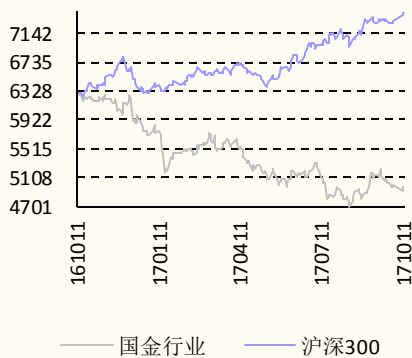


目标价格(人民币): 50.00-60.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	19.68
发行A股数量(百万股)	20.00
总股本(百万股)	80.00
国金旅游景点指数	4969.63
沪深300指数	3902.69
上证指数	3388.28



·《新格局下我们怎么看景区公司的外延逻辑》，2017.6.20

·《主题公园行业研究-主题公园维持稳增，上海迪士尼表现靓丽》，2017.6.5

楼枫焯 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

一站式旅游目的地，二次消费占比较高

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.901	1.155	0.990	1.188	1.337
每股净资产(元)	4.47	5.21	9.41	10.60	11.93
每股经营性现金流(元)	3.04	3.46	2.40	2.67	3.88
市盈率(倍)	0.00	0.00	46.11	38.41	34.14
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	-5.08%	28.23%	14.28%	20.05%	12.50%
净资产收益率(%)	20.15%	22.17%	10.52%	11.21%	11.20%
总股本(百万股)	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **观光与休闲相结合，全产业链布局旅游产品，打造一站式旅游目的地发展：**天目湖地区拥有长三角较为稀缺的集山、水、竹海、温泉于一体的独特自然景观资源，公司凭借天目湖资源开发了以山水园景区、南山竹海景区为主的景区板块、御水温泉为主的温泉板块、天目湖水世界为主的主题公园板块以及以御水温泉酒店、南山小寨、温泉客栈为主的主题酒店板块，打造了一站式旅游景区。公司观光类旅游产品山水园和南山竹海与御水温泉产品和水世界产品形成良好的观光游和休闲度假的互补，形成协同作用，吸引更多类型的旅游人群，产品多元化明显。同时景区业务、温泉业务和水世界业务能够实现淡旺季互补和支撑，平滑公司季节性收入。
- **二次消费占比较高，摆脱门票经济，非门票占比较高：**公司体内的景区业务、温泉业务或者水世界业务的二次消费占比较高，尤其是南山竹海的二次消费占比远超门票收入占比。天目湖景区的二次消费占比远超过国内大部分景区，成功摆脱了门票经济。同时门票以高折扣比例的方式来吸引游客入园进行消费，二次消费为发展重点，人均消费及逗留时间能够大大提升。但需要注意的是公司的门票销售模式主要以联票模式为主，比例达到 80%，结合联票模式(门票+X)和二次消费的高比例我们认为如今消费者的休闲度假付费意愿相对不高，需要采取一定的营销手段来引导游客消费，未来游客的休闲需求和付费意愿进一步释放，联票比例将逐步下降，公司业绩将进一步提升。
- **区位优势明显，地处长三角区域，辐射长三角高消费人群，形成 3 小时旅游生态圈：**天目湖度假区处于常州溧阳区域，辐射人群主要集中在长三角区域，消费能力以及消费意愿较强，为公司重点开发二次消费提供了客群基础。交通优势较为明显，长三角主要城市距离天目湖的里程在 300 公里以内，形成 3 小时休闲旅游生态圈。
- **募资打造旅游演艺项目，开拓高端客户需求，优化公司资本结构：**公司首次上市募集 3.59 亿元来打造天目湖文化演艺及旅游配套建设综合项目、天目湖御水温泉二期项目以及归还银行贷款。1)“天目湖文化演艺及旅游配套建设综合项目”主要新增文化演艺剧场，丰富了山水园周边去旅游的产品多样性。同时由于山水园周边景区相对匮乏，此次打造新的主题酒店能够弥补山水园周边的酒店空缺，解决游客的住宿需求。2)“天目湖御水温泉二期项

目”在御水温泉的基础上进行扩建，针对高端用户，提高人均消费，实现产品的升级。3) 归还银行贷款能够降低公司的资产负债率和财务费用，优化公司的财务结构。

投资建议及盈利预测

- 我们认为天目湖的休闲度假旅游资源和一站式旅游目的地的打造能够为公司提供持续业绩，通过募集资金来丰富景区的演艺项目和高端住宿来提高人均消费水平。同时景区的接待量远低于最大承载量，二次消费占比与国内其他景区相比水平较高，未来将维持客流量和人均消费的增长。预计测算2017E/2018E/2019E的业绩为0.80/0.86/0.92亿元，增长幅度为14%/20%/12.5%，EPS为0.99/1.19/1.34元，目前股价对应PE为46/38/34倍。对标同类景区上市公司的估值来看，由于新股发行估值相对较高，首次推荐给予增持评级。

风险提示

- 游客人次不及预期
- 新建项目进度不及预期
- 负债水平相对较高
- 联票比例及门票折扣比例过高
- 对比同行业上市公司而言估值较高

内容目录

1. 投资逻辑及框架.....	5
1.1 投资框架.....	5
1.2 投资逻辑.....	5
1.3 投资建议及盈利预测.....	6
1.4 风险提示.....	6
2. 公司基本情况.....	7
2.1 公司发展历程.....	7
2.2 公司财务分析.....	8
2.3 各细分板块财务分析.....	9
3. 二次消费占比较高，一站式旅游目的地.....	17
3.1 全产业链布局旅游，完成从观光到休闲的过渡，一站式旅游目的地发展.....	17
3.2 区位优势明显，辐射长三角高消费人群.....	19
3.3 直销比例相对较高，联票模式为主.....	19
4. 募资打造旅游演艺项目，开拓高端客户需求.....	22
4.1 发行股份募集资金，打造演艺及温泉二次项目.....	22
4.2 演艺项目丰富产品类型，挖掘夜间旅游潜力.....	22
4.3 募资归还银行贷款，优化资本结构.....	25

图表目录

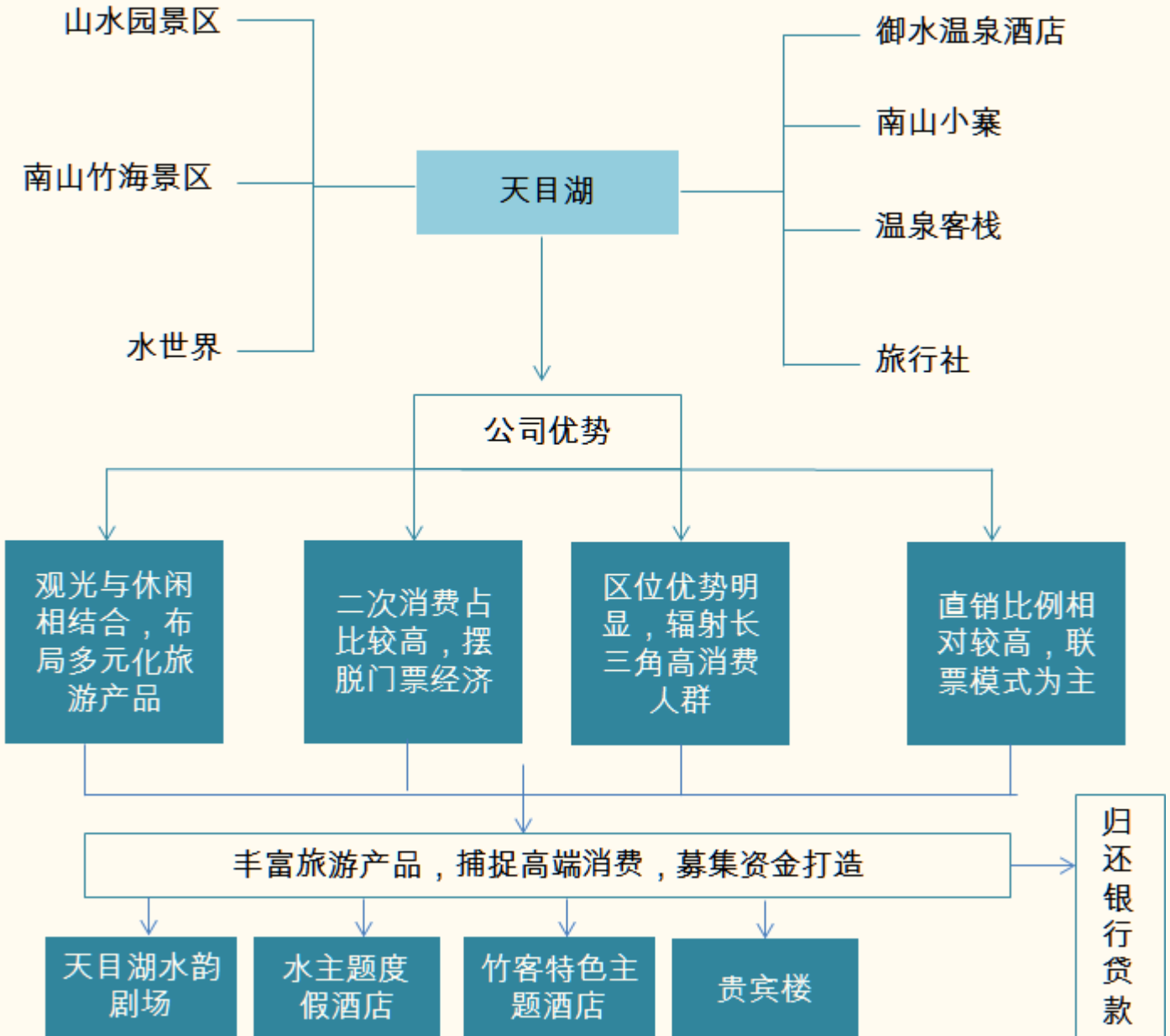
图表 1: 公司基本情况及投资框架.....	5
图表 2: 公司 1992-2017 年发展历程.....	7
图表 3: 公司股权结构及业务板块分布.....	7
图表 4: 2013-2017H1 公司营业收入及增速情况.....	8
图表 5: 2013-2017H1 公司归母净利润及增速情况.....	8
图表 6: 2016 年公司各季度的主营业务收入结构占比.....	8
图表 7: 2013-2017H1 公司毛利率及净利率情况.....	9
图表 8: 2013-2017H1 公司各项期间费用率.....	9
图表 9: 2017H1 公司各项业务营业收入结构占比.....	9
图表 10: 2013-2017H1 年公司各项业务毛利率.....	9
图表 11: 201-2017H1 山水园景区接待游客及增速.....	10
图表 12: 2013-2017H1 南山竹海景区接待游客及增速.....	10
图表 13: 2013-2017H1 山水园景区收入及同比增速.....	10
图表 14: 2013-2017H1 南山竹海景区收入及同比增速.....	10
图表 15: 2017H1 山水园景区的收入结构占比图.....	10
图表 16: 2017H1 南山竹海景区的收入结构占比图.....	10
图表 17: 2014-2017H1 水世界营业收入（万元）.....	11

图表 18: 2014-2017H1 水世界接待人次 (万人)	11
图表 19: 2014-2017H 水世界的业务结构占比	11
图表 20: 2013-2017H1 温泉业务营业收入及同比	12
图表 21: 2014-2017H1 温泉接待人次 (万人)	12
图表 22: 2014-2017H 水世界的业务结构占比	12
图表 23: 2013-2017H1 酒店业务营业收入及同比	13
图表 24: 2014-2017H1 酒店客房入住率%	13
图表 25: 2014-2017H 御水温泉酒店的经营数据	13
图表 26: 2014-2017H 温泉客栈的经营数据	14
图表 27: 2014-2017H 御水温泉酒店的经营数据	14
图表 28: 2014-2017H1 旅行社业务营业收入及同比	15
图表 29: 2014-2017H1 旅行社接待人次及同比	15
图表 30: 2014-2017H 的旅行社收入主要来源于景区门票手续费	16
图表 31: 公司布局一站式旅游目的地模式, 休闲度假游人均消费相对较高	17
图表 32: 不同的经济发展阶段所对应的旅游模式的转变	17
图表 33: 2014-2017H 公司业务板块的二次消费比例	18
图表 34: 2014-2017H 公司业务板块的商业销售比例	18
图表 35: 2014-2017H 公司各大板块的门票折扣比例情况	18
图表 36: 公司业务的季节性差别较为合理	19
图表 37: 长三角部分城市至天目湖自驾行程及时间	19
图表 38: 长三角部分城市至天目湖高铁行程及时间情况	19
图表 39: 2014-2017H 公司按照经销/直销模式分类	20
图表 40: 公司的联票模式占比相对较高	20
图表 41: 2015 年高星景区直销分销比例 (按照区域分类)	20
图表 42: 2014-2017H 网络电商收入占比情况	21
图表 43: 公司的支付方式以现金支付为主	21
图表 44: 募集资金及投资项目情况	22
图表 45: 天目水韵剧场的基本情况 & 盈利预测	23
图表 46: 水主题度假酒店的基本情况 & 盈利预测	23
图表 47: 竹客特色主题酒店的基本情况 & 盈利预测	24
图表 48: 公司募集资金打造的项目的盈利预测汇总	25
图表 49: 公司的资产负债率相对较高	25

1. 投资逻辑及框架

1.1 投资框架

图表 1：公司基本情况及投资框架



来源：国金证券研究所

1.2 投资逻辑

- **观光与休闲相结合，全产业链布局旅游产品，打造一站式旅游目的地发展：**
天目湖地区拥有长三角较为稀缺的集山、水、竹海、温泉于一体的独特自然景观资源，公司凭借天目湖资源开发了以山水园景区、南山竹海景区为主的景区板块、御水温泉为主的温泉板块、天目湖水世界为主的主题公园板块以及以御水温泉酒店、南山小寨、温泉客栈为主的度假酒店板块，打造了一站式旅游景区。公司观光类旅游产品山水园和南山竹海与御水温泉产品和水世界产品形成良好的观光游和休闲度假的互补，形成协同作用，

吸引更多类型的旅游人群，产品多元化明显。同时景区业务、温泉业务和水世界业务能够实现淡旺季互补和支撑，平滑公司季节性收入。

- **二次消费占比较高，摆脱门票经济，非门票占比较高：**公司体内的景区业务、温泉业务或者水世界业务的二次消费占比较高，尤其是南山竹海的二次消费占比远超门票收入占比。天目湖景区的二次消费占比远超过国内大部分景区，成功摆脱了门票经济。同时门票以高折扣比例的方式来吸引游客入园进行消费，二次消费为发展重点，人均消费及逗留时间能够大大提升。但需要注意的是公司的门票销售模式主要以联票模式为主，比例达到80%，结合联票模式（门票+X）和二次消费的高比例我们认为如今消费者的休闲度假付费意愿相对不高，需要采取一定的营销手段来引导游客消费，未来游客的休闲需求和付费意愿进一步释放，联票比例将逐步下降，公司业绩将进一步提升。
- **区位优势明显，处长三角区域，辐射长三角高消费人群，形成3小时旅游生态圈：**天目湖度假区处于常州溧阳区域，辐射人群主要集中在长三角区域，消费能力以及消费意愿较强，为公司重点开发二次消费提供了客群基础。交通优势较为明显，长三角主要城市距离天目湖的里程在300公里以内，形成3小时休闲旅游生态圈。
- **募资打造旅游演艺项目，开拓高端客户需求，优化公司资本结构：**公司首次上市募集3.59亿元来打造天目湖文化演艺及旅游配套建设综合项目、天目湖御水温泉二期项目以及归还银行贷款。1)“天目湖文化演艺及旅游配套建设综合项目”主要新增文化演艺剧场，丰富了山水园周边去旅游的产品多样性。同时由于山水园周边景区相对匮乏，此次打造新的主题酒店能够弥补山水园周边的酒店空缺，解决游客的住宿需求。2)“天目湖御水温泉二期项目”在御水温泉的基础上进行扩建，针对高端用户，提高人均消费，实现产品的升级。3)归还银行贷款能够降低公司的资产负债率和财务费用，优化公司的财务结构。

1.3 投资建议及盈利预测

- 我们认为天目湖的休闲度假旅游资源 and 一站式旅游目的地的打造能够为公司提供持续业绩，通过募集资金来丰富景区的演艺项目和高端住宿来提高人均消费水平。同时景区的接待量远低于最大承载量，二次消费占比与国内其他景区相比水平较高，未来将维持客流量和人均消费的增长。预计测算2017E/2018E/2019E的业绩为0.80/0.86/0.92亿元，增长幅度为14%/20%/12.5%，EPS为0.99/1.19/1.34元，目前股价对应PE为46/38/34倍。对标同类景区上市公司的估值来看，由于新股发行估值相对较高，首次推荐给予增持评级。

1.4 风险提示

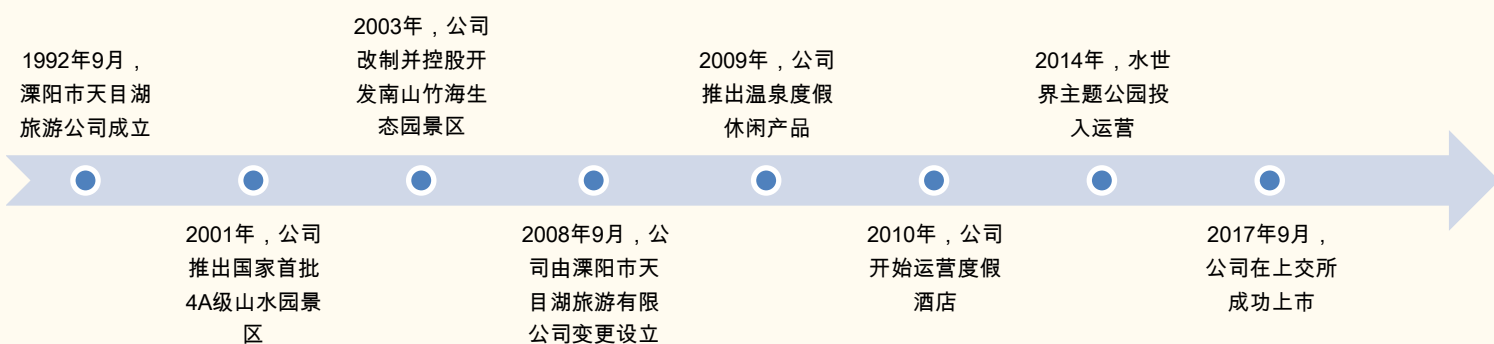
- 游客人次不及预期
- 新建项目进度不及预期
- 负债水平相对较高
- 联票比例及门票折扣比例过高
- 对比同行业上市公司而言估值较高

2. 公司基本情况

2.1 公司发展历程

- **以旅游景区为核心，致力于多元化发展：**公司于2008年9月由溧阳市天目湖旅游有限公司整体变更设立，溧阳市天目湖旅游有限公司前身为成立于1992年9月的溧阳市天目湖旅游公司。自成立以来，公司主要从事旅游景区的开发管理和经营，长期致力于景区、温泉、酒店、主题公园等业务的多元化发展，通过整合自身及外部资源形成旅游集聚区效应。2017年9月27日，公司在上交所成功上市。

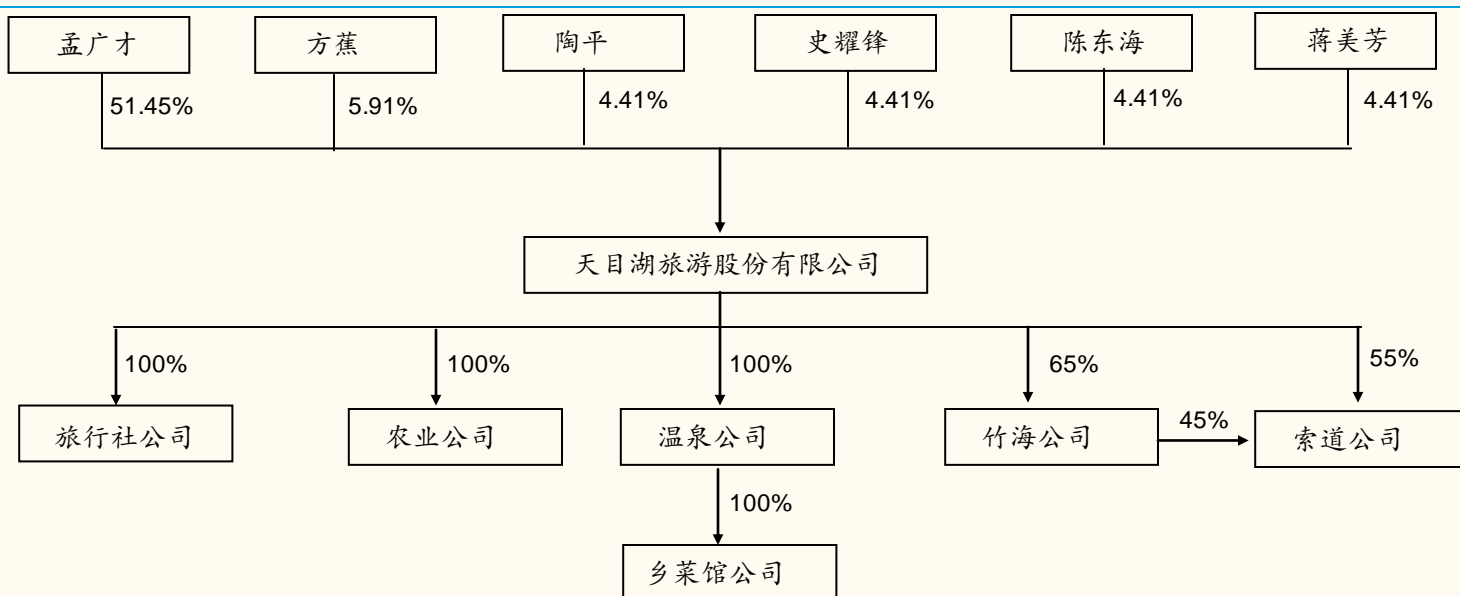
图表 2：公司 1992-2017 年发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

- **实际控制人为第一大股东，旗下业务板块全面布局：**公司实际控制人为第一大股东孟广才先生，发行前持有公司68.6%的股权，发行后持股比例为51.45%。经过长期发展，公司旗下已经形成全面布局的业务板块，拥有温泉、旅行社和农业三家全资子公司，以及竹海公司和索道公司两家控股子公司。

图表 3：公司股权结构及业务板块分布

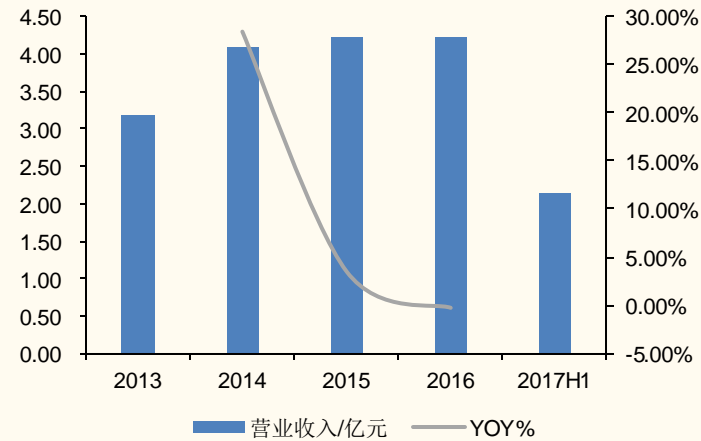


来源：公司公告，国金证券研究所

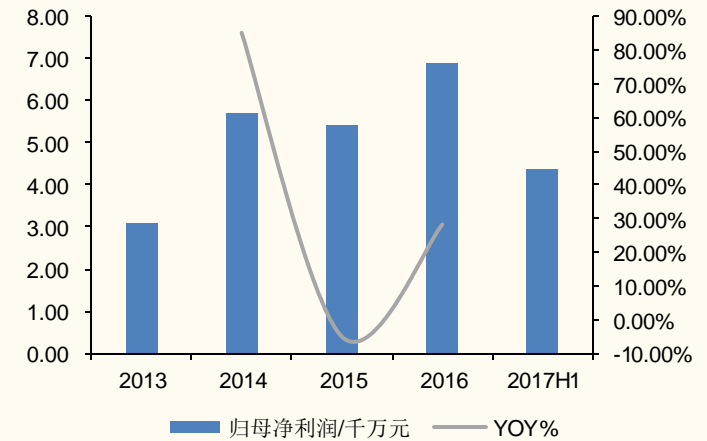
2.2 公司财务分析

- **复合型旅游产品互补，营业收入保持稳定，净利润呈增长趋势：**公司依托天目湖的生态资源优势，开发山水园景区、南山竹海景区、御水温泉、水世界主题公园等多元化旅游产品，形成了较为齐全的产业链。得益于复合型旅游产品的淡旺季互补与联动效应，公司季节性收入较为平滑，2016年公司四个季度主营业务收入占比较为接近。2013-2017上半年，公司营业收入保持平稳，2016年营业收入基本与2015年持平，实现归母净利润0.69亿元，同比增长28.23%。2016年净利润增速与收入增速的差异主要由于营改增的影响。

图表 4：2013-2017H1 公司营业收入及增速情况



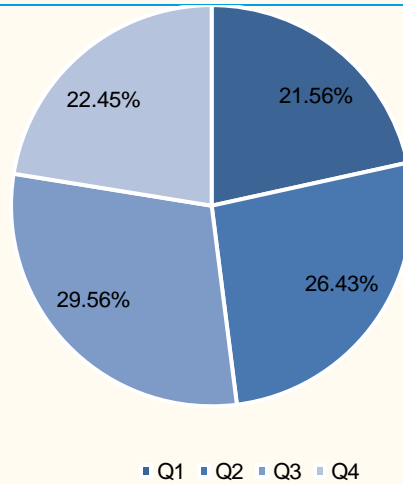
图表 5：2013-2017H1 公司归母净利润及增速情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

来源：招股说明书，国金证券研究所

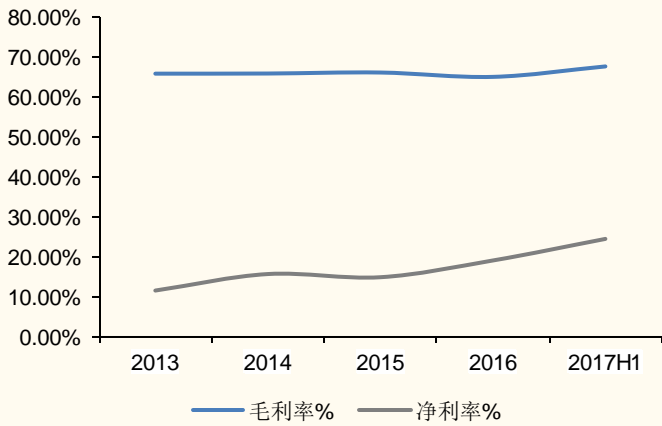
图表 6：2016 年公司各季度的主营业务收入结构占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

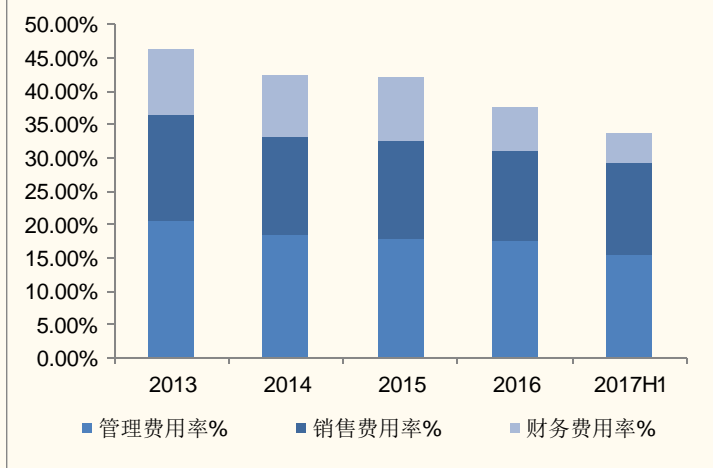
- **盈利水平表现稳定，毛利率保持较高水平，净利率稳中有增：**2013年以来，公司毛利率保持较高水平，2013-2017H1公司毛利率分别为65.88%/65.91%/66.16%/65.07%/67.69%。随着公司管理水平与运营的不不断提升，期间费用率逐年下降，2016年同比下降4.38pct。其中销售费用率同比下降1.15pct，管理费用率同比下降0.32pct，财务费用率同比下降2.91pct。财务费用率的大幅下降主要是由于公司偿还了部分银行贷款，利息支出减少。公司净利率稳中向好，2017上半年净利率为24.44%，相比往年显著提升。

图表 7: 2013-2017H1 公司毛利率及净利率情况



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

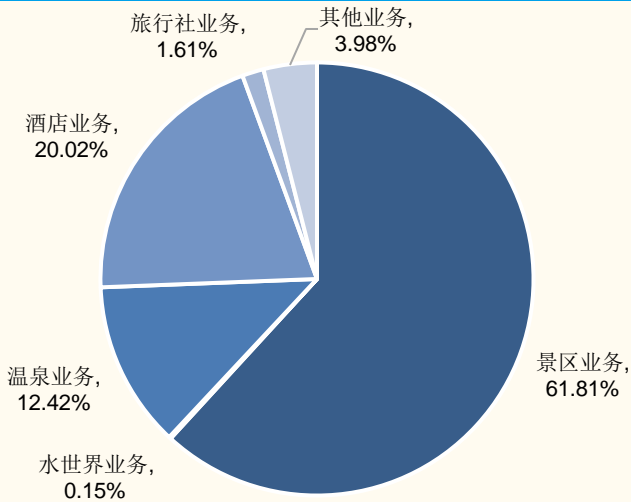
图表 8: 2013-2017H1 公司各项期间费用率



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

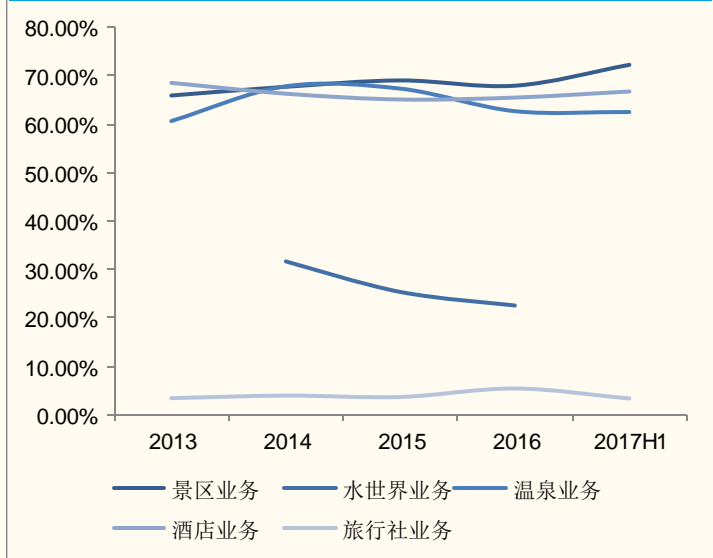
- **细分到业务板块来看, 景区业务业绩突出:** 公司营业收入主要来源于景区、温泉、酒店、水世界及旅行社业务, 其中景区业务优势显著。2017 年上半年为公司贡献了 61.81% 的营业收入, 其次为酒店业务, 占比达到 20.02%。从盈利能力来看, 景区、酒店、温泉业务毛利率较高且较为稳定, 2017H1 其毛利率分别为 72.26%、66.75%和 62.52%。水世界主题公园由于客流量主要集中在 7、8 月份, 2017 上半年毛利率为负。

图表 9: 2017H1 公司各项业务营业收入结构占比



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 10: 2013-2017H1 年公司各项业务毛利率

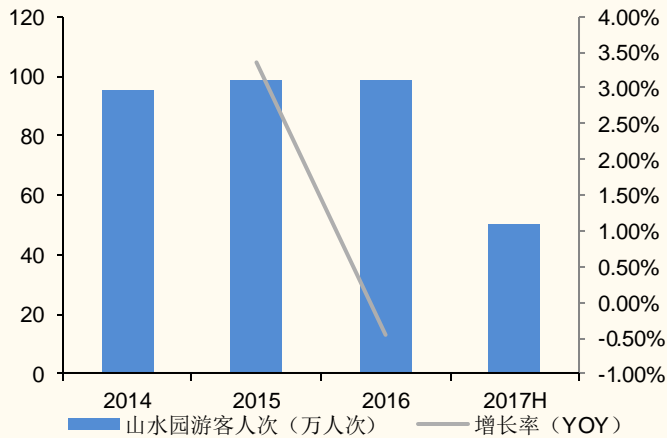


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

2.3 各细分板块财务分析

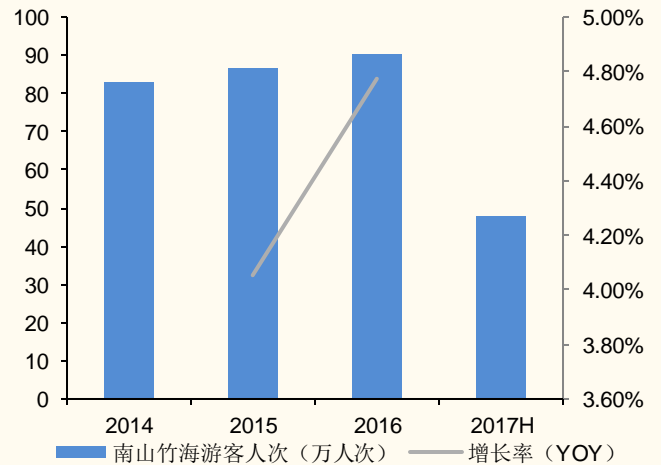
- **景区板块主要为山水园和南山竹海两大风景区, 整体收入基本稳定, 二次消费占比高:** 公司在天目湖区域拥有山水园和南山竹海两大景区。2013 年, 天目湖景区被评定为 5A 级景区, 是公司最早建设的以观光、文化体验、休闲娱乐为主的山水主题景区, 2016 年接待游客 98.35 万人次/-0.5%, 收入 1.4 亿元/+0.3%。南山竹海景区以竹文化和寿文化为主题, 06 年建成一期, 10 年完成二期, 接待游客 90.63 万人次/+4.8%, 实现收入 1.05 亿元/-2.7%。2014-2017H1 两大景区整体收入基本稳定。从收入结构来看, 景区收入来源于门票、二次消费和商品销售, 其中二次消费和商品销售占比较高, 2016 年两大景区非门票收入分别达到 42.8%、75.8%。

图表 11: 201-2017H1 山水园景区接待游客及增速



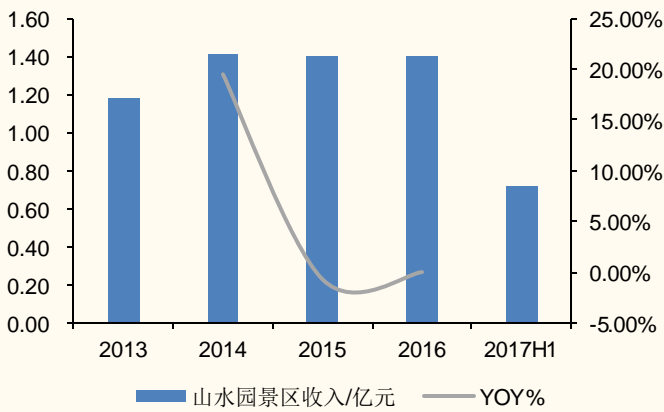
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 12: 2013-2017H1 南山竹海景区接待游客及增速



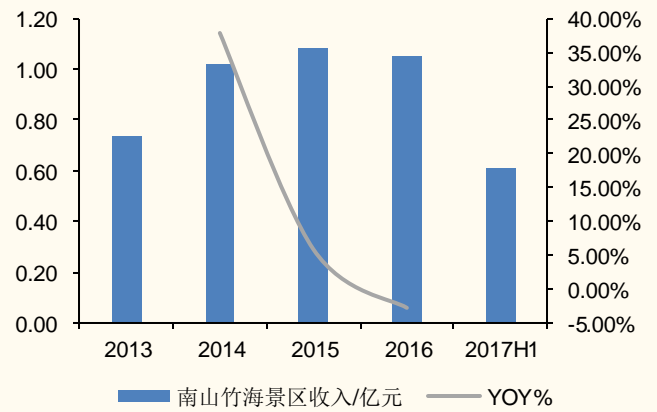
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 13: 2013-2017H1 山水园景区收入及同比增速



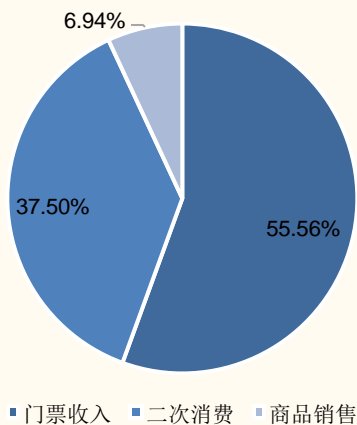
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 14: 2013-2017H1 南山竹海景区收入及同比增速



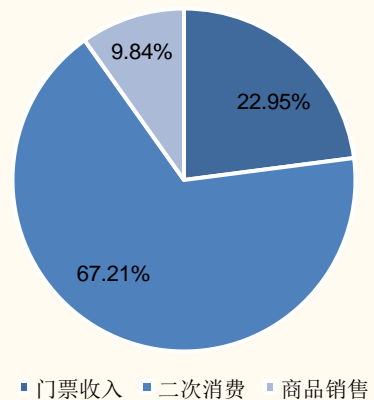
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 15: 2017H1 山水园景区的收入结构占比图



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 16: 2017H1 南山竹海景区的收入结构占比图

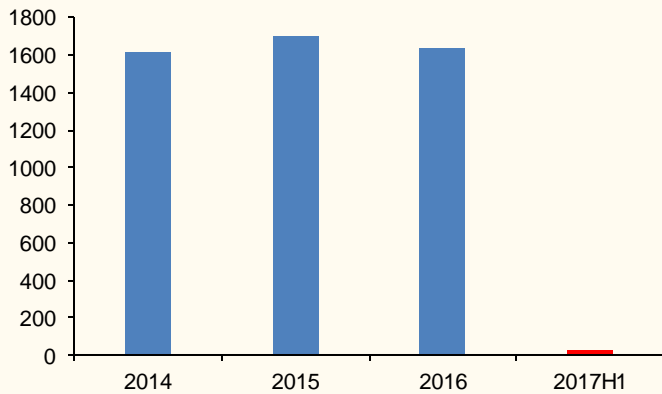


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 水世界业务整体运营状况良好, 季节波动相对较大, 非门票收入占比达到 40%: 水世界主题公园于 2014 年 5 月投入运营, 整体运营状况表现良好, 2015、2016 年度营业收入分别为 1704.78 万元和 1635.98 万元, 游客接待人次分别为 21.08 万和 20.43 万, 在周边同类主题公园中较为优异。但

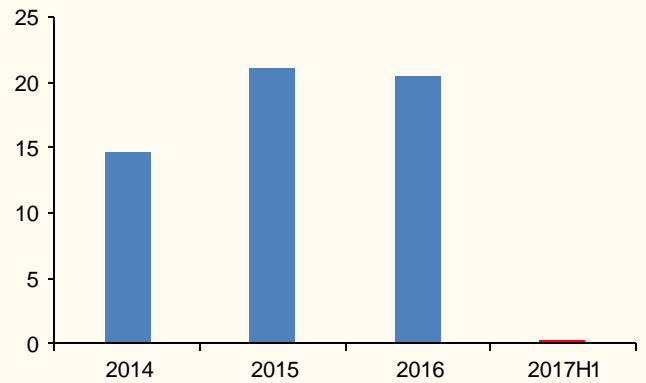
由于水世界运营时间较短（每年的6月中旬开始营业），全年开放时间集中在7、8月份，因此经营情况随时间的波动性较大，2017上半年水世界业务营业收入较低。2016年水世界的二次消费收入为335.72万元/+0.83%，占比达到21%，商业销售收入为316.44万元/+0.78%，占比达到20%，对比国际上大型主题公园的收入结构来看，非门票收入占比通常达到35%-40%，水世界的非门票占比属于国内领先地位。

图表 17: 2014-2017H1 水世界营业收入 (万元)



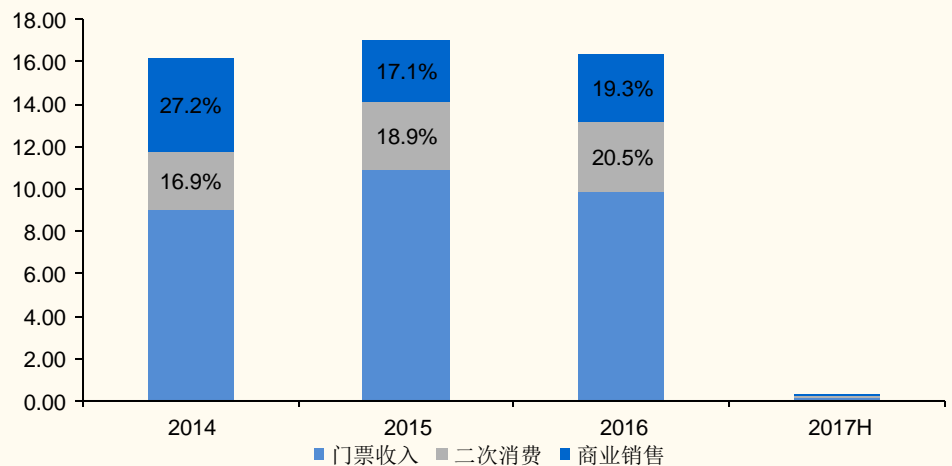
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 18: 2014-2017H1 水世界接待人次 (万人)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

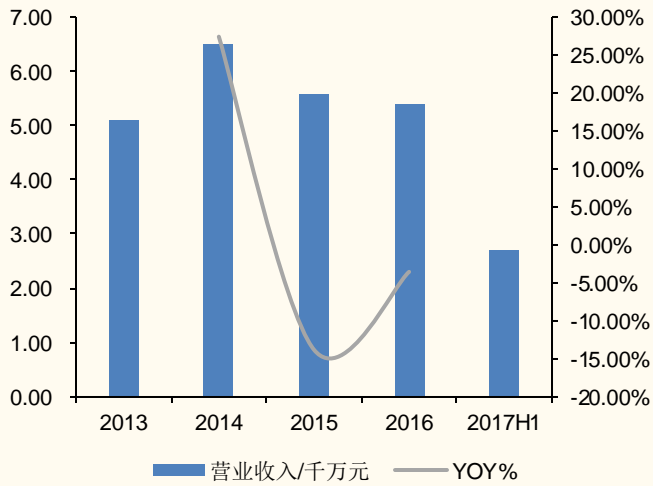
图表 19: 2014-2017H 水世界的业务结构占比



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

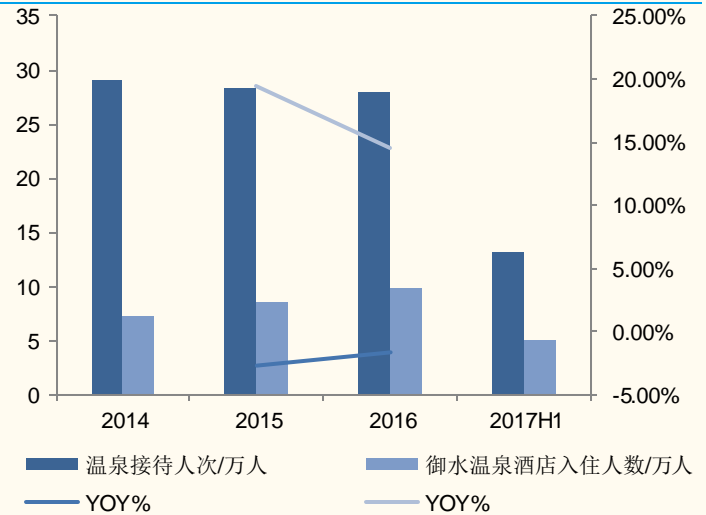
- 温泉业务竞争加剧，营业收入有所下滑：**御水温泉是天目湖度假区的核心产品之一，2014-2017上半年，公司温泉业务收入略有下降，主要系随着天目湖地区温泉竞争产品的不断增加，温泉消费人次略有下降，加上温泉开展多种优惠活动，通过与酒店住宿优惠结合的方式，导致部分门票收入体现为酒店客房收入，拉低了温泉收入的统计数。2015、2016年温泉业务收入分别实现5644.23/5362.08万元，下降13.85%/3.57%，接待人次也略有下降，2016年接待游客27.9万人次/-1.7%。温泉游客人次的下降和御水温泉酒店入住人数的上升来看，温泉业务的竞争优势有所下降，外部竞争加剧影响温泉业务。非门票收入分为二次消费和商业销售业务，其中2016年二次消费占比达到19.6%，商业销售占比达到7.8%。

图表 20: 2013-2017H1 温泉业务营业收入及同比



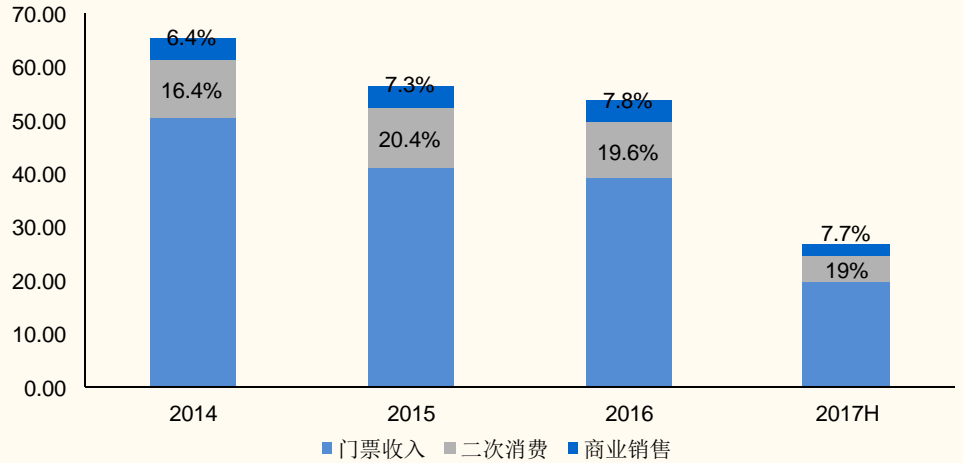
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 21: 2014-2017H1 温泉接待人次 (万人)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

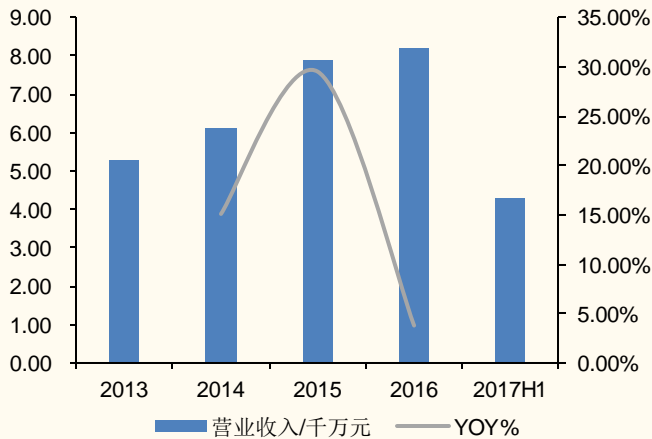
图表 22: 2014-2017H 水世界的业务结构占比



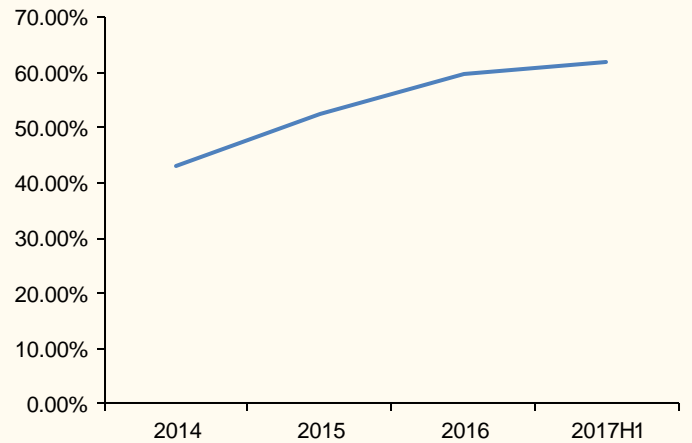
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 酒店业务整体收入稳步上升, 入住率不断提高:** 公司酒店板块以景区旅游客源为基础, 主要包括御水温泉度假酒店、御水温泉客栈和南山竹海客栈。2013-2017 上半年, 酒店业务营业收入保持增长态势, 2014-2016 年营业收入年增长率分别为 15.09%/29.51%/3.80%。客房入住率逐年上升, 公司通过宣传力度和优惠政策来吸引游客。

图表 23: 2013-2017H1 酒店业务营业收入及同比



图表 24: 2014-2017H1 酒店客房入住率%



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- **御水温泉酒店:** 距离南山竹海景区约 1 公里, 包含了温泉、酒店、餐饮以及会务等各类旅游服务产品, 能够平滑公司景区的淡旺季, 开发冬季旅游产品。定位于中高端消费人群, 2016 年平均房价达到 676.46 元/间, 平均房价呈现下降趋势, 入住率逐年提升。公司御水温泉酒店自 2015 年开始加大对团队的营销力度, 团客的售价相对较低。

图表 25: 2014-2017H 御水温泉酒店的经营数据

御水温泉酒店	2014	2015	2016	2017H
平均房价 (元)	895.8	769.78	676.46	701.37
增长率 (YOY)		-14.1%	-12.1%	
入住率%	46.0%	54.7%	62.3%	64.0%
入住人数 (万人)	7.17	8.57	9.82	5.00
增长率 (YOY)		19.5%	14.6%	
房间数 (间)	240	240	240	240
可容纳人数 (人/天)	515	515	515	515
承载率%	38.1%	45.6%	52.2%	53.2%
御水温泉酒店客房收入 (百万元)	36.11	36.89	36.92	19.65
增长率 (YOY)		2.2%	0.1%	
客房收入比	70.7%	65.5%	69.6%	70.0%
餐饮收入 (百万元)	13.24	17.31	13.69	7.32
增长率 (YOY)		30.7%	-20.9%	
人均餐饮消费 (元/人)	184.66	201.98	139.41	146.40
增长率 (YOY)		9.4%	-31.0%	
餐饮收入比	25.9%	30.7%	25.8%	26.1%
会务收入 (百万元)	1.36	1.45	1.64	0.8
增长率 (YOY)		6.6%	13.1%	
会务收入比	2.7%	2.6%	3.1%	2.8%
其他收入 (百万元)	0.38	0.69	0.82	0.32
增长率 (YOY)		81.6%	18.8%	
御水温泉酒店总收入 (百万元)	51.09	56.34	53.07	28.09
增长率 (YOY)		10.3%	-5.8%	

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- **温泉客栈**：以接待散客和小型团客为主，由于酒店客房数仅为 41 间，相对有限。散客为主的消费水平相对较高，平均房价维持增长维持，2016 年平均房价为 369.69 元/间，同比增速为 6.12%。出租率逐年提升，2016 年出租率为 48.7%，酒店承载率仅为 40%，未到酒店的接待瓶颈。

图表 26：2014-2017H 温泉客栈的经营数据

温泉客栈	2014	2015	2016	2017H
平均房价 (元)	318.29	348.37	369.69	364.15
增长率 (YOY)		9.5%	6.1%	
入住率%	42.7%	46.3%	48.7%	51.5%
入住人数 (万人)	1.14	1.24	1.31	0.69
增长率 (YOY)		8.8%	5.6%	
房间数 (间)	41	41	41	41
可容纳人数 (人/天)	90	90	90	90
承载率%	34.7%	37.7%	39.9%	42.0%
温泉客栈客房收入 (百万元)	2.04	2.41	2.69	1.40
增长率 (YOY)		18.5%	11.7%	
客房收入比	40.3%	53.4%	38.7%	37.7%
餐饮收入 (百万元)	3.02	2.10	4.26	2.32
增长率 (YOY)		-30.5%	102.9%	
人均餐饮消费 (元/人)	264.91	169.35	325.19	336.23
增长率 (YOY)		-36.1%	92.0%	
餐饮收入比	59.7%	46.6%	61.3%	62.3%
温泉客栈总收入 (百万元)	5.06	4.51	6.95	3.72
增长率 (YOY)		-10.8%	54.2%	

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **南山小寨**：2014 年 8 月开始投入运营，共有 179 间房，定位于中低端客群，引入华东地区团队客户。保持与其他酒店的一样的发展轨迹，入住率逐年发生提升，但主要通过优惠措施和引入团队客户来实现，平均房价出现一定的下降（2016 年由于酒店每间房调高了 40 元实现了增长）。总体来说酒店板块的业绩增长主要依靠入住率的提高，优惠措施和团客接待方式是酒店业绩增长的主要措施。

图表 27：2014-2017H 御水温泉酒店的经营数据

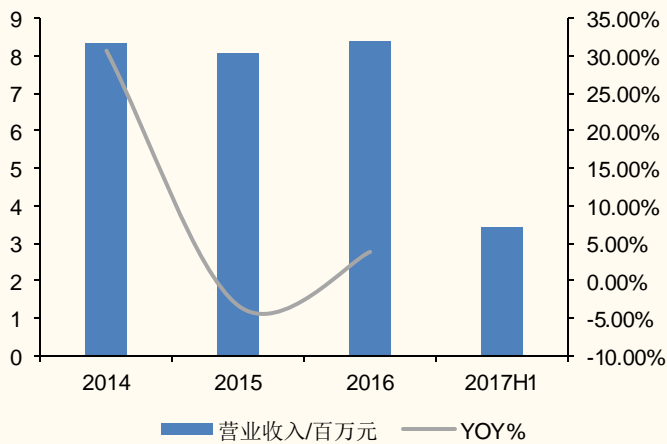
南山小寨	2014	2015	2016	2017H
平均房价 (元)	409.96	351.99	394.47	383.96
增长率 (YOY)		-14.1%	12.1%	
入住率%	33.2%	50.8%	58.6%	61.8%
入住人数 (万人)	1.53	5.96	6.94	3.60
增长率 (YOY)		289.5%	16.4%	
房间数 (间)	179	179	179	179
可容纳人数 (人/天)	372	372	372	372
承载率%	11.3%	43.9%	51.1%	53.0%
南山小寨客房收入 (百万元)	3.48	11.69	15.10	7.75
增长率 (YOY)		235.8%	29.2%	
客房收入比	66.1%	65.2%	70.5%	68.4%

餐饮收入 (百万元)	1.77	6.22	6.26	3.53
增长率 (YOY)		251.4%	0.6%	
人均餐饮消费 (元/人)	115.69	104.36	90.20	98.06
增长率 (YOY)		-9.8%	-13.6%	
餐饮收入比	33.6%	34.7%	29.2%	31.2%
会务收入 (百万元)	0.018	0.03	0.0586	0.05
增长率 (YOY)		66.7%	95.3%	
会务收入比	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%
其他收入 (百万元)	5.27	17.94	21.42	11.33
增长率 (YOY)		240.5%	19.4%	
南山小寨总收入 (百万元)	409.96	351.99	394.47	383.96
增长率 (YOY)		-14.1%	12.1%	

来源：招股说明书，国金证券研究所

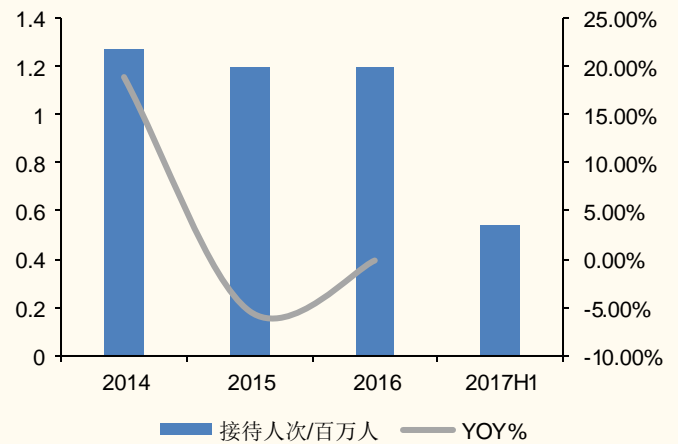
- **旅行社业务收入出现增长趋势，接待人次略有下降：**旅行社公司作为一家以地接业务为主的景区旅行社，主要是为公司旅游产品提供市场服务。尽管旅行社业务对公司整体营收的贡献度较低，但在旅游产业链中占据重要地位，起到服务和导流作用。2016年，旅行社业务实现收入8.37百万元/+3.8%，接待人次达到119.56万人次，与2015年较为持平。旅行社收入的主要来源为订房手续费、景区门票手续费和导服收入，其中订房手续费为每间房间30-60元，景区门票为2-5元，导服收入为每位导游50-200元。从收入结构上来看，旅行社的主要收入来源于景区门票手续费，人均消费相对较低。

图表 28：2014-2017H1 旅行社业务营业收入及同比



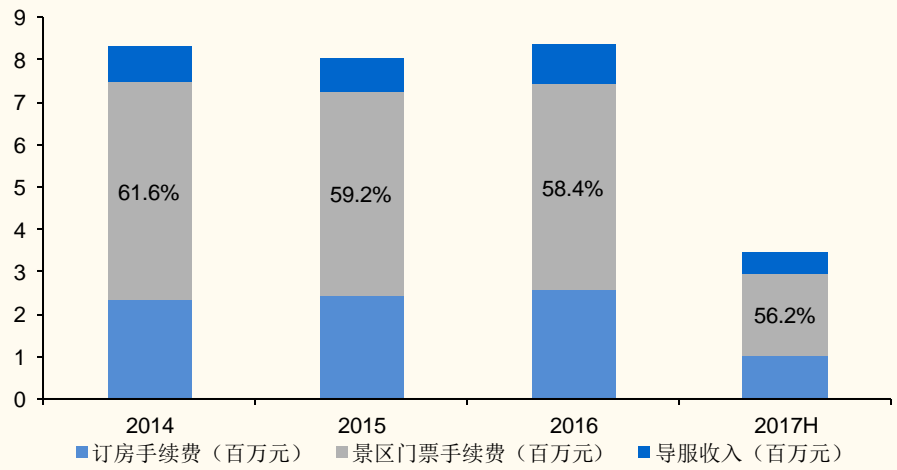
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 29：2014-2017H1 旅行社接待人次及同比



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 30: 2014-2017H 的旅行社收入主要来源于景区门票手续费



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

3. 二次消费占比较高，一站式旅游目的地

3.1 全产业链布局旅游，完成从观光到休闲的过渡，一站式旅游目的地发展

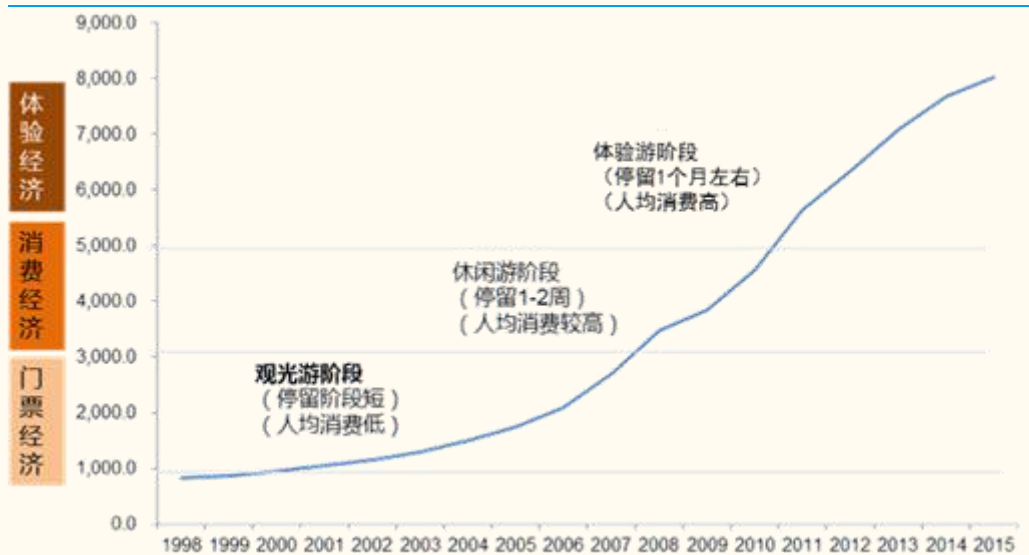
- **观光与休闲相结合，布局多元化旅游产品：**天目湖地区拥有长三角较为稀缺的集山、水、竹海、温泉于一体的独特自然景观资源，公司凭借天目湖资源开发了以山水园景区、南山竹海景区为主的景区板块、御水温泉为主的温泉板块、天目湖水世界为主题公园板块以及御水温泉酒店、南山小寨、温泉客栈为主题酒店板块，打造了一站式旅游景区。公司观光类旅游产品山水园和南山竹海与御水温泉产品和水世界产品形成良好的观光游和休闲度假的互补，形成协同作用，吸引更多类型的旅游人群，产品多元化明显。

图表 31：公司布局一站式旅游目的地模式，休闲度假游人均消费相对较高

类型 (元/人)	产品	2014	2015	2016	2017H
观光游	山水园	147.56	141.4	142.45	142.12
	南山竹海	123.01	124.88	115.96	126.05
休闲度假游	水世界	110.1	80.87	80.09	103.68
	御水温泉	224.38	198.95	192.16	202.71

来源：招股说明书，国金证券研究所

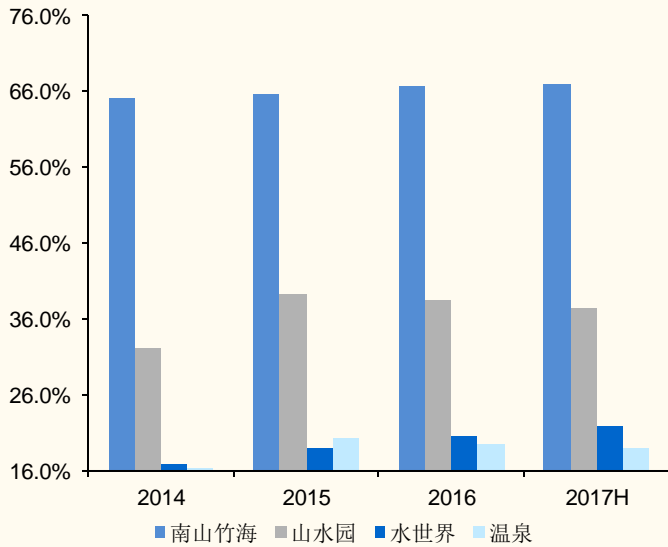
图表 32：不同的经济发展阶段所对应的旅游模式的转变



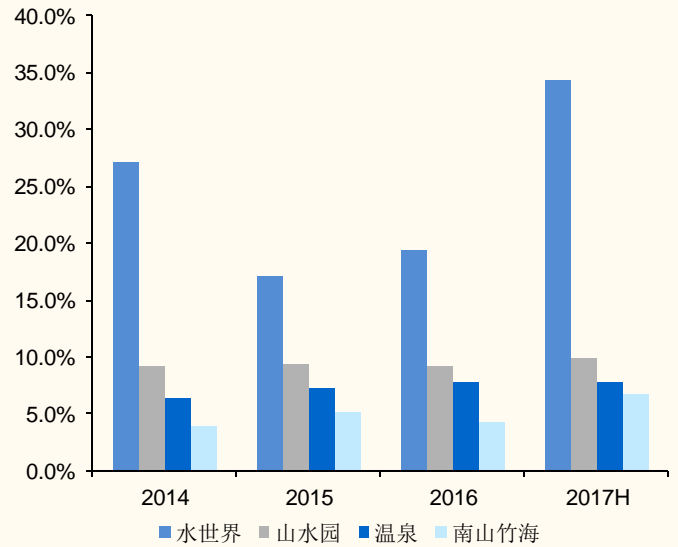
来源：wind，国金证券研究所

- **开发二次消费产品，摆脱门票经济，非门票占比较高：**公司体内的景区业务、温泉业务或者水世界业务的二次消费占比较高，其中山水园景区的二次消费包括游船（含快艇、包船、高空飞降等）、状元阁、奇石馆、海洋世界、天下白茶馆、茶文化苑、蝴蝶馆、松鼠园等。南山竹海的二次消费包括索道、地轨缆车、观光车、竹筏、竹博馆、小鸟天堂、竹文化馆、熊猫馆、鸡鸣村等。2016年山水园业务的二次消费占比38.5%，商业销售占比达到5.1%；南山竹海的二次消费占比66.6%，商业销售占比为9.2%；水世界的二次消费占比20.5%，商业销售占比19.3%；温泉业务的二次消费占比达到19.6%，商业销售占比达到7.8%。观光类业务和休闲度假类业务的二次消费及商业销售占比相对较高，特别是南山竹海的二次消费占比远超门票收入占比。数据显示，国内大部分景区的二次消费仅占到景区收入的10%以下，而国外许多景区的主要收入都是由二次消费构成，天目湖景区的二次消费高占比摆脱了门票经济。同时门票以高折扣比例的方式来吸引游客入园进行消费，二次消费为发展重点。

图表 33: 2014-2017H 公司业务板块的二次消费比例



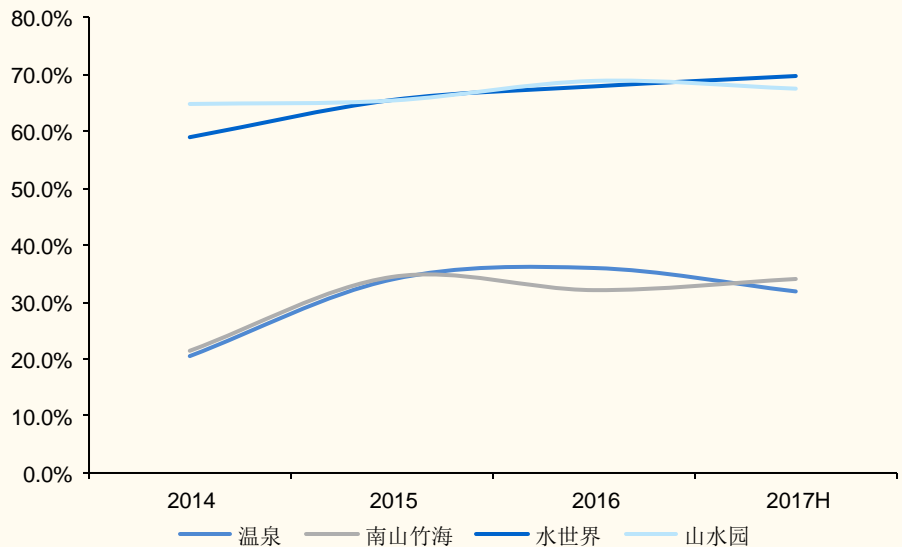
图表 34: 2014-2017H 公司业务板块的商业销售比例



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

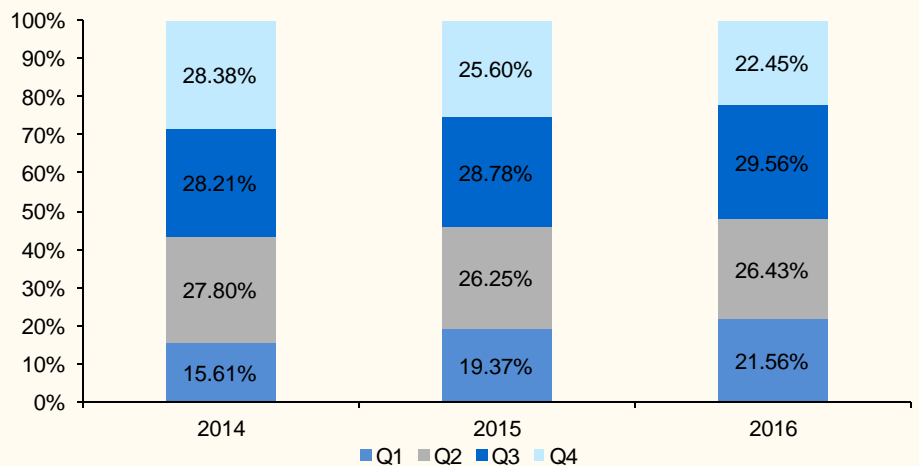
图表 35: 2014-2017H 公司各大板块的门票折扣比例情况



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- **淡旺季收入占比较为平均, 实现淡季不淡:** 公司的景区业务、温泉业务和水世界业务能够实现淡旺季互补和支撑, 平滑公司季节性收入。2016 年四个季度的收入占比分别为 21.56%、26.43%、29.56%、22.45%。淡季与旺季是旅游景区存在的一个普遍的现象, 同时由于淡旺季的差别将带来公司的业绩增速出现瓶颈, 旺季客流量基数相对较大, 景区存在承载峰值, 相对成熟的景区旺季客流提升的空间不大。想要实现景区的业绩持续增长, 淡季不淡的转变是关键, 公司通过不同类型的产品设计实现全年的季节性相对合理。

图表 36：公司业务的季节性差别较为合理



来源：招股说明书，国金证券研究所

3.2 区位优势明显，辐射长三角高消费人群

- **地处长三角区域，形成 3 小时旅游生态圈：**天目湖度假区处于常州溧阳区域，辐射人群主要集中在长三角区域，消费能力以及消费意愿较强，为公司重点开发二次消费提供了客群基础。交通优势较为明显，长三角主要城市距离天目湖的里程在 300 公里以内，形成 3 小时休闲旅游生态圈。

图表 37：长三角部分城市至天目湖自驾行程及时间

出发地	里程	时间	路线
上海	252公里	约3小时	宁杭高速或沪宁高速、沪渝高速、常合高速
南京	124公里	约2小时	宁杭高速或沪宁高速、扬溧高速
苏州	161公里	约2小时	沪宁高速、锡宜高速、沪渝高速
无锡	111公里	约1.5小时	锡宜高速、宁杭高速
杭州	183公里	约2.5小时	宁杭高速

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 38：长三角部分城市至天目湖高铁行程及时间情况

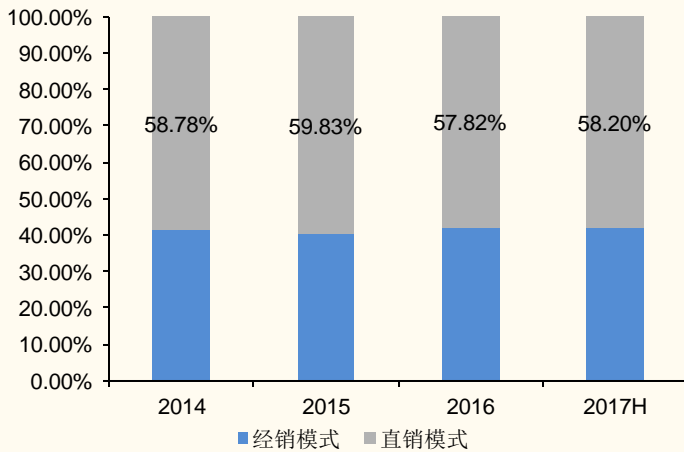
出发地	时间	高铁路线
上海	约1.6 - 2小时	京沪高铁+宁杭高铁或沪杭高铁+宁杭高铁
南京	约0.5小时	宁杭高铁
苏州	约1.5小时	京沪高铁+宁杭高铁
无锡	约1.2小时	京沪高铁+宁杭高铁
杭州	约1小时	宁杭高铁

来源：招股说明书，国金证券研究所

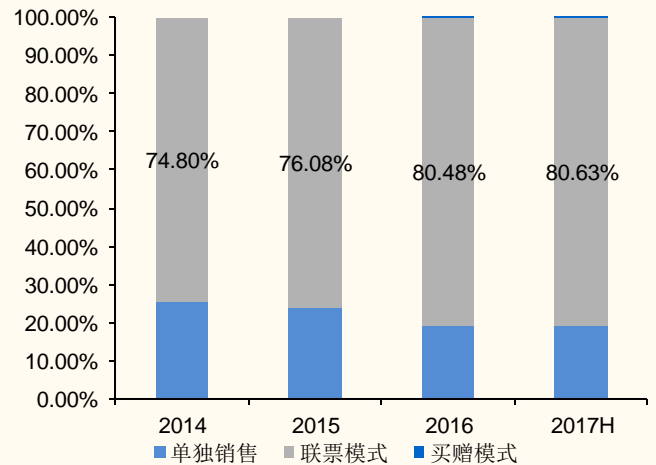
3.3 直销比例相对较高，联票模式为主

- **2016 年直销比例达 54.46%，门票+X 的联票模式占比较高：**公司产品的直销及代销比例相对平均，其中直销比例达到 54.46%，代销比例达到 43.1%。从艾瑞咨询报告来看，2015 年华东地区的高星景区直销占比 54%，分销占比达到了 46%，公司的直销分销比例基本符合高星景区的平均水平。通过分销模式能够帮助景区进行广告宣传，提供“门票+X”的产品组合，推广效果较好，吸引流量。公司 2016 年的联票模式收入占比达到 80.48%，通过门票+二次消费的捆绑销售来提高交叉销售，加强各景区之间的联动。

图表 39: 2014-2017H 公司按照经销/直销模式分类



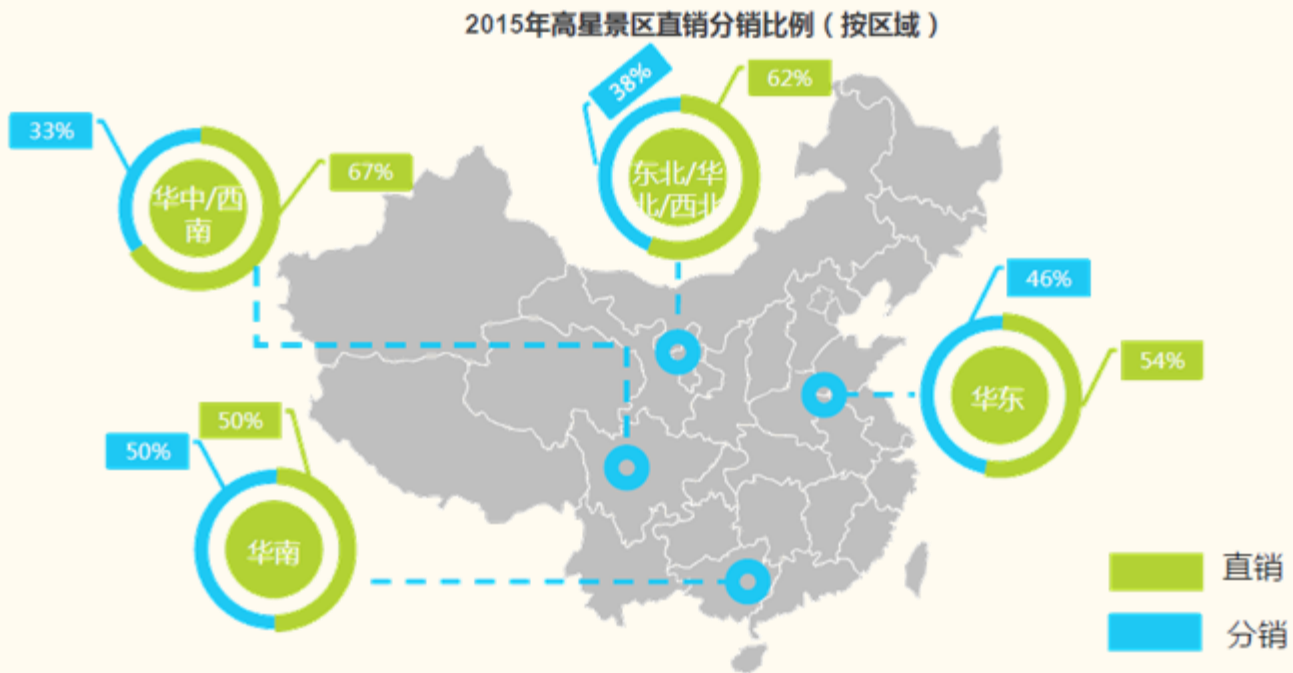
图表 40: 公司的联票模式占比相对较高



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

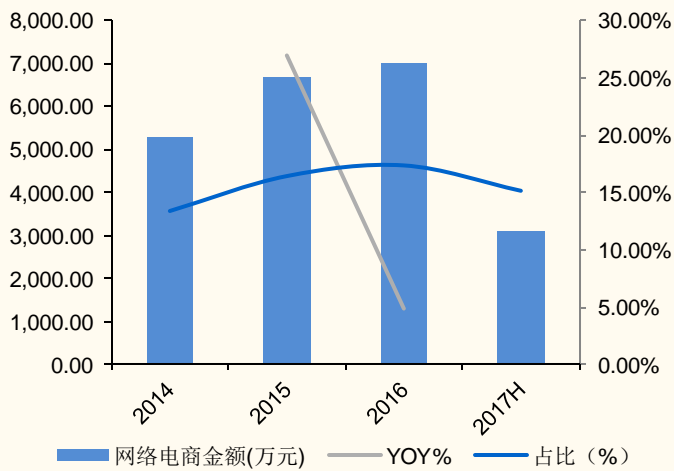
图表 41: 2015 年高星景区直销分销比例 (按照区域分类)



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

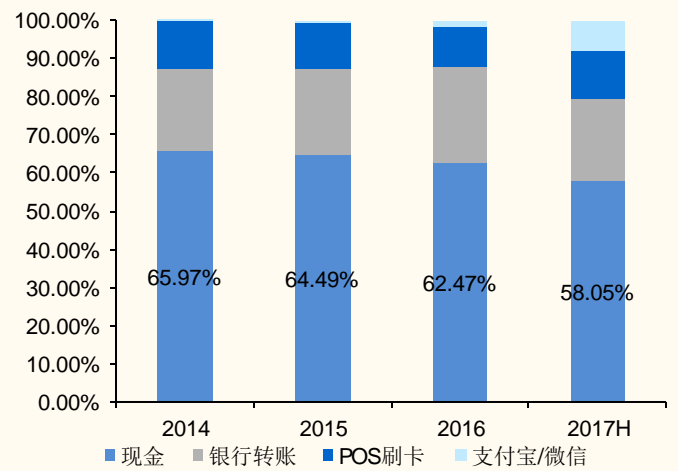
- 线上销售占比相对较低, 线下捕捉游客能力较强: 2016 年网络电商占比达到 17.35%, 线上占比相对较低。随着信息化的逐步推广, 景区的智能化和网络化将逐步推行, 目前的主要的支付方式为现金支付, 支付宝或者微信的线上支付占比相对较低, 占比提升快。景区对外销售以线下销售为主, 支付方式集中在现金支付模式, 未来网络化将进一步提升。

图表 42: 2014-2017H 网络电商收入占比情况



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 43: 公司的支付方式以现金支付为主



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

4. 募资打造旅游演艺项目，开拓高端客户需求

4.1 发行股份募集资金，打造演艺及温泉二次项目

- **发行股份募集资金来丰富和升级产品：**天目湖度假区目前的业务包括景区、温泉、水世界以及酒店业务，缺乏文化底蕴、旺季景区的接待能力相对不足。公司首次上市募集 3.59 亿元来打造天目湖文化演艺及旅游配套建设综合项目、天目湖御水温泉二期项目以及归还银行贷款。1) “天目湖文化演艺及旅游配套建设综合项目”主要新增文化演艺剧场，丰富了山水园周边去旅游的产品多样性。同时由于山水园周边景区相对匮乏，此次打造新的主题酒店能够弥补山水园周边的酒店空缺，解决游客的住宿需求。2) “天目湖御水温泉二期项目”在御水温泉的基础上进行扩建，针对高端用户，提高人均消费，实现产品的升级。3) 归还银行贷款能够降低公司的资产负债率和财务费用，优化公司的财务结构。

图表 44：募集资金及投资项目情况

项目名称	投资总额（万元）	募集资金（万元）
天目湖文化演艺及旅游配套建设综合项目	47,111.76	18,067.32
天目湖御水温泉二期项目	6,631.07	2,543.01
归还银行贷款	40,000.00	15,339.96
合计	93,742.83	35,950.29

来源：招股说明书，国金证券研究所

4.2 演艺项目丰富产品类型，挖掘夜间旅游潜力

- **打造演艺项目，旅游产业链进一步拓展：**公司以一站式目的地发展模式为主，从过去的观光游产品到现在的观光+休闲的产品类型，产品品类不断丰富。募集资金打造天目湖文化演艺及旅游配套项目，项目投资额为 4.71 亿元，规划总用地 34,764 平方米，总建筑面积 43,611.8 平方米，建设项目包括天目湖水韵剧场、度假型主题酒店和地下停车场。项目建成后能够打造旅游演艺项目，将天目湖文化底蕴展现给游客，开发夜间旅游项目，延长游客的逗留时间，提高游客的人均消费水平。同时提供主题酒店满足游客的住宿需求，弥补山水园周边的酒店空白，延伸旅游产业链。
- **天目湖水韵剧场：**总建筑面积 10000m²，占地面积约 4000m²，座位数为 2000 座，包括大剧院、多功能大厅、贵宾接待厅、咖啡厅、排练厅、制景室、化妆室等设施，以天目水韵为主题进行剧场演艺。参考常州恐龙园大剧场的价格标准预测天目水韵的票价分为三档：贵宾区 580 元、嘉宾区 280 元、普通区 180 元，剧场的接待能力为：贵宾区 200 座、嘉宾区 1000 座和普通区 1300 座，假设每天平均演出三场，前三年的上座率分别为 50%、60%以及 70%，折扣比例为 40%、45%和 50%。根据假设测算天目湖水韵剧场的正常经营前三年的剧场收入分别为 4599/6209/8048 万元，参照宋城演艺的千古情项目的净利率前三年的上座率分别为 30%、40%及 50%来看，天目湖水韵剧场能够增厚利润 1380/2483.46/4024.1 万元。

图表 45：天目水韵剧场的基本情况及盈利预测

天目水韵剧场	
建筑面积	10000m ²
占地面积	4000m ²
座位数	座位数为 2000 座，加座为 500 座
主要功能	大剧场、多功能大厅、贵宾接待厅、咖啡厅、排练厅、制景室、化妆室
剧场定位	集剧场演艺、现代媒体艺术、群众艺术、会议、贵宾接待为一体的综合艺术中心
演艺内容	1、以江南文化为依托的“文化遗产类”演出； 2、以溧阳山水文化为依托的“特色精品”演出； 3、以“天目水韵”为主题的“特色精品演出”
接待能力	贵宾区 200 座、嘉宾区 1000 座和普通区 1300 座
票价假设 (对标常州恐龙园剧场)	贵宾区 580 元、嘉宾区 280 元、普通区 180 元
上座率假设	正常经营前三年 50%、60%以及 70% (平均每天 3 场)
折扣比例假设	正常经营前三年分别 40%、45%、50%
净利率假设 (参考宋城千古情项目)	30%、40%及 50%
销售收入 (万元)	4599/6209/8048
净利润 (万元)	1380/2483.46/4024.1

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **水主题度假酒店**：打造新城市主义下的院落情怀，共 6 层，主要包括 500 间房、酒店、咖啡厅以及餐厅。酒店毗邻山水园景区，公司在山水园景区周边没有酒店布局，水主题度假酒店建成后，将填补公司在山水园区域酒店市场空白，为游客提供更加全方位的服务，满足旅游的住宿需求，延长游客的逗留市场，提高游客人均消费能力。同时能够与建成的天目水韵剧场形成协同作用，为旅游演艺提供酒店配套支持。根据假设预测得出：正常经营前三年酒店业务收入分别为 4175.6/4697.55/5219.5 万元，餐饮业务收入分别为 613.2/657/700.8 万元，酒店的总收入分别为 4788.8/5354.55/5920.3 万元。

图表 46：水主题度假酒店的基本情况及盈利预测

水主题度假酒店	
地理位置	毗邻山水园景区
客房数	500 间
配套设施	酒吧、咖啡厅和餐厅
营业收入假设	<p>1、酒店业务</p> <p>假设房价原价为 780 元/间； 平均优惠公式=73.3% (淡季 6 折，节假日及周五周末 9 折测算)； 平均房价=780*73.3%=572 元/间 正常经营前三年入住率假设为 40%、45%、50% 酒店业务收入分别为 4175.6/4697.55/5219.5 万元</p> <p>2、餐饮业务：</p> <p>平均餐饮价格为 120 元/人次； 餐厅可同时容纳 200 人就餐，年最大服务能力=200*365*2=146,000 人次； 正常经营前三年的入座率分别为 70%、75%、80%。</p>

餐饮业务收入分别为 613.2/657/700.8 万元

3、酒店的总收入分别为 4788.8/5354.55/5920.3 万元

经营分析

水主题度假酒店建成后，将填补公司在山水园区域酒店市场空白，为游客提供更加全方位的服务，满足旅游的住宿需求，延长游客的逗留市场，提高游客人均消费能力。同时能够与建成的天目水韵剧场形成协同作用，为旅游演艺提供酒店配套支持。

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **升级温泉项目，定位高端客户提高人均消费水平：**位于溧阳市天目湖南山竹海景区入口处、天目湖御水温泉一期西南侧。在天目湖御水温泉一期项目的基础上拓展二期项目，规划总用地 33.4 亩，总建筑面积约 6,083 平方米，主要建设竹客特色主题酒店（引入温泉泡池）、竹客服务中心及竹客贵宾楼。项目预计总投资 6,631.07 万元，竹客特色主题酒店定位于高端客户，与御水温泉酒店、温泉客栈以及南山小寨的客群定位存在差异，形成互补。以高端酒店的布局来吸引高消费人群，提高人均消费水平。
 - **竹客特色主题酒店：**建筑面积约 980 平方米，共 7 间客房（单栋大床房 3 套、两间大床房 2 套）。按照公司预测来看竹客酒店的市场定价为 3580 元，以 73.3% 的折扣比例来计算实际平均价格为 2624 元/间，正常经营前三年的入住率分别为 60%、70%、80%，基于假设竹客特色酒店的营业收入分别为 402.3/469.3/536.3 万元。

图表 47：竹客特色主题酒店的基本情况 & 盈利预测

竹客特色主题酒店	
地理位置	溧阳市天目湖南山竹海景区入口处、天目湖御水温泉一期西南侧
建筑面积	980 平方米
客房数	7 间客房（单栋大床房 3 套、两间大床房 2 套）
客房定价假设	3580 元/间
目标客群	客房数少，主要针对散客
优惠比例	73.3%
实际平均房价	2624/间
入住率假设	正常经营前三年分别为 60%、70%、80%
测算营业收入	402.3/469.3/536.3 万元

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **贵宾楼：**建筑面积约 5103 平方米，共有 17 间客房（双人标间 2 间、单人标间 7 间、套房 1 间、豪华套房 1 间），主要包含高档特色住宿、餐饮等功能。1) **客房收入预测：**原价暂按双人标间 1,680 元每次，单人标间 1,480 元每次，标间 1,480 元每次，套间 3,280 元每次，豪华套间 9,880 元每次计算，优惠比例按照 73.3% 来核算，平均价格为 1542 元/间，正常经营前三年的入住率分别为 50%、55%、60%，贵宾楼的客房收入为 478.4/526.2/574.1 万元。2) **餐饮收入预测：**宴会厅 30 座，小餐厅 12 座，假设翻台率分别为 60%、70%、80%，按照 180 元/人的餐饮人均消费来测算餐饮收入分别为 331.1/386.3/441.5 万元。3) **会议接待收入：**贵宾楼有多功能厅 1 个，共有 74 个座位，按照行业服务标准来测算人均消费为 180 元/人，正常经营前三年的使用率分别为 35%、40%、45%，按照假设来核算会议接待收入分别为 170.2/194.5/218.8 万元。

图表 48: 公司募集资金打造的项目的盈利预测汇总

项目	正常经营前三年的盈利测算
天目水韵剧场	销售收入 4599/6209/8048 万元； 净利润 1380/2483.46/4024.1 万元
水主题度假酒店	酒店业务收入分别为 4175.6/4697.55/5219.5 万元 餐饮业务收入分别为 613.2/657/700.8 万元 酒店的总收入分别为 4788.8/5354.55/5920.3 万元
竹客主题酒店	营业收入 402.3/469.3/536.3 万元
贵宾楼	1、客房收入为 478.4/526.2/574.1 万元； 2、餐饮收入为 331.1/386.3/441.5 万元； 3、会议接待收入为 170.2/194.5/218.8 万元； 4、总收入为 979.7/1107.8/1234.37

来源：招股说明书，国金证券研究所

4.3 募资归还银行贷款，优化资本结构

- 资产负债率相对较高，通过募集资金来优化公司的资本结构：2014-2017H 公司的资产负债率相对较高，分别为 69.91%、63.87%、63.08% 及 59.61%。对比于同行业的资产负债率来看，2016 年的平均负债率为 17.61%，公司的负债水平相对过高。通过募集资金来归还银行贷款将使得公司的资产负债率下降到 38.38%，改善公司资本结构，提高抗风险能力，低财务费用从而提高利润。

图表 49: 公司的资产负债率相对较高

	2014	2015	2016	2017H
黄山旅游	34.4%	25.4%	18.1%	19.0%
峨眉山 A	18.1%	21.0%	21.7%	18.6%
九华旅游	41.5%	13.1%	11.8%	12.5%
丽江旅游	21.8%	20.5%	18.8%	18.9%
平均值	28.9%	20.0%	17.6%	17.2%
天目湖	75.6%	68.7%	62.4%	57.6%

来源：wind，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	409	423	422	456	501	551	货币资金	58	19	23	400	450	480
增长率		3.5%	-0.3%	8.1%	9.9%	9.9%	应收账款	8	6	5	5	6	6
主营业务成本	-139	-143	-147	-164	-178	-194	存货	8	8	7	9	9	10
%销售收入	34.1%	33.8%	34.9%	35.9%	35.6%	35.2%	其他流动资产	5	3	3	4	4	4
毛利	269	280	274	292	323	357	流动资产	79	35	39	417	469	500
%销售收入	65.9%	66.2%	65.1%	64.1%	64.4%	64.8%	%总资产	7.4%	3.6%	4.0%	32.8%	32.1%	30.7%
营业税金及附加	-24	-23	-12	-8	-8	-9	长期投资	36	26	25	26	25	25
%销售收入	5.8%	5.4%	2.9%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	839	816	795	715	847	975
营业费用	-60	-62	-57	-62	-68	-74	%总资产	78.4%	82.5%	82.4%	56.2%	57.9%	59.9%
%销售收入	14.6%	14.6%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	无形资产	104	100	95	102	110	117
管理费用	-75	-75	-74	-78	-85	-94	非流动资产	991	954	926	855	993	1,129
%销售收入	18.4%	17.8%	17.5%	17.0%	17.0%	17.0%	%总资产	92.6%	96.4%	96.0%	67.2%	67.9%	69.3%
息税前利润 (EBIT)	110	120	132	146	162	180	资产总计	1,070	989	965	1,272	1,462	1,629
%销售收入	27.0%	28.3%	31.2%	31.9%	32.3%	32.6%	短期借款	149	95	90	93	160	113
财务费用	-39	-41	-28	-22	-15	-14	应付款项	67	54	79	77	85	92
%销售收入	9.4%	9.7%	6.8%	4.8%	2.9%	2.6%	其他流动负债	19	16	22	25	28	108
资产减值损失	1	0	0	0	0	0	流动负债	235	165	192	195	273	314
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	572	513	409	259	259	259
投资收益	0	0	1	0	0	0	其他长期负债	1	1	1	0	0	0
%税前利润	0.3%	0.2%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	809	679	602	454	531	573
营业利润	73	79	104	124	147	165	普通股股东权益	227	268	312	753	848	955
营业利润率	17.9%	18.7%	24.7%	27.1%	29.4%	30.1%	少数股东权益	35	42	51	66	83	102
营业外收支	10	3	1	0	0	0	负债股东权益合计	1,070	989	965	1,272	1,462	1,629
税前利润	84	82	105	124	147	165	比率分析						
利润率	20.5%	19.5%	25.0%	27.1%	29.4%	30.1%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-20	-20	-25	-30	-35	-40	每股指标						
所得税率	23.6%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	每股收益	0.949	0.901	1.155	0.990	1.188	1.337
净利润	64	63	80	94	112	126	每股净资产	3.778	4.470	5.208	9.410	10.598	11.934
少数股东损益	7	9	11	15	17	19	每股经营现金净流	2.922	3.038	3.458	2.403	2.674	3.876
归属于母公司的净利润	57	54	69	79	95	107	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	13.9%	12.8%	16.4%	17.4%	19.0%	19.4%	回报率						
							净资产收益率	25.12%	20.15%	22.17%	10.52%	11.21%	11.20%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.32%	5.46%	7.18%	6.22%	6.50%	6.56%
							投入资本收益率	8.58%	9.94%	11.64%	9.47%	9.12%	9.57%
净利润	64	63	80	94	112	126	增长率						
少数股东损益	7	9	11	15	17	19	主营业务收入增长率	28.41%	3.51%	-0.27%	8.09%	9.91%	9.89%
非现金支出	66	80	79	72	70	73	EBIT增长率	37.85%	8.57%	9.96%	10.54%	11.08%	11.09%
非经营收益	39	41	28	26	23	24	净利润增长率	85.10%	-5.08%	28.23%	14.28%	20.05%	12.50%
营运资金变动	6	-1	20	0	8	87	总资产增长率	2.67%	-7.58%	-2.45%	31.88%	14.89%	11.47%
经营活动现金净流	175	182	207	192	214	310	资产管理能力						
资本开支	-136	-55	-42	-1	-208	-209	应收账款周转天数	4.2	4.5	3.3	3.0	3.0	3.0
投资	0	0	0	-1	0	0	存货周转天数	19.4	20.9	19.2	19.0	19.0	19.0
其他	0	0	1	0	0	0	应付账款周转天数	112.9	115.8	112.5	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-136	-55	-41	-2	-208	-209	固定资产周转天数	747.8	703.2	686.8	563.4	535.7	506.6
股权募资	0	0	0	361	0	0	偿债能力						
债权募资	3	-113	-109	-149	68	-47	净负债/股东权益	253.72%	190.24%	130.94%	-5.96%	-3.34%	-10.20%
其他	-81	-55	-55	-26	-23	-24	EBIT利息保障倍数	2.9	2.9	4.6	6.7	11.1	12.6
筹资活动现金净流	-79	-168	-165	186	44	-71	资产负债率	75.57%	68.67%	62.35%	35.67%	36.34%	35.16%
现金净流量	-39	-41	2	377	50	30							

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH