

后世博效应好于预期

公司公告

报告期内，公司实现营业收入 21,194.37 万元，比上年同期增长 16.75%；归属于公司普通股股东的净利润为 10,437.13 万元，比上年同期增长 46.83%；每股收益 0.28 元，符合预期。

我们的观点

- **公司营业收入增长 16.75%主要来自杭州宋城景区。**由于后世博效应和 6 月份持续大雨的影响，上半年宋城景区游客人数同比持平，但自今年 1 月 1 日起，景区对于入园且观看演出部分的游客提升了一定票价，最终景区收入实现 21.78% 的增长。而杭州乐园由于一季度实施募投项目闭园，导致收入有所减少，但是 4 月 2 日开园以来游客人数同比增长 42.89%，致使二季度收入较去年上半年增长 4.94%，好于预期。预计下半年随着水公园等项目开发，杭州乐园业绩将明显提高。
- **二季度对外复制扩张取得阶段性实质进展。**公司 4 月和 5 月分别签约峨眉山、泰山和武夷山 3 个项目，其中，泰山项目已于 7 月 1 日正式落地，标志着公司“主题公园+文化演艺”模式对外复制取得实质性进展。我们认为，泰山项目能够迅速并且顺利地进行，一方面表明了公司全国复制的坚定决心，同时也表明地方政府对这一模式的认同，对公司丰富地方夜游市场的支持，有利于项目后续的建设和运营。
- **下半年看好三亚和石林等项目的落实进度。**三亚作为中国最具发展潜力的黄金旅游目的地之一，去年接待过夜游客人数 883 万人次，同比增长 15.6%；而石林作为国家首批 5A 级景区和世界自然遗产，是云南经典旅游线路中的必选景点，2010 年景区接待游客达 275 万人次。上述两地市场空间巨大、当地旅游演艺项目空白，我们预计三亚项目将于近期有实质进展，而石林项目在今年 7 月 24 日的石林火把节上也正式签约，预计项目将分别在 2012 年下半年和 2013 年初开业。
- **投资评级：**维持 11-13 年每股收益为 0.66、0.82 和 1.06 元的预测。我们看好公司“主题公园+旅游文化演艺”模式的复制与扩张，预期未来的业绩弹性很大，给予公司 2012 年 35 倍市盈率，对应目标价 29 元，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**（1）项目审批不确定性的风险（2）公司模式异地拓展失败的风险（3）随着异地拓展，公司规模扩大，管理存在无法跟上的风险。
- **催化剂：**（1）7 月 29 日第二届中国国际（萧山）跨湖桥文化节开幕，《吴越千古情》开演（2）9 月 17 日第十一届世界休闲博览会在杭州召开。



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

联系人

吴繁

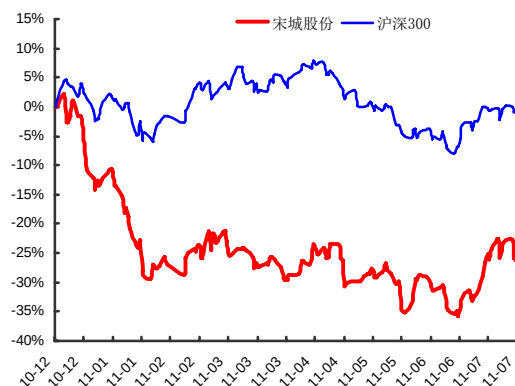
8621-63325888 × 5010

wufan@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 7 月 22 日)	21.71 元
目标价格	29.00 元
总股本/A 股 (百万股)	370
A 股市值 (亿元)	80.24
国家/地区	中国
行业	旅游
报告发布日期	2011 年 7 月 25 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	445	529	750	959
同比(%)	63%	19%	42%	28%
归属母公司净利润	163	246	304	396
同比(%)	88%	49%	24%	30%
毛利率(%)	76.3%	76.5%	74.4%	75.1%
ROE(%)	6.4%	8.9%	10.1%	11.7%
每股收益(元)	0.44	0.66	0.82	1.06
P/E	49.13	32.95	26.53	20.41
P/B	3.17	2.94	2.67	2.39
EV/EBITDA	20	18	13	9

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经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2371	2082	1820	1698	营业收入	445	529	750	959
现金	2350	2064	1792	1660	营业成本	105	124	192	239
应收账款	2	3	4	4	营业税金及附加	16	19	29	36
其它应收款	3	6	7	9	营业费用	30	42	71	84
预付账款	15	8	16	23	管理费用	41	52	74	88
存货	1	1	1	1	财务费用	24	-24	-26	-25
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	603	845	1312	1803	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	348	554	972	1438	营业利润	229	316	412	536
无形资产	251	288	338	362	营业外收入	2	17	0	0
其他	4	3	1	3	营业外支出	13	5	7	8
资产总计	2974	2927	3132	3501	利润总额	218	327	405	527
流动负债	210	67	93	109	所得税	55	82	101	132
短期借款	20	0	0	0	净利润	163	246	304	396
应付账款	34	35	58	69	少数股东损益	0	2	1	2
其他	156	32	35	39	归属于母公司净利	163	244	302	393
非流动负债	232	132	32	32	EBITDA	305	343	475	655
长期借款	232	132	32	32	EPS (元)	0.44	0.66	0.82	1.06
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	442	199	125	141	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	2	3	6	成长能力				
股本	168	370	370	370	营业收入	62.7%	18.9%	41.9%	27.8%
资本公积	2111	1909	1909	1909	营业利润	96.2%	38.1%	30.4%	30.1%
留存收益	254	447	724	1076	净利润	87.8%	49.1%	24.2%	30.0%
归属母公司股东权益合计	2533	2726	3003	3355	获利能力				
负债和股东权益	2974	2927	3132	3501	毛利率	76.3%	76.5%	74.4%	75.1%
现金流量表					净利率	36.7%	46.1%	40.3%	41.0%
单位:百万元					ROE	6.4%	8.9%	10.1%	11.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	250	282	383	520	资产负债率	14.9%	6.8%	4.0%	4.0%
净利润	163	246	304	396	净负债比率				
折旧摊销	53	52	89	144	流动比率	11.30	30.91	19.54	15.60
财务费用	24	-24	-26	-25	速动比率	11.30	30.90	19.53	15.59
投资损失	0	-0	-0	-0	营运能力				
营运资金变动	-3	10	16	6	总资产周转率	0.24	0.18	0.25	0.29
其它	14	-0	0	-0	应收账款周转率	270	237	229	233
投资活动现金流	250	-293	-556	-635	应付账款周转率	3.94	3.62	4.15	3.76
资本支出	47	251	500	605	每股指标 (元)				
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.44	0.66	0.82	1.06
其他	297	-42	-56	-30	每股经营现金流	0.68	0.76	1.04	1.41
筹资活动现金流	2060	-275	-100	-16	每股净资产	6.85	7.37	8.13	9.08
短期借款	20	-20	0	0	估值比率				
长期借款	-130	-100	-100	0	P/E	49.13	32.95	26.53	20.41
普通股增加	42	202	0	0	P/B	3.17	2.94	2.67	2.39
资本公积增加	2086	-202	0	0	EV/EBITDA	20	18	13	9
其他	42	-155	0	-16					
现金净增加额	2264	-286	-272	-132					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，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