

# 可转债通过，继续看好“小而美”的大潜力

事件：公司发布公告称，公司发行可转债的申请已经通过证监会发审会审核。

## 核心观点

- **募投项目落地后，产品线将进一步丰富。**本次可转债发行包括 2 个募投资项目：1) 南山小寨二期项目（投资总额 2.65 亿元，募投资金 2.4 亿元），2) 御水温泉（一期）装修改造项目（投资总额 6912 万元，募投资金 6000 万元）。两个项目共募集资金 3 亿元，其中南山小寨二期的建设期为 2 年，御水温泉（一期）装修改造的建设期为 1 年。本次可转债的募投资项目均以酒店为主体，我们认为项目落成后，能够进一步丰富公司中高端酒店的产品线，提升公司酒店资产在当地的竞争力，巩固“一站式旅游目的地”的战略地位。
- **我们认为公司存在着清晰的成长逻辑，即量价齐升带来持续内生成长动能：**1) 一方面，通过打造精品旅游路线+高端消费项目，公司的客单价会有明显的提升；公司山水园、南山竹海、御水温泉以及水世界的非门票收入占比分别为 44.3%/76.8%/56.2%/26.7%，门票依赖度低，客单价提升具备灵活性。公司主张一站式旅游服务，着力打造精品旅游路线，实现各个景区之间的客流导入，延长旅客的游玩时间，深度挖掘单客消费潜力，提升人均消费。此外公司正在建设高端消费项目御水温泉二期，覆盖长三角高端消费者的出游需求。酒店建成后，公司可以通过产品组合等方式将这些高端消费者导入到其他核心景区内，带来客单价和客流的双重提升。2) 另一方面，凭借着交通的便利性和长三角广阔的休闲游市场，公司拥有深厚的客源基础，有望驱动公司中长期客流量增长：长三角休闲游需求旺盛，而天目湖正处于核心城市的 3h 旅游都市圈内，客源基础深厚，随着公司的品牌影响力的不断扩大，旗下旅游资产的中长期客流量有望继续提升。
- **公司外延拓展能力强，当期行情下弹性更大。**自然景区公司往往依赖于稀缺的单一资源，可能会面临潜在的成长与估值瓶颈。而公司仅依靠水库等非核心旅游资源，打造出高品质旅游景区。公司的景区运营能力优秀，并一定程度上摆脱了对稀缺资源的依赖，开发模式和运营能力均具备可复制性，外延拓展的能力更强。目前公司也在大力推进外延拓展工作，一旦落地有望帮助公司突破瓶颈，打开成长新空间。

## 财务预测与投资建议

- **维持买入评级，目标价 26.78 元。**预计公司 19-21 年 eps 分别为 1.03 元/1.19 元/1.37 元（本次预测 19-21 年归母净利润分别为 1.19/1.38/1.59 亿元，原为 1.19/1.37/1.58 亿元），按可比公司估值法，给予公司 19 年 26X 的 PE 估值，对应目标价 26.78 元。

## 风险提示

门票降价、客流增长不及预期、在建项目落地不及预期、景区自然灾害等。

### 公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	461	489	531	598	657
同比增长(%)	9.2%	6.2%	8.5%	12.6%	9.8%
营业利润(百万元)	131	158	182	211	244
同比增长(%)	26.3%	20.5%	15.3%	15.5%	15.8%
归属母公司净利润(百万元)	84	103	119	138	159
同比增长(%)	21.9%	22.2%	15.4%	15.6%	15.3%
每股收益(元)	0.73	0.89	1.03	1.19	1.37
毛利率(%)	63.7%	62.1%	62.6%	63.3%	63.9%
净利率(%)	18.3%	21.1%	22.4%	23.0%	24.2%
净资产收益率(%)	15.8%	13.1%	13.5%	13.6%	13.7%
市盈率	27.4	22.4	19.4	16.8	14.6
市净率	3.1	2.8	2.5	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，

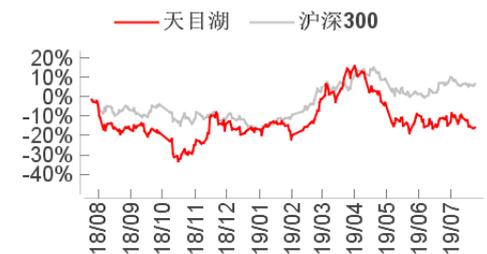


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年07月24日)	19.97 元
目标价格	26.78 元
52 周最高价/最低价	40.66/19.26 元
总股本/流通 A 股(万股)	11,600/2,900
A 股市值(百万元)	2,317
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2019 年 07 月 25 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-4.22	-5.53	-18.09	-43.73
相对表现	4.62	4.97	12.87	50.38
沪深 300	0.4	-0.56	-5.22	6.65



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王克宇  
021-63325888-5010  
wangkeyu@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518010001

联系人 董博  
021-63325888-3045  
dongbo1@orientsec.com.cn  
联系人 徐椰香  
021-63325888-6129  
xuyexiang@orientsec.com.cn

### 相关报告

从“小而美”出发，看前景广阔： 2019-03-17

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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：可比公司估值情况**

公司	代码	最新价格		每股收益（元）			市盈率			
		2019/7/23	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
宋城演艺	300144	25.28	0.89	0.95	1.05	1.26	28.53	26.70	24.14	20.04
张家界	000430	5.99	0.07	0.08	0.09	0.11	91.87	79.23	66.63	52.82
桂林旅游	000978	5.69	0.22	0.24	0.28	0.33	25.48	23.32	20.18	17.24
长白山	603099	9.35	0.25	0.32	0.41	0.50	36.87	29.22	22.62	18.70
云南旅游	002059	5.88	0.48	0.28	0.37	0.46	12.22	21.14	15.91	12.74
	最大值						91.87	79.23	66.63	52.82
	最小值						12.22	21.14	15.91	12.74
	平均数						38.99	35.92	29.90	24.31
	调整后平均						30.29	26.41	22.31	18.66

数据来源：Wind，朝阳永续，东方证券研究所

**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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	43	219	24	58	111	营业收入	461	489	531	598	657
应收账款	9	6	7	8	9	营业成本	167	185	199	220	237
预付账款	2	3	4	4	5	营业税金及附加	8	8	8	10	10
存货	7	6	7	7	8	营业费用	65	72	75	81	85
其他	184	56	25	85	306	管理费用	73	73	76	86	90
<b>流动资产合计</b>	<b>245</b>	<b>290</b>	<b>66</b>	<b>162</b>	<b>438</b>	财务费用	18	6	3	4	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	733	672	628	1,140	1,057	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	3	12	478	0	2	投资净收益	0	6	5	5	5
无形资产	88	119	115	110	106	<b>其他</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
其他	36	34	21	21	21	营业利润	131	158	182	211	244
<b>非流动资产合计</b>	<b>860</b>	<b>837</b>	<b>1,242</b>	<b>1,272</b>	<b>1,186</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,105</b>	<b>1,127</b>	<b>1,308</b>	<b>1,434</b>	<b>1,624</b>	<b>营业外支出</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
短期借款	40	0	40	0	0	利润总额	130	158	182	210	243
应付账款	28	33	36	39	42	所得税	33	39	45	52	61
其他	87	128	131	136	141	净利润	98	118	136	157	182
<b>流动负债合计</b>	<b>155</b>	<b>161</b>	<b>207</b>	<b>176</b>	<b>183</b>	少数股东损益	13	15	17	20	24
长期借款	133	66	66	66	66	归属于母公司净利润	84	103	119	138	159
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.73	0.89	1.03	1.19	1.37
其他	1	1	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>134</b>	<b>67</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>289</b>	<b>228</b>	<b>273</b>	<b>241</b>	<b>249</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	62	73	90	110	134	成长能力					
股本	80	80	116	116	116	营业收入	9.2%	6.2%	8.5%	12.6%	9.8%
资本公积	356	356	320	320	320	营业利润	26.3%	20.5%	15.3%	15.5%	15.8%
留存收益	319	390	509	647	805	归属于母公司净利润	21.9%	22.2%	15.4%	15.6%	15.3%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>816</b>	<b>899</b>	<b>1,035</b>	<b>1,193</b>	<b>1,375</b>	毛利率	63.7%	62.1%	62.6%	63.3%	63.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,105</b>	<b>1,127</b>	<b>1,308</b>	<b>1,434</b>	<b>1,624</b>	净利率	18.3%	21.1%	22.4%	23.0%	24.2%
						ROE	15.8%	13.1%	13.5%	13.6%	13.7%
						ROIC	12.0%	12.4%	12.9%	13.1%	13.5%
现金流量表											
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>偿债能力</b>					
净利润	98	118	136	157	182	资产负债率	26.1%	20.2%	20.9%	16.8%	15.3%
折旧摊销	68	69	51	68	88	净负债率	17.0%	0.0%	10.6%	3.0%	0.0%
财务费用	18	6	3	4	3	流动比率	1.58	1.80	0.32	0.92	2.39
投资损失	(0)	(6)	(5)	(5)	(5)	速动比率	1.54	1.76	0.29	0.88	2.35
营运资金变动	(182)	158	35	(54)	(215)	<b>营运能力</b>					
其它	212	(120)	11	(0)	(0)	应收账款周转率	75.8	65.6	80.3	81.7	80.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>213</b>	<b>225</b>	<b>231</b>	<b>171</b>	<b>54</b>	存货周转率	23.2	27.5	30.4	30.8	30.5
资本支出	1	(42)	(467)	(98)	(2)	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
长期投资	2	2	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(214)	121	5	5	5	每股收益	0.73	0.89	1.03	1.19	1.37
<b>投资活动现金流</b>	<b>(212)</b>	<b>81</b>	<b>(462)</b>	<b>(93)</b>	<b>3</b>	每股经营现金流	1.84	1.94	1.99	1.47	0.46
债权融资	(287)	(49)	(1)	0	0	每股净资产	6.50	7.12	8.14	9.33	10.70
股权融资	357	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(51)	(82)	37	(44)	(3)	市盈率	27.4	22.4	19.4	16.8	14.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>19</b>	<b>(131)</b>	<b>36</b>	<b>(44)</b>	<b>(3)</b>	市净率	3.1	2.8	2.5	2.1	1.9
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	10.0	9.3	9.2	7.7	6.5
<b>现金净增加额</b>	<b>21</b>	<b>175</b>	<b>(195)</b>	<b>34</b>	<b>54</b>	EV/EBIT	14.6	13.2	11.7	10.1	8.8

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

