

激励方案利好长期发展

增持 维持

投资要点:

- 2012年净利润同比增长14%-16%
- 推出股权激励方案,留住核心技术与业务骨干

报告摘要:

- 净利同比增长14%-16%。**预计2012年实现归属于上市公司股东的净利润25,333万元-25,777万元,同比增长14.00%-16.00%。公司净利的增长主要得益于《宋城千古情》、《吴越千古情》和烂苹果乐园良好的经营状况以及政府对文化产业的补贴。但同时也应看到,公司2012年3000多万的净利增长主要来源于政府补贴,公司核心业务的盈利增速确实有放缓的迹象,未来需要密切关注文化演艺异地新项目的运作情况和盈利能力。
- 推出股权激励方案。**公司拟定向发行450.5万股限制性股票用于股权激励,本激励计划设计的股票数占公司股本(提交股东大会审议前)总额的0.81%。公司授予激励对象首期限制性股票的价格为6.28元/股(审议本次议案的董事会决议公告前20个交易日公司股票均价12.56元的50%),激励对象为公司董事(不包括独立董事)、中高级管理人员,以及公司认定的技术(业务)骨干人员。有效期为60个月,其中锁定期为一年,锁定期满后为解锁期,按20%/20%/30%/30%的比率在未来48个月内分四次解锁。我们认为,此次股权激励对稳定公司核心团队,确保盈利快速增长有积极作用,较长的解锁期有利于在中长期提高激励对象的积极性,保证公司未来业绩目标可以如期实现。
- 投资建议。**2013年将有三亚、丽江两地项目陆续开业,开业时间、门票定价均具有不确定性,但我们认为三亚项目将弥补当地夜游空白,凭借当地较大的游客底量,能够在较短时间内培育成功;丽江当地已有印象丽江、丽水金沙两台大型演出,丽江新项目的市场开拓将面临较大挑战。考虑到公司外延式扩张动力充足,而项目培育仍有待观察,我们维持公司的增持评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	444.76	504.53	598.07	710.31	865.21
增长率(%)	62.7	13.4	18.54	18.77	21.81
归母净利润(百万)	163.34	222.22	255.21	305.11	381.69
增长率(%)	87.8	36	14.84	19.56	25.10
每股收益	0.29	0.4	0.46	0.55	0.69
市盈率	46.45	33.68	29.26	24.48	19.56

服务行业研究组

分析师:

孙妍(S1180512090001)

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《行业渐进投资高峰 业绩为王》
2012-11-26
- 《中国国旅(601888): 定增摊薄2013》
2012-11-26
- 《年末将近 旅游行业逐渐复苏》
2012-11-26
- 《淡季票价执行 景区客流有望提升》
2012-11-19
- 《旅游酒店行业: 预期寒冬 把握低吸良机》
2012-11-18
- 《丽江旅游(002033): 进军泸沽湖精品度假村》
2012-11-18

表 1: 激励对象

激励对象		获授股份数(万	占本计划总	占公司总股本比
姓名	职务	股)	量比例	例
张 娴	董事、总裁	50	11.10%	0.09%
高 张建坤	执行总裁	40	8.88%	0.07%
管 邱晓军	董事、常务副总裁	30	6.66%	0.05%
董 商玲霞	副总裁	20	4.44%	0.04%
事 陈胜敏	财务总监	10	2.21%	0.02%
董 昕	董事会秘书	10	2.21%	0.02%
技术(业务)骨干 163 人		245.5	54.50%	0.44%
预留		45	10.00%	0.08%
小计		450.5	100.00%	0.81%

资料来源: 宏源证券, 公司公告

表 2: 解锁业绩条件

解锁安排	解锁业绩条件
首次解锁	2013 年同比净利润增长率 $\geq 20\%$, 同比净资产收益率 $\geq 8.5\%$
二次解锁	2014 年同比净利润增长率 $\geq 50\%$, 同比净资产收益率 $\geq 9.5\%$
三次解锁	2015 年同比净利润增长率 $\geq 100\%$, 同比净资产收益率 $\geq 11\%$
四次解锁	2016 年同比净利润增长率 $\geq 167\%$, 同比净资产收益率 $\geq 12\%$

资料来源: 宏源证券, 公司公告

表 3: 对公司业绩的影响

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
摊销成本(万元)	444.25	353.29	182.07	80.09	14.07
合计(万元)			1,073.77		

资料来源: 宏源证券, 公司公告

宋城股份财务报表及财务指标预测					2013年1月23日	股价: 13.47			
利润表					财务指标				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	50,453	59,807	71,031	86,521	成长性				
减: 营业成本	12,528	14,354	17,047	20,765	营业收入增长率	13.4%	18.5%	18.8%	21.8%
营业税费	1,926	2,392	2,841	3,461	营业利润增长率	22.8%	22.5%	19.3%	24.8%
销售费用	4,186	4,186	4,830	5,451	净利润增长率	36.0%	14.8%	19.6%	25.1%
管理费用	4,995	4,785	5,682	5,883	EBITDA增长率	6.8%	18.6%	19.2%	25.1%
财务费用	-1,317	-369	-475	-341	EBIT增长率	5.9%	27.2%	19.2%	25.5%
资产减值损失	66	72	74	76	NOPLAT增长率	11.7%	20.8%	19.5%	25.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	106.2%	28.1%	18.4%	22.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	净资产增长率	6.8%	11.6%	9.1%	10.4%
营业利润	28,069	34,387	41,030	51,225	利润率				
加: 营业外净收支	1,672	-360	-348	-333	毛利率	75.2%	76.0%	76.0%	76.0%
利润总额	29,741	34,027	40,682	50,892	营业利润率	55.6%	57.5%	57.8%	59.2%
减: 所得税	7,519	8,507	10,170	12,723	净利润率	44.0%	42.7%	43.0%	44.1%
净利润	22,221.9	25,520.5	30,511.5	38,169.2	EBITDA/营业收入	63.1%	63.1%	63.4%	65.1%
资产负债表	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	53.0%	56.9%	57.1%	58.8%
货币资金	176,734	164,828	164,920	159,108	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	313	360	372	372
应收帐款	1,763	478	568	692	流动营业资本周转天数	29	70	67	75
应收票据	-	6	7	9	流动资产周转天数	1,558	1,163	963	809
预付帐款	19,513	17,942	21,309	25,956	应收帐款周转天数	2	2	1	1
存货	48	60	71	87	存货周转天数	0	0	0	0
其他流动资产	1,426	3,658	6,336	10,032	总资产周转天数	2,146	1,894	1,723	1,553
可供出售金融资产	-	-	-	-	投资资本周转天数	616	799	825	818
持有至到期投资	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	-	-	-	-	ROE	8.2%	8.5%	9.3%	10.5%
投资性房地产	-	-	-	-	ROA	7.3%	7.8%	8.6%	9.7%
固定资产	52,815	66,665	80,134	98,721	ROIC	37.1%	21.7%	20.2%	21.5%
在建工程	12,742	14,952	14,206	15,574	费用率				
无形资产	38,756	56,218	66,769	81,329	销售费用率	8.3%	7.0%	6.8%	6.3%
其他非流动资产	356	356	356	356	管理费用率	9.9%	8.0%	8.0%	6.8%
资产总额	304,152	325,163	354,677	391,864	财务费用率	-2.6%	-0.6%	-0.7%	-0.4%
短期债务	-	-	-	-	三费/营业收入	15.6%	14.4%	14.1%	12.7%
应付帐款	7,853	9,749	11,578	14,103	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	11.1%	7.2%	7.2%	7.2%
其他流动负债	2,405	1,146	1,258	1,413	负债权益比	12.5%	7.8%	7.7%	7.8%
长期借款	7,000	7,000	7,000	7,000	流动比率	7.47	11.37	10.45	9.18
其他非流动负债	-	-	-	-	速动比率	7.47	11.37	10.44	9.18
负债总额	33,706	23,438	25,492	28,327	利息保障倍数	-20.32	-92.15	-85.45	-149.42
少数股东权益	-	-	-	-	分红指标				
股本	36,960	45,270	45,270	45,270	DPS(元)	0.91	0.06	0.07	0.08
留存收益	233,486	256,454	283,915	318,267	分红比率	22.7%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	270,446	301,724	329,185	363,537	股息收益率	6.7%	0.4%	0.5%	0.6%
现金流量表	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	22,222	25,521	30,511	38,169	EPS(元)	0.40	0.46	0.55	0.69
加: 折旧和摊销	5,878	3,748	4,451	5,422	BVPS(元)	4.88	6.66	7.27	8.03
资产减值准备	66	72	74	76	PE(X)	33.61	29.26	24.48	19.56
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	2.8	2.0	1.9	1.7
财务费用	2,490	1,998	-369	-475	P/FCF	-14.1	-34.5	194.0	-305.7
投资收益	-	-	-	-	P/S	14.8	10.2	8.6	7.0
少数股东损益	-	-	-	-	EV/EBITDA	10.8	12.1	10.2	8.2
营运资金的变动	-2,470	1,336	-4,094	-5,649	CAGR(%)	49.1%	14.4%	-7.7%	19.8%
经营活动产生现金流量	29,495	30,308	30,469	37,678	PEG	0.7	2.0	-3.2	1.0
投资活动产生现金流量	-65,509	-31,313	-24,020	-33,148	ROIC/WACC	3.2	1.8	1.7	1.8
融资活动产生现金流量	-22,294	-4,323	-2,577	-3,476	REP	0.9	1.7	1.5	1.2

作者简介:

孙妍: 宏源证券研究所旅游酒店行业研究员, 2009年毕业于伦敦大学学院金融计算专业, 2010年加盟宏源证券研究所, 从事旅游酒店行业研究至今。提出“附加值提振带来成长空间、共同利益锁定安全边际”的选股逻辑, 善于挖掘上市公司发展源动力、预判行业发展及公司盈利趋势。

覆盖公司: 中青旅、丽江旅游、中国国旅、峨眉山、宋城股份、锦江股份、黄山旅游、湘鄂情。

机构销售团队**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。