

# 宋城股份 (300144.SZ) 旅游景点行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

苏超

分析师 SAC 执业编号: S1130512080005  
(8621)61357581  
suchao@gjzq.com.cn

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号: S1130511030004  
(8621)61038317  
maozhr@gjzq.com.cn

## 实施股权激励, 保障经营扩张有效推进

### 事件

宋城股份发布限制性股票激励计划草案, 公司将通过向激励对象定向发行新股的方式, 对 169 名员工 (包括董事、高管、中层管理人员及技术业务骨干人员) 实行限制性股票激励计划。授予价格为 6.28 元/股, 共计 450.5 万股, 其中首次授予 405.5 万股, 占总股本 0.73%, 预留 45 万股。占总股本 0.08%, 预留部分将在计划首次授予日起一年内授予。首期限制性股票的解锁条件为:

(1) 以 2012 年净利润为固定基数, 2013 年、2014 年、2015 年、2016 年公司净利润增长率分别不低于 20%、50%、100%、167%;

(2) 2013 年、2014 年、2015 年、2016 年净资产收益率不低于 8.5%、9.5%、11%、12%;

(3) 锁定期净利润不低于最近三个会计年度的平均水平且不得为负。

以上净利润与净资产收益率指标均以扣除非经常性损益后的净利润作为计算依据, 各年净利润与净资产均指归属于上市公司股东的净利润与归属于上市公司股东的净资产。

### 评论

**扩张伊始实施股权激励, 调动中高层团队积极性, 保障经营扩张有效推进:** 2013 年起公司异地项目将陆续开业, 管理团队的经营能力和运营效率将是影响这些扩张项目成长步伐的重要因素。此时公司推出股权激励计划, 对提高管理团队积极性、稳定中高层管理团队、保障异地扩张有效推进, 都具有十分正面的效应。

**盈利增长预期明朗, 公司对异地项目信心较强:** 近两年公司业绩连续低于市场预期, 在一定程度上引发了市场对于公司现有业务持续成长性以及异地扩张项目的担忧。此次股权激励方案要求在 2012 年-2016 年四年中, 扣非后的净利润复合增长率达到 27.8% 以上, 在一定程度上有助于市场明确未来增长预期。公司目前计划 2013 年推出三亚及丽江项目, 2014 年及以后将按照现有项目的成长情况选择新项目落地节奏, 因此, 2013-2014 年将是异地项目的市场培育期和关键成长阶段。而按照管理层股权激励实施条件对主业利润增长的要求, 2013 年和 2014 年公司扣非后的净利润增速分别要达到 20% 和 25%, 主业利润增长的节奏显示出公司对于旅游文化演艺商业模式的扩张性及其异地项目的成长空间具有较强的信心。

### 投资建议

公司 21 日发布 2012 年业绩预告, 预计 2012 年度实现归属于上市公司股东净利润 25333 万元-25777 万元, 同比增速为 14%-16%。业绩增长情况符合我们预期。但综合考虑公司股权激励方案对未来主业业绩增长的要求及激励方案产生的管理费用情况, 我们调整了对公司 2013 年和 2014 年的业绩预测。假设 2013 年内按照 450.5 万股实施股权激励, 我们预计 2012 年-2014 年公司完全摊薄后的每股收益分别为 0.459 元、0.533 元和 0.645 元。我们仍维持对公司“增持”的投资评级, 将继续重点跟踪三亚、丽江项目的进展情况。

**图表1: 盈利预测详表**

项目(单位:百万元)	2009	2010	2011H	2011	2012H	2012F	2013F	2014F
<b>营业总收入</b>	<b>273.30</b>	<b>444.76</b>	<b>211.94</b>	<b>504.53</b>	<b>239.64</b>	<b>577.13</b>	<b>752.55</b>	<b>1,017.90</b>
收入增长率	38.23%	62.74%	16.75%	13.44%	13.07%	14.39%	30.39%	35.26%
其中:宋城景区	187.60	321.01	160.51	341.23	192.72	374.34	434.08	437.57
杭州乐园	60.11	88.56	30.21	120.52	38.73	138.53	174.47	203.56
烂苹果乐园	6.30	7.87	5.86	5.92	-	37.25	72.50	86.89
九寨沟景区								43.81
三亚景区						-	21.06	59.04
丽江景区							19.94	53.96
石林景区							-	98.08
其他业务收入	19.29	27.32	15.37	36.85	8.19	27.00	30.50	35.00
<b>营业成本</b>	<b>82.14</b>	<b>105.49</b>	<b>50.51</b>	<b>125.28</b>	<b>69.78</b>	<b>169.15</b>	<b>242.27</b>	<b>391.20</b>
其中:宋城景区	36.00	48.26	23.56	60.55	33.49	66.50	71.00	74.00
杭州乐园	29.17	32.09	12.42	42.44	32.81	83.65	92.23	96.52
烂苹果乐园	5.62	4.79	4.54	5.02	-	12.20	24.95	26.02
九寨沟景区								19.99
三亚景区						-	31.36	38.82
丽江景区							14.96	28.77
石林景区							-	98.08
其他业务成本	11.35	20.35	9.99	17.28	3.48	6.80	7.78	9.00
<b>毛利</b>	<b>191.15</b>	<b>339.27</b>	<b>161.43</b>	<b>379.25</b>	<b>169.86</b>	<b>407.98</b>	<b>510.27</b>	<b>626.70</b>
毛利率	69.94%	76.28%	76.17%	75.17%	70.88%	70.69%	67.81%	61.57%
营业税金及附加	9.76	15.72	8.20	19.26	8.79	21.12	27.54	37.26
占营业总收入比重	3.57%	3.53%	3.87%	3.82%	3.67%	3.66%	3.66%	3.66%
销售费用	22.07	30.37	17.06	41.86	13.59	40.98	54.94	61.07
占营业总收入比重	8.07%	6.83%	8.05%	8.30%	5.67%	7.10%	7.30%	6.00%
管理费用	26.88	40.61	20.04	49.95	24.91	63.48	75.25	81.43
占营业总收入比重	9.83%	9.13%	9.46%	9.90%	10.39%	11.00%	10.00%	8.00%
财务费用	17.43	23.89	-5.51	-13.17	-6.20	-15.00	-10.00	-7.50
资产减值损失	-0.86	0.06	0.10	0.66	-0.23	0.30	0.20	0.20
投资收益	0.67	-	-	-	-	-	-	-
<b>营业利润</b>	<b>116.55</b>	<b>228.62</b>	<b>121.54</b>	<b>280.69</b>	<b>129.00</b>	<b>297.09</b>	<b>362.34</b>	<b>454.24</b>
营业外收支	0.93	-10.63	17.74	16.72	41.16	42.30	35.00	28.00
加:营业外收入	3.58	2.31	19.30	20.92	44.47	46.00	35.00	28.00
减:营业外支出	2.64	12.94	1.57	4.19	3.31	3.70	-	-
利润总额	117.48	217.98	139.28	297.41	170.16	339.39	397.34	482.24
减:所得税费用	29.07	54.65	34.90	75.19	42.82	84.85	99.33	120.56
所得税费用率	24.7%	25.1%	25.1%	25.3%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>88.41</b>	<b>163.34</b>	<b>104.37</b>	<b>222.22</b>	<b>127.34</b>	<b>254.55</b>	<b>298.00</b>	<b>361.68</b>
净利润增长率	31.90%	84.75%	46.83%	36.05%	22.01%	14.55%	17.07%	21.37%
净利润率	32.4%	36.7%	49.2%	44.0%	53.1%	44.1%	39.6%	35.5%
减:少数股东损益	1.42	-	-	-	-	-	-	0.92
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>87.00</b>	<b>163.34</b>	<b>104.37</b>	<b>222.22</b>	<b>127.34</b>	<b>254.55</b>	<b>298.00</b>	<b>360.76</b>
<b>完全摊薄后每股收益(元)</b>	<b>0.700</b>	<b>0.972</b>	<b>0.282</b>	<b>0.601</b>	<b>0.230</b>	<b>0.459</b>	<b>0.533</b>	<b>0.645</b>

来源:公司数据,国金证券研究所

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

图表2: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	273	445	505	577	753	1,018
增长率		62.7%	13.4%	14.4%	30.4%	35.3%
主营业务成本	-82	-105	-125	-169	-242	-391
%销售收入	30.1%	23.7%	24.8%	29.3%	32.2%	38.4%
毛利	191	339	379	408	510	627
%销售收入	69.9%	76.3%	75.2%	70.7%	67.8%	61.6%
营业税金及附加	-10	-16	-19	-21	-28	-37
%销售收入	3.6%	3.5%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
营业费用	-22	-30	-42	-41	-55	-61
%销售收入	8.1%	6.8%	8.3%	7.1%	7.3%	6.0%
管理费用	-27	-41	-50	-63	-75	-81
%销售收入	9.8%	9.1%	9.9%	11.0%	10.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	132	253	268	282	353	447
%销售收入	48.5%	56.8%	53.2%	48.9%	46.8%	43.9%
财务费用	-17	-24	13	15	10	7
%销售收入	6.4%	5.4%	-2.6%	-2.6%	-1.3%	-0.7%
资产减值损失	1	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0	0
%税前利润	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	117	229	281	297	362	454
营业利润率	42.6%	51.4%	55.6%	51.5%	48.1%	44.6%
营业外收支	1	-11	17	42	35	28
税前利润	117	218	297	339	397	482
利润率	43.0%	49.0%	58.9%	58.8%	52.8%	47.4%
所得税	-29	-55	-75	-85	-99	-121
所得税率	24.7%	25.1%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	88	163	222	255	298	362
少数股东损益	1	0	0	0	0	1
归属于母公司的净利润	87	163	222	255	298	361
净利率	31.8%	36.7%	44.0%	44.1%	39.6%	35.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	87	163	222	255	298	362
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	39	53	59	85	109	133
非经营收益	20	37	23	-39	-30	-21
营运资金变动	3	-3	-10	172	21	19
经营活动现金净流	149	250	295	473	398	492
资本开支	-286	-46	-655	-470	-799	-577
投资	-16	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-302	-47	-655	-471	-799	-577
股权募资	31	2,128	0	0	0	0
债权募资	200	-18	-153	-180	-18	12
其他	-32	-50	-70	-4	-116	-7
筹资活动现金净流	199	2,060	-223	-183	-134	5
现金净流量	46	2,264	-583	-182	-536	-80

来源: 公司数据, 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	87	2,350	1,767	1,586	1,050	970
应收款项	4	5	18	11	12	14
存货	0	1	0	1	1	1
其他流动资产	3	15	209	29	26	37
流动资产	95	2,371	1,995	1,626	1,089	1,022
%总资产	13.3%	79.7%	65.6%	52.4%	33.1%	27.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	358	353	656	1,089	1,818	2,293
%总资产	50.4%	11.9%	21.6%	35.1%	55.3%	62.1%
无形资产	257	251	391	383	380	377
非流动资产	615	603	1,047	1,475	2,200	2,673
%总资产	86.7%	20.3%	34.4%	47.6%	66.9%	72.3%
资产总计	710	2,974	3,042	3,101	3,289	3,695
短期借款	38	150	160	0	54	55
应付款项	31	44	85	76	90	113
其他流动负债	13	16	23	127	21	67
流动负债	82	210	267	203	165	236
长期贷款	362	232	70	50	-22	-12
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	444	442	337	253	143	224
普通股股东权益	266	2,533	2,704	2,848	3,146	3,470
少数股东权益	0	0	0	0	0	1
负债股东权益合计	710	2,974	3,042	3,101	3,289	3,695

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.000	0.000	0.601	0.459	0.533	0.645
每股净资产	2.112	15.075	7.317	7.706	8.512	9.388
每股经营现金净流	1.196	1.490	0.798	1.280	1.076	1.332
每股股利	0.000	0.300	0.200	0.300	0.000	0.100
回报率						
净资产收益率	32.69%	6.45%	8.22%	8.94%	9.47%	10.40%
总资产收益率	12.25%	5.49%	7.31%	8.21%	9.06%	9.76%
投入资本收益率	14.96%	6.49%	6.83%	7.31%	8.32%	9.54%
增长率						
主营业务收入增长率	38.23%	62.74%	13.44%	14.39%	30.39%	35.26%
EBIT增长率	28.13%	90.69%	6.18%	5.30%	24.84%	26.78%
净利润增长率	35.58%	87.76%	36.05%	14.55%	17.07%	21.06%
总资产增长率	56.84%	318.84%	2.26%	1.96%	6.06%	12.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.9	1.4	2.5	2.0	1.8	1.3
存货周转天数	1.7	1.6	1.5	1.5	1.3	1.2
应付账款周转天数	126.4	92.6	153.0	102.0	90.0	70.0
固定资产周转天数	472.0	286.0	382.1	506.5	572.4	521.9
偿债能力						
净负债/股东权益	117.76%	-77.72%	-56.86%	-53.92%	-32.37%	-26.70%
EBIT利息保障倍数	7.6	10.6	-20.4	-18.8	-35.2	-59.6
资产负债率	62.53%	14.85%	11.08%	8.16%	4.35%	6.06%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-10-12	增持	14.16	N/A
2	2011-12-30	增持	16.71	N/A
3	2012-02-28	增持	15.20	26.90 ~ 29.30
4	2012-07-27	增持	14.28	N/A
5	2012-08-03	增持	14.58	14.50 ~ 16.00
6	2012-11-01	增持	12.64	N/A
7	2012-11-19	增持	12.15	N/A
8	2013-01-17	增持	12.85	15.40 ~ 16.50

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net