

# 薪酬激励有望促进业绩增长

## 增持 维持

### 投资要点:

- 主业调整逐步显现, 酒店利润贡献占比上升至 65.27%
- 薪酬激励有望促进业务增长, 南山“尼泊尔馆”项目可期

### 报告摘要:

- 收入加快增长, 利润增长 5.91%。**报告期内, 公司实现营收 30.4 亿元, 同比增长 13%; 归母净利润 11238 万元, 同比增长 5.91%; 每股收益 0.49 元, 同比增长 5.93%。
- 毛利率下滑 2 个百分点, 净利率下滑 0.14 个百分点。**2012 年公司毛利率为 32.84%, 同比下降 2 个百分点, 系旅行社受国内和出境旅游市场竞争激烈、机票涨价等多重因素影响, 毛利率同比减少 0.32 个百分点; 南山公司入园人数同比增长 8.06%, 游客数增多导致运营成本增加, 景区和展览广告板块的毛利率均同比减少 0.02 个百分点。财务费用增加 19.07%, 导致净利率下降 0.14 个百分点至 3.7%。
- 主业调整逐步显现, 酒店利润贡献占比上升至 65.27%。**2012 年公司利润贡献主要来源于酒店和景区板块, 其中酒店板块占比 65.27%, 景区板块占比 39.9%。从近三年的利润占比情况来看, 酒店板块利润贡献由 2010 年的 24.51% 逐年上升到 65.27%, 景区板块由 2010 年的 72.28% 降为 39.9%, 公司主业调整逐步显现。
- 薪酬激励有望促进业绩增长, 南山“尼泊尔馆”项目可期。**新的薪酬激励计划中经营者年度收入构成为收入 = 基薪 + 风险收入 + 特别奖励, 其中基薪 + 风险收入的分配系数在 1~0.65 之间。薪酬激励有望促进公司业绩。同时, 南山“尼泊尔馆”项目预计一年内完工, 届时将成为继 2005 年大佛开光后的重要亮点项目, 进一步促进南山文化旅游区的品质和影响力。预计 2013-2015EPS0.59 元、0.66、0.74 元, 对应 PE24.27、21.68、19.29 倍, 维持增持评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	2540.38	3040.76	342,215	387,804	440,131
增长率 (%)	10.23	19.70	7.25%	13.24%	13.67%
归母净利润(百万)	97.58	112.38	13,594	15,223	17,106
增长率 (%)	-47.85	15.17	-150.69%	-68.15%	125.98%
每股收益	0.42	0.49	0.59	0.66	0.74
市盈率	51.08	44.35	24.27	21.68	19.29

### 服务业研究组

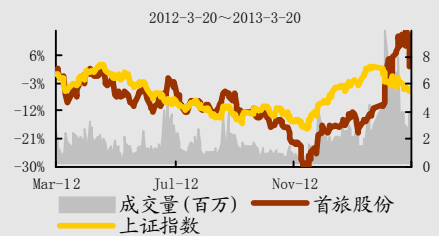
#### 分析师:

孙妍(S1180512090001)

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

- 《休闲旅游崛起 短假游或成潮》  
2013-3-19
- 《丽江旅游: 外延扩张取得进展 新项目可期》  
2013-3-7
- 《静待年报披露 建议全年布局》  
2013-3-5
- 《三特索道: 资源优势凸显 市值有望继续提振》  
2013-3-5
- 《宋城股份: 《宋城千古情》接待能力有望翻番》  
2013-2-28
- 《继续调整 行业表现稍显疲软》  
2013-1-28
- 《宋城股份: 激励方案利好长期发展》  
2013-1-25
- 《节日预热行业 把握板块低吸良机》  
2013-1-23

财务报表及财务指标预测					2013-3-20	股价: 14			
					财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
<b>利润表</b>					<b>成长性</b>				
营业收入	2012	2013E	2014E	2015E	营业收入增长率	19.70%	7.25%	13.24%	13.67%
减: 营业成本	304,076	342,215	387,804	440,131	营业利润增长率	17.48%	-100.00%		33.11%
营业税费	204,216	233,733	262,543	297,969	净利润增长率	15.17%	-150.69%	-68.15%	125.98%
销售费用	5,670	6,522	7,386	8,395	EBITDA增长率	14.52%	-18.08%	21.19%	11.94%
管理费用	35,947	39,134	44,315	50,372	EBIT增长率	17.44%	-8.15%	22.46%	11.71%
财务费用	37,540	44,026	49,854	56,668	NOPLAT增长率	17.03%	13.19%	17.68%	11.53%
资产减值损失	4,399	2,434	4,204	4,351	投资资本增长率	-14.47%	1.18%	21.89%	11.48%
加: 公允价值变动收	36	(172)	0	0	净资产增长率	0.60%	14.87%	14.89%	14.61%
投资和汇兑收益	0	0	0	0	<b>利润率</b>				
营业利润	2,276	2,100	2,100	2,100	毛利率	32.84%	28.33%	28.91%	29.02%
加: 营业外净收支	18,543	18,638	21,602	24,476	营业利润率	6.10%	0.00%	0.84%	0.98%
利润总额	(87)	222	268	320	净利率	3.70%	-1.75%	-0.49%	-0.98%
减: 所得税	18,456	18,860	21,870	24,796	EBITDA/营业收入	9.83%	7.51%	7.65%	7.55%
净利润	4,622	49	738	974	EBIT/营业收入	7.54%	6.46%	6.99%	6.87%
<b>资产负债表</b>	2012	2013E	2014E	2015E	<b>运营效率</b>				
货币资金	40,900	32,612	36,929	52,260	固定资产周转天数	92.57	88.65	99.51	103.29
交易性金融资产	0	0	0	0	流动营业资本周转天数	(0.63)	(21.69)	(33.38)	(31.53)
应收帐款	4,819	4,449	8,919	10,123	流动资产周转天数	80.88	62.18	44.33	50.26
应收票据	4	34	39	44	应收帐款周转天数	3.66	3.77	4.47	5.42
预付帐款	27,375	2,396	2,715	3,081	存货周转天数	2.72	2.73	3.05	3.05
存货	2,116	3,080	3,490	3,961	总资产周转天数	264.23	238.47	230.41	236.81
其他流动资产	120	311	539	800	投资资本周转天数	173.65	143.10	140.91	144.23
可供出售金融资产	4,179	4,179	4,179	4,179	<b>投资回报率</b>				
持有至到期投资	0	0	0	0	ROE	11.19%	13.25%	12.96%	12.75%
长期股权投资	26,332	22,600	23,400	24,200	ROA	6.13%	8.26%	7.87%	7.67%
投资性房地产	502	502	502	502	ROIC	11.53%	15.26%	17.75%	16.24%
固定资产	72,830	95,705	118,689	133,883	<b>费用率</b>				
在建工程	1,112	2,738	3,102	3,521	销售费用率	11.82%	12.00%	12.00%	12.00%
无形资产	37,314	51,332	58,171	66,020	管理费用率	12.35%	13.50%	13.50%	13.50%
其他非流动资产	7,951	7,895	7,895	7,895	财务费用率	1.45%	0.75%	1.14%	1.04%
资产总额	225,555	227,832	268,569	310,469	三费/营业收入	25.61%	26.25%	26.64%	26.54%
短期债务	31,300	6,220	19,352	30,000	<b>偿债能力</b>				
应付帐款	25,561	28,062	31,800	36,091	资产负债率	45.21%	37.69%	39.27%	39.80%
应付票据	0	0	0	0	负债权益比	82.52%	60.49%	64.68%	66.11%
其他流动负债	13,688	22,161	24,440	27,056	流动比率	105.64%	82.21%	73.81%	79.08%
长期借款	29,500	29,500	29,500	29,500	速动比率	102.67%	76.31%	68.91%	74.62%
其他非流动负债	1,166	4,217	4,673	5,197	利息保障倍数	5.22	8.66	6.14	6.63
负债总额	101,978	85,874	105,480	123,558	<b>分红指标</b>				
少数股东权益	22,706	27,923	33,832	40,548	DPS(元)	2.00	0.00	0.00	0.00
股本	23,140	23,140	23,140	23,140	分红比率	41.18%	0.00%	0.00%	0.00%
留存收益	77,300	90,894	106,117	123,223	股息收益率	14.03%	0.00%	0.00%	0.00%
股东权益	123,576	141,957	163,089	186,911	<b>业绩和估值指标</b>				
<b>现金流量表</b>	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	0.49	0.59	0.66	0.74
净利润	13,834	173	2,617	3,455	BVPS(元)	5.34	6.13	7.05	8.08
加: 折旧和摊销	10,122	3,422	3,878	4,401	PE(X)	29.36	24.27	21.68	19.29
资产减值准备	36	(172)	0	0	PB(X)	2.67	2.32	2.02	1.77
公允价值变动损失	0	0	0	0	P/FCF	11	(25)	(207)	38
财务费用	3,404	4,131	2,434	4,204	P/S	1	1	1	1
投资收益	(2,276)	(2,100)	(2,100)	(2,100)	EV/EBITDA	12	14	12	11
少数股东损益	2,596	5,870	4,431	7,556	CAGR(%)	(0)	(0)	0	0
营运资金的变动	8,545	38,247	1,041	5,123	PEG	(2)	(3)	1	1
经营活动产生现金	33,708	47,875	14,071	22,786	ROIC/WACC	1	2	2	2
投资活动产生现金	(9,933)	(30,890)	(28,522)	(21,743)	REP	2	1	1	1
融资活动产生现金	(15,299)	(27,514)	8,927	6,297					

**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**

区域	姓名	电话	电话	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。