

社会服务行业

报告原因：年报

2012年3月9日

市场数据：2012年3月8日

总股本/流通股本(亿股)	3.70/0.988
收盘价(元)	23.11
流通市值(亿元)	23.15
1年内最高最低价(元)	66.47/44.6
PE/PB	39、3.2

基础数据：2011年12月31日

资产负债率	11.08%
毛利率	75.17%
净资产收益率(摊薄)	8.22%

相关研究

《宋城股份调研简报：商业模式独特 成长盈利能力突出》2011年4月18日

《宋城股份公告点评：加快全国扩张步伐 期待复制连锁效应》2011年5月16日

《宋城股份半年报点评：半年报较靓丽 连锁复制稳步推进》2011年7月25日

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760511010018

TEL: 010-82190386

Email: jialiguo@sxzq.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

宋城股份 (300144)

2012 年增长无忧 未来连锁复制稳步推进

买入

维持评级

公司研究/年报点评

点评：

- **年报基本符合预期。**公司2011年度主营业务收入全部来源于杭州市，主营业务收入为46,768.15万元，比上年增长12.04%。公司实现营业收入50,453.22万元，比上年同期增长13.44%；利润总额为29,741.17万元，比上年同期增长36.44%；净利润为22,221.86万元，比上年同期增长36.05%。公司业绩保持稳健的发展态势。
- **宋城景区2011年收入稳健，杭州乐园2011年增长明显。**2011年公司主要收入来源仍是宋城和乐园。收入结构中，宋城景区收入比重占到67.63%，宋城景区2011年克服了后世博效应影响、实现了稳健经营，景区整改提升工作有序推进，2011年度共计接待游客595.4万人次，其中入园游客332.7万人次，观看旅游文化演艺产品《宋城千古情》游客262.7万人次。2011年宋城景区收入同比增加6.3%，毛利率同比减少了2.71个百分点。杭州乐园收入比重达到24%，在2011前3个月因整改而闭园的情况下，杭州乐园入园游客达106万人次，经营期的9个月与上一年11个月相比游客，人数增长36.77%，营业收入同比增长36.10%，毛利率同比提升1.02个百分点，是2011年公司收入增长的主要源泉。
- **财务指标分析。**年报显示，公司销售净利率高达44.04%，同比2010年增加了7.31个百分点左右，创下最近五年来最高收益率水平。主要原因是由于期间费用率由2010年的21.33%下降到2011年的15.59%，同比下降近6个百分点，而期间费用率的下降的主要原因是因为财务费用率同比下降了8个百分点左右。财务费用率下降主要原因是因为公司2010年年底成功募集22.26亿元资金导致负债减少而财务费用大幅下降。公司2011年销售毛利率同比2010年上升1.08个百分点，达到75.17%。销售费用率和管理费用率同比都略有上升。
- **2012年业绩增长的关键是杭州乐园门票提价和吴越千古情的推出。**公司公告显示，杭州乐园公司决定从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（现役军人、残疾人、70岁以上老人、30年教龄的教师、1.2米—1.5米的儿童，凭有效证件）提至80元/人，提价幅度为20元/人。另外，公司将于2012年2月15日的杭州乐园内正式推出4D室内实景演出——《吴越千古情》。以2011年杭州乐园接待人次106万人次保守计算，乐园有效票价同比2011年提升30元/人次，杭州乐园2012将增加收入3180万元左右。假设《吴越千古情》有效票价为80元，接待人次在80万左右，2012年将增加旅游收入在6400万左右，两项收入将可能增加2012年公司收入在9500万元左右。按照净利率35%计算，可增加2012年

净利润在 3300 万元左右。按总股本 369.6 百万计算，大概可增厚每股收益在 0.10 元左右。

- **公司的“主题公园+旅游文化演艺”连锁经营复制正逐步稳步推进。**
文化演艺作为成熟旅游市场重要的增值产品，受到各地政府在经济转型期的重视并给予政策上的支持，有望在近两年迅速完成全国布局。我们看到公司正在努力开拓新的市场。公司在 2010 年 12 月上市到目前，已洽谈了峨眉山、三亚、丽江、张家界、九寨沟、泰山、武夷山、石林等 8 个项目。2011 年成立了四个全资子公司，（1）三亚千古情旅游演艺有限公司，公司在半年报里曾预计将在 2012 年第四季度投入运营。（2）石林宋城旅游演艺有限公司，云南石林项目的大型旅游文化演艺《阿诗玛》（暂定名）和主题公园公司曾预计将于 2013 年初投入运营。（3）泰安千古情旅游演艺有限公司，2010 年，泰山上山游客达到 302 万人次，泰山项目的主要竞争对手是《中华泰山封禅大典》，其 2010 年游客人次约为 15 万人次。公司曾预计项目将在 2012 年 7 月投入营业，在项目估算期中，公司预计年平均营业收入达到 1.73 亿元，平均游客人数达 122 万人，年均净利润 8,965 万元。考虑到宋城股份具有的市场网络建设比较完善和组团市场的营销力度逐步加大优势，我们认为宋城股份在泰山复制成功经验极有可能。（4）丽江茶马古城旅游发展有限公司。年报资料显示，2012 年，公司将着重落实好三亚、泰山、丽江、石林等落地项目的推进工作，并于 2012 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。
- **公司的四大优势保证着公司的成长和创新不断加强。**我们认为公司凭借着有力的先发优势(率先上市融资)和品牌优势，凭借着市场网络建设比较完善和组团市场的营销力度逐步加大优势，可以有力保证公司的连锁经营取得实质性进展并取得不错的市场收益，从而令市场对公司的成长和创新充满期待和憧憬。
- **盈利预测和估值分析：**我们认为公司行业优势和自身竞争优势比较明显。我们期待着公司的连锁经营复制能成功，公司目前现金充沛，具有高速扩张的强烈欲望，并且扩张也逐步稳步推进，不考虑新项目的盈利，我们认为公司 2012 年业绩增长主要杭州乐园带来的增长。按照目前总股本不变的前提下（2011 年将施行 10 转 5 派 2 的分红政策），我们暂给公司 2012 年每股收益为 0.77 元的盈利预测，目前股价为 23.38 元，PE 为 30 倍，公司正处在高速扩张期，应给予相对较高估值，我们继续维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**经济周期影响的风险；天气、自然灾害因素；安全事故风险；连锁复制失败风险等。

2012年3月8日	
收盘价	23.11
目标价	
52周内高	50.46
52周内低	18.45
总市值(百万元)	8541.46
流通市值(百万元)	2284.08
总股本(百万股)	369.60
A股(百万股)	369.60
—已流通(百万股)	98.84
—限售股(百万股)	270.77
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	273.30	444.76	504.53	655.89	787.07	944.48
增长率(%)	38.23%	62.74%	13.44%	30.00%	20.00%	20.00%
归属母公司股东净利润	87.00	163.34	222.22	286.39	341.94	408.76
增长率(%)	35.58%	87.76%	36.05%	28.88%	19.40%	19.54%
每股收益(EPS)	0.235	0.442	0.601	0.775	0.925	1.106
每股股利(DPS)	0.032	0.068	0.136	0.134	0.160	0.191
每股经营现金流	0.408	0.678	0.799	1.950	0.278	2.318
销售毛利率	69.94%	76.28%	75.17%	73.80%	73.80%	73.80%
销售净利率	32.35%	36.73%	44.04%	43.66%	43.44%	43.28%
净资产收益率(ROE)	32.69%	6.45%	8.22%	9.74%	10.61%	11.48%
投入资本回报率(ROIC)	28.96%	34.23%	44.34%	25.08%	45.58%	36.94%
市盈率(P/E)	98.18	52.29	38.44	29.82	24.98	20.90
市净率(P/B)	32.10	3.37	3.16	2.90	2.65	2.40
股息率(分红/股价)	0.001	0.003	0.006	0.006	0.007	0.008

报表预测

利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	273.30	444.76	504.53	655.89	787.07	944.48
减: 营业成本	82.14	105.49	125.28	171.85	206.22	247.47
营业税金及附加	9.76	15.72	19.26	25.04	30.05	36.06
营业费用	22.07	30.37	41.86	54.42	65.31	78.37
管理费用	26.88	40.61	49.95	64.94	77.92	93.51
财务费用	17.43	23.89	-13.17	-42.22	-48.35	-55.93
资产减值损失	-0.86	0.06	0.66	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	116.55	228.62	280.69	381.86	455.92	545.01
加: 其他非经营损益	0.93	-10.63	16.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	117.48	217.98	297.41	381.86	455.92	545.01
减: 所得税	29.07	54.65	75.19	95.46	113.98	136.25
净利润	88.41	163.34	222.22	286.39	341.94	408.76
减: 少数股东损益	1.42	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	87.00	163.34	222.22	286.39	341.94	408.76
资产负债表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E



货币资金	78.20	2339.05	1763.88	2347.16	2309.07	3021.00
应收和预付款项	7.68	20.17	212.77	-168.32	221.66	-157.65
存货	0.39	0.53	0.48	1.01	0.77	1.37
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	357.83	352.63	655.56	699.97	731.38	749.78
无形资产和开发支出	257.44	250.53	387.56	346.17	304.78	263.39
其他非流动资产	0.00	0.00	3.23	1.62	0.00	0.00
资产总计	701.54	2962.90	3023.47	3227.60	3567.65	3877.89
短期借款	0.00	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	30.70	43.65	85.04	52.33	109.59	81.79
长期借款	362.00	232.00	70.00	70.00	70.00	70.00
其他负债	42.76	134.62	163.98	163.98	163.98	163.98
负债合计	435.46	430.27	319.02	286.30	343.57	315.76
股本	126.00	168.00	369.60	369.60	369.60	369.60
资本公积	24.33	2110.75	1909.15	1909.15	1909.15	1909.15
留存收益	115.75	253.89	425.71	662.55	945.33	1283.37
归属母公司股东权益	266.08	2532.64	2704.46	2941.30	3224.08	3562.12
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	266.08	2532.64	2704.46	2941.30	3224.08	3562.12
负债和股东权益合计	701.54	2962.90	3023.47	3227.60	3567.65	3877.89
现金流量表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	150.74	250.43	295.28	720.61	102.72	856.72
投资性现金净流量	-302.28	-46.85	-655.09	-130.00	-130.00	-130.00
筹资性现金净流量	198.79	2060.24	-222.94	-7.33	-10.81	-14.79
现金流量净额	47.26	2263.82	-582.75	583.28	-38.09	711.93

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。市场有风险，入市需谨慎。