

宋城股份 (300144.SZ) 旅游景点行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

苏超
联系人
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

毛峥嵘
分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

杭州乐园提价符合预期，业绩增长更为明朗

事件

宋城股份发布公告，子公司杭州乐园决定将从 2012 年 1 月 1 日起提高门票价格：全价票提至 160 元/人，提价幅度为 40 元/人；半价票提至 80 元/人，提价幅度为 20 元/人；1.2 米以下儿童继续免票。对此，我们评价如下

评论

杭州乐园提价符合预期，游客将保持快速增长：公司上市以来，按照募股资金投资计划，对杭州乐园进行了大规模改造和扩建，陆续完成园内主题氛围包装、引进现代化高科技游艺设备，全面提升了杭州乐园游乐功能的档次和品质。今年 4 月初开园推向市场，并在 7 月份推出水公园。杭州乐园改造后受到市场的广泛认可，今年乐园游客量出现十分显著的增长，考虑到新设备上线后带来的运营成本压力，本次提价符合我们此前的预期。鉴于公司在杭州乐园市场营销上的准确定位和市场效应，我们预期，明后杭州乐园游客接待量将依然保持较快增长。

长期成长性明确，三亚项目 - 异地复制第一单将成为明年投资逻辑的关键：明年，吴越千古情正式对外营业，杭州乐园实现量价齐升，将成为公司利润增长的主要动力，而宋城二期的推出亦有望推动现有宋城景区营收规模的进一步增长。而从中长期来看，明年三亚项目预期在 4 季度的建成运营将成为投资逻辑上的关键所在。尽管公司以文化演艺为核心的盈利模式，基于成熟的旅游目的地市场，异地复制成功的概率相对较高，但在实际推进过程中，三亚千古情 - 异地复制的第一单项目在开业初期的经营状况以及后续发展情况依然会受到市场的高度关注，将成为明年公司投资逻辑的关键所在。在此基础上，从长期来看，陆续落定的异地扩张项目有望不断延续公司的长期成长性。

上调公司未来三年盈利预测，关注文化主题投资机会：公司此次提高杭州乐园门票价格将对明年公司经营业绩产生较为显著的积极影响，明年进入旅游旺季后，杭州乐园还将推出《吴越千古情》演艺项目，将进一步提升乐园的吸引力，增加游客规模。据此，我们将上调公司 2011~2013 年的盈利预测。此外，中共十七届六中全会重点提及文化产业与旅游产业融合的问题，公司所从事的旅游文化演艺领域有望显著受益于后续可能出台的文化支持政策，相关政策预期将构成公司股价表现的催化剂。

投资建议

我们根据杭州乐园门票此次提价幅度及未来三年乐园游客数的增长，同时考虑到吴越千古情开业时间延迟的因素，我们调整 2011~2013 年盈利预测，预计每股收益分别为 0.613 元、0.838 元和 1.095 元，当前股价对应市盈率为 39.97 倍、29.24 倍和 22.38 倍，估值处于行业相对的高位，但鉴于对公司长期成长性的认可，并考虑到公司明年有望受益于文化主题，我们继续维持对公司的“买入”评级。

图表1: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	198	273	445	477	713	923
增长率		38.2%	62.7%	7.2%	49.5%	29.5%
主营业务成本	-47	-82	-105	-102	-173	-217
%销售收入	23.7%	30.1%	23.7%	21.4%	24.3%	23.5%
毛利	151	191	339	375	540	706
%销售收入	76.3%	69.9%	76.3%	78.6%	75.7%	76.5%
营业税金及附加	-7	-10	-16	-18	-26	-34
%销售收入	3.6%	3.6%	3.5%	3.7%	3.7%	3.7%
营业费用	-24	-22	-30	-38	-52	-60
%销售收入	12.3%	8.1%	6.8%	7.9%	7.3%	6.5%
管理费用	-16	-27	-41	-45	-66	-84
%销售收入	8.2%	9.8%	9.1%	9.5%	9.3%	9.1%
息税前利润 (EBIT)	103	132	253	275	395	529
%销售收入	52.3%	48.5%	56.8%	57.6%	55.4%	57.3%
财务费用	-12	-17	-24	10	2	-5
%销售收入	6.3%	6.4%	5.4%	-2.1%	-0.3%	0.5%
资产减值损失	-1	1	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0
%税前利润	0.1%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	91	117	229	284	397	524
营业利润率	45.8%	42.6%	51.4%	59.5%	55.7%	56.7%
营业外收支	0	1	-11	18	16	16
税前利润	90	117	218	302	413	539
利润率	45.7%	43.0%	49.0%	63.3%	57.9%	58.4%
所得税	-23	-29	-55	-76	-103	-135
所得税率	25.8%	24.7%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	67	88	163	227	310	405
少数股东损益	3	1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	64	87	163	227	310	405
净利率	32.5%	31.8%	36.7%	47.5%	43.4%	43.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	64	87	163	227	310	405
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	39	53	62	87	109
非经营收益	13	20	37	-8	-1	4
营运资金变动	-7	3	-3	-3	22	5
经营活动现金净流	96	149	250	277	418	523
资本开支	-123	-286	-46	-468	-808	-519
投资	0	-16	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-123	-302	-47	-469	-808	-519
股权募资	0	31	2,128	0	0	0
债权募资	60	200	-18	-289	177	-64
其他	-38	-32	-50	-11	-66	-20
筹资活动现金净流	22	199	2,060	-300	112	-84
现金净流量	-5	46	2,264	-492	-279	-80

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	39	87	2,350	1,859	1,580	1,500
应收款项	5	4	5	9	11	12
存货	0	0	1	0	1	1
其他流动资产	0	3	15	18	19	22
流动资产	45	95	2,371	1,886	1,611	1,535
%总资产	9.9%	13.3%	79.7%	64.7%	47.7%	41.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	282	358	353	777	1,515	1,941
%总资产	62.4%	50.4%	11.9%	26.7%	44.9%	52.1%
无形资产	125	257	251	248	248	248
非流动资产	408	615	603	1,028	1,766	2,191
%总资产	90.1%	86.7%	20.3%	35.3%	52.3%	58.8%
资产总计	453	710	2,974	2,915	3,377	3,726
短期借款	200	38	150	3	252	158
应付款项	48	31	44	50	70	73
其他流动负债	29	13	16	63	18	41
流动负债	277	82	210	116	341	272
长期贷款	0	362	232	90	18	48
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	277	444	442	206	358	320
普通股股东权益	164	266	2,533	2,709	3,018	3,406
少数股东权益	11	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	453	710	2,974	2,915	3,377	3,726

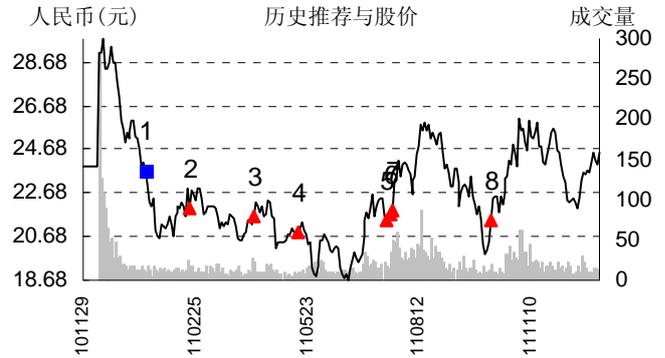
比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.000	0.000	0.972	0.613	0.838	1.095
每股净资产	2.735	2.112	15.075	16.124	17.967	20.275
每股经营现金净流	1.645	1.196	1.490	1.650	2.486	3.114
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.100
回报率						
净资产收益率	39.10%	32.69%	6.45%	8.36%	10.26%	11.88%
总资产收益率	14.17%	12.25%	5.49%	7.77%	9.17%	10.86%
投入资本收益率	20.42%	14.96%	6.49%	7.35%	9.01%	10.97%
增长率						
主营业务收入增长率	63.37%	38.23%	62.74%	7.25%	49.49%	29.46%
EBIT增长率	57.20%	28.13%	90.69%	8.75%	43.86%	33.76%
净利润增长率	41.97%	35.58%	87.76%	38.69%	36.71%	30.64%
总资产增长率	38.13%	56.84%	318.84%	-2.01%	15.86%	10.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	1.9	1.4	2.0	1.8	1.3
存货周转天数	2.3	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
应付账款周转天数	153.2	126.4	92.6	102.0	90.0	70.0
固定资产周转天数	521.4	472.0	286.0	468.7	512.5	485.1
偿债能力						
净负债/股东权益	91.45%	117.76%	-77.72%	-65.19%	-43.40%	-37.98%
EBIT利息保障倍数	8.3	7.6	10.6	-26.9	-190.0	112.5
资产负债率	61.23%	62.53%	14.85%	7.06%	10.61%	8.58%

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-01-13	持有	23.68	N/A
2	2011-02-22	买入	22.00	55.60 ~ 60.80
3	2011-04-12	买入	21.61	N/A
4	2011-05-16	买入	20.89	N/A
5	2011-07-20	买入	21.45	N/A
6	2011-07-24	买入	21.71	N/A
7	2011-07-25	买入	21.86	N/A
8	2011-10-12	买入	21.42	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
- 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
- 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B