

古北水镇--类乌镇景区复制第一单

事件:

董事会公告, 公司拟与密云县人民政府签署战略合作协议, 合作开发“古北水镇国际旅游综合度假区”项目, 公司及乌镇旅游将合计持股 60%。

我们的看法:

- **古北水镇项目将成为公司“类乌镇”商业模式第一次的异地复制。**此举有利于公司增强一体两翼发展架构中的景区业务, 有利于增强公司国内旅游综合运营商的竞争力, 中长期来看, 对提高公司收入增速和盈利能力也将起到积极作用。值得一提的是, 这种“高品质文化型旅游目的地”的建设与运营”的异动复制能力表明在获得优质景区资源方面公司走在了全行业的前列。
- **古北水镇项目中长期前景看好。**经过严格筛选后的古北水镇项目符合类乌镇景区需要具备的核心要素: 即观光与度假并重、门票与经营复合的商业模式、完整清晰的产权、合理半径的较强消费腹地、“文化旅游化”目的地营造等, 我们认为当前国内旅游业正进入快速发展期, 而上述要素符合旅游业发展趋势性变化, 此类景区的成长性及盈利能力有望远快于行业平均, 前景看好。
- **“亲水山坡型”明清风格北方古镇“水城街”将成为古北水镇项目的主要卖点。**项目计划用 3-5 年时间, 打造为集观光、休闲度假、商务会展、文化创意产业为一体, 具备高品质设施、互动性体验和山水古镇相互辉映独特景观资源的国际旅游综合目的地。由于地处北京一小时经济圈, 紧邻京承高速, 地处北京和承德的中间地带, 有利于成熟旅游线路的打造, 具备成为区域性旅游集聚中转地的潜力。项目建成并进入成熟运营期后的经营目标是实现年接待游客 400 万人次, 旅游综合收入 10 亿元。
- **维持 10-11 年每股收益 0.53 元和 0.90 元的预期值。**古北水镇的开发将使得公司一体两翼的发展架构更具成效, 展望 10-11 年, 我们看好旅游行业的快速恢复, 公司作为一家旅行社-景区-酒店产业链一体化的公司必将获得更快的增长。借助上海世博会的发展, 乌镇景区有望在年内实现 50% 以上的增长, 古北水镇项目的开发是公司景区业务在华北市场上取得的重大突破, 有利于增强公司主营业务的协同效应, 向国际化大型旅游运营商的愿景目标更进一步。目前股价 2010 年动态市盈率 29 倍, 偏低, 维持增持评级。
- **催化剂:** 乌镇景区世博会受益超过预期。随着世博会的临近, 乌镇的接待人次正出现快速增长, 有望成为股价上涨的推动力。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

8621-63325888 × 6080

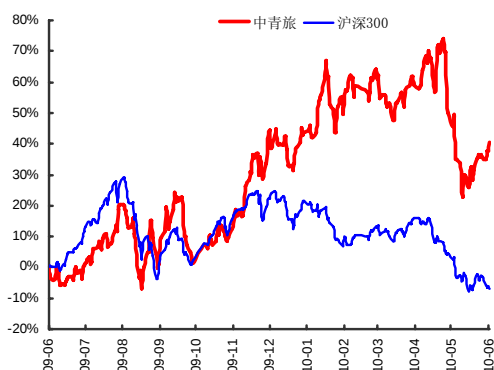
yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860200010015

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价 (2010 年 06 月 03 日)	15.38 元
目标价格	20.3 元
总股本/A 股 (万股)	41535/40170
A 股市值 (百万元)	63 亿元
国家/地区	中国
行业	旅游
报告日期	2010 年 06 月 04 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-4.91%	-21.68%	40.63%
相对表现 (%)	4.73%	-1.30%	47.55%

资料来源: WIND

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (百万)	6191	5697	7603	8744
主营业务利润 (百万)	628	499	856	988
净利润 (百万)	253	219	373	431
EBITDA (百万)	780	621	976	1122
每股收益 (元)	0.61	0.53	0.90	1.04
净资产收益率 (%)	11.8%	9.5%	14.2%	14.4%
每股经营现金流 (元)	1.41	1.52	1.62	1.68
市盈率(X)	25.3	29.2	17.1	14.8

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3070	3402	4415	5281	营业收入	6191	5697	7603	8744
现金	585	1335	1814	2334	营业成本	4712	4458	5608	6296
应收账款	406	436	565	660	营业税金及附加	202	125	167	210
其它应收款	427	301	470	501	营业费用	418	370	616	787
预付账款	236	304	332	401	管理费用	246	222	342	437
存货	1395	1025	1234	1385	财务费用	14	25	12	18
其他	20	0	0	0	资产减值损失	24	27	28	29
非流动资产	2578	2664	2711	2698	公允价值变动收				
长期投资	25	50	52	39	益	0	0	0	0
固定资产	1387	1533	1631	1671	投资净收益	54	30	25	20
无形资产	493	475	457	439	营业利润	628	499	856	988
其他	672	605	571	549	营业外收入	22	18	20	19
资产总计	5647	6065	7126	7978	营业外支出	13	8	10	9
流动负债	2065	2159	2619	2793	利润总额	637	510	866	998
短期借款	8	320	330	350	所得税	176	127	217	249
应付账款	661	571	753	826	净利润	461	382	651	750
其他	1396	1267	1536	1617	少数股东损益	208	163	277	319
非流动负债	508	517	509	510	归属母公司净利润	253	219	373	431
长期借款	470	470	470	470	EBITDA	780	621	976	1122
其他	37	47	39	40	EPS (元)	0.61	0.53	0.90	1.04
负债合计	2573	2676	3128	3303	主要财务比率				
少数股东权益	928	1091	1368	1687	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	415	415	415	415	成长能力				
资本公积	898	898	898	898	营业收入	34.9%	-8.0%	33.5%	15.0%
留存收益	850	986	1315	1672	营业利润	111.3%	-20.6%	71.6%	15.4%
归属母公司股东权益	2146	2299	2630	2988	归属于母公司净利润	94.2%	-13.3%	70.4%	15.4%
负债和股东权益	5647	6065	7126	7978	获利能力				
现金流量表					毛利率	23.9%	21.7%	26.2%	28.0%
单位: 百万元					净利率	4.1%	3.8%	4.9%	4.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	11.8%	9.5%	14.2%	14.4%
经营活动现金流	587	632	673	697	偿债能力				
净利润	461	382	651	750	资产负债率	45.6%	44.1%	43.9%	41.4%
折旧摊销	138	97	108	117	净负债比率				
财务费用	14	25	12	18	流动比率	1.49	1.58	1.69	1.89
投资损失	-54	-30	-25	-20	速动比率	0.81	1.10	1.21	1.39
营运资金变动	-13	201	-69	-173					

其它	40	-44	-3	5	营运能力				
投资活动现金流	-167	-139	-134	-86	总资产周转率	1.21	0.97	1.15	1.16
资本支出	97	150	150	120	应收账款周转率	15	13	15	14
长期投资	-26	33	-4	-14	应付账款周转率	8.78	7.23	8.47	7.98
其他	-96	44	11	20	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-171	258	-60	-92	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.53	0.90	1.04
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	1.52	1.62	1.68
短期借款	-244	312	10	20	每股净资产(最新摊薄)	5.17	5.54	6.33	7.19
长期借款	139	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	25.29	29.16	17.11	14.82
资本公积增加	-13	0	0	0	P/B	2.98	2.78	2.43	2.14
其他	-53	-54	-70	-112	EV/EBITDA	7	9	6	5
现金净增加额	248	751	478	520					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn