

603099.SH

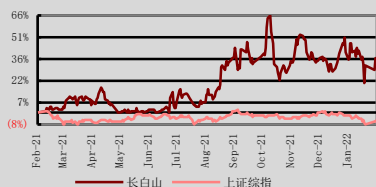
增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 10.64

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(7.9)	(4.0)	0.6	39.6
相对上证指数	(3.7)	(1.2)	1.3	43.1

发行股数(百万)	267
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	2,837
3 个月日均交易额(人民币 百万)	69
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司	59

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 2 月 9 日收市价为标准

相关研究报告

《2022 年春节旅游数据点评》 20220209

《社会服务行业周报: 离岛免税紧抓节假日热,

预制菜冰雪游空间广阔》 20220206

中银国际证券股份有限公司

具备证券投资咨询业务资格

休闲服务: 景点

证券分析师: 张译文

yiwen.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090004

联系人: 李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120090024

长白山

联动冬奥冰雪游前景广阔, 多元业态协同发展

公司是长白山管委会唯一的国有控股上市公司, 垄断兼顾“绿水青山”和“冰天雪地”的长白山 5A 级景区资源, 具备独特的客运优势, 同时多年深耕温泉开发、酒店管理等多元业态, 坚持“一化(预约式国际化景区)四输出(品牌、管理、文化、资本输出)”战略, 加速资源优势向盈利优势转化。冰雪旅游受冬奥热点与多项政策利好等多因素共同支撑, 加之长白山迎来高铁时代有望刺激景区流量, 未来前景广阔, 公司长期积攒的冰雪旅游势能有望进一步释放。公司疫下短暂承压, 中长期增量可期。首次覆盖, 给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- 冰雪游受冬奥热点与政策同振, 多因素支撑下前景广阔。近年来, 国务院、文旅部、体育总局等部门多次印发关于加强东北地区全域统筹、培育冰雪旅游等政策支持文件。冰雪游具有人均消费高、兼具参与性与体验性等差异化特征。中国旅游研究院预计至 2025 年冰雪游将突破 5 亿人次, 联动冬奥会热点的拉动, 公司长期积攒冰雪旅游势能有望进一步释放。
- 公司具备独特客运优势, 高铁时代加速环长白山旅游经济圈形成。公司是长白山地区最大旅游客运公司, 保有车辆最多, 因外部车辆被禁止参与景区内的交通营运, 公司相对垄断的经营环境具备较大优势。此外, 随着沈佳高铁白敦段的开通, 长白山正式迎来高铁时代, 公司景区业务环线的拓展提升空间大, 同时将加大力度培育城区板块, 创造更多价值。
- 酒店、温泉、旅行社等多业态齐头并进, 多元打造冰雪旅游产业链。除旅游客运业务外, 公司酒店管理积累了独家经验, 持续深耕温泉资源开发, 旅行社积极整合资源打造产品, 景区管理输出业务具备强大人才梯队, 坚持“一化四输出”战略布局, 有望加速资源优势转换为盈利优势。

估值

- 当前股本下, 我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为-0.19 元、0.23 元、0.41 元, 对应的 PE 分别为-56.8X、46.0X、25.9X, 考虑到冰雪旅游产业或在冬奥会后获得长期发展机遇, 《“十四五”旅游业规划》也强调冰雪旅游作为细分赛道的重要性, 我们给予公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 客运许可证无法低成本延展的风险; 宏观经济降速抑制旅游消费需求风险的; 新冠疫情反复及季节性特征风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	467	148	181	438	578
变动(%)	1	(68)	23	142	32
净利润(人民币 百万)	75	(56)	(50)	62	110
全面摊薄每股收益(人民币)	0.282	(0.209)	(0.187)	0.231	0.411
变动(%)	11.3	(174.1)	(10.4)	223.2	78.0
全面摊薄市盈率(倍)	37.7	(50.9)	(56.8)	46.0	25.9
价格/每股现金流量(倍)	23.0	(331.0)	32.7	24.4	16.0
每股现金流量(人民币)	0.46	(0.03)	0.33	0.44	0.67
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.6	(270.4)	(192.9)	18.2	11.9
每股股息(人民币)	0.043	7.322	0.000	0.035	0.064
股息率(%)	0.4	68.8	n.a.	0.3	0.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1 长白山：冰雪旅游产业领头者	5
1.1 公司历史沿革.....	5
1.2 公司业务布局多元，打造完备冰雪旅游产业链.....	5
1.3 股权结构.....	6
1.4 主营业务介绍.....	6
2 冰雪旅游行业现状与发展前景分析	8
2.1 中国冰雪旅游行业现状	8
2.2 价量提升空间齐聚，铁路升级带来新机会.....	9
2.3 中国冰雪旅游行业发展前景： 机遇与挑战并存.....	10
2.4 中国冰雪旅游行业市场规模预测	12
3 冰雪游客运为核心，温泉、酒店、旅行社多业态协同发展.....	13
3.1 长白山景区： 兼顾“绿水青山”和“冰天雪地”.....	13
3.2 旅游客运业务.....	14
3.3 旅行社业务紧跟冰雪旅游发展.....	17
3.4 酒店及温泉业务	18
3.5 企业管理业务.....	19
3.6 公司经营状况分析.....	20
4 盈利预测及估值建议	21
5 风险提示	23

图表目录

图表 1. 长白山旅游股份有限公司发展沿革	5
图表 2. 长白山旅游股份有限公司股权结构图	6
图表 3. 长白山旅游股份有限公司近十年营收和净利润	7
图表 4. 长白山各季度营收占比情况	7
图表 5. 长白山各主营业务营收占比情况	7
图表 6. 中国冰雪旅游总人次	8
图表 7. 中国冰雪旅游总收入	8
图表 8. 中国冰雪旅游人均消费情况	10
图表 9. 中国冰雪旅游消费结构	10
图表 10. 冰雪游相关业务企业注册情况	10
图表 11. 2018-2021 年冰雪投资南北趋向平衡	10
图表 12. 振兴冰雪旅游政策以及重大事件	11
图表 13. 2021-2025 冰雪旅游市场规模测算	12
图表 14. 长白山景区兼具自然品质和文化内涵	13
图表 15. 长白山北坡、西坡、南坡三景区	13
图表 16. 长白山景区	14
图表 17. 旅游客运为公司核心业务营收部分	15
图表 18. 旅游客运业务营收和毛利率	15
图表 19. 长白山旅游专线运营线路覆盖各主要景区	15
图表 20. 长白山保护开发区旅游人数	16
图表 21. 长白山保护开发区旅游收入	16
图表 22. 2020 长白山旅游恢复情况	17
图表 23. 2021 长白山旅游恢复情况	17
图表 24. 旅行社业务营收和毛利率	18
图表 25. 酒店业务营收和毛利率	18
图表 26. 皇冠假日酒店营收和净利润	18
图表 27. 火山温泉会馆营收和净利润	19
图表 28. 温泉开发营收和毛利率	19
图表 29. 企业管理业务营收和毛利率	20
图表 30. 长白山近十年毛利率和净利率水平	20
图表 31. 长白山近十年资产负债率和三费水平	20

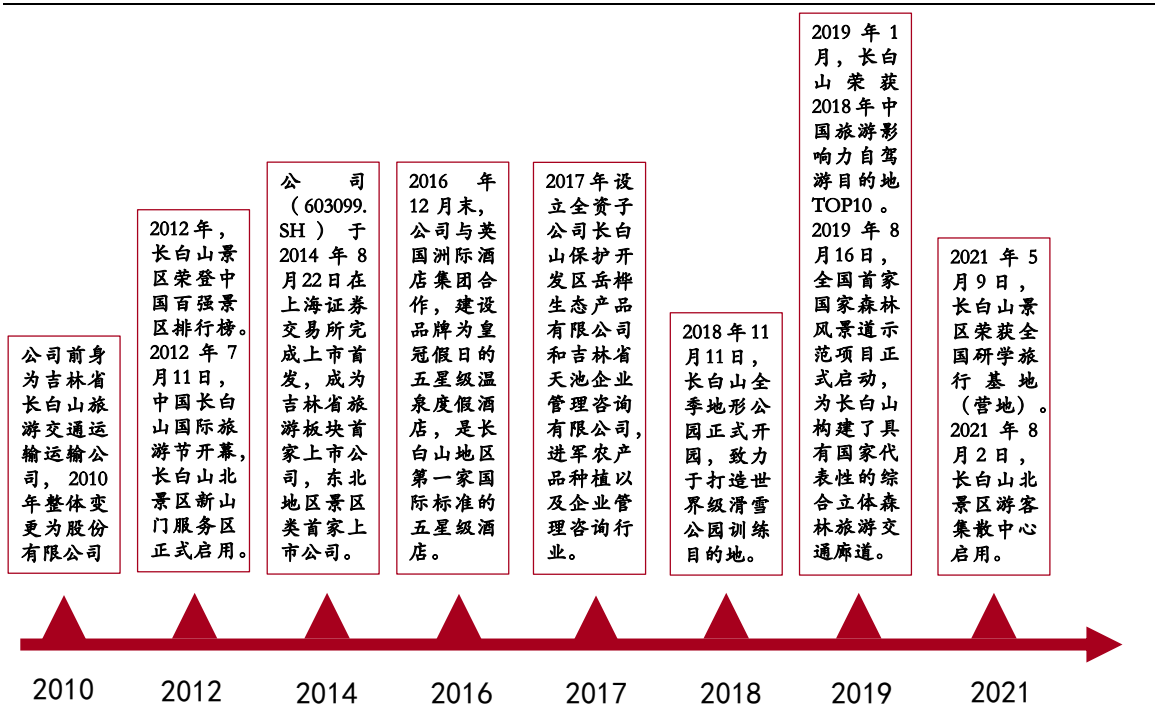
图表 32. 长白山营业收入与毛利率预测.....	21
图表 33. 长白山可比上市公司估值表	22

1 长白山：冰雪旅游产业领头者

1.1 公司历史沿革

长白山管委会唯一的国有控股上市公司，多年深耕5大主营业务。长白山旅游股份有限公司是长白山开发建设集团控股上市公司。按照吉林省委、省政府的战略部署，2010年，公司前身吉林省长白山旅游交通运输公司通过增资引入吉林森工集团、长白山森工集团，于同年整体变更为股份有限公司。公司于2014年8月22日在上海证券交易所完成上市首发，成为吉林省旅游板块首家上市公司，东北地区景区类首家上市公司。2016年12月末，公司进军酒店行业，建立全资子公司——吉林省天池酒店管理有限公司。与英国洲际酒店集团合作，建设品牌为皇冠假日的五星级温泉度假酒店，共有客房300间，是吉林省首家使用皇冠假日品牌的酒店，也是长白山地区第一家国际标准的五星级酒店。2017年设立全资子公司长白山保护开发区岳桦生态产品有限公司和吉林省天池企业管理咨询有限公司，进军农产品种植以及企业管理咨询行业。目前，公司拥有5家全资子公司：天池酒店公司、蓝景温泉公司、天池国旅公司、岳桦生态公司、天池咨询公司，分别经营酒店管理、温泉水开发及利用、旅行社业务、农产品种植、企业管理咨询等业务。

图表 1. 长白山旅游股份有限公司发展沿革



资料来源：公司公告，中银证券

1.2 公司业务布局多元，打造完备冰雪旅游产业链

长白山立足优势景区，打造先锋酒店管理和旅行社，并开发利用温泉水为重要配套：

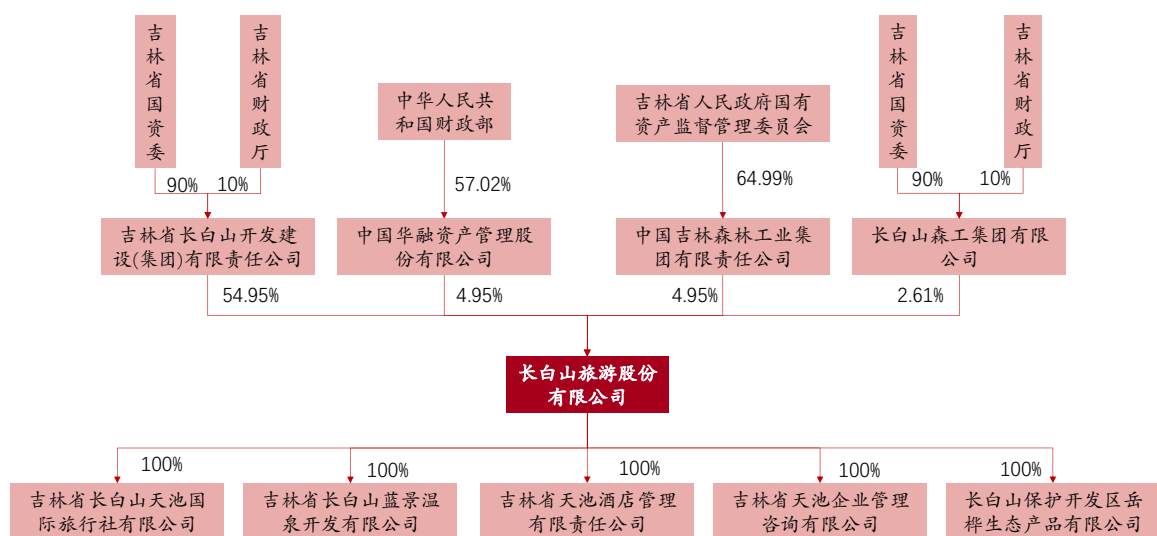
1) 公司掌握长白山景区资源，旅游客运是公司的核心业务。公司旅游客运业务目前主要涉及长白山景区内游客运输、旅游车辆租赁、停车场管理等。公司获得了长白山三个景区内旅游客运和环山公路的道路运输独家经营权，有效期至2030年8月21日。并且在区域内首开网约车业务，目前拥有十余种车型800余台运输车辆。

- 2) 公司着力发展酒店和旅行社等多元化业务。依托长白山得天独厚的自然资源和区位优势，投资建设长白山温泉度假酒店，成立天池酒店公司，并与英国洲际酒店管理集团合作使用皇冠假日品牌，于2016年12月末投入运营，业务覆盖住宿服务、餐饮服务、会议服务、旅游信息咨询等。
- 3) 温泉水开发、利用业务为公司目标完善旅游产业链条、进军温泉酒店业而提前进行的战略布局。

1.3 股权结构

国有资本控股管理：公司前身为吉林省长白山旅游交通运输公司，2010年整体变更为股份有限公司，2014年8月22日上交所完成上市首发，控股股东为中国吉林森林工业集团有限责任公司，持有公司25.73%股权。2017年，公司控股股东变为吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司，持有公司59.45%股权，长白山管委会持有建设集团100%股权，是公司实际控制人。2020年11月，控股股东吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司发生股权变更，长白山管委会持有建设集团让渡10%给吉林省财政厅，但仍为公司实际控制人。

图表 2. 长白山旅游股份有限公司股权结构图



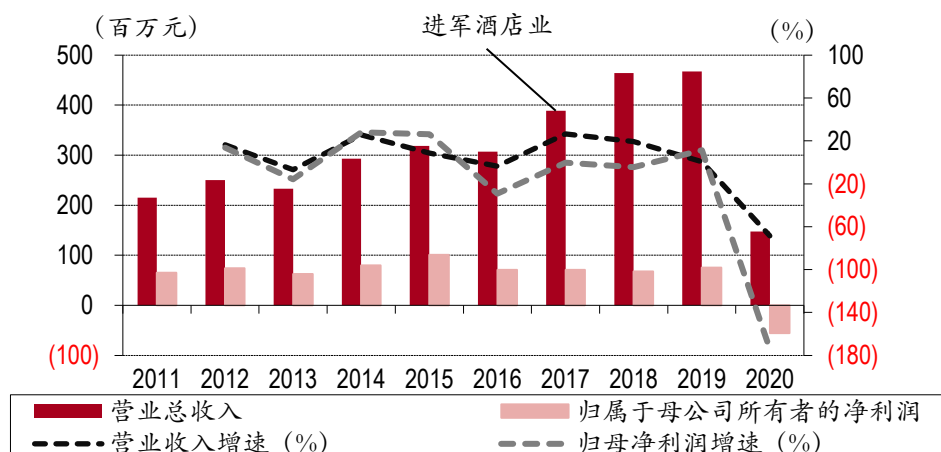
资料来源：公司公告，中银证券

1.4 主营业务介绍

长白山以旅游客运为核心业务，打造长白山温泉酒店度假区。公司的发展分为两个阶段。第一阶段由公司成立到2016年年底。公司全资控股两个子公司吉林省长白山蓝景温泉开发有限公司和吉林省长白山天池国际旅行社有限公司，形成以旅游客运为主，旅行社服务及温泉水开发利用为辅的业务格局。旅游客运主要集中在长白山景区内，公司独家拥有长白山景区内环保车、倒站车的经营许可及收费权。在主业经营相对稳定的情况下，利用其温泉水的独家开采资质为优势规划建设长白山国际温泉度假区项目，打造集“冰雪温泉”的长白山特色旅游品牌。第二阶段由2017年至今。公司于2017年进军酒店行业，建立全资子公司——吉林省天池酒店管理有限责任公司，与英国洲际酒店集团合作，建设品牌为皇冠假日的五星级温泉度假酒店。目前，公司的酒店业务由托管的“皇冠假日酒店”和自营的火山温泉会馆两部分组成。2017年又设立全资子公司长白山保护开发区岳桦生态产品有限公司和吉林省天池企业管理咨询有限公司，进军农产品种植以及企业管理咨询行业。

2019年长白山旅游股份有限公司实现营收4.67亿元，2011-2019年期间复合增长率为9%，实现归母净利润0.75亿元，2011-2019年期间复合增长率为1.65%。2011-2019年期间公司营收、净利润持续稳定增长，财务状况良好。但是2019年底新冠疫情爆发，给公司的营收和盈利能力带来极大冲击。2020年全年公司实现营收仅1.47亿元，yoy-68.41%，净利润近十年首次亏损，为-0.56亿元，yoy-174.13%。

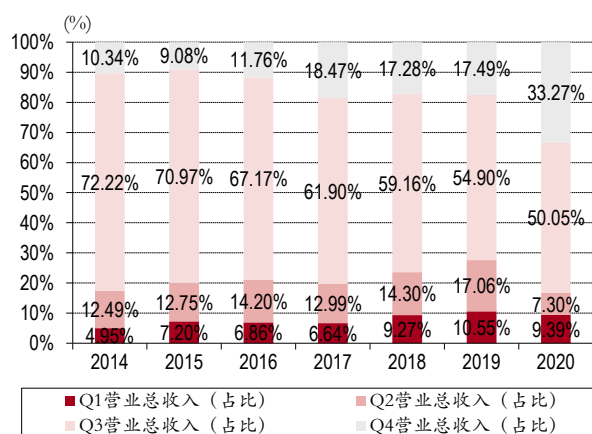
图表 3. 长白山旅游股份有限公司近十年营收和净利润



资料来源：公司年报，中银证券

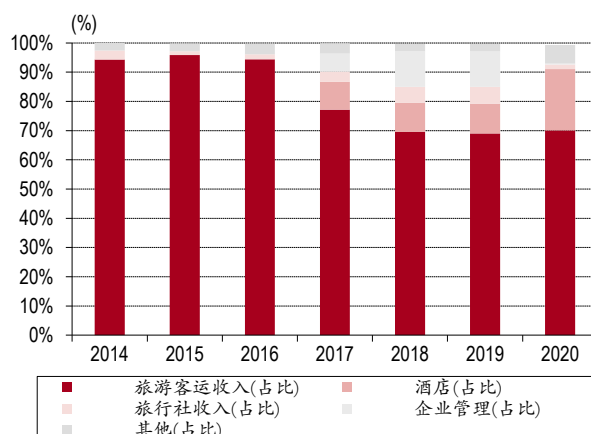
从公司近几年各个季度的营收数据来看，公司经营淡旺季区分明显，第三季度是公司营收旺季，主要原因系长白山地区冬天寒冷且持续时间长，旅客偏好更温暖的暑期前往长白山景区出游。

图表 4. 长白山各季度营收占比情况



资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 长白山各主营业务营收占比情况



资料来源：公司年报，中银证券

但自从公司布局酒店业以来，第三季度营收占比下降，第四季度营收占比显著上升。在疫情后的 2020 年，因疫情的好转以及冰雪运动的热潮来临使得第四季度营收来到了占比 33.27% 的高位。从公司的各项主营业务收入占比来看，第一阶段，公司旅游客运收入占比 95% 左右，是绝对的核心业务。第二阶段，公司形成以托管的“皇冠假日酒店”和自营的火山温泉会馆为核心的酒店业务。主营业务收入占比有所调整，旅游客运收入占比不断下降，酒店收入占比不断上升。在疫情后的 2020 年，酒店收入占比达到了 20.97% 的高水平，主要原因系定价的上升以及入住率的同比增长。

2 冰雪旅游行业现状与发展前景分析

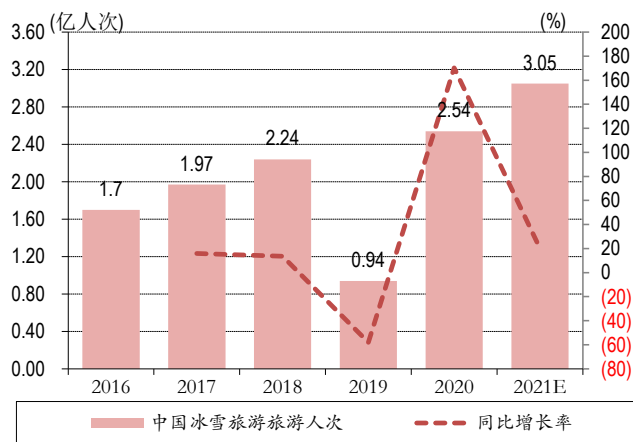
2.1 中国冰雪旅游行业现状

疫下冰雪生态旅游暂承压，多重利好振兴产业发展。自 2015 年北京获得 2022 年冬奥会举办权以来，冰雪旅游产业增长趋势明显，冬季奥运会进入中国使全国参与冰雪活动的热情空前高涨，冰雪旅游进入了平稳快速增长的黄金时代。

根据中国旅游研究院数据，2016-2018 年期间，中国冰雪旅游总人次和冰雪旅游总收入持续增长。2018 年至 2019 年冰雪季中国冰雪旅游人次达 2.24 亿，冰雪旅游收入约为 3,860 亿元，同比分别增长 13.7%、17.1%，维持了快速增长势头，冰雪旅游正在成为百姓的一种时尚生活方式。又据《中国冰雪旅游发展报告（2018）》，若无新冠疫情影响，预计到 2021-2022 冰雪季，我国冰雪旅游人数将达到 3.4 亿人次、冰雪旅游收入将达到 6,800 亿元，“三亿人参与冰雪运动”目标将超额完成，冰雪旅游会成为践行 2022 年北京冬奥会庄严承诺的旅游担当。但是受 2019 年年末新冠疫情影响，当年冰雪旅游旺季搁浅，据《中国冰雪旅游发展报告（2021）》综合测算，2019 年到 2020 年冰雪季我国冰雪旅游人数约 0.94 亿人次，冰雪旅游收入约 1,460 亿元，旅游收入和人次分别同比减少 62.18%、58.04%。

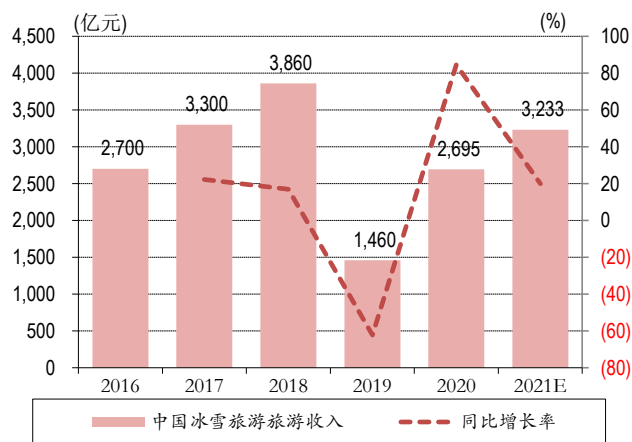
在抗疫期间，中央和地方政府纷纷出台了综合性扶持政策，冰雪旅游企业受益较大，市场信心恢复迅速，2022 年 1 月 5 日发布的《中国冰雪旅游发展报告（2022）》指出，虽受持续疫情影响，在北京冬奥会、冰雪出境旅游回流、旅游消费升级以及冰雪设施全国布局等供需双方共同刺激下，全国冰雪休闲旅游人数从 2016—2017 冰雪季的 1.7 亿人次增加至 2020—2021 冰雪季的 2.54 亿人次，超过疫情前水平，预计 2021—2022 冰雪季我国冰雪休闲旅游人数将达到 3.05 亿人次，我国冰雪休闲旅游收入有望达到 3,233 亿元。

图表 6. 中国冰雪旅游总人次



资料来源：文化和旅游部，中银证券

图表 7. 中国冰雪旅游总收入



资料来源：文化和旅游部，中银证券

在大众冰雪旅游的带动下，我国冰雪产业已形成以冰雪旅游为核心、冰雪运动为基础、冰雪文化为引领、冰雪设备制造为支撑、冰雪康养为特色、冰雪度假地产为补充的“1+5”冰雪产业体系，冰雪旅游也成为冬季旅游和冰雪经济的双核心产业。

北方冰雪市场继续主力引领地位，冰雪旅游主要依靠传统资源。根据携程跟团游和自由行的预订数据，2018年11月至2019年4月，哈尔滨成为冰雪旅游人气最高的城市，其冬季平均积雪天数在105天左右，已经打造出冰雪大世界、冰灯游园会、雪雕游园会和国际冰雕等旅游产品。雪乡经过整改之后重新开园，再度迎来游客高峰。中国旅游研究院和马蜂窝旅游联合发布《中国冰雪旅游消费大数据报告（2022）》数据显示，2021至2022冰雪季游客喜爱的冰雪旅游目的地前十分别是哈尔滨、牡丹江、张家口、伊春、保定、沈阳、乌鲁木齐、阿勒泰地区、长春、长白山保护开发区。热门目的地集中在东北地区。哈尔滨连续多年成为冰雪旅游人气最高的城市，其冬季平均积雪天数在105天左右，具有较高冰雪资源优势。长白山凭借突出的冰雪和温泉资源成为高端游客出行的重要选择。南方冰雪旅游市场需求旺盛，冰雪旅游偏向休闲娱乐。南方虽然受限于气候特点，给冰雪运动的开展带来了较大挑战，为了在无降雪的天气条件下也可以满足全年体验冰雪体验需求，南方更多城市选择建造室内冰雪乐园及人工降雪滑道，让更多的游客感受到冰雪乐趣。

2.2 价值提升空间齐聚，铁路升级带来新机会

量的提升：

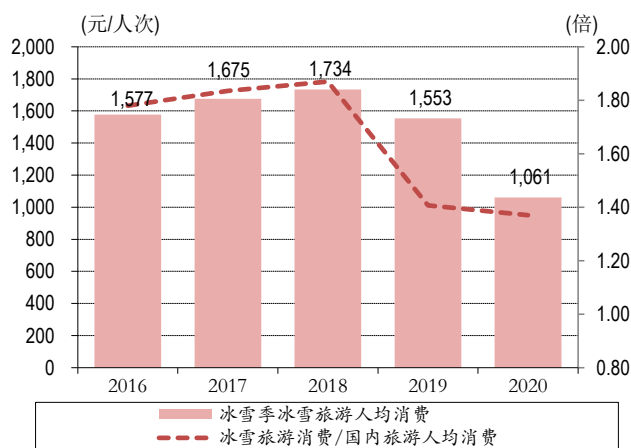
1) **冰雪旅游正从体制完善走向机制构建。**国家层面出台的涉及冰雪旅游的政策有超过14项，内容涉及到冰雪消费、国民健康、冰雪运动、冰雪器材装备、群众体育、场地设施、青少年冰雪参与、旅游等，河北、黑龙江、吉林、北京等重点省市出台了22项涉及冰雪旅游的产业政策。虽然冰雪旅游促进政策的数量已经很多，但是由于冰雪旅游的综合性，还存在着冰雪文化氛围营造、市场培育、四季经营、产品创新、冬奥可持续利用等挑战。但政策红利和冰雪热有望继续提高冰雪旅游及运动的参与度及参与人数。

2) **东北方向多条铁路开通提高旅游便捷性。**对于长白山旅游区，沈佳高铁白敦段运营两条高铁的开通将全面破解长白山大交通选择较少难题，有望为东北三省引进京津冀沿线2亿多的潜在游客市场到访长白山，北方市场高效便捷的出行选择初露端倪。长白山目前已经逐步形成了嫁接以高铁为代表的大交通与目的地及景区交通的网络，对于游客行中体验的提升形成助力。对于冰雪旅游景区来说，高铁的开通一方面或将带来游客的增量，一方面或将延长游客的停留时间，对于公司拓展新的业务与深挖目的地资源，可能利好营收及利润增厚。此外，各地政府的产业支持政策也将有利于形成促进冰雪旅游及冰雪文化发展的动力源泉。

价的提升：

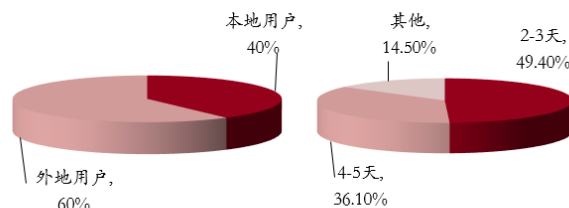
1) **冰雪旅游人均消费水平较高，拉动内需增长能力更强。**根据中国旅游研究院数据，2016年到2018年期间，我国冰雪旅游人均消费比国内旅游人均消费大约在1.8倍左右，冰雪旅游的人均消费水平相对更高，对于内需的拉动能力突出。2019年末的新冠疫情导致文旅类企业业务受较大影响，其中疫情前发展稳步增长的冰雪旅游业也遇到困境。《中国旅游发展报告（2022）》调查显示，2020至2021冰雪季，我国冰雪旅游人均消费比国内旅游人均消费下降到1.37倍，人均消费水平也来到近五年最低的1,061元/人次，比2018-2019冰雪季人均消费的1734元要低673元，但比2020年我国整体旅游业中游客人均消费775元要高286元，疫下冰雪旅游仍然维持着人均消费较高的特征。《中国旅游发展报告（2021）》调查显示，有53%以上的消费者选择维持增加其消费水平或者增加预算。又据中国旅游研究院和美团消费大数据报告显示，2020年下半年开始的冰雪季，冰雪产品的定单和金额分别同比增加了13.61%和23.46%。此外，有42.3%的旅游者倾向于近距离冰雪旅游目的地，36%游客倾向于远距离冰雪旅游目的地，17.8%游客表示会体验远、近两类冰雪旅游目的地，冰雪旅游目的地内需旺盛。

图表 8. 中国冰雪旅游人均消费情况



资料来源：文化和旅游部，中银证券

图表 9. 中国冰雪旅游消费结构



资料来源：文化和旅游部，中银证券

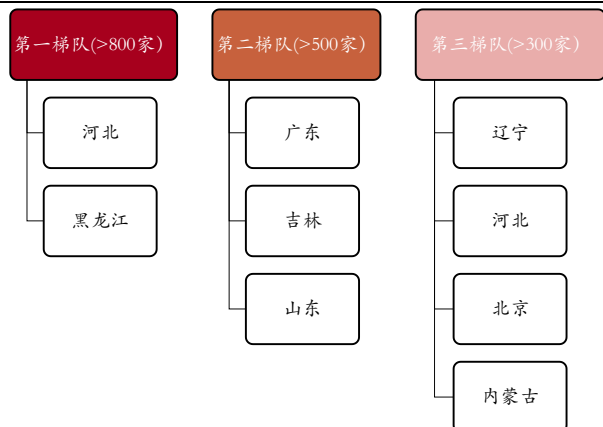
2) 冰雪旅游产品升级，高端化、定制化成为主流趋势。在疫情防控常态化下，随着我国旅游者消费能力和经验的增加，冰雪旅游消费方式和组织形式都在发生显著变化，散客、定制、周边游、家庭游、自驾游、无接触智慧旅游逐步成为新的需求特征。中国旅游研究院发布的《中国冰雪旅游发展报告（2021）》的数据显示，从客源构成来看，本地区游客占到将近60%，冰雪旅游本地化特征显著，有望兼具本地人常来、外地人必来的特征；从旅行时间来看，冰雪旅游通常为中短途旅游，选择2-3天出游时长的游客最多，占比为49.4%，其次是选择4-5天出游时长的游客，占比为36.1%；从冰雪旅游花费的构成来看，住宿的花费最大，其次为交通、游览门票、购物、饮食、娱乐和其他消费。

2.3 中国冰雪旅游行业发展前景：机遇与挑战并存

机遇：

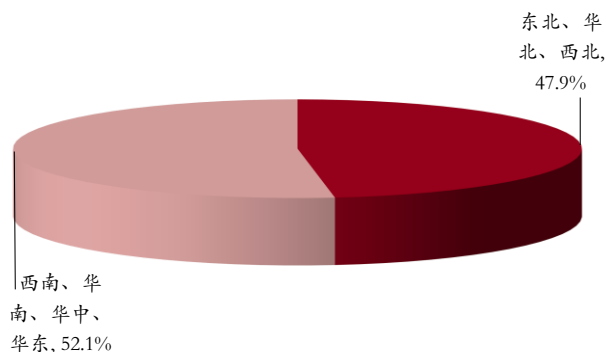
第一，冰雪旅游产业兴旺。全国将近7,000家冰雪旅游企业推动冰天雪地变成金山银山，冰雪旅游市场潜力巨大。根据中国旅游研究院战略所韩元军研究员代表课题组发布《中国冰雪旅游发展报告2021》数据，境内注册的经营冰雪旅游相关业务的企业是6,540家，近三年每年以15%的速度增加。从企业注册的分布来看河北、黑龙江两省位列前两位，注册企业均达到800家以上，广东、吉林、山东列第二梯队，分别达到500家，辽宁、河南、北京、内蒙古组成第三梯队，分别达到有300家以上；此外，冰雪概念上市公司数量已经有25家，以京津冀以及沿海地区为主，其中北京最为集中有12家，福建、浙江、山东分别名列前茅。

图表 10. 冰雪游相关业务企业注册情况



资料来源：中国旅游研究院，中银证券

图表 11. 2018-2021 年冰雪投资南北趋向平衡



资料来源：中国旅游研究院，中银证券

第二，冰雪旅游投资火热。新兴冰雪旅游目的地成为重要的区域，据《中国冰雪旅游发展报告（2021）》统计，2018年到2020年3年间我国冰雪旅游的重资产投资项目总投资规模将近9,000亿元，其中2020年有3,000亿元，从整个投资的额度分布来看，吉林、湖北、广东位列前三位，湖北、广东两省也有近千亿元的投资，南方原传统的冰雪旅游客源地转型为目的，也成为重要投资的区域；此外，房地产企业投资冰雪小镇、度假综合体成为主导，占比将近50%。《中国冰雪旅游发展报告（2022）》显示，2018—2021四年间，三北（东北、华北、西北）地区吸纳的投资金额占比47.9%，而其余四区（西南、华南、华中、华东）的投资金额占比达到了52.1%，南北趋向平衡。在包括铁路、公路、交通枢纽等交通基础投资专项方面，我国2016年以来建成的冰雪旅游交通项目共计128个，投资总额达到2.47万亿元。未来这些投资的项目在落地运营后，有望带来冰雪产业规模的大幅提升。

第三，冰雪旅游需求演变。在新的疫情防控和消费回流的背景下，冰雪旅游整体需求结构出现新的变化。主要体现在周边游越发普遍，亲子家庭游、智能化、定制化、散客化也成为冰雪旅游新的变化体现。在冰雪旅游过程当中通常会选择当地的星级酒店或者是精品民宿，反映出消费者对于标准化、品牌化和精品化的住宿需求的青睐。冰雪旅游消费需求的不断升级倒逼整个冰雪旅游产业链升级，促进相关企业开始注重提供附加值高的旅游服务产品。

第四，多产业融合发展。公司冰雪旅游产品创新将更加注重在场景营造、文化引领、科技赋能三个层次上实现融合，主要体现在冰雪旅游与新农村的融合产生冰雪乡村旅游的新业态，冰雪旅游也与交通、农产品、小商品、文创等进一步融合。此外，冰雪旅游自身在旅游业态的共生共融，也可能在产品的设计、产品体验、渠道建设、营销宣传等方面实现共振。

第五，中央出台政策保障，冰雪旅游上升为国家战略。2018年3月，中国旅游研究院副院长李仲广表示，我国已经成为冰雪旅游大国，正在向冰雪旅游强国迈进，中国冰雪旅游时代已经来临。2019年中央首次在文件中明确提出大力发展冰雪旅游，为我国冰雪旅游跨越式发展提供了政策保障。国务院及相关部委随后密集出台了系列涉及支持冰雪旅游发展的产业政策，冰雪旅游成为众多国家战略的交汇点。2019年3月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于以2022年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》，提出“推动冰雪旅游产业发展，促进冰雪产业与相关产业深度融合”。国务院办公厅《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》，提出“支持新疆、内蒙古、东北三省等地区大力发展寒地冰雪经济”。2020年全国文化和旅游厅局长会议明确提出“推动冰雪旅游、邮轮旅游、自驾游发展”。在中央和各部委推动下，冰雪旅游发展合力正在形成，冰雪旅游正式上升为国家战略。

图表 12. 振兴冰雪旅游政策以及重大事件

时间	政策以及重大事件
2015年7月31日	北京击败阿拉木图，赢得2022年第24届冬季奥林匹克运动会的举办权
2016年3月7日	习近平总书记在参加十二届全国人大四次会议黑龙江代表团审议时指出“绿水青山是金山银山，黑龙江的冰天雪地也是金山银山。”
2018年2月26日	平昌冬奥会的火炬缓缓熄灭，冬奥会从今夜起正式进入北京时间。
2018年3月	中国旅游研究院发布《中国冰雪旅游发展报告(2017)》，中国旅游研究院副院长李仲广表示，我国已经成为冰雪旅游大国，正在向冰雪旅游强国迈进。可以说，中国冰雪旅游时代已经来临。
2018年12月23日	中国旅游研究院发布了《中国冰雪旅游发展报告（2018）》，2017年全国冰雪旅游发展实现从政策提出到项目落地实施的关键一年，冰雪旅游消费和投资带动地方经济社会全面发展。
2019年3月31日	国务院办公厅印发《关于以2022年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》，提出“推动冰雪旅游产业发展，促进冰雪产业与相关产业深度融合”。
2019年9月17日	国务院办公厅《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》，提出“支持新疆、内蒙古、东北三省等地区大力发展寒地冰雪经济”。
2019年10月17日	2019国际冬季运动博览会在北京国家会议中心举办。博览会主论坛上，中国冰雪旅游指数正式发布。该指数包括中国冰雪运动目的地指数和中国冰雪休闲目的地指数两部分。
2020年1月5日	中国旅游研究院发布了《中国冰雪旅游发展报告（2020）》，预测冰雪旅游将成为我国冬季旅游和冰雪经济的核心引擎。
2020年1月13日	2020年全国文化和旅游厅局长会议明确提出“推动冰雪旅游、邮轮旅游、自驾游发展”。
2021年1月5日	中国旅游研究院战略所韩元军研究员代表课题组发布《中国冰雪旅游发展报告 2021》，会上指出共同抗击疫情振兴冰雪旅游的信心已经恢复。
2021年2月10日	文化和旅游部、国家发展改革委、国家体育总局三部委联合印发《冰雪旅游发展行动计划（2021-2023年）》，推动我国冰雪旅游高质量发展，同时助力北京冬奥会。

资料来源：国务院办公厅，文化和旅游部，中银证券

挑战:

第一，冰雪旅游政策的制定与落地。由于我国冰雪旅游开展时间相对较晚，市场化机制相对缺乏，但国家到地方出台的相关促进政策使冰雪旅游发展收获良好宏观环境，目前政策的落地如何联动市场化发展可能成为一大挑战。第二，冰雪旅游产品设计与体验相对单一，暂时没有形成市场上具有美誉度和知名度的品牌及影响力，冰雪旅游消费需求以及可能形成的冰雪消费回流亟需兼具品质和数量的产品进行回应。第三个，国内冰雪旅游市场主体仍需面对来自全球的竞争。根据《冰雪旅游发展报告 2021》调查显示，俄罗斯、日本、韩国是国人冰雪旅游目的地喜爱度最高的目的地，我国冰雪旅游参与主体不仅需要应对冰雪旅游热后国内目的地的竞争，仍需要面临在未来疫情恢复后国外冰雪目的地对中国游客冰雪旅游需求的分流。第四，提升潜在旅游者对冰雪旅游的认识以及完善配套。冰雪旅游由于受南北气候条件以及发展程度影响，国人对于冰雪旅游的认识相对匮乏，同时冰雪旅游的产业联动及配套仍与先进地区存在差距。第五，冰雪旅游目的地如何平滑淡旺季间的差异可能决定产业规模发展的前景。

2.4 中国冰雪旅游行业市场规模预测

随着冰雪旅游热度不断上升，同时在政策利好、2022 年冬奥会等利好因素支撑下，冰雪旅游市场前景广阔。中国旅游研究院预计到“十四五”规划末期的 2025 年，我国冰雪旅游人数将超过 5 亿人次，冰雪旅游收入超过 1.1 万亿元，冰雪旅游将成为我国冬季旅游和冰雪经济的核心引擎。

- 1) 根据《中国冰雪旅游发展报告（2022）》数据，以 2020-2021 冰雪季的人均消费 1,061 元为基数，考虑到 2016 至 2021 期间人均消费因疫情扰动先升后降，推测消费增速会在 2021-2022 冰雪季仍因疫情因素而较缓慢，此后三年冰雪季以较高增速逐渐恢复并超过此前峰值至 2,149 元。
- 2) 《中国冰雪旅游发展报告（2022）》中预计 2021-2022 冰雪季我国冰雪休闲旅游人数将达到 3.05 亿人次，为过滤掉干扰因素，剔除受疫情影响的 2019-2021 期间的增速后得到 2016-2022E 期间的冰雪季旅游人次增速均值为 17%，考虑到冬奥会热点与各地室内及户外雪场持续增加投运的共同催化作用，预计此后三年冰雪季旅游人数将分别以 18%、19%、20% 的增速增至 3.60、4.28、5.14 亿人次，分别对应旅游收入（人均消费乘以人次）5,155、7,688、11,042 亿元。
- 3) 根据《中国冰雪旅游消费大数据报告（2022）》中统计的近三年冰雪季各区域热度分布数据，东北地区始终维持较高占比，华中、西北地区热度占比持续增长。假设各地区旅游收入与热度占比呈正向关系。考虑到各地区冰雪游发展趋向成熟，仅以 1% 为单位微调未来各区域之间占比变化，并通过全国数据与占比相乘得到各地区至 2025 年的冰雪旅游人次及收入大致预测。

图表 13. 2021-2025 冰雪旅游市场规模测算

冰雪季	2021-2022			2022-2023			2023-2024			2024-2025		
人均消费增速(%)	8%			25%			25%			20%		
人均消费 (元)	1,146			1,432			1,790			2,149		
全国	人次		收入	人次		收入	人次		收入	人次		收入
	(亿)	(亿元)		(亿)	(亿元)		(亿)	(亿元)		(亿)	(亿元)	
	3.05		3,495	3.60		5,155	4.28		7,668	5.14		11,042
分区域	人次		收入	人次		收入	人次		收入	人次		收入
	占比	(亿)	(亿元)	占比	(亿)	(亿元)	占比	(亿)	(亿元)	占比	(亿)	(亿元)
东北	30%	0.92	1,048	30%	1.08	1,547	30%	1.28	2,300	30%	1.54	3,313
华北	17%	0.52	594	16%	0.58	825	15%	0.64	1,150	15%	0.77	1,656
华东	15%	0.46	524	14%	0.50	722	14%	0.60	1,074	13%	0.67	1,435
华中	13%	0.40	454	14%	0.50	722	15%	0.64	1,150	16%	0.82	1,767
西北	11%	0.34	384	12%	0.43	619	13%	0.56	997	14%	0.72	1,546
西南	10%	0.31	349	10%	0.36	516	9%	0.39	690	8%	0.41	883
华南	4%	0.12	140	4%	0.14	206	4%	0.17	307	4%	0.21	442

资料来源：中国旅游研究院，中银证券

3 冰雪游客运为核心，温泉、酒店、旅行社多业态协同发展

3.1 长白山景区：兼顾“绿水青山”和“冰天雪地”

中国东北最高峰，兼具自然品质和文化内涵。长白山景区是国家5A级景区，素有“千年积雪万年松，直上人间第一峰”的美誉，是中华十大名山之一。长白山及其天池、瀑布、雪雕、林海等等，曾多次入选“吉尼斯”世界之最记录，更有中华十大名山、中国最美的五大湖泊、中国最美的十大森林等等的美誉。长白山景区处于东亚大陆边缘，地貌为典型的火山地貌。同时，长白山景区属于温带大陆性山地气候，其特点是冬季漫长凛冽，夏季短暂温凉，夏季日间平均气温不超过22℃，堪称舒适宜人的避暑圣地。

图表 14. 长白山景区兼具自然品质和文化内涵

景区类型	景点
人文历史景观	八卦庙：位于天豁峰的缓坡地至山根约200m，南距天池100m，西与龙门峰相对，为木质结构，三重壁，最外层为不等距的八角形，有崇德寺、宗德寺、尊德寺之说，为1928年崔时玄建造。
人文历史景观	女真祭台：位于天池东钓鱼台上。据《长白山江冈志略》载“台上有一石堆，相传女真国王登白山祭天池曾筑石于台上，故今尚有遗迹。”
人文历史景观	满族发祥地：金朝女真人在东北建立政权，将长白山视为“兴邦之地”、“旧邦之镇”，先被封王，后被尊称为帝，并建立庙宇。保护区附近的一些居民至今还沿袭着许多满族的风俗习惯。
人文历史景观	朝鲜民族风情：长白山区也是朝鲜族人民的聚集地。旅游沿线有许多具有代表性的朝鲜族村屯分布。
自然景观	炭化木生成带：位于长白山南坡旅游公路边缘，可沿途观赏，为火山喷发森林植被炭化形成，由于未待燃尽，瞬间又被火山碎屑和熔岩流掩埋在地下。
自然景观	冰雪景观：长白山冬季历来以雪白、雪纯、雪厚和雪质好而著称。冬季的长白山一派北国风光，茫茫林海雪原，银装素裹。
自然景观	秀美的水域风光：天池、小天池、鸳鸯湖、长白瀑布、锦江瀑布、温泉、梯子河、王池、圆池
自然景观	独特植被景观：植被垂直分布景观、万亩高山大花园、地下森林
自然景观	火山地貌：长白山是典型的休眠火山，其火山地貌十分典型，地貌类型主要有火山熔岩地貌、流水地貌、喀斯特（岩溶）地貌和冰川冰缘地貌。拥有火山群峰、鸭绿江大峡谷、老虎背、锦江大峡谷等火山地貌景区

资料来源：长白山保护开发区管理委员会官网，中银证券

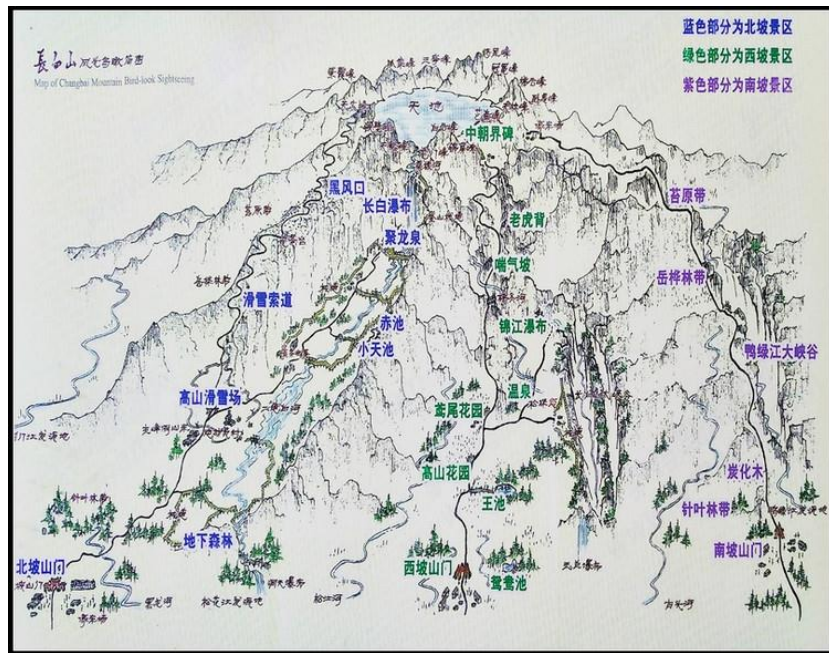
长白山著名景点有长白山天池、长白瀑布、聚龙泉和黑风口等。其中天池是中国最高最大的高山湖泊，是东北三条大江：松花江、鸭绿江、图们江的发源地。以天池为中心，沿长白山山体划分出北坡、西坡、南坡三个景区，三个景区均可游览长白山主要景点天池。三个景区分别售票，实行封闭式管理，游客到达顶峰后可由不同角度观赏长白山天池。

图表 15. 长白山北坡、西坡、南坡三景区

景区	落脚点	票价	游客承载量	景点
北坡	二道白河镇	125 元/人	25,000 人	小天池—聚龙温泉群—长白瀑布—绿渊潭—北坡天池—北坡山门—天女浴躬池—地下森林
西坡	松江河镇	125 元/人	13,000 人	鸢尾花园(季节性景点)—西坡山门—西坡天池—王池—梯子河—松桦恋—高山花园(季节性景点)—锦江大峡谷
南坡	长白镇	125 元/人	5,000 人	岳桦双瀑—鸭绿江大峡谷—南坡天池—炭化木遗址—南坡山门—南麓高山花园—长白石林—火山熔岩峡谷

资料来源：长白山保护开发区管理委员会官网，中银证券

图表 16. 长白山景区



资料来源：长白山景区官网，中银证券

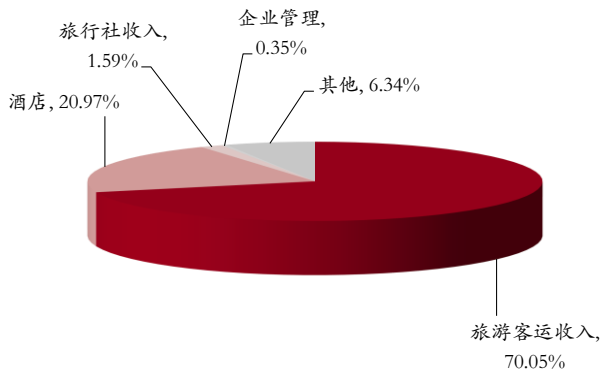
3.2 旅游客运业务

公司是长白山保护开发区最大的旅游客运公司，同时也是景区保有车辆最多的旅运公司，通过建立安全管理标准、服务管理标准等操作化流程，公司已经走在了景区类管理的前列。公司通过招、拍、挂程序取得了长白山景区内旅游客运、区间和环山公路旅游包车客运经营许可（权），有偿使用费为每年110万元，有效期自2010年8月21日至2030年8月21日。公司拥有北、西、南景区交通运营线路的独家经营权。根据长白山旅游发展趋势，凭借公司的管理经验，公司正在不断延伸旅游客运业务。自公司上市以来，旅游客运收入一直是公司绝对的核心业务，支撑着公司良好的业绩状况。2014-2016年期间，旅游客运收入对公司营业收入贡献高达90%。随着公司布局酒店业，虽然旅游客运收入绝对值并未出现较大变化，但是由于公司总营收的增加，旅游客运收入对于总营收的贡献比例下降到70%左右。

旅游客运是公司的核心业务及盈利核心，也是未来整合上下游资源，拓展产业外延，做大营收利润的重要基础。未来公司将全力抢占高铁时代游客出行的市场，加大交通板块的投入，开设更多直达景区业务的环线，持续拓展网约、专车、自驾包车、房车租赁等相关业务。旅游客运的毛利率水平自公司上市以来稳定在 55% 左右的高水平，略高于公司整体毛利率。旅游客运的独家经营资质是公司利润和发展优势的保障。但受到新冠疫情冲击，2020 年公司旅游客运收入 1.03 亿元，yoy-67.94%，毛利率-3.06%，自公司上市以来首次亏损。疫情带来的景区人流骤减导致了公司旅游客运收入和盈利能力的大幅下滑。旅游客运业务未来可能的风险在于：经营权到期后，公司存在不能取得经营权的风险或许可费大幅上升的风险。如公司不能在到期日以后取得经营权，公司将无法继续经营长白山景区内旅游客运业务；如经营权使用费大幅上升，公司的经营业绩将会受到较大不利影响。

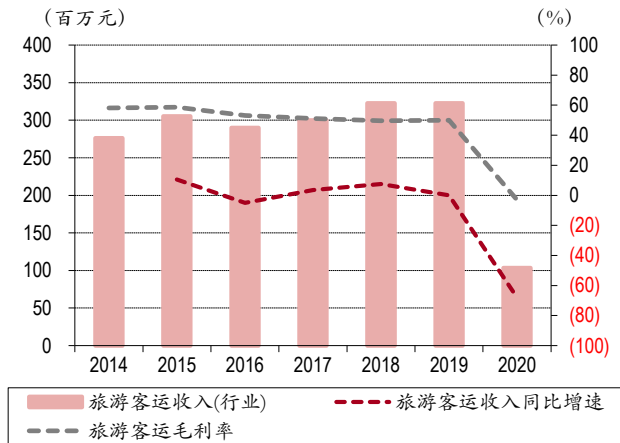
2022年预计国内疫情影响面相对减小，旅游客运业务有望通过景区环线交通和碎片化旅游服务的恢复保持恢复动力。公司在疫情影响较大的2020至2021年期间，通过各项措施确保经营团队及员工稳定，为疫情后的恢复奠定基础。此外，公司在疫情后践行成本管控战略，并在2020年及2021年取得一定成效，预计在未来的发展中，降本增效也将成为保障公司高质量发展的重要措施之一，使公司有望呈现营收增速高于成本增速的局面。若国内疫情不出现大面积反复，作为公司主营业务的旅游客运将在外围大交通明显改善的前提下，有望逐步形成点、线、面相互通联的网络化服务体系，为进山以及周边游客提供更完善的服务，为业务的增长带来动力。

图表 17. 旅游客运为公司核心业务营收部分



资料来源：公司年报，中银证券

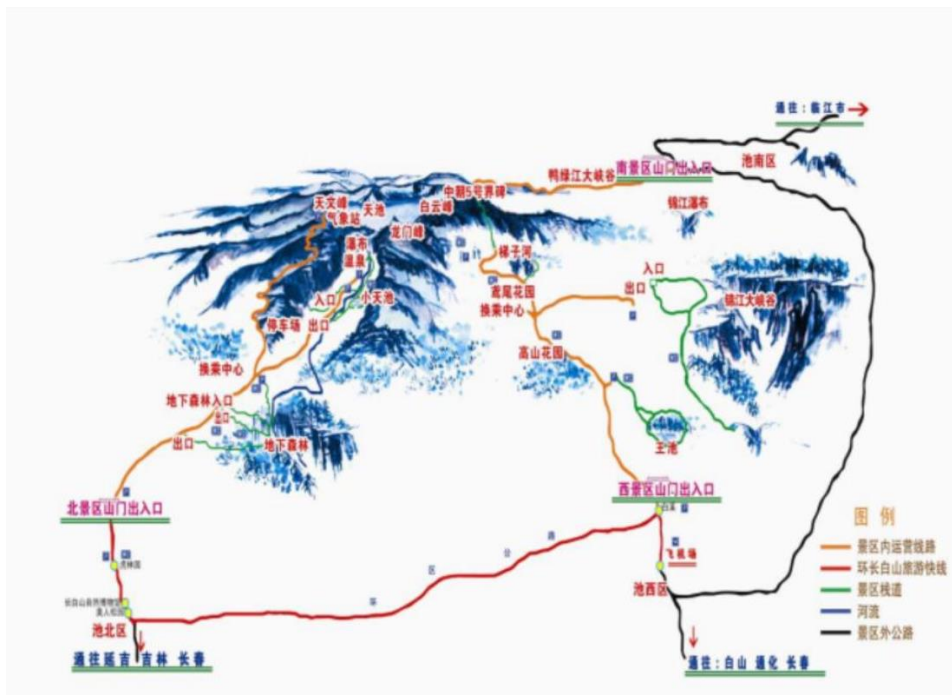
图表 18. 旅游客运业务营收和毛利率



资料来源：公司年报，中银证券

长白山旅行客运的独立运营权和良好的自然资源保证获客能力。景区外的环长白山旅游快线连接了长白山西景区、北景区及景区外的部分景点和客源集中地。目前公司独家拥有长白山景区内环保车、倒站车的经营许可及收费权，也是目前长白山保护开发区唯一获得运输主管部门批准运营景区外环旅游快线的企业。由于定点经停、发车时间固定等原因，旅游快线的乘坐率相对(景区内客运车)较低，出租车和叫车形式成为旅游快线业务的潜在主要竞争对手。但目前客运竞争对手主要仍为个体运营形式，而出租车与私家车都禁止参与景区内的交通营运，所以相对垄断的经营环境为公司发展在一定程度上提供了先发条件。交通客运业务依旧有望是未来公司最核心的利润来源。

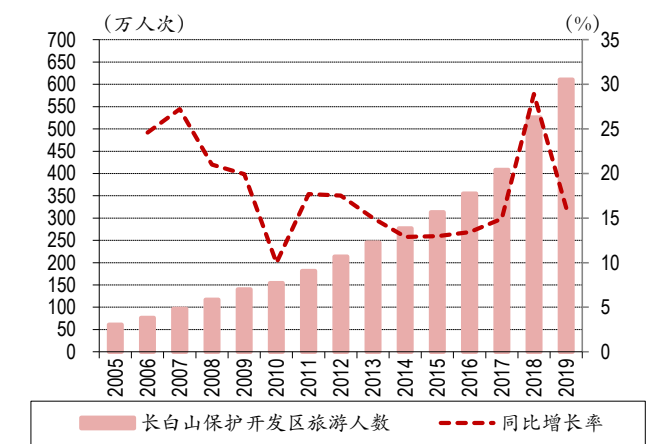
图表 19. 长白山旅游专线运营线路覆盖各主要景区



资料来源：公司招股说明书，中银证券

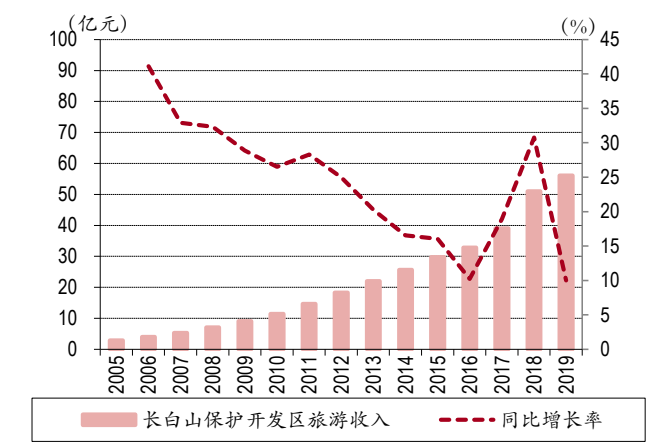
国家大力推进冰雪旅游，长白山景区旅游增速不断上升：2016 年之前，长白山保护开发区旅游人数和旅游收入保持逐年上升趋势，分别由 2005 年的 61 万人次、2.82 亿元增至 2016 年的 355 万人次、32.8 亿元，但旅游人数增速不稳定，且旅游收入增速由 41.13% 逐年放缓至 10.22%。但自 2015 年北京获得 2022 年冬奥会举办权以来，冰雪旅游产业增长趋势明显，国务院及相关部委随后密集出台了一系列涉及支持冰雪旅游发展的产业政策，冰雪旅游成为众多国家战略的交汇点，冰雪旅游进入了平稳快速增长的黄金时代。长白山作为我国重要的冰雪旅游目的地，跟随时代发展的步伐，也获得了快速增长的动能。2016 年到 2018 年期间，长白山保护开发区旅游人数和旅游收入不断增长，增速也呈现持续趋势。但是 2019 年年底新冠疫情爆发，冰雪旅游是最先受到影响的旅游子行业。虽然 2019 年长白山保护开发区实现旅游人数 610.7 万人，但是同比增速下降到 16.10%，实现旅游收入 56.1 亿元，同比增速下降到 10%。受疫情影响，长白山保护开发区冰雪旅游业绩高速增长趋势暂时受阻。

图表 20. 长白山保护开发区旅游人数



资料来源：长白山保护开发区管理委员会官网，中银证券

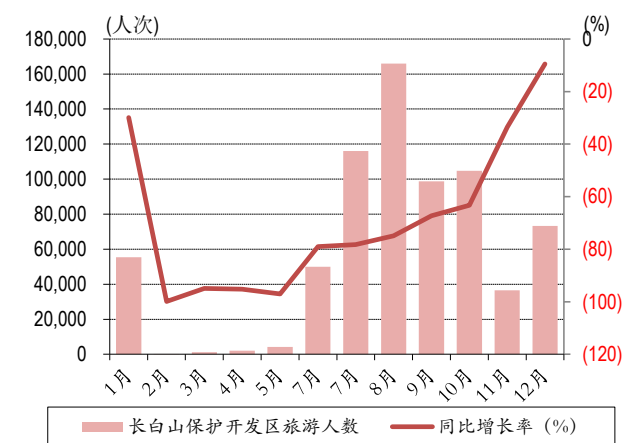
图表 21. 长白山保护开发区旅游收入



资料来源：长白山保护开发区管理委员会官网，中银证券

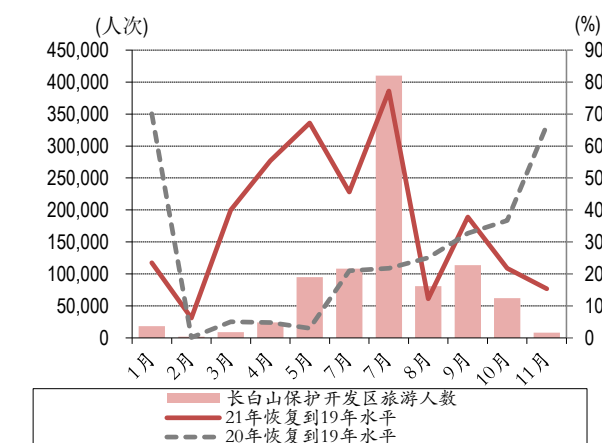
疫情下保护区冰雪旅游暂承压，弹性恢复显示需求未减。2020 年元旦当日，长白山保护开发区共接待游客 3,756 人次，较 2019 年元旦当日的 3,202 人次增加 554 人，增长 17.3%。而后受新冠疫情影响，长白山保护开发区 20H1 旅游人数较疫情前 19 年大幅下滑，其中前五个月长白山保护开发区共接待游客 6.3 万人次，同比下降 82.4%。进入第三季度旅游旺季，保护区接待旅客人数仍同比大幅下滑，但是下滑程度较 20H1 有所缓和。2020 年“国庆+中秋”8 天小长假（注：10 月 5 日由于大雪封山一天），长白山保护开发区共接待游客 65,492 人次。单日最高接待量出现在 10 月 3 日，共接待游客 23,575 人，占总接待量的 36%。进入第四季度，长白山保护开发区接待旅客人数同比 19 年下滑幅度进一步缩小。由于 20 年 1 月份长白山保护开发区旅游暂未受到新冠疫情影响，因此 21 年 1 月份接待游客人数同比 20 年有所下滑，恢复程度不及 20 年。截止到 21 年 7 月份，其余 6 个月保护区接待游客人数恢复程度较 20 年同期都大幅提高，其中 7 月份接待游客人数更是恢复到了 19 年的 77.21%。受 8 月份局部疫情的影响，暑期旺季搁浅，长白山保护开发区接待游客人数大幅下滑，较 20 年同比下降 51.6%。随着国内疫情的逐渐稳定，保护区接待游客人数恢复程度在 9 月份又超过了 20 年同期水平。可见游客人数变化与疫情相关性较大，疫情平稳时长白山旅游需求呈现强势反弹，相信在未来国内疫情防控更加常态化、冬奥会加持和政策利好的背景下，长白山保护开发区有望平稳恢复到疫情前水平。

图表 22. 2020 长白山旅游恢复情况



资料来源：长白山保护开发区管理委员会官网，中银证券

图表 23. 2021 长白山旅游恢复情况



资料来源：长白山保护开发区管理委员会官网，中银证券

战略部署将随着高铁开通之后空间提升，着力打造长白山易出行的品牌，为游客提供全品类、全业态、全时段的交通和出行服务，满足游客交通出行的新方式和新需求。值得关注的是，疫情以来公司城区运营板块的包车和租车业务受到了游客的普遍欢迎。前三季度城区运营收入达到 1,200 万元，同比增长 140%。随着消费结构的变化，未来高铁开通之后，包车租车业务提升空间比较大，公司将加大力度培育城区板块，满足游客的消费需求，创造更多的价值。公司客运业务由于享有独家运营权，其业绩与长白山旅客人数直接相关，未来随着疫情的逐渐恢复和政策利好环境下有望促进业绩的增长。

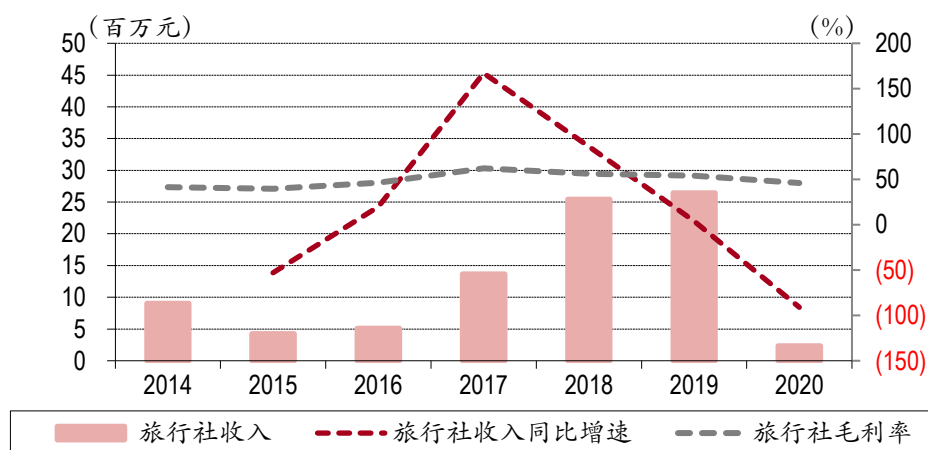
3.3 旅行社业务紧跟冰雪旅游发展

公司下属子公司天池国旅依托长白山景区提供产品，以高端旅游接待为主，拥有丰富的产品系列、稳定的客源和较为完善的营销网络，在接待国内旅游团队和入境游客方面具有较强的竞争能力。天池国旅 2007 年被评为百强国内旅行社，2008 年初成功晋级为国际旅行社，2010 年被省局指定为高端团队的指定地接社，产品主要以休闲度假等特种旅游产品为主，其中王牌产品包括自行车骑行、天池婚礼、日出观光等。目前，天池国旅是唯一一家获得主管单位批准在指定区域范围内开展探险、科考旅游项目的旅行社。

自 2015 年北京获得 2022 年冬奥会举办权以来，全国参与冰雪活动的热情空前高涨，冰雪旅游进入了平稳快速增长的黄金时代。2016-2017 至 2018-2019 冰雪季期间，中国冰雪旅游总人次和冰雪旅游总收入分别由 1.7 亿人次、2,700 亿元逐年增长至 2.24 亿人次、3,860 亿元，2019-2020 冰雪季受疫情影响下降至 0.94 亿人次、1,460 亿元，随着疫情得到控制，2020-2021 冰雪季快速恢复至 2.54 亿人次、2,695 亿元，旅游人次已超疫情前同期。冰雪旅游良好的大环境也给公司的旅行社业务带来利好。公司紧密围绕“赏雪必看、滑雪必玩、戏雪必选、雪季必游”来打造冰雪旅游季产品。借助公司旗下旅行社平台联动景区周边的滑雪场，从冬季观景穿林海、跨雪原、远观瀑布、俯瞰天池等到户外戏雪项目、越野滑雪、雪地摩托车、雪踏岳桦林穿越等，开发出主题鲜明体验感强的深度冰雪体验系列产品。未来公司将加速冰雪、民俗、温泉深度融合脚步，全力打造长白山“冰雪旅游”新名片。

2014-2019 年期间公司旅行社业务营收逐年增长，毛利率稳定在 50% 左右。2016 年习近平总书记在参加十二届全国人大四次会议黑龙江代表团审议时指出“绿水青山是金山银山，黑龙江的冰天雪地也是金山银山。”在该思想的刺激下，2017 年旅行社营收同比增速高达 167.32%。但受到新冠疫情影响，2020 年公司旅行社营收仅 235 万元，yoy-91.12%，公司旅行社业务亟需转型升级。

图表 24. 旅行社业务营收和毛利率



资料来源：公司年报，中银证券

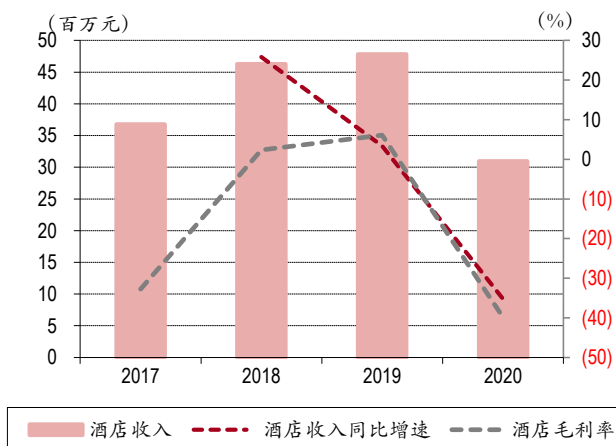
随着消费结构的变化，未来团队游占比下降的趋势可能更为明显。而亲子游、家庭游、高端游将成为旅游消费的主流趋势。公司在战略布局上做出调整，实行了产品策划，研发和终端销售一体的联动，高效衔接能够满足未来游客个性化定制化的消费需求。未来公司也将掌握更多的产品搭建、产品集成和定价权，努力把旅行社板块打造成为长白山乃至吉林省度假游的旗舰。

3.4 酒店及温泉业务

依托长白山得天独厚的自然资源和区位优势，公司投资建设长白山温泉度假酒店，成立天池酒店公司，并与英国洲际酒店管理集团合作使用皇冠假日品牌，于2016年12月末投入运营，业务覆盖住宿服务、餐饮服务、会议服务、旅游信息咨询等，酒店已成为长白山地区标志性酒店，对提高游客接待水平起到积极作用。自营的温泉管理业务已经完成了基本的市场培育。对于酒店管理板块，已经形成了自有的山地酒店的运营管理经验及管理标准，正在不断探索酒店管理输出业务，预计具有一定的市场增长空间。

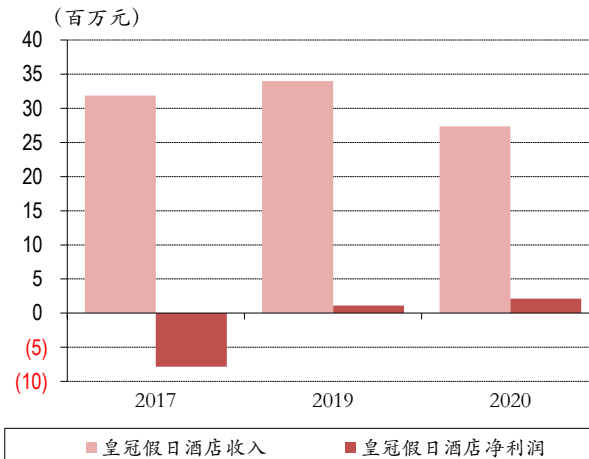
酒店业务营收在2017-2019年期间逐年增长，2017年酒店业务毛利率为负，主要原因系皇冠酒店2016年摊销的开办费由于备品到货时间部分摊销在本年度，使成本有所增加。同时酒店在营销方面处于渠道建设的初期阶段，市场需要培育过程。公司持续控制成本，加大营销力度，在提升服务质量上下功夫，力求效益实现大幅提升，实现了毛利率由负转正，并逐年增长。但是，2020年受新冠疫情影响，实现营收0.31亿元，yoy-35.28%，毛利率为-39.94%。从具体的酒店业务来看，疫情期间，皇冠假日酒店净利润仍然为正，yoy+93.58%，而自营的火山温泉会馆受疫情影响较大，由盈转亏。

图表 25. 酒店业务营收和毛利率



资料来源：公司年报，中银证券

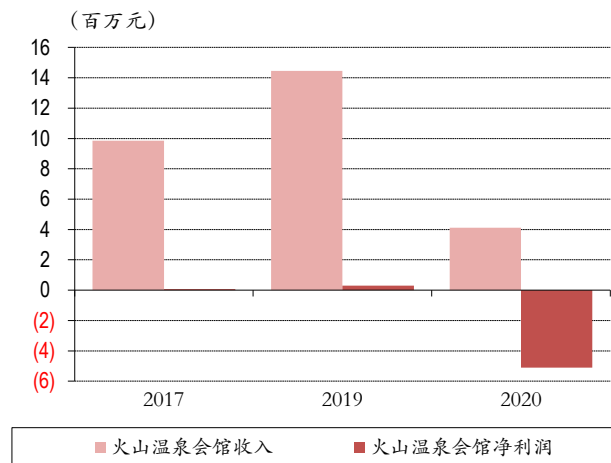
图表 26. 皇冠假日酒店营收和净利润



资料来源：公司年报（其中2018年末披露），中银证券

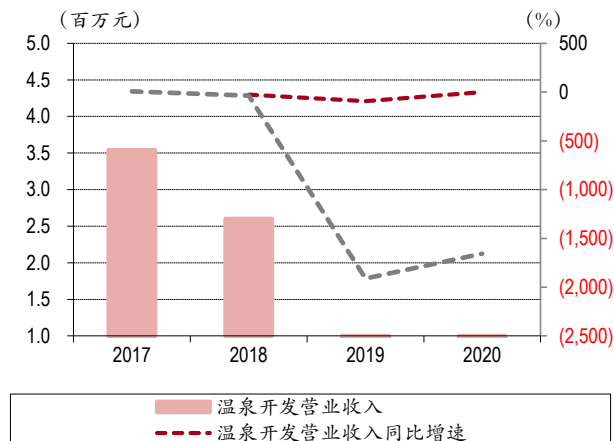
高铁时代酒店还将提供长白山高铁加酒店的接送服务，为自由行度假客人提供更加便利的旅游行中体验，此外还会联合周边的景区景点雪场进行集成销售，丰富酒店产品的权益，提高宾客入住的天数，从而提高收益能力。

图表 27. 火山温泉会馆营收和净利润



资料来源：公司年报（其中 2018 年未披露），中银证券

图表 28. 温泉开发营收和毛利率



资料来源：公司年报，中银证券

温泉水开发、利用业务是公司完善旅游产业链条、进军温泉酒店业而提前进行的战略布局。蓝景温泉独家拥有长白山北景区聚龙泉温泉开采权，聚龙泉温泉距长白瀑布约 900 米，出露面积约 3,300 平方千米，出水泉口多达上百个，其中 60℃ 以上的热水泉有 47 个，最高水温达 82.3℃，属于高热温泉。优质的温泉资源及地貌形态不仅将长白山火山温泉部落打造形成国内顶级的温泉度假主题公园项目创造了良好条件，还使公司在未来长白山旅游业温泉度假产品的竞争格局中占据了有利地位。蓝景温泉公司是以长白山天然火山自溢温泉水为主营产品，拥有长白山北景区聚龙温泉独家采矿权，年生产 18 万立方米温泉水，在康养旅游需求扩大背景下，温泉养生业务提升值得期待。

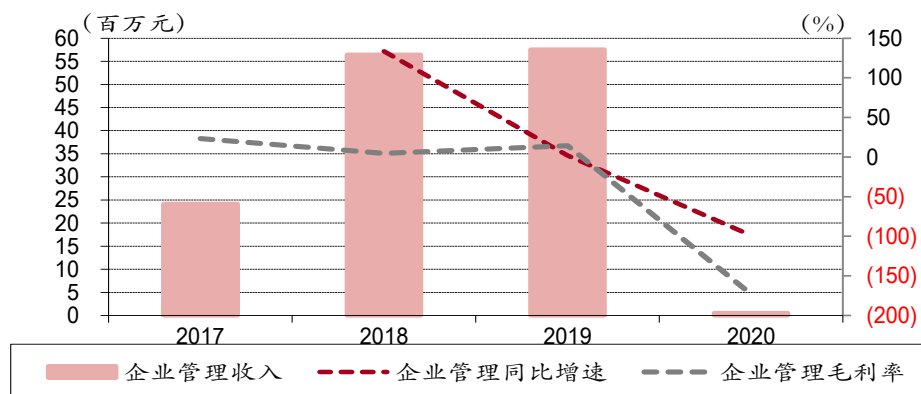
公司未来第二个酒店项目是长白山冰雪温泉部落二期项目，目前正在设计阶段。该项目将植入长白山森林生态系统和生物多样性元素，主要是建设一个国内首家集科普展示互动于一体的森林生态博物馆和亲子度假酒店。并考虑依托营销和流量优势，积极与辖区的其他酒店进行洽谈，未来可能还通过托管的方式拓展酒店业务，总体上提升公司对于酒店住宿资源的掌控。

3.5 企业管理业务

天池咨询公司成立于 2017 年 6 月 21 日，成立天池咨询公司的核心目的是以此为平台，不断开展景区整合及管理输出，公司在 2017 年 9 月接受集团公司、景区公司的劳务委托，完成长白山景区一体化进程。当前公司已经完成多个项目的探讨论证，2018 年公司以轻资产的方式参与运营，进一步拓宽业务范围，打造公司业务新的增长点。目前公司主要负责长白山景区开发管理、旅游纪念品研发销售、服务设施建设等，是公司品牌输出、管理输出的重要承载者、践行者，未来将逐步在长白山地区、东北三省乃至全国范围内延伸管理输出。公司经过几年景区运营经验的积累，已经培育出一批忠诚度、业务能力强、管理经验丰富的复合型人才，正在凭借管理优势，不断开展景区管理输出业务，未来发展潜力巨大。2017-2019 年期间，企业管理业务营收逐年递增，并且贡献较高的毛利率。但是，受到新冠疫情的暂时性影响，公司企业管理业务营收萎缩幅度较大，由盈转亏。

管理输出作为公司的核心发展战略之一，目的是利用管理输出加强辖区旅游资源的整合，增强公司对于区域旅游资源的掌控，编织更多的产业链交织并行的业态，满足休闲消费需求，带动区域旅游协同发展。公司在近年已经培养出复合型旅游管理人才，目前以每年新增管理 2 家景区的速度在增长，管理景区数已经达到 7 家，建立了一套比较完整具有独特山地自然类景区特色的管理标准化体系。

图表 29 企业管理业务营收和毛利率



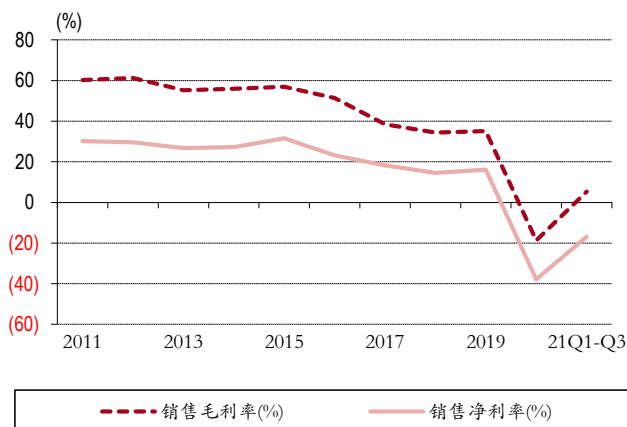
资料来源：公司年报，中银证券

3.6 公司经营况况分析

公司坐拥长白山垄断冰雪旅游资源，毛利率及净利率水平较高。第一阶段毛利率、净利率水平较高，毛利率水平在60%左右，净利率水平在30%左右。原因是第一阶段公司主要的利润来源为旅游客运业务，独家经营资质是其利润的保障。第二阶段，公司于2017年布局酒店业，酒店业务的毛利率水平较低，2018年和2019年分别为2.38%和6.11%，因此公司整体毛利率和净利率水平自2017年开始缓慢下滑，后又因为疫情加速下滑，2020年公司毛利率水平为-18.75%，净利率水平为-37.8%。自疫情防控常态化以来，截至2021Q3，公司毛利率和净利率水平较2020年分别提升24.1%、20.93%，主要系公司游客运营收入呈现较强恢复力。

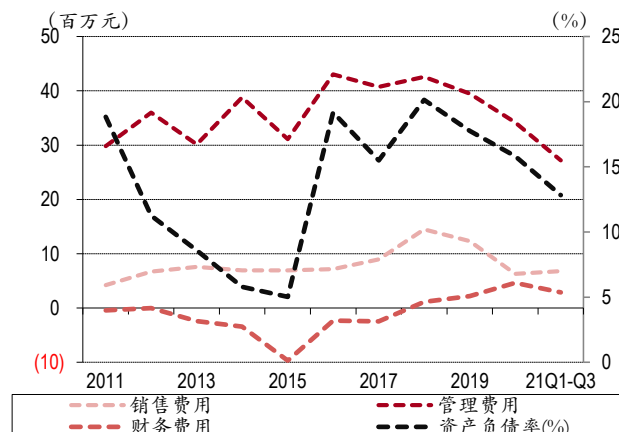
景区内的垄断式经营客运使得公司营收可以凭借景区的人流增长而实现增长，因而销售费用消耗较少。2018年销售费用为近年来的峰值，达到0.14亿元，主要原因是网络销售费用的增长。公司持续拓展线上营销，成立线上营销小组在抖音、小红书、马蜂窝等平台开设自媒体账号，实时更新攻略及发布产品链接，并推出一些个性化定制旅游产品来满足家庭游的消费需求。同时，公司积极组织酒店客运并拓宽景区，积极参与本地旅游部门组织的促销活动，与主景区进行联动捆绑销售。管理费用是三费中最高的一项支出，主要原因是公司的经营业务需要大量的人工成本。2016年公司的管理费用为近十年的峰值，达到0.43亿元，主要原因是2016年12月28日温泉酒店开业以及后续项目的筹备。财务费用在2018年之前均为负值，主要原因是募集资金到位，银行存款余额较大产生较多的利息收入，其中2015年产生的利息收入达到970万元的峰值。随着公司步入酒店行业，不断扩展主营业务种类，新增借款增多，导致利息费用增加，公司财务费用有所升高，但仍维持低于自然景区行业财务费用率均值的水平。

图表 30. 长白山近十年毛利率和净利率水平



资料来源：公司年报，中银证券

图表 31. 长白山近十年资产负债率和三费水平



资料来源：公司年报，中银证券

4 盈利预测及估值建议

图表 32. 长白山营业收入与毛利率预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
旅游客运					
收入 (百万元)	322.51	103.39	124.33	325.43	425.50
yoy(%)	(0.06)	(67.94)	20.25	161.75	30.75
成本 (百万元)	161.67	106.55	122.75	174.85	225.73
yoy(%)	(0.64)	(34.09)	15.20	42.44	29.10
毛利率(%)	49.87	-3.06	1.27	46.27	46.95
酒店管理					
收入 (百万元)	47.82	30.95	40.48	69.09	91.20
yoy(%)	3.37	(35.28)	30.80	70.67	32.00
成本 (百万元)	44.90	43.31	46.69	61.11	75.22
yoy(%)	(0.58)	(3.54)	7.80	30.88	23.10
毛利率(%)	6.11	(39.94)	(15.33)	11.56	17.52
旅行社					
收入 (百万元)	26.46	2.35	3.06	11.61	16.37
yoy(%)	4.13	(91.12)	30.00	280.00	41.00
成本 (百万元)	12.16	1.27	1.66	5.13	6.44
yoy(%)	9.25	(89.56)	30.50	209.56	25.56
毛利率(%)	54.05	45.99	45.75	55.81	60.65
企业管理					
收入 (百万元)	57.55	0.52	1.56	13.73	21.38
yoy(%)	2.00	(99.10)	200.00	780.37	55.66
成本 (百万元)	49.24	1.42	3.00	11.25	15.71
yoy(%)	(8.63)	(97.12)	111.00	275.40	39.67
毛利率(%)	14.44	(173.08)	(92.06)	18.10	26.51
其他主营业务					
收入 (百万元)	11.26	9.36	10.46	16.21	21.37
yoy(%)	(4.25)	(16.87)	11.75	55.00	31.80
成本 (百万元)	32.98	21.52	22.92	34.10	36.45
yoy(%)	6.84	(34.75)	6.50	48.80	6.87
毛利率(%)	(192.90)	(129.91)	(119.11)	(110.35)	(70.56)
其他业务					
收入 (百万元)	1.60	1.02	1.00	1.90	2.21
yoy(%)	0.00	(36.25)	(1.75)	90.00	16.00
成本 (百万元)	2.24	1.20	1.16	1.95	2.13
yoy(%)	250.00	(46.43)	(3.50)	68.80	8.87
毛利率(%)	(40.00)	(17.65)	(15.55)	(2.66)	3.65
营业收入合计 (百万元)	467.20	147.59	180.89	437.98	578.02
yoy(%)	0.66	(68.41)	22.56	142.13	31.97
综合毛利率(%)	35.10	(18.75)	(9.55)	34.15	37.43

资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测与相对估值

我们预计长白山 2021 年至 2023 年营收分别为 1.81 亿元、4.38 亿元、5.78 亿元，分别同比变化 22.56%、142.13%、31.97%，22 年在疫情影响可能相对较小的基础上，公司营收有望逐步恢复至疫情前水平，并在冰雪旅游发展大背景下，未来有望获得明显增长空间；公司归母净利润在 2021 年预计亏损 0.50 亿元，2022 至 2023 年预计扭亏盈利 0.62 亿元、1.10 亿元；当前股本下，预计每股收益率分别为 -0.19 元、0.23 元、0.41 元，市盈率分别为 -56.8 倍、46.0 倍、25.9 倍。

图表 33. 长白山可比上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300144.SZ	宋城演艺	买入	16.27	425.41	0.13	0.31	0.54	121.90	52.30	30.00
603136.SH	天目湖	买入	18.61	34.67	0.41	0.69	0.78	45.10	27.10	23.80
603099.SH	长白山	增持	10.64	28.37	(0.19)	0.23	0.41	(56.80)	46.00	25.90
002033.SZ	丽江股份	增持	6.84	37.59	(0.05)	0.19	0.25	(128.10)	35.20	26.90
600054.SH	黄山旅游	未有评级	10.97	56.31	0.16	0.40	0.52	67.00	27.40	21.00
000888.SZ	峨眉山 A	未有评级	7.68	40.47	0.17	0.36	0.48	46.40	21.30	16.00
600749.SH	西藏旅游	未有评级	11.62	26.37	(0.01)	0.15	0.19	(864.70)	78.60	59.70
可比公司均值								-	41.13	29.04
603099.SH	长白山	增持	10.64	28.37	(0.19)	0.23	0.41	(56.80)	46.00	25.90

资料来源：万得，中银证券

注：股价截至 2022/2/9 收盘价，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期；2021E 的可比公司市盈率中正负值混合故未取均值

投资建议

公司是长白山管委会唯一的国有控股上市公司，垄断兼顾“绿水青山”和“冰天雪地”的长白山 5A 级景区资源，具备独特的客运优势，同时多年深耕温泉开发、酒店管理等多元业态，坚持“一化（预约式国际化景区）四输出（品牌、管理、文化、资本输出）”战略，加速资源优势向盈利优势转化，提高核心竞争力，逐步实现国内一流旅游集团的发展目标。冰雪旅游近年来受冬奥热点与多项政策利好等多因素共同支撑，且其具有冰雪游具有人均消费高、兼具参与性与体验性等差异化特征，加之长白山迎来高铁时代有望刺激景区流量，未来前景广阔，公司长期积攒的冰雪旅游势能有望进一步释放。公司疫下短暂承压，中长期增量可期。首次覆盖，给予增持评级。

5 风险提示

经营许可权无法延展、许可费上升的风险

公司目前在合同有效期内拥有长白山三大旅游景区内旅游客运、区间和环山公路旅游包车客运之独家经营权。经营权到期后，存在经营权无法延展、使用费大幅上升等或将对公司经营业绩不利的风险。

宏观环境变化的风险

旅游业受国家宏观经济发展水平、发展速度影响较大，具有明显的周期性。若国内宏观经济发展速度放缓或停滞，居民可支配收入将受到不利影响，旅游消费需求将受到抑制，进而影响公司的客源市场，导致公司营业收入和利润增长不足。

新冠疫情反复及季节性风险

国内疫情防控常态化，疫苗接种普及率高，会促使游客出行逐渐恢复至正常水平，但仍有可能面临局部散发病例和变异病毒造成的疫情反复。同时，长白山冬季寒冷且持续时间长，公司盈利存在季节性特征。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	467	148	181	438	578
销售成本	(312)	(177)	(203)	(297)	(372)
经营费用	8	19	8	(4)	(10)
息税折旧前利润	163	(10)	(14)	136	197
折旧及摊销	(59)	(60)	(58)	(57)	(55)
经营利润(息税前利润)	104	(70)	(72)	80	142
净利息收入/(费用)	0	(3)	(1)	2	7
其他收益/(损失)	2	6	7	4	4
税前利润	103	(69)	(68)	82	146
所得税	(27)	13	18	(21)	(37)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	75	(56)	(50)	62	110
核心净利润	75	(56)	(50)	62	110
每股收益(人民币)	0.282	(0.209)	(0.187)	0.231	0.411
核心每股收益(人民币)	0.283	(0.209)	(0.187)	0.231	0.413
每股股息(人民币)	0.043	7.322	0.000	0.035	0.064
收入增长(%)	1	(68)	23	142	32
息税前利润增长(%)	14	(168)	2	211	77
息税折旧前利润增长(%)	12	(106)	35	1,095	44
每股收益增长(%)	11	(174)	(10)	233	78
核心每股收益增长(%)	11	(174)	(10)	233	79

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	103	(69)	(68)	82	146
折旧与摊销	59	60	58	57	55
净利息费用	2	5	3	2	(0)
运营资本变动	(19)	(11)	24	(3)	13
税金	(27)	13	18	(21)	(37)
其他经营现金流	6	(7)	51	(1)	(0)
经营活动产生的现金流	124	(9)	87	116	178
购买固定资产净值	(29)	(58)	(70)	(50)	6
投资减少/增加	0	0	1	1	1
其他投资现金流	(42)	6	140	100	(12)
投资活动产生的现金流	(70)	(52)	70	51	(5)
净增权益	(11)	(1,953)	0	(9)	(17)
净增债务	20	10	(20)	2	(1)
支付股息	11	1,953	0	9	17
其他融资现金流	(12)	(18)	(17)	(11)	(17)
融资活动产生的现金流	8	(8)	(37)	(9)	(17)
现金变动	61	(69)	120	157	155
期初现金	172	232	163	283	440
公司自由现金流	53	(61)	157	167	172
权益自由现金流	75	(46)	140	171	171

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	232	163	283	440	595
应收帐款	64	64	47	48	45
库存	13	11	17	22	22
其他流动资产	10	4	10	6	16
流动资产总计	335	269	394	567	736
固定资产	774	722	605	511	475
无形资产	192	186	176	166	154
其他长期资产	8	26	9	8	8
长期资产总计	975	934	791	685	637
总资产	1,316	1,208	1,187	1,253	1,371
应付帐款	43	19	26	32	44
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	83	88	114	119	132
流动负债总计	126	107	140	151	177
长期借款	103	80	90	92	91
其他长期负债	4	3	4	4	4
股本	267	267	267	267	267
储备	804	737	687	740	832
股东权益	1,071	1,004	954	1,006	1,099
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,316	1,208	1,187	1,253	1,371
每股帐面价值(人民币)	4.02	3.76	3.58	3.77	4.12
每股有形资产(人民币)	3.30	3.07	2.92	3.15	3.54
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.48)	(0.31)	(0.72)	(1.31)	(1.89)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	34.9	(6.9)	(7.6)	31.2	34.0
息税前利润率(%)	22.3	(47.8)	(39.6)	18.2	24.5
税前利润率(%)	22.0	(46.7)	(37.5)	18.8	25.3
净利率(%)	16.1	(37.8)	(27.6)	14.1	19.0
流动性					
流动比率(倍)	2.7	2.5	2.8	3.8	4.2
利息覆盖率(倍)	24.9	(11.0)	(12.1)	12.6	24.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.5	2.4	2.7	3.6	4.0
估值					
市盈率(倍)	37.7	(50.9)	(56.8)	46.0	25.9
核心业务市盈率(倍)	37.6	(50.9)	(56.8)	46.0	25.9
市净率(倍)	2.6	2.8	3.0	2.8	2.6
价格/现金流(倍)	23.0	(331.0)	32.7	24.4	16.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.6	(270.4)	(192.9)	18.2	11.9
周转率					
存货周转天数	16.6	25.2	25.2	23.6	21.6
应收帐款周转天数	35.1	158.3	111.8	39.5	29.4
应付帐款周转天数	45.9	76.8	45.0	23.9	24.0
回报率					
股息支付率(%)	15.2	n.a.	n.a.	15.0	15.5
净资产收益率(%)	7.3	(5.4)	(5.1)	6.3	10.4
资产收益率(%)	5.9	(5.6)	(6.0)	4.9	8.1
已运用资本收益率(%)	1.6	(1.2)	(1.2)	1.4	2.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371