



业绩符合预期 内控能力提升

——宋城股份（300144）三季度财报点评

2011年10月24日

强烈推荐/维持

宋城股份

财报点评

刘家伟 执业证书编号：S1480510120001

联系人：梁婧 电话：010-66554012

Email: liangjing@dxzq.net.cn

事件：

10月24日宋城股份公布11年三季报：前三季度，公司实现营业收入3.88亿元，同比增长13.47%；归属于上市公司股东的净利润为1.90亿元，同比增长32.64%；每股收益0.52元，符合预期。其中，第三季度营业收入为1.76亿元，同比增长9.75%；利润总额为1.15亿元，同比增长18.75%；归属于公司普通股股东的净利润为8604.57万元，比上年同期增长18.72%。

公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	135.01	160.39	102.83	55.90	156.04	176.03
增长率（%）	N/A	88.67%	51.90%	20.13%	15.58%	9.75%
毛利率（%）	80.98%	80.14%	70.41%	63.41%	80.74%	79.53%
期间费用率（%）	14.70%	16.46%	29.43%	25.68%	11.05%	10.56%
营业利润率（%）	62.76%	60.09%	37.70%	34.20%	65.63%	64.92%
净利润（百万元）	64.25	72.48	19.78	26.58	77.79	86.05
增长率（%）	N/A	152.26%	29.65%	289.20%	21.07%	18.72%
每股盈利（季度，元）	0.510	0.575	0.118	0.158	0.210	0.233
资产负债率（%）	61.00%	56.20%	14.85%	12.23%	12.86%	12.71%
净资产收益率（%）	20.60%	18.85%	0.78%	1.04%	3.01%	3.22%
总资产收益率（%）	8.03%	8.26%	0.66%	0.91%	2.62%	2.81%

评论：

积极因素：

- **公司内生动力十足，业绩增速受后世博的负面影响有限。**公司主要景区——宋城景区的客源市场以华东线的团客市场为主。去年第三季度，宋城景区因受益于世博会的拉动效应，游客人数大幅增加，形成了较高的增长基数。在此不利影响下，公司第三季度业绩仍保持了较高的增长。虽然宋城景区的游客数同比略有下降，但由于宋城景区票价提升约20%，并且杭州乐园收入快速增长，导致第三季度业收入同比提高9.75%，净利润同比增加18.72%。贡献EPS为0.23元，占1-9月EPS的44.2%。
- **外延扩张的同时，内控能力明显提升。**公司费用控制能力显著加强。第三季度，公司期间费用率为10.56%，同比降低近6个百分点，且自去年4季度以来，呈现连续下降的趋势。这使1-9月公司净利润率高达49%，盈利能力明显高于2010年的全年水平。其中，公司虽然加大了营销力度，签约旅行社数量提高到2400多

家，但销售费用率仍同比下降约1个百分点，体现出公司具有较强的内部控制能力和较高的管理效率。

- **吴越千古情预计明年推向市场。**公司计划对文化演艺节目《吴越千古情》进行改版，通过增加相关大型机械设备提高游客观赏效果与体验。改版前，该剧目曾于7月底的试演并获得了良好的市场反馈。我们认为，此次公司闭演改版，不仅反映了公司对文化产品高品质的追求，同时也符合公司打造品牌的发展战略。
- **旅游文化演艺的全国连锁布局初步形成。**目前公司异地扩张的投资项目中，三亚、泰山项目已经落地，石林、丽江等项目也正在快速推进，而九寨沟、张家界等项目有望在2012年相继推出，进而实现对“主题公园+旅游文化演艺”模式的进一步复制与拓展，形成全国性的演艺连锁品牌。

消极因素：

- 公司宋城景区游客人数受世博会高基数的影响，略微同比下滑。

业务展望：

我们预计 12 年公司的异地扩张项目将不断取得新的进展，且推出进度存在超预期的可能。尽管目前，异地市场能否成功复制“主题公园+旅游文化演艺”的商业模式仍存在着较大风险，但我们认为易地复制失败的可能性较小，理由如下：第一，公司不仅拥有充足的资金，并且具有专业的营销与管理能力，整个营销网络已拓展至 14 个营销办事处。第二，新项目所在地均处于一线旅游城市，且当地演艺市场并非一片空白，具有相对成熟的市场基础。第三，公司凭借其独特的商业模式，专注于开发“夜游”市场的文化演艺产品，与当地现有的文化演出产品形成差异化竞争。第四，公司 2011 年被评为全国文化企业 30 强，在国内旅游文化演艺行业中，已逐步建立起品牌优势。并且从外部环境来看，整个旅游文化演艺产业的成长空间巨大。因此，我们长期看好公司的业务发展与增长潜力。

短期来看，2011年公司的业绩增长动力仍将源于宋城景区提价和杭州乐园市场扩张所带来的收入增长。

盈利预测

维持此前预测。暂不考虑新项目业绩贡献，预计 2011 年到 2013 年公司净利润增速可达 37.4%、23.1%和 25.6%，EPS 分别为 0.61、0.75 和 0.94 元，对应 PE 分别为 37 倍、30 倍和 24 倍。

投资建议：

综合估值、成长性和12年的业绩风险来看，我们认为公司在旅游酒店行业中属于优选标的，应给予公司相一定的估值溢价。以35倍PE测算，对应未来12个月目标价26元，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

表 1：宋城股份 2011-2013 年盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	273.30	444.76	548.73	663.25	837.32
主营收入增长率	38.23%	62.74%	23.38%	20.87%	26.25%
EBITDA（百万元）	174.04	305.12	276.71	347.54	487.26
EBITDA 增长率	35.95%	75.32%	25.04%	21.99%	24.64%
净利润（百万元）	87.00	163.34	224.46	276.23	347.05
净利润增长率	35.58%	87.76%	37.42%	23.06%	25.64%

ROE	32.69%	6.45%	7.59%	8.55%	9.70%
EPS (元)	0.700	1.260	0.607	0.747	0.939
P/E	32	18	37	30	24
P/B	10.35	3.19	2.73	2.50	2.26
EVEBITDA	17.63	20.03	15.64	13.13	10.50

资料来源：东兴证券研究所

风险提示

异地项目市场低于预期的风险；景区发生事故或自然灾害的风险

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

梁婧

金融与经济学硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事旅游酒店行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。