

# 专注的索道龙头，理顺的发展路径

## 剥离亏损资产，聚焦索道主业

截至 2018 年 Q3，公司坚持精兵简政的策略，对部分无业务及盈利能力较差的子公司和管理平台实行关停并转，Q3 末已注销和正在注销 5 家子公司，转让包括咸丰坪坝营、武汉木兰置业等子公司，今年 1 月将崇阳三特旅业、崇阳三特雉水河所持部分资产，以 2.28 亿元的价格转让给控股股东旗下子公司。一系列举措盘活存量资产，降低成本费用，提升效率，有利于聚焦索道主业。

## 主要子公司业绩稳增，带来强劲增长动力

截至 2018 年 H1，公司主要景区子公司业绩保持稳定增长，梵净山旅业公司营收和净利润分别增长 46.22% 和 71.24%，华山索道公司营收和净利润分别增长 48.11% 和 63.52%，其他盈利子公司如海南公司、庐山三叠泉公司和珠海索道公司也都基本实现了接待游客、营业收入和净利润的快速增长。2018 年逐渐剥离盈利能力较差的子公司，将使得公司盈利子公司的盈利能力得到凸显，2018 年内，梵净山景区申遗成功，景区加强对自然资源的保护，并提升服务，提高运营管理的专业化和精细化水平；华山公司加强宣传营销力度；海南公司受益海南新政，不断丰富景区体验和游乐项目，加强协同效应，预计继续受益政策红利。

## 管理层换新理顺发展战略，大股东倾力支持

公司分别于 2018 年 11 月、12 月聘用张泉先生和曹正先生担任公司总裁和董事会秘书。张泉先生此前曾担任公司的首席运营官，曹正先生曾在上市券商任职，资本运营经验丰富，管理层的新鲜血液将为公司带来新的管理思路和明晰的战略；同时公司控股股东于 2018 年 6 月至 7 月共增持公司股份 5.09%，并且其旗下全资子公司于今年 1 月接收了公司部分亏损资产，对于公司的发展倾力支持，彰显对公司发展的信心。

## 景区降价预计影响较小，公司逐步布局休闲旅游空间广阔

公司目前主要景区门票业务包括梵净山景区和其他一些子公司景区的门票，目前梵净山景区旺季门票由 110 元/人降至 100 元/人，降价幅度约 9%，虽有景区仍有降价预期，但目前降价幅度较小。索道未来或也有降价预期，但目前尚无明确文件规定，预计短期景区降价对公司经营的影响较小。公司于 2015 年推出“田园牧歌”品牌，目前温泉等休闲度假业务增长良好，营地及研学领域潜力较大，未来逐步布局休闲旅游的空间较广阔。

**投资建议：**公司持续剥离亏损资产，聚焦主业，管理层换新理顺发展战略，主要子公司 2018 年业绩增长稳健。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.97、0.50、0.61 元，目前股价对应 PE 为 22X、43X、36X，维持“增持”评级。

**风险提示：**索道降价或落地、景区门票进一步降价、景区天气及自然灾害、剥离亏损子公司不及预期，其他旅游项目不及预期。

请参阅最后一页的重要声明

# 三特索道 (002159)

**维持**
**增持**
**李铁生**

litieshengzgs@csc.com.cn

18511588701

执业证书编号：S1440519010001

**陈语匆**

chenyucong@csc.com.cn

18688866096

执业证书编号：S1440518100010

发布日期：2019 年 03 月 14 日

当前股价：21.7 元

目标价格 6 个月：24 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	9.95/0.04	13.57/0.04	11.23/20.88
12 月最高/最低价 (元)			22.29/16.59
总股本 (万股)			13,866.67
流通 A 股 (万股)			13,854.93
总市值 (亿元)			29.12
流通市值 (亿元)			29.1
近 3 月日均成交量 (万)			107.27

### 主要股东

武汉当代科技产业集团股份有限公司	25.07%
------------------	--------

## 股价表现



## 相关研究报告

19.02.28 【中信建投旅游综合 II】三特索道 (002159):轻装上阵主业稳增,管理换新思路明晰

18.10.24 【中信建投大消费】三特索道 (002159):Q3 业绩同比稳增 30.91%,盘活资产持续进行

18.08.29 三特索道 (002159) 点评报告:盘活资产助业绩大增,各景区经营总体改善

## 目录

一、以索道业务为核心，向景区延伸产业链 .....	1
（一）紧握索道业务，探索中不断拓展项目 .....	1
（二）当代科技集团带来协同效应，多手段拓宽融资渠道 .....	2
（三）主营业务改善叠加资产剥离，2018H1 业绩大幅提振 .....	4
二、经济增长带动索道发展，景区客流转化率较高 .....	8
（一）旅游业蓬勃，带动客运索道发展 .....	8
1、经济增长和旅游业发展是行业向上原因 .....	8
2、我国索道业不断探索，发展较快 .....	9
3、国内索道业发展空间仍较大 .....	10
（二）客运索道是山岳景区重要收入来源 .....	10
三、聚焦主业，布局全国，股东支持助力业绩增长 .....	12
（一）剥离亏损资产，业绩有望提升 .....	12
（二）布局全国，业态多元化 .....	12
（三）聚焦主业，索道业务增长稳定 .....	15
1、梵净山景区：申遗成功提升旅游热度，精细化管理助力景区发展 .....	15
2、华山北峰索道：营销力度大，客流营收稳定增长 .....	19
3、海南猴岛：政策红利凸显，协同效应可期 .....	21
4、庐山三叠泉缆车：缆车项目体验独特，受益于合安九高铁 .....	23
5、千岛湖索道：持续受益于杭黄高铁 .....	24
（四）高层变更助力资本运作，大股东鼎力支持 .....	25
1、管理层换新，加强资本运作能力 .....	25
2、控股股东大力支持，助力业务协同 .....	26
（五）“技术+运营”助力索道业务业绩提升 .....	27
（六）门票收入增长稳定，业务多元带来重要补充 .....	28
四、景区降价预期影响有限，未来受益资产结构优化 .....	32
（一）景区门票及索道降价预期，预计影响有限 .....	32
（二）公司旗下景区交通情况改善明显 .....	33
（三）贯彻精兵简政，剥离资产改善经营状况 .....	33
（四）“田野牧歌”讲述诗和远方，深度转型休闲旅游 .....	34
五、盈利预测及风险提示 .....	35

## 图表目录

图表 1：三特索道旅游项目不断拓展 .....	1
图表 2：三特索道经营战略聚焦索道主业 .....	2
图表 3：当代科技集团为三特索道控股股东（2018Q3） .....	2
图表 4：当代科技集团持股比例持续提升 .....	3
图表 5：公司 2014 年以来营收保持正增速（百万元） .....	4
图表 6：公司 2018 年 Q3 归母净利润大幅增长（百万） .....	4

图表 7: 2018 公司非经常性损益大增 (百万元)	5
图表 8: 公司扣非归母净利润大幅提高 (百万元)	5
图表 9: 索道和公园门票主导营收 (百万元)	5
图表 10: 贵州、陕西及海南是核心 (百万元)	5
图表 11: 公司 2016 年以来期间费用率下降	6
图表 12: 公司毛利率和净利率总体呈上升趋势	6
图表 13: 公司资产负债率 2018Q3 较 2017 年有所下降	7
图表 14: 公司 ROE 水平大幅提高	7
图表 15: 经济增长推动对客运索道的需求和索道保有量	8
图表 16: 国内旅游人数 2000 年以后快速增长	8
图表 17: 我国客运索道种类体系不断丰富	9
图表 18: 截至 2017 年底我国索道缆车主要分布地区 (条)	10
图表 19: 部分中国索道协会会员	10
图表 20: 华山三特索道为公司重要业务	11
图表 21: 索道运营场景集中在著名山岳景区	11
图表 22: 隗水河旅游开发有限公司经营状况不佳	12
图表 23: 崇阳三特旅业发展有限公司 2017 年为亏损状态	12
图表 24: 公司业务范围遍布全国	13
图表 25: 公司旅游资源种类繁多	13
图表 26: 浪漫天缘“水之舞”呈现视觉盛宴	13
图表 27: 公司开发南漳古山寨富有沧桑感	13
图表 28: 华山客栈坐落华山脚下, 主打“侠”文化	14
图表 29: 南漳古寨客栈古色古香	14
图表 30: 梵净山索道于 2009 年开业	15
图表 31: 佛教圣地梵净山于 2018 年申遗成功	15
图表 32: 梵净山索道落差距离超 1000 米	16
图表 33: 奥地利索道设备及技术世界领先	16
图表 34: 客运索道安全服务质量要求较高	16
图表 35: 梵净山地区索道、观光车及门票价格	17
图表 36: 梵净山景区周边交通与主要城市连接紧密	18
图表 37: 梵净山 2018 年上半年增速创新高	19
图表 38: 梵净山 2018 年 H1 净利润大幅增长	19
图表 39: 华山三特索道运力充沛	19
图表 40: 五岳之一的华山以险峻闻名	20
图表 41: 公司经营华山北峰索道	20
图表 42: 华山风景区周边交通比较便利	20
图表 43: 华山索道 2018 年上半年营收大幅增长	21
图表 44: 华山索道 2018 年 H1 净利润增长明显	21
图表 45: 猴岛是世界上唯一的岛屿型猕猴自然保护区	22
图表 46: 陵水猴岛索道于 1999 年开发建设	22
图表 47: 海南公司 2018 年 H1 营收同比增加 17.37%	23

图表 48: 海南公司 2018 年 H1 净利润同比增长 18.60%	23
图表 49: 庐山三叠泉集险峰怪石、飞瀑流泉为一体	23
图表 50: 三叠泉缆车于 2002 年开业	23
图表 51: 千岛湖景区风景优美	24
图表 52: 乘坐梅峰岛索道可以饱览千岛湖全景	24
图表 53: 千岛湖景区深度受益杭黄高铁的开通	25
图表 54: 公司 2012 年举办的首届徒步穿越拉力赛	27
图表 55: 2016 年田野牧歌荆楚露营大会于坪坝营开展	27
图表 56: 公司索道营收逐年提升	28
图表 57: 2013 至 2018H1 年间公司索道业务毛利率提高	28
图表 58: 梵净山公司接待客流 2017 年增幅明显	28
图表 59: 海南公司接待游客近年来呈增长趋势	28
图表 60: 公司门票收入增长稳健	29
图表 61: 克什克腾旗热水温泉品质较高	29
图表 62: 洪下地区景色优美	29
图表 63: 华山索道组织部分研学活动	30
图表 64: 崇阳当代浪口研学旅行营地	30
图表 65: 我国研学旅行机构数量快速攀升	31
图表 66: 我国研学旅游人次及市场规模呈现快速上涨	31
图表 67: 千岛湖牧心谷项目风景优美	34
图表 68: 大余湾文化元素突出	34
表 1: 2018 年以来当代集团不断增持公司股份	3
表 2: 公司多种融资方式增加流动性	4
表 3: 公司 2018 年 H1 主要业务和核心地区毛利情况 (百万元)	6
表 4: 2018 年 H1 包含索道业务上市公司的营收状况 (亿元)	11
表 5: 公司持续剥离不良资产	12
表 6: 公司在全国各地经营不同成熟度的项目	14
表 7: 公司部分主要在建工程以休闲度假主题为主 (截至 2018Q2)	15
表 8: 梵净山旅业经营状况预测	18
表 9: 华山索道营业状况预测	20
表 10: 海南公司营业状况预测	22
表 11: 庐山三叠泉公司营业状况预测	24
表 12: 千岛湖索道公司营业状况预测	25
表 13: 公司目前主要管理层管理运营经验丰富	26
表 14: 2018 年以来大股东当代集团持续增持	26
表 15: 大股东当代科技集团旗下涉及领域及子公司众多	27
表 16: 全国重点景区门票纷纷降价	32
表 17: 公司旗下景区交通情况持续改善	33
表 18: 2018 年 H1 公司部分经营状况不佳的子公司	33
表 19: 盈利预测	35

表 20: 三特索道财务报表预测 ..... 36

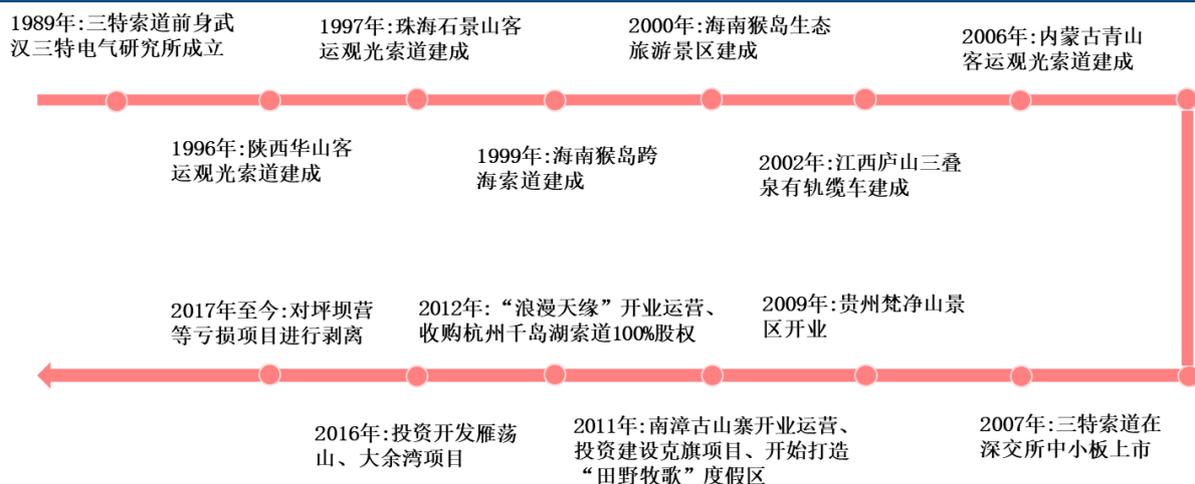
## 一、以索道业务为核心，向景区延伸产业链

武汉三特索道集团股份有限公司（下称“公司”）是一家以旅游客运观光索道、旅游景区、三特营地等业务为主业的跨区域旅游企业，是“国际索道协会”最早的中国企业会员之一。公司以发展旅游客运观光索道运营为主业，致力于打造“索道+景区+住宿和商业配套”为核心的休闲度假旅游目的地，并通过索道主业使多个旅游目的地项目形成产业联动，以实现连锁化经营。公司聚焦主业、精兵简政、提质增效、改善管理的战略将持续推进。

### （一）紧握索道业务，探索中不断拓展项目

公司深耕索道业务，索道业务不断扩展。公司前身为武汉市民营高科技企业—武汉市三特电气研究所。发展至今，公司经营开发的旅游及索道项目主要有：陕西华山索道及华山客栈、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、内蒙古克什克腾旗自驾休闲旅游区、湖北荆山楚源休闲旅游区（南漳、保康、钟祥）、浙江千岛湖梅峰索道、珠海石景山索道（滑道）等。

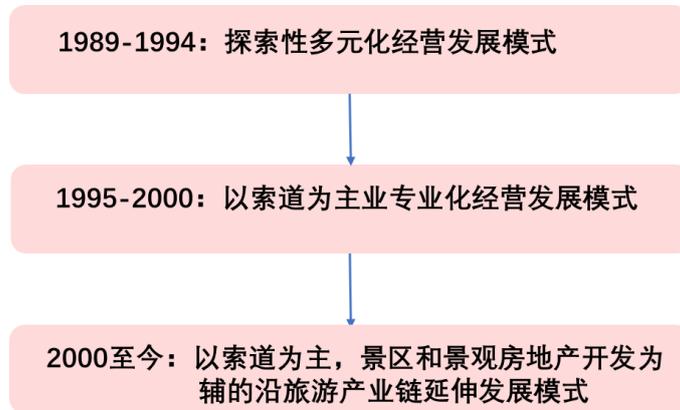
**图表1：三特索道旅游项目不断拓展**



资料来源：网络资料，公司公告，中信建投证券研究发展部

产业链向景区延伸，开发知名景区。公司在成立之初进行探索性多元化发展，先后进入计算机、信息资讯、房地产、旅游等十多个行业；1993年开始进行索道业务的开发与经营，1995年实施“二次创业”，确立了以旅游客运观光索道为主导产业的专业化发展战略，经过多年的发展，目前在全国主要风景区经营多条索道（缆车、滑道）；2000年以后，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，开发经营海南猴岛和梵净山等著名景点。

图表2：三特索道经营战略聚焦索道主业

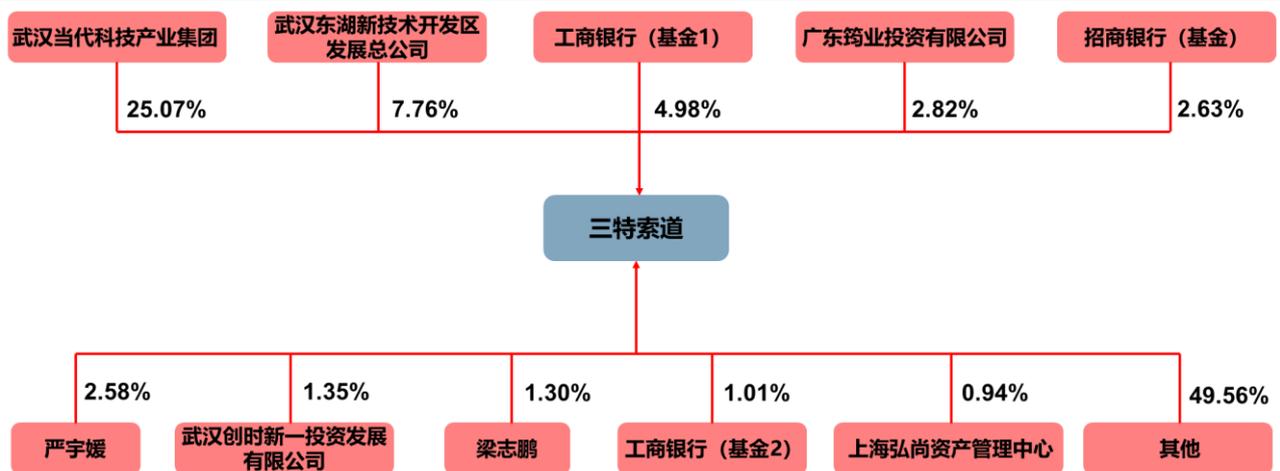


资料来源：公司招股书，中信建投证券研究发展部

## （二）当代科技集团带来协同效应，多手段拓宽融资渠道

公司控股股东为当代科技集团，产业协同效应强。截至 2018 年 Q3，武汉当代集团为公司控股股东，持股比例为 25.07%，远高于第二大股东，当代集团能够维持对公司的绝对控制地位。大股东武汉当代集团旗下已形成包括医药、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未来重点发展的产业。三特索道是当代科技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。

图表3：当代科技集团为三特索道控股股东（2018Q3）



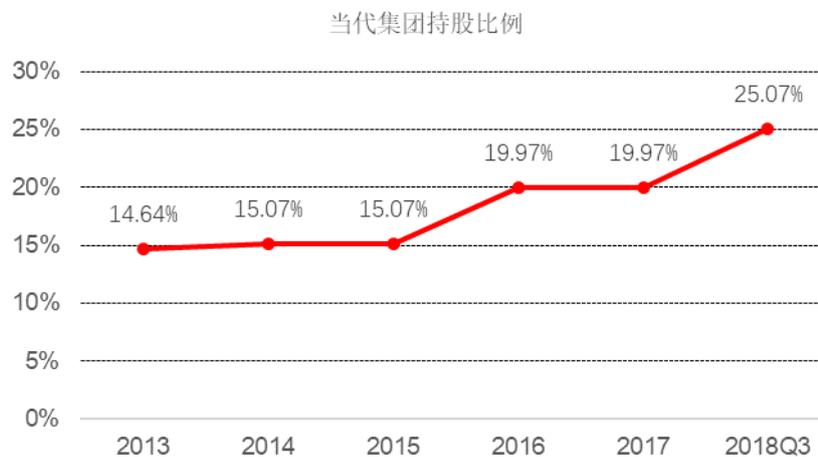
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

控股股东不断增持，彰显信心。2014 年当代科技集团持股比例增加至 15.07%，成为公司第一大股东。从 2013 年 11 月到 2018 年 7 月，当代科技集团通过定增和二级市场买入等方式不断增持公司股份，未来持股比例或进一步提升，彰显对公司未来发展的信心。

**表 1： 2018 年以来当代集团不断增持公司股份**

变动日	方向	变动数量(万股)	变动后持股数(万股)	变动后持股比(%)	交易均价
2018-07-27	增持	13.00	3,476.13	25.07	22.42
2018-07-20	增持	2.87	3,463.13	24.97	21.02
2018-07-19	增持	142.11	3,460.26	24.95	23.56
2018-07-13	增持	132.00	3,318.15	23.93	22.00
2018-07-12	增持	150.96	3,186.15	22.98	21.29
2018-07-11	增持	56.17	3,035.19	21.89	19.67
2018-07-05	增持	45.38	2,979.02	21.48	19.58
2018-07-04	增持	32.65	2,933.64	21.16	19.58
2018-07-02	增持	70.47	2,900.99	20.92	19.17
2018-06-20	增持	10.31	2,830.52	20.41	18.86
2018-06-19	增持	25.00	2,820.21	20.34	18.95
2018-06-11	增持	23.71	2,795.21	20.16	20.87
2018-06-08	增持	1.70	2,771.50	19.99	20.28

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

**图表 4： 当代科技集团持股比例持续提升**


资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

**多手段拓宽融资渠道。**除了传统的融资方式,公司及子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,拓宽融资渠道的同时降低财务费用,一定程度上缓解财务压力。2018年12月,公司公告成立索道乘坐凭证资产支持专项计划,将下属全资子公司贵州三特梵净山旅业发展有限公司、庐山三叠泉缆车有限公司、杭州千岛湖索道有限公司及海南三特索道有限公司的4条索道乘坐凭证转让给作为SPV的资产支持专项计划,并通过专项计划发行资产支持证券进行融资。

**表 2： 公司多种融资方式增加流动性**

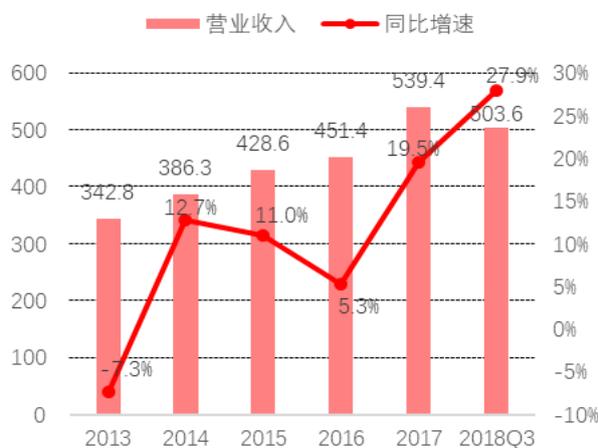
时间	方式	金额	标的资产	用途
2014-06-28	融资租赁	0.5 亿	梵净山索道及配套电力设备	偿还银行贷款，补充流动资金
2017-12-28	定增	5.45 亿	股权	偿还银行借款 5.05 亿、补充流动资金 0.4 亿
2018-12-14	ABS	8 亿	4 条索道乘坐凭证：梵净山/三叠泉/千岛湖/猴岛	偿还银行贷款、补充流动资金、项目建设等

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2018 年 12 月，公司利用资产证券化，预计拟融资规模 8 亿元，预计优先级 7.5 亿元，次级 0.5 亿元。AAA 级评级，期限为自 2018 年 6 月 13 日至 2023 年 6 月 13 日的特定期限内，此次资产证券化不仅可有效拓展公司的融资渠道，同时对于公司后期新建项目以及发展其他项目提供了良好支持。

### （三）主营业务改善叠加资产剥离，2018H1 业绩大幅提振

营收增速加快，受转让资产收益影响归母净利润大幅增长。公司自 2014 年以来营收均保持增长，2013 年到 2017 年营收 CAGR 为 12%，2018 年 Q3 营收 5.04 亿元，同比增长 27.9%；2013 年至 2017 年归母净利润波动较大，得益于主营业务改善，叠加 2018 年上半年转让咸丰坪坝营公司股权取得投资收益约 1.32 亿元，2018 年 Q3 归母净利润同比大幅增长 1031.1%。

**图表5： 公司 2014 年以来营收保持正增速（百万元）**


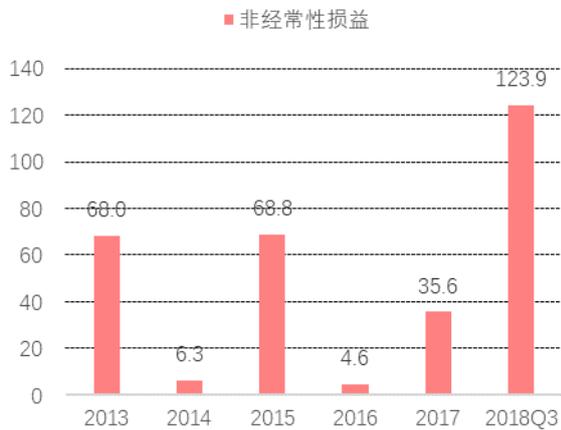
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表6： 公司 2018 年 Q3 归母净利润大幅增长（百万）**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

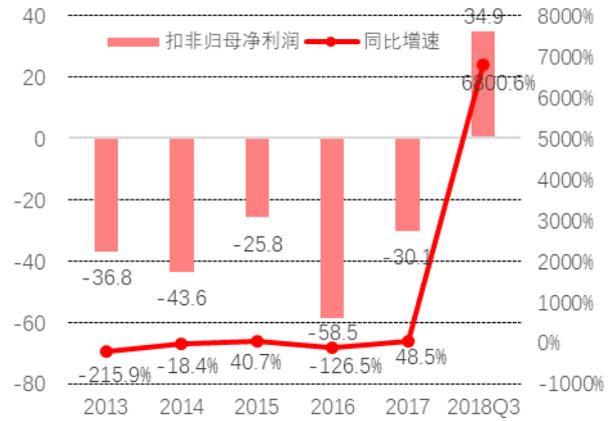
主营业务改善，致扣非归母净利润大幅上涨。排除非经常性损益的影响，利润端增长主要得益于主营业务改善，2018 年 Q3 公司扣非归母净利润同比大幅增长 6800.6%，涨幅较大主要因 2017 年公司业绩为负，基数较低所致，2018 年公司主营项目业绩改善明显。

图表7： 2018 公司非经常性损益大增（百万元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表8： 公司扣非归母净利润大幅提高（百万元）

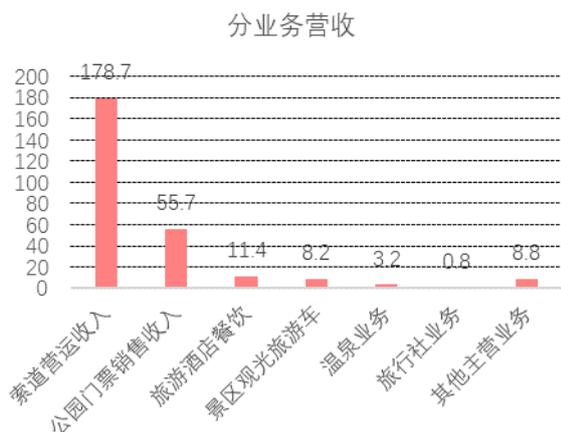


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

索道和公园门票收入为主，贵州、陕西及海南对应项目为营收核心。分业务来看，公司营收主要来源为索道营运和公园门票销售，同时酒店餐饮、景区观光旅游车、温泉和旅行社等业务带来增量，2018 年 H1 索道营运和公园门票销售的营收占比分别为 67.0%/20.9%，毛利占比分别为 90.3%/7.4%；从分地区营收结构来看，公司营收主要来源为贵州、陕西和海南，同时在湖北、浙江和江西等地也营运项目，2018 年 H1 贵州、陕西和海南营收占比分别为 33.3%/24.4%/21.5%，毛利占比分别为 39.8%/25.8%/28.2%。

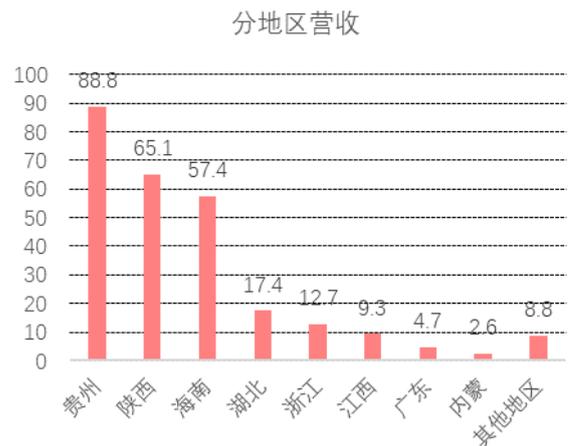
2018 年 H1，内蒙地区营收较去年同期增长 2759.34%的原因主要是 2017 年底公司在内蒙地区阿拉善盟设立项目公司承包经营新项目，报告期新增营收 247.63 万元。

图表9： 索道和公园门票主导营收（百万元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表10： 贵州、陕西及海南是核心（百万元）



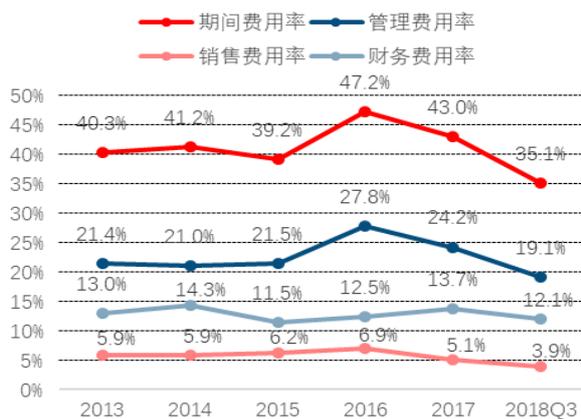
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**表 3： 公司 2018 年 H1 主要业务和核心地区毛利情况（百万元）**

		毛利	毛利率	毛利占比
分业务	索道营运	118.8	66.5%	90.3%
	公园门票	9.7	17.4%	7.4%
分地区	贵州	52.4	59.0%	39.8%
	陕西	34.0	52.2%	25.8%
	海南	37.2	64.7%	28.2%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**精兵简政缩减期间费用，毛利率和净利率上升。**得益于 2017 年以来实行的精兵简政战略，公司 2017 年以来期间费用率大幅下降，2018 年 Q3 公司期间费用率为 35.1%，其中管理费用率/销售费用率/财务费用率分别为 19.1% / 3.9% / 12.1%；公司毛利率呈上升趋势，而净利率波动较大，2018 年 Q3 毛利率为 56.1%，净利率为 32.7%。期间费用率的下降和毛利率提升印证了公司战略转型、聚焦主业的成效显著。

**图表11： 公司 2016 年以来期间费用率下降**


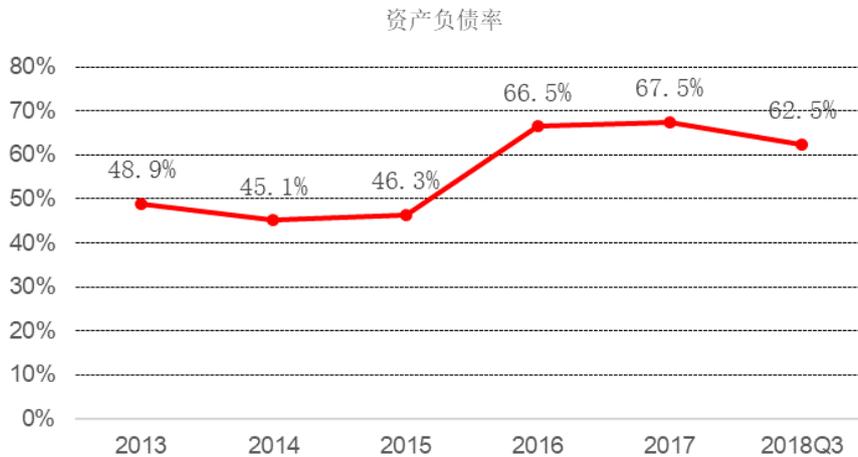
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表12： 公司毛利率和净利率总体呈上升趋势**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**资产负债率略降，仍处于较高水平。**公司 2016 年资产负债率大幅提升，2018 年 Q3 资产负债率达到 62.5%，与 2017 年年末相比略微下降，但仍处于较高水平，主要仍因为公司处长期和重资产投资为主的旅游行业，索道建设对于资金需求量较大，本身索道行业也是典型的重资产和投资回收周期长的行业。从结构上来看，2018 年前三季度，公司短期借款 5.8 亿元，同比增长 41.46%，长期借款余额 4.66 亿元，同比下降 28.36%。

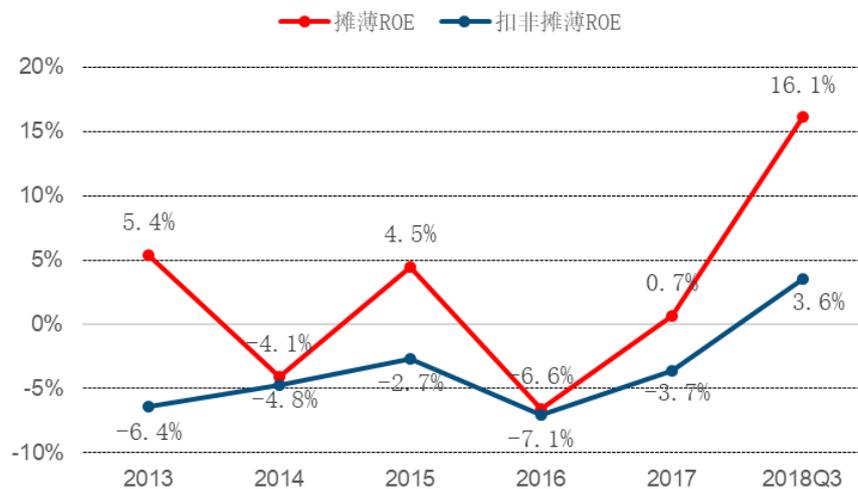
图表13： 公司资产负债率 2018Q3 较 2017 年有所下降



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**2018 年 Q3 公司 ROE 水平大幅提高。**2018 年 Q3 公司摊薄 ROE/扣非摊薄 ROE 分别为 16.1% / 3.6%，17 年同期分别为 1.68% / 0.06%，扣非摊薄 ROE 大幅提高的原因为主营业务改善，运营效率提高；摊薄 ROE 大幅高于扣非摊薄 ROE 的原因 2018 年上半年公司剥离坪坝营项目产生大额非经常性损益。

图表14： 公司 ROE 水平大幅提高



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

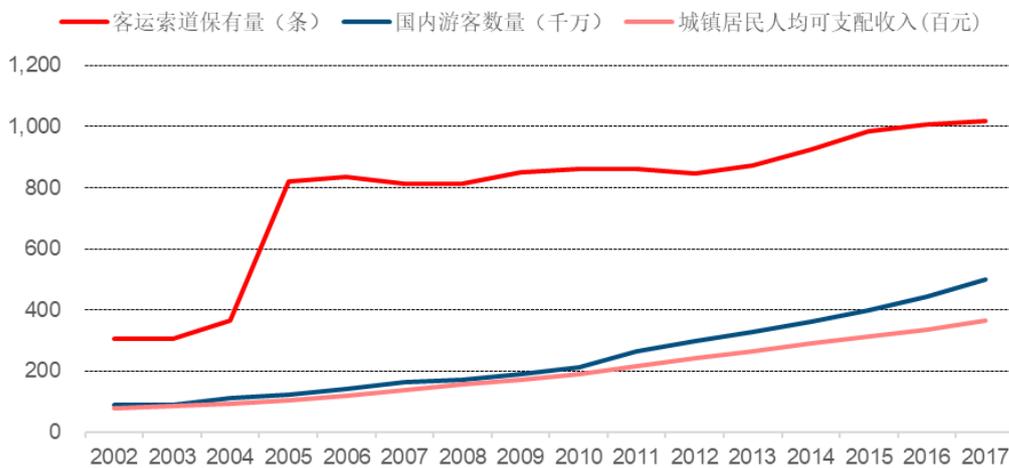
## 二、经济增长带动索道发展，景区客流转化率较高

### （一）旅游业蓬勃，带动客运索道发展

#### 1、经济增长和旅游业发展是行业向上原因

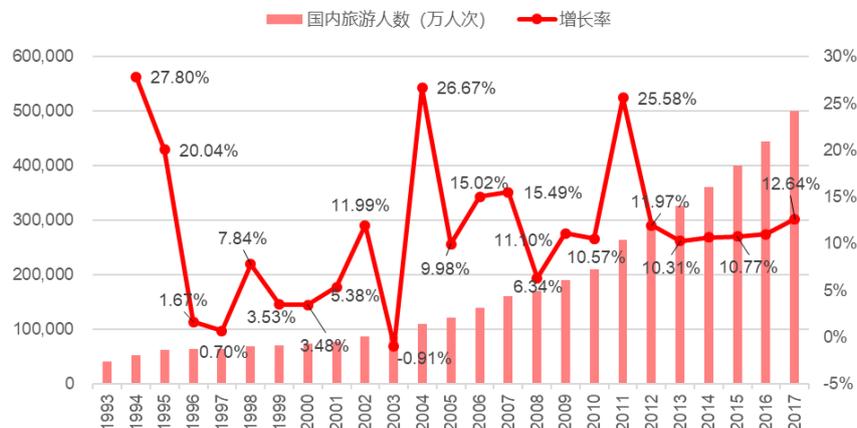
经济增长是推动客运索道需求增长的根本。1982年我国客运索道仅有2条，近年随着居民人均可支配收入的增加，我国国内旅游人数迎来快速提升，2006-2007两年增速均在15%以上。且前二十年国内旅游的爆发主要来自景点观光旅游的增长，山岳类景区的索道需求较大，推动客运索道需求攀升，截至2017年末我国客运索道保有量为1020条，自1982年来，平均每年增加28条。

图表15： 经济增长推动对客运索道的需求和索道保有量



资料来源: wind, 国家统计局, 中信建投证券研究发展部

图表16： 国内旅游人数 2000 年以后快速增长

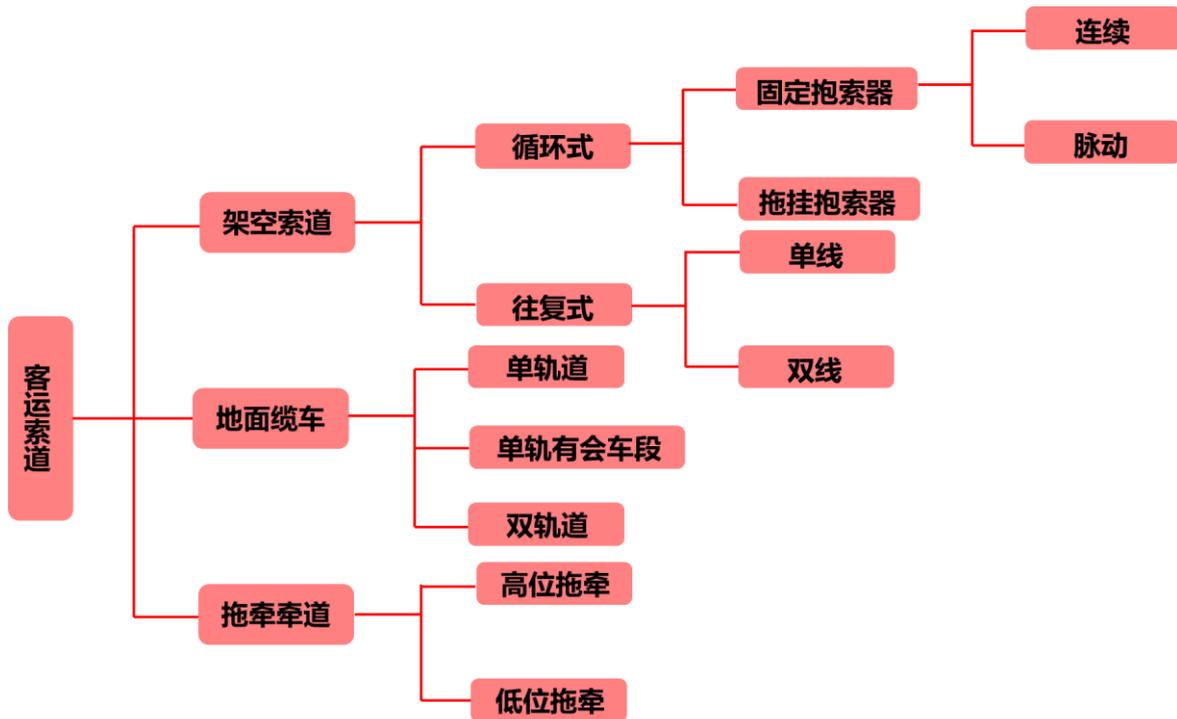


资料来源: 国家统计局, 中信建投证券研究发展部

## 2、我国索道业不断探索，发展较快

我国客运索道类型不断丰富。1980 年以前，中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；80 年代以来，随着对客运索道需求的提升，原货运索道的研究和制造单位转身成为客运索道的首批重要技术力量。索道行业发展至今，我国客运索道主要类型包括单线循环固定抱索器式、脱挂抱索器式、往复式架空索道及地面缆车，主要应用于旅游景区、滑雪场及公共交通运输领域。

图表17：我国客运索道种类体系不断丰富

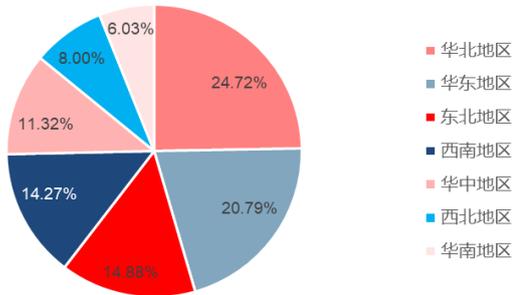


资料来源：中国索道业协会，中信建投证券研究发展部

我国索道发展的进程中，持续积极引进国外索道技术和设备，20 世纪 80 年代起步阶段的中国索道市场即引入日本索道公司技术，建设山东泰山中天门索道；欧洲索道重要生产国奥地利最大的索道制造企业多贝玛亚集团也在中国参与建造了许多项目，包括黄山云谷新索道、陕西华山索道等；法国波马公司也在国内进行了较多投资，包括青岛崂山太清索道和巨峰索道、湖南张家界天门山索道等。

目前我国索道在地区分布上，仍以华北地区和华东地区占主导。以中国索道协会的会员单位看，目前中国索道协会的会员已发展至数百个，公司是国际索道协会最早的中国企业会员之一，中国索道协会副理事长单位，在索道经营领域较为资深。

图表18：截至 2017 年底我国索道缆车主要分布地区（条）



资料来源：前瞻产业研究院，中信建投证券研究发展部

图表19：部分中国索道协会会员

中国索道协会会员		
中国索道协会	黄山旅游发展股份有限公司	北京起重运输机械设计研究院有限公司
中国恩菲工程技术有限公司	抚宁县南戴河旅游发展（集团）有限公司（已退会）	武汉三特索道集团股份有限公司
张家界黄石寨客运索道有限公司	鞍钢钢绳有限责任公司	泰安市泰山索道运营中心
忻州市五台山客运索道有限责任公司台山分公司	四川矿山机械（集团）有限责任公司	天津市宁发集团有限公司
昆明旅游索道开发有限公司	OCEAN PARK CORPORATION（香港海洋公园）	舟山市旅游客运索道有限公司
安徽九华山旅游发展股份有限公司	丽江玉龙旅游股份有限公司	葫芦岛市锦杨索道安装有限公司
国家客运架空索道安全监督检验中心	黄山玉屏索道有限公司	黄山太平索道有限公司
黄山旅游发展股份有限公司云谷索道分公司	北京北方车辆集团有限公司	北京市慕田峪长城缆车服务有限公司
北京市香山公园管理处	北京中索国游索道工程技术有限公司	广州市白云山白云山花园景区管理处
贵州云马索道缆车有限责任公司	郑州黄河索道有限公司	湖南武陵源索道有限公司
湖南张家界天门山旅游股份有限公司	湖北武当山太和索道有限公司	南京钟山旅游发展有限公司紫金山索道分公司
徐州天马索道缆车设备有限公司	江西上饶三清山金沙索道有限公司	青岛崂山太清索道有限公司

资料来源：中国索道协会，中信建投证券研究发展部

### 3、国内索道业发展空间仍较大

对比国外，我国索道产业市场空间仍较大。根据《国际缆索运输杂志》的数据，2002 年时，全世界客运索道就已达 3.2 万条，其中德国 1670 条、瑞士 2101 条、意大利 3124 条、奥地利 3473 条、法国 4040 条。而 15 年后，国内的索道数量仅略超 1000 条，且考虑到我国与欧洲索道发达国家的国土面积对比，目前我国索道业的发展仍然处于较落后的状态；从技术上看，国内索道技术目前多数借鉴国际先进技术，且多数项目引入先进的国际索道公司投资参与，也较多采用国外先进设备，目前技术领域，国内与国际先进索道生产国差距巨大。

从技术和市场领域看，由于索道行业与景区等旅游资源深度绑定，若索道公司全国布局，则具备较强的资源优势 and 规模效应，未来我国索道预计也会朝着更集中的方向发展，拥有先进技术、资源以及索道运营经验的企业将巩固和加强自身优势。

#### （二）客运索道是山岳景区重要收入来源

客运索道与山岳景区的发展紧密相连。索道主要在有山岳、丘陵环境的景区运营，以实现跨海拔的人员或货物运输。目前我国经营索道业务的景区有华山、黄山、峨眉山、梵净山、庐山和张家界等。著名山岳景区的索道建设普遍时间较早，而随着山岳景区自身承载力的饱和，部分山岳景区开始开发和拓展周边景区，或是对原有索道的运输效率和稳定性有更高的要求，使得索道的新建需求和更新换代需求提升。如黄山风景区，计划开发东黄山景区，并建设一条索道连通主景区，则新索道的建设对于未来东入口的获客能力至关重要。

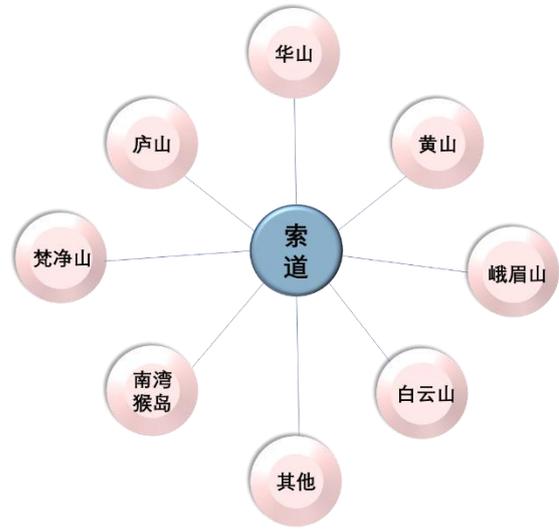
公司立足索道主业，未来需求预计仍然充足，冷门优质的山岳景区或其他运输场景所产生的需求空间仍然巨大，建设时间较长的索道的保养维修需求较大。未来公司业务仍有拓展空间。

图表20： 华山三特索道为公司重要业务



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表21： 索道运营场景集中在著名山岳景区



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

客运索道是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五家：武汉三特索道集团股份有限公司、峨眉山旅游股份有限公司、黄山旅游发展股份有限公司、丽江玉龙旅游股份有限公司、张家界旅游开发股份有限公司，2018年上半年三特索道/丽江旅游/峨眉山/黄山旅游/张家界的索道收入占营收比例分别为 67.0%/59.8%/27.2%/31.4%/7.4%，可见索道是山岳景区的重要收入来源，由于山岳景区独特的海拔特征，使得景区索道的客流转化率非常高，盈利能力稳定。

表 4： 2018 年 H1 包含索道业务上市公司的营收状况（亿元）

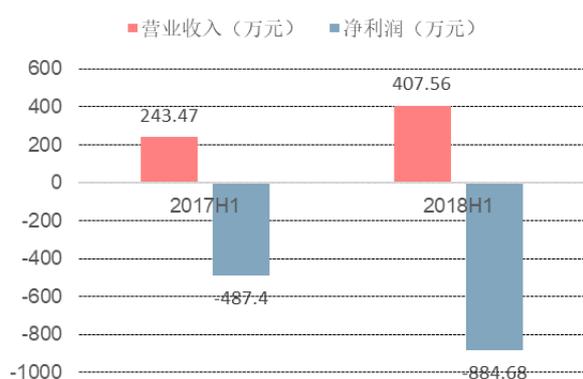
公司简称	营业收入	索道收入	索道收入占营收比例
三特索道	2.67	1.79	67.0%
丽江旅游	3.43	2.05	59.8%
峨眉山 A	5.25	1.43	27.2%
黄山旅游	6.82	2.14	31.4%
张家界	1.90	0.14	7.4%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

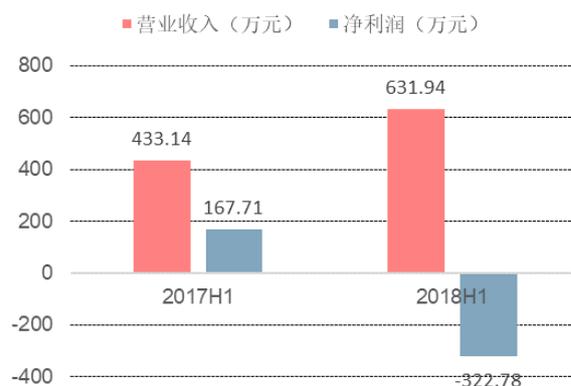
## 三、聚焦主业，布局全国，股东支持助力业绩增长

### （一）剥离亏损资产，业绩有望提升

公司积极剥离亏损资产及无业务子公司。2019年1月11日，公司董事会同意将崇阳三特旅业发展有限公司、崇阳三特隽水河旅游开发有限公司所持部分资产，包括温泉小镇、溪上院、沿河民宿、许家包等对应的土地使用权、项目开发权、地上建筑物和在建工程，以22,753.84万元的价格转让给武汉当代地产开发公司。

**图表22：隽水河旅游开发有限公司经营状况不佳**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表23：崇阳三特旅业发展有限公司 2017 年为亏损状态**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

此次崇阳项目部分资产的转让，是继2018年剥离咸丰坪坝营等项目后，公司剥离不良资产的新动作。此举不仅能够继续减亏，同时可以盘活公司存量资产，贯彻公司“有所为有所不为”的经营战略，增厚2019年的业绩。公司于2018年先后转让了咸丰三特旅游开发有限公司100%的股权、武汉市木兰生态置业有限公司70%的股权、南漳三特旅游地产开发有限公司100%的股权，注销神农架三特旅业投资管理有限公司、团风三特旅游开发有限公司、武汉三特汽车营地投资管理有限公司、武汉三特景区营销管理有限公司四家无经营业务的子公司，使公司前三季度的投资收益实现了1082.57%的同比增长。

**表 5：公司持续剥离不良资产**

时间	交易标的	交易价格	2017 年营收(万元)	2017 年净利润(万元)
2018 年 4 月 8 日	咸丰三特旅游开发有限公司 100% 股权	3.6 亿元	1,308.03	-638.82
2018 年 8 月 27 日	武汉木兰生态置业有限公司 70% 股权	1,988.18 万元	未披露	未披露
2018 年 9 月 21 日	南漳三特旅游地产开发有限公司 100% 股权	1,124.32 万元	未披露	未披露
2019 年 1 月 11 日	崇阳三特旅业发展有限公司所持部分资产	2.28 亿元	948.21	-348.56
	崇阳三特隽水河旅游开发有限公司所持部分资产		670.74	-1,545.24

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### （二）布局全国，业态多元化

中东部地区布局较广。公司主要在全国范围内从事旅游资源的综合开发，经过20多年的努力探索，逐步实现全国布局、连锁经营、构建平台、构建产品体系、树立品牌的发展计划，形成了“经营一批、建设一批、储

备一批”的项目开发梯次模式。目前掌握的旅游项目资源主要分布在陕西、海南、贵州、内蒙、湖北、浙江等9个省，主要产品包括索道、景区、酒店餐饮。从地区分布上，主要集中在中部和东南部旅游城市；从业态上，旅游相关的业态较丰富，但主要业务仍集中于索道领域。

**图表24： 公司业务范围遍布全国**



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

**图表25： 公司旅游资源种类繁多**



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

公司围绕旅游资源进行多种业态的开发和运营,打造以索道为主的景区交通接驳体系、景区运营管理体系、特色住宿、旅游商业配套为一体的休闲度假旅游目的地。公司主营索道业务,包括华山北峰索道、梵净山索道、海南猴岛索道、庐山三叠泉索道、千岛湖梅峰索道以及珠海景山索道等项目,在稳定主业的基础上,不断丰富业态。

公司亦尝试探索“索道+景区+住宿等休闲度假配套设施”的模式,集海洋、岛屿、动物等元素于一体的海南猴岛景区即为公司的一次重要尝试。“浪漫天缘”景区是猴岛景区开发的二期项目,海上运动休闲中心项目计划总投资 1.22 亿元,集大型海上表演及海上运动休闲等综合旅游服务于一体。其后公司开发了梵净山景区、南漳古山寨景区等项目,包括对于新景点的开发以及周边配套设施的建设。

**图表26： 浪漫天缘“水之舞”呈现视觉盛宴**



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

**图表27： 公司开发南漳古山寨富有沧桑感**



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

住宿是景区配套设施中的重要一环,公司对于住宿酒店的开发已具备一定经验,能够依托景区文化开发出特色的住宿设施。华山客栈为公司经营的酒店业务,其坐落于奇、险、峻、秀的华山脚下,是一家以“侠”文

化为主题的旅游观光型酒店，客栈内独特古朴的主题文化装饰风格，品目繁多的花草名木，雅致别趣的景观小品，渲染出一幅侠义豪迈的场景，让来往宾客充分体验到侠士意境。而南漳古寨客栈中富有特色的石墙结构和土黄壁身亦让游客身临其境，提升沉浸感。

**图表28： 华山客栈坐落华山脚下，主打“侠”文化**


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

**图表29： 南漳古寨客栈古色古香**


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

**表 6： 公司在全国各地经营不同成熟度的项目**

主要盈利项目	经营内容	正式营业时间	项目资质
梵净山旅业公司	门票、索道、观光车	2009 年	世界文化遗产,天下众名岳之宗佛教圣地、全国五大佛教名山之弥勒菩萨道场。
华山索道公司	北峰索道	1996 年	国家 5A 级风景名胜区,为中国著名的五岳之一
海南公司(合并)	索道+猴岛景区	1999 年	国家 4A 级风景名胜区,世界上唯一的岛屿型猕猴自然保护区
庐山三叠泉公司	三叠泉缆车	2002 年	国家 5A 级风景名胜区,是集险峰怪石、飞瀑流泉为一体的山丘型旅游地。
珠海索道公司	索道、滑道		索道所在的石景山公园是珠海市区内自然景观和生态环境保护的十分优良的公园。
培育项目	经营内容	2018H1 接待游客(万人)	2018H1 营业收入(万元)
浪漫天缘公司	海山运动、旅游餐饮	2.20	310.48
克旗三特旅业公司	沙地游乐、亲水旅游、休闲度假	0.08	9.00

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**表 7： 公司部分主要在建工程以休闲度假主题为主（截至 2018Q2）**

项目名称	账面余额（万元）
湖北南漳漫云古村项目	740.12
湖北保康九路寨生态旅游区项目	477.65
杭州牧心谷项目	800.35
内蒙黄岗梁风景旅游区项目	1774.29
贵州太平河休闲旅游度假区项目	802.51
内蒙热水温泉度假区项目	18752.20
黄陂大余湾古村落景区项目	4359.97
武汉三特木兰川大余湾古村落项目	31.00

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### （三）聚焦主业，索道业务增长稳定

#### 1、梵净山景区：申遗成功提升旅游热度，精细化管理助力景区发展

梵净山是世界文化遗产，天下众名岳之宗、佛教圣地、全国五大佛教名山之弥勒菩萨道场。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独特性，没有明显的竞争对手，市政府也大力支持景区的旅游开发。公司在梵净山运营的索道项目投资时间范围为 2006 年 12 月至 2008 年 6 月，2007 年 11 月至 2008 年 7 月完成设备运输、安装、调试及试运行工作，并于 2009 年开业，投资近 1.5 亿元。近 3 年客流、业绩保持可观增长。梵净山景区均是由公司旗下的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。

**图表30： 梵净山索道于 2009 年开业**


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

**图表31： 佛教圣地梵净山于 2018 年申遗成功**


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

梵净山旅业所运营的索道是中国自然保护区内唯一的索道。在开发此索道时，公司也投资了项目配套设施、旅游小区等项目，并对自然保护区的旅游景区基础设施进行维护和修缮。梵净山索道技术优异，2015 年中国索道年会上，贵州梵净山索道被中国索道协会正式授予客运索道安全服务质量 5S 等级，为最高等级。梵净山索道全长 3500 余米，主要采用奥地利进口设备，单程运行时间约 20 分钟，每小时单向运客量 1000 人次，在索道技术上处世界领先地位。除了游览梵净山景色，乘坐梵净山索道本身也是景区体验的重要部分。

图表32：梵净山索道落差距离超 1000 米



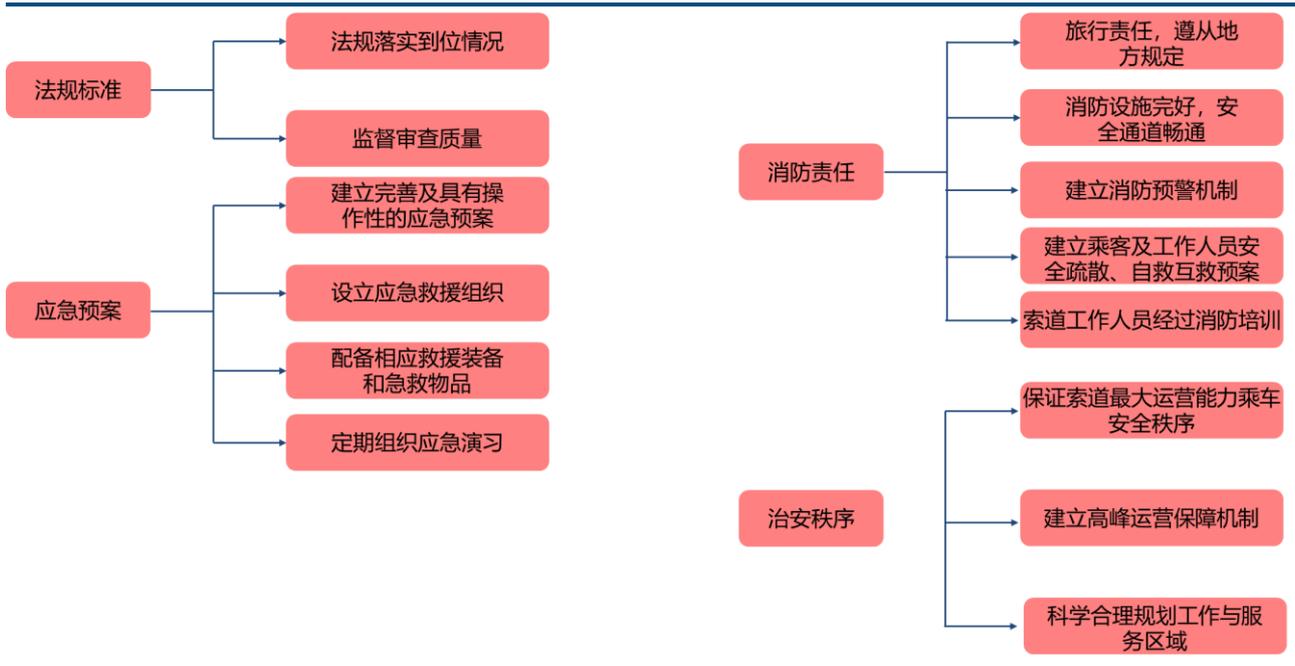
资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表33：奥地利索道设备及技术世界领先



资料来源：奥地利多贝玛雅索道，中信建投证券研究发展部

图表34：客运索道安全服务质量要求较高



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

梵净山景区还运营景区观光车项目。景区观光车主要由三特梵净山旅游观光车有限公司运营，成立于 2007 年，注册资本 220 万元，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。

**图表35：梵净山地区索道、观光车及门票价格**

票 价 表			
<b>门票（实名制）</b>		<b>观光车票</b>	
收费项目	收费标准（人民币）		
全 票	旺 季	110元/人	收费项目
	淡 季	90元/人	收费标准（人民币）
半 票	旺 季	55元/人	全 票
	淡 季	45元/人	往 返
			单 程
			半 票
			往 返
			单 程
旺季:3月1日至11月30日 淡季:12月1日至次年2月28日		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	
<b>一、门票半票标准:</b> 1.全日制学校学生证 2.14-18周岁未成年人		凭证购门票半票 凭证购门票半票	
<b>二、门票免票标准:</b> 1.残疾人 2.现役军人、残疾人、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		凭证免门票 凭证免门票	
<b>三、启动叫号排队系统时必须到自助取票机取票方能入园</b>		<b>索道票</b>	
		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: 梵净山官网, 中信建投证券研究发展部

2018年7月梵净山景区申遗成功, 景区客流量保持较高增长, 同时梵净山旅业是为公司贡献营收和盈利最多的子公司, 上半年接待游客量同比去年增加 10.51 万人次, 预计未来公司将继续主要受益梵净山景区。根据梵净山景区 2018 年下半年的客流状况, 2018 年全年客流增长预计约 30%。

目前梵净山地区周边交通较为便利, 可通过飞机、高铁、火车等多种方式到达铜仁, 然后通过班车或定线车到达市区或景区。铜仁机场目前已开通十几条国内航线; 长沙、武汉、南昌、郑州、杭州、贵阳等地均有高铁可到达铜仁站。

图表36：梵净山景区周边交通与主要城市连接紧密



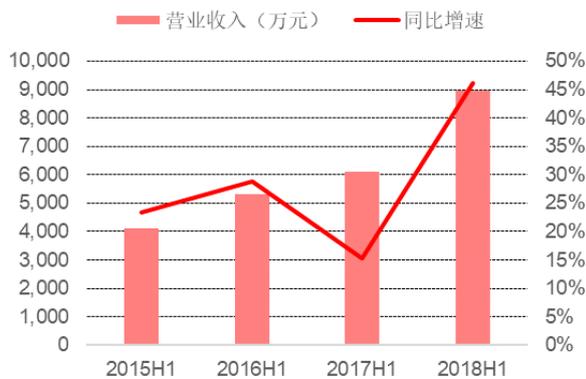
资料来源：百度地图，中信建投证券研究发展部

表 8：梵净山旅业经营状况预测

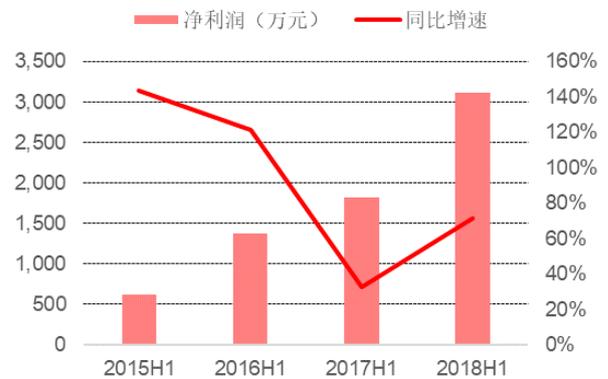
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
客流量(万人次)	51.4	60.88	83.15	108.10	124.31	139.23
YOY	19.40%	18.44%	36.58%	30%	15%	12%
营收(亿元)	1.14	1.32	1.82	2.37	2.72	3.05
YOY	32.20%	16.23%	37.83%	30%	15%	12%
净利润(亿元)	0.33	0.40	0.71	0.97	1.16	1.33
YOY	46.00%	22.10%	77.22%	35%	20%	15%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

梵净山景区 2018 年 H1 营业收入达到 8949 万元，相比去年同期大幅增长 46.22%；净利润达到 3113.47 万元，同比增速 71.24%。增速都较 2017 年有明显的同比提升，营业收入增速同比提升超 30pct，净利润增速同比提升约 40pct。

**图表37： 梵净山 2018 年上半年增速创新高**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表38： 梵净山 2018 年 H1 净利润大幅增长**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 2、华山北峰索道：营销力度大，客流营收稳定增长

华山风景区位于西安，是国家 5A 级风景名胜区，为中国著名的五岳之一，以险峻闻名。公司经营的华山索道公司于 1996 年正式开业，近 3 年客流增长稳定。华山主要有北峰和西峰两条索道，其中公司经营的华山索道为华山北峰三特索道，北峰索道曾有“亚洲第一索”的美誉，全长超 1500 米，落差超 700 米，每小时单向可运输超 1000 人。

公司在华山地区经营的旅游项目包括华山索道和华山客栈，一定程度上易形成旅游协同效应，符合公司战略。目前华山两条索道运输量接近，北峰三特索道运力充沛。以今年春节假期单日的情况看，华山购票人数超 20000 人，与登山人数基本相当，从索道情况看，上山基本无排队现象，说明华山索道上山运力基本全年运行无压力，下行索道东线和西线都超过 1000 人排队，两条索道基本平均分流，热度相当。

**图表39： 华山三特索道运力充沛**

发布时间	2019年2月9日 18:00 星期六			
天气预报	预计今天白天到晚上：阴天有小到中雪 山上温度：-9℃~-6℃ 西南风4~5级 山下温度：-3℃~0℃ 偏东风3~4级			
购票人数 (0:00-18:00)	20743人	登山人数 (0:00-18:00)	20478人	
景区车位信息	游客中心车位状态：剩余500			
索道排队情况	三特(东线)索道		太华(西线)索道	
	索道运力	正常	索道运力	正常
	上行	无排队	上行	无排队
	下行	排队1000人，大约需等待60分钟	下行	排队1000人，大约需等待60分钟
实时信息调整				

资料来源：华山官网，中信建投证券研究发展部

图表40：五岳之一的华山以险峻闻名



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表41：公司经营华山北峰索道



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

华山风景区周边交通便利。机场专线停车场直达景区附近，华山北站和华山站距离华山风景区也都在 7 公里以内，通过公交线路即可直达景区，非常便利。

图表42：华山风景区周边交通比较便利



资料来源：百度地图，中信建投证券研究发展部

华山景区 2018 年上半年游客人数增速较高，游客达 85.3 万人，同比增长高达 39.2%，考虑到淡旺季因素，以及截至 2018 年 11 月的购票人数情况，2018 年华山游客增速大约为 20%，预计 2019-2020 年随着客流承载力的限制，增速略有放缓。

表 9：华山索道营业状况预测

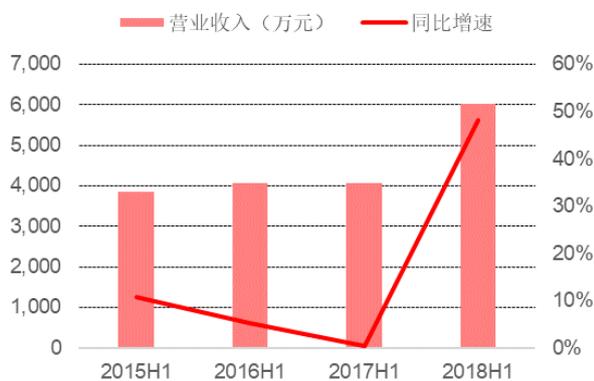
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
客流（万人次）	136.72	141.34	146.17	175.40	189.44	198.91
YOY	3.58%	3.38%	3.42%	20%	8%	5%
营收(亿元)	1.01	0.98	0.99	1.19	1.28	1.35

YOY	11.08%	-3.02%	1.25%	20%	8%	5%
净利润(亿元)	0.36	0.36	0.37	0.46	0.52	0.57
YOY	11.14%	0.47%	2.85%	25%	12%	10%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

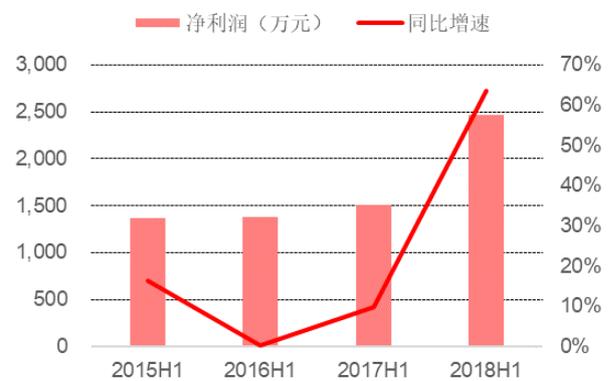
**华山索道坚定营销策略，客流增长可观。**华山索道公司通过全面细致地执行“赏华山标志美景必上北峰”的营销策略，持续提升往返乘索率，2018年上半年接待游客人数与去年同期对比增加24.02万人。2018年H1，华山营业收入达到6,025.21万元，同比增长48.11%；净利润达到2470.46万元，同比增速63.52%，营销策略的推广以及管理升级带来的成效显著。

**图表43： 华山索道 2018 年上半年营收大幅增长**



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表44： 华山索道 2018 年 H1 净利润增长明显**



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### 3、海南猴岛：政策红利凸显，协同效应可期

海南猴岛是国家4A级风景名胜，世界上唯一的岛屿型猕猴自然保护区。公司于1999年开发建设并架设猴岛索道，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。公司对该景区进行开发运营，探索“索道+景区”的发展模式。

**海南三特从中外合资到公司独资。**海南三特公司成立于1996年，由公司与新加坡思安特公司中外合资成立，公司持股58.42%；1998年，美国国际索道有限公司受让公司8.42%的股权；2001年8月，新加坡秘然私人有限公司受让美国国际索道所持海南三特所有股权，后公司持有海南三特75%，新加坡秘然持有25%股权；2003年4月，新加坡凯莱缆车私人有限公司受让新加坡秘然私人有限公司持有海南三特25%的股权；2006年12月，公司与新加坡凯莱缆车私人有限公司签订股权转让协议，以2000万元收购其持有的海南三特25%股权，从而实现100%控股。

**景区索道成为重要观光体验项目。**由于猴岛景区地处三亚陵水县南部约14公里的南湾半岛，自然景色优美，索道建设滨临海湾，乘索道能全览南湾地区景色，索道成为必选旅游项目，除了转化游玩猴岛的旅客外，索道本身也具备了较强的客流拉动能力。

**图表45： 猴岛是世界上唯一的岛屿型猕猴自然保护区**


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

**图表46： 陵水猴岛索道于 1999 年开发建设**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**受益景区协同建设效应。**2007 年公司以 600 万元收购海南三特及武汉汇新房地产所持有的海南浪漫天缘海上旅业有限公司 60% 和 40% 的股权；2009 年起在猴岛公园边打造浪漫天缘海上运动休闲中心，2015 年公司投资 4000 万元开发海南浪漫天缘海上运动休闲中心二期项目。从公司接手海南浪漫天缘公司，到大投资配套跟进，索道和景区业态，以及休闲度假概念得以良好结合，未来该业态的发展方向明确。

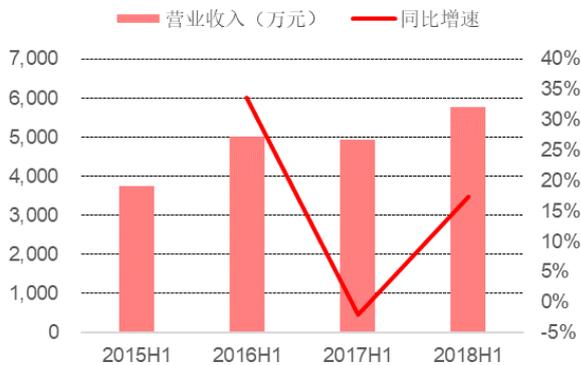
**海南地区政策红利较多，客流增长稳定。**2018 年 4 月，国务院发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，赋予海南在新时期发展的重要战略定位。海南本身拥有国际旅游岛的发展目标，叠加国家政策对海南旅游及国际化的红利，以及未来建设自由贸易港的预期，海南旅游将整体深度受益。公司通过不断提升服务品质、丰富景区的体验内容和游乐项目，使得猴岛游客量与去年同期对比增加 6.81 万人。2018 年 H1 营收达到 5782.66 万元，同比增长 17.37%；净利润达到 2643.29 万元，同比增长 18.60%。未来公司将受益海南政策红利密集期，客流有望进一步增长。

**表 10： 海南公司营业状况预测**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
客流（万人次）	97.39	102.81	123.37	141.88	158.90
YOY		5.57%	20%	15%	12%
营收(百万元)	79.93	88.69	106.43	122.39	137.08
YOY		10.96%	20%	15%	12%
净利润(百万元)	32.69	37.95	47.54	53.37	59.65
YOY		16.09%	25.27%	12.26%	11.77%

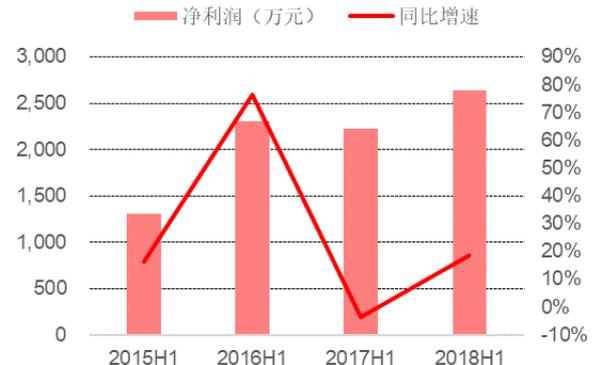
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表47：海南公司 2018 年 H1 营收同比增加 17.37%



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表48：海南公司 2018 年 H1 净利润同比增长 18.60%



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

#### 4、庐山三叠泉缆车：缆车项目体验独特，受益于合安九高铁

庐山三叠泉是江西九江市内的 5A 级旅游景区，景区落差约 150 米，集险峰怪石、飞瀑流泉为一体。公司经营的三叠泉缆车于 2002 年正式开业，游客乘坐缆车能饱览三叠泉险峻风貌，也是当地二日游、三日游的热门项目之一，三叠泉缆车与传统的索道不同，其穿梭在山林之间，是公司比较具有特色的项目。

图表49：庐山三叠泉集险峰怪石、飞瀑流泉为一体



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表50：三叠泉缆车于 2002 年开业



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

庐山公司从中外合资到公司独资。庐山三叠泉缆车有限公司于 2000 年成立，成立初期为北京北方五岳索道技术有限公司与美国国际索道公司合资，随后外方股份变更为新加坡凯莱缆车私人有限公司，外方股东持股 25%，中方占 75%；2010 年 1 月，公司以协议价 970 万元收购新加坡外方持有的庐山公司 25% 股权，实现对庐山公司 100% 控股。2017 年 6 月，庐山公司以 79.05 万元收购庐山东谷旅游开发有限公司 100% 股权。据庐山风景名胜区管理局发改委文件，2010 年 1 月起庐山三叠泉缆车取消淡季门票，淡旺季价格统一，成人往返 80 元/人次、单程上行 55 元/人次，单程下行 35 元/人次。

**优化客源结构，受益交通便利。**2015 年 1 月开始，三叠泉景区“上园门”的门票划入庐山整体大门票中，游客人数增长，缆车项目的营业收入随之增加。庐山公司通过强力营销、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。近两年预计合安九高铁将通车，合肥到庐山风景区路程仅需 2 个多小时，未来景区将受益于高铁带来的客流增量。预计 2018-2020 年庐山三叠泉客流保持在 10% 以上

的增速，利润端稳增。

2018 年上半年主要受天气影响，致营运期同比减少约 20 天，接待人次同比略有下滑，但净利润实现同比大幅增长，也展现出较强的管理能力、盈利能力和增长动力。预计 2018-2020 年客流保持稳定增速。

**表 11：庐山三叠泉公司营业状况预测**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
客流（万人次）	40.21	40.43	47.82	52.60	58.91	65.98
YOY	52.10%	0.55%	18.28%	10%	12%	12%
营收(百万元)	28.30	24.97	28.42	31.26	35.01	39.21
YOY	32.20%	-11.75%	13.79%	10%	12%	12%
净利润(百万元)	8.57	10.34	10.90	12.04	13.61	15.24
YOY	46.00%	20.65%	5.37%	10.50%	13%	12%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 5、千岛湖索道：持续受益于杭黄高铁

千岛湖风景区是位于杭州的 5A 级风景名胜，也是两江一湖国家级重点风景名胜区的主要组成部分。2012 年 9 月，公司以 7000 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。黄山尖索道建于 2006 年，单向运力接近 600 人/小时，梅峰索道于 2014 年改造，运力提升至 1200 人/小时以上。

**图表51：千岛湖景区风景优美**



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

**图表52：乘坐梅峰岛索道可以饱览千岛湖全景**



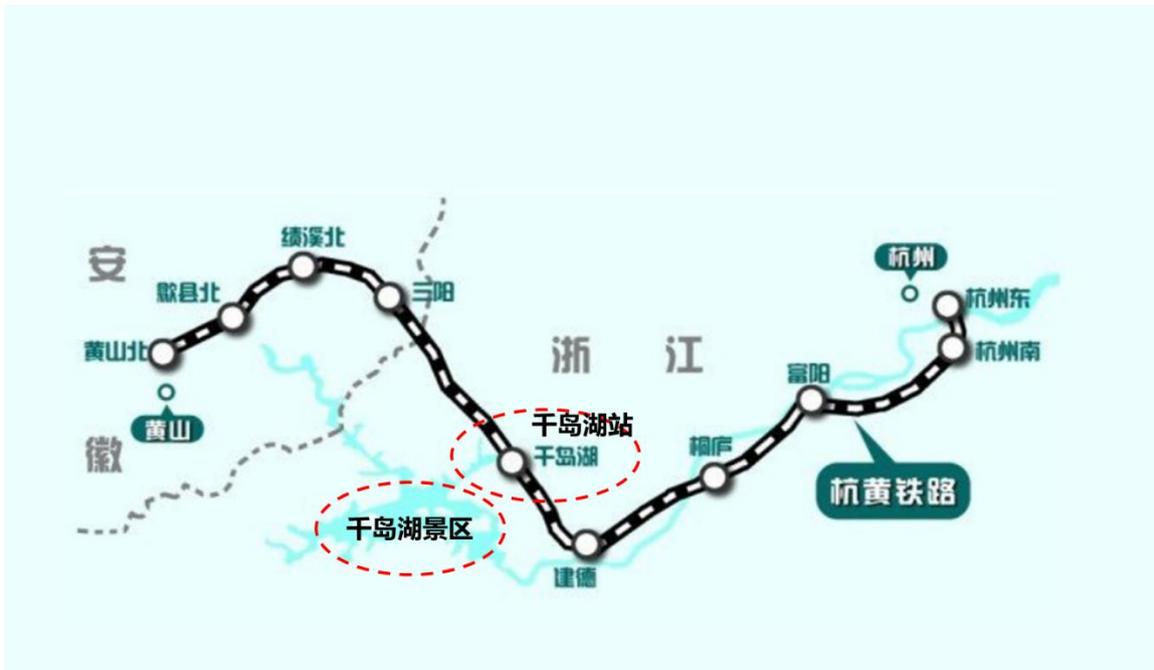
资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

公司于 2013 年对该地区索道实施升级改造，直至 2014 年 5 月才重新开始营业。2015 年，索道的运载量明显提升，千岛湖索道公司营收增速达到 34.95%，净利润增速达到 66.26%。2016、2017 年两年间，千岛湖索道公司持续通过线上和线下宣传推广，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双增长。杭黄高铁于 2018 年 12 月通车试运营，2019 年 1 月正式开通，将沿途富春江、黄山等景区串联，交通情况极大改善，未来公司将持续受益。

千岛湖景区位于杭黄高铁沿线，2019 年后将深度受益。杭黄高铁于 2019 年 1 月开通，千岛湖景区位于杭黄高铁沿线，且杭黄高铁设千岛湖站，高铁开通后，从杭州到黄山的时间由 4.5 小时缩短至 2.5 小时，大幅提升

通行效率，利好千岛湖及高铁沿线景区。

图表53： 千岛湖景区深度受益杭黄高铁的开通



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

预计未来三年，千岛湖景区的客流保持稳定增速。2019年杭黄高铁开通后半月，千岛湖地区客流同比增长约30%，预计2019年对客流的提振作用较明显。

表 12： 千岛湖索道公司营业状况预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
客流 (万人次)	75.95	82.23	90.6	99.66	114.61	126.07
YOY	33.60%	8.27%	10.18%	10%	15%	10%
营收(百万元)	26.39	27.72	32.05	36.86	42.38	46.62
YOY	34.95%	5.02%	15.62%	15%	15%	10%
净利润(百万元)	10.12	11.98	15.11	17.83	20.68	23.16
YOY	66.26%	18.42%	26.15%	18%	16%	12%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

#### （四）高层变更助力资本运作，大股东鼎力支持

##### 1、管理层换新，加强资本运作能力

公司于2018年11月、12月聘用张泉先生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，如梵净山旅业公司、南漳古山寨公司、克旗青山索道公司以及贵州太平河等公司的董事长，对公司业务熟悉程度高，同时拥有优秀的项目运营经验，将对

公司各景区项目管理起到建设性作用。

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，未来有望在公司积极对外合作中以及资本运作层面为公司带来积极影响。

**表 13： 公司目前主要管理层管理运营经验丰富**

姓名	职务	任职日期	性别	学历	出生年份	履历
张泉	总裁	2018/11/19	男	硕士	1968	曾任三特索道首席运营官
陆苓	副总裁	2007/3/1	女	硕士	1962	兼任华山索道公司，海南索道公司，梵净山旅业公司等子公司董事
万跃龙	副总裁	2007/3/1	男	硕士	1961	兼任咸丰坪坝营公司董事，总经理
叶宏森	副总裁	2007/3/1	男	博士	1956	曾任武汉三特索道集团股份有限公司董事会秘书
吕平	副总裁	2013/4/12	男	硕士	1961	曾任武汉三特索道集团股份有限公司总经济师
董建新	副总裁	2014/4/23	男	硕士	1967	曾任武汉三特索道集团股份有限公司总会计师
刘丹文	副总裁	2014/4/23	男	硕士	1962	曾任武夷山三特索道有限公司董事长
明华	副总裁	2016/1/28	女	硕士	1967	曾任武汉长江通信产业集团股份有限公司董事
曹正	副总裁, 董事会秘书	2018/12/21	男	硕士	1986	原任天风证券股份有限公司董事会办公室副主任

资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

## 2、控股股东大力支持，助力业务协同

**控股股东完成增持计划，彰显信心。**基于对公司长期投资价值的认可及对公司未来发展前景的信心，当代科技集团在 2018 年 2 月 7 日宣布在未来六个月内对三特索道公司股份进行增持的计划，增持金额不低于 1.5 亿元人民币。2018 年 7 月 27 日，当代科技集团宣布完成增持计划，增持计划实施期间，当代科技已累计增持 706.33 万股，累计增持金额 1.50 亿元。

**表 14： 2018 年以来大股东当代集团持续增持**

增持方式	增持时间	增持股数（股）	增持比例
大宗交易/集中竞价	2018 年 6 月 8 日至 2018 年 7 月 20 日	6933337	5.00%
大宗交易	2018 年 7 月 27 日	130000	0.09%

资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

**控股股东子公司当代地产接受公司子公司崇阳三特部分亏损资产，缓解公司经营压力。**今年 1 月 11 日受让崇阳三特旅业发展有限公司、崇阳三特隼水河旅游开发有限公司所持部分资产的武汉当代地产开发有限公司，也是大股东当代科技集团旗下主营房地产业务的子公司，此次接收崇阳三特部分资产，为公司减轻了运营压力。

公司控股股东当代科技集团成立于 1988 年 7 月，是武汉东湖新技术开发区内的一家民营高新技术集团公司，集团实际控制人艾路明。当代科技集团目前是一家集医药、文化、教育、体育及旅游产业等领域的多元化产业投资集团，下属企业 100 多家，对公司层面产生较好的协同效应。

**表 15： 大股东当代科技集团旗下涉及领域及子公司众多**

领域	主要公司	公司介绍
医药	人福医药集团股份公司	湖北省医药工业的龙头企业，积极培育生物制品、基因工程药等业务
	汇康生物科技有限责任公司	主要经营化工产品进出口销售
文化	武汉当代明诚文化股份有限公司	主营影视、文化、体育、传媒、动漫、游戏项目投资
教育	武汉市雅达教育投资有限公司	经营范围包括对教育项目的投资及咨询、企业管理咨询、能源等。
	武汉鸣皋教育投资公司	主营对教育项目投资及咨询、企业管理咨询
体育	重庆当代力帆足球俱乐部有限公司	中国职业足球俱乐部，中国足球协会超级联赛创始球队之一
旅游	武汉三特索道集团股份有限公司	机电一体化客运索道及配套设备的开发、研制、设计、投资建设、经营；旅游地产开发等
地产	武汉当代地产开发有限公司	主营房地产开发；商品房销售；物业管理；建筑装饰材料等。
	武汉当代金融控股集团有限公司	主营对金融、类金融行业的投资及相关资本运作、资产管理和咨询业务；
	武汉晟道创业投资基金管理有限公司	财务咨询、社会经济咨询、各类要素市场的经营管理
金融	武汉晟道创业投资基金管理有限公司	主营管理或受托管理股权类投资并从事相关咨询服务业务
	天风证券	全牌照全国性证券公司

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

在目前全域旅游的大背景下，公司可与大股东旗下各业务产生协同作用，大力发展“旅游+”。大股东旗下人福医药集团作为湖北省医药龙头，有望与公司在养生旅游、健康旅游项目中合作，以扎实的生物医疗技术与休闲旅游领域产生业务协同；公司曾在 2012 年与 2016 年分别举办过“三特索道杯徒步穿越拉力赛”、“三特田野牧歌荆楚露营大会”等户外体育活动，举办地点皆位于公司旗下景区如武夷山、梵净山、坪坝营等，而当代科技集团旗下有主营体育营销的业务，可通过体育赛事为景区吸引可观的客流量，发展体育旅游。

**图表54： 公司 2012 年举办的首届徒步穿越拉力赛**


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

**图表55： 2016 年田野牧歌荆楚露营大会于坪坝营开展**


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

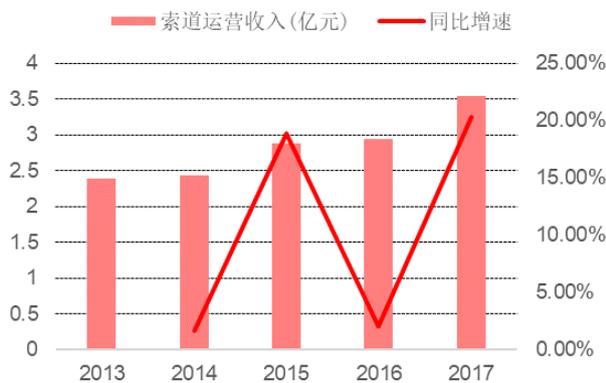
## （五）“技术+运营”助力索道业务业绩提升

公司索道业务运营拥有技术优势。作为“国际索道协会”最早的中国企业会员、中国索道协会副理事长单位，公司在旅游客运索道拥有数量、技术能力、管理运营水平等方面居全国同行业前列，参与起草《客运索道企业安全生产标准化评定标准》、《客运索道安全服务质量》等 5 项行业标准。公司索道业务发展中，与国际先进索道技术领域进行充分的交流，包括海拔落差较大的梵净山索道，多数设备采用了较多的国外先进技术，在

索道技术的探索创新上，公司走在国内最前列。

主业索道业务运营良好，营收、毛利率逐年提升。近年来，公司索道业务营收增长可观，从 2013 年的 2.39 亿元增长至 2017 年的 3.55 亿元，年复合增长率为 10.40%，2017 年营收同比增长 20.34%，达到 2013 年来的最高增速，这与近年来我国国内主要景区旅游人次仍在攀升有紧密的关系。2013 至 2018H1 年间，索道业务的毛利率也从 57.62% 增长至 66.49%，体现出公司在运营能力、管理能力和效率的提升促进下，索道业务盈利能力的提升。

图表56： 公司索道营收逐年提升



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表57： 2013 至 2018H1 年间公司索道业务毛利率提高

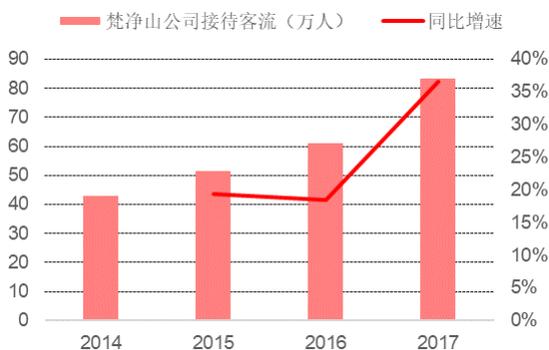


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## （六）门票收入增长稳定，业务多元带来重要补充

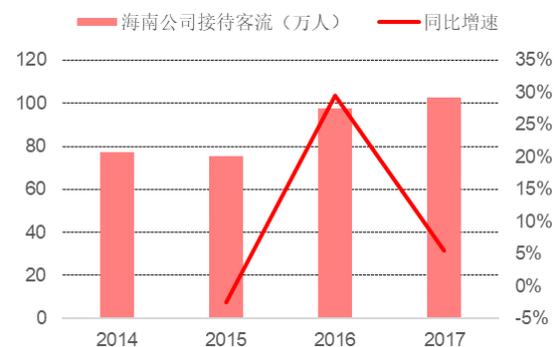
梵净山和海南猴岛是公司自主运营和开发的主要景区。梵净山是铜仁市唯一的 5A 级景区，也是五大佛教名山之一，每年能吸引大量客流。海南猴岛也是海南陵水县的重要 4A 级景区，是深受游客喜爱的热门景点。2017 年，梵净山公司接待客流达到 83.15 万人次，同比增长 36.59%；海南公司接待游客 102.81 万人次，同比增长 5.57%。

图表58： 梵净山公司接待客流 2017 年增幅明显



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表59： 海南公司接待游客近年来呈增长趋势

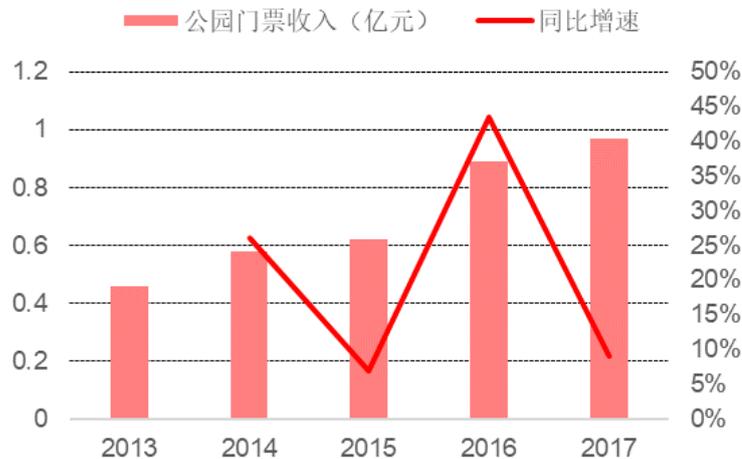


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

受益于景区客流增加，景区门票业务增长良好。景区门票作为公司收入占比仅次于索道的业务，从 2013 年至 2017 年间，收入从 0.46 亿元增长至 0.97 亿元，景区的开发能力以及观光景区向休闲度假景区的转型能力

是决定未来公司景区门票业务增长空间的关键。

图表60： 公司门票收入增长稳健



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

观光车与温泉业务在 2018 年上半年增长迅猛。2018 年 H1，温泉业务营收 316.46 万元，同比增速位居所有业务首位，达到 146.15%，主要由于公司加大对崇阳浪口森林温泉宣传力度，使游客人数增加。

2010 年 1 月，公司公告投资 1.35 亿元建设湖北崇阳隽水河温泉旅游区一期项目，项目包括燕子垭乐活公园、浪口湿地温泉景观区、温泉小镇以及隽水河、洪下、冷家区域。今年 1 月份，公司公告将崇阳隽水河、崇阳旅业等部分资产转让给大股东旗下当代地产公司，其中包括温泉小镇等资产，未来或对温泉资产进行一定的整理。

2013 年 8 月，公司公告同意控股子公司克什克腾旗三特旅业发展有限公司投资 9000 万元开发热水温泉度假区一期项目，主要开发内容为主题温泉公园以及民宿休闲物业。以截至 2018 年上半年的情况看，克什克腾旗三特旅业开发有限公司净亏损 887.99 万元，经营状况并不理想，未来或存在调整。

图表61： 克什克腾旗热水温泉品质较高



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表62： 洪下地区景色优美



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

观光车业务收入的增长主要得益于梵净山等运营景区客流的增长，观光车业务营收达到 822.9 万元，同比增长 41.69%，增速仅次于温泉业务位居第二。公司的观光车业务主要包括梵净山旅游观光车业务、阿拉善盟景区观光车业务、保康九路寨景区观光车项目。2018 年上半年，梵净山观光车业务营收较 2017 年同比增加 234.6 万元，阿拉善盟观光车业务同比增加 45.01 万元，保康九路寨景区观光车业务营收同比增加 21.55 万元。

公司旅行社业务营收大幅减少，2018 年上半年仅 79.53 万元，同比下降 61.46%，主要系公司为减少长期亏损项目对业绩的影响，暂停了湖北三特凤凰国际旅行社有限公司的经营性业务。

从业务布局上看，公司目前正积极处理和剥离亏损资产，对于原先盈利能力不佳的项目进行清理，未来的多业态布局将更多集中在盈利能力较强的休闲旅游领域，并且增加其他旅游业态和索道、观光车、门票等业务的协同。

**研学教育领域布局拓展。**2018 年 1 月，公司全资子公司崇阳旅业与公司控股股东的控股子公司当代教育签署了《共建浪口研学旅行营地项目合作协议》，崇阳旅业将部分资产授予当代教育，作为“研学营地”，开展教育培训业务。

**图表63： 华山索道组织部分研学活动**



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

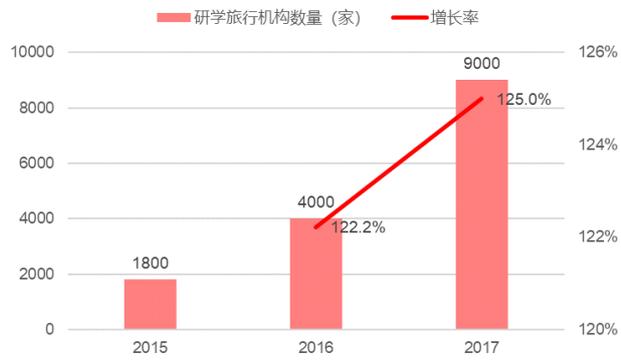
**图表64： 崇阳当代浪口研学旅行营地**



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

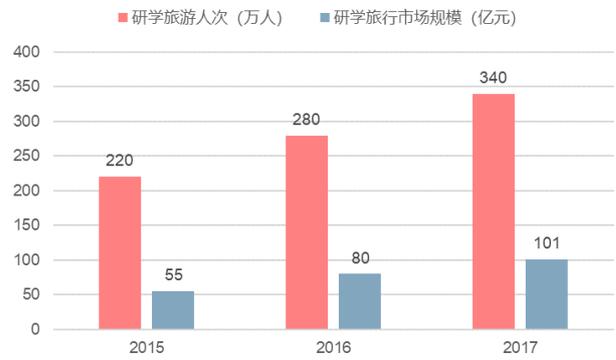
研学是一种探究式学习的过程，体现了在实践中学习的理念，“教学做”合一，往往能取得较好的学习和培养效果。目前研学正成为越来越风靡和普及的户外学习方式，成为素质教育的新内容，无论对于 K12 教育阶段的学生还是高校学生都有很好的效果。近几年，我国研学旅行机构及人次、市场规模等都呈现加速攀升的状态，未来成长空间较大。作为“旅游+”的代表，以旅游产业导流，与教育产业对接，为公司未来休闲旅游和文化旅游的发展方向提供了一个比较清晰和可以落地的思路。

图表65： 我国研学旅行机构数量快速攀升



资料来源：智研咨询，中信建投证券研究发展部

图表66： 我国研学旅游人次及市场规模呈现快速上涨



资料来源：智研咨询，中信建投证券研究发展部

## 四、景区降价预期影响有限，未来受益资产结构优化

### （一）景区门票及索道降价预期，预计影响有限

2018年6月，为了促进景区加快由门票经济向产业经济、小众旅游向大众旅游、景点旅游向全域旅游转型升级，国家发改委发布了《关于完善国有景区门票价格形成机制 降低重点国有景区门票价格的指导意见》。指导意见明确了国有景区的公益导向，秉持旅游为民、旅游惠民理念，同时坚持科学定价，理顺国有景区功能定位，推动景区转型。2018年国庆节前各地已出台实施或发文向社会公布了981个国有景区免费开放或降价措施（免费开放74个，降价907个），其中5A级景区159个，4A级景区534个。

**表 16：全国重点景区门票纷纷降价**

省份	景区景点名称	等级	调整前价格		调整后价格	
			旺季	淡季	旺季	淡季
湖南	武陵源核心景区	5A	245	136	225 (-8.2%)	115 (-15.4%)
	武陵源核心景区	5A			182	91
四川	峨眉山风景名胜	5A	185	110	160 (-13.5%)	100 (-9.1%)
广西	漓江景区	5A		270		215 (-20.4%)
	两江四湖	5A		450		360 (-20.0%)
						185
云南	昆明世界园艺博览园	5A		100		70 (-30.0%)
陕西	大雁塔	5A		30		20 (-33.3%)
	曲江寒窑遗址公园			50		45 (-10.0%)
	大慈恩寺			50		40 (-20.0%)
安徽	黄山风景区	5A	230			190 (-17.4%)
	花山谜窟	4A		91		78 (-14.3%)
	太平湖门票	4A		71		63 (-11.3%)
	徽州古城	4A		68		60 (-11.8%)
	新安江山水画廊	4A		65		58 (-10.8%)
	雄村	4A		60		54 (-10.0%)
	齐云山景区	4A		75		68 (-9.3%)
	九华山风景区	5A		190		150 (-21.1%)
吉林	长白山自然保护区	5A		125		105 (-16.0%)

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

**梵净山门票降价幅度小，公司景区门票受影响较小。**公司旗下梵净山景区旺季门票由110元降低至100元，短期内梵净山景区门票业务将承压，但目前降价幅度较小，影响有限；而从长期来看，受益于景区申遗成功，

旅游热度增加，同时梵净山作为佛教名山的属性将保证重游率，门票降价也将助力吸引客流。

**索道暂无降价条例落地，短期无影响。**景区门票调价作为景区转型的第一步，预计仍将持续，长期来看门票价格将会是下行趋势，而索道作为许多大型景区的重要收入来源，预计中长期也有降价预期，但目前尚未有明确的文件对索道降价作出规定，短期看公司的索道业务仍将保持稳定。

## （二）公司旗下景区交通情况改善明显

**景区交通改善带来客流增量，未来业绩有望提升。**近年来，国家大力发展交通建设，提出“八纵八横”的高铁规划。高铁将大大缩短旅行时间，增加游客的出游半径，目前公司已有许多景区受益于高铁的开通。未来西武高铁和京九高铁的开通将分别为公司旗下南漳景区和庐山景区带来可观的客流增量，公司业绩也有望持续增长。

**表 17： 公司旗下景区交通情况持续改善**

高铁开通日期	高铁线路	公司业务所在景区
2013 年 7 月 1 日	宁杭高铁	千岛湖景区
2015 年 6 月 28 日	合福高铁	武夷山景区
2016 年 12 月 28 日	沪昆高铁	梵净山景区
2017 年 12 月 6 日	西成高铁	华山景区
2018 年 12 月 25 日	杭黄高铁	千岛湖景区
2019 年通车	西武高铁	南漳景区
2019 年通车	合安九高铁	庐山景区
2023 年开通	京九高铁	庐山景区

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

## （三）贯彻精兵简政，剥离资产改善经营状况

公司近三年贯彻“有所为有所不为”的经营战略，预计持续剥离亏损资产。继 2018 年公司剥离咸丰坪坝营、武汉木兰置业等子公司以及部分暂无经营业务的子公司后，公司董事会在今年 1 月将崇阳三特旅业发展有限公司、崇阳三特雩水河旅游开发有限公司所持部分资产，以 22,753.84 万元的价格转让给控股股东旗下子公司武汉当代地产开发公司。剥离需要投入较多、投资回收期较长以及经营不善的项目和资产能够进一步盘活资产存量，更好地实现经营效益，聚焦于主业运营。目前公司依旧存在亏损项目，未来有望持续剥离以改善业绩。

**表 18： 2018 年 H1 公司部分经营状况不佳的子公司**

项目名称	2018H1 营业收入（万元）	2018H1 净利润（万元）
南漳古山寨公司	402.98	-126.34
保康九路寨公司	218.27	-396.76
浪漫天缘公司	310.48	-576.88
克旗三特旅业公司	9.00	-887.99

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

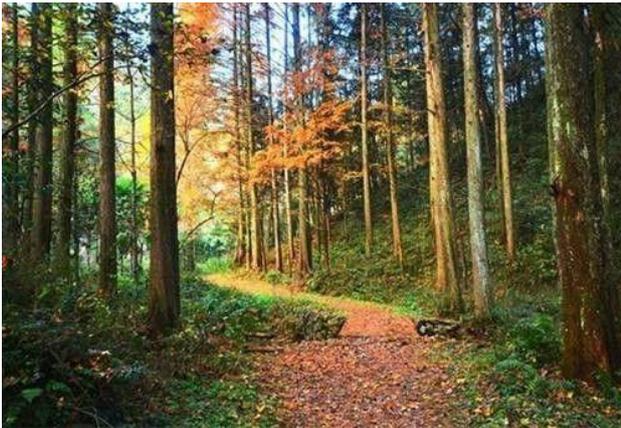
#### （四）“田野牧歌”讲述诗和远方，深度转型休闲旅游

2015年，公司结合自身特点，推出了“田野牧歌”品牌，以“原生态，人类最后的追求”为精神诉求，以“无限亲近自然”为主题理念，田野牧歌三特营地涵盖了精品酒店、乡村民宿、度假屋等旅游地产综合业态休闲旅游综合体，展现了公司对于未来休闲生活的理解以及未来逐步转型休闲度假旅游服务综合体的战略。

公司领导层也曾表示希望通过品牌策略和IP的结合释放企业内在价值，凸显归隐山水田园、无限贴近自然的东方情怀。公司所要着力发展的几个领域包括精品酒店、度假屋、乡村民宿，让游客能利用三特的全国旅游资源，形成流转的休闲度假和住宿配套服务。

旅游项目储备充分，休闲游发展潜力大。公司受益索道项目全国扩张的优势，以及深度绑定旅游资源的特征，近年来公司拥有国内相对较丰富的旅游资源和项目储备，投资如千岛湖牧心谷、华阴老腔故里、大余湾、雁荡山等一批储备项目，未来发展空间较大，公司储备项目特点也充分反映出未来发展休闲旅游和综合旅游服务的战略方向。

图表67： 千岛湖牧心谷项目风景优美



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表68： 大余湾文化元素突出



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

## 五、盈利预测及风险提示

预计公司 2018-2020 年实现营收 6.40 亿元、7.21 亿元、7.95 亿元，同比增长 18.6%、12.8%、10.2%，实现归母净利润 1.35 亿元、0.70 亿元、0.85 亿元，同比增长 2354.5%、-48.1%、21.5%，EPS 分别为 0.97、0.50、0.61 元，目前股价对应 PE 为 22X、43X、36X，维持“增持”评级。

表 19：盈利预测

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	539.4	639.6	721.4	794.6
变化率	19.5%	18.6%	12.8%	10.2%
归母净利润	5.5	135.0	70.1	85.2
变化率	——	2354.5%	-48.1%	21.5%
EPS（元）	0.04	0.97	0.50	0.61
P/E	482.2	22.4	43.4	35.6

资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

**风险提示：**索道降价落地带来业绩影响、景区门票进一步降价、景区天气及自然灾害、剥离亏损子公司不及预期。

**表 20：三特索道财务报表预测**

利润表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>539.4</b>	<b>639.6</b>	<b>721.4</b>	<b>794.6</b>	<b>经营活动现金流</b>	164.2	202.1	277.5	181.1
减：营业成本	254.5	307.0	346.3	381.4	净利润	5.0	135.0	70.1	85.2
营业税金及附加	6.0	4.7	5.8	7.2	折旧摊销	89.4	75.7	75.7	75.7
营业费用	27.7	28.1	35.0	38.0	财务费用	69.7	87.4	88.6	89.9
管理费用	130.7	150.0	165.0	175.0	投资损失	-12.0	-130.0	-20.0	-19.4
财务费用	73.7	87.4	88.6	89.9	营运资金变动	6.6	34.5	70.0	-44.7
资产减值损失	4.7	4.9	12.6	7.4	其它	5.5	-0.4	-6.9	-5.6
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	<b>投资活动现金流</b>	-122.6	128.0	20.3	19.8
投资收益	12.0	130.0	20.0	19.4	可供出售金融资产	3.0	-2.0	0.3	0.4
<b>营业利润</b>	<b>52.0</b>	<b>187.5</b>	<b>88.2</b>	<b>115.2</b>	长期股权投资	-8.3	-0.0	-0.0	-0.0
营业外收入	7.0	2.0	3.0	4.0	其他	-117.4	130.0	20.0	19.4
营业外支出	2.3	2.2	2.4	4.3	<b>筹资活动现金流</b>	-58.8	-161.1	-265.1	-171.6
<b>利润总额</b>	<b>56.6</b>	<b>187.3</b>	<b>88.8</b>	<b>114.9</b>	短期借款	270.0	116.5	78.1	87.0
减：所得税	51.6	52.7	25.6	35.3	长期借款	-174.4	-161.1	-265.1	-171.6
净利润	5.0	134.6	63.2	79.6	其他	-154.4	-116.5	-78.1	-87.0
少数股东损益	-0.5	-0.4	-6.9	-5.6	<b>现金净增加额</b>	-17.2	169.0	32.7	29.3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5.5</b>	<b>135.0</b>	<b>70.1</b>	<b>85.2</b>					
EBITDA	207.1	350.6	252.5	280.8					
EPS（摊薄）	0.04	0.97	0.51	0.61					
资产负债表（百万元）					主要财务指标				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>415.1</b>	<b>628.5</b>	<b>744.9</b>	<b>775.4</b>	营业收入增长率	19.5%	18.6%	12.8%	10.2%
货币资金	86.8	255.8	288.6	317.9	净利润增长率	-110.2%	2354.5%	-48.1%	21.5%
应收账款	60.4	172.0	48.0	183.6	EBITDA 增长率	79.3%	69.3%	-28.0%	11.2%
预付账款	9.6	7.4	11.6	10.5	ROE	0.7%	14.0%	6.8%	7.6%
存货	256.2	192.2	395.4	262.0	ROIC	0.6%	10.0%	6.7%	8.1%
<b>非流动资产</b>	<b>2,257.1</b>	<b>2,164.8</b>	<b>2,077.5</b>	<b>1,988.2</b>	EPS	0.04	0.97	0.51	0.61
长期股权投资	247.4	247.4	247.4	247.4	PE	504.1	22.4	43.4	35.6
固定资产	1,299.2	1,226.0	1,152.7	1,079.5	PB	3.4	2.9	2.7	2.5
<b>资产总计</b>	<b>2,672.2</b>	<b>2,793.3</b>	<b>2,822.4</b>	<b>2,763.6</b>	总负债 / 总资产	67.5%	64.0%	62.1%	58.5%
<b>流动负债</b>	<b>1,107.3</b>	<b>1,243.3</b>	<b>1,477.0</b>	<b>1,512.0</b>	流动比率	0.37	0.51	0.50	0.51
短期借款	410.0	526.5	604.6	691.6	速动比率	0.14	0.35	0.24	0.34
应付账款	6.0	3.6	7.9	5.2					
<b>非流动负债</b>	<b>696.3</b>	<b>544.7</b>	<b>277.1</b>	<b>104.0</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1,803.5</b>	<b>1,788.0</b>	<b>1,754.1</b>	<b>1,616.0</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>42.7</b>	<b>42.3</b>	<b>35.5</b>	<b>30.0</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>868.7</b>	<b>1,005.3</b>	<b>1,068.3</b>	<b>1,147.6</b>					

资料来源：中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**李铁生：**中信建投证券研究发展部社会服务行业联席首席分析师，西安交通大学数量经济与金融硕士，6年证券从业经历。

**陈语匆：**中信建投研究发展部社会服务行业分析师，3年证券从业经验。

## 报告贡献人

**陈如练** 15001873769 chenrulian@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn  
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
XU SHUFENG 0755-23953843  
xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859