

## 西域旅游

300859

审慎增持 (首次)

## 内生外延稳健增长的新疆龙头旅游企业

2020年8月10日

## 市场数据

市场数据日期	2020-08-10
收盘价(元)	12.53
总股本(百万股)	155.00
流通股本(百万股)	38.75
总市值(百万元)	1,942.15
流通市值(百万元)	485.54
净资产(百万元)	396.27
总资产(百万元)	489.19
每股净资产	3.41

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	241	208	279	324
同比增长(%)	25.3%	-13.7%	34.2%	15.9%
净利润(百万元)	74	39	99	124
同比增长(%)	44.2%	-47.0%	154.8%	25.0%
毛利率(%)	59.7%	50.1%	63.4%	65.3%
净利润率(%)	30.5%	18.7%	35.5%	38.3%
净资产收益率(%)	17.7%	8.6%	17.9%	18.3%
每股收益(元)	0.47	0.25	0.64	0.80
每股经营现金流(元)	0.76	0.36	0.99	0.99

## 相关报告

分析师:

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

研究助理:

王越

wangyue94@xyzq.com.cn

## 投资要点

- **西域旅游是从事资源开发、提供产品服务的新疆龙头企业。**公司的主要景区有天山天池景区和五彩湾温泉景区，提供的旅游产品包括旅游客运、游船观光、索道观光、演艺等旅游综合服务。2004年公司首次IPO失败，2017年再度发起冲击，2019年首发上会获得通过，近期于深交所创业板上市，也正式成为新疆第一家旅游类上市公司。
- **景区设施不断完善推动公司盈利能力持续增强。**2017-2019 营收分别为 1.94/1.92/2.41 亿元，扣非归母净利润分别是 0.43/0.53/0.73 亿元，毛利率分别为 50.94%/56.07%/59.74%，其中公司的经营业绩主要来源于第三季度，马牙山索道投入运营及扩宽修建保障了收入的持续增长。
- **自然资源独特、业务多样化、团队能力突出，加速有效资源吸收整合。**天池景区、古海温泉具有独特的旅游资源及地理位置。公司在天山天池景区上开展了多项旅游项目，比如五彩湾温泉旅游项目、演艺项目等。并且通过锻炼培养和外部引进，打造出一支高素质、高水平的员工队伍。同时于 2019 年收购了芳香科技 20% 股权及火焰山 36.22% 股权，扩大了公司的经营规模。
- **公司在短期和长期皆具看点。**短期，公司利用已整合自然景区的旅游产品吸引游客且公司也在不断完善景区设施建设并加大景区宣传力度，未来三年业绩增长有保障。长期，上市后公司规模快速增长，充分发挥天池景区的带动效应，提升旅游资源利用率，吸收整合有效资源。
- **盈利预测与投资评级：**随着国民经济健康发展、消费观念升级，极大地推动了旅游景区和公司持续涌现及产业的加速扩张。作为新疆第一家旅游类的上市公司，公司丰富的旅游产品和团队优势十分凸显、核心竞争力突出，募投项目将极大地促进经营规模的扩大，有效旅游资源的整合。预计 20-22 年 EPS 分别为 0.25/0.64/0.80 元，8 月 10 日收盘价对应 PE 分别为 50/20/16 倍，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

风险提示：特许经营权风险、价格批复风险、募投项目建设进度不及预期等

## 目 录

1、公司概况：专注于自然资源开发利用的新疆旅游龙头企业.....	- 4 -
1.1 以天池景区为主的新疆旅游龙头公司 .....	- 4 -
1.2 历史沿革：专注旅游资源开发吸收，结束 15 年 IPO 长跑 .....	- 5 -
1.3 组织结构：阜康市国有资产监督管理局为公司实际控制人.....	- 5 -
2、国内旅游行业分析：市场空间巨大，向大众化、多元化方向发展.....	- 7 -
2.1 国内概况：进入大众化旅游时代 .....	- 7 -
2.2 行业竞争格局：旅游企业不断涌现，进入壁垒较高.....	- 9 -
2.3 市场前景：消费观念升级推动旅游业发展.....	- 10 -
3、公司分析：跨区域发展，打造西部领先企业.....	- 11 -
3.1 经营模式：销售方式多样化 .....	- 11 -
3.2 竞争优势：自然资源独特+业务多样化+团队能力突出，打造企业优势 ..	- 12 -
3.3 未来发展：吸收整合有效旅游资源，打造西部领先地位.....	- 14 -
4、财务分析：景区设施不断完善，盈利能力持续增强.....	- 15 -
4.1 盈利能力：总营收呈现季节性波动，设施建设推动毛利率上升.....	- 15 -
4.2 营运能力：应收账款、存货占比较少，获现能力较强.....	- 19 -
5、公司看点：已整合自然资源保障短期发展，上市助推长期核心竞争力提升 ..	- 20 -
6、盈利预测及投资评级 .....	- 21 -
图 1、2015 年以来营业总收入略有增长 .....	- 5 -
图 2、2015 年以来扣非归母净利润处于增长状态.....	- 5 -
图 3、2008-2019 年国内旅游总收入和总人次持续增长 .....	- 7 -
图 4、2008-2019 年 GDP 及国内旅游收入占 GDP 比例 .....	- 8 -
图 5、2008-2019 年新疆国内旅游总收入及国内旅游总人次不断攀升 .....	- 8 -
图 6、旅游业上下游行业 .....	- 9 -
图 7、天山天池 .....	- 10 -
图 8、北庭故城 .....	- 10 -
图 9、公司各项业务收款金额占销售金额比例 .....	- 12 -
图 10、天山天池景区 .....	- 13 -
图 11、古海温泉 .....	- 13 -
图 12、2019 年公司旅游项目构成 .....	- 13 -
图 13、2015 年以来营业收入构成（单位：万元） .....	- 16 -
图 14、2015 年以来主营业务构成（单位：万元） .....	- 16 -
图 15、2017 年以来区间车、观光车营收及客单价.....	- 16 -
图 16、2017 年以来区间车、观光车服务人次（单位：万次） .....	- 16 -
图 17、2017 年以来服务人次递增（单位：万次） .....	- 17 -
图 18、2017 年以来固定成本较高且较为稳定（单位：万元） .....	- 17 -
图 19、2017 年以来毛利率、净利率走势 .....	- 17 -
图 20、2017 年以来分项收入毛利率走势 .....	- 17 -
图 21、2015 年以来公司期间费用率保持稳定 .....	- 18 -
图 22、2015 年以来公司偿债能力明显提升 .....	- 18 -
图 23、2015 年以来经营性净现金流稳步增长（单位：万元） .....	- 19 -
图 24、2017 年以来现金收入处于高水平（单位：万次） .....	- 20 -
图 25、2017 年以来折旧摊销及财务费用水平（单位：万元） .....	- 20 -

---

表 1、公开发行人后公司股本结构 .....	- 6 -
表 2、公司控股的主要子公司 .....	- 6 -
表 3、实际控制人控制的其他企业 .....	- 6 -
表 4、新疆内 5A 级景区 .....	- 9 -
表 5、各业务销售模式 .....	- 11 -
表 6、募集资金的运用 .....	- 14 -
附表 .....	- 23 -

## 报告正文

## 1、公司概况：专注于自然资源开发利用的新疆旅游龙头企业

### 1.1 以天池景区为主的新疆旅游龙头企业

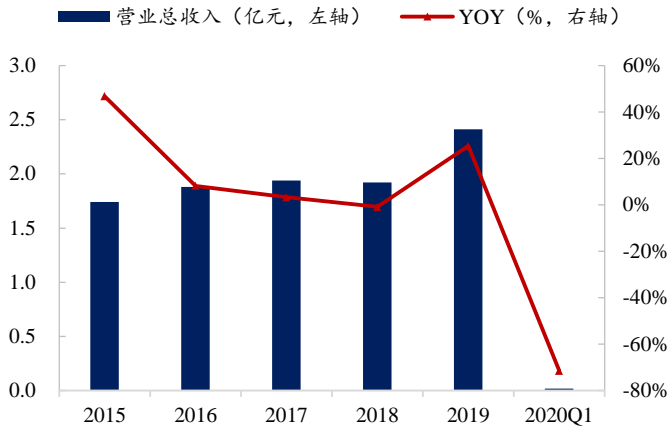
公司是一家专业从事自然资源开发、提供产品服务的新疆旅游龙头企业。公司的主营业务为旅游资源的开发经营,通过对景区景点的开发,为游客提供旅游服务。公司经营的景区包括天池景区和五彩湾温泉景区。公司的旅游产品主要为在天山天池景区为游客提供旅游客运服务、游船观光、索道观光、演艺等旅游综合服务;在五彩湾温泉景区为游客提供温泉娱乐、酒店、会议等综合服务。公司经营业务季节性较强,每年6-10月为公司经营的旺季,经营业绩主要来源于第三季度。

旅游客运服务有3条路线。1) 区间车线路,从游客集散中心到瑶池商城,全长26公里,途径阔克胡拉村及人文历史博物馆。2) 观光车线路,从天池景区福寿观停车场至马牙山线路,全长8公里,途径会仙台、高山石林观景台及灵山寺等。3) 电瓶车线路,从瑶池商城至福寿观停车场,全长1公里,均在天池景区内。游船观光服务主要为天池湖乘船观光,线路为海北码头—西王母祖庙码头—船坞码头。索道观光主要为马牙山索道观光。

2017-2019年营业收入分别为1.94亿元、1.92亿元和2.41亿元,2017-2019年扣非归母净利润分别是0.43亿元、0.53亿元和0.73亿元。在2018年营业收入增长-0.86%的情况下,扣非归母净利润增长22.26%,主要系景区完成了分期投资的项目,或者是在成本支出方面有所举措,因此利润上升。2020年第1季度营业收入为0.02亿元/-71.43%,扣非归母净利润-0.20亿元/53.89%。主要系公司受新型冠状病毒肺炎疫情的影响较大,自2020年1月25日起停止了经营业务的运营,于2020年3月9日恢复运营。公司第二季度经营收入较第一季度有较大幅度的增加,旅游行业正逐步回暖。

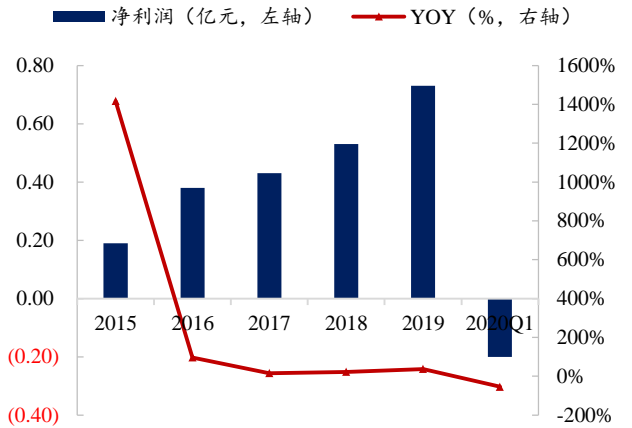
**结合2020年1-6月经营业绩及2019年同期数据等情况,2020年不会出现亏损。2020H1营业收入为1959万元,较2019年同期下降68.26%,预计2020H1扣非归母净利润为-2442万元,较2019年同期下降-660.39%。2020年1-6月公司区间车服务人次为12万人,2019年同期区间车服务人次为58万人(不含赠票),较2019年同期下降78.59%,公司2020年1-6月经营业绩出现较大幅度的下滑。**

图 1、2015 年以来营业总收入略有增长



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2015 年以来扣非归母净利润处于增长状态



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2 历史沿革：专注旅游资源开发吸收，结束 15 年 IPO 长跑

**历史沿革：**公司自 2001 年成立以来，一直从事旅游服务业。2007 年退出西域国旅，一方面由于西域国旅经营业绩较差，2006 年度经审计后的净利润为 28 万元；另一方面因公司自身经营业务战略调整的需要。2014 年剥离宗教资产属非股权类资产，宗教资产剥离交易价格合计为 8,893 万元，同年增加观光车和索道客运服务项目。2018-2019 年主要开展服务包括旅游客运、高山索道观光、游船观光、温泉酒店、旅行社等。

**结束 15 年 IPO 长跑。**旅游企业登陆主板较艰难，主要系发审委对于 5A 级历史文化遗产、自然遗产的营收有明确要求即 8000 万“门槛费”及要求企业在近三年实现稳定营收，不得出现业绩起伏较大的情况。2004 年 2 月 21 日，西域旅游首次向 IPO 发起冲击，以失败告终。2015 年 5 月，西域旅游退而求其次选择“新三板”挂牌，成为第一家登陆“新三板”的新疆旅游企业，同时也是全国首家旅游景区挂牌“新三板”。2017 年，西域旅游再度向 IPO 发起冲击，9 月西域旅游 IPO 申请获证监会受理并于 2018 年 4 月招股书预披露。2019 年 12 月 26 日，西域旅游开发股份有限公司首发上会获得通过，拟于深交所创业板上市，也正式成为新疆第一家旅游类上市公司。2019 年开始 IPO 过审率逐渐开始提升，排队期缩短，同时国家有关部门的政策也在扶持新疆旅游发展，这对西域旅游的成功过会有一定的帮助。

## 1.3 组织结构：阜康市国有资产监督管理局为公司实际控制人

**公开发行后持股 5%以上的股东持股 75%，控制权集中。**天池控股直接持有公司 38.25%的股权，为公司控股股东；因天池控股为国有独资公司，阜康市国有资产监督管理局持有天池控股 100%股份，为公司的实际控制人。公司的全资子公司有

天池国旅和天池演艺，控股子公司有天池游艇和五彩湾温泉，参股子公司有火焰山和芳香科技等。其中天池国旅、天池演艺及五彩湾温泉出现了资不抵债的现象，同时净利润也较低。主要系旅行社竞争较为激烈以及五彩湾温泉、餐饮等其他业务折旧费用及直接人工成本较高。

**表 1、公开发行人后公司股本结构**

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	天池控股 (SS)	59,287,500	38.25
2	新天国际	38,559,663	24.88
3	湖南湘投	18,402,837	11.87
4	本次发行流通股	38,750,000	25.00
	合计	155,000,000	100.00

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**表 2、公司控股的主要子公司**

序号	公司名称	经营范围	2019 净资产 (单位: 万元)
1	天池国旅	旅行社服务，组织游客到天池景区和五彩湾温泉游览，同时承接游客其他旅游服务	-209
2	天池演艺	营业性演出，主要负责五彩湾的文化演艺服务	-659
3	天池游艇	水上旅客运输，即天池游船观光服务	2650
4	五彩湾温泉	温泉、餐饮及住宿	-2144
5	芳香科技	薰衣草产品的生产、销售以及与薰衣草相关的景区运营	6021
6	火焰山	火焰山景区开发运营	2445

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**表 3、实际控制人控制的其他企业**

序号	投资企业	与实际控制人的关系	经营范围
1	天池控股	持有 100% 的股权	对外投资、进行参股、控股和股权管理、房地产开发经营
2	阜康市众志成城守护押运有限责任公司	持有 100% 的股权	安全技术防范、安全风险评估和区域秩序维护
3	阜康市瑶池明珠旅行社	持有 100% 的股权	入境旅游业务，国内旅游业务、旅游基础设施建设
4	新疆阜清康源水务有限公司	持有 51% 的股权	供水设施维护运营管理、供水管网建设
5	阜康市正源供水排水有限公司	持有 100% 的股权	自来水供应、排水运行管理、污水处理、供排水采暖工程安装、维修及配件制作
6	阜康市国信融资性担保有限责任公司	持有 100% 的股权	项目融资担保、信用证担保及其他融资性担保业务
7	阜康市金信产业引导基金有限责任公司	持有 100% 的股权	股权投资、项目投资、股权投资管理

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

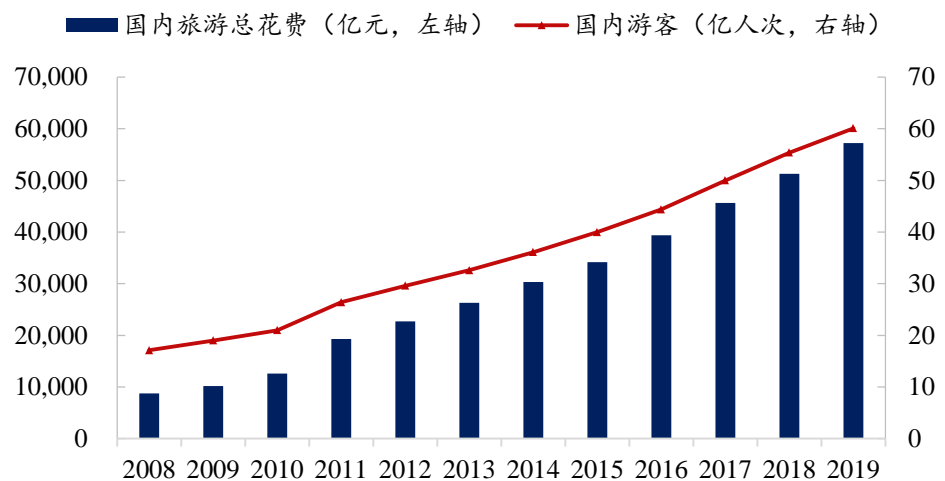


## 2、国内旅游行业分析：市场空间巨大，向大众化、多元化方向发展

### 2.1 国内概况：进入大众化旅游时代

旅游业作为新兴的朝阳产业逐步壮大，市场发展空间巨大。改革开放以来，我国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。2015年，旅游业对国民经济的综合贡献度达到10.8%。国内旅游、入境旅游、出境旅游全面繁荣发展，中国已成为世界第一大出境旅游客源国和全球第四大入境旅游接待国。国内旅游总收入从2008年8,749亿元增长到2019年57,251亿元，年复合增长率为18.62%；国内旅游总人次由2008年17亿人次增长到2019年60亿人次，年复合增长率为12.15%。到2020年，旅游市场总规模达到67亿人次，旅游投资总额2万亿元，旅游业总收入达到7万亿元，旅游业对国民经济的综合贡献度达到12%。

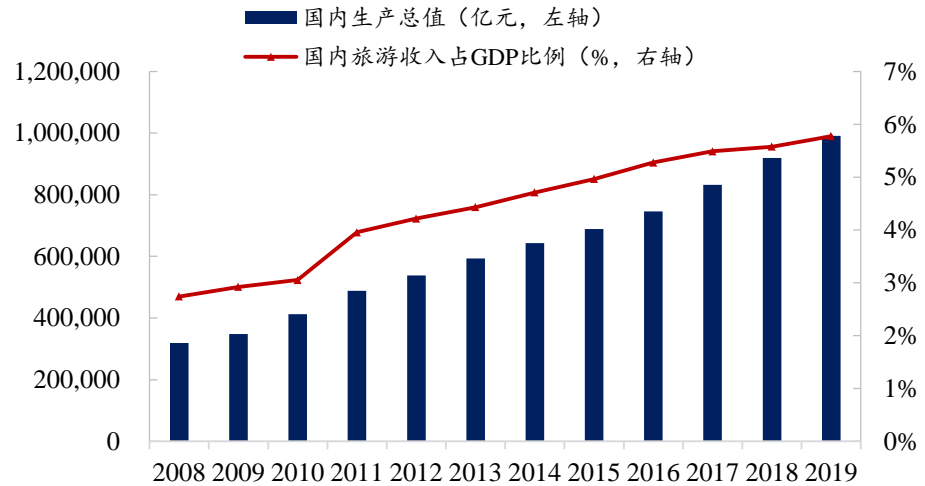
图3、2008-2019年国内旅游总收入和总人次持续增长



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

旅游业在国民经济中的重要性逐步提升，2008年度国内旅游收入占国内生产总值的比例仅为2.74%，到2019年国内旅游收入已占到国内生产总值的5.78%，旅游行业已发展成为国民经济中的重要组成部分。

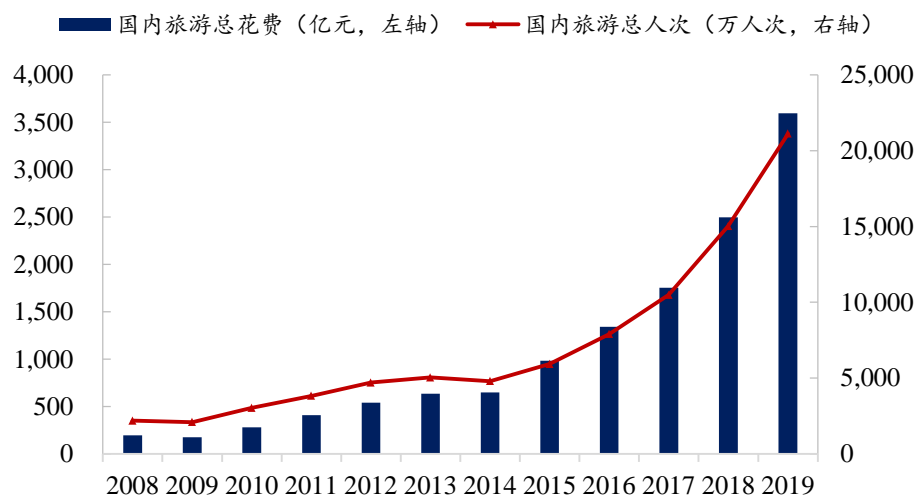
图 4、2008-2019 年 GDP 及国内旅游收入占 GDP 比例



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

**新疆具有独特的地理优势及丰富的旅游产品。**新疆地域广阔，区位优势独特，旅游资源丰厚，布鲁克世界自然遗产景区、新疆天山天池风景名胜区、吐鲁番市葡萄沟风景区、阿勒泰地区喀纳斯景区等国家著名 5A 级景区，丰富的旅游产品能够满足旅游者不同层次的旅游需求。同时新疆是丝绸之路经济带上的重要节点、核心地区。而新疆乌鲁木齐自古是古丝绸之路的重镇，东西方文化的交流点，肩负着“一带一路”建设重要使命。因此，新疆旅游业实现了较快发展，旅游总收入及旅游总人次均实现了较快增长，新疆国内旅游总收入从 2008 年 198 亿元增加到 2019 年 3,594 亿元，年度复合增长率为 30.15%；国内旅游总人次从 2008 年 2,195 万人次增加到 2019 年 21,121 万人次，年度复合增长率为 22.85%。到 2020 年全年新疆旅游接待总人数达到 3 亿人次，实现旅游总消费 6,000 亿元。

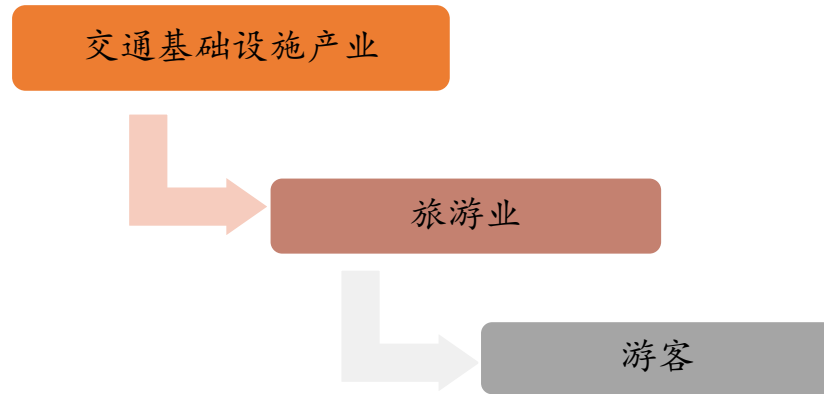
图 5、2008-2019 年新疆国内旅游总收入及国内旅游总人次不断攀升



资料来源：新疆统计局，兴业证券经济与金融研究院整理



图 6、旅游业上下游行业



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2 行业竞争格局：旅游企业不断涌现，进入壁垒较高

各旅游景区所占市场份额都比较小。全国各地不断涌现出旅游景区和旅游企业，正在加快产业扩张，国内各类大小旅游景区已达两万余家，涵盖了全领域多业态，旅游产业规模巨大，其中在 A 股上市的公司有张家界、峨眉山 A、天目湖等 12 家，均具有明显区域性特征。鉴于各旅游景区都具有其自身的独特性，而且比较分散及所占市场份额都比较小，因此，各企业对市场份额的竞争主要体现在区域内对有限客源的竞争。

新疆有 12 家 5A 级景区，由于公司对天池景区的特许经营权长达 30 年，在特许经营权范围内公司在天池景区无其他竞争者，因此，公司的主要竞争者来自于新疆区域内其他景区经营者。因火焰山已成为公司的子公司，所以公司的主要竞争对手是以喀纳斯风景区为主的喀纳斯旅游公司(喀纳斯已于 2018 年 2 月在全国中小企业股份转让系统终止挂牌)和主要以吐鲁番葡萄沟景区、阿勒泰喀纳斯景区、伊犁州那拉提景区为核心的新疆文旅(原西部旅游)。主要经营景区门票、景区交通(道路、索道)、酒店经营及其他旅游服务。

表 4、新疆内 5A 级景区

序号	景区名称	主要特征	地理位置
1	天山天池	垂直自然景观带和雪山冰川、高山湖泊	阜康市境内，距乌鲁木齐市 97 公里
2	吐鲁番市葡萄沟风景区	主要水源为高山融雪，盛产葡萄，避暑胜地	距吐鲁番市区东北 11 公里处
3	喀纳斯风景区	哈纳斯国家级自然保护区、喀纳斯国家地质公园等八大自然景观区和三大人文景观区	阿尔泰山中段
4	那拉提旅游风景区	高山草原观光区、哈萨克民俗风情区、旅游生活区	新源县
5	可可托海风景区	额尔齐斯大峡谷、可可苏里、伊雷木特湖、卡拉先格尔地震断裂带	北部阿勒泰地区富蕴县
6	博斯腾湖	中国最大的内陆淡水吞吐湖、重要的芦苇生产基地	维吾尔自治区焉耆盆地东南面博

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

7	泽普金湖杨国家森林公园	胡杨、水、绿洲、戈壁”四位一体自然风貌	湖县 距泽普县城西南40公里
8	天山大峡谷景区	照壁山度假游乐区、加斯达坂观光区、牛牦湖林海松涛观光区、哈萨克民族风情园、雪山冰川观光区等	新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市
9	喀什噶尔古城	老城核心区、艾提尕尔清真寺、高台民居等18个游览参观点	喀什市中心
10	喀拉峻风景区	原始云杉林及喀拉峻草原	新疆维吾尔自治区西北部
11	巴音布鲁克草原	禾草草甸草原、开都河、天鹅湖	巴音郭楞蒙古自治州和静县西北的巴音布鲁克区
12	白沙湖景区	阿勒泰地区千里画廊重要景区之一	阿勒泰地区

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

**行业进入壁垒较高。**1) **行政许可壁垒。**旅游资源通常具有不可再生性，因此，国家对于旅游资源开发和风景区内相关业务开展等均制定了严格的行政许可程序。比如：客运索道建设需要国务院批准；交通运输部门对道路客运业实行严格的市场准入制度。2) **资金壁垒。**旅游景区的建设对资金要求较高，既需要对土地、建筑物、设备等无形资产和固定资产的投入，还需要长期文化和品牌的推广，且景区设施更新维护等持续投入，回报期相对较长。

### 2.3 市场前景：消费观念升级推动旅游业发展

受益于国家宏观经济发展水平、发展速度、消费观念转变，我国旅游业迎来高速发展期。随着经济社会的迅速发展，人民生活水平的不断提升，我国已进入大众化旅游时代。旅游业向休闲度假旅游发展，散客自由行已经成为一种趋势，相较于传统的旅游团体模式，消费者的需求更为多元化和个性化。而且出现众多的旅游形态，旅游扩展到工业、农业、教育、医疗、科技、生态、环境、建筑、海洋等领域，并促使这些领域不断改进和完善各种设施、增加服务项目，提高服务质量，催生出一批富有生命力的新业态。

旅游已经成为带动新疆持续发展的重要力量，新疆旅游市场发展空间巨大。将新疆建设成为丝绸之路经济带旅游集散中心和把南疆建设成为丝绸之路文化和民俗风情旅游目的地的总体目标。打通新疆旅游交通微循环，扶持建设安全救援设施及旅游公共服务项目，因地制宜开发特色旅游产品，打造民族特色的旅游演艺产品。1) 深入推进“旅游+”与“互联网+”相结合行动，借助“天山天池”和“北庭故城”世界遗产品牌效应，辐射带动古海温泉、奇台江布拉克草原、硅化木-恐龙国家地质公园、木垒胡杨林-鸣沙山等景区，推出乌昌都市圈周末自驾游线路产品。2) 以改革创新、提质增效为主线，打造新产品、开发新线路、培育新业态。3) 形成20个年接待游客过百万人次的旅游景区，构建旅游目的地品牌集群。

图 7、天山天池

图 8、北庭故城



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、公司分析：跨区域发展，打造西部领先企业

#### 3.1 经营模式：销售方式多样化

**主营业务的经营模式不同推动销售方式改变。**发行人的主营业务包括天池景区的旅游客运、高山索道观光和游船观光服务，以及五彩湾温泉景区的温泉酒店服务，此外还包括旅行社业务。按照是否通过第三方进行销售，发行人主营业务可分为直接销售模式和网络代售模式。公司采用网络代售模式，主要目的是借助电子商务平台的推广、销售能力，扩大客户基数，提高销售收入。按照是否与其他业务联合销售，发行人主营业务可分为单独销售模式和联票销售模式。公司采用联票销售模式，主要目的是提高各项业务的交叉销售，加强各业务之间的联动效应，提高整个公司的销售业绩。按照是否预收款项再提供相应服务，发行人主营业务可分为现销模式和预售模式。其中游船业务、旅行社业务和温泉业务存在预售模式。公司采用预售模式，主要目的是先行锁定客户，增加客户进入景区的旅游次数，提高公司的整体经营业绩。

**表 5、各业务销售模式**

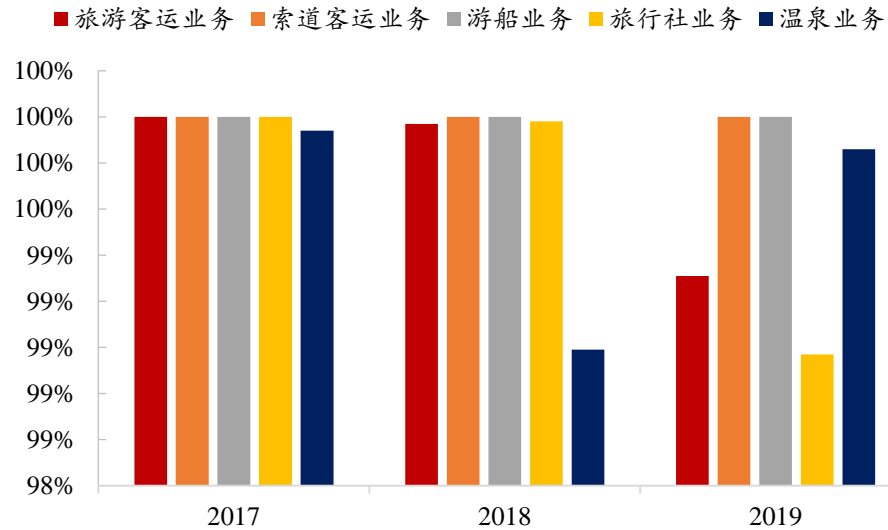
业务	直接销售或网络代售		单独销售或联票销售		现销或预售	
	直接销售	网络代售	单独销售	联票销售	现销	预售
旅游客运-区间车	✓	✓	✓	x	✓	x
旅游客运-观光车	✓	x	✓	✓	✓	x
旅游客运-电瓶车	✓	x	✓	x	✓	x
索道	✓	x	✓	✓	✓	x
游船	✓	x	✓	✓	✓	✓
旅行社	✓	x	✓	x	x	✓
温泉酒店	✓	✓	✓	x	✓	✓

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**销售模式影响结算方式。**直接销售的结算方式是现金支付、微信和支付宝支付及

刷卡支付。网络代售主要为西域游电子商务有限公司与购票的旅行社直接进行结算，之后再与实际控制人公司进行结算，方式主要是银行转账。公司的各主要业务基本能在当年实现结算，应收账款较少。

**图 9、公司各项业务收款金额占销售金额比例**



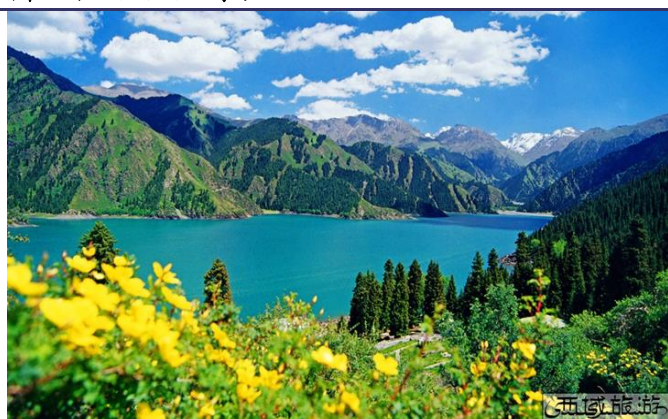
资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2 竞争优势：自然资源独特+业务多样化+团队能力突出，打造企业优势

**天池景区、古海温泉具有独特的旅游资源及地理位置。**公司主营业务主要依托新疆旅游著名品牌——天山天池景区。1982年，天山天池被国务院批准为国家第一批重点风景名胜区；1990年，联合国教科文组织以天山天池为中心，建立了博格达峰“国际人与自然生物圈保护区”保护网络；2007年，天山天池被国家旅游局评定为国家5A级旅游景区；2013年，新疆天山列入联合国教科文组织世界遗产名录。天山博格达峰海拔5,445米，终年积雪，冰川延绵。距乌鲁木齐地窝堡机场约60公里，紧邻“吐·乌·大”高速公路和216国道，交通十分便利，在新疆著名景区中，距离乌鲁木齐最近。



图 10、天山天池景区



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

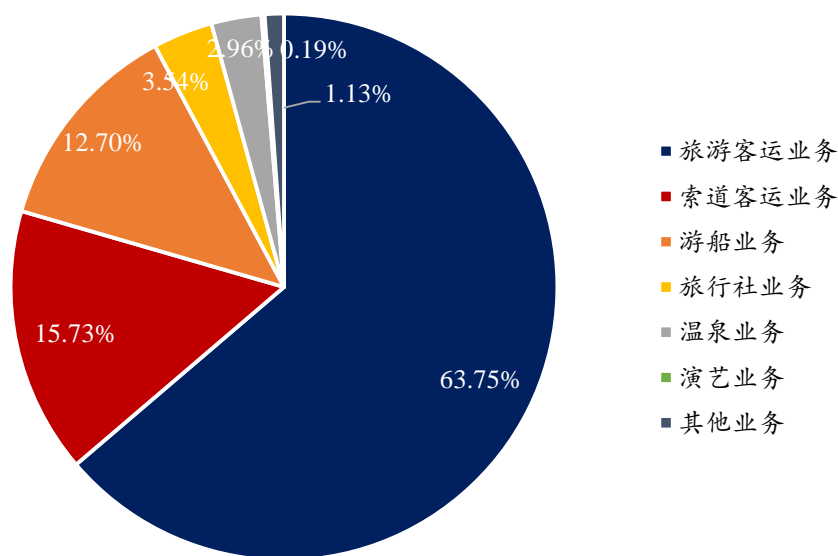
图 11、古海温泉



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

**公司业务多样化提高抗风险能力。**公司的业务较为多样化，公司在天山天池景区上开展了多项旅游项目，满足游客的不同需求，同时开发了五彩湾温泉旅游项目，丰富了公司业务内容，增加了公司旅游淡季的收入，提升了公司的抗风险能力。演艺公司除了在天池景区内演出外，还承接疆内外的演出业务，扩大了公司品牌的知名度。

图 12、2019 公司旅游项目构成



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**经营团队塑造优良品牌形象。**公司成立较早且对天池主景区湖面、天池景区道路、马牙山索道及餐饮广场等享有唯一经营权，有偿使用费为 8,730 万元，有效期限为 30 年，自 2013 年至 2043 年。公司在旅游行业内经营多年，行业经验丰富，熟悉旅游客运、索道、游船等业务经营。同时，公司通过锻炼培养和外部引进，打造出一支高素质、高水平的员工队伍，能够为客户提供高水准的旅游服务，并塑造了品牌形象。例如公司的区间车业务、观光车业务拥有一批 A1 和 A2 等级驾驶

证的司机队伍；从事于公司游船业务的游船船长和船员大多有多年的航运从业经验，具备船员适任证书，这些高水平的人力资源较难短期内获得，是公司独特的竞争优势。而且公司目前已经形成了成熟的旅游行业经营模式，如区间车、游船业务形成了标准化的服务和安全运营管理流程。

### 3.3 未来发展：吸收整合有效旅游资源，打造西部领先地位

近年来，西域旅游致力于完善公司的旅游产业链，通过系列并购，进一步扩大了景区资源储备。2019年12月，公司以1485万元收购了盈利能力较强的芳香科技20%股权；同期，公司又斥资5503万元持有吐鲁番火焰山旅游股份公司36.22%股份。公司通过不断丰富旅游业态，以产业互补、营销协同等方式，实现跨区域融合发展。

未来两到三年内，公司将继续提升旅游资源利用效率，建立健全符合旅游产业发展方向的经营体系，完善公司的旅游产业链，多措并举吸收整合有效旅游资源，力争利用三到五年的时间，将公司打造成为新疆龙头、西部领先、全国知名的旅游综合服务企业。创新旅游产品和业务模式，充分发挥天池这一新疆旅游标志性景区的带动效应，重点开发一批辐射周边的旅游产品与公司经营项目相结合，扩大景区游客承载量，着力于灯杆山、白杨沟景区景点的服务开发；加大旅游纪念品开发力度，为游客提供多样化纪念产品满足游客需要。

公司本次拟向社会公众公开发行普通股3875万股，占发行后总股本的比例为25%，投向于天池游客服务中心改扩建项目、天池景区灯杆山游客服务项目、天山天池景区区间车改造项目及归还银行贷款。募投项目的实施不仅能够丰富公司旅游产品、提升游客旅游体验，而且能够全面提升公司的旅游综合服务能力，推动公司业务规模快速增长，增强公司的可持续发展能力和核心竞争力。

**表 6、募集资金的运用**

序号	项目名称	投资金额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	项目进度
1	天池游客服务中心改扩建项目	8,022.19	8,022.19	完成施工单位、监理单位等招标工作
2	天池景区灯杆山游客服务项目	5,620.50	5,620.50	施工蓝图等设计前期阶段
3	天山天池景区区间车改造项目	2,026.78	2,026.78	目前尚未实施
4	归还银行贷款	8,000.00	8,000.00	
	<b>合计</b>	<b>23,669.47</b>	<b>23,669.47</b>	

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

1) **天池游客服务中心改扩建项目**：该项目将新增公司在景区内的餐饮设施和增加游客驻足休息场所。主要分为餐饮区和百货区：餐饮区为游客提供餐饮、娱乐及民族特色餐饮；百货区为出售有新疆特色的手工艺品、特色商品及休闲食品等。



位于阜康市三工河乡，在天山天池景区内部，总投资 8,022 万元，其中：工程建设费用（包含辅助及安装工程）7,432 万元，工程建设其他费用 357 万元，预备费 234 万元。规划建设规模为 12,700 平方米，其中餐饮区 7,500 平方米，百货区 5,200 平方米，并配套建设游客主游道、木栈道、厕所等服务设施。预计本项目达产后每年新增加营业收入 2,722 万元，其中餐饮收入 1,862 万元，商品收入为 860 万元，净利润 690 万元，税后财务内部收益率为 12.58%，财务净现值（折现率为 10%）为 1,281 万元，投资回收期 8.57 年（含建设期）。

- 2) **天池景区灯杆山游客服务项目**：该项目主要建设内容主要包括阅风苑游客服务中心（餐饮区、休闲区、文化展示区）、标志性灯杆及配套灯杆山景区观光电扶梯及木栈道建设，与公司目前现有索道业务形成联动发展效应。

位于新疆天池风景名胜区内，总投资 5,621 万元。其中：工程建设费用 5,201 万元，工程建设其他费用 256 万元，预备费 164 万元。规划建设规模为 3,520 平方米，其中阅风苑游客服务中心 2,700 平方米，标志性灯杆建筑面积 820 平方米，并配套建设灯杆山景区 200 米观光电扶梯及 2 条直通灯杆山山顶的木栈道，木栈道约 1,000 米/条。

预计本项目达产后每年新增加营业收入 1,725 万元，净利润 610 万元，税后项目内部收益率 16.61%，财务净现值（折现率 10%）为 1,783 万元，税后投资回收期 8.04 年（含建设期）。其中第一年餐饮及销售商品收入为 824 万元，新增索道营业收入 467 万元，新增电扶梯营业收入 82 万元。

- 3) **天山天池景区区间车改造项目**：本项目将进行气电混用及电动区间车的采购工作，节约公司能源耗用，减少环境污染，保持天池景区良好的生态环境，并解决运力不足的问题。

总投资 2,027 万元。其中：工程建设费用 1,950 万元，工程建设其他费用 18 万元，预备费 59 万元。建设规模为新增新能源区间客车 30 辆，其中，气电混用客车 15 辆，电车 15 辆。

通过本项目的实施，销售收入为 2,369 万元，年净利润为 158 万元。税后财务内部收益率为 13.86%，财务净现值（折现率 10%）为 239 万元，投资回收期 5.30 年。

- 4) **归还银行贷款**：公司拟投入 8,000 万元偿还银行贷款，以降低资产负债率，增强抗风险能力；减少利息支出，提升公司的盈利能力；提高公司现金分红能力。

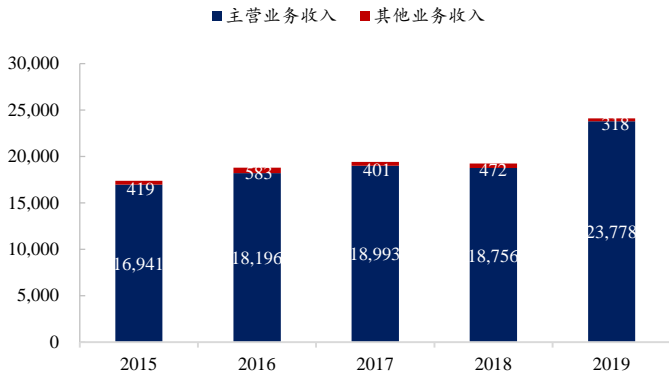
## 4、财务分析：景区设施不断完善，盈利能力持续增强

### 4.1 盈利能力：总营收呈现季节性波动，设施建设推动毛利率上升

产品销售收入逐年增长，主营业务较为突出。2017-2019 年营业收入分别为 1.94

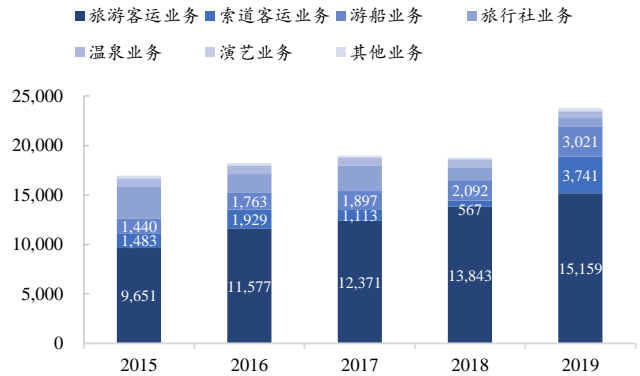
亿元/+3.28%、1.92 亿元/-0.86%、2.41 亿元/+25.31%，基本处于增长状态。公司的  
主营业务比较突出，营收占比在 90%以上，其中主营业务中主要的是旅游客运业  
务，旅游客运服务主要包括区间车及观光车运营服务。营收保持增长态势，主要  
源于公司不断完善景区设施建设并加大景区宣传力度等措施带来的游客数量增加  
以及公司于 2014 年 7 月投入运营的马牙山索道、观光车带来新的收入增长点。

图 13、2015 年以来营业收入构成（单位：万元）



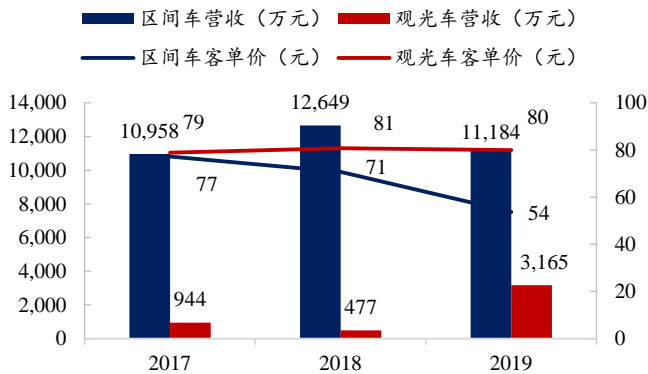
资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2015 年以来主营业务构成（单位：万元）



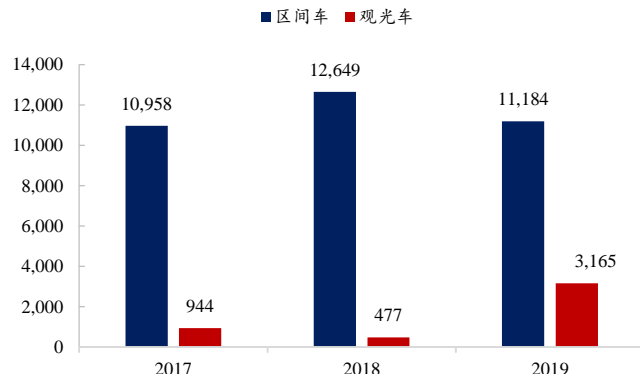
资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2017 年以来区间车、观光车营收及客单价



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、2017 年以来区间车、观光车服务人次（单位：万次）

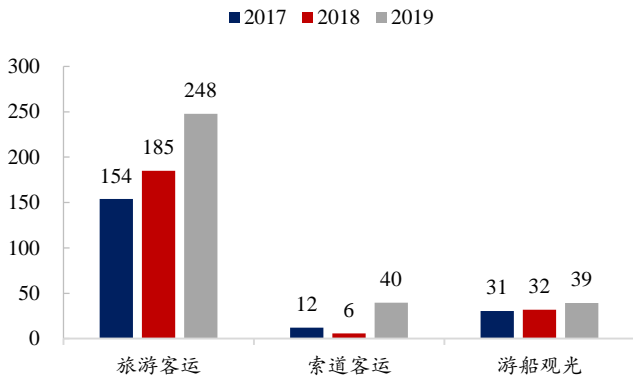


资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

景区自然景观季节因素、景区设施及门票价格掣肘营收。公司的主要景区天山天池位于西北，以完整的垂直自然景观带和雪山冰川、高山湖泊为主要特征，旺季主要集中在 6-9 月，因此公司收入特别是天山天池景区内旅游客运、索道、游船收入具有明显的季节性特征，旺季收入占比 65%以上，同时由于景区的载容量有限，导致其旺季时接待能力不足。2017，2018 年的索道客运、观光车收入及服务人次有较大下降，主要系前往马牙山索道的路面进行扩宽修建。而区间车票价于 2018 年 9 月 1 日由往返 90 元/人调整为 60 元/人，导致在服务人次增长的情况下收入有所下降。同期观光车和索道恢复正常运行，服务人次和营业收入均有较大增幅。因其增加的经营业绩弥补区间车经营业绩下滑，所以 2019 年可以继续保持经营业绩的增长。

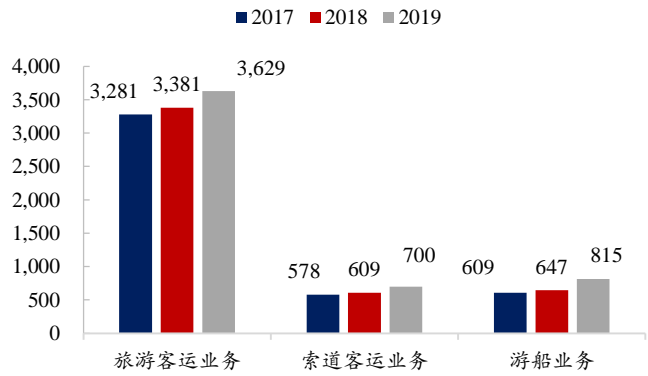
旅游客运业务、索道客运业务、游船业务服务人次增加驱动毛利率上升。公司的业绩增长主要源于主营业务毛利率的增长及收入的增加，2017-2019年，主营业务对整体毛利的贡献分别是 98.16%、97.91%、99.17%。而旅游客运业务、索道客运业务和游船业务占主营业务收入比重较高，2017-2019年，占主营业务的比重分别是 80.98%、87.98%、92.19%。毛利率持续上升，主要系以上三项业务服务人次变动，单位人次游客分摊的固定成本减少。2019年公司主营业务毛利率较2018年增加 3.75%，主要系观光车和索道业务恢复正常运营弥补区间车价格下降所致。2018年主营业务毛利率较2017年增加 5.22%，主要系2018年马牙山道路修建，索道服务人次及收入出现了较大幅度下降，区间车业务收入占主营业务收入的比例及毛利率有所上升所致。

图 17、2017 年以来服务人次递增（单位：万次）



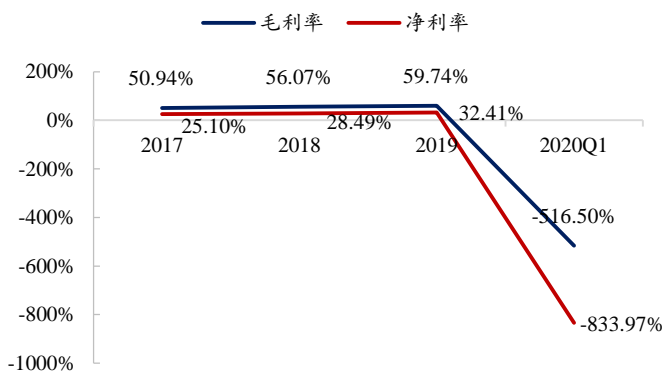
资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、2017 年以来固定成本较高且较为稳定（单位：万元）



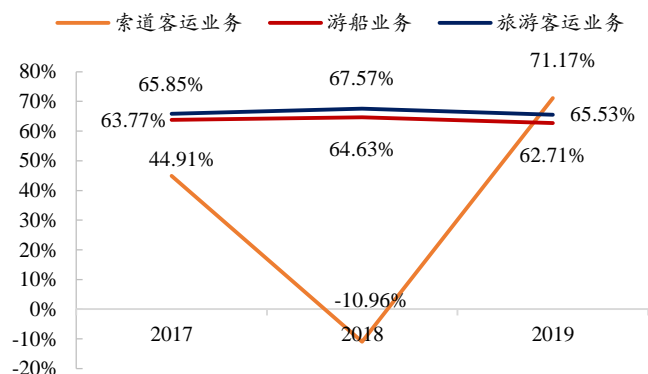
资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2017 年以来毛利率、净利率走势



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、2017 年以来分项收入毛利率走势

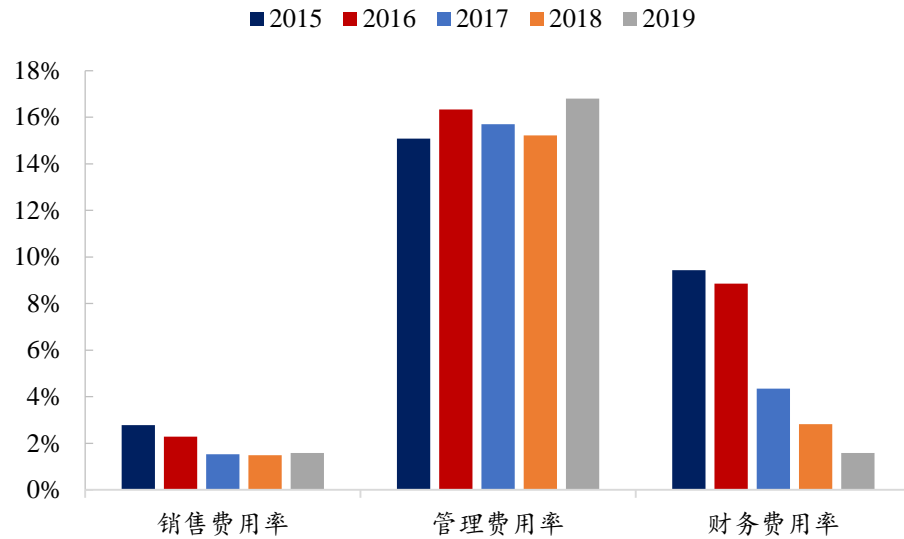


资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

期间费用率保持稳定，其中管理费用占比较大。公司 2017-2020Q1 公司的期间费用率分别为 21.59%、19.53%、19.95%、303.29%。2020Q1 费用率较高主要系 1 月份停止运营业务，直至 3 月份恢复业务。2018 年和 2019 年随着融资租赁款的逐步偿还，有息负债规模逐步减少，故公司财务费用近两年有所下降。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

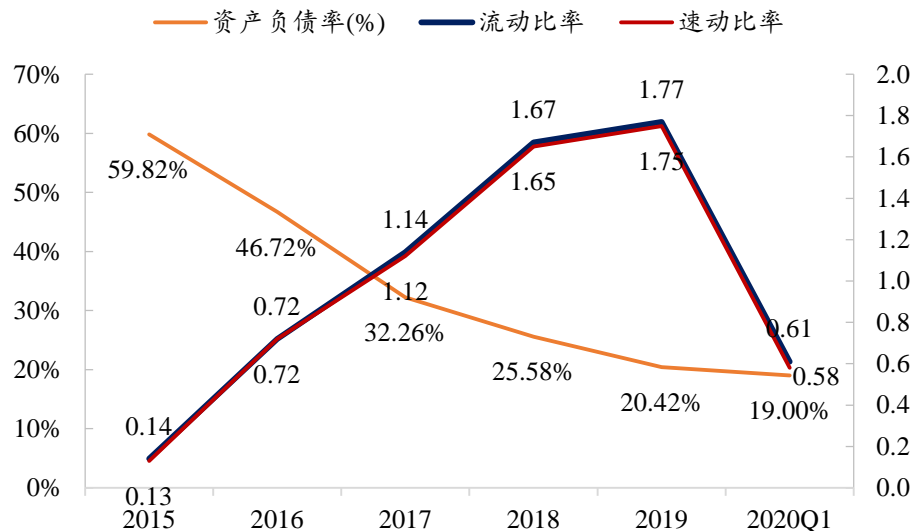
图 21、2015 以来公司期间费用率保持稳定



资料来源：公司招股说明书、wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资产负债率逐年降低，流动比率和速动比率逐年提高，偿债能力明显提升。公司资产负债率呈逐渐下降趋势，主要系公司经营规模的扩大和经营积累、股东增资及偿还债务使净资产增加、负债规模减少所致。2019 年末，公司流动比率和速动比率较 2018 年末上升，主要原因包括：1) 货币资金随着经营积累的增加导致流动资产增加；2) 公司偿还了以前年度工程款，应付账款有所下降，流动负债整体变化金额较小。2018 年末，公司流动比率和速动比率较 2017 年末上升，主要原因包括：1) 货币资金随着经营积累的增加导致流动资产增加；2) 公司偿还了以前年度工程款，应付账款下降导致流动负债下降。

图 22、2015 以来公司偿债能力明显提升



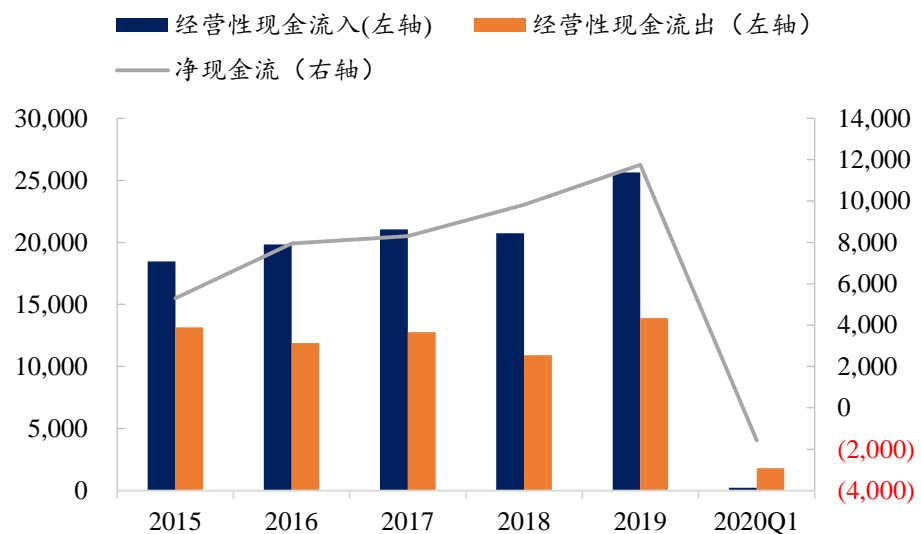
资料来源：公司招股说明书、wind，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4.2 营运能力：应收账款、存货占比较少，获现能力较强

应收账款、存货占比较少，符合旅游行业经营特点。2017年以来应收账款与营收比分别为 0.22%、0.57%、0.93%。应收账款占营业收入的比例很小，符合旅游服务行业及公司生产经营特点。公司存货保持相对稳定，占流动资金的比例较低，没有出现存货成本高于可变现净值的情况，无计提存货跌价准备。

经营性现金净流量稳步增长，获取现金能力较强。2017-2019 年经营性现金流净额分别为 8,304 万元、9,818 万元、11,753 万元，经营活动产生的现金流量净额与净利润的比值分别为 1.71、1.79、1.50，体现了公司通过正常的经营活动获取现金的能力较强。公司经营活动产生的现金流量净额高于当期净利润金额的主要原因为：1) 公司提供旅游服务取得的收入基本以现金方式结算，经营性债权占用资金很少；2) 公司固定资产折旧等非付现成本较高，占主营业务收入比重较高的旅游客运业务、索道客运业务及游船业务，其折旧摊销占主营成本分别为 18.06%、42.69%，32.92%。公司财务费用等非经营性资金流出较大。

图 23、2015 以来经营性净现金流稳步增长（单位：万元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、2017 年以来现金收入处于高水平（单位：万次）

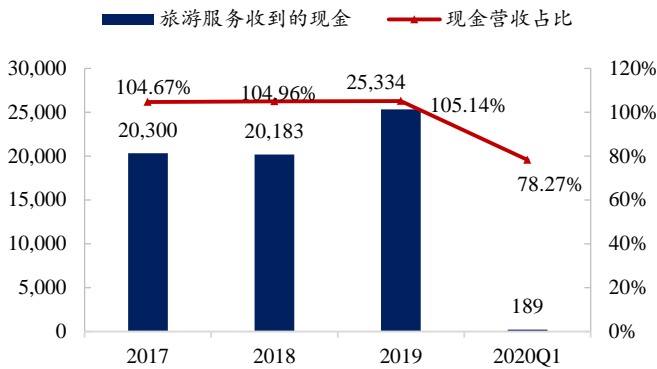
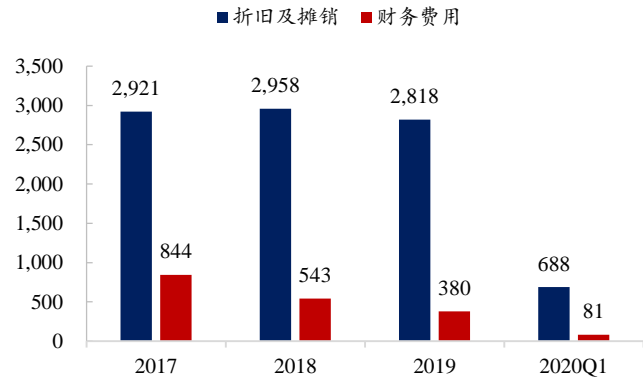


图 25、2017 年以来折旧摊销及财务费用水平（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5、公司看点：已整合自然资源保障短期发展，上市助推长期核心竞争力提升

受益于国民经济的持续健康发展、经济结构转变、拉动内需政策的逐步实施和居民消费观念不断升级，国内旅游业仍将保持快速增长，旅游市场空间巨大。新疆因其独特的地理位置和丰厚的自然资源，能够满足消费者多样化需求。而西域旅游拥有 30 年天池景区的经营特许权，具有独特的地理优势，旅游产品不断丰富，运营团队不断成熟，公司的实力不断增强，未来主要有以下看点：

**1) 大众化旅游时代，市场空间巨大。**公司下游主要对接者为游客，经济增长直接拉动旅游需求旺盛，使得旅游业成为新兴的朝阳行业，为旅游公司创造良好的机遇。同时随着游客需求的多样化、个性化，催生众多的旅游形态。新疆拥有独特的地理位置和丰富的旅游产品，分别是丝绸之路经济带上的核心地区和国家独特的 5A 级景区地貌，能够满足旅游者不同层次的需求。多样化的市场需求，保障公司盈利能力的持续性。

**2) 短期：已整合自然资源保障业绩稳健增长。**目前，公司经营的景区主要为 5A 级天山天池景区、4A 级吐鲁番火焰山景区、4A 级伊犁解忧公主薰衣草园景区和 3A 级五彩湾温泉景区。其中薰衣草景区是公司于 2019 年 12 月以 1485 万元收购了盈利能力较强的芳香科技 20% 股权所获得的；火焰山景区则是公司同期斥资 5503 万元持有吐鲁番火焰山旅游股份公司 36.22% 股份所获得的。而且公司旅游产品丰富度日渐增加以及团队运营愈发成熟。考虑到上市后公司影响力提升、募投项目增加公司竞争力等因素，公司未来将继续完善旅游产业链，多措并举吸收整合有效旅游资源，短期业绩增长有保障。

**3) 长期：上市助推公司核心竞争力提升。**通过上市公开发行股票募集资金，能有效借助资本市场推动公司业务规模快速增长及增强公司的可持续发展能力及市场竞争力。募投项目达产后有望每年增加 6816 万元销售收入、1458 万元净利润，



具有良好的盈利前景，保障公司后续盈利能力的持续提高。

- ✓ **独特的自然优势为公司规模扩张奠定基础。**新疆地域广阔，区位优势独特，旅游资源丰厚，天山天池风景区是国家著名的 5A 级景区，被列入联合国教科文组织世界遗产名录。按照景点的布局及结构分为 8 个景区：天池景区、灯杆山景区、马牙山景区、博格达峰景区、白杨沟景区、花儿沟景区、水磨沟景区、沙漠(唐朝路)景区，总面积约 548 平方公里。且紧邻“吐·乌·大”高速公路和 216 国道，交通十分便利。
- ✓ **进一步提升旅游产品丰富度。**目前已开发的经营服务产品主要有旅游客运、索道观光、游船观光、演艺及温泉，2014 年 7 月投入运营的马牙山索道、观光车带来新的收入增长点，进行募集的资金一部分将用于天池景区灯杆山游客服务项目建设，可以与现有业务形成协同效应，增加旅游路线，丰富旅游产品。提升产品丰富度以实现大众化、多样化、个性化旅游形态，保障景区人流量的持续增加，公司规模持续扩大。

**4) 发挥天池景区的带动效应。**公司将创新旅游经营模式，充分发挥天池这一新疆旅游标志性景区的带动效应，重点开发一批辐射周边的旅游产品与公司经营项目相结合，扩大景区游客承载量。并继续提升旅游资源利用效率，完善公司的旅游产业链，整合有效的旅游资源。

## 6、盈利预测及投资评级

### ● 主要假设

- 1) **收入假设：**公司的营业收入主要来自于旅游客运业务，索道运输业务及游船观光业务。成功上市后公司的综合能力增强，新疆行业龙头地位巩固，预计未来 3 年的客运人次将稳步增长。综合考虑疫情、公司旅游产品及客单价的情况，预计 20-22 年公司旅游客运服务收入增速分别为-20%/40%/15%；灯杆山项目与索道业务形成的联动效应促使其营收进一步增加，预计索道运输业务增速分别为 0%/35%/20%；游船观光业务收入预计增速 0%/35%/20%；其他业务（旅行社、温泉酒店、演艺等）收入预计增速分别为-12%/-5%/3%。
- 2) **毛利率假设：**由于公司的旅游产品较为丰富且旅游设施不断完善，各产品收入结构逐年变动，各类别毛利率贡献上升和下降部分抵消，整体处于增长的趋势。随着公司上市经营规模扩大和核心竞争力提升，新疆行业龙头地位进一步巩固，预计旅游客运业务收入毛利率较为稳定，同时随着募投项目的建立，索道运输业务毛利率会逐步增加，游船观光业务收入毛利率处于稳定状态，20-22 年综合毛利率分别为 50.11%/63.44%/65.32%。
- 3) **期间费用假设：**公司上市募集资金投资项目，新建项目的增加会带动职工薪酬、水电费等上升，预计 20-22 年销售费用率保持稳定，分别为 2%/1.53%/1.49%；管理费用中分类别的费用进行抵消，预计管理费用率小幅

下行，分别为 20%/15.25%/14.58%；公司的有息负债规模逐渐减少，主要表现为利息支出，此次 IPO 募集资金充足，预计未来三年财务费用会逐渐下降，20-22 年分别为 1.05%/0.86%/0.58%。

#### ● 投资建议与风险提示

随着国民经济健康发展、居民生活水平提高、消费观念升级，我国旅游业市场发展空间巨大，推动了旅游景区和旅游公司持续涌现及产业的加速扩张。作为新疆第一家旅游类的上市公司，公司的丰富的旅游产品和团队优势十分凸显、核心竞争力突出，募投项目将极大地促进经营规模的扩大，并充分发挥天池景区的带动效应，完善公司的旅游业产业链，整合有效的旅游资源。预计 20-22 年 EPS 分别为 0.25/0.64/0.80 元，8 月 10 日收盘价对应 PE 分别为 50/20/16 倍，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

**风险提示：** 特许经营权风险、市场宏观风险、价格批复风险、意外事件风险、财务风险、募投项目建设进度不及预期等

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	99	162	317	473	
货币资金	87	152	305	461	
交易性金融资产	0	0	0	0	
应收账款	1	1	1	1	
其他应收款	0	0	0	0	
存货	1	1	1	1	
非流动资产	424	386	349	320	
可供出售金融资产	0	0	0	0	
长期股权投资	16	9	10	11	
投资性房地产	11	12	11	11	
固定资产	253	229	205	181	
在建工程	10	10	10	10	
油气资产	0	0	0	0	
无形资产	119	111	102	93	
资产总计	523	549	666	793	
流动负债	56	60	58	61	
短期借款	1	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	
应付账款	15	25	22	24	
其他	40	35	36	36	
非流动负债	51	30	45	42	
长期借款	0	0	0	0	
其他	51	30	45	42	
负债合计	107	89	103	102	
股本	116	155	155	155	
资本公积	99	60	60	60	
未分配利润	168	201	287	394	
少数股东权益	0	4	8	12	
股东权益合计	416	459	563	691	
负债及权益合计	523	549	666	793	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	74	39	99	124	
折旧和摊销	28	28	28	28	
资产减值准备	0	0	0	0	
无形资产摊销	4	4	4	4	
公允价值变动损失	0	0	0	0	
财务费用	4	3	3	2	
投资损失	-0	-0	-0	-0	
少数股东损益	5	4	4	4	
营运资金的变动	4	6	-2	1	
经营活动产生现金	118	57	153	154	
投资活动产生现金	-74	12	3	4	
融资活动产生现金	-39	-3	-3	-2	
现金净变动	5	65	154	155	
现金的期初余额	76	87	152	305	
现金的期末余额	81	152	305	461	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	241	208	279	324	
营业成本	97	104	102	112	
营业税金及附加	2	2	2	3	
销售费用	4	4	4	5	
管理费用	40	42	43	47	
财务费用	4	3	3	2	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	
营业利润	96	54	125	155	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	3	3	2	2	
利润总额	93	51	124	153	
所得税	15	8	20	25	
净利润	78	43	103	128	
少数股东损益	5	4	4	4	
归属母公司净利	74	39	99	124	
EPS(元)	0.47	0.25	0.64	0.80	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
成长性(%)					
营业收入增长率	25.3%	-13.7%	34.2%	15.9%	
营业利润增长率	35.8%	-44.1%	133.4%	23.3%	
净利润增长率	44.2%	-47.0%	154.8%	25.0%	
盈利能力(%)					
毛利率	59.7%	50.1%	63.4%	65.3%	
净利率	30.5%	18.7%	35.5%	38.3%	
ROE	17.7%	8.6%	17.9%	18.3%	

偿债能力(%)				
资产负债率	20.4%	16.3%	15.5%	12.9%
流动比率	1.77	2.72	5.42	7.81
速动比率	1.75	2.70	5.40	7.78
营运能力(次)				
资产周转率	47.1%	38.8%	46.0%	44.4%
应收账款周转率	23596.6	18726.3	26660.7	23713.4
每股资料(元)				
每股收益	0.47	0.25	0.64	0.80
每股经营现金	0.76	0.36	0.99	0.99
每股净资产	2.68	2.94	3.58	4.38
估值比率(倍)				
PE	26	50	20	16
PB	4.7	4.3	3.5	2.9

**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.xyzq.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@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn