

## 三特索道 (002159)

## 收购枫彩生态 加速品牌化周边游布局

## ——非公开发行收购枫彩生态及募集配套资金点评

|                                                                                   |                      |                   |                       |
|-----------------------------------------------------------------------------------|----------------------|-------------------|-----------------------|
|  | 许娟娟 (分析师)            | 刘航 (研究助理)         | 王毅成 (研究助理)            |
|  | 021-38676545         | 021-38674812      | 021-38676720          |
|  | xujuanjuan@gtjas.com | liuhang@gtjas.com | wangyicheng@gtjas.com |
| 证书编号                                                                              | S0880511010028       | S0880114080036    | S0880115060031        |

## 本报告导读:

公司拟以增发+现金方式收购枫彩生态 100% 股权 (交易作价 24.82 亿元) 并募集配套资金, 进一步强化公司景区打造及运营能力, 加速打造旅游综合开发商。

## 投资要点:

- 公司拟以增发+现金方式收购枫彩生态 100% 股权 (交易作价 24.82 亿元) 并募集配套资金, 契合周边游趋势, 减缓资金压力, 进一步强化公司景区打造及运营能力, 丰富“田野牧歌”品牌内容, 品牌连锁战略持续深入, 加速打造旅游综合开发商。①配套资金偿还贷款、补充流动资金叠加枫彩生态园苗木销售现金流业务, 将缓解公司资金压力; ②景区管理及运营能力将助四季彩色生态园规模化快速扩张; ③生态园业态及“三特营地”项目契合休闲度假趋势, 丰富“田野牧歌”品牌内容, 加速打造旅游综合开发商。公司布局项目培育尚需时间, 维持 2015/16 年 EPS 0.22/0.27 元预测, 考虑公司停牌期较长, 补涨需求明显, 且公司品牌化周边休闲游布局著加速, 采取谨慎原则, 给予公司略低于行业平均的 5.5x PB, 上调目标价至 35.49 元, 增持。
- 收购及募资方案: 公司拟以 18.58 元/股发行 1.18 亿股及支付 2.97 亿元向蓝森环保等 8 家企业以及其他自然人购买枫彩生态 100% 股权, 同时公司以 18.58 元/股非公开发行 5274 万股募集 9.8 亿配套资金, 用以支付现金交易对价、偿还银行贷款、补充流动资金及投资开发各景区“三特营地”项目; 方案仍需公司股东大会及证监会批准。
- 全国布局业态已成, 资源价值将显: ①华山触底或企稳回升, 梵净山、猴岛将成重要增长点; ②培育期项目交通环境改善将加速培育。③全国布局加速, 新增项目资源优势独特, 符合周边游趋势。
- 风险提示: 增发方案的审批风险, 募投项目进展低于预期的风险。

| 财务摘要 (百万元)  | 2013A | 2014A  | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 343   | 386    | 497   | 592   | 706   |
| (+/-)%      | -7%   | 13%    | 29%   | 19%   | 19%   |
| 经营利润 (EBIT) | 48    | 60     | 94    | 119   | 131   |
| (+/-)%      | -34%  | 24%    | 58%   | 26%   | 10%   |
| 净利润         | 31    | (37)   | 31    | 37    | 44    |
| (+/-)%      | -43%  | -219%  | -182% | 21%   | 19%   |
| 每股净收益 (元)   | 0.26  | (0.31) | 0.22  | 0.27  | 0.32  |
| 每股股利 (元)    | 0.05  | -      | 0.04  | 0.05  | 0.06  |

| 利润率和估值指标    | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 14.1% | 15.5% | 19.0% | 20.0% | 18.5% |
| 净资产收益率 (%)  | 5.4%  | -4.1% | 3.3%  | 3.8%  | 4.4%  |
| 投入资本回报率 (%) | 1.8%  | 2.1%  | 3.6%  | 3.8%  | 3.8%  |
| EV/EBITDA   | 10.2  | 14.6  | 9.3   | 7.8   | 6.9   |
| 市盈率         | 60.7  | -50.9 | 71.6  | 59.2  | 49.9  |
| 股息率 (%)     | 0.3%  | 0.0%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.4%  |

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 35.49

上次预测: 29.20

当前价格: 22.39

2015.07.01

## 交易数据

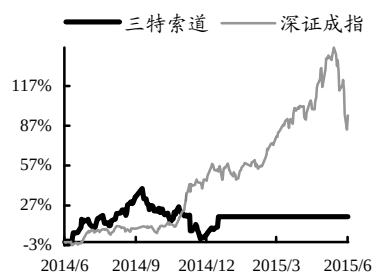
|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 18.21-26.60 |
| 总市值 (百万元)        | 3,105       |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 139/120     |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 86%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 0.00        |
| 日均成交值 (百万元)      | 0.00        |

## 资产负债表摘要

|            |        |
|------------|--------|
| 股东权益 (百万元) | 894    |
| 每股净资产      | 6.45   |
| 市净率        | 3.5    |
| 净负债率       | 46.63% |

| EPS (元) | 2014A | 2015E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | -0.22 | -0.04 |
| Q2      | -0.01 | 0.09  |
| Q3      | 0.04  | 0.17  |
| Q4      | -0.11 | -     |
| 全年      | -0.30 | 0.22  |

## 52周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M  | 3M  | 12M  |
|--------|-----|-----|------|
| 绝对升幅   | 0%  | 0%  | 20%  |
| 相对指数   | 11% | -9% | -76% |

## 相关报告

《业绩低于预期, 静待重组落定》2015.03.17

《业绩符合预期 盈利和治理拐点显现》2014.08.20

《再融资申请获批 机制理顺共振基本面改善》2014.07.10

《短期业绩承压 资源储备长期价值显著》2014.03.13

《业绩符合预期 看好长期发展前景》

模型更新时间: 2015.06.30

## 股票研究

社会服务

社会服务业

## 三特索道 (002159)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 35.49

上次预测: 29.20

当前价格: 22.39

公司网址

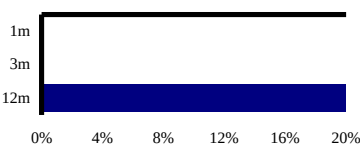
www.sante.com.cn

### 公司简介

公司是一家以旅游客运索道经营为主、景区及景观房地产开发经营为辅的跨区域、专业化旅游企业集团。

主要经营索道, 景区, 酒店餐饮与旅游地产。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

18.21-26.60

市值 (百万)

3,105

财务预测 (单位: 百万元)

### 损益表

#### 主营业务收入

主营业务成本

税金及附加

主营业务利润

其他业务利润

#### 营业费用

管理费用

EBIT

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

### 资产负债表

货币资金、短期投资

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

### 资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

### 投入资本(IC)

### 现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

### 自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

### 财务指标

#### 成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

#### 收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

#### 运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

#### 偿债能力

资产负债率

净负债率

#### 估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

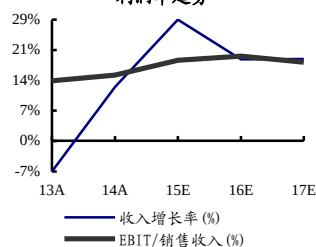
股息率

|               | 2013A    | 2014A    | 2015E    | 2016E    | 2017E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入        | 343      | 386      | 497      | 592      | 706      |
| 主营业务成本        | 180      | 194      | 244      | 285      | 346      |
| 税金及附加         | 17       | 21       | 27       | 32       | 38       |
| 主营业务利润        | 145      | 172      | 226      | 275      | 322      |
| 其他业务利润        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 营业费用          | 20       | 23       | 29       | 34       | 40       |
| 管理费用          | 73       | 81       | 99       | 118      | 148      |
| EBIT          | 48       | 60       | 94       | 119      | 131      |
| 财务费用          | 45       | 55       | 45       | 48       | 53       |
| 营业利润          | 69       | 3        | 69       | 86       | 93       |
| 所得税           | 26       | 30       | 29       | 37       | 36       |
| 少数股东损益        | 11       | 11       | 11       | 14       | 15       |
| 净利润           | 31       | -37      | 31       | 37       | 44       |
| 货币资金、短期投资     | 135      | 372      | 36       | -191     | -384     |
| 其他流动资产        | 181      | 188      | 237      | 282      | 336      |
| 长期投资          | 188      | 155      | 175      | 190      | 205      |
| 固定资产合计        | 1,026    | 1,236    | 1,584    | 1,897    | 2,272    |
| 无形及其他资产       | 134      | 133      | 129      | 127      | 125      |
| 资产合计          | 1,672    | 2,091    | 2,167    | 2,311    | 2,561    |
| 流动负债          | 444      | 733      | 774      | 874      | 1,073    |
| 长期负债          | 373      | 210      | 210      | 210      | 210      |
| 股东权益          | 576      | 915      | 939      | 969      | 1,004    |
| 投入资本(IC)      | 1,273    | 1,429    | 1,795    | 2,120    | 2,512    |
| NOPLAT        | 22       | 30       | 65       | 81       | 94       |
| 折旧与摊销         | 52       | 58       | 67       | 84       | 99       |
| 流动资金增量        | 26       | 53       | (21)     | (15)     | (19)     |
| 资本支出          | (251)    | (267)    | (411)    | (394)    | (472)    |
| 自由现金流         | (271)    | (244)    | (415)    | (398)    | (476)    |
| 经营现金流         | 103      | 150      | 117      | 156      | 181      |
| 投资现金流         | (271)    | (244)    | (415)    | (398)    | (476)    |
| 融资现金流         | (61)     | 19       | (38)     | 15       | 102      |
| 现金流净增加额       | (228)    | (75)     | (337)    | (227)    | (193)    |
| 收入增长率         | -7.3%    | 12.7%    | 28.6%    | 19.2%    | 19.3%    |
| EBIT 增长率      | -33.9%   | 23.9%    | 57.9%    | 25.6%    | 10.4%    |
| 净利润增长率        | -43.4%   | -219.3%  | -182.2%  | 21.0%    | 18.6%    |
| 利润率           | 47.5%    | 49.9%    | 50.9%    | 51.8%    | 51.0%    |
| 毛利率           | 14.1%    | 15.5%    | 19.0%    | 20.0%    | 18.5%    |
| EBIT 率        | 9.1%     | -9.6%    | 6.2%     | 6.3%     | 6.2%     |
| 净利率           | 5.4%     | -4.1%    | 3.3%     | 3.8%     | 4.4%     |
| 净资产收益率(ROE)   | 1.9%     | -1.8%    | 1.4%     | 1.6%     | 1.7%     |
| 总资产收益率(ROA)   | 1.8%     | 2.1%     | 3.6%     | 3.8%     | 3.8%     |
| 投入资本回报率(ROIC) | 197.80   | 104.85   | 93.17    | 98.20    | 96.56    |
| 存货周转天数        | 5.62     | 7.71     | 6.35     | 5.17     | 5.17     |
| 应收账款周转天数      | 1,645.98 | 1,777.76 | 1,564.30 | 1,380.50 | 1,258.98 |
| 总资产周转天数       | 3.30     | (4.03)   | 3.82     | 4.21     | 4.12     |
| 净利润现金含量       | -73%     | -69%     | -83%     | -67%     | -67%     |
| 资本支出/收入       | 48.9%    | 48.9%    | 45.1%    | 45.4%    | 46.9%    |
| 资产负债率         | 95.9%    | 20.9%    | 21.7%    | 28.3%    | 43.6%    |
| 净负债率          | 60.7     | (50.9)   | 71.6     | 59.2     | 49.9     |
| PE            | 3.3      | 2.1      | 2.0      | 2.0      | 1.9      |
| PB            | 10.2     | 14.6     | 9.3      | 7.8      | 6.9      |
| EV/EBITDA     | 5.54     | 5.68     | 4.42     | 3.71     | 3.11     |
| P/S           | 0.3%     | 0.0%     | 0.3%     | 0.3%     | 0.4%     |
| 股息率           |          |          |          |          |          |

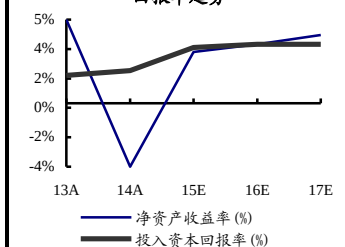
股票绝对涨幅和相对涨幅



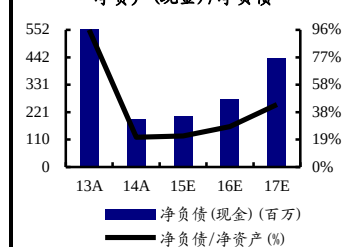
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



## 目 录

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 1. “增发+现金”收购枫彩生态并募集配套资金，加速打造综合旅游开<br>发商.....     | 4  |
| 1.1. 方案概览：“增发+现金”收购枫彩生态并募集配套资金.....              | 4  |
| 1.2. 收购枫彩生态，景区内容能力再提升，加速打造旅游综合开<br>发商    5       |    |
| 1.2.1. 收购看点.....                                 | 5  |
| 1.2.2. 收购标的公司概况.....                             | 6  |
| 1.2.2.1. 公司简介.....                               | 6  |
| 1.2.2.2. 主要业务经营模式.....                           | 6  |
| 1.2.2.3. 四季彩色生态观光园模式打造都市赏花新格局.....               | 7  |
| 1.2.2.4. 营收表现优异，利润贡献大.....                       | 8  |
| 1.3. 募集配套资金，减缓资金压力，加速品牌连锁战略，深入布局<br>周边休闲游市场..... | 8  |
| 2. 资源控制能力突出，全国布局业态形成.....                        | 9  |
| 2.1. 原有景区：梵净山、猴岛接力成长，交通改善大势所趋.....               | 9  |
| 2.1.1. 二索道边际影响渐小，华山客流触底，2015 年或有企稳..             | 9  |
| 2.1.2. 梵净山、猴岛培育顺利，接力成长.....                      | 10 |
| 2.1.3. 交通全方位改善，将助力培育期项目减亏.....                   | 10 |
| 2.2. 新签约项目：具有区位优势，布局周边休闲游市场.....                 | 10 |
| 2.2.1. 西拉沐沦-浑善达克沙地一期项目.....                      | 11 |
| 2.2.1.1. 项目概览.....                               | 11 |
| 2.2.1.2. 区域独特地貌坐拥稀缺性旅游资源.....                    | 11 |
| 2.2.2. 大余湾、石门木兰小镇旅游区开发项目.....                    | 12 |
| 2.2.2.1. 项目概览.....                               | 12 |
| 2.2.2.2. 独一无二的木兰生态旅游.....                        | 12 |
| 2.2.3. 红安县天台山风景区项目.....                          | 13 |
| 2.2.3.1. 项目概览.....                               | 13 |
| 2.2.3.2. 多元化旅游资源，开发潜力巨大.....                     | 13 |
| 3. 盈利预测和投资建议.....                                | 14 |
| 4. 风险提示.....                                     | 15 |

## 1. “增发+现金”收购枫彩生态并募集配套资金，加速打造综合旅游开发商

### 1.1. 方案概览：“增发+现金”收购枫彩生态并募集配套资金

三特索道拟以发行股份及支付现金的方式向蓝森环保等 8 家企业以及其他 19 名自然人购买其合计持有的枫彩生态 100% 股权。

表 1:三特索道重大资产重组暨关联交易方案概览

|          | 方案                                                                                                                                                                                                                   |
|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 标的资产估值   | 24.82 亿元                                                                                                                                                                                                             |
| 收购具体方案   | (1) 向当代集团、天风睿合、睿沅资本拟以发行股份的方式购买其分别持有枫彩生态的 14.1015%、10.0725%以及 4.0290%股权；<br>(2) 向除上述三家公司之外的蓝森环保等 5 家企业以及其他 19 名自然人拟以发行股份及支付现金的方式购买其合计持有枫彩生态的 71.7969%股权，具体安排见表 2。                                                     |
| 发行股份数量   | 对于上述 (1) 方案中：<br>$\text{发行股份数量} = \text{最终交易价格} \times \text{此交易对方持有枫彩生态的股权比例} \div \text{发行价格}$ ；<br>对于上述 (2) 方案中：<br>$\text{发行股份的数量} = \text{最终交易价格} \times \text{此交易对方持有枫彩生态的股权比例} \times (5/6) \div \text{发行价格}$ |
| 发行股份的发行价 | 18.58 元/股                                                                                                                                                                                                            |
| 支付现金金额   | 对于上述 (2) 方案中：<br>$\text{支付现金的金额} = \text{最终交易价格} \times \text{此交易对方持有枫彩生态的股权比例} \times (1/6)$                                                                                                                        |
| 锁定期      | (1) 当代集团、天风睿合、睿沅资本、蓝森环保、王曰忠、郭海涛、左洁通：36 个月<br>(2) 西藏一叶通：持续持有枫彩生态股权超过 12 个月，则锁定期为 12 个月；持续持有枫彩生态股权不超过 12 个月，锁定期为 36 个月；<br>(3) 其余交易对手：12 个月                                                                            |
| 业绩承诺及补偿  | (1) 三特索道：<br>2015-2017 年度每年净利润为正（该金额不含枫彩生态及其子公司实现的净利润），且三年净利润合计不低于 9000 万元，否则由当代集团予以补偿；<br>(2) 枫彩生态：<br>2015-2017 年度各年扣非净利润分别不低于人民币 1.2 亿元、1.8 亿元及 2.4 亿元，否则由蓝森环保及其实际控制人王群力予以补偿。                                     |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 2:三特索道收购枫彩生态方案具体安排

| 交易对方    | 发股数量 (股)    | 支付现金对价 (元)     |
|---------|-------------|----------------|
| 蓝森环保    | 49,959,470  | 185,649,393.02 |
| 当代集团    | 18,837,459  | -              |
| 天风睿合    | 13,455,328  | -              |
| 普邦园林    | 8,075,666   | 30,009,177.08  |
| 睿沅资本    | 5,382,131   | -              |
| 博益投资    | 3,770,622   | 14,011,635.04  |
| 苏州科尔曼   | 3,462,405   | 12,866,298.54  |
| 西藏一叶    | 2,664,155   | 9,900,000.03   |
| 19 名自然人 | 11,992,324  | 44,563,497     |
| 合计      | 117,599,560 | 297,000,000.84 |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 配套资金募集方案：

表 3:三特索道非公开发行募集配套资金方案概览

| 方案     |                                                                               |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 募集资金   | 9.8 亿元                                                                        |
| 发行价格   | 18.58 元/股                                                                     |
| 发行股份数  | 约 5274 万股，详见表 4                                                               |
| 募集对象   | 当代集团、睿沅资本、蓝山汇投资以及自然人吴君亮、刘素文、范松龙等六名特定投资者                                       |
| 锁定期    | 自股份上市之日起 36 个月不能转让                                                            |
| 募集资金用途 | (1) 支付本次交易的现金对价<br>(2) 增资金资子公司田野牧歌俱乐部公司投资“三特营地”项目<br>(3) 偿还银行借款<br>(4) 补充流动资金 |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 4:三特索道非公开发行各认购方认购金额及股份数量

| 配套资金认购方 | 本次认缴的配套资金金额<br>(亿元) | 认购的股份发行数量(股) |
|---------|---------------------|--------------|
| 当代集团    | 5.6                 | 30,139,935   |
| 睿沅资本    | 1.7                 | 9,149,623    |
| 蓝山汇投资   | 1.0                 | 5,382,131    |
| 吴君亮     | 0.5                 | 2,691,065    |
| 刘素文     | 0.5                 | 2,691,065    |
| 范松龙     | 0.5                 | 2,691,065    |
| 合计      | 9.8                 | 52,744,884   |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 1.2. 收购枫彩生态，景区内容能力再提升，加速打造旅游综合开发商

公司顺应周边休闲度假游趋势，积极加快城市周边旅游资源的布局，田野牧歌品牌战略持续深入。收购枫彩生态，公司管理及运营能力将助其四季彩色生态观光园快速扩张，同时将进一步强化公司景区打造及运营能力，丰富“田野牧歌”品牌内容，使公司品牌连锁战略更进一步，加速打造旅游综合开发商；同时枫彩生态观光园苗木销售业务属现金流业务，将有效缓解公司景区开发初期的资金压力。

### 1.2.1. 收购看点

#### ➤ 延续“田野牧歌”品牌建设

此次收购枫彩生态符合公司前期在全国范围内着力打造的“田野牧歌”式的休闲游旅游服务项目规划。公司可充分利用已积累的丰富的景区开发、管理经验，加快枫彩生态四季彩色生态观光园建设进程，使公司在利用自然旅游资源的同时具备了打造旅游园林、地产园林的能力，丰富了“田野牧歌”式旅游产品色彩，增强旅游景区的观赏性。



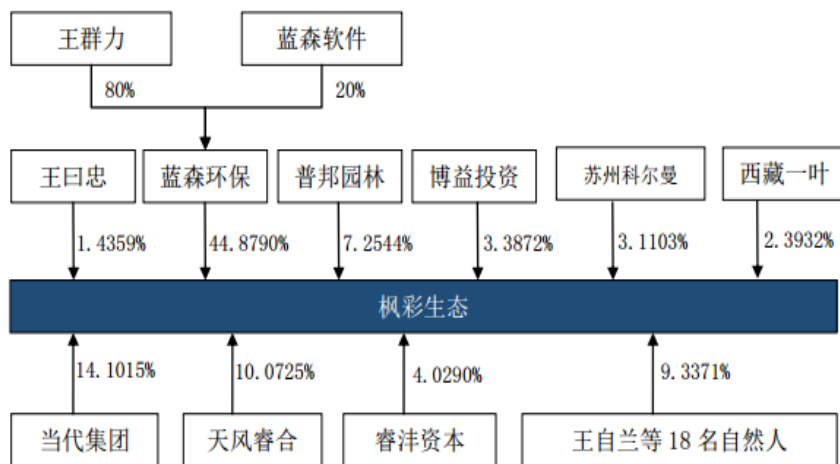
枫彩生态已步入生产投入良性循环阶段，其打造的四季彩色生态观光园除具备观赏价值外，还实现了苗木的销售，可有效缓解公司的资金压力。生态观光园建成后，又能成为枫彩生态的苗木生产基地，实现稳定的苗木增值和销售收入。通过本次交易，公司的长短期投资收益可以得到一定程度的平衡。

一方面，枫彩生态利用城市居民热爱观赏自然景观的特点，打造高度匹配城市居民周边游需求的生态赏花观光景区；另一方面，枫彩生态采用高科技嫁接等技术，克服了特定赏花期短、各品种赏花时间间隔长的不足，打造了适合城市周边游的四季赏花景观，有效延长了景区运营时间，从而能够吸引更多地客流。

### 1.2.2.1. 公司简介

枫彩生态 2006 年 7 月由蓝森环保出资设立，是一家集彩色苗木培育、种植、销售、新品种开发以及四季彩色生态观光园建设和运营为一体的高科技农业企业。

图 1: 枫彩生态股权结构



数据来源：公司公告

其早期的业务模式以直接销售彩色苗木为主，主要是向园林工程企业和其他终端客户销售苗木。目前，枫彩生态也逐步由传统的彩色苗木直接销售模式发展成为建设经营四季彩色生态观光园经营模式，该商业模式属于典型的平台型模式，不仅能够拓宽枫彩生态业务领域，包括观光园景区运营、对接旅游观光和苗木生产种植等业务，而且能够对接生态农业、旅游观光等高附加值服务，未来将形成新的利润增长点。

表 5: 枫彩生态业务模式发展历程

| 业务模式             | 发展阶段               | 模式特点                                                                                       |
|------------------|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| 传统苗木种植销售模式       | 2006-2011 年        | (1) 种植基地较为分散, 规模效应不明显;<br>(2) 客户来源较为分散, 针对性不强。                                             |
| 四季彩色生态观光园建设和运营模式 | 初期阶段 (2011-2013 年) | (1) 种植基地较为集中, 规模效应较为明显;<br>(2) 作为中高端彩色苗木提供商, 并积极参与当地生态旅游建设。                                |
|                  | 成型阶段 (2013-2015 年) | (1) 枫彩生态作为彩色生态平台建设和运营商;<br>(2) 四季彩色生态观光园是集种植、观光旅游、生态文明建设于一体的平台。规模效应明显, 并能拓宽枫彩生态业务领域以及盈利模式。 |

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

### 1.2.2.3. 四季彩色生态观光园模式打造都市赏花新格局

枫彩生态打造的四季彩色生态观光园可以打破城市周边自然条件的束缚, 极大地弥补城市周边自然景观匮乏的缺憾。同时, 通过多种观赏苗木的组合种植, 四季彩色生态观光园可以突破传统观花、观叶游览期短的限制, 真正形成可以四季观赏、持续吸引游客的景观。其主要特点可概括为以下四个方面:

#### ➤ 布局都市生活圈

枫彩生态在已建成并接待游客的江苏高淳国际慢城枫彩园和正在建设中的江苏淮安白马湖彩色森林公园的基础上, 计划在北京、武汉、成都、南京、郑州和上海等这样的大型城市周边 1 小时城市圈内, 建设和运营枫彩四季彩色生态观光园。而通过和三特索道等专业旅游公司合作, 形成大城市周边新的乡村休闲、观光旅游景点。

#### ➤ 花木种源储备丰富

枫彩生态目前已储备秋红枫系列、海棠系列、樱花系列、梨花系列、玫瑰系列、蓝杉系列、彩莓系列、彩枝木系列、大丽花系列等多种观赏花木的种源。通过引入国际级水平的生态旅游观光景区设计, 以多种彩色花木的搭配形成了核心景观。

#### ➤ 跨越赏花期短暂限制

游客可以春季观花、夏季赏花和采莓、秋季观叶、冬季观枝, 确保四季彩色生态观光园一年四季都具备观赏价值, 从而打破景区对单一景色观赏期的依赖, 提升景区的竞争力。

#### ➤ 核心景观具有稀缺性

枫彩生态打造的四季彩色生态观光园的核心景观是由枫彩生态利用自身先进的技术平台, 自行培育种植的多种彩色花木。凭借自身的技术平台和在多品种、大规格彩色花木储备等方面的优势, 枫彩生态打造的四季彩色生态观光园景观更为独特, 不易被其他企业复制。

图 2: 枫彩生态“四季彩色生态观光园”规划图



数据来源: 公司公告

#### 1.2.2.4. 营收表现优异, 利润贡献大

枫彩生态盈利能力较强。一是基于其自身优势, 经过多年积累, 已经建立了较大的先发优势、技术优势、规模优势和产品差异化优势, 竞争力较强; 二是近年各地市政园林和地产园林建设加速, 彩色苗木市场需求旺盛, 枫彩生态的苗木销售业务进入高速增长期。枫彩生态 2014 年营业收入 6181.4 万元/+128.9%, 净利润 3543.8 万元/+502.8%; 对比三特索道 2014 年净利润规模, 可以预见在收购枫彩生态之后公司业绩将会有很大程度地改善, 盈利水平得到提升。

表 6 枫彩生态财务报表财务报表概览

|              | 2015 年 1-4 月    | 2014 年           |
|--------------|-----------------|------------------|
| 营业收入 (万元)    | 7607.5          | 6181.4           |
| 净利润 (万元)     | 6134.6          | 3543.8           |
| 毛利率          | 80.5%           | 51.9%            |
| 净利率          | 80.6%           | 57.3%            |
|              | 2015 年 4 月 30 日 | 2014 年 12 月 31 日 |
| 资产总额 (亿元)    | 8.6             | 3.3              |
| 归母所有者权益 (亿元) | 7.8             | 2.2              |

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

### 1.3. 募集配套资金, 减缓资金压力, 加速品牌连锁战略, 深入布局周边休闲游市场

表 7: 三特索道非公开发行募集配套资金用途

| 序号 | 募集资金用途                | 预计金额 (亿元) |
|----|-----------------------|-----------|
| 1  | 支付本次交易现金对价            | 2.97      |
| 2  | 上市公司增资金全资子公司田野牧歌俱乐部公司 | 3.5       |
| 3  | 偿还银行借款                | 2.8       |



|    |        |      |
|----|--------|------|
| 4  | 补充流动资金 | 0.23 |
| 合计 | 合计     | 9.5  |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司募集配套资金除用于支付交易现金对价 2.97 亿元外，拟用于偿还银行借款 2.8 亿元，补充流动资金 2.3 亿元，**将有效降低公司财务费用**（2014 年财务费用 5522 万元），**减缓公司资金压力**。

**增资田野牧歌俱乐部公司 3.5 亿元，加速品牌连锁战略，深入布局周边游市场。**按田野牧歌投资理念打造的旅游目的地，投资建设的“三特营地”将实施统一品牌塑造、统一规划建设、统一运营管理，系统开发“三特营地”项目显著加速品牌连锁战略，周边游深入布局。

表 8: 三特索道非公开发行募集配套资金用途

| 序号 | 项目名称        | 预计投资金额（万元） |
|----|-------------|------------|
| 1  | 内蒙热水三特营地项目  | 10,500     |
| 2  | 崇阳雋水河三特营地项目 | 8,500      |
| 3  | 咸丰坪坝营三特营地项目 | 8,000      |
| 4  | 南漳三特营地项目    | 5,000      |
| 5  | 神农架三特营地项目   | 3,000      |
| 合计 | 合计          | 35,000     |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 2. 资源控制能力突出，全国布局业态形成

### 2.1. 原有景区：梵净山、猴岛接力成长，交通改善大势所趋

#### 2.1.1. 二索道边际影响渐小，华山客流触底，2015 年或有企稳

收入、利润占比较大的华山索道公司持续受二索道分流影响，客流量、收入、利润下滑明显。2014 年收入 9064.6 万元/-27.1%，净利润 3235.7 万元/-28.9%，收入、利润及乘索人数已接近 2012 年半数，二索道分流负面影响几近完全体现，预计 2015 年将企稳回升。

图 3：华山索道 2014 年接待客流量近 2012 年半数

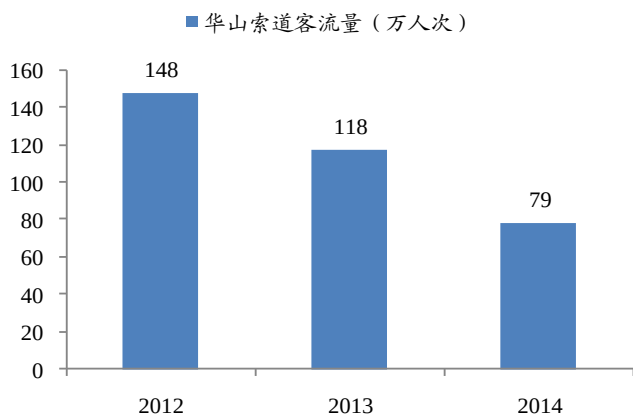
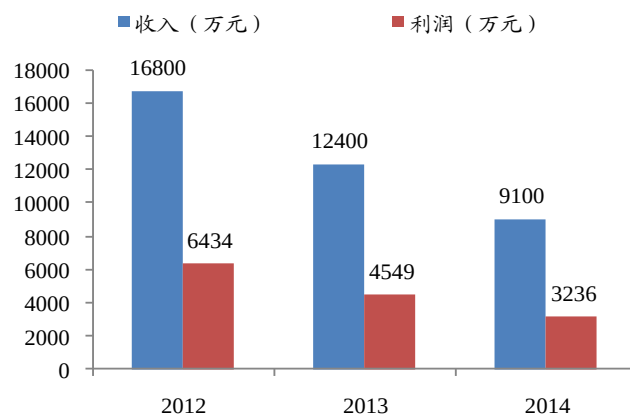


图 4：华山索道公司 2014 年收入利润已近 2012 年半数



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 2.1.2. 梵净山、猴岛培育顺利，接力成长

梵净山、猴岛加速培育，业绩高速增长，成为公司主要利润增长点。2014 年梵净山收入 9346.6 万元/+28.7%，净利润 2006.4 万元/+42.5%；海南索道收入 4011.4 万元/+ 35.0%，净利润 1672.4 万元/+69.9%；猴岛公园收入 1901.4 万元/+ 47.3%，净利润 429.9 万元/+175.3%。

图 5：梵净山 2014 年客流量同增 28.1%

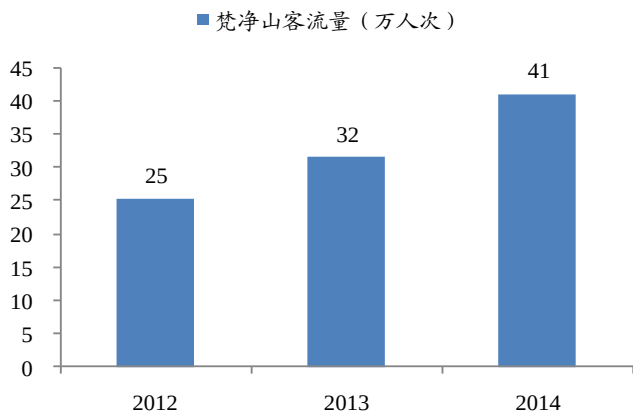
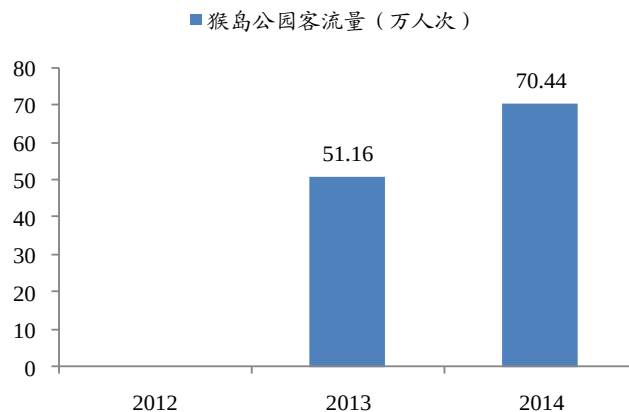


图 6：猴岛公园 2014 年客流量同增 37.7%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

梵净山景区培育顺利，知名度显著提高，2014 年底贵广高铁通车将带动周边游爆发，促进客流持续快增，端午节客流同比增速超 40%；海南猴岛旅游线路全线贯通，浪漫天缘资源优势独特受游客青睐，周边交通改善促进猴岛景区及索道持续快速增长，成为新的业绩增长点。

### 2.1.3. 交通全方位改善，将助力培育期项目减亏

公司主要景区将显著受益于周边高铁及高速公路网络建设，交通通达性改善及时间距离缩短将有效刺激客流增长，贵广高铁通车及猴岛景区公路改造完毕显著提升梵净山、猴岛景区客流，未来咸丰坪坝营、南漳古兵寨等项目周边交通改善将助力项目快速培育。

表 9：公司主要项目交通改善情况

| 公司景区项目 | 交通改善措施                                                       |
|--------|--------------------------------------------------------------|
| 梵净山    | 2014 年 12 月贵广高铁通车；2015 年沪昆高铁铜仁南站投入使用；2017 年铜仁至玉屏城际铁路、渝黔铁路通车。 |
| 海南猴岛   | 陵水县至猴岛 G223 国道改造完成；美兰机场至陵水站高铁贯通。                             |
| 咸丰坪坝营  | 2014 年末恩来、恩黔高速全线贯通；2015 年重庆北至恩施高铁通车；2019 年黔张常铁路通车。           |
| 南漳古兵寨  | 2015 年 7 月麻竹高速将设立南漳出口；郑万铁路获批将串联襄阳、南漳、保康等地。                   |
| 保康九路寨  | 2014 年底谷竹高速通车；2015 年保宜高速通车；2016 年保神高速通车。                     |

数据来源：各景区官网，国泰君安证券研究

## 2.2. 新签约项目：具有区位优势，布局周边休闲游市场

2015 年公司新增投资西拉沐沦-浑善达克沙地、大余湾、石门木兰小镇旅游区三个项目，除了各具特色的旅游资源之外，均表现出了离大城

市距离较近、交通方便和景区门票价格便宜等特点，公司着力布局周边休闲游市场。

**表 10: 三个项目代表景区的门票价格和区位优势**

| 景区名称      | 门票价格                      | 区位                                                               |
|-----------|---------------------------|------------------------------------------------------------------|
| 龙口旅游度假中心  | 龙口漂流门票 120 元<br>预订价 100 元 | 旅游中心距赤峰市克旗政府所在地经棚镇仅 27 公里                                        |
| 木兰文化生态旅游区 | 四景联票 224 元                | 黄陂区隶属于武汉市辖区，从武汉市城区可乘坐巴士或地铁等直接抵达旅游区游客集散中心                         |
| 红安天台山景区   | 门票价格 55 元，在线<br>订购为 50 元  | 距离武汉 130 公里，可从武汉各大客运站乘巴士前往风景区；<br>红安县有动车停靠站，通往临近的武汉、上海、南京、合肥等大城市 |

数据来源：同程网，国泰君安证券研究

## 2.2.1. 西拉沐沦-浑善达克沙地一期项目

### 2.2.1.1. 项目概览

4 月 29 日公司公告，旗下子公司克什克腾旗三特旅业发展有限公司投资 9900 万元开发内蒙古克什克腾旗西拉沐沦-浑善达克沙地一期项目。

**表 11: 西拉沐沦-浑善达克沙地一期项目概览**

|        |                                                                                                   |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 项目涵盖范围 | 西至西拉沐沦河及其两岸，东起黑水桥，西至响水，最南至潢源教包，包括潢源自然保护区在内总面积达 300 平方公里。                                          |
| 主要建设内容 | 包括文化溯源、沙地游乐、亲水旅游、休闲度假、主题观光、运动旅游等产品。按照目前的经营模式，主要形成景区门票（含漂流票）、经营性项目收入（穿越线、水上运动、沙漠运动、餐饮、购物等）、响水休闲营地。 |
| 投资金额   | 9900 万元                                                                                           |
| 建设与回收期 | 项目建设期 2 年，投资回收期 8.4 年                                                                             |
| 投资收益   | 20 年平均年收入约 4113 万元，平均年净利润约 1158 万元，内部收益率为 14.24%                                                  |

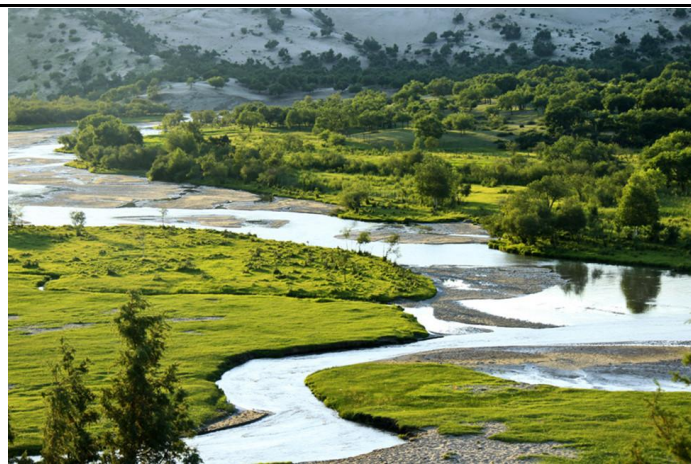
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 2.2.1.2. 区域独特地貌坐拥稀缺性旅游资源

西拉沐沦河全长 380 千米，流域面积 32171 平方千米，流经西拉沐沦断裂大峡谷。由于河水是沿大峡谷而下，同时汇聚境内沿途 50 多条大小河流，水势湍急，在克什克腾旗部分地区落差可达百余米，因此在处于内陆的内蒙古地区形成了具有区域特色的水上项目旅游资源。

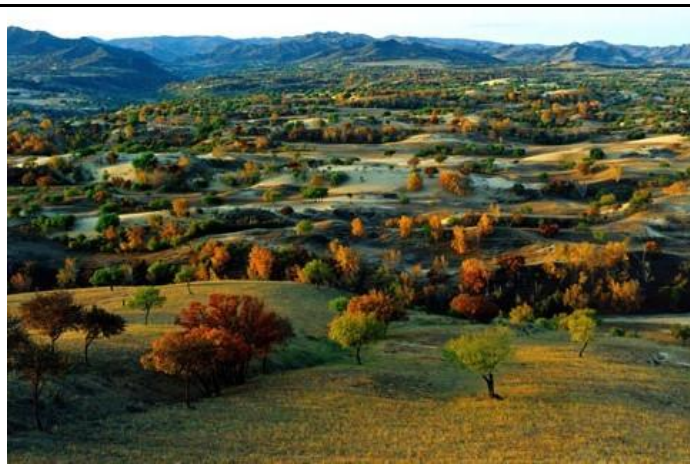
浑善达克沙地为丘陵地形，山间分布大量的草原，形成了独特的“沙-草-林”地形；其多变的山丘地貌地形和沙地风景在旅游资源开发上能够与西拉沐沦河能够起到相互补充的作用。

图 7：西拉沐沦风景



资料来源：蜂鸟网

图 8：浑善达克沙地风景



资料来源：赤峰市政府网

因此，项目也结合该地区独特的地貌优势，着力打造“一轴六分区”的空间布局：“一轴”为沿西拉沐沦河沿河旅游公路建设文化观光休闲旅游廊道，“六分区”包括龙口水上游乐区、胡家湾峡谷激情运动区、非洲大草原生态观光区、上湾子休闲度假区、响水自驾车露营区、潢源文化朝圣区。

表 12:西拉沐沦河流域现有主要水上旅游资源/项目

| 项目名称   | 资源简介                                |
|--------|-------------------------------------|
| 龙口水上乐园 | 综合性水上娱乐项目，其中漂流项目获得了“西拉沐沦第一漂”的美誉。    |
| 响水玉瀑   | 乾隆皇帝赐名“玉瀑”，当地人称“响水”，水流三进三出，同时发出三声巨响 |
| 响水水库   | 位于西拉沐沦大峡谷入口，主要以风景观光、野生鱼垂钓、餐饮等为主     |

数据来源：驴妈妈旅游网，国泰君安证券研究

## 2.2.2. 大余湾、石门木兰小镇旅游区开发项目

### 2.2.2.1. 项目概览

5月21日公司公告，与黄陂县人民政府签订合同，共同开发大余湾美丽乡村文化休闲旅游区和石门木兰小镇旅游度假区项目，计划总投资 10 亿元。

#### ➤ 大余湾美丽乡村文化休闲旅游区项目

项目规划以大余湾古村落为核心，建设大余湾古镇、“田野牧歌”社区、木兰山国家登山健身步道公园、木兰山南山索道、木兰川主题酒店等项目。

#### ➤ 石门木兰小镇旅游度假区项目

以打造石门休闲度假、养老养生型旅游小镇为重点，配套开发采石场户外运动项目、黄门冲乡村旅游项目和月亮湖生态保护区观光项目等。

### 2.2.2.2. 独一无二的木兰生态旅游

黄陂区为中国古代著名故事《木兰辞》的诞生地，目前已经形成了以木兰山、木兰天池、木兰草原、木兰云雾山为代表的木兰集群生态旅游



区，并已申报成为国家 5A 级景区。

图 9：木兰生态旅游区



资料来源：驴妈妈旅游网

图 10：大余湾乡村生态



资料来源：途牛旅游网

### 2.2.3. 红安县天台山风景区项目

#### 2.2.3.1. 项目概览

6 月 4 日，公司公告与红安县政府签订红安天台山旅游综合开发项目总体合同书，对红安县天台山风景区旅游综合项目进行投资开发。项目总投资额 12.9 亿元，其中景区及配套设施项目投资约 8 亿元，休闲度假物业项目投资约 4.9 亿元。

#### ➤ 天台山景区及配套设施项目

按照创建国家 5A 级旅游景区的标准，新建和改造项目规划范围内的旅游基础设施、公共服务设施、旅游经营设施，主要包括入口大门景区及配套设施、景区景点及酒店改造建设、索道项目、漂流及水上休闲运动项目、佛教文化配套项目等。

#### ➤ 休闲度假物业项目

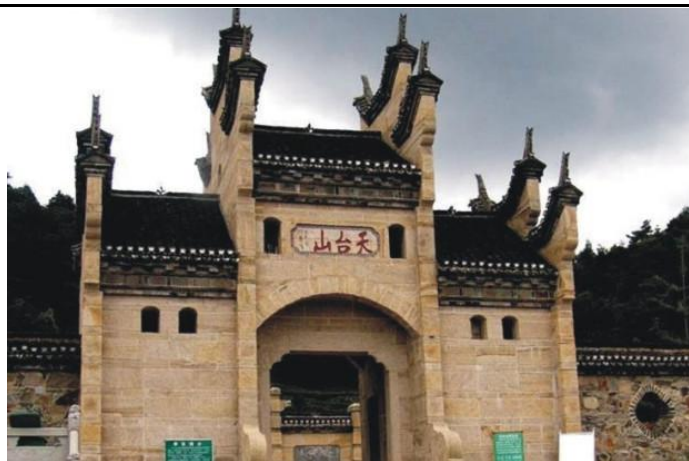
建设内容为精品酒店、田野牧歌休闲度假项目。

#### 2.2.3.2. 多元化旅游资源，开发潜力巨大

天台山景区总面积 120 平方公里，属国家级森林公园、国家 4A 级旅游景区、国家地质公园、湖北省级风景名胜区；景区内包括天台主峰、九焰山、天台寺、红色圣山在内的各式主题旅游，丰富的各类主题旅游资源，使得未来景区在打造休闲度假游上具有多样化的选择。

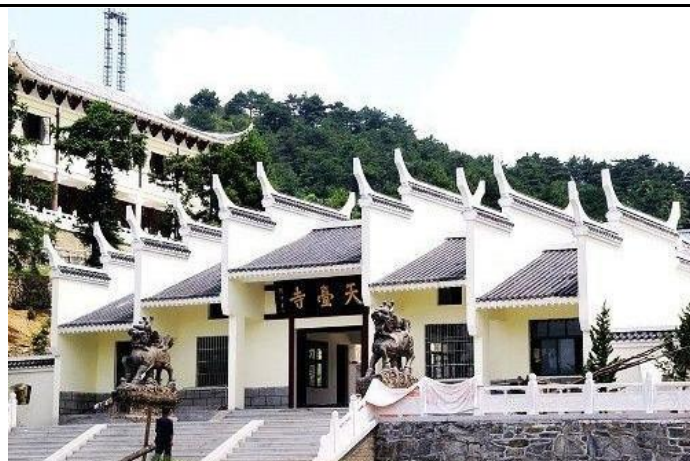


图 11：天台山风景区正门



资料来源：同程旅游网

图 12：天台寺风景



资料来源：中国传统文化门户网

表 13：天台山风景区涵盖各类旅游资源

| 旅游资源  | 所属类别    | 资源简介                                                |
|-------|---------|-----------------------------------------------------|
| 天台山主峰 | 自然奇观与美景 | 海拔 817 米，以其“山顶似台、势若接天”而得名。                          |
| 香山湖   | 休闲度假    | 由水面环绕而成的岛屿，夏季平均气温 18℃ 左右，是水上娱乐、避暑胜地。                |
| 九焰山   | 古代历史文化  | “薛刚反唐”故事发源地，山上古兵寨、古城墙、古战场遗迹保护完好；同名电视剧亦已拍摄，具有较好的宣传基础 |
| 天台寺   | 宗教文化    | 佛教“天台宗”的发源地，通过举办禅乐文化节等活动，致力于打造中国首座佛教禅乐寺院，           |
| 红色圣山  | 红色旅游    | 以革命时期第五次反围剿为背景，存有当时的政府办公地等旧址                        |

数据来源：各景区官网，国泰君安证券研究

### 3. 盈利预测和投资建议

公司拟以增发+现金方式收购枫彩生态 100% 股权（交易作价 24.82 亿）并募集配套资金，契合周边游趋势，减缓资金压力，进一步强化公司景区打造及运营能力，丰富“田野牧歌”品牌内容，品牌连锁战略持续深入，加速打造旅游综合开发商。① 配套资金偿还贷款、补充流动资金叠加枫彩生态园苗木销售现金流业务，将缓解公司资金压力；② 景区管理及运营能力将助四季彩色生态园规模化快速扩张；③ 生态园业态及“三特营地”项目契合休闲度假趋势，丰富“田野牧歌”品牌内容，加速打造旅游综合开发商。

上调目标价至 35.49 元，维持增持评级。公司布局项目培育尚需时间，维持 2015/16 年 EPS 0.22/0.27 元预测。对比其他可比自然景区，公司在全国多地有景区布局，资源价值显著，公司品牌化周边休闲游布局显著加速，战略转型旅游综合开发商。此外目前公司市值仅 31 亿元，停牌期间全部 A 股整体市值上涨约 37.3%，国君旅游行业整体市值上涨约 49.8%，补涨需求明显。综合以上因素考虑，采取谨慎原则，给予公司略低于行业平均的 5.5x PB，上调目标价至 35.49 元，维持增持评级。

表 14: 相关上市公司盈利预测及估值 (2015.06.29)

|           |       | 股本<br>亿 | 收盘<br>价 | 市值<br>亿元 | EPS  |       |      |      | PE  |      |      |      | PB   |
|-----------|-------|---------|---------|----------|------|-------|------|------|-----|------|------|------|------|
|           |       |         |         |          | 13A  | 14A   | 15E  | 16E  | 13A | 14A  | 15E  | 16E  |      |
| 002159.SZ | 三特索道  | 1.4     | 22.4    | 31       | 0.23 | -0.27 | 0.22 | 0.27 | 97  | -83  | 102  | 83   | 3.47 |
|           | 行业平均  |         |         |          |      |       |      |      | 141 | 69.2 | 59.0 | 47.0 | 6.00 |
| 000430.SZ | 张家界   | 3.2     | 13.0    | 42       | 0.22 | 0.19  | 0.28 | 0.37 | 59  | 68   | 46   | 35   | 8.89 |
| 000888.SZ | 峨眉山 A | 5.3     | 14.9    | 79       | 0.43 | 0.72  | 0.47 | 0.57 | 35  | 21   | 32   | 26   | 4.58 |
| 002059.SZ | 云南旅游  | 7.3     | 11.3    | 83       | 0.20 | 0.18  | 0.18 | 0.24 | 57  | 63   | 63   | 47   | 5.59 |
| 603099.SH | 长白山   | 2.7     | 20.2    | 55       | 0.23 | 0.30  | 0.37 | 0.45 | 88  | 67   | 55   | 45   | 7.11 |
| 000978.SZ | 桂林旅游  | 3.6     | 13.9    | 50       | 0.03 | 0.11  | 0.14 | 0.17 | 464 | 127  | 99   | 82   | 3.81 |

数据来源: 国泰君安证券研究

#### 4. 风险提示

增发方案的审批风险;  
 相关募投项目进展低于预期的风险;  
 自然灾害等影响景区客流;  
 相关项目培育期长于预期。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gt.jaresearch@gt.jas.com     |                              |                               |