

宋城股份 (300144.SZ)

旅游景点行业

评级: 买入 维持评级

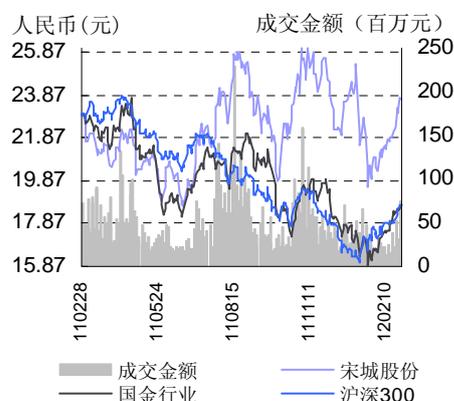
业绩点评

市价(人民币): 23.70元  
目标(人民币): 26.90-29.30元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 147.01  
总市值(百万元) 8,759.52  
年内股价最高最低(元) 26.08/18.68  
沪深300指数 2901.22



## 相关报告

1. 《杭州乐园提价符合预期,业绩增长更为明朗》, 2011.12.30
2. 《落点丽江,强化云南市场》, 2011.10.12
3. 《提前落子石林项目,加快全国布局》, 2011.7.25

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

## 业绩符合预期,经营亮点不断涌现

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)		0.601	0.783	1.053	1.404
每股净资产(元)	15.08	7.32	7.80	8.72	10.02
每股经营性现金流(元)	1.49	0.80	1.50	1.41	1.78
市盈率(倍)		42.18	30.26	22.51	16.88
行业优化市盈率(倍)	68.45	70.77	70.77	70.77	70.77
净利润增长率(%)	87.76%	36.05%	30.28%	34.39%	33.36%
净资产收益率(%)	6.45%	8.22%	10.04%	12.07%	14.01%
总股本(百万股)	168.00	369.60	369.60	369.60	369.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 宋城股份 2011 年实现收入 50,453.22 万元, 增长 13.44%; 利润总额为 29,741.17 万元, 增长 36.44%; 净利润为 22,221.86 万元, 增长 36.05%。基本每股收益 0.6 元, 符合我们此前预期。2011 年利润分配方案拟为: 每 10 股派发 2 元现金分红, 并转增 5 股, 转增后总股本为 55,440 万股。
- 公司同时披露一季度业绩预告, 预计业绩增速为 18%-30%, 其中政府补助同比减少对业绩影响较大, 而旅游主业增长基本符合我们的预期。

## 经营分析

- 基本面稳步增长, 利息收入及政府补助进一步增厚业绩: 2011 年宋城景区接待游客 332.7 万人次, 因世博基数原因同比下降 12.4%, 符合我们此前的预期。但通过提价, 收入实现 3.41 亿元, 增长 6.3%; 杭州乐园景区 4 月开业以来共接待游客 106 万人次, 实现收入 1.2 亿元, 增长 36%。整体毛利率下滑 1.11%, 公司利润实现较收入更快增长的主要原因在于: 利息收入以及政府补助的增加。
- 经营亮点不断, 但业绩释放仍尚需时日: 1 月杭州乐园门票价格提至 160 元, 2 月吴越千古情已正式推出, 年中杭州乐园水公园、宋城景区二期有望推出, 三季度烂苹果乐园确保投入运行, 年末至 2013 年初, 至少推出两个文化主题公园项目和不少于两台节目的首演。2012 年, 公司经营亮点将不断。从盈利角度看, 吴越千古情及杭州乐园将成为公司今年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。但鉴于新投入项目较高的投资额以及市场还需要一段时间的培育, 业绩释放仍尚需时日, 预计 2012 年的业绩增速有可能相对放缓。
- 预期文化、旅游扶持政策出台, 催化股价表现: 我们预计今年关于扶植旅游业、文化产业发展的政策出台频率较高, 公司作为目前唯一一家以旅游文化演艺作为主业的上市公司, 有关政策发布无疑将催化公司股价表现。

## 盈利调整

- 我们预计公司 2012 年-2014 年公司实现基本每股收益 0.783 元、1.053 元、1.404 元, 三年复合增长 32.7%。

## 投资建议

- 目前股价对应 30x12PE, 接近行业均值水平, 考虑到潜在的股价催化可能, 我们依然维持公司“买入”评级, 给予公司未来 6-12 个月目标价为 26.90-29.30 元。

**图表1: 年度利润表分析**

单位(百万元)	2008年	2009年	2010年	2010/2009	2011年	2011/2010	分析与备注
营业收入	197.71	273.30	444.76	62.74%	504.53	13.44%	宋城景区接待游客332.7万人次,杭州乐园接待游客106万人次
营业总成本	107.28	157.41	216.14	37.31%	223.84	3.57%	
营业成本	46.81	82.14	105.49	28.42%	125.28	18.76%	
销售费用	24.25	22.07	30.37	37.61%	41.86	37.86%	
管理费用	16.12	26.88	40.61	51.10%	49.95	23.00%	
财务费用	12.43	17.43	23.89	37.06%	(13.17)	-155.11%	利息收入增加
营业税费营业税金及附加	7.15	9.76	15.72	61.09%	19.26	22.54%	
营业利润	90.52	116.55	228.62	96.16%	280.69	22.78%	
加: 营业外收入	0.39	3.58	2.31	-35.44%	20.92	805.87%	政府补助减少
减: 营业外支出	0.58	2.64	12.94	389.79%	4.19	-67.59%	
利润总额	90.33	117.48	217.98	85.54%	297.41	36.44%	
减: 所得税费用	23.30	29.07	54.65	87.97%	75.19	37.60%	
净利润	67.03	88.41	163.34	84.75%	222.22	36.05%	
归属于母公司所有者的净利润	64.16	87.00	163.34	87.76%	222.22	36.05%	
少数股东损益	2.87	1.42	0.00	-	0.00	-	
每股收益(元)	0.53	0.70	1.26	80.00%	0.60	-14.29%	
毛利率	76.33%	69.94%	76.28%	6.34%	75.17%	-1.11%	
销售费用率	12.27%	8.07%	6.83%	-1.25%	8.30%	1.47%	
管理费用率	8.15%	9.83%	9.13%	-0.70%	9.90%	0.77%	
财务费用率	6.29%	6.38%	5.37%	-1.01%	-2.61%	-7.98%	利息收入增加
有效税率	25.80%	24.75%	25.07%	0.32%	25.28%	0.21%	
净利润率	33.90%	32.35%	36.73%	4.37%	44.04%	7.32%	

来源: 公司数据, 国金证券研究所

**图表2：盈利预测详表**

项目(单位:百万元)	2009	2010H	2010	2011H	2011	2012F	2013F	2014F
营业总收入	<b>273.30</b>	<b>181.54</b>	<b>444.76</b>	<b>211.94</b>	<b>504.53</b>	<b>718.40</b>	<b>956.01</b>	<b>1,259.41</b>
收入增长率	38.23%		62.74%	16.75%	13.44%	42.39%	33.07%	31.74%
营业成本	82.14	43.21	105.49	50.51	125.28	191.40	249.77	325.26
毛利	<b>191.15</b>	<b>138.33</b>	<b>339.27</b>	<b>161.43</b>	<b>379.25</b>	<b>527.00</b>	<b>706.24</b>	<b>934.15</b>
毛利率	69.94%	76.20%	76.28%	76.17%	75.17%	73.36%	73.87%	74.17%
营业税金及附加	9.76	6.42	15.72	8.20	19.26	27.30	35.85	46.60
占营业总收入比重	3.57%	3.54%	3.53%	3.87%	3.82%	3.80%	3.75%	3.70%
销售费用	22.07	9.10	30.37	17.06	41.86	61.06	76.48	99.49
占营业总收入比重	8.07%	5.01%	6.83%	8.05%	8.30%	8.50%	8.00%	7.90%
管理费用	26.88	17.04	40.61	20.04	49.95	70.40	86.04	107.05
占营业总收入比重	9.83%	9.39%	9.13%	9.46%	9.90%	9.80%	9.00%	8.50%
财务费用	17.43	12.06	23.89	-5.51	-13.17	-2.08	4.70	4.76
资产减值损失	-0.86	0.22	0.06	0.10	0.66	0.30	0.20	0.20
投资收益	0.67	-	-	-	-	-	-	-
营业利润	<b>116.55</b>	<b>93.47</b>	<b>228.62</b>	<b>121.54</b>	<b>280.69</b>	<b>370.02</b>	<b>502.96</b>	<b>676.04</b>
营业外收支	0.93	1.23	-10.63	17.74	16.72	16.00	15.80	15.80
加: 营业外收入	3.58	1.33	2.31	19.30	20.92	16.00	15.80	15.80
减: 营业外支出	2.64	0.09	12.94	1.57	4.19	-	-	-
利润总额	117.48	94.70	217.98	139.28	297.41	386.02	518.76	691.84
减: 所得税费用	29.07	23.62	54.65	34.90	75.19	96.50	129.69	172.96
所得税费用率	24.7%	24.9%	25.1%	25.1%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	<b>88.41</b>	<b>71.08</b>	<b>163.34</b>	<b>104.37</b>	<b>222.22</b>	<b>289.51</b>	<b>389.07</b>	<b>518.88</b>
净利润增长率	31.90%	-	84.75%	46.83%	36.05%	30.28%	34.39%	33.36%
净利润率	32.4%	39.2%	36.7%	49.2%	44.0%	40.3%	40.7%	41.2%
减: 少数股东损益	1.42	-	-	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	<b>87.00</b>	<b>71.08</b>	<b>163.34</b>	<b>104.37</b>	<b>222.22</b>	<b>289.51</b>	<b>389.07</b>	<b>518.88</b>
完全摊薄后每股收益(元)	<b>0.700</b>	<b>0.560</b>	<b>0.972</b>	<b>0.282</b>	<b>0.601</b>	<b>0.783</b>	<b>1.053</b>	<b>1.404</b>

来源: 公司数据, 国金证券研究所

图表3: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>273</b>	<b>445</b>	<b>505</b>	<b>718</b>	<b>956</b>	<b>1,259</b>	货币资金	87	2,350	1,767	1,859	1,520	1,350
增长率		62.7%	13.4%	42.4%	33.1%	31.7%	应收款项	4	5	18	14	15	17
<b>主营业务成本</b>	<b>-82</b>	<b>-105</b>	<b>-125</b>	<b>-191</b>	<b>-250</b>	<b>-325</b>	存货	0	1	0	1	1	1
%销售收入	30.1%	23.7%	24.8%	26.6%	26.1%	25.8%	其他流动资产	3	15	209	33	27	31
<b>毛利</b>	<b>191</b>	<b>339</b>	<b>379</b>	<b>527</b>	<b>706</b>	<b>934</b>	流动资产	95	2,371	1,995	1,906	1,563	1,399
%销售收入	69.9%	76.3%	75.2%	73.4%	73.9%	74.2%	%总资产	13.3%	79.7%	65.6%	56.9%	41.9%	35.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-10</b>	<b>-16</b>	<b>-19</b>	<b>-27</b>	<b>-36</b>	<b>-47</b>	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	3.6%	3.5%	3.8%	3.8%	3.8%	3.7%	固定资产	358	353	656	1,061	1,783	2,194
<b>营业费用</b>	<b>-22</b>	<b>-30</b>	<b>-42</b>	<b>-61</b>	<b>-76</b>	<b>-99</b>	%总资产	50.4%	11.9%	21.6%	31.6%	47.8%	55.2%
%销售收入	8.1%	6.8%	8.3%	8.5%	8.0%	7.9%	无形资产	257	251	391	383	380	377
<b>管理费用</b>	<b>-27</b>	<b>-41</b>	<b>-50</b>	<b>-70</b>	<b>-86</b>	<b>-107</b>	非流动资产	615	603	1,047	1,446	2,165	2,573
%销售收入	9.8%	9.1%	9.9%	9.8%	9.0%	8.5%	%总资产	86.7%	20.3%	34.4%	43.1%	58.1%	64.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>132</b>	<b>253</b>	<b>268</b>	<b>368</b>	<b>508</b>	<b>681</b>	<b>资产总计</b>	<b>710</b>	<b>2,974</b>	<b>3,042</b>	<b>3,352</b>	<b>3,728</b>	<b>3,973</b>
%销售收入	48.5%	56.8%	53.2%	51.3%	53.1%	54.1%	短期借款	38	150	160	170	374	54
<b>财务费用</b>	<b>-17</b>	<b>-24</b>	<b>13</b>	<b>2</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	应付款项	31	44	85	88	99	106
%销售收入	6.4%	5.4%	-2.6%	-0.3%	0.5%	0.4%	其他流动负债	13	16	23	131	25	70
<b>资产减值损失</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	82	210	267	389	497	230
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	362	232	70	80	8	38
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>444</b>	<b>442</b>	<b>337</b>	<b>469</b>	<b>505</b>	<b>268</b>
<b>营业利润</b>	<b>117</b>	<b>229</b>	<b>281</b>	<b>370</b>	<b>503</b>	<b>676</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>266</b>	<b>2,533</b>	<b>2,704</b>	<b>2,883</b>	<b>3,223</b>	<b>3,704</b>
营业利润率	42.6%	51.4%	55.6%	51.5%	52.6%	53.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>-11</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>710</b>	<b>2,974</b>	<b>3,042</b>	<b>3,352</b>	<b>3,728</b>	<b>3,973</b>
<b>税前利润</b>	<b>117</b>	<b>218</b>	<b>297</b>	<b>386</b>	<b>519</b>	<b>692</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	43.0%	49.0%	58.9%	53.7%	54.3%	54.9%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>所得税</b>	<b>-29</b>	<b>-55</b>	<b>-75</b>	<b>-97</b>	<b>-130</b>	<b>-173</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.7%	25.1%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.000	0.000	0.601	0.783	1.053	1.404
<b>净利润</b>	<b>88</b>	<b>163</b>	<b>222</b>	<b>290</b>	<b>389</b>	<b>519</b>	每股净资产	2.112	15.075	7.317	7.801	8.719	10.023
<b>少数股东损益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股经营现金净流	1.196	1.490	0.798	1.500	1.408	1.780
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>87</b>	<b>163</b>	<b>222</b>	<b>290</b>	<b>389</b>	<b>519</b>	每股股利	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.100
净利率	31.8%	36.7%	44.0%	40.3%	40.7%	41.2%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	32.69%	6.45%	8.22%	10.04%	12.07%	14.01%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	12.25%	5.49%	7.31%	8.64%	10.44%	13.06%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	投入资本收益率	14.96%	6.49%	6.83%	8.81%	10.57%	13.45%
<b>净利润</b>	<b>87</b>	<b>163</b>	<b>222</b>	<b>290</b>	<b>389</b>	<b>519</b>	<b>增长率</b>						
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主营业务收入增长率	38.23%	62.74%	13.44%	42.39%	33.07%	31.74%
<b>非现金支出</b>	<b>39</b>	<b>53</b>	<b>59</b>	<b>84</b>	<b>105</b>	<b>127</b>	EBIT增长率	28.13%	90.69%	6.18%	37.31%	37.92%	34.09%
<b>非经营收益</b>	<b>20</b>	<b>37</b>	<b>23</b>	<b>-1</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	净利润增长率	35.58%	87.76%	36.05%	30.28%	34.39%	33.36%
<b>营运资金变动</b>	<b>3</b>	<b>-3</b>	<b>-10</b>	<b>182</b>	<b>20</b>	<b>9</b>	总资产增长率	56.84%	318.84%	2.26%	10.21%	11.22%	6.56%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>149</b>	<b>250</b>	<b>295</b>	<b>554</b>	<b>520</b>	<b>658</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-286</b>	<b>-46</b>	<b>-655</b>	<b>-467</b>	<b>-808</b>	<b>-519</b>	应收账款周转天数	1.9	1.4	2.5	2.0	1.8	1.3
<b>投资</b>	<b>-16</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	1.7	1.6	1.5	1.5	1.3	1.2
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应付账款周转天数	126.4	92.6	153.0	102.0	90.0	70.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-302</b>	<b>-47</b>	<b>-655</b>	<b>-468</b>	<b>-808</b>	<b>-519</b>	固定资产周转天数	472.0	286.0	382.1	392.5	437.1	393.1
<b>股权募资</b>	<b>31</b>	<b>2,128</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-50</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>200</b>	<b>-18</b>	<b>-153</b>	<b>21</b>	<b>132</b>	<b>-290</b>	净负债/股东权益	117.76%	-77.72%	-56.86%	-55.79%	-35.33%	-33.96%
<b>其他</b>	<b>-32</b>	<b>-50</b>	<b>-70</b>	<b>-16</b>	<b>-132</b>	<b>-19</b>	EBIT利息保障倍数	7.6	10.6	-20.4	-177.3	108.0	143.0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>199</b>	<b>2,060</b>	<b>-223</b>	<b>4</b>	<b>-51</b>	<b>-309</b>	资产负债率	62.53%	14.85%	11.08%	13.99%	13.56%	6.75%
<b>现金净流量</b>	<b>46</b>	<b>2,264</b>	<b>-583</b>	<b>91</b>	<b>-339</b>	<b>-170</b>							

来源: 公司数据, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	6	8	27
买入	0	2	4	7	22
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.43	1.45	1.47

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-02-22	买入	22.00	55.60 ~ 60.80
2 2011-04-12	买入	21.61	N/A
3 2011-05-16	买入	20.89	N/A
4 2011-07-20	买入	21.45	N/A
5 2011-07-24	买入	21.71	N/A
6 2011-07-25	买入	21.86	N/A
7 2011-10-12	买入	21.42	N/A
8 2011-12-30	买入	25.30	N/A

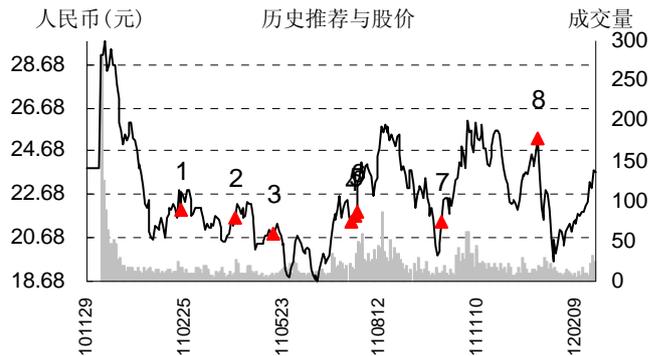
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B