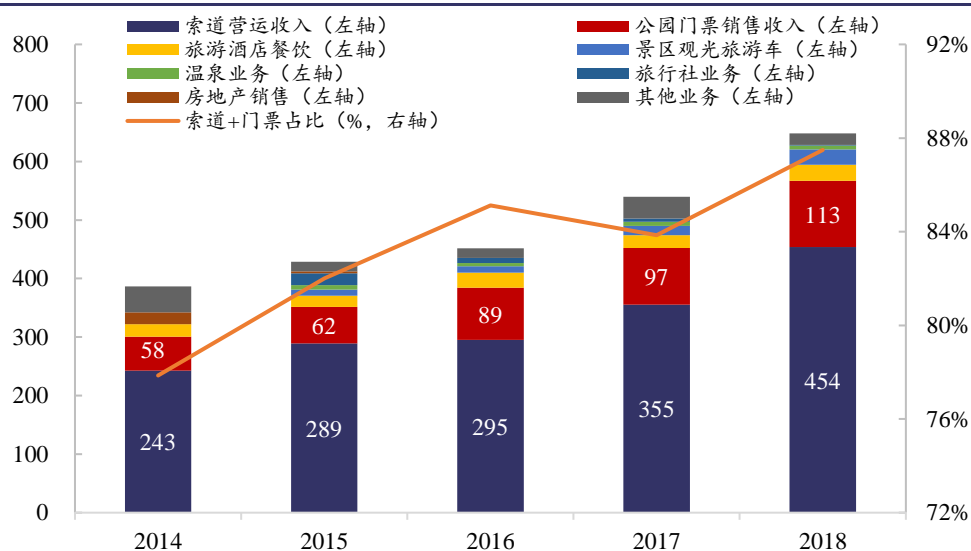
1) **索道营运收入**：主营业务收入的主要来源，占比分别为 67.5%、65.5%、65.9%和 70%，比重呈现上升趋势主要由于公司以索道起家，在拓展延伸景区、营地等业务的同时深耕索道业务、不断拓展项目，索道业务奠定了公司发展的基础。2015-2018 年分别实现收入 2.89/2.95/3.55/4.54 亿元，自 2017 年来保持 20% 以上的高增速，主要由华山索道业绩表现亮眼带动。

2) **公园门票销售收入**：索道业务本身虽然有良好的现金流和收益，但扩张空间有限，且对景区存在高度依附，业绩受景区客流影响，故公司自 2003 年开始

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

进行相关多元化延伸，用获取特许经营权的方式投资开发了一批景区项目，包括海南猴岛公园、贵州梵净山等成熟景区。2015-2018 年景区业务占比分别为 9.6%、13.7%、15.0%和 17.5%，实现营收分别为 0.62/0.89/0.97/1.13 亿元，2018 年同比增速达 17.5%，主要系梵净山景区表现亮眼。

图 57、2014 以来公司营收构成情况（单位：百万元）

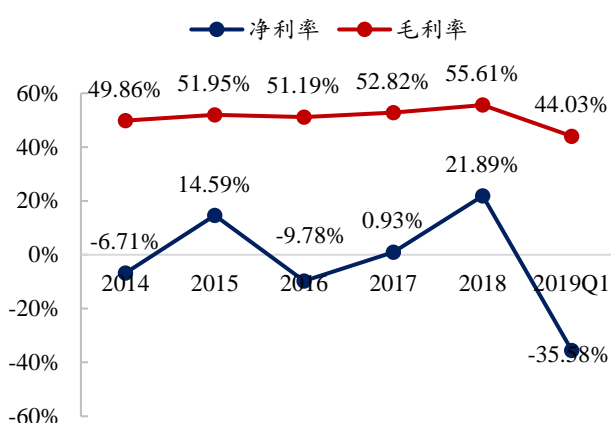


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利子公司助综合毛利率提升。自 2015 年以来公司毛利率始终保持 50%以上且呈上升趋势，2018 年毛利率 55.61%/+2.79pct，源自梵净山、华山等项目业绩大幅增长，规模效应推动索道业务毛利率从 65.81%提升至 70.63%。索道毛利率显著高于其他业务，由于索道业务特点是建设期间资金投入量大，完工后运行维护相对简单，成本较低且基本稳定，对于成熟的索道成本主要取决于折旧和人工费用。景区业务毛利率小幅降低，主要由于景区门票降价拉低客单价导致。

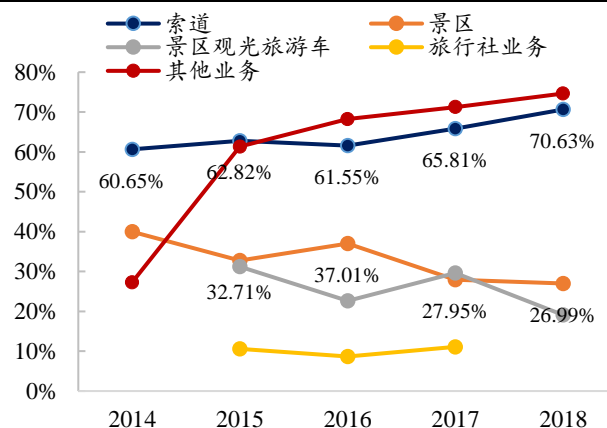
公司净利率整体较为波动。2018 年净利率为 21.89%/+20.96pct，源自转让咸丰项目带来大额投资收益。2019Q1 毛利率 44.03%/-11.58pct，净利率-35.58%/-57.47pct，大幅下降源于贷款规模同比增加以及部分子公司在建工程转固。公司毛利率高但净利率较低的原因在于期间费率及所得税费率较高，因为贡献主要营收的盈利子公司持续盈利并在属地纳税，而亏损子公司拖累总业绩。

图 58、2013 年以来公司毛利率整体上升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 59、2013 年以来公司分项业务毛利率情况

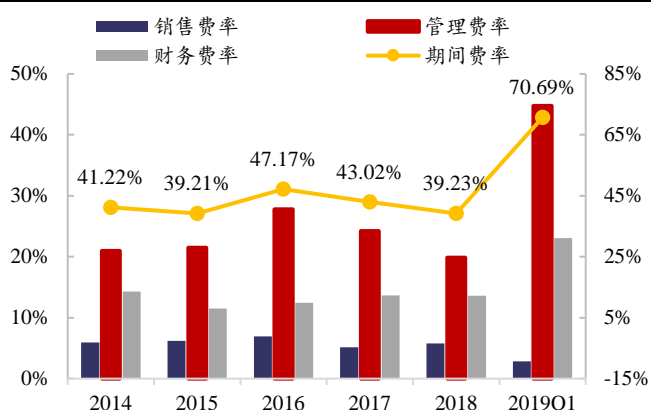


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

精兵简政缩减期间费用，管理费率呈下降趋势。2015-2018 年公司期间费率分别为 39.2%、47.2%、43.0%和 39.2%，自公司推行“精兵简政”以来，对部分子公司、管理平台实施关停并转，期间费率整体呈下降趋势。2019Q1 期间费用大幅上升至 70.69%/+31.45pct，源于季节性收入降低，同时贷款增加及部分子公司在建工程转固使得管理费率、财务费率大幅增加。

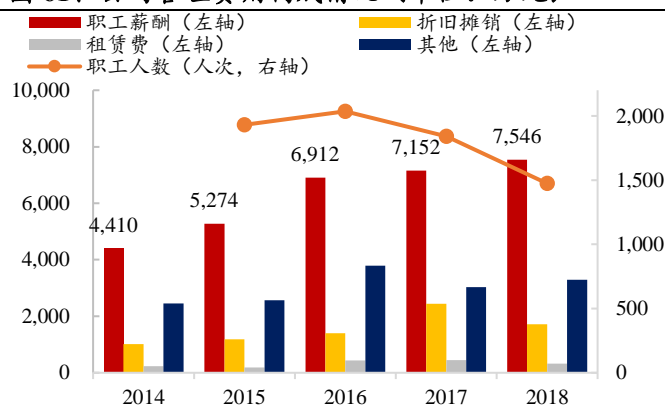
- 1) 销售费率：**整体较为波动，2018 年销售费率为 5.79%/+0.66pct 略有增加，源自公司各项目均加强营销宣传力度。
- 2) 管理费率：**整体呈明显下降趋势，但依然高企主要是职工薪酬较高，占管理费用 50%以上，源于公司运营规模不断扩大，下属旅游项目不断增多，子公司高管人数及薪酬水平增加。2018 年管理费率为 19.86%/-4.37pct，源自精兵简政持续剥离亏损子公司后职工人数减少，人员成本下降效率提升。2019Q1 管理费率高达 44.75%，主要原因在于 2018 年核心盈利子公司业绩亮眼带来的职工奖金大幅上涨。
- 3) 财务费率：**整体依然高企，2018 年财务费率 13.58%/-0.08pct，2019Q1 达 23.07%/+9.49pct，主要系公司开展 ABS，利息支出增加所致。由于旅游行业属于资金密集型行业，具有资金需求量大、投资周期长的特点，同时公司仍处于产业发展的成长期，仍有部分项目处在待建阶段，资金需求较大。除了传统的融资方式，公司还通过融资租赁、定增、索道乘坐凭证资产证券化等手段注入资金流动性，拓宽融资渠道缓解财务压力。2018 年 12 月 ABS 收到资金 8 亿元，其中优先级产品分 5 类（三特 01-05），预期收益率分别为 6%、6%、6.8%、7%、8.2%，综合成本为 6.5%左右，稍高于银行贷款利率。同时本次定增已无实质性障碍，募集资金拟偿还银行借款 5.05 亿元，假设以一至五年贷款利率 4.75%测算，一年可节约利息支出 2,399 万元，以 18 年财务数据计算将降低财务费率约 3.7pct。

图 60、2016 年以来期间费率整体较高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 61、公司管理费用构成情况 (单位：万元)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、近年来公司融资情况梳理

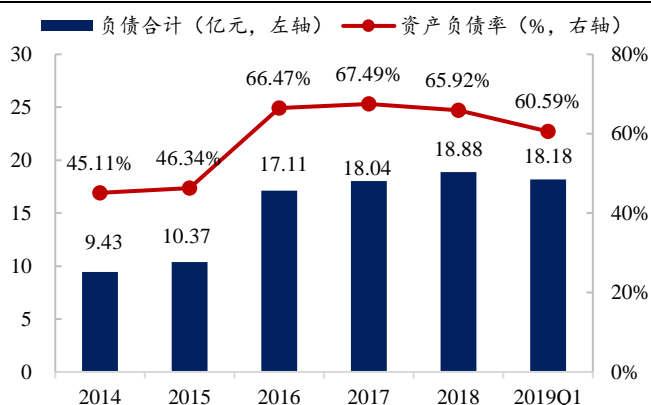
时间	方式	金额	标的资产	用途
2017/12/28(未实施)	定增	5.45 亿	股权	偿还银行借款 5.05 亿、补充流动资金 0.4 亿
2018/12/14	ABS	8.0 亿	4 条索道乘坐凭证：梵净山/三叠泉/千岛湖/猴岛	偿还银行贷款、补充流动资金、项目建设等

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2 偿债能力：资产负债率下降，资本结构持续改善

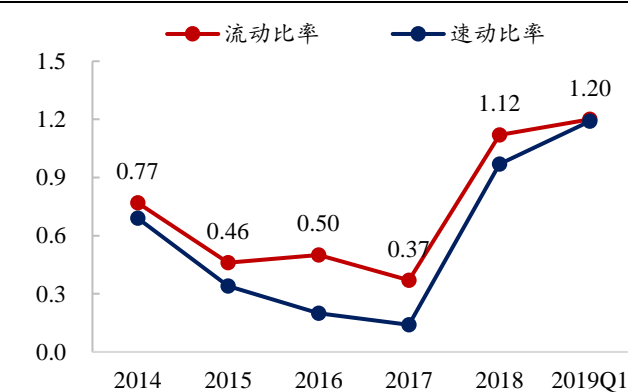
资产负债率略有下降，定增将改善资本结构。自 2016 年以来公司资产负债率呈现下降趋势，2016-2019Q1 资产负债率分别为 66.47%、67.49%、65.92%和 60.59%，但仍相对处于高位，主要因为公司属于资金密集型的旅游业，资金需求量较大。2018 年末公司负债总额为 18.88 亿元，较去年同期增加 0.84 亿元。其中长期借款 4 亿元，同比减少 0.1 亿元；短期借款 3.52 亿元，同比减少 3 亿元；应付债券增加为 6.59 亿元。公司定增 5.45 亿元用于偿还银行借款，将有效降低资产负债率，改善公司的资本结构、增强财务稳健性。同时通过发行期限较长的 ABS 产品，用长期资金置换部分短期资金，调整债务结构并降低短期偿债压力，2017-2019Q1 公司流动/速动比率显著上升。

图 62、2016 年以来资产负债率不断下降



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 63、公司流动/速动比率显著上升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5. 公司看点：成熟景区保障短期业绩，周边游助长期发展

5.1 短期：优质项目保障业绩发展，培育期项目持续改善

1) **培育期项目前景向好。**公司旗下多个项目仍处于培育在建期，未来景区周边交通改善在即，例如 2019-2020 年通车的西武高铁、郑万高铁利好南漳和保康景区、赤喀高铁利好克旗项目，交通红利将为景区带来游客增量，扭转项目业绩。如果项目培育进度慢于预期，公司也不排除通过资本运作将这些项目转移至体外运营，进一步贯彻“有所为有所不为”的资产梳理理念，通过剥离亏损项目提升业绩。

2) **优质成熟项目尚具成长空间及二期开发潜力。**公司核心盈利子公司梵净山、华山公司 2018 年业绩表现亮眼，未来公司优质成熟项目仍将持续带动总营收增长。例如梵净山景区申遗成功并升级为国家 5A 级景区，公司将进一步通过营销宣传等多举措提升淡旺季游客数。华山景区热度持续提升，通过强力营销加智慧管理助营收稳步增长。海南猴岛二期项目浪漫天缘有望与猴岛公园发挥协同效应。同时杭黄高铁、合安九高铁开通将持续利好千岛湖景区、庐山三叠泉景区。

3) **新管理层调整到位，经营效率有望提升。**2018Q4 以来公司相继变更总裁、监事长、董秘等高管，目前新管理层已调整到位；此外公司还优化组织架构，新设工程管理部 and 投融资部，将各景区中心集中到总部层面运营。新管理层景区运营经验丰富，新管理体制撤销冗余部门、优化审批管理流程，有利于提升日常运营效率，公司管理费率有望进一步降低。此外，公司将推行新项目管理层跟投制，深度绑定管理层利益，有利于提高新项目的运营效率和成功率。

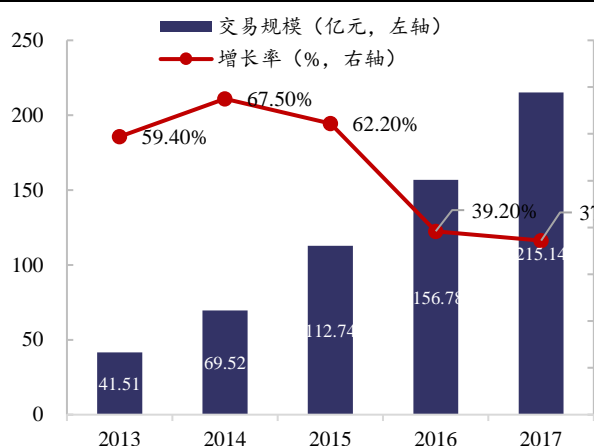
4) **融资渠道拓宽，资本结构持续改善。**由于近几年证监会对涉房上市公司的定增方案从严审核，因此公司持续推进涉房资产剥离事项，目前仅剩崇阳隽水山庄项目待剥离，定增事项已无实质性障碍。此次定增将有效降低公司资产负债率，减少银行借款、缓解财务费用高企的问题。

5) **控股股东协同效应。**基于对公司长期投资价值的认可及未来发展前景的信心，公司控股股东当代科技集团不断增持公司股份，若定增顺利实施，则其持股比例将大幅增至 35% 左右。其旗下多元化业务中旅游产业为集团重点支持板块，而三特索道是当代集团旅游产业最主要的运营平台，未来当代集团有望进一步给公司带来协同效应。

5.2 长期：周边游兴起助力公司迈上新台阶

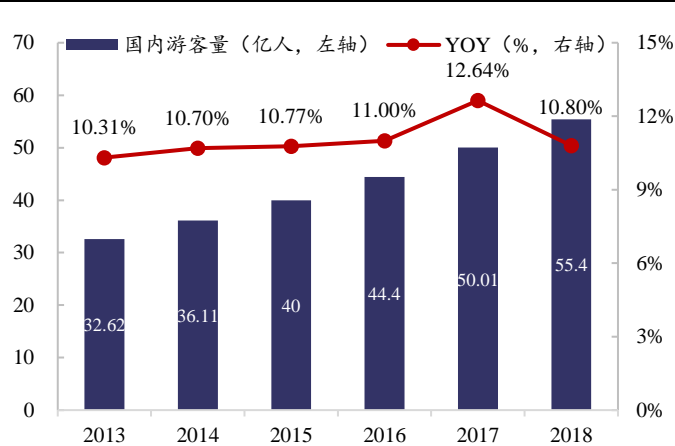
1) **周边游兴起带动旗下景区快速发展。**根据发达国家旅游业发展历程，人均 GDP 达到 5,000 美元后，民众旅游需求将面临爆发式增长。2013-2018 年我国旅游总人次从 32.6 亿增长至 55.4 亿人次，CAGR 达 11.2%，2018 年旅游总收入达 5.97 万亿元/+10.5%。同时受益于消费升级、交通改善等有利因素，周边游发展迅猛。2017 年在线周边游市场规模达到 215.14 亿元/+37.2%，占在线度假旅游市场规模的 22.7%/+2pct。周边游具有行程时间短、消费相对低、出游频率高等特点，并将带动二、三线景区的快速发展，公司选择布局二三线景点，顺应市场发展趋势。

图 64、在线周边游市场迅猛发展



资料来源：易观智库，兴业证券经济与金融研究院整理

图 65、国内游客量稳步增长



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 安全边际高，业绩及股价弹性大。以 2019 年 6 月 17 日收盘价计算，公司总市值仅为 23.75 亿元。我们采用 SOTP 分部估值法对公司价值进行评估，其中盈利景区采用 PE 估值法，培育期项目采用 PB 估值法：

- ✓ **盈利景区利润：**三特索道旗下的盈利景区包括梵净山（持股 100%，下同）、华山索道（75%）、海南猴岛（90%）、千岛湖索道（100%）、庐山索道（100%）、珠海索道（100%），18 年累计盈利 2.52 亿元，对应归母净利润 2.35 亿元。考虑到母公司管理费用 0.32 亿元、财务费用 0.64 亿元，保守起见假设一半费用用于这些成熟项目（实际上培育期项目对资金和人员的需求更大），则 18 年盈利景区调整后的归母净利润为 1.88 亿元；
- ✓ **盈利景区估值：**参考 8 家景区类上市公司 18 年归母净利润对应的市盈率 PE（剔除估值偏高的张家界和长白山），其 18PE 范围是 11.5~26.9 倍，平均值为 19.8 倍。遵循谨慎性原则，我们选取估值区间内偏低的 17 倍作为三特索道盈利景区的估值；

表 11、A 股景区类公司 18 年业绩及估值一览（截止 19 年 6 月 17 日）

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	18 年归母净利润 (亿元)	对应 PE	18 年扣非归母净利润 (亿元)	对应 PE
600054.SH	黄山旅游	67	5.83	11.5	3.42	19.6
000888.SZ	峨眉山 A	32	2.09	15.2	2.09	15.1
603199.SH	九华旅游	23	0.92	24.6	0.85	26.5
600138.SH	中青旅	92	5.97	15.4	4.93	18.7
002033.SZ	丽江旅游	32	1.92	16.9	1.91	16.9
603136.SH	天目湖	24	1.03	22.8	0.94	25.1
000978.SZ	桂林旅游	20	0.80	25.0	0.75	26.8
600706.SH	曲江文旅	20	0.76	26.9	0.54	37.9
603099.SH	长白山	25	0.68	37.5	0.67	38.0
000430.SZ	张家界	23	0.26	86.9	0.21	108.4
平均值（扣除长白山和张家界）				19.8		23.3

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

- ✓ **培育期景区估值：**考虑到近几年公司处理安吉三特、木兰置业、咸丰三特等项目公司时并未产生亏损（参考表 9），因此我们用项目公司净资产来衡量培育期项目估值，PB 假设为 1 倍。考虑南漳、保康、崇阳、克旗、海南浪漫天缘五个项目，截止 18 年底累计净资产 1.70 亿元，则总估值 1.70 亿元；
- ✓ **公司总估值：**采用分部估值法，盈利景区保守估值为 32 亿元（1.88 亿元×17 倍），培育期景区总估值 1.70 亿元，因此公司保守总估值为 33.7 亿元，比当前公司实际总市值高出 42%，安全边际较高。

6. 盈利预测及投资评级

2018 年公司扣非归母净利润为近七年首次盈利，主要得益于梵净山、华山等核心项目的表现亮眼，但转固增加等因素使得培育期项目亏损有所增加。未来随着周边游迅猛增长、居民消费观念升级及交通条件持续改善，公司旗下众多景区将受益。同时管理体制改革和定增推进有望降低管理费、财务费率，成熟景区持续发展，培育期项目业绩改善，持续剥离亏损资产实现减亏，公司盈利能力有望进一步提升。公司市值小，安全边际高，建议投资者积极关注。预计 19-21 年 EPS 分别为 0.49/0.65/0.78 元，6 月 17 日收盘价对应 PE 为 35/26/22 倍，维持“审慎增持”评级。

表 12、三特索道盈利预测核心假设

业务类型		2018	2019E	2020E	2021E
索道	营收（百万元）	454	467	520	563
	同比增长率%	27.65%	2.86%	11.51%	8.20%
	毛利率%	70.63%	70.00%	70.25%	70.50%
景区门票	营收（百万元）	113	123	136	148
	同比增长率%	17.04%	8.13%	10.89%	8.61%
	毛利率%	26.99%	26.75%	27.00%	27.25%
酒店餐饮	营收（百万元）	27	26	27	28
	同比增长率%	26.42%	-4.47%	3.85%	3.70%
	毛利率%	-36.23%	0%	0%	0%
景区观光车	营收（百万元）	26	34	43	51
	同比增长率%	65.13%	30.00%	25.00%	20.00%
	毛利率%	19.09%	20.00%	22.00%	24.00%
公司整体	总营收（百万元）	648	681	759	824
	同比增长率%	20.16%	5.13%	11.39%	8.55%
	总毛利率%	55.61%	55.95%	56.29%	56.50%
销售费用 / 主营业务收入%		5.79%	5.50%	5.30%	5.10%
管理费用 / 主营业务收入%		19.86%	20.0%	19.5%	19.0%
财务费用 / 主营业务收入%		13.58%	13.00%	12.50%	12.00%
实际所得税率%		31.87%	30%	29%	28%
归母净利润（百万元）		135	67	91	108

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：景区拓展及培育进度不及预期、自然天气灾害影响景区客流、门票及索道降价等。

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	945	717	794	846
货币资金	647	370	415	438
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	10	12	13	14
其他应收款	133	100	119	133
存货	127	225	229	240
非流动资产	1919	1742	1651	1556
可供出售金融资产	43	44	43	43
长期股权投资	238	241	241	240
投资性房地产	103	52	60	65
固定资产	1128	1089	1044	977
在建工程	160	80	40	20
油气资产	0	0	0	0
无形资产	57	61	64	68
资产总计	2864	2459	2445	2402
流动负债	846	1060	1130	1200
短期借款	400	447	561	635
应付票据	0	0	0	0
应付账款	5	6	6	7
其他	441	607	563	558
非流动负债	1042	687	807	879
长期借款	352	353	395	446
其他	690	334	411	433
负债合计	1888	1747	1937	2079
股本	139	139	139	139
资本公积	459	459	459	459
未分配利润	285	353	440	545
少数股东权益	15	29	45	61
股东权益合计	976	1057	1163	1288
负债及权益合计	2864	2804	3100	3367

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	135	67	91	108
折旧和摊销	98	86	91	93
资产减值准备	10	-2	3	2
无形资产摊销	20	13	15	16
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	88	89	95	99
投资损失	-144	-10	-10	-10
少数股东损益	7	14	16	16
营运资金的变动	203	-124	68	15
经营活动产生现金流量	-24	327	249	287
投资活动产生现金流量	490	-262	-315	-314
融资活动产生现金流量	206	-341	111	51
现金净变动	672	-277	45	24
现金的期初余额	87	647	370	415
现金的期末余额	759	370	415	438

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	648	681	759	824
营业成本	288	300	332	358
营业税金及附加	6	7	8	8
销售费用	38	37	40	42
管理费用	129	136	148	157
财务费用	88	89	95	99
资产减值损失	12	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	144	10	10	10
营业利润	211	112	147	170
营业外收入	1	5	5	5
营业外支出	4	2	2	2
利润总额	208	116	150	173
所得税	66	35	44	49
净利润	142	81	107	125
少数股东损益	7	14	16	16
归属母公司净利润	135	67	91	108
EPS(元)	0.97	0.49	0.65	0.78

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	20.2%	5.1%	11.4%	8.6%
营业利润增长率	305.6%	-46.8%	30.7%	15.9%
净利润增长率	2349.0%	-50.0%	34.8%	19.4%
盈利能力(%)				
毛利率	55.6%	56.0%	56.3%	56.5%
净利率	20.8%	9.9%	12.0%	13.2%
ROE	14.0%	6.6%	8.1%	8.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	65.9%	62.3%	62.5%	61.7%
流动比率	1.12	0.68	0.70	0.70
速动比率	0.97	0.46	0.50	0.51
营运能力(次)				
资产周转率	23.4%	25.6%	31.0%	34.0%
应收帐款周转率	51.37	48.67	48.27	48.42
每股资料(元)				
每股收益	0.97	0.49	0.65	0.78
每股经营现金	1.79	2.36	1.80	2.07
每股净资产	6.93	7.41	8.07	8.85
估值比率(倍)				
PE	17.6	35.3	26.2	21.9
PB	2.5	2.3	2.1	1.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn