

对外投资项目价值分析预测，维持“增持”评级

方正证券研究所证券研究报告

分析师：陈翀

执业证书编号：S1220210100002

联系人：王朗其

TEL: 010-68582897

Email: wanglangqi@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	444.76	531.47	622.40	772.88
(+/-)	62.74%	19.50%	17.11%	24.18%
净利润	163.34	218.02	260.64	329.08
(+/-)	87.76%	33.48%	19.55%	26.26%
EPS (元)	0.97	0.59	0.71	0.89
P/E	32.77	37.89	31.69	25.10

相关研究

《业绩符合预期，2011 年有望超预期》

《与宋城股份董事长会议纪要》

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

宋城股份(300144)

公司研究跟踪报告
2011.07.13 增持

餐饮旅游行业

提示：公司前期投资项目“三亚天涯不夜城”以及近期签约的三个外埠扩张项目：泰山、武夷山以及峨眉山千古情系列，总共四个对外投资项目。

投资要点：

※成长性巨大，对外拓展年均两个项目推进千古情系列。

泰山项目正式启动。公司公告预测未来 9 年年平均营业收入为 17,289 万元，年平均利润为 8,965 万元，项目 NPV 为 25,714 万元。

假定其他项目均在 2013 年开始营业，利润预测如下：

	2013-2017 年			2013 年	
	年平均营业收入	年平均游客人数	年平均贡献利润	游客人数	营业收入
三亚项目	7,615.02	78.78	3,883.66	62	5,580.27
武夷山项目	6,143.03	63.45	3,132.94	63.45	4235.03
峨眉山项目	4,904.75	42.08	2,501.42	34.46	3,790.85

注：收入与利润单位：万元；人数单位：万人次。测算系就市场数据的粗略推算。

※以团队客源为主的营销模式能保证公司对外项目的成功。

团队客源为主配合签约旅行社的模式是宋城景区成功的一大因素，对外项目以宋城为主要复制对象，相信能保证他们拥有充足的客源，业务的高毛利必定带来高利润。

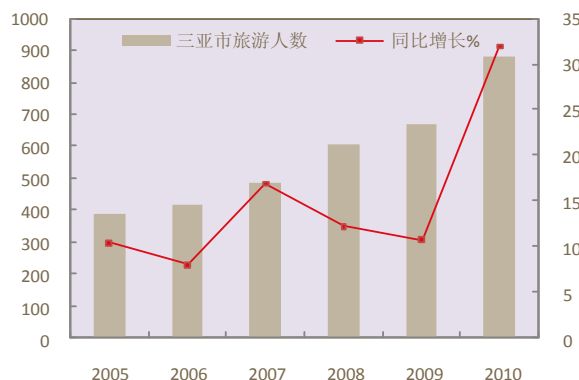
※利润贡献仍需要时间，维持“增持”评级。

公司对外拓展的项目最早都需要 2013 年开始贡献营收利润，短期不会对公司业绩起到影响，我们维持“增持”评级，公司的高成长性是我们长期看好公司的最主要理由，我们相信公司未来的发展空间巨大，在不考虑拓展项目的情形下，在此暂不更改盈利预测，以最新股本预计 2011-2013 年 EPS 为 0.59、0.71、0.89 元/股。

※风险提示。

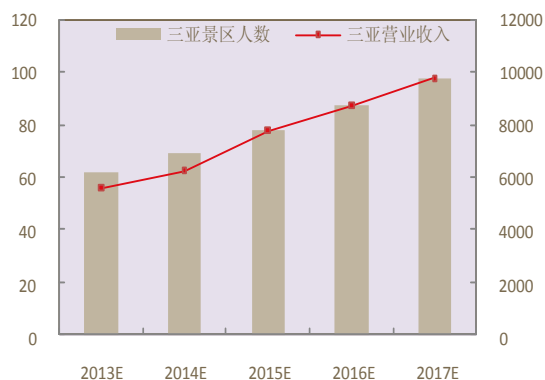
我们提示投资者宋城景区的巨大成功不完全源于公司的经营与管理模式，杭州市独特的环境和旅游市场以及其强烈的文化影响力亦是公司成功的重要原因，不排除公司的其他拓展项目得不到当地市场认同出现失败的情况。

图表 1 三亚旅游人数将保持年均增长 12%



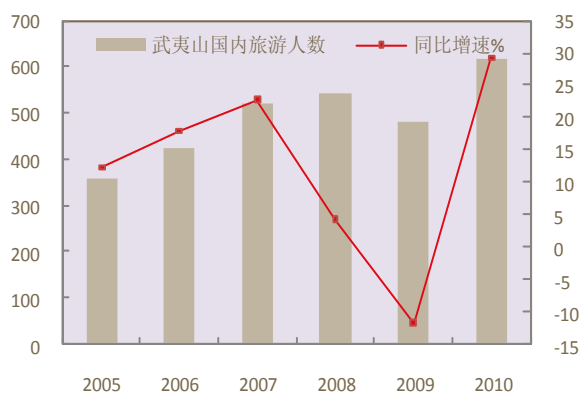
资料来源：三亚市统计局 方正证券研究所

图表 2 三亚项目营收预测



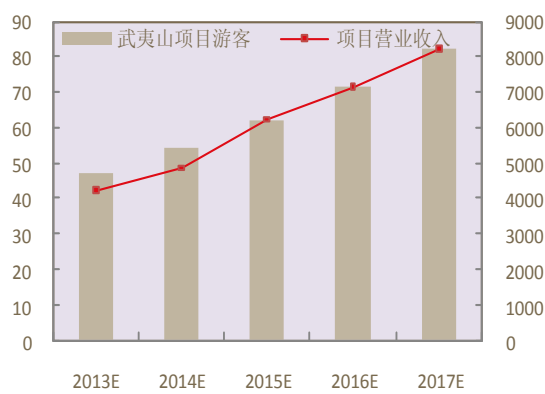
资料来源：方正证券研究所

图表 3 武夷山旅游人数将保持年均增长 15%



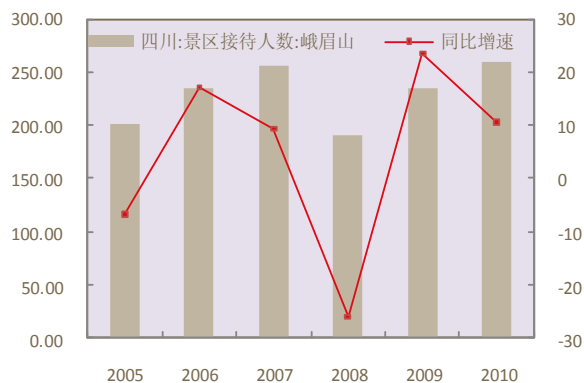
资料来源：武夷山市统计局 方正证券研究所

图表 4 武夷山项目营收预测



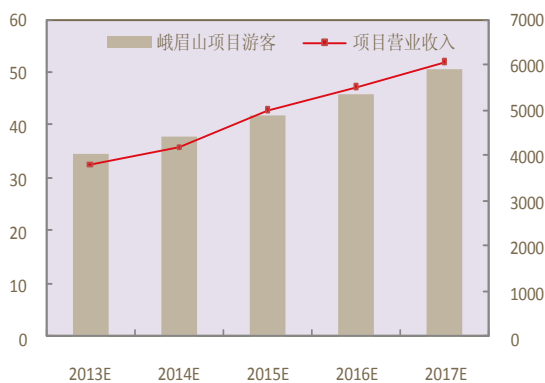
资料来源：方正证券研究所

图表 5 峨眉山景区旅游人数将保持年均增长 10%



资料来源：Wind 方正证券研究所

图表 6 峨眉山项目营收预测



资料来源：方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2371.12	2418.09	2418.07	2567.31	经营活动现金流	242.93	319.29	276.56	456.62
现金	2350.42	2406.65	2397.71	2544.44	净利润	163.34	218.02	260.64	329.08
应收账款	1.66	3.05	2.39	4.02	折旧摊销	52.62	49.33	60.16	76.81
其它应收款	3.23	7.56	3.48	9.23	财务费用	23.89	0.00	0.00	0.00
预付账款	15.27	0.00	13.85	8.50	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	0.53	0.83	0.65	1.12	营运资金变动	3.10	52.01	-44.29	50.74
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	-0.02	-0.06	0.05	-0.01
非流动资产	603.32	717.90	824.31	1002.22	投资活动现金流	-40.51	-163.85	-166.61	-254.71
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-12.11	114.52	106.45	177.90
固定资产	348.46	408.75	456.82	544.52	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	250.53	304.99	363.33	453.14	其他	-52.62	-49.33	-60.16	-76.81
其他	4.33	4.17	4.16	4.55	筹资活动现金流	2061.33	-99.21	-118.89	-55.17
资产总计	2974.43	3135.99	3242.38	3569.53	短期借款	20.00	53.33	-42.22	10.37
流动负债	209.79	227.85	156.74	233.88	长期借款	-130.00	-24.11	-26.08	-4.35
短期借款	20.00	73.33	31.11	41.48	其他	2171.33	-128.43	-50.59	-61.19
应付账款	33.83	55.51	41.32	69.91	现金净增加额	2263.75	56.23	-8.95	146.74
其他	155.97	99.00	84.31	122.49					
非流动负债	232.00	207.89	181.81	177.46	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	232.00	207.89	181.81	177.46	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	62.74%	19.50%	17.11%	24.18%
负债合计	441.79	435.73	338.55	411.33	营业利润	96.16%	27.15%	19.55%	26.26%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	87.76%	33.48%	19.55%	26.26%
归属母公司股东权益	2532.64	2700.26	2903.83	3158.20	获利能力				
负债和股东权益	2974.43	3135.99	3242.38	3569.53	毛利率	76.28%	74.20%	74.33%	75.27%
					净利率	36.73%	41.02%	41.88%	42.58%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	6.45%	8.07%	8.98%	10.42%
营业收入	444.76	531.47	622.40	772.88	ROIC	5.60%	7.19%	8.21%	9.54%
营业成本	105.49	137.14	159.74	191.12	偿债能力				
营业税金及附加	15.72	18.60	21.78	27.05	资产负债率	14.85%	13.89%	10.44%	11.52%
营业费用	30.37	37.20	37.34	46.37	净负债比率	86.47%	76.47%	80.15%	70.72%
管理费用	40.61	47.83	56.02	69.56	流动比率	11.30	10.61	15.43	10.98
财务费用	23.89	0.00	0.00	0.00	速动比率	11.30	10.61	15.42	10.97
资产减值损失	0.06	0.00	0.00	0.00	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.24	0.17	0.20	0.23
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	269.60	225.66	228.99	241.42
营业利润	228.62	290.69	347.52	438.78	应付帐款周转率	3.94	3.07	3.30	3.44
营业外收入	2.31	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
营业外支出	12.94	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.97	0.59	0.71	0.89
利润总额	217.98	290.69	347.52	438.78	每股经营现金	1.45	0.86	0.75	1.24
所得税	54.65	72.67	86.88	109.69	每股净资产	15.08	7.31	7.86	8.54
净利润	163.34	218.02	260.64	329.08	估值比率				
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	32.77	37.89	31.69	25.10
归属母公司净利润	163.34	218.02	260.64	329.08	P/B	2.11	3.06	2.84	2.62
EBITDA	270.60	340.02	407.68	515.59	EV/EBITDA	12.50	18.20	15.05	11.65
EPS (元)	0.97	0.59	0.71	0.89					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com