

天目湖

603136

审慎增持 (维持)

厚积薄发，内增外扩齐发展

2019年9月30日

市场数据

市场数据日期	2019-09-27
收盘价(元)	24.06
总股本(百万股)	116.00
流通股本(百万股)	29.00
总市值(百万元)	2791
流通市值(百万元)	698
净资产(百万元)	834.95
总资产(百万元)	1111.75
每股净资产	7.2

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	489	512	569	640
同比增长(%)	6.2%	4.6%	11.2%	12.4%
净利润(百万元)	103	117	145	171
同比增长(%)	22.2%	13.3%	23.9%	18.2%
毛利率(%)	62.1%	62.6%	63.2%	63.8%
净利率(%)	21.1%	22.8%	25.5%	26.8%
净资产收益率(%)	12.5%	13.2%	14.1%	14.5%
每股收益(元)	0.89	1.01	1.25	1.48
每股经营现金流(元)	1.94	1.98	2.00	2.37

相关报告

《【兴证社服】天目湖 2019 年中报点评：本部进入新一轮滚动开发落地期，外延布局快速推进》2019-08-16

《【兴证社服】天目湖 2018 年报及发行可转债预案点评：业绩稳健增长，确定外延布局发展战略》2019-03-07

《【兴证社服】天目湖 2018 年三季报点评：Q3 加强营销及财务费用下降驱动业绩增速提速，关注温泉二期和外延式发展》2018-10-29

分析师：

熊超

xiongchao@xyzq.com.cn

S0190517080005

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

投资要点

- **民营体制激励充分，依托有限资源精耕细作。**公司景区地处中国经济最发达的长江三角洲的中心地带，主要景区产品均为公司围绕初始自然资源、根据其不同的特点因地制宜、从无到有量身打造的，自成立以来相继成功开发了山水园景区、南山竹海景区、御水温泉、天目湖水世界、南山小寨等旅游产品，满足旅客一站式度假需求，丰富的景区规划建设经验和产品设计开发能力是公司能够实现持续长期发展的关键；公司股权结构比较集中，6名创始团队成员合计持有75%股份，创始团队均拥有10年以上旅游行业从业经验，积累了丰富的经验，并且激励充分，利益一致。
- **五方面造就公司取得成功：**1) 稳定优秀且激励充分的管理团队，精细化的运营管理；2) 强大的产品打造能力和对行业发展预判能力；3) 全方位宣传造势，整合资源打造品牌；4) 坐拥长三角区域交通优势和全国最佳旅游线路；5) 优质服务创造良好口碑。
- **打造一站式度假模式，四季均衡，二消占比高。**公司抓住旅游消费习惯变迁，为客户提供“吃、住、行、游、购、娱”一站式旅游服务体验，通过季节性产品打造平滑季节性收入波动，长三角地区观光旅游类产品客流多集中在3月至11月，冬季游客人数偏少，两个主营产品御水温泉和水世界分别侧重于冬季和夏季旅游，与观光类产品形成良好的季节性互补；充分挖掘二消降低对门票依赖，2016年公司旗下2个主要观光型产品中，山水园景区二次消费占景区收入比接近四成，南山竹海景区二次消费超过门票收入2倍。
- **内生增长稳健，滚动式开发不断抬升本部瓶颈。**公司本部业务进入新一轮扩张期，主要围绕产品升级和瓶颈突破。1) 竹溪谷：打造国际一流野奢酒店，项目位于在南山竹海片区，项目依托周边旅游市场及温泉、竹林资源，打造国际一流高端野奢型温泉酒店；2) 可转债项目：南山小寨二期项目+御水温泉（一期）装修改造项目提升酒店餐饮供给，公司拟发行不超过3亿元可转债用于南山小寨二期项目（2.4亿元）和御水温泉（一期）装修改造项目（0.6亿元），已于2019年7月获证监会发审会审核通过；3) 潜在项目：山水园交通改善+索道改造运力提升。
- **厚积薄发，外延布局成为战略重心。**公司通过多年对旅游产业链的深耕，积累了丰富的项目经验和运营经验，借助上市平台优势，确定对外扩张战略目标，做大做强决心坚定；根据公司规划，未来会重点聚焦长三角、武汉中部城市带、珠三角、京津冀、成渝生活圈五个区域；目前，国内从事旅游规划设计和运营的管理公司较多，但能够持续培育出优质旅游目的地项目公司极少，我们认为公司外延项目布局打造非常值得关注，如果取得成功，将成为具备旅游目的地打造能力，是国内非常稀缺的。

盈利预测及投资评级：公司景区地理位置优越，距离南京、杭州、上海车程均在3小时内，产品具备一定的自主定价权，且核心业务均为自行投资开发，受门票降价影响极小；核心高管多数为创始股东，激励充分且内部精细化的运营管理良好，具备强大的产品打造能力和对行业发展预判能力，采取滚动开发模式，为客户提供“吃、住、行、游、购、娱”一站式旅游服务体验，现有业务稳步发展叠加募投项目开发运营驱动内生稳健增长，对外扩张战略明确，前期准备工作已经完成，项目落地值得期待；我们小幅上调19-21年盈利预测，预计19-21年EPS分别为1.01/1.25/1.48元/股，9月27日收盘价对应PE分别为24/19/16倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：门票、索道降价风险，同地区类似景区分流，经济下滑抑制消费增长，特许经营许可续期风险，恶劣天气，募投项目进展低于预期，外延布局进展低于预期等。

目 录

1、民营体制激励充分，依托有限资源精耕细作.....	- 3 -
1.1、依托有限资源，深耕旅游目的地	- 3 -
1.2、公司股权集中，高管激励充分	- 6 -
1.3、天目湖度假区成功原因分析	- 6 -
2、打造一站式度假模式，四季均衡，二消占比高.....	- 8 -
2.1、充分利用自然资源，开发多元化旅游产品.....	- 8 -
2.2、季节性产品打造平滑季节收入波动，充分挖掘二消降低对门票依赖.....	- 9 -
3、新一轮扩张布局期，内生外延齐发展	- 10 -
3.1、内生增长稳健，滚动式开发不断抬升本部瓶颈.....	- 10 -
3.2、厚积薄发，外延布局成为战略重心	- 16 -
4、盈利预测及投资建议	- 18 -
5、风险提示	- 19 -
图 1：各景点建成开放时间	- 4 -
图 2：公司股权结构图	- 6 -
图 3：御水温泉露天汤池可观竹海	- 7 -
图 4：公司各季度收入占比差异不大	- 9 -
图 5：多数人与家庭成员结伴出行	- 9 -
图 6：山水园景区二次消费近四成	- 10 -
图 7：南山竹海景区二次消费超过门票收入	- 10 -
图 8：收入增速受多重因素影响放缓	- 11 -
图 9：控费良好净利润增持续领先收入增速	- 11 -
图 10、毛利率小幅下行，受财务费用率下降等影响利润率持续走高.....	- 11 -
图 11、14 年之后经营活动净现金流稳步增长，资本开支较为稳健（百万元）- 12	-
图 12：竹溪谷项目效果图	- 12 -
图 13：竹溪谷项目效果图	- 12 -
图 14、我国旅游行业发展阶段	- 17 -
图 15：收入端保持较快增速	- 17 -
图 16：毛利率维持较高水平	- 17 -
表 1、公司核心景区基本情况	- 4 -
表 2：天目湖核心旅游产品介绍	- 5 -
表 3、御水温泉基本情况	- 7 -
表 4、长三角至天目湖高速网络	- 8 -
表 5、长三角至天目湖高铁网络	- 8 -
表 6：天目湖度假区自然条件优越	- 9 -
表 7、竹溪谷项目经营情况预测（万元）	- 13 -
表 8、南山小寨二期项目经营情况预测（万元）	- 14 -
表 9、景区类上市公司景区类客运业务盈利能力强（百万元）	- 15 -
表 10、公司盈利预测假设	- 18 -
表 11、公司盈利预测结果	- 18 -
附表	- 20 -

报告正文

1、民营体制激励充分，依托有限资源精耕细作

1.1、依托有限资源，深耕旅游目的地

天目湖位于常州市所辖溧阳市以南八公里处，是苏浙皖三省的交界地。它东邻太湖和陶都宜兴，西接六朝古都南京，南连天目山脉，地处中国经济最发达的长江三角洲的中心地带。有沙河、大溪两座国家级大型水库，因属天目山余脉，故名“天目湖”，旅游度假区湖区群山环抱，湖水清冽，湖岸蜿蜒曲折，植被覆盖率达85%以上，空气质量达国家I级标准，湖水保持天然山泉纯度和矿物成分，达到国家二级饮用水标准，全年适游期超过300天。长三角主要城市距离天目湖的里程在300公里以内，一般行程时间在3小时以内，属于较为适合休闲旅游的3小时都市旅游圈。

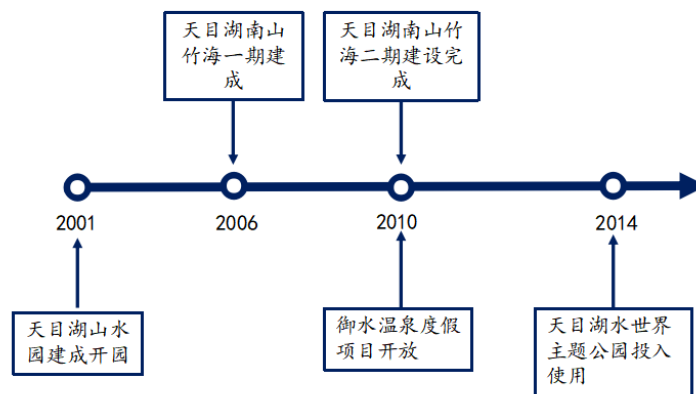
产品开发能力强，量身打造景区产品。公司创业之初既无名山大川、历史古迹，亦无资本实力和融资便利，通过因地制宜进行产品设计、开发、推广、运营，从无到有将人工水库和天然竹林打造成具有一定知名度的山水园景区与南山竹海景区，并在两大景区基础上构建了包含温泉、酒店、主题乐园及商业开发在内的立体化产品服务体系。公司多样化的旅游产品将满足不同游客的观光旅游与休闲度假需求，成为其他旅游企业难以复制的核心竞争力。

- ✓ 天目湖旅游度假区的前身是1958年开工建设的沙河、大溪2座国家级大型水库，于1992年7月正式建区，天目湖旅游公司成立，天目湖度假区正式对外开放。
- ✓ 1994年天目湖被评为省级旅游度假区。
- ✓ 1996年公司首个自主投资的碧波园酒店对外营业。
- ✓ 1997年天目湖旅行社成立。
- ✓ 2000年天目湖被评为国家首批4A级景区。
- ✓ 2001年天目湖山水园景区组合产品对外开放。
- ✓ 2003年，企业成功改制，天目湖旅游有限公司成立。
- ✓ 2004年天目湖南山竹海公司成立，控股开放南山竹海景区。
- ✓ 2005年，签订大溪水库水面资源租赁协议，储备公司开发资源。
- ✓ 2005年，公司实行集团化管理模式的组织结构。
- ✓ 2006年，南山竹海一期开放竣工并对外营业；天目湖南山竹海温泉度假有限公司成立，御水温泉项目启动。
- ✓ 2007年天目湖首届夜公园开园，夜间旅游产品形成；与海通证券签约，

启动企业上市工作。

- ✓ 2010年，南山竹海投资1.5亿元，完成了南山竹海景区二期项目建设，新建了熊猫馆、竹文化园、鸡鸣村等景点。同时，南山小寨项目、天目湖游客中心、天目湖水世界项目、175亩现代化停车场，包括配套设施中的公交车站也完成进入投运；御水温泉度假项目开放营业。
- ✓ 2012年，天目湖山水园景区耗资4.5亿元，围绕状元文化、慈孝文化、茶文化、水文化等进行深度旅游产品开发，新建了中国茶岛、状元阁、奇石馆、孝道园、蝴蝶谷及精灵国等景点。
- ✓ 2014年天目湖水世界主题公园投入使用。

图 1：各景点建成开放时间



资料来源：天目湖公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司核心产品为水园景区、南山竹海景区、水世界、温泉及酒店等丰富的旅游度假产品。

表 1、公司核心景区基本情况

景区	开业时间	特色	游客接待量 (万人次， 2018年)	限流(万人次)	租赁期限及费用
山水园	2001年	围绕沙河水库建设了状元阁、奇石馆、海洋世界、天下白茶馆、茶文化苑、蝴蝶馆、松鼠园等游览景点，并配有游船、高空飞行等游乐设施。	101.8	8.2	租赁期限为2016年1月1日至2032年12月31日。2016年-2017年租金为496万元/年，以后每五年递增5%，最后五年租金为2,464.5万元，2032年为168.5万元，累计金额为8,794.5万元。
南山竹海	2006年建成一期，2010年完成二期建设	万亩自然竹海风光外，还建设索道、地轨缆车、竹博馆、小鸟天堂、竹文化馆、熊猫馆、鸡鸣村等众多观光设施和景点	101.68	5.3	合作期限自2017年8月1日至2029年5月31日，每年支付100万元资源租赁费和土地租赁费，2009年起每年递增10万元，至200万元/年不再递增。同等条件下享有优先租赁的权利。
御水温泉	2010年	以温泉为主题的旅游项目，包含了温泉、	30.6	1.5	公司在2008年获得温泉权后已有两次成功的续展经验，目前有效期至

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

		酒店、餐饮服务等各类旅游服务产品,有效的弥补了原有景区冬季客流量淡季的不足。			2020年。
水世界主题公园	2014年	以水上乐园为主题的大型暑期水上游乐项目,是华东地区为数不多的大型水上乐园,补足了原有景区暑期游览项目的短板。	20.54	2	
大溪水库					租赁期限为20年,自2016年1月1日至2035年12月31日止。租赁期间第一个五年内(2016年1月1日至2020年12月31日),租金为151.8万元/年;第6年至第10年(2021年1月1日至2025年12月31日),租金为174.57万元/年;从第11年起,每5年租金递增15%。

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

表 2: 天目湖核心旅游产品介绍

名称	价格	简介	图示
天目湖山水园	大门+游船: 成人 180 元/位, 儿童 (1.2-1.5 米) 120 元/位	水库观光景区, 包括豪华游船、高空飞行快艇、水上娱乐等游玩项目。	
天目湖水世界	成人 150 元/人, 儿童 (1.2-1.5 米) 90 元/人	水上乐园景区, 包含宝贝乐园、超级台风、加勒比海水城等游乐设施, 适合家庭出游。	
南山竹海	成人 90 元/位, 儿童 (1.2-1.5 米) 45 元/位	竹海风光景区, 经典游玩项目有静湖竹筏、南山索道、观光小火车、地面缆车。	
御水温泉	成人 218 元/位, 儿童 (1-1.4 米) 128 元/位	度假温泉景点, 属碳酸氢钙型温泉, 水温 39°C-43°C, 主打项目竹尖泡池、御尊 SPA 等。	
度假酒店	通常与景点门票打包出售, 不同酒店客房价格不同	景区有御水温泉度假酒店、南山竹海客栈、御水温泉客栈等多家度假酒店, 定位不同, 多与景区门票打包。	

资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

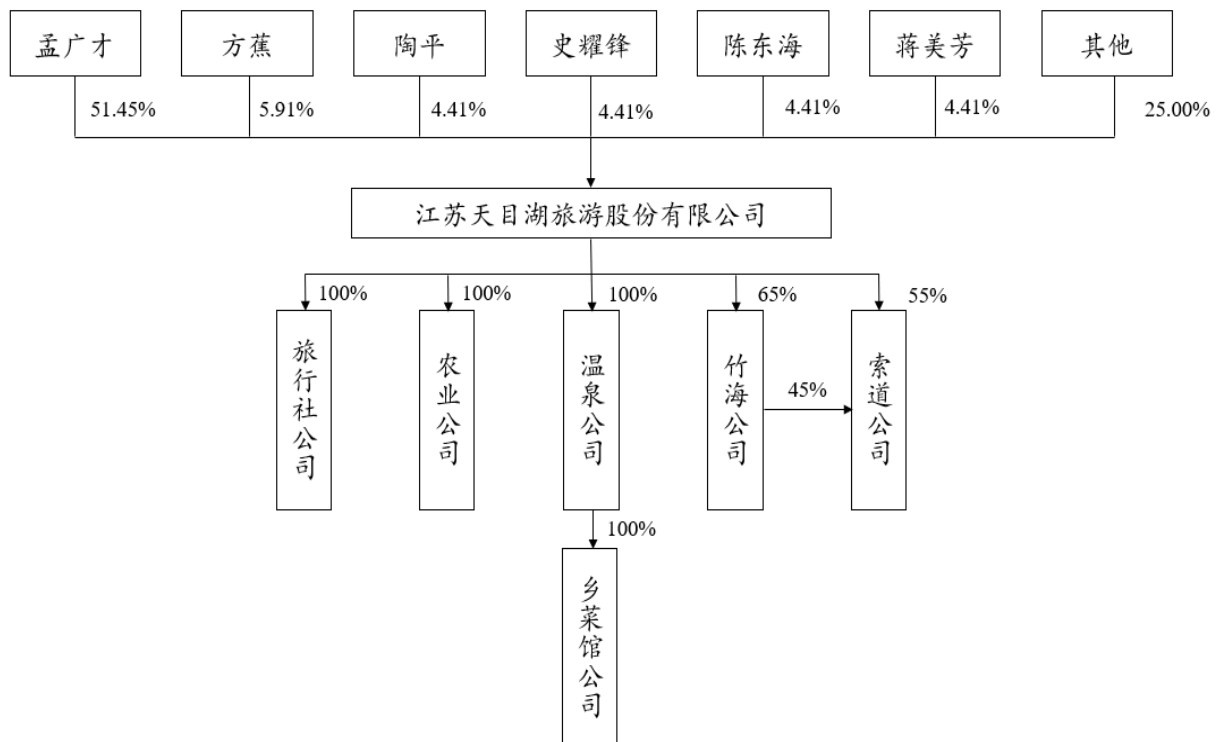
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

1.2、公司股权集中，高管激励充分

天目湖的股权结构比较集中，6名创始团队成员合计持有75%股份。目前天目湖的实际控制人为孟广才，为公司董事长、总裁，持有公司51.45%的股份，其他创始人股东合计持有23.55%，方蕉、陶平、史耀锋担任公司副总裁一职，陈东海担任公司监事会主席，仅蒋美芳于2018年11月因个人原因离职。

公司创始团队均拥有10年以上旅游行业从业经验，积累了丰富的经验，并且激励充分，利益一致；同时，公司积极培养人才，进入高管和董事会，为未来发展奠定良好的基础。

图2：公司股权结构图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、天目湖度假区成功原因分析

天目湖度假区初始资源一般，仅有水库和竹林资源，但能够拥有众多优质资源华东旅游市场中脱颖而出，并且成功上市，实属不易，我们认为公司能够取得成功与以下各方面因素相关：

- ✓ 稳定优秀且激励充分的管理团队，精细化的运营管理。2003年4月，孟广才等6位自然人出资买断天目湖公司全部经营性净资产，并将该资产与其他货币资金作为出资，共同设立天目湖有限公司，后引入第三方战略投资者，又因未达成承诺条件，回购了其持有股份，此后至2017年公司上市，股东未发生变更，且股东均在公司担任高管要职（仅1位2018年离职），管理团队稳定且实现利益充分绑定。在经营管理方面，公司全面优化划小核算，促进行动

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

力建设，激发公司经营管理潜力与创新能力。全面深化“划小核算”工作，使绩效管理真正成为组织人才的衡量与选拔标准，成为组织发展的永续推动力。经营管理层将化小核算与绩效改进贯彻于各大版块，真实收入的划小与核算实践，确定成本划分规则与核算单位时间附加值运行方案，有效提升了各主体职能发挥与效率。

- ✓ 强大的产品打造能力和对行业发展预判能力。公司牢牢抓住了长三角庞大且优质的旅游消费群体及旅游需求的变迁，成功打造了集“吃、住、行、游、购、娱”一站式旅游目的地；同时，在产品开发上，根据四季气候变化，夏天推出水公园，冬天推出温泉度假产品，实现了淡季不淡。

御水温泉是竹海森林景观温泉，是原生态高品质温泉代表作，拥有4个室内泡池，52个露天泡池星罗棋布，有泡泡池，漩涡池，鱼疗池并匹配有理疗和SPA等全方位服务，给旅客以丰富的体验。御水温泉抓住温泉旅游快速发展得好时代，通过提供多元化产品和打造极具特色屋顶露天可观竹海网红汤池一举成为长三角头部品牌。

图 3、御水温泉露天汤池可观竹海



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、御水温泉基本情况

规模	占地 176 亩，室内外共 56 个泡池
井深	1,600 米
水温	井底 43°C，井口 39°C
最大水量	1,500 立方米/天
成分	PH 值 7.99，弱碱性，矿化度 370mg/L，主要成份有钙离子、镁离子、碳酸氢根离子、硫酸根离子等元素和化合物，以及对人体健康所必需的微量元素铁、锰、氟和医疗矿泉的特殊化学成份氡、硅等
类型	碳酸氢钙型温泉

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

全方位宣传造势，整合资源打造品牌。1992 年至今，公司遵循专业的品牌规划，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

使用覆盖全媒体的宣传策略。公司在中央电视台、江苏卫视、东方卫视等重量级电视台黄金时段投放天目湖旅游形象广告，并与长三角地区各地级市主流媒体建立长期战略合作伙伴关系，与新浪、网易、优酷等大型门户网站也有着良好合作；除了自营的旅游产品，公司还将天目湖砂锅鱼头、天目湖啤酒、天目湖系列农产品等景区外围资源也整合到“天目湖”品牌形象中。公司及当地政府还通过举办各类活动来提升品牌形象，包括打造旅游节庆，如连续成功举办了十二届天目湖旅游节、十四届中国溧阳茶叶节等，以及传统节日庆祝活动，如天目湖春节游园会、重阳节感恩节活动等；同时，也积极通过自媒体开展营销活动。

坐拥长三角区域交通优势和全国最佳旅游线路。天目湖度假区地处长江三角洲的中心地带，区位优势显著；同时，长三角是国内最佳旅游目的地，拥有庞大的游客基数。

表 4、长三角至天目湖高速网络

出发地	里程（自驾）	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

资料来源：公司招股说明书，兴业证券研究所整理

表 5、长三角至天目湖高铁网络

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

资料来源：公司招股说明书，兴业证券研究所整理

优质服务创造良好口碑。在携程上各景区均获得了超过 4.5 分的评价，好评比例超过 60%，休闲度假为主的御水温泉与水世界好评超过 70%。

2、打造一站式度假模式，四季均衡，二消占比高

2.1、充分利用自然资源，开发多元化旅游产品

公司所在地拥有大型水库、竹海，以及在长三角地区稀有的温泉资源。公司所在地溧阳市境内拥有沙河、大溪两座国家级大兴水库，大面积竹海，南部有天目山余脉，天目湖素有“江南明珠”、“绿色仙境”之称，是苏南地区少见的集湖光山色、纯净水质和多样化生态环境于一体的山水型观光景区。宜溧火山岩盆地在侏罗纪时代晚期曾是一处较为活跃的火山地区，地热资源丰富。凭借得天独厚的地理位置，景区兼具山、川风光和地热温泉的多样化资源组合，拥有其他旅游企业

难以复制的核心竞争力。

表 6：天目湖度假区自然条件优越

气候	亚热带气候，干湿冷暖四季分明，雨量充沛，无霜期长，全年平均温度 17.5℃，年均降水量 1,149.7 毫米。
地形地貌	属天目山余脉，南高北低，坐南朝北，二级水质，大溪、沙河水库均为饮用水库，最高峰 541 米，相对高差约 500 米，两个流域一个分水岭，沟谷众多，居民点多，多数沿路、沿沟谷分布。
植被	南部山区植被以当地植物为主，如竹子、松树、枫树和栗子树，天目湖四周和北侧丘陵地带是上述物种的再生区，剩余地区则是耕地，以茶树和蔬菜为主。
动物资源	全区内野生动物种类繁多，如白鹭、喜鹊、布谷鸟、水獭、竹鸡、野鸡等。
矿产资源	平桥镇是非金属矿重镇，石灰岩、方解石矿、瓷石矿、膨润土矿、粘土矿、硅灰石矿、石英岩矿、大理岩矿、建筑砂等，主要分布在平桥镇小梅岭一带，横涧等地也有分布。
基地建设	茶园基地、板栗基地、早园竹基地、桑园基地、花卉苗木基地、农田林网建设、天目湖生态旅游带。苏南重要的农副产品生产基地，江苏唯一的“全国山区综合开发示范县”。

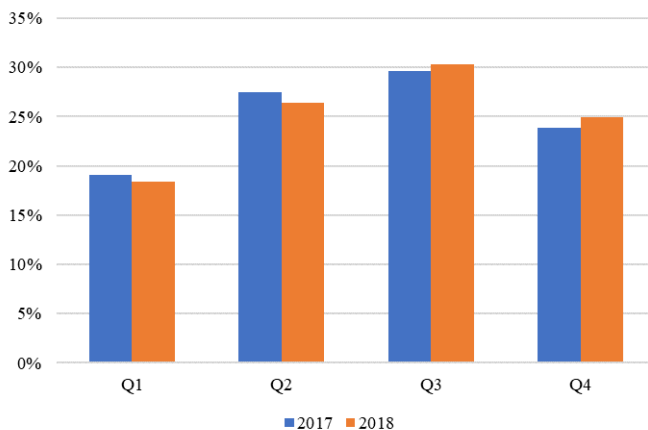
资料来源：公司招股说明书，兴业证券研究所整理

不同于一般的旅游类企业依托于先天的历史、地理条件开展业务的特点，公司的主要景区产品均为公司围绕初始自然资源、根据其不同的特点因地制宜、从无到有量身打造的；自成立以来相继成功开发了山水园景区、南山竹海景区、御水温泉、天目湖水世界、南山小寨等旅游产品，满足旅客一站式度假需求。丰富的景区规划建设经验和产品设计开发能力是公司能够实现持续长期发展的关键。

2.2、季节性产品打造平滑季节收入波动，充分挖掘二消降低对门票依赖

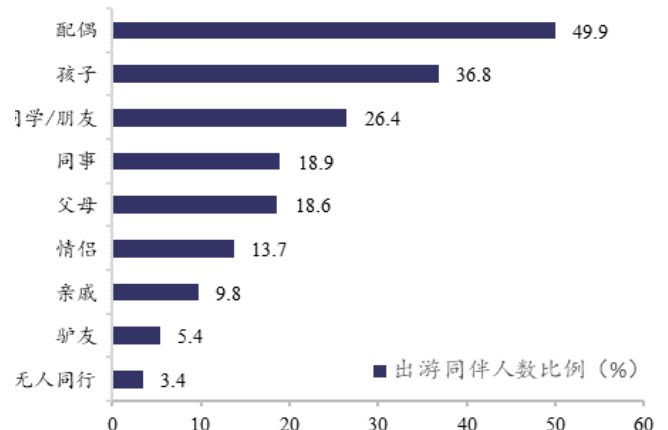
长三角地区观光旅游类产品客流多集中在 3 月至 11 月，冬季游客人数偏少，公司旗下的观光类旅游产品山水园和南山竹海体现出淡旺季差异。而公司的另外两个主营产品御水温泉和水世界分别侧重于冬季和夏季旅游，与观光类产品形成良好的季节性互补，可以平滑公司的季节性收入。

图 4：公司各季度收入占比差异不大



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5：多数人与家庭成员结伴出行



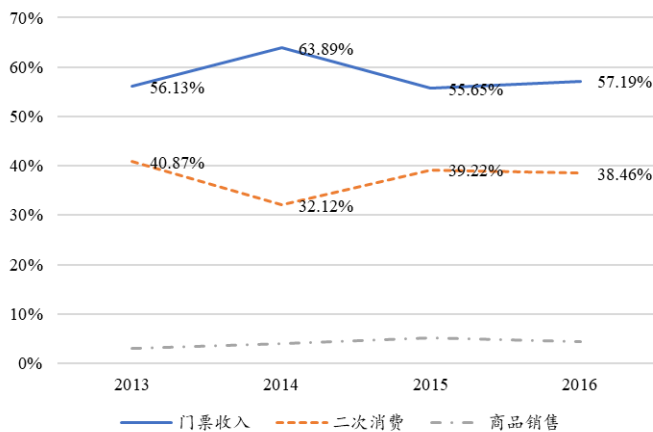
资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

功能性定位互补，适宜不同游客群体。公司的观光类旅游产品适宜追求自然生态体验的游客，适合各类人群游览；温泉项目则侧重于休闲养生，同样适合各类人群；水世界属于水上游乐园性质的主题公园，适合青少年群体；雨水温泉酒店和南山小寨除了为景区提供基础的配套餐饮住宿服务，还能够提供会务、休闲、宴会、研学等其他功能性旅游服务，适合商务人群。**天目湖多元化的旅游服务尤其适合家庭出游**，配偶、孩子是多数人出游时选择结伴同行的对象，然而由于职业、年龄差异，家庭成员旅游兴趣点通常存在不统一的情况，而能够覆盖不同需求的旅游目的地则可以有效解决这一矛盾。

● 二消占比高，门票依赖度弱

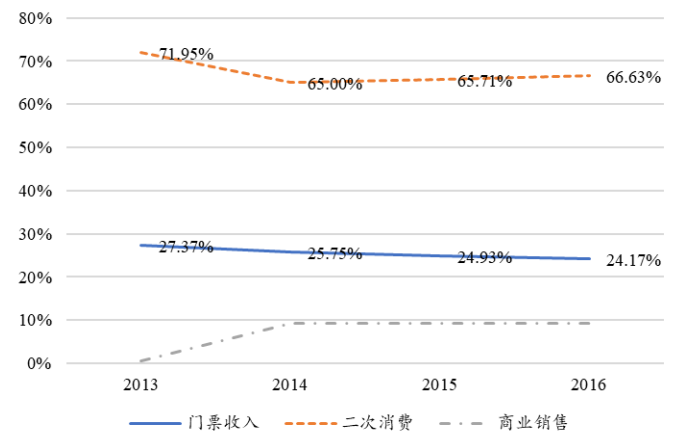
二次消费收入占比可观，门票依赖度逐步降低。2016年公司旗下2个主要观光型产品中，山水园景区二次消费占景区收入比接近四成，主要内容包括游船、状元阁、奇石馆、海洋世界、茶文化苑等。南山竹海景区二次消费超过门票收入2倍，主要消费项目为索道、地轨缆车、竹筏、小鸟天堂、竹文化馆等。相比同样经营游船业务的桂林旅游和同样经营索道业务的峨眉山，天目湖的二次消费占比更高，体现出公司具有更强的挖掘二次消费能力。

图 6：山水园景区二次消费近四成



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7：南山竹海景区二次消费超过门票收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、新一轮扩张布局期，内生外延齐发展

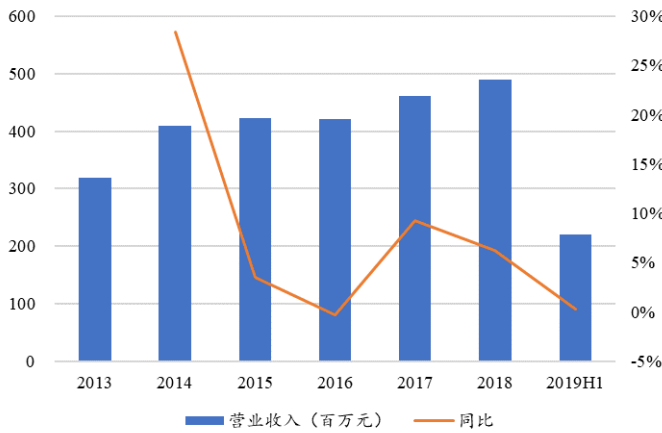
3.1、内生增长稳健，滚动式开发不断抬升本部瓶颈

近年来受区域旅游市场增速下降、新产品投入放缓及旺季部分区域接待瓶颈等因素影响，收入增速有所放缓，今年上半年由于长三角多雨天气影响，收入增速进一步放缓，Q3 预计有所好转；公司 2017 年上市以来，通过 IPO 募集资金偿还银行贷款、加强费用管控及获得规模效应，利润率稳步提升，ROE 因上市后偿还贷

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

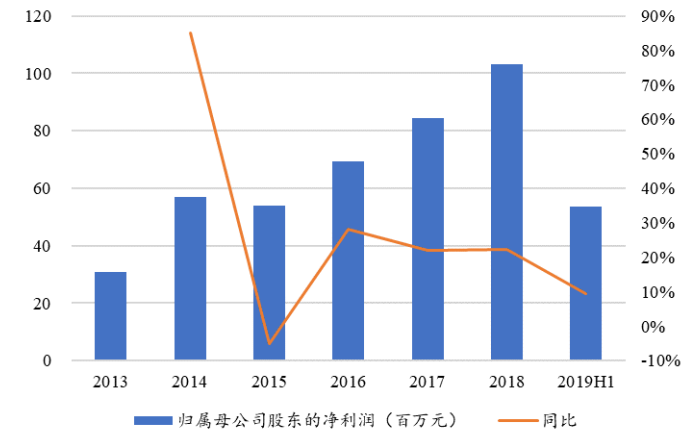
款权益乘数下降有所降低。

图 8：收入增速受多重因素影响放缓



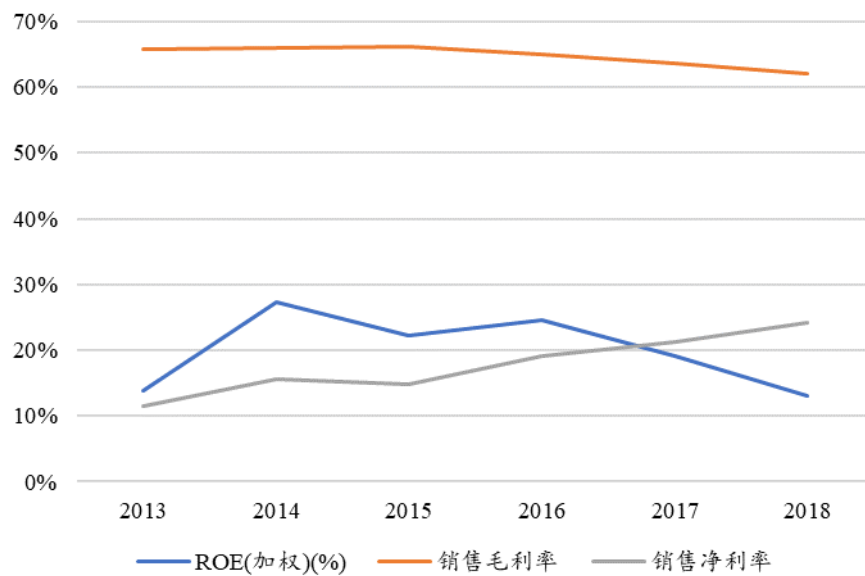
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9：控费良好净利润增持续领先收入增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

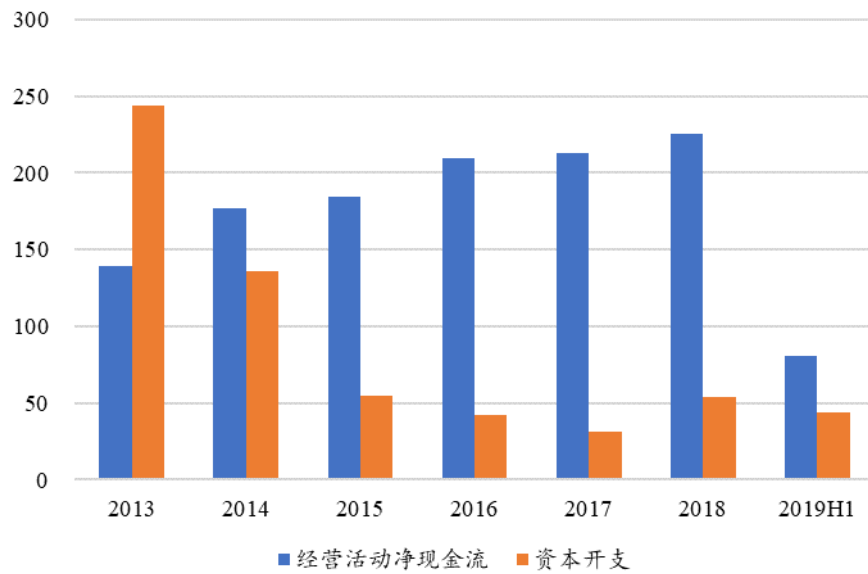
图 10、毛利率小幅下行，受财务费用率下降等影响利润率持续走高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司经营活动产生的净现金流稳步增长，目前保持在 2 亿以上水平；2014 年水公园开业后无新项目开发，每年资本开支保持在 3,000-5,000 万之间。

图 11、14 年之后经营活动净现金流稳步增长，资本开支较为稳健（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司本部业务进入新一轮扩张期，主要围绕产品升级和瓶颈突破。

● 竹溪谷：打造国际一流野奢酒店

竹溪谷位于在南山竹海片区，项目依托周边旅游市场及温泉、竹林资源，打造国际一流高端野奢型温泉酒店。主要建设高端主题酒店、餐厅、竹泉及配套建筑，拥有 57 套别墅 122 个房间，预计总投资 3 亿元，规划今年年底开业，成熟期单客房平均定价预计在 2,500 元以上。

图 12：竹溪谷项目效果图



资料来源：公司新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13：竹溪谷项目效果图



资料来源：公司新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

该项目酒店定位为高端野奢型，每个房间均设置温泉设施和露天游泳池，产品品质高于御水温泉度假有限公司目前经营的酒店及周边特色酒店，是对现有御水温泉酒店项目升级，补充高端度假产品空白。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目前，公司在溧阳高端度假市场主要竞争对手为溧阳涵田度假村酒店。据其官网介绍，涵田酒店拥有 480 间依山傍水、风景如画的客房及套房，依照不同的景致分为湖景客房、山景客房、湖景套房、山景套房；另有 60 栋按白金五星标准打造的半岛别墅酒店，均为占地 1 亩以上的临湖独栋别墅，每一个房间、每一栋别墅都有不同的景致；每个房间均配备高速上网端口及环保型生活用品和设施，“涵田舒适之床”更备受宾客赞赏与推崇，24 小时私人管家更可随时随地提供周到服务。根据携程数据显示，四季度淡季其别墅型酒店单房定价超 2,000 元，十一期间单房定价超 4,000 元，全年入住率保持在 60-70% 之间。

表 7、竹溪谷项目经营情况预测（万元）

	2020E	2021E	2022E	2023E
客房数	122	122	122	122
出租率	55.00%	60.00%	62.00%	65.00%
平均客房价（单位：元）	2,300	2,400	2,450	2,500
客房收入	5,633.05	6,412.32	6,764.11	7,236.13
占比	89.07%	88.18%	87.46%	86.93%
餐饮收入	540.93	679.63	769.79	887.68
座位数	152	152	152	152
翻台率	65.00%	70.00%	75.00%	80.00%
客单价（单位：元）	150.00	175.00	185.00	200.00
会务及其他收入	150.00	180.00	200.00	200.00
收入合计	6,323.98	7,271.95	7,733.89	8,323.81
税金及附加合计	37.94	43.63	46.40	49.94
经营成本	2,154.00	2,240.16	2,329.77	2,422.96
毛利	4,132.03	4,988.16	5,357.72	5,850.91
毛利率	65.34%	68.59%	69.28%	70.29%
总费用	1,039.00	1,070.17	1,102.28	1,135.34
利润总额	3,093.03	3,917.99	4,255.45	4,715.56
所得税	773.26	979.50	1,063.86	1,178.89
所得税率	25%	25%	25%	25%
净利润	2,319.77	2,938.49	3,191.59	3,536.67
净利率	36.68%	40.41%	41.27%	42.49%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：假设竹溪谷项目今年年底运营

● **可转债项目：南山小寨二期项目+御水温泉（一期）装修改造项目提升酒店餐饮供给**

公司拟发行不超过 3 亿元可转债用于南山小寨二期项目（2.4 亿元）和御水温泉（一期）装修改造项目（0.6 亿元），已于 2019 年 7 月获证监会发审会审核通过。此次可转换公司债券的期限为自发行之日起 6 年，票面利率的确定方式及具体每一年的利率水平提请公司股东大会授权董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定，采用每年付息一次的付息方式，到期归还未转股的可转债本金和最后一年利息，转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止，初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的

交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算) 和前一个交易日公司 A 股股票交易均价。

- ✓ 南山小寨二期项目以酒店为重要主体，并配套各式中西餐厅，项目建成后，将有助于完善南山竹海区域的酒店布局，进一步补充公司中高端定位酒店产品线。目前，公司在南山竹海片区的业态相对单一，以景区、酒店、温泉为主，餐饮、休闲、娱乐等业态不够丰富；夜间内容不足，一定程度上影响了游客停留时间和人均消费水平；建设南山小寨二期项目，有助于进一步丰富和改善当地的旅游业态，完善南山竹海区域酒店布局，加强现有产品的联结，推动区域整体提档升级。

该项目建设期 2 年，项目投资总额 26,492.04 万元，拟使用募集资金投入 24,000 万元，项目拟用地面积约 70 亩，计划建筑面积约 39,000 平方米。项目以酒店为主体的开放式文化景点，项目具体建设内容包括主题酒店、餐厅、特色作坊、展览馆、书院、茶庄、小剧场等；建成后将形成酒店、餐饮、民俗及非遗文化体验等业态。

酒店为项目的核心内容，定位为中高端酒店，拟建设客房 500 间，并配套各式中西餐厅；酒店及餐饮计划建筑面积约 34,000 平方米。

其他开放式文化景点包括室内景点和室外景观。室内景点及其配套设施主要包括特色作坊、非遗展览馆、孟郊书院、陆羽茶庄、小剧场等，合计建筑面积约 5,000 平方米；室外景观及其配套设施主要包括灯光秀、民俗广场及特色街巷等。

项目正式投运后，主要收入来源为酒店收入（含客房、餐饮、会务等）；其他文化景点拟实行免费开放模式，以吸引人流、丰富当地旅游业态，进而形成与现有御水温泉、南山竹海等产品的有效联结，推动南山竹海区域建成更高水平的一站式旅游目的地。

表 8、南山小寨二期项目经营情况预测（万元）

	2022E	2023E	2024E
客房数	500	500	500
出租率	50.00%	60.00%	65.00%
平均客房价（单位：元）	600	600	600
客房收入	5,475.00	6,570.00	7,117.50
占比	64.94%	64.94%	64.94%
餐饮收入	2,737.50	3,285.00	3,558.75
占客房比重	50%	50%	50%
会务及其他收入	219.00	262.80	284.70
占客房比重	4%	4%	4%
收入合计	8,431.50	10,117.80	10,960.95
物料（餐饮）	1,423.50	1,708.20	1,850.55
占餐饮比重	52.00%	52.00%	52.00%
折旧	1,035.38	1,035.38	1,035.38
其他	25.29	30.35	32.88
占总收入比重	0.30%	0.30%	0.30%
成本合计	2,484.17	2,773.93	2,918.81
毛利	5,947.33	7,343.87	8,042.14
毛利率	70.54%	72.58%	73.37%
增值税	505.89	607.07	657.66
城市维护建设税（5%）	25.29	30.35	32.88
教育费附加（3%）	15.18	18.21	19.73

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

地方教育费附加（2%）	10.12	12.14	13.15
税金及附加合计	50.59	60.71	65.77
职工薪酬	2,001.00	2,001.00	2,001.00
能源费	566.86	617.94	669.03
物料（客房）	251.85	302.22	327.41
销售费用合计	2,819.71	2,921.16	2,997.43
职工薪酬	855	855	855
无形资产摊销	63.09	63.09	63.09
办公差旅费	100.00	100.00	100.00
修理费	217.97	217.97	217.97
管理费用合计	1,236.06	1,236.06	1,236.06
利润总额	1,840.97	3,125.94	3,742.88
所得税	460.24	781.48	935.72
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	1,380.73	2,344.45	2,807.16
净利率	16.38%	23.17%	25.61%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：假设竹南山小寨二期项目明年年初开始筹建工作，2022年正式投入运营

- ✓ 御水温泉（一期）装修改造项目主要用于更新改造现有设施，保持酒店产品竞争力。御水温泉度假酒店及御水温泉客栈于2010年正式开业，至今已近十年。公司通过科学管理和精细化维护，保持了酒店的整体品质稳定，但部分设施和设备已相对陈旧，存在一定的更新换代需求。

该项目建设期1年，项目投资总额6,911.94万元，拟使用募集资金投入6,000万元。

● 潜在项目：山水园交通改善+索道改造运力提升

公司原计划发行可转债用于天目湖山水园观光电车和南山竹海索道项目，由于涉及到环评等因素，为了不影响可转债发行进度，后更换为前面两个储备项目，预计公司后续将继续推进，尤其是索道改造项目预计今年十一前后启动。

公司山水园景区趋于成熟，新项目投入较少，2018年游客接待量101.8万人，3年复合增长率1.74%，山水园景区内，龙兴岛通过水上航线与其他景点相连接，而陆上景点游览主要依靠步行；景区内陆地面积约50万平方米，步行游览全部景点需消耗较多的时间与体力，且一定程度上降低游客的旅游体验。公司近年逐步投运了一定数量的电瓶车，进行景区内接驳运输，但为保证景区内的游客安全与游览体验，公司需严格控制电瓶车投放数量和运行线路，对景区内交通条件的改善作用有限。为提升游客消费体验，丰富景区内产品形态，观光电车后续大概率将继续推进，参照同类公司景区内交通运营情况，因其区域垄断优势，具备高毛利率和高利润率的特征，将有效增厚公司经营业绩。

表 9、景区类上市公司景区类客运业务盈利能力强（百万元）

	2016	2017	2018
丽江观光车			
营收	8,362.00	7,572.89	7,661.31
净利润	3,168.75	2,443.72	2,151.48
净利率	37.89%	32.27%	28.08%

张家界环保客运

营收	21,159.14	20,058.29	17,020.13
净利润	7,591.95	6,238.61	4,101.12
净利率	35.88%	31.10%	24.10%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

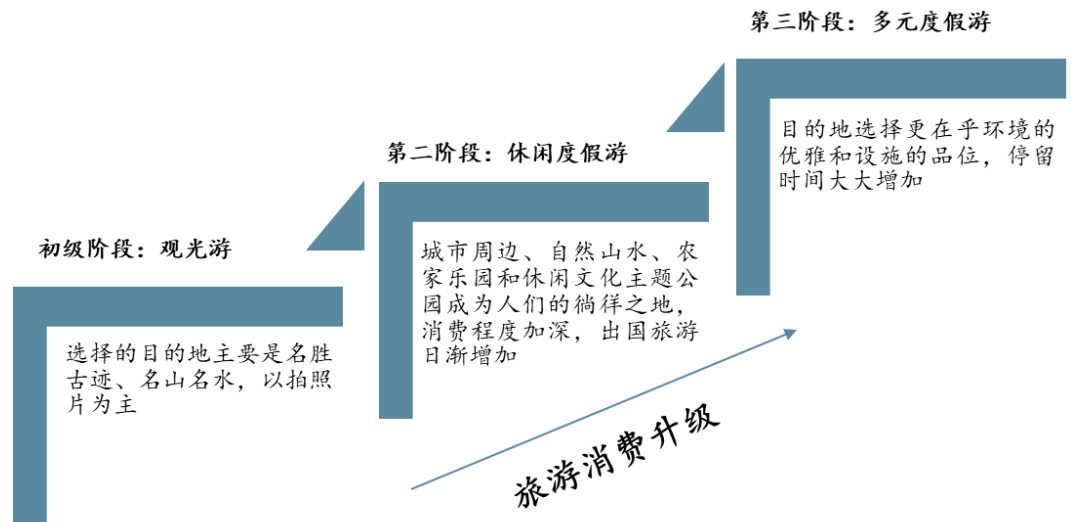
提高索道运力，突破旅游旺季运力瓶颈。南山竹海景区为国家 5A 级景区，以竹文化和寿文化为主题，坐拥万亩竹林景观。2018 年南山竹海接待 101.68 万人次，3 年复合增长率 5.92%。景区内的索道联结地面与南山山顶，是游客登峰的主要途径之一。索道设计运力 400 人次/小时，实际运力约 350 人次/小时，已日益不能满足景区发展的需要。在旅游旺季，景区日接待人次峰值超过 2 万人，索道上下站区最长排队时间曾达数小时，严重影响了游客的消费体验。根据此前规划，改造完成后索道运力由 3,000 人/天提升至 1.5 万人/天，大幅有效提升运力瓶颈。

3.2、厚积薄发，外延布局成为战略重心

公司为国内极少数具备一站式旅游目的地开发运营能力公司，确定外延布局战略，具备成长性。2019 年上半年，公司经过接触洽谈和实地考察不同区域和类型的项目后，确定了对外投资模式，积极推进外延准备与调研分析工作。过往公司依托强大的旅游资源设计、开发和管理优势，从无到有将人工水库和天然竹林打造成具有一定知名度的山水园景区与南山竹海景区，并在两大景区基础上构建了包含温泉、酒店、主题乐园及商业开发在内的立体化产品服务体系，打造出国家 5A 级景区与国内知名旅游目的地，彰显了公司扎实目的地打造能力。

公司通过多年对旅游产业链的深耕，积累了丰富的项目经验和运营经验，借助上市平台优势，确定对外扩张战略目标，做大做强决心坚定。我们判断外延布局可以采取合作和收购并举及先重后轻的路径，一方面，通过与资源方进行合作，嫁接公司产品设计、运营管理优势，可以低成本获取资源，但需要更长的时间去培育目的地，另一方面，通过收购与公司一站式度假模式相匹配较为成熟的资源，然后结合公司战略进行深化打造，可以较为快速实现对外扩张，但可能获取成本较高。根据公司规划，未来会选择 40-60 万客流量，拥有一定的基础，经营管理效率有比较大的提升空间的景区，重点聚焦长三角、武汉中部城市带、珠三角、京津冀、成渝生活圈五个区域。

图 14、我国旅游行业发展阶段



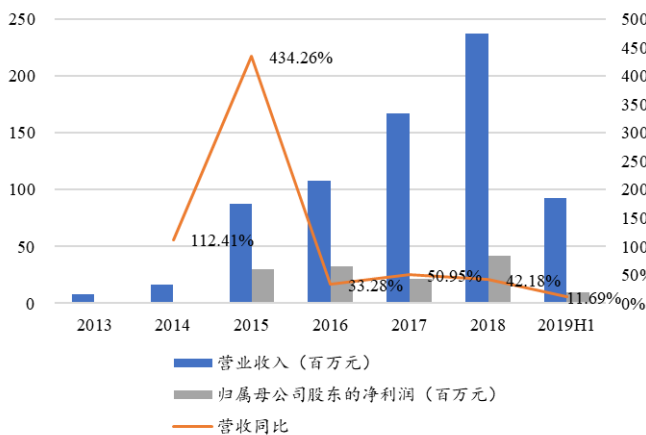
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

目前，国内从事旅游规划设计和运营的管理公司较多，但能够持续培育出优质旅游目的地项目公司极少，我们认为公司外延项目布局打造非常值得关注，如果取得成功，将成为具备旅游目的地打造能力，是国内非常稀缺的。

中惠旅主要从事风景区经营管理，为新三板挂牌公司，公司以创造旅游极致体验为核心竞争力，通过“企业文化系统、规划与产品建设系统、营销系统、人才培养与输出系统、智能管理与运营系统、智能财务系统”等六大赋能系统，实现景区连锁运营管理模式的成功复制，成功打造运营有长沙石燕湖旅游区、玻璃桥景区石牛寨、侠天下旅游区等项目。

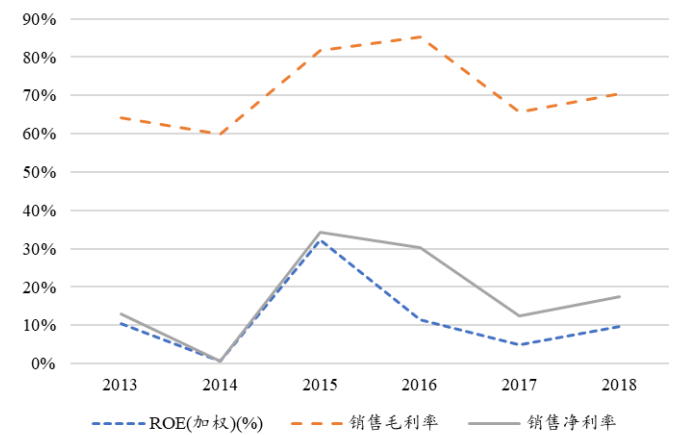
中惠旅近年来收入保持快速增长，2013-2018 年收入 CAGR 达到 98.3%，毛利率维持在 70%左右高位水平，利润率在 20%上下波动，显著高于传统景区公司。

图 15：收入端保持较快增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16：毛利率维持较高水平



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测及投资建议

公司景区地理位置优越，距离南京、杭州、上海车程均在3小时内，产品具备一定的自主定价权，且核心业务均为自行投资开发，受门票降价影响极小；核心高管多数为创始股东，激励充分且内部精细化的运营管理良好，具备强大的产品打造能力和对行业发展预判能力，采取滚动开发模式，为客户提供“吃、住、行、游、购、娱”一站式旅游服务体验，现有业务稳步发展叠加募投项目开发运营驱动内生稳健增长，对外扩张战略明确，前期准备工作已经完成，项目落地值得期待；我们小幅上调19-21年盈利预测，预计19-21年EPS分别为1.01/1.25/1.48元/股，9月27日收盘价对应PE分别为24/19/16倍，维持“审慎增持”评级。

表 10、公司盈利预测假设

年份		2018	2019E	2020E	2021E
山水园景区	主营业务收入(百万元)	159.81	164.88	169.04	172.44
	同比增长率%	4.02%	3.17%	2.53%	2.01%
	毛利率%	63.70%	64.15	64.41%	64.52%
南山竹海景区	主营业务收入(百万元)	129.41	137.12	151.12	159.71
	同比增长率%	9.91%	5.96%	10.21%	5.68%
	毛利率%	67.09%	67.65%	67.80%	67.91%
酒店	主营业务收入(百万元)	95.03	98.52	101.47	103.59
	同比增长率%	5.44%	3.68%	3%	2.09%
	毛利率%	63.81%	64.00%	64.20%	64.30%
温泉	主营业务收入(百万元)	55.29	57.80	60.37	63.21
	同比增长率%	2.98%	4.54%	4.45%	4.7%
	毛利率%	57.71%	58.00%	58.00%	58.00%
竹溪谷	主营业务收入(百万元)			63.24	72.72
	同比增长率%				15%
	毛利率%			65.34%	68.59%
营业费用/主营业务收入%		14.65%	14.40%	13.00%	12.30%
管理费用/主营业务收入%		15.00%	14.80%	13.65%	13.10%
财务费用/主营业务收入%		1.25%	-0.71%	-0.82%	-0.94%
实际税率%		25%	25%	25%	25%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表 11、公司盈利预测结果

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	489	512	569	640
增长率%	6.2%	4.6%	11.2%	12.4%
营业利润(百万元)	103	116	142	166
增长率%	22.2%	12.4%	22.2%	17.2%
净利润(百万元)	62.1%	62.2%	62.9%	63.4%
增长率%	21.1%	22.7%	24.9%	26.0%
最新摊薄每股收益(元)	0.89	1.00	1.22	1.43
每股经营现金流(元)	1.94	1.99	2.00	2.34

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

5、风险提示

门票、索道降价风险，同地区类似景区分流，经济下滑抑制消费增长，特许经营许可续期风险，恶劣天气，募投项目进展低于预期，外延布局进展低于预期等。

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	290	607	671	755
货币资金	219	553	635	729
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6	7	8	9
其他应收款	4	3	4	5
存货	6	8	8	9
非流动资产	837	991	998	1034
可供出售金融资产	5	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	16	17	17	17
固定资产	672	744	758	783
在建工程	12	6	3	2
油气资产	0	0	0	0
无形资产	119	195	204	218
资产总计	1127	1598	1670	1789
流动负债	161	210	187	201
短期借款	0	25	19	18
应付票据	0	0	0	0
应付账款	33	39	40	45
其他	128	146	128	139
非流动负债	67	302	182	42
长期借款	66	1	1	1
其他	1	301	181	41
负债合计	228	512	369	243
股本	80	116	116	116
资本公积	356	320	320	320
未分配利润	349	399	531	681
少数股东权益	73	89	106	123
股东权益合计	899	972	1130	1307
负债及权益合计	1127	1484	1499	1550

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	103	117	145	171
折旧和摊销	74	73	76	78
资产减值准备	0	-0	0	0
无形资产摊销	5	5	5	5
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	6	-9	-11	-10
投资损失	-6	-7	-7	-7
少数股东损益	15	16	17	17
营运资金的变动	-159	-54	-2	-27
经营活动产生现金流	351	229	232	275
投资活动产生现金流	24	-96	-32	-40
融资活动产生现金流	-127	201	-118	-142
现金净变动	248	335	82	93
现金的期初余额	43	219	553	635
现金的期末余额	291	553	635	729

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	489	512	569	640
营业成本	185	191	210	232
营业税金及附加	8	8	9	10
销售费用	72	74	74	79
管理费用	73	76	78	84
财务费用	6	-9	-11	-10
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	6	7	7	7
营业利润	158	178	216	252
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	158	177	215	251
所得税	39	44	54	63
净利润	118	133	161	188
少数股东损益	15	16	17	17
归属母公司净利润	103	117	145	171
EPS(元)	0.89	1.01	1.25	1.48

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	6.2%	4.6%	11.2%	12.4%
营业利润增长率	20.5%	12.5%	21.3%	16.6%
净利润增长率	22.2%	13.3%	23.9%	18.2%
盈利能力(%)				
毛利率	62.1%	62.6%	63.2%	63.8%
净利率	21.1%	22.8%	25.5%	26.8%
ROE	12.5%	13.2%	14.1%	14.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	20.2%	34.5%	24.6%	15.7%
流动比率	1.80	2.88	3.58	3.75
速动比率	1.76	2.85	3.54	3.71
营运能力(次)				
资产周转率	43.8%	37.6%	34.8%	37.0%
应收帐款周转率	61.99	71.61	70.08	70.40
每股资料(元)				
每股收益	0.89	1.01	1.25	1.48
每股经营现金	1.94	1.98	2.00	2.37
每股净资产	7.12	7.61	8.83	10.20
估值比率(倍)				
PE	27.0	23.9	19.3	16.3
PB	3.4	3.2	2.7	2.4

分析师声明

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

投资评级说明

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

信息披露

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

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

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

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

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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

兴业证券研究

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