

宋城股份 (300144.SZ) 旅游景点行业

评级: **增持** 维持评级

公司点评

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

苏超

分析师 SAC 执业编号: S1130512080005
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

三亚项目稳步推进, 大股东增持稳定信心

事件

近日, 我们实地考察了宋城的三亚千古情项目, 对工程进度及项目的具体规划、功能定位进行了详细了解。与此同时, 公司于近期公告了九寨沟文化旅游合作扩张方式、披露三季报以及控股股东增持计划, 藉此, 我们对公司基本面预期及其与市场估值波动的相对变化进行一次全面的梳理。

评论

三亚千古情项目建设稳步推进, 维持明年 5 月份正式开业预期, 增设小剧场面向三亚中高端客源: 从建设工地的实地考察来看, 三亚项目的主体工程-大剧院的钢构工程即将封顶, 接下来将是设备安装和内部装修的工作; 小剧院基本完成框架搭建, 而古街目前仅开始打地基, 但由于多为两层仿古建筑, 工程量要小很多。之前规划餐饮、休闲娱乐设施尚未开工, 预计明年园区开业时这部分建设应无法完成, 应是期待人气逐步聚集后再行推进的部分, 避免集中投入后, 初期因客流不足折旧摊销压力过大。总体而言, 三亚项目获稳步推进, 预计能够在明年春节前后建成完工, 考虑到节目基本成熟需要的时间和前期市场培育, 我们仍维持宋城三亚项目明年 5 月正式开业的预期, 但一期开业的主要是大剧院和天涯古街, 符合三亚夏季市场团队比例相对较高的特征。值得注意的是, 相较其他异地扩张的千古情项目, 三亚项目增设一个小剧场, 计划不定期举行小型话剧、歌舞剧等类型的演出, 此举无疑针对了三亚中高端客源的文化消费特点, 使得宋城三亚项目更能满足多层次旅游文化消费的需求。

业绩增速放缓符合预期, 商业模式再好新项目也需要培育期: 公司前些日公布三季报, 前三季度实现营业收入 4.49 亿元, 同比增长 15.69%; 实现归属于公司股东净利润为 2.18 亿元, 比上年同期增长 14.27%, 三季度单季与上年同期基本持平无增长。对比分析中报及三季报的情况, 可以看到, 公司业绩增速明显放缓, 与我们年初的判断趋势基本一致, 但由于今年 2、3 季度阴雨天气明显多于往年, 直接影响重资产项目-杭州乐园(固定折旧摊销成本较高)的客流量, 导致增速放缓的程度超出了我们的预期。长时间以来, 我们与市场上的主流观点一样, 非常看好宋城基于成熟旅游市场的文化演艺项目扩张的商业模式, 但再好的商业模式新项目扩张时也需要培育期。基于近两年公司在杭州本部大规模再投入的短期边际效益递减、异地扩张项目处在建设期、新项目节目本身及市场需要培育期的逻辑分析, 我们认为近两年公司业绩增速的显著放缓难以避免。而年初对照市场对公司的过高预期以及相对较高的估值(年初预期切换后动态 PE 高达 30 倍以上), 年初以来, 我们一直在宋城的投资推荐上持十分谨慎的态度。

大股东公布增持计划, 稳定市场信心: 公司公告称, 10 月 26 日~29 日期间, 控股股东-宋城集团在二级市场增持公司 60 万股; 董事长黄巧灵近日也在二级市场累计增持公司股票 565,860 股。此外, 黄巧灵先生及其一致行动人宋城集团计划在 1 年内以不超过每股 17 元的价格增持公司股份, 投入金额不超过人民币 9424.8 万元, 累计增持不超过公司总股本 1% 的股份(含目前已增持股份)。在近期国内股市持续低迷的情况下, 大股东计划以远高于市场价的上限价格增持公司股份, 显示出大股东看好公司长期发展前景, 这将有助于稳定市场信心。

九寨沟文化旅游项目合作协议宣布, 异地扩张项目再下一城: 前期公司公告了与九寨沟天源酒店管理公司及成都搜罗广告传媒公司合作开发九寨千古情项目事宜, 收购增资后, 公司持股比例为 80%。此次采取合作方式推进九寨千古情项目主要出于低成本、便捷获得合适土地的考虑。由于异地扩张签约对于宋城而言已不是问题, 市场已将更多的注意力投向异地项目建设、开业进度以及未来的经营情况。

投资建议

根据公司三季报的情况、近两年现有业务板块的发展态势以及异地扩张项目的进度, 我们下调公司 2012~2014 年每股盈利预测分别至 0.457 元、0.536 元和 0.672 元, 杭州本部业务的增长放缓以及明后年新项目开业运营初期的开办费、折旧摊销压力使得公司业绩增长提速仍需要一个过程。然而, 明年虽然是个业绩增速的低点, 但也是公司主业发展一个十分重要的转折点。随着三亚、丽江项目正式开业以及其他异地项目的开工建设, 市场对宋城商业模式持续扩张盈利能力提升的预期将明显增强, 而估值水平也已逐渐向行业平均水平回归, 渐趋合理的估值水平以及相对更为看好之极具扩张性的商业模式使得我们对于公司的评价逐步趋于正面。据此, 我们继续维持对公司“增持”的投资评级, 尽管市场趋势仍未有效改善, 但公司股价已接近较为安全的中长期投资区间。

图表1: 宋城三亚千古情项目大剧院在建工程



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表2: 宋城三亚千古情项目小剧院在建工程

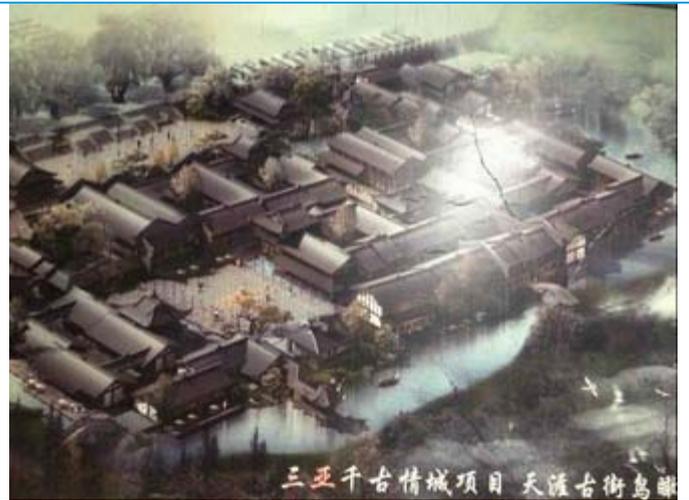


图表3: 三亚千古情项目古街工地-开始做地基

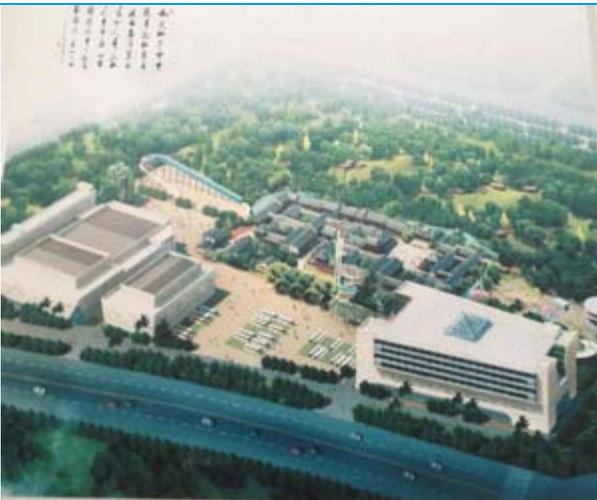


来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表4: 三亚千古情项目天涯古街效果图



图表5: 三亚千古情项目概览-游艺设施规划已调整



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表6: 三亚千古情项目-餐饮娱乐设施进度或延后



图表7: 宋城股份盈利预测详表

项目(单位: 百万元)	2007	2008	2009	2010	2011H	2011	2012H	2012F	2013F	2014F
营业总收入	121.02	197.71	273.30	444.76	211.94	504.53	239.64	581.50	773.05	1,007.23
收入增长率		63.37%	38.23%	62.74%	16.75%	13.44%	13.07%	15.26%	32.94%	30.29%
其中: 宋城景区	117.24	141.67	187.60	321.01	160.51	341.23	192.72	387.81	404.54	426.16
杭州乐园		45.62	60.11	88.56	30.21	120.52	38.73	145.40	206.89	263.11
动漫馆			6.30	7.87	5.86	5.92	-	21.30	61.00	73.95
泰安景区										27.98
三亚景区								-	43.65	80.96
丽江景区									26.46	58.21
石林景区									-	41.86
其他业务收入	2.03	10.42	19.29	27.32	15.37	36.85	8.19	27.00	30.50	35.00
营业成本	26.49	46.81	82.14	105.49	50.51	125.28	69.78	177.62	268.92	366.67
其中: 宋城景区	25.70	20.47	36.00	48.26	23.56	60.55	33.49	66.50	71.00	74.00
杭州乐园		20.96	29.17	32.09	12.42	42.44	32.81	92.22	110.66	122.79
动漫馆			5.62	4.79	4.54	5.02	-	12.10	24.55	25.58
泰安景区										25.12
三亚景区								-	36.63	40.13
丽江景区									18.31	28.19
石林景区									-	41.86
其他业务成本	0.24	5.37	11.35	20.35	9.99	17.28	3.48	6.80	7.78	9.00
毛利	94.53	150.91	191.15	339.27	161.43	379.25	169.86	403.89	504.13	640.56
毛利率	78.11%	76.33%	69.94%	76.28%	76.17%	75.17%	70.88%	69.46%	65.21%	63.60%
营业税金及附加	4.75	7.15	9.76	15.72	8.20	19.26	8.79	21.28	28.22	36.66
占营业总收入比重	3.92%	3.62%	3.57%	3.53%	3.87%	3.82%	3.67%	3.66%	3.65%	3.64%
销售费用	14.81	24.25	22.07	30.37	17.06	41.86	13.59	40.71	47.93	53.38
占营业总收入比重	12.24%	12.27%	8.07%	6.83%	8.05%	8.30%	5.67%	7.00%	6.20%	5.30%
管理费用	9.21	16.12	26.88	40.61	20.04	49.95	24.91	60.19	71.89	80.58
占营业总收入比重	7.61%	8.15%	9.83%	9.13%	9.46%	9.90%	10.39%	10.35%	9.30%	8.00%
财务费用	9.77	12.43	17.43	23.89	-5.51	-13.17	-6.20	-14.00	-5.50	1.00
资产减值损失	0.58	0.52	-0.86	0.06	0.10	0.66	-0.23	0.30	0.20	0.20
投资收益	0.71	0.09	0.67	-	-	-	-	-	-	-
营业利润	56.12	90.52	116.55	228.62	121.54	280.69	129.00	295.41	361.39	468.74
营业外收支	-0.79	-0.18	0.93	-10.63	17.74	16.72	41.16	42.50	35.00	28.00
加: 营业外收入	0.13	0.39	3.58	2.31	19.30	20.92	44.47	46.00	35.00	28.00
减: 营业外支出	0.92	0.58	2.64	12.94	1.57	4.19	3.31	3.50	-	-
利润总额	55.33	90.33	117.48	217.98	139.28	297.41	170.16	337.91	396.39	496.74
减: 所得税费用	10.76	23.30	29.07	54.65	34.90	75.19	42.82	84.48	99.10	124.18
所得税费用率	19.5%	25.8%	24.7%	25.1%	25.1%	25.3%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	44.57	67.03	88.41	163.34	104.37	222.22	127.34	253.43	297.29	372.55
净利润增长率		50.40%	31.90%	84.75%	46.83%	36.05%	22.01%	14.05%	17.30%	25.32%
净利润率	36.8%	33.9%	32.4%	36.7%	49.2%	44.0%	53.1%	43.6%	38.5%	37.0%
减: 少数股东损益	-0.63	2.87	1.42	-	-	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	45.20	64.16	87.00	163.34	104.37	222.22	127.34	253.43	297.29	372.55
完全摊薄后每股收益(元)	0.380	0.530	0.700	0.972	0.282	0.601	0.230	0.457	0.536	0.672

来源: 公司数据, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

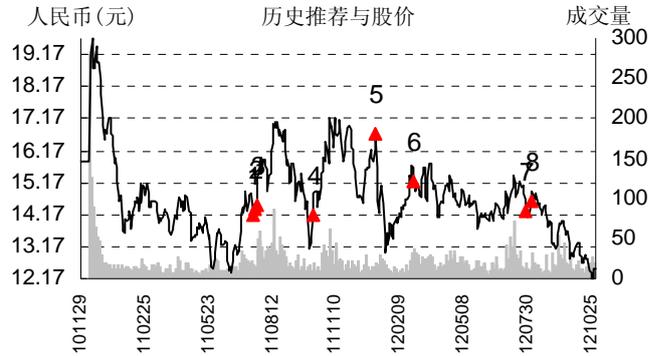
损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	273	445	505	582	773	1,007	货币资金	87	2,350	1,767	1,586	1,160	1,030
增长率		62.7%	13.4%	15.3%	32.9%	30.3%	应收款项	4	5	18	11	12	14
主营业务成本	-82	-105	-125	-178	-269	-367	存货	0	1	0	1	1	1
%销售收入	30.1%	23.7%	24.8%	30.5%	34.8%	36.4%	其他流动资产	3	15	209	30	29	35
毛利	191	339	379	404	504	641	流动资产	95	2,371	1,995	1,628	1,202	1,080
%销售收入	69.9%	76.3%	75.2%	69.5%	65.2%	63.6%	%总资产	13.3%	79.7%	65.6%	52.5%	35.3%	28.8%
营业税金及附加	-10	-16	-19	-21	-28	-37	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	3.6%	3.5%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%	固定资产	358	353	656	1,089	1,818	2,293
营业费用	-22	-30	-42	-41	-48	-53	%总资产	50.4%	11.9%	21.6%	35.1%	53.4%	61.1%
%销售收入	8.1%	6.8%	8.3%	7.0%	6.2%	5.3%	无形资产	257	251	391	383	380	377
管理费用	-27	-41	-50	-60	-72	-81	非流动资产	615	603	1,047	1,475	2,200	2,673
%销售收入	9.8%	9.1%	9.9%	10.4%	9.3%	8.0%	%总资产	86.7%	20.3%	34.4%	47.5%	64.7%	71.2%
息税前利润 (EBIT)	132	253	268	282	356	470	资产总计	710	2,974	3,042	3,103	3,402	3,752
%销售收入	48.5%	56.8%	53.2%	48.4%	46.1%	46.7%	短期借款	38	150	160	0	160	111
财务费用	-17	-24	13	14	5	-1	应付款项	31	44	85	78	98	107
%销售收入	6.4%	5.4%	-2.6%	-2.4%	-0.7%	0.1%	其他流动负债	13	16	23	128	22	66
资产减值损失	1	0	-1	0	0	0	流动负债	82	210	267	206	280	284
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	362	232	70	50	-22	-12
投资收益	1	0	0	0	0	0	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%	负债	444	442	337	256	258	272
营业利润	117	229	281	295	361	469	普通股股东权益	266	2,533	2,704	2,847	3,144	3,480
营业利润率	42.6%	51.4%	55.6%	50.8%	46.7%	46.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	-11	17	43	35	28	负债股东权益合计	710	2,974	3,042	3,103	3,402	3,752
税前利润	117	218	297	338	396	497	比率分析						
利润率	43.0%	49.0%	58.9%	58.1%	51.3%	49.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-29	-55	-75	-84	-99	-124	每股指标						
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	0.457	0.536	0.672
净利润	88	163	222	253	297	373	每股净资产	2.112	15.075	7.317	7.703	8.507	9.415
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.196	1.490	0.798	1.281	1.093	1.348
归属于母公司的净利润	87	163	222	253	297	373	每股股利	0.000	0.300	0.200	0.300	0.000	0.100
净利率	31.8%	36.7%	44.0%	43.6%	38.5%	37.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	32.69%	6.45%	8.22%	8.90%	9.45%	10.71%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	12.25%	5.49%	7.31%	8.17%	8.74%	9.93%
净利润	87	163	222	253	297	373	投入资本收益率	14.96%	6.49%	6.83%	7.29%	8.14%	9.85%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	39	53	59	85	109	133	主营业务收入增长率	38.23%	62.74%	13.44%	15.26%	32.94%	30.29%
非经营收益	20	37	23	-39	-27	-16	EBIT增长率	28.13%	90.69%	6.18%	5.05%	26.40%	31.97%
营运资金变动	3	-3	-10	174	25	9	净利润增长率	35.58%	87.76%	36.05%	14.05%	17.30%	25.32%
经营活动现金净流	149	250	295	473	404	498	总资产增长率	56.84%	318.84%	2.26%	2.02%	9.64%	10.29%
资本开支	-286	-46	-655	-470	-799	-577	资产管理能力						
投资	-16	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	1.9	1.4	2.5	2.0	1.8	1.3
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	1.7	1.6	1.5	1.5	1.3	1.2
投资活动现金净流	-302	-47	-655	-471	-799	-577	应付账款周转天数	126.4	92.6	153.0	102.0	90.0	70.0
股权募资	31	2,128	0	0	0	0	固定资产周转天数	472.0	286.0	382.1	502.6	557.2	527.4
债权募资	200	-18	-153	-180	88	-39	偿债能力						
其他	-32	-50	-70	-4	-119	-12	净负债/股东权益	117.76%	-77.72%	-56.86%	-53.95%	-32.50%	-26.76%
筹资活动现金净流	199	2,060	-223	-183	-31	-51	EBIT利息保障倍数	7.6	10.6	-20.4	-20.1	-64.8	469.1
现金净流量	46	2,264	-583	-181	-426	-130	资产负债率	62.53%	14.85%	11.08%	8.25%	7.58%	7.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-07-20	增持	14.18	N/A
2	2011-07-24	增持	14.35	N/A
3	2011-07-25	增持	14.45	N/A
4	2011-10-12	增持	14.16	N/A
5	2011-12-30	增持	16.71	N/A
6	2012-02-28	增持	15.20	26.90 ~ 29.30
7	2012-07-27	增持	14.28	N/A
8	2012-08-03	增持	14.58	14.50 ~ 16.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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