

评级：强烈推荐（维持）
餐饮旅游
公司事件点评

证券研究报告

分析师 冯佳 S1080512040001

电话：0755-82485184

邮件：fengjia@fcsc.cn

宋城股份(300144)

——异地项目再下一城，宋城驶入九寨沟

预测价格区间(元) 18 ~ 20

交易数据

上一日交易日股价(元)	14.06
总市值(百万元)	7,795
流通股本(百万股)	176
流通股比率(%)	31.78

资产负债表摘要(03/12)

股东权益(百万元)	2,745
每股净资产(元)	7.43
市净率(倍)	1.89
资产负债率(%)	10.51

公司与沪深300指数比较

相关报告

- 《非经收益保持增长，主业业绩先抑后扬-20120823》
- 《武夷山项目落地及五大异地项目横比-20120619》
- 《维持高盈利，异地项目逐步开工-20120321》
- 《乐园提价，增收增利-20111230》
- 《业绩稳增无忧，内生外张展宏图-20111024》
- 《三亚项目尘埃落定，开启新地赢利点-20110825》

事件：2012年9月28日，公司发布了关于与九寨沟县人民政府、四川九寨中旅大酒店有限公司签订《合作框架协议》的公告，就公司与九寨沟县当地企业合作共同开发九寨千古情旅游文化项目的事宜达成一致。

点评：

- **项目位置优越，可享受优惠政策** 九寨千古情项目将落在九寨沟县漳扎镇漳扎村，与中旅大酒店相邻，毗邻九环线主干道，距离九寨沟景区寨口7公里，乘坐出租车约15分钟；距离黄龙风景区120公里，乘坐出租车约3.2小时；距离九寨沟黄龙机场80公里，乘坐出租车约2小时。项目可能文艺演出及西部大开发的相关优惠政策。
- **综合项目投资约2.9亿元，预计2014年开幕** 公司拟与九寨沟县当地企业合作，以子公司名义共同开发该项目，预计总投资人民币约2.9亿元。项目建设坚持高起点规划，高标准开发，高品质建设的原则，将项目打造成为集休闲度假、商务旅游、特色街区、娱乐美食、文化演艺等为一体的旅游文化品牌。我们预计，项目主体建设为演艺中心和特色街区，其中演艺剧院的可能最快在2014年开门迎客。
- **九寨沟具有丰富的文化沉淀和高超的接待能力** 九寨沟风景区是世界自然遗产单位，国家级5A级景区，具有翠海、叠海、彩林、雪山、藏情等特色风景，并汇聚藏族羌族文化、红军文化、宗教文化、原生态文化等多层次可供挖掘题材。由于九寨沟景区平均海拔约3000米，属于高原湿润气候，山顶终年积雪，游客主要集中在四月至十月之间；2011年，九寨沟景区全年共接待游客突破200万人次。
- **九寨沟景区人均滞留时间超过2日，具备观演的消费习惯** 即使通过飞机直航至九黄机场，游客到达九寨沟景区的最短时间为3个小时，即意味着游客滞留景区最起码超过2个夜晚，刚性消费需求较高，加之景区附近已有的藏式风情表演，已逐步培养出游客的观演习惯。以藏羌风情为主的文艺晚会是九寨沟人文风景一道亮丽的风景线。目前演艺公司有10家左右，并按照九寨沟县管理办法实施政府指导价格，规模较大的包括藏谜、九寨天堂艺术团、高原红等；门票在150元/人次的档次；其次为130、100的票价档次。



● **异地项目完成早期布局，业绩有待逐步释放** 迄今为止，公司已落实三亚、泰山、丽江、石林、武夷山、九寨沟等项目的投资工作，其中，三亚、丽江、泰山项目已处于建设中；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；并将通过投资、合作或收购的方式推进在国内其它一线旅游目的地的布局，如张家界、北京等。

● **2012-2013 年公司看点** 宋城景区二期将在年末完成招商，可租售面积约为 5 倍于一期商铺，以游客体验项目和服务类商铺为主；二是《吴越千古情》将于暑期档实现大规模商业演出，切合中低端市场票价定位，能够有效增加收入规模；第三，2012 年三季度，由原动漫乐园改造的烂苹果乐园开业，将为公司新增盈利点。2012 年末或 2013 年初，宋城景区出现明显的提价窗口；三亚、丽江等异地项目将陆续开业；下半年不排除有其他新项目落地。

● **投资评级** 考虑到公司在布局国内众多一线景区的同时，对于杭州市场的内生式扩展并未停步。我们对宋城股份维持“强烈推荐”的评级，预计其 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.64 元和 0.79 元。鉴于公司的高盈利能力、高成长性，我们维持对公司“强烈推荐”的评级，目标价区间 18-20 元。

● **风险提示** 项目建设不达预期，自然灾害、建设安全风险



盈利预测

单位: 万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	44,476	50,453	62,166	84,197	104,198
同比 (%)	62.7%	13.4%	23.2%	35.4%	23.8%
营业毛利	33,927	37,925	44,290	56,613	72,193
同比 (%)	77.5%	11.8%	16.8%	27.8%	27.5%
归属母公司净利润	16,334	22,222	29,255	35,380	43,525
同比 (%)	87.8%	36.0%	31.7%	20.9%	23.0%
总股本 (万股)	36,960.0	36,960.0	55,440.0	55,440.0	55,440.0
每股收益 (元)	0.44	0.60	0.53	0.64	0.79
ROE	6.4%	8.2%	9.8%	10.6%	11.5%
P/E (倍)	33.2	24.4	27.8	23.0	18.7

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	44,475.7	50,453.2	62,166.1	84,197.3	104,198.2
增长率%	62.7%	13.4%	23.2%	35.4%	23.8%
杭州宋城景区	32,101	34,123	40,266	46,305	52,325
增长率%	126.6%	6.3%	18.0%	15.0%	13.0%
杭州乐园景区	8,856	12,052	19,886	23,864	28,636
增长率%	94.1%	36.1%	65.0%	20.0%	20.0%
杭州动漫馆门票	787	592	2,014	4,028	5,237
增长率%	#DIV/0!	-24.7%	240.0%	100.0%	30.0%
其他演艺项目	3,519	4,277	0	10,000	18,000
增长率%	237.7%	21.6%	-100.0%	#DIV/0!	80.0%
二、营业毛利	33,926.8	37,925.4	44,289.8	56,613.2	72,192.9
增长率%	77.5%	11.8%	16.8%	27.8%	27.5%
综合毛利率	76.3%	75.2%	71.2%	67.2%	69.3%
三、主业盈利	25,257.0	26,817.8	33,506.4	44,204.0	54,686.6
增长率%	90.7%	6.2%	24.9%	31.9%	23.7%
主业盈利/收入	56.8%	53.2%	53.9%	52.5%	52.5%
财务费用	2,389.1	-1,316.5	-1,184.1	-50.3	-335.4
付息债务费用率	6.3%	-5.7%	-5.2%	-0.2%	-1.5%
资产减值损失	6.1	65.6	10.9	9.4	5.7
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、利润总额	21,798.3	29,741.2	39,007.2	47,173.4	58,032.7
减: 所得税	5,464.6	7,519.3	9,751.8	11,793.4	14,508.2
实际税率	25.1%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
五、归属母公司净利	16,333.8	22,221.9	29,255.4	35,380.1	43,524.5
增长率%	87.8%	36.0%	31.7%	20.9%	23.0%
销售净利率%	36.7%	44.0%	47.1%	42.0%	41.8%
六、总股本(万股)	36,960.0	36,960.0	55,440.0	55,440.0	55,440.0
七、摊薄每股收益	0.44	0.60	0.53	0.64	0.79

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135