

公司研究

调研简报

首次评级: 短期_推荐, 长期_A

短期缺乏明显催化因素, 异地扩张非常值得期待

——宋城股份(300144)调研简报

核心观点

宋城股份盈利模式复制性很强, 未来发展空间非常值得期待。

1、宋城景区即将迎来全年旅游高峰。“五一”期间, 杭州乐园游客人数和收入实现同比两位数增长。4月份宋城千古情日均演出7-8场, 去年同期是5-6场。4月是杭州旅游旺季, 5、6月游客人数缓慢下降, 7、8月达到全年最高峰, 届时宋城千古情一天最多可演出8场, 达到饱和。

2、宋城景区二期项目中, 失落古城区已开始运营, 南宋水街开始招商。公司测算的宋城景区饱和接待量为550-600万人次/年。二期的主要目的在于增加散客量, 适当改变游客结构, 并增加游客的商业消费。公司的最终目的在于通过围绕景区和演艺项目的“混搭”, 打造“文化旅游目的地”, 但核心收入仍然来自门票和演艺。

3、吴越千古情明年才能实现效益。根据实地调研, 杭州乐园的吴越千古情2012年全年都处于试验和改进期, 上半段基本定型, 下半段没有完全定型。目前一天一般晚上演出二期, 观众数量较少。公司认为成熟度还不够, 没有进行大范围的商业推广, 对营销部门没有考核任务。

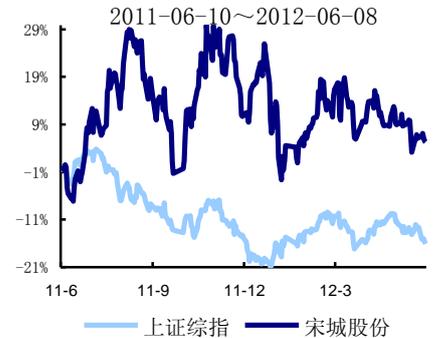
4、三亚、丽江项目明年相继投入运营。三亚项目将于明年上半年投入运营, 最快春节后就投运, 目前演艺人才储备基本完成。今年2月丽江项目开工, 公司预计2013年上半年投入运营。根据实地调研, 丽江仅有丽江旅游(002033)的印象丽江项目对丽江千古情构成竞争, 但两者分别在白天和晚上演出, 形成明显差异化竞争。公司预计, 两个项目盈亏平衡对应的游客量为40-50万人次/年, 按照目前两地千万级的游客量来看, 预计三亚、丽江两个演艺项目2013年观众显著超过50万人次是非常容易实现的。

5、股价短期缺乏催化剂, 但长期表现非常值得期待。宋城股价近期表现一般的原因在于, A股整体估值水平下移或未结束, 三亚、丽江项目明年才运营, 宋城二期商业项目有不确定性, 吴越千古情全年都在试验改进期, 下半年门票没有提价空间。但公司品牌、演艺人才、丰富的运营经验和针对旅游社的营销模式均可以复制, 三亚和丽江项目均处于成熟的中国核心旅游区, 异地“主题公园+文化演艺”的成功概率非常大。

投资建议:预计宋城股份2012年EPS可达0.52元以上, 给予公司2012年EPS30X的估值, 6个月目标价15.6元, 给予“短期_推荐、长期_A”的投资评级, 建议长期密切关注异地复制的实际效果和投资机会。

风险提示:欧洲出现重大不利事件, A股整体估值水平下移, 中国向拉动内需和消费的经济转型不及预期, 旅游演艺行业过度开发和竞争, 重大突发事件和自然灾害。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	55440.00
流通A股(万股)	22052.25
52周内股价区间(元)	13.6-27.29
总市值(亿元)	77.56
总资产(亿元)	30.42
每股净资产(元)	7.32
目标价	6个月 15.6
	12个月 17.75

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-新股研究-宋城股份(300144):业务模式新颖, 内外延成长潜力大》 2010-11-22

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	504.53	650.00	900.00	1100.00
同比增速(%)	13.44%	28.83%	38.46%	22.22%
净利润(百万)	222.22	292.92	401.48	505.88
同比增速(%)	36.05%	32.53%	36.57%	26.08%
EPS(元)	0.60	0.52	0.71	0.89
P/E	19.04	26.48	19.32	15.33

研究员: 杨志刚

电话: 010-84183240

Email: yangzhigang@guodu.com

执业证书编号: S0940511070003

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

一、宋城二期收效需要时间，门票演艺收入仍唱主角

宋城景区二期项目（旅游综合体）今年“五一”开业，包括宋城河两岸古街区（南宋水街）、失落古城区以及梁山好汉游乐区等十大主题功能区，失落古城区包含动态清明上河图、以宋代《洗冤录》为蓝本的鬼屋、主题展厅、餐饮等项目。

公司测算，宋城景区年接待量达到 380 万人次后出现瓶颈，二期项目推出后，饱和接待量为 550-600 万人次/年，明显提升。宋城二期的目的是增加游客逗留时间和人均消费：首先，吸引更多的散客，适当改变团客为主的客源结构；其次，增加商业模式，提高游客的人均消费量。以前宋城景区商铺面积为 5000 平方米左右，现在上升到 4 万多平方米，公司还计划开出民宿、酒吧和主题餐厅等度假休闲项目。我们认为，通过招商和自营，商业项目达到规范、互补的效果需要时间，未来两年，宋城景区的主要收入来源仍将是门票和演艺收入。

通过住宿、餐饮、休闲娱乐等配套项目的“混搭”，公司对宋城景区的长远定位是“文化旅游目的地”。我们认为，宋城景区不会成为类似乌镇的“度假型旅游目的地”，除古镇古街原汁原味的历史风貌难以完全模仿和协调外，关键是旅游演艺需要的游客量很大，与度假型景区的内涵不一致。宋城的核心是演艺，而乌镇的核心是“度假+酒店”。宋城的“混搭”仍然要围绕演艺去做，而乌镇未来的主要利润增长点仍然是酒店和餐饮收入。

宋城二期新建 4 个功能不同的小型剧院，作为宋城千古情的补充，计划推出越剧红楼梦、话剧等演艺项目，体现出宋城景区的核心收入来源仍将是演艺项目。我们认为，虽然商铺项目存在不确定性，但宋城景区整体的定位是清晰、准确的，“主题公园+文化演艺”的核心思路没有改变。

二、《吴越千古情》仍在改进，但杭州乐园还有增长空间

为完善杭州乐园“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式，公司今年一季度推出大型歌舞《吴越千古情》，目前仍处于试验改进期，没有正式推广。我们认为，杭州乐园游客量仍有增长空间，但杭州乐园的客源以杭州市及周边地区的散客为主，吴越千古情项目成熟后的观众人次将明显低于《宋城千古情》，演艺联票价格可能也低于宋城景区。

2011 年杭州乐园只经营了 9 个月，但比 2010 年的游客量增长了 36.77%，收入同比增长 36.1%，增幅显著超过宋城景区。杭州乐园是杭州地区唯一一家游乐类主题公园，在杭州不存在同质竞争对手。近期全新扩建的水公园即将开业，大型动漫乐园——烂苹果乐园也将于今年三季度投入运营，有望为下半年的业绩增色。

实地调研发现，杭州乐园相当部分游客为 20 岁左右的高校学生，杭州高校生源充足且不断更新，给杭州乐园带来持续的增量游客。虽然今年门票提价至 160 元/张，但大学生可享受 120 元优惠票价。

三、“主题公园+文化演艺”异地扩张确定性较强

《宋城千古情》至今已经演出 1.3 万场，其成功模式具有明显的可复制性：在中国核心景区修建主题公园拉动游客量，为驻场式演出带来不断更新的全国客源；采用针对旅行社的营销模式，多让利带动团客流量，且签约旅行社数量不断增加；所有节目为自编自导自演，可根据市场和观众口味变化快速修改，不同于印象系列导演和运营分开的模式，项目成功概率大；重视人才储备，招聘专业演员，和部分旅游院校合作培养演员。

我们预计，2013年丽江游客量将达到1500万人次以上，《丽江千古情》观众达到50万人次以上非常容易，晚上演出和印象丽江形成差异化竞争关系。考虑到三亚项目准备最充分，地理位置较好，参照2011年首旅三亚南山景区入园游客达到354万人次，2013年《三亚千古情》观众显著超过50万人次也比较容易。

公司对异地项目的规划是：每年投运2-3个新项目。目前第一波投资目标7-8个。计划在3年内实现4个新项目投运，5年内把新项目做到和宋城景区一样的盈利水平。公司对扩张比较谨慎，不会过于激进。

宋城股份盈利预测

单位：百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	444.76	504.53	650.00	900.00	1100.00
主营业务成本	105.49	125.28	162.86	223.12	272.21
主营业务税金及附加	15.72	19.26	23.66	32.98	40.78
营业费用	30.37	41.86	53.94	74.68	91.27
管理费用	40.61	49.95	64.35	89.10	108.90
财务费用	23.89	-13.17	-20.00	-20.00	-40.00
营业利润	228.62	280.69	365.78	499.93	626.56
归属母公司股东净利润	163.34	222.22	292.92	401.48	505.88
EPS (元)	0.97	0.60	0.52	0.71	0.89

资料来源：公司年报、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			