

## 新项目贡献低于预期

## 投资要点

- 公司发布三季度：2012 年前三季度，公司实现营业收入 44,884.49 万元，比上年同期增长 15.69%；利润总额为 29,086.04 万元，比上年同期增长 14.50%；归属于公司普通股股东的净利润为 21,759.04 万元，比上年同期增长 14.27%；折合每股收益 0.39 元，低于我们的预期。
- 三季度公司营业收入保持快速增长，但净利润增速下滑明显。2012 年 7-9 月，公司实现营业总收入 2.09 亿元，比上年同期增长 18.84%；实现归属于上市公司股东的净利润 9025 万元，仅比上年同期增长 4.89%。
- 新项目贡献低于预期和毛利率下滑是公司业绩不达预期的主要原因。报告期内，公司吴越千古情、宋城二期、烂苹果乐园等项目相继推出，与之配比的人工薪酬、折旧费用等成本大幅增加，导致营业成本增长 43.83%，但收入水平并没有对应幅度的增长，毛利率水平下降 5.43 个百分点。此外，公司异地项目土地使用权摊销及其运行费用增加使得管理费用同比增长 33.88%。
- 异地扩张项目稳步推进，千古情系列明年起将相继走上舞台。报告期内，公司继续推动在九寨沟、武夷山、石林等全国一线旅游目的地战略布局的落地工作；同时，三亚、丽江、泰山等已落地的外地项目陆续进入项目施工阶段和编创工作。公司在公告中称，将在 2013 年至少推出两个文化主题公园和不少于两台旅游演艺精品项目的首演；我们分析认为，乐观估计，三亚和丽江项目有望在明年二季度推出，前景看好。

## 财务与估值

- 根据新项目当前的进展情况以及项目推出前期对公司业绩产生的压力，我们下调公司 2012-2014 年每股收益预测至 0.46、0.54、0.65 元（原值为 0.52、0.67、0.91 元），参考当前行业估值水平，公司未来业绩弹性较大，维持给予 2012 年 35 倍 PE 估值，对应目标价 16.10 元，维持公司“买入”评级。

## 风险提示

- 接待人次、项目进展低于预期。



## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

|                       |                  |
|-----------------------|------------------|
| 股价 (2012 年 10 月 23 日) | 12.72 元          |
| 目标价格                  | 16.10 元          |
| 52 周最高价/最低价           | 26.08/12.69 元    |
| 总股本/A 股 (万股)          | 55440/17617      |
| A 股市值 (百万元)           | 7051             |
| 国家/地区                 | 中国               |
| 行业                    | 餐饮旅游             |
| 报告发布日期                | 2012 年 10 月 24 日 |

| 股价表现       | 1 周  | 1 月  | 3 月   | 12 月  |
|------------|------|------|-------|-------|
| 绝对表现 (%)   | 0.2  | -0.5 | -15.5 | -15.2 |
| 相对表现 (%)   | -0.4 | -5.6 | -13.2 | -7.4  |
| 沪深 300 (%) | 0.6  | 5.1  | -2.3  | -7.8  |



资料来源：WIND、东方证券研究所

| 公司主要财务信息       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业收入 (百万元)     | 445   | 505   | 590   | 749   | 916   |
| 同比增长           | 62.7% | 13.4% | 17.0% | 26.9% | 22.2% |
| 营业利润 (百万元)     | 229   | 281   | 301   | 372   | 454   |
| 同比增长           | 96.2% | 22.8% | 7.1%  | 23.6% | 22.3% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 163   | 222   | 255   | 299   | 361   |
| 同比增长           | 87.8% | 36.0% | 14.9% | 17.2% | 20.7% |
| 每股收益 (元)       | 0.29  | 0.40  | 0.46  | 0.54  | 0.65  |
| 毛利率            | 76.3% | 75.2% | 72.3% | 72.2% | 73.2% |
| 净利率            | 36.7% | 44.0% | 43.3% | 39.9% | 39.4% |
| 净资产收益率         | 11.7% | 8.5%  | 9.1%  | 10.0% | 11.1% |
| 市盈率 (倍)        | 43.4  | 31.9  | 27.7  | 23.7  | 19.6  |
| 市净率 (倍)        | 2.8   | 2.6   | 2.5   | 2.3   | 2.1   |

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。

|       |                        |
|-------|------------------------|
| 证券分析师 | 杨春燕                    |
|       | 021-63325888*6080      |
|       | yangy@orientsec.com.cn |
|       | 执业证书编号：S0860510120004  |

|     |                        |
|-----|------------------------|
| 联系人 | 吴繁                     |
|     | 021-63325888*5010      |
|     | wufan@orientsec.com.cn |

|                           |            |
|---------------------------|------------|
| 相关报告                      |            |
| 经营性业务增长低于预期               | 2012-07-27 |
| 政府补助增厚公司业绩                | 2012-04-26 |
| 宋城股份年报点评——人均消费提升，业绩继续快速增长 | 2012-02-29 |

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申明。

**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         | 2010A        | 2011A        | 2012E        | 2013E        | 2014E        | 单位:百万元           | 2010A        | 2011A        | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
| 货币资金           | 2,350        | 1,767        | 1,529        | 1,685        | 1,913        | 营业收入             | 445          | 505          | 590          | 749          | 916          |
| 应收账款           | 2            | 5            | 4            | 5            | 7            | 营业成本             | 105          | 125          | 164          | 209          | 246          |
| 预付账款           | 15           | 195          | 77           | 112          | 110          | 营业税金及附加          | 16           | 19           | 21           | 27           | 34           |
| 存货             | 1            | 0            | 1            | 1            | 1            | 营业费用             | 30           | 42           | 50           | 66           | 87           |
| 其他             | 3            | 27           | 8            | 11           | 16           | 管理费用             | 41           | 50           | 62           | 79           | 100          |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>2,371</b> | <b>1,995</b> | <b>1,618</b> | <b>1,814</b> | <b>2,048</b> | 财务费用             | 24           | (13)         | (7)          | (4)          | (5)          |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失           | 0            | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 348          | 528          | 771          | 837          | 899          | 公允价值变动收益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程           | 4            | 127          | 139          | 170          | 185          | 投资净收益            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产           | 251          | 388          | 626          | 613          | 599          | <b>其他</b>        | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 其他             | 0            | 4            | 3            | 3            | 2            | <b>营业利润</b>      | <b>229</b>   | <b>281</b>   | <b>301</b>   | <b>372</b>   | <b>454</b>   |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>603</b>   | <b>1,047</b> | <b>1,539</b> | <b>1,622</b> | <b>1,685</b> | 营业外收入            | 2            | 21           | 45           | 33           | 33           |
| <b>资产总计</b>    | <b>2,974</b> | <b>3,042</b> | <b>3,157</b> | <b>3,437</b> | <b>3,733</b> | 营业外支出            | 13           | 4            | 5            | 5            | 5            |
| 短期借款           | 20           | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>利润总额</b>      | <b>218</b>   | <b>297</b>   | <b>341</b>   | <b>400</b>   | <b>482</b>   |
| 应付账款           | 34           | 71           | 62           | 88           | 112          | 所得税              | 55           | 75           | 85           | 100          | 121          |
| 其他             | 156          | 196          | 140          | 167          | 171          | <b>净利润</b>       | <b>163</b>   | <b>222</b>   | <b>255</b>   | <b>299</b>   | <b>361</b>   |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>210</b>   | <b>267</b>   | <b>202</b>   | <b>255</b>   | <b>283</b>   | 少数股东损益           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款           | 232          | 70           | 70           | 70           | 70           | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>163</b>   | <b>222</b>   | <b>255</b>   | <b>299</b>   | <b>361</b>   |
| 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 每股收益（元）          | 0.29         | 0.40         | 0.46         | 0.54         | 0.65         |
| 其他             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>主要财务比率</b>    |              |              |              |              |              |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>232</b>   | <b>70</b>    | <b>70</b>    | <b>70</b>    | <b>70</b>    |                  | <b>2010A</b> | <b>2011A</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |
| <b>负债合计</b>    | <b>442</b>   | <b>337</b>   | <b>272</b>   | <b>325</b>   | <b>353</b>   | <b>成长能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 营业收入             | 62.7%        | 13.4%        | 17.0%        | 26.9%        | 22.2%        |
| 股本             | 168          | 370          | 554          | 554          | 554          | 营业利润             | 96.2%        | 22.8%        | 7.1%         | 23.6%        | 22.3%        |
| 资本公积           | 2,111        | 1,909        | 1,724        | 1,724        | 1,724        | 归属于母公司净利润        | 87.8%        | 36.0%        | 14.9%        | 17.2%        | 20.7%        |
| 留存收益           | 254          | 426          | 607          | 833          | 1,102        | <b>获利能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 其他             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率              | 76.3%        | 75.2%        | 72.3%        | 72.2%        | 73.2%        |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>2,533</b> | <b>2,704</b> | <b>2,886</b> | <b>3,112</b> | <b>3,381</b> | 净利率              | 36.7%        | 44.0%        | 43.3%        | 39.9%        | 39.4%        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>2,974</b> | <b>3,042</b> | <b>3,157</b> | <b>3,437</b> | <b>3,733</b> | ROE              | 11.7%        | 8.5%         | 9.1%         | 10.0%        | 11.1%        |
| <b>现金流量表</b>   |              |              |              |              |              | ROIC             | 10.6%        | 6.8%         | 7.3%         | 8.6%         | 9.8%         |
| 单位:百万元         | 2010A        | 2011A        | 2012E        | 2013E        | 2014E        | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 净利润            | 163          | 222          | 255          | 299          | 361          | 资产负债率            | 14.9%        | 11.1%        | 8.6%         | 9.4%         | 9.5%         |
| 折旧摊销           | 36           | 46           | 88           | 118          | 138          | 净负债率             | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 财务费用           | 24           | (13)         | (7)          | (4)          | (5)          | 流动比率             | 11.30        | 7.47         | 8.03         | 7.13         | 7.24         |
| 投资损失           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 速动比率             | 11.30        | 7.47         | 8.03         | 7.13         | 7.24         |
| 营运资金变动         | 3            | (145)        | 108          | (11)         | 23           | <b>营运能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 其它             | 24           | 184          | 0            | 0            | 0            | 应收账款周转率          | 269.6        | 144.7        | 127.0        | 162.2        | 144.6        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>250</b>   | <b>295</b>   | <b>444</b>   | <b>402</b>   | <b>516</b>   | 存货周转率            | 228.7        | 248.3        | 268.4        | 249.5        | 248.3        |
| 资本支出           | (17)         | (482)        | (581)        | (201)        | (201)        | 总资产周转率           | 0.2          | 0.2          | 0.2          | 0.2          | 0.3          |
| 长期投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>每股指标（元）</b>   |              |              |              |              |              |
| 其他             | (30)         | (173)        | 14           | 0            | 0            | 每股收益             | 0.29         | 0.40         | 0.46         | 0.54         | 0.65         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(47)</b>  | <b>(655)</b> | <b>(566)</b> | <b>(201)</b> | <b>(201)</b> | 每股经营现金流          | 0.45         | 0.53         | 0.80         | 0.73         | 0.93         |
| 债权融资           | (38)         | (133)        | (50)         | 24           | 1            | 每股净资产            | 4.57         | 4.88         | 5.21         | 5.62         | 6.10         |
| 股权融资           | 2,128        | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>      |              |              |              |              |              |
| 其他             | (30)         | (90)         | (67)         | (69)         | (88)         | 市盈率              | 43.4         | 31.9         | 27.7         | 23.7         | 19.6         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>2,060</b> | <b>(223)</b> | <b>(117)</b> | <b>(46)</b>  | <b>(87)</b>  | 市净率              | 2.8          | 2.6          | 2.5          | 2.3          | 2.1          |
| 汇率变动影响         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | EV/EBITDA        | 19.2         | 17.7         | 14.6         | 11.4         | 9.5          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>2,264</b> | <b>(583)</b> | <b>(239)</b> | <b>156</b>   | <b>229</b>   | EV/EBIT          | 22.0         | 20.7         | 18.9         | 15.1         | 12.3         |

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

本研究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。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究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，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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研究报告之外，绝大多数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，本研究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。客户应考虑本研究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。本研究报告所载的资料、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。

本研究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研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本研究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，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、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。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

---

## 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](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)