

## 武夷山项目正式落地，异地扩张稳步推进

宋城股份 (300144.SZ)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

宋城股份发布公告，公司拟使用 35000 万元投资建设宋城武夷山文化度假区项目，其中 7500 万元来自超募资金，27500 万元来自于自筹资金。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (1) 武夷山项目正式落地，看好项目前景

公司在 2011 年 5 月就与武夷山政府签订投资意向书和投资协议书，目前项目正式落地，是继三亚、丽江、泰山、石林项目之后的最新布局。我们看好武夷山项目的前景，基于以下理由：（1）福建省政府支持武夷山旅游项目建设；（2）当地游客基数庞大，2011 年武夷山景区游客接待量达 366 万，武夷山市游客接待量超过 600 万；（3）当地现有的演艺节目《印象大红袍》为山水实景演出，受气候条件制约；（4）公司节目品质与营销能力突出；

##### (2) 异地项目稳步推进，杭州本部新开项目持续完善

三亚、丽江项目是公司计划最先开业的异地扩张项目，目前正处于施工建设中，预计将于今年春节前后正式投入运营，公司计划每年推出 2-3 台节目。本地新开节目持续完善，《吴越千古情》节目自 3 月初投入试演，经过市场的持续反馈，公司近期已经完成了对节目的修改，预计不久之后将开展对《吴越千古情》节目的营销活动。宋城景区二期 5 月初已经开放，扩建后的景区游历面积扩大 3 倍，增加商业面积 2.5 万平，我们相信通过持续完善景区内部的商业配套，能够有效提升景区内的人均消费水平。

##### (3) 2012 年业绩有望继续保持 30% 以上增长

假设 12 年宋城景区客流将恢复至 10% 左右的增长；宋城景区人均消费水平提升 8%；杭州乐园景区客流增长保持 10%；吴越节目保持盈亏平衡；我们测算公司 12 年 EPS 为 0.55 元，仍能保持 30% 以上的增长。

#### 3. 投资建议

预计公司 2012-2014 年营业收入分别为 6.96/8.70/10.88 亿元，增速 38%/25%/25%；净利润为 3.05/3.76/4.49 亿元，增速 37%/23%/19%；每股收益分别为 0.55、0.68、0.81 元，当前股价对应 2012 年 PE 为 27X，我们看好公司“旅游+演艺”模式的异地扩张前景，维持“推荐”评级。

#### 分析师

许耀文 CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

杨欢

☎: (8610) 6656 8865

✉: yanghuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090002

#### 市场数据 时间 2012.06.18

A 股收盘价 (元)	14.40
A 股一年内最高价 (元)	16.93
A 股一年内最低价 (元)	12.82
上证指数	2316
市净率	3.1
总股本 (万股)	55440
实际流通 A 股 (万股)	17618
限售的流通 A 股 (万股)	37823
流通 A 股市值 (亿元)	25.37

#### 相关研究

《宋城股份深度研究报告：吹响中国旅游演艺产业蓬勃发展的号角》 2011.02.28

《宋城股份：旅游演艺产业的大连万达》 2011.05.16

《宋城股份：布局丽江，抢占中国黄金旅游线 路制高点》 2011.10.12

《宋城股份：“景区+演艺”杭州本地复制推动 明年业绩高增长》 2011.11.30

**表 1: 宋城股份 (300144) 财务报表预测**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1767.3	1800.0	1787.6	2003.2	营业收入	504.5	696.3	870.3	1087.9
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	125.3	167.1	208.9	261.1
应收账款	1.7	5.3	2.6	3.3	营业税金及附加	19.3	26.5	33.1	41.3
预付款项	195.1	8.4	10.4	13.1	销售费用	41.9	55.7	69.6	87.0
其他应收款	3.2	12.3	5.1	6.3	管理费用	50.0	69.6	87.0	108.8
存货	0.5	0.8	1.1	1.3	财务费用	-13.2	-13.1	-11.3	-8.8
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.7	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	348.5	528.1	727.0	963.9	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	127.4	238.7	294.4	322.2	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	280.7	390.5	483.0	598.4
无形资产	387.6	483.1	563.6	494.1	营业外收支净额	16.7	17.0	18.0	0.0
长期待摊费用	0.0	3.2	2.9	2.6	税前利润	297.4	407.5	501.0	598.4
资产总计	3041.5	3268.6	3633.1	4057.3	减: 所得税	75.2	101.9	125.3	149.6
短期借款	20.0	0.0	0.0	0.0	净利润	222.2	305.6	375.8	448.8
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	222.2	305.6	375.8	448.8
应付账款	33.8	71.2	52.9	66.1	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	6.5	20.4	37.8	59.6	基本每股收益	0.60	0.55	0.68	0.81
应付职工薪酬	2.5	3.0	3.0	3.0	稀释每股收益	0.40	0.55	0.68	0.81
应交税费	14.6	14.6	14.6	14.6					
其他应付款	7.3	7.3	7.3	7.3	<b>财务指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
其他流动负债	4.6	4.5	4.3	4.2	<b>成长性</b>				
长期借款	70.0	70.0	120.0	170.0	营收增长率	13.4%	38.0%	25.0%	25.0%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	6.2%	40.7%	25.0%	25.0%
负债合计	337.1	332.4	412.9	501.0	净利润增长率	36.0%	37.5%	23.0%	19.4%
股东权益合计	2532.6	2704.5	2936.1	3220.2	<b>盈利性</b>				
					销售毛利率	75.2%	76.0%	76.0%	76.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	销售净利率	44.0%	43.9%	43.2%	41.3%
净利润	222	306	376	449	ROE	8.1%	10.3%	11.6%	12.5%
折旧与摊销	53	59	95	127	ROIC	23.15%	22.35%	22.99%	24.60%
经营活动现金流	295	593	518	619	<b>估值倍数</b>				
投资活动现金流	-47	-655	-500	-500	PE	24.5	26.7	21.7	18.2
融资活动现金流	-223	-61	-30	-54	P/S	10.8	11.7	9.4	7.5
现金净变动	2264	-583	33	-12	P/B	2.0	2.8	2.5	2.3
期初现金余额	2350	1767	1800	1788	股息收益率	0.9%	0.9%	1.1%	1.4%
期末现金余额	1767	1800	1788	2003	EV/EBITDA	11.9	14.0	11.1	8.8

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**许耀文，传媒与互联网行业证券分析师。** 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**杨欢，旅游行业证券分析师。** 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)