

古北水镇项目获重大进展

公司公告:

公司于 2011 年 8 月 11 日确认全资子公司北京古北水镇旅游有限公司拿到项目一期旅游设施用地 478352.67 平方米 (折合 717.54 亩), 出让年限为 40 年, 成交价款为 25,915 万元人民币。

研究结论:

- **古北水镇项目获得重大进展。**作为类乌镇项目的异地复制第一单, 古北水镇被公司寄予厚望, 项目总投资近 30 亿, 一期投资近 10 亿, 未来将通过滚动开发的方式逐步打造具有华北民居特色的旅游目的地。此次, 公司以非常优惠的价格拿到 717.54 亩的旅游用地, 一方面源于乌镇的成功经营和公司类乌镇模式的全国布局, 另一方面也源于地方政府对旅游优秀企业及项目的大力支持。我们认为, 这是未来古北水镇成功的重要保障。
- **乌镇是近年国内最具成长性的景区。**自 2006 年底中青旅控股乌镇以来, 乌镇的游客人数和收入实现快速增长, 其中, 游客人数从 2006 年的 159 万人, 增长至 2010 年的 575 万人, 年复合增长率为 37.9%, 景区收入从 0.88 亿, 增长至 4.88 亿, 年复合增长率为 53.5%。今年上半年, 接待人次 237 万, 同比增长 8.36%, 收入 2.36 亿元, 同比增长 24%。值得一提的是, 今年上半年人均消费出现近 10% 的增长, 散客比重增加和客房涨价等促使后世博时期乌镇景区净利润仍出现 40% 以上的增长。我们认为, 旺盛的需求和适宜的产品是乌镇景区持续超预期的主要原因, 未来乌镇景区仍将保持年 30% 以上的增长。
- **古北水镇项目中长期前景看好。**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 (距北京 120 公里, 承德 80 公里)、 “文化旅游化” 目的地营造等, 我们认为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。从项目本身来看, “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。项目预计 2012 年 10 月试营业, 2013 年 5 月正式营业, 项目建成并进入成熟运营期后 (三年后) 的经营目标是实现年接待游客 400 万人次, 旅游综合收入将达 10 亿元。
- **盈利预测和投资建议:**维持 11-12 年公司每股收益 0.85 元和 1.02 元, 目前股价对应 2011 年动态市盈率 18 倍, 2012 年 15 倍, 扣除地产收益动态市盈率分别是 28 倍/21 倍, 偏低。维持公司 “买入” 评级, 目标价 24.26 元。
- **催化剂:**古北水镇项目出现重大进展; 乌镇业绩持续超预期。
- **主要风险:**乌镇上市将摊薄公司净利润的风险。

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声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业首席分析师

8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860200010015

联系人

吴繁

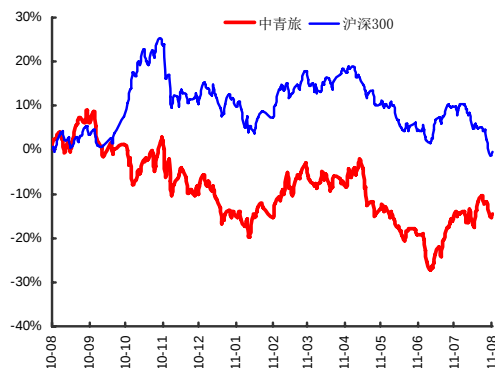
8621-63325888 × 5010

wufan@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 8 月 12 日)	15.28 元
目标价格	24.26 元
总股本/A 股 (亿股)	4.15
A 股市值 (亿元)	64
国家/地区	中国
行业	旅游
报告发布日期	2011 年 8 月 15 日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测	单位: 百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6084	8899	10986	11535
同比(%)	-2%	46%	23%	5%
归属母公司净利润	265	351	425	486
同比(%)	5%	32%	21%	14%
毛利率(%)	21.3%	23.0%	22.4%	24.0%
ROE(%)	11.4%	13.4%	14.3%	14.4%
每股收益(元)	0.64	0.85	1.02	1.17
P/E (倍)	23.91	18.08	14.92	13.07
P/B (倍)	2.73	2.43	2.14	1.88

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	2011F	2012F	2013F	会计年度	2010	2011F	2012F	2013F
流动资产	4740	5653	7828	8273	营业收入	6084	8899	10986	11535
现金	899	1760	2652	3123	营业成本	4787	6851	8523	8767
应收账款	677	816	1114	1114	营业税金及附加	62	267	319	346
其它应收款	857	942	1356	1322	营业费用	514	632	747	842
预付账款	542	560	831	786	管理费用	247	356	417	461
存货	1731	1576	1875	1929	财务费用	7	14	6	9
其他	33	0	0	0	资产减值损失	18	20	21	20
非流动资产	2858	2985	3045	3081	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	57	52	43	50	投资净收益	63	40	20	20
固定资产	1529	1753	1909	1986	营业利润	512	800	972	1110
无形资产	502	484	466	448	营业外收入	37	25	25	25
其他	770	695	627	597	营业外支出	3	8	8	6
资产总计	7598	8639	10873	11354	利润总额	545	817	989	1129
流动负债	3856	4336	5888	5607	所得税	125	204	247	282
短期借款	10	200	200	200	净利润	420	612	742	847
应付账款	733	1005	1278	1301	少数股东损益	155	261	317	361
其他	3113	3130	4410	4106	归属母公司净利润	265	351	425	486
非流动负债	512	524	534	535	EBITDA	635	917	1096	1248
长期借款	476	486	496	496	EPS (元)	0.64	0.85	1.02	1.17
其他	37	38	38	39	主要财务比率				
负债合计	4368	4859	6422	6142	会计年度	2010	2011F	2012F	2013F
少数股东权益	902	1163	1480	1841	成长能力				
股本	415	415	415	415	营业收入	-1.7%	46.3%	23.4%	5.0%
资本公积	898	898	898	898	营业利润	-18.5%	56.2%	21.6%	14.1%
留存收益	1035	1303	1658	2058	归属于母公司净利	4.5%	32.3%	21.1%	14.2%
归属母公司股东权	2328	2616	2971	3372	获利能力				
负债和股东权益	7598	8639	10873	11354	毛利率	21.3%	23.0%	22.4%	24.0%
现金流量表					净利率	4.4%	3.9%	3.9%	4.2%
单位:百万元					ROE	11.4%	13.4%	14.3%	14.4%
会计年度	2010	2011F	2012F	2013F	偿债能力				
经营活动现金流	1482	761	1222	768	资产负债率	57.5%	56.3%	59.1%	54.1%
净利润	420	612	742	847	净负债比率				
折旧摊销	116	103	118	129	流动比率	1.23	1.30	1.33	1.48
财务费用	7	14	6	9	速动比率	0.78	0.94	1.01	1.13
投资损失	-63	-40	-20	-20	营运能力				
营运资金变动	978	78	371	-198	总资产周转率	0.92	1.10	1.13	1.04
其它	24	-6	5	1	应收账款周转率	11	12	11	10
投资活动现金流	-844	-166	-162	-146	应付账款周转率	6.87	7.88	7.46	6.80
资本支出	445	200	200	160	每股指标 (元)				
长期投资	-30	11	-20	4	每股收益(最新摊	0.64	0.85	1.02	1.17
其他	-429	45	18	19	每股经营现金流(最	3.57	1.83	2.94	1.85
筹资活动现金流	-322	266	-167	-152	每股净资产(最新摊	5.60	6.30	7.15	8.12
短期借款	2	190	0	0	估值比率				
长期借款	6	10	10	0	P/E	23.91	18.08	14.92	13.07
普通股增加	0	0	0	0	P/B	2.73	2.43	2.14	1.88
资本公积增加	0	0	0	0	EV/EBITDA	8	5	5	4
其他	-330	66	-177	-152					
现金净增加额	314	861	892	471					

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

分析师声明

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