

分析师： 刘俊 (8627) 65799532 liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120002

联系人： 赵蓓 (8627) 65799581 zhaobei@cjsc.com.cn

优质资源布局再获政策利好

事件描述

- 2011年11月18日，2011年中国森林旅游博览会在海南国际会议中心开幕，2011森博会规模大、人数多、范围广，参加单位来自全国31个省、市、自治区，林业、旅游部门的负责同志，4大森工集团、30多家旅行社企业及10多家森林旅游企业等。博览会以“森林生态旅游，人类健康选择”为主题，以“森林，让生活更多彩”为口号，全面展示了我国丰富多彩的森林旅游资源和生态文化。
- 全国森林旅游工作会议于森博会开幕当天下午在海口召开。本届全国森林旅游工作会议是由国家林业局、国家旅游局首次联合召开。国家林业局副局长张建龙要求各级林业部门要把森林旅游工作作为当前和今后林业建设的一项重要工作来抓，建立联合推动机制，汇集各方力量，调动一切资源，全力推进森林旅游大发展。这次会议是国家林业局和国家旅游局开展战略合作以来召开的首次全国性会议，是我国森林旅游发展史上具有里程碑意义的大事，必须认真抓好会议精神的贯彻落实。
- 此次全国森林旅游工作会议上，共授予10个全国森林旅游示范区试点单位：海南省、浙江温州市、黑龙江伊春市、重庆武隆县、福建省浦城县富岭镇双同村、江西省靖安县宝峰镇毗炉村、湖南省张家界国家级森林公园、内蒙古阿尔山国家级森林公园、江苏省姜堰溱湖国家湿地公园、湖北神农架国家级保护区。

事件评论

森林旅游发展概况及前景

目前，全国已建立各级森林公园2583处，其中国家级森林公园746处。建立林业自然保护区2035处，其中国家级自然保护区247处。建立湿地公园213处。同时，还建立了一大批植物园、野生动物园、沙区景观旅游区，基本形成了以森林公园为主体，湿地公园和自然保护区等其他类型森林旅游景区协同发展的森林旅游格局。2010年，我国森林旅游社会综合产值达到2800亿元。目前，我国森林旅游人数正以每年18%左右的速度递增，森林旅游业迎来了前所未有的发展机遇。

此次全国森林会议提出，力争到2015年，森林旅游景区类型进一步多元化，年森林旅游人数达到8.7亿人次，社会综合产值达到5000亿元；到2020年，形成以森林公园为主，湿地公园、自然保护区为辅的森林旅游发展格局，年森林旅游人数达到14亿人次，社会综合产值达到8000亿元。

公司掌握丰富森林旅游资源，业绩贡献

内蒙古黄岗梁国家森林公园

2011 年 5 月，公司与克什克腾旗人民政府达成了开发克什克腾旗旅游资源的合作意向，确立了公司在克什克腾旗旅游资源优先开发商的地位。克什克腾旗位于赤峰市西北部，素有“内蒙古缩影”之称，旅游资源丰富，种类齐全，品位高，组合性强，拥有多处世界级和国家级旅游资源，其中黄岗梁国家森林公园总体规划面积 47 万亩，内含大兴安岭主峰黄岗梁。公司将依托黄岗梁国家森林公园，充分利用区域内森林、草原资源的特点，并融入内蒙人文氛围，投资开发黄岗梁休闲度假区，打造多层次休闲旅游产品群。

2011 年 7 月 19 日，公司第八届董事会第十四次会议审议通过了《关于合作投资设立“克什克腾旗三特旅业发展有限公司”的议案》。公司与宁夏鑫泰能源集团有限公司共同投资黄岗梁休闲度假区，双方以现金出资 1,000 万元，注册成立项目公司克什克腾旗三特旅业发展有限公司，其中，公司出资 550 万，占比 55%；鑫泰公司出资 450 万元，占比 45%。项目公司将对黄岗梁休闲度假区的开发进行前期投入（可研、规划、勘探等）。

武夷山四新原生态度假区项目

公司另一休闲度假旅游景点武夷山四新原生态休闲度假区 2009 年 8 月开始对外开放。四新林场原生态休闲旅游区位于武夷山景区上游星村镇原四新伐木场。该林场于 2003 年开始投资兴建，拥有峡谷漂流、红河谷、凤凰瀑布群、森林氧吧、原四新林场历史回顾展厅等旅游娱乐项目。

湖北项目群多以森林旅游资源为主

公司已在湖北省内布局各主要优质生态旅游资源，这些旅游资源多含有优质的森林资源或依托于森林资源，其中部分为国家级森林公园，如咸丰坪坝营生态国家级森林公园，五峰柴埠溪国家森林公园等。2009 年募集资金投资计划因政策原因未能获得通过，但我们判断三特索道会从其他途径获取项目投资资金，此次森林旅游获得政策层面大力支持，相信随着后续政策的出台，公司更易打开募投渠道，顺利完成项目投资。

图 1：三特索道湖北省内旅游项目分布图



资料来源：Wind，长江证券研究部

森林+休闲度假区

公司拥有多处优质森林资源，且其开发目的多为休闲度假旅游区，即依托森林资源优势开发高端度假旅游产品。“森林+休闲度假区”的模式定位清晰，森林旅游使公司分羹旅游大众化的时代的持续增长，而森林旅游在政策层面的首肯使公司获得快速发展的契机；开发森林休闲度假区使公司产品提前布局和定位高端，能够牢牢把握旅游休闲化的趋势。

投资评级

预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.35、0.46 和 0.58，对应 PE 分别为 42、32 和 26。公司广泛布局景区资源，以索道和景区经营这两项盈利能力很强的业务作为主业，而公司目前市值仅为 17.77 亿元，在我国旅游业处于黄金增长阶段的背景下，公司具备长期持续增长的潜力和趋势，我们给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	339	420	618	707	货币资金	87	0	0	0
营业成本	164	198	306	344	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	175	222	312	363	应收账款	15	19	28	32
% 营业收入	51.6%	52.8%	50.4%	51.3%	存货	182	219	340	381
营业税金及附加	18	22	33	38	预付账款	5	6	10	11
% 营业收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	其他流动资产	1	1	2	2
销售费用	20	24	37	41	流动资产合计	290	246	380	427
% 营业收入	5.8%	5.8%	6.0%	5.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	50	62	94	104	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	14.7%	14.7%	15.2%	14.7%	长期股权投资	39	53	68	83
财务费用	25	27	35	44	投资性房地产	6	6	6	6
% 营业收入	7.4%	6.4%	5.6%	6.2%	固定资产合计	580	829	1087	1339
资产减值损失	2	8	9	7	无形资产	43	41	39	37
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	33	33	33	33
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	3	4	3
营业利润	60	79	104	130	其他非流动资产	8	8	8	8
% 营业收入	17.7%	18.7%	16.8%	18.4%	资产总计	1000	1219	1625	1936
营业外收支	-4	0	0	0	短期贷款	197	349	636	849
利润总额	56	79	104	130	应付款项	1	1	1	1
% 营业收入	16.6%	18.7%	16.8%	18.4%	预收账款	2	3	4	5
所得税费用	24	33	44	54	应付职工薪酬	8	10	15	17
净利润	32	46	60	75	应交税费	8	10	14	17
归属于母公司所有者的净利润	29.8	42.2	55.6	69.5	其他流动负债	66	80	124	138
少数股东损益	2	3	5	6	流动负债合计	282	453	795	1028
EPS (元/股)	0.25	0.35	0.46	0.58	长期借款	270	270	270	270
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	122	100	79	171	其他非流动负债	3	6	9	12
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	555	728	1074	1310
收回现金					归属于母公司	434	476	532	601
长期股权投资	-50	-20	-20	-20	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	11	15	19	25
固定资产投资	-181	-292	-312	-321	股东权益	445	491	551	626
其他	3	0	0	0	负债及股东权益	1000	1219	1625	1936
投资活动现金流净额	-228	-312	-332	-341	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	5	0	0	0	EPS	0.248	0.351	0.463	0.579
银行贷款增加 (减少)	129	152	288	213	BVPS	3.62	3.97	4.43	5.01
筹资成本	31	-27	-35	-44	PE	65.25	46.05	34.95	27.93
其他	-65	0	0	0	PEG	2.00	1.41	1.07	0.85
筹资活动现金流净额	100	125	253	169	PB	4.47	4.08	3.65	3.23
现金净流量	-5	-87	0	0	EV/EBITDA	18.69	17.02	14.62	12.57
					ROE	6.9%	8.9%	10.4%	11.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 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。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。