

景区业务前景广阔，电商平台快速发展



投资要点

- 公司公告：2013 年，实现营业收入 93.16 亿元，同比下降 9.38%；归属于上市公司股东的净利润 3.21 亿元，同比增长 8.59%；折合每股收益 0.77 元。2014Q1，营业收入 21.78 亿元，同比增长 12.13%，归属净利润 6537 万元，同比增长 10%，扣非净利润同比增长达 51.39%。
- 乌镇股权比例提升增加利润贡献，古北水镇持续超预期。受禽流感影响，2013 年乌镇景区接待人次同比下滑 5.3%，但仍实现营业收入 7.69 亿元（+11.4%）和净利润 2.83 亿元（+21.6%），预计今年人次将呈恢复性增长，收入和利润增速有望进一步提升。2014Q1，乌镇接待游客人次增长 8.6%，营业收入增长 18.9%；预计 Q2 收入增速有望达 30-50%；随着股权比例由 51% 提升至 66%，今年利润贡献比例将大幅增加。此外，古北水镇 1 月 1 日对外营业，在未进行大规模宣传推广的情况下，接待游客数量快速增加，清明小长假期间创下日接待游客 9000 余人的接待记录，经营情况大大超出公司；预计今年有望实现营业收入 1.9 亿元，人均消费超过 200 元，基本达到盈亏平衡。
- 地产结算大幅减少，投资收益和政府补贴稳定公司利润增长。2012 年，公司地产业务结算收入 17.8 亿元，2013 年仅 1.46 亿元，大幅下降 92%。6900 万元的投资收益和 1.5 亿元的营业外收入是公司利润增长 8.6% 的主要因素。
- 公司景区业务前景广阔，或朝轻资产运营方向发展。据人民网报道，4 月 3 日，江南乌镇项目签约仪式在浙江乌镇国际旅游区管委会举行，该项目由乌镇旅游股份有限公司投资建设，占地面积约 417 亩，总投资 1.5 亿元。我们分析认为，本次项目投资金额不大，预计主要为输出管理模式，这有望在未来成为公司景区项目快速扩张的主要方式。
- 重视电商平台打造，遨游网迅速发展。旅游业务在线化是旅游业未来发展的趋势，公司确立了遨游网平台化、网络化、移动化的发展思路，目前平台化建设技术研发一期工程已经完成；新版手机 wap 网站全新上线，手机订单增长迅速；一季度遨游网整体营收同比增长接近 100%。

财务与估值

- 考虑到古北项目超预期，我们预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.91、1.13、1.40 元（原 14-15 年预测值为 0.85 和 1.04 元），按定增 7800 万股计算，对应摊薄 EPS 分别为 0.76、0.95 和 1.18 元；参考行业整体估值水平以及公司优秀的景区运营和管理能力，给予公司 2014 年摊薄后每股收益 35 倍 PE，对应目标价 26.6 元，维持公司买入评级。

- 风险提示：自然灾害 重大疾病 古北项目进展低于预期等

公司主要财务信息

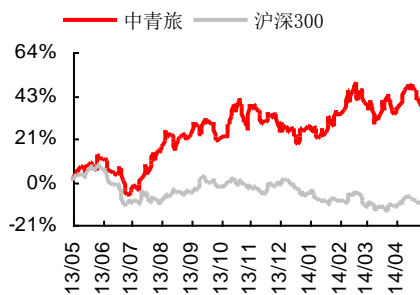
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	10,280	9,316	10,878	12,540	14,422
同比增长	22.1%	-9.4%	16.8%	15.3%	15.0%
营业利润（百万元）	689	489	809	999	1,215
同比增长	8.0%	-29.0%	65.4%	23.5%	21.7%
归属母公司净利润（百万元）	295	321	377	470	583
同比增长	10.5%	8.6%	17.5%	24.9%	23.9%
每股收益（元）	0.71	0.77	0.91	1.13	1.40
毛利率	20.0%	19.8%	20.2%	20.4%	20.5%
净利率	2.9%	3.4%	3.5%	3.8%	4.0%
净资产收益率	10.9%	11.1%	12.0%	13.3%	14.6%
市盈率（倍）	26.9	24.7	21.1	16.9	13.6
市净率（倍）	2.8	2.7	2.4	2.1	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2014 年 04 月 29 日）	19.11 元
目标价格	26.60 元
52 周最高价/最低价	20.72/13.07 元
总股本/流通 A 股（万股）	41,535/41,535
A 股市值（百万元）	7,937
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2014 年 04 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-5.2	1.7	1.8	36.2
相对表现 (%)	-3.4	1.4	4.9	48.0
沪深 300 (%)	-1.7	0.3	-3.1	-11.8



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

杨春燕

021-63325888*6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120004

吴繁

021-63325888*5010

wufan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513010002

相关报告

一季报扣非净利润有望增长 50%	2014-04-15
定增获批有利于加快“类乌镇”项目推进	2014-03-18
乌镇仍具潜力，古北项目可期	2014-02-19

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，据此开展发布证券研究报告业务。

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。并阅读本证券研究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	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	636	706	900	1,738	2,608	营业收入	10,280	9,316	10,878	12,540	14,422
应收账款	925	1,121	1,114	1,307	1,572	营业成本	8,229	7,471	8,683	9,983	11,472
预付账款	523	426	608	637	733	营业税金及附加	239	101	109	125	148
存货	908	759	1,281	1,196	1,411	营业费用	728	863	842	966	1,096
其他	785	581	933	938	1,072	管理费用	352	391	402	464	533
流动资产合计	3,777	3,593	4,836	5,817	7,395	财务费用	31	66	64	56	49
长期股权投资	732	945	945	945	945	资产减值损失	13	4	(0)	(0)	(0)
固定资产	1,913	2,376	2,344	2,296	2,238	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	312	104	78	64	58	投资净收益	1	69	30	52	92
无形资产	501	664	644	624	603	其他	0	(0)	0	0	0
其他	542	577	493	435	375	营业利润	689	489	809	999	1,215
非流动资产合计	4,001	4,667	4,504	4,363	4,218	营业外收入	36	150	50	40	40
资产总计	7,778	8,260	9,339	10,180	11,614	营业外支出	1	4	2	2	3
短期借款	542	907	725	816	770	利润总额	724	635	857	1,037	1,252
应付账款	896	729	925	1,041	1,179	所得税	196	157	214	259	313
其他	1,866	2,225	2,659	2,581	3,044	净利润	528	479	643	777	939
流动负债合计	3,304	3,861	4,309	4,438	4,993	少数股东损益	233	158	266	307	357
长期借款	34	314	314	314	314	归属于母公司净利润	295	321	377	470	583
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.71	0.77	0.91	1.13	1.40
其他	76	36	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	110	351	314	314	314		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	3,415	4,211	4,623	4,752	5,307	成长能力					
少数股东权益	1,498	1,122	1,388	1,695	2,051	营业收入	22.1%	-9.4%	16.8%	15.3%	15.0%
股本	415	415	415	415	415	营业利润	8.0%	-29.0%	65.4%	23.5%	21.7%
资本公积	1,041	848	848	848	848	归属于母公司净利润	10.5%	8.6%	17.5%	24.9%	23.9%
留存收益	1,431	1,689	2,066	2,471	2,993	获利能力					
其他	(22)	(25)	0	0	0	毛利率	20.0%	19.8%	20.2%	20.4%	20.5%
股东权益合计	4,363	4,048	4,716	5,428	6,307	净利率	2.9%	3.4%	3.5%	3.8%	4.0%
负债和股东权益	7,778	8,260	9,339	10,180	11,614	ROE	10.9%	11.1%	12.0%	13.3%	14.6%
现金流量表						ROIC	10.7%	8.2%	11.9%	12.8%	13.6%
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
净利润	528	479	643	777	939	资产负债率	43.9%	51.0%	49.5%	46.7%	45.7%
折旧摊销	153	176	172	182	186	净负债率	0.0%	12.7%	3.0%	0.0%	0.0%
财务费用	31	66	64	56	49	流动比率	1.14	0.93	1.12	1.31	1.48
投资损失	(1)	(69)	(30)	(52)	(92)	速动比率	0.87	0.73	0.82	1.04	1.20
营运资金变动	(63)	470	(418)	(105)	(108)	营运能力					
其它	(398)	(626)	18	(0)	(0)	应收账款周转率	11.8	9.1	9.7	10.4	10.0
经营活动现金流	250	495	449	857	973	存货周转率	6.7	9.0	8.5	8.1	8.8
资本支出	240	(547)	(51)	(51)	(51)	总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3
长期投资	(625)	(207)	13	10	10	每股指标（元）					
其他	(243)	(225)	30	52	92	每股收益	0.71	0.77	0.91	1.13	1.40
投资活动现金流	(628)	(979)	(8)	11	51	每股经营现金流	0.60	1.19	1.08	2.07	2.35
债权融资	(311)	256	(1)	0	0	每股净资产	6.90	7.05	8.02	9.00	10.25
股权融资	102	(194)	0	0	0	估值比率					
其他	321	489	(246)	(30)	(155)	市盈率	26.9	24.7	21.1	16.9	13.6
筹资活动现金流	112	551	(247)	(30)	(154)	市净率	2.8	2.7	2.4	2.1	1.9
汇率变动影响	(5)	(8)	0	0	0	EV/EBITDA	9.6	11.5	8.0	6.8	5.8
现金净增加额	(270)	59	194	838	870	EV/EBIT	11.7	15.1	9.6	8.0	6.6

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

本证券研究报告（以下简称“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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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