

宋城景区提价预期犹存, 2014年新项目业绩充分释放

——宋城股份(300144)调研简报

核心观点

1、杭州旅游市场迎来淡季, 宋城景区提价成为公司短期最大看点。今年宋城景区人数增量较小, 收入增量主要来自一季度散客门票提价。宋城景区平均两年提一次价, 公司原打算2013年提高演出票价, 现在看今年提价更合适。预计2013年1月宋城景区演出票价提高20元, 公司至少可分得10元。保守假设明年宋城景区游客人数不增长, 则收入可增长约8.8%, 只要游客人数略增, 宋城景区收入就可增长10%以上。

2、明年公司可能用推出杭州乐园联票价格的方式, 推广《吴越千古情》。我们认为杭州乐园游客2012年不会有超出市场平均预期的增速, 看点在于《吴越千古情》联票推出带来的提价。公司把《吴越千古情》定位为《宋城千古情》的补充, 不会让其分流宋城景区的淡季客源, 目标客源为低价团和宋城接待不了的旺季客源。平时杭州乐园游客以游玩的散客为主, 不以观看演出为主要目的, 《吴越千古情》联票价格不会太高, 我们保守预计联票在门票价格上提高20-40元, 为180-200元。

3、烂苹果乐园明年游客量可达50万人次左右。烂苹果乐园目前营业时间为周五-周日, 暑期7、8两个月全天开园, 全年有一半的时间开园, 按照2500人次/天计算, 全年游客量接近50万人次(约为杭州乐园的一半), 人均票价为80元, 对应收入4000万元左右。

4、不必过分担心三亚、丽江项目难以反映地方历史文化。原因在于: 千古情非常贴近市场, 正式上演前广泛征求旅行社意见; 道具、灯光、舞美都请国内顶尖专家做, 如奥运会开幕式总舞美设计师韩立勋负责两个项目的舞美; 当地政府在文化、剧本方面给予支持; 自编自导自演的模式, 非常有利于及时调整节目。就我们了解, 《丽江千古情》剧本包含了女儿国、殉情等当地主要的风土人情和历史传说, 观赏性较强。

5、三亚和丽江项目虽然滞后于预期推出, 但明年5月、8月分别推出的可能性很大。三亚大剧院已经封顶, 公司预计整个项目在三月底前完成建设, 《三亚千古情》可在明年五一节上演。丽江茶马古城项目也有望在明年一季度末完成建设, 我们预计在三季度推出的可能性很大。

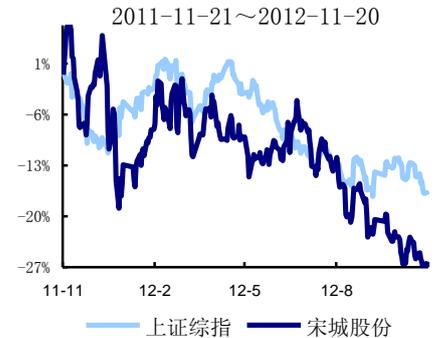
投资建议: 公司品牌、演艺人才、运营经验和营销模式均可以复制, 三亚和丽江项目均处于游客基数最大的中国核心旅游区, 异地扩张成功概率很大。预计公司2013年EPS可达0.58元, 给予2013年EPS25X估值, 12个月目标价14.5元。短期缺乏催化因素, 但我们看好公司长期的异地扩张, 给予“短期_推荐、长期_A”的投资评级。我们将视宋城景区门票提价以及三亚和丽江项目进展, 及时调整盈利预测和评级。

风险提示: 欧洲出现重大不利事件, A股整体估值水平下移。

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	504.53	589.56	804.60	1072.30
同比增速(%)	13.44%	16.85%	36.47%	33.27%
净利润(百万)	222.22	268.15	323.06	436.97
同比增速(%)	36.05%	20.67%	20.48%	35.26%
EPS(元)	0.40	0.48	0.58	0.79
P/E	30.70	25.58	21.17	15.54

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	55440.00
流通A股(万股)	21992.25
52周内股价区间(元)	11.75-25.86
总市值(亿元)	67.80
总资产(亿元)	30.42
每股净资产(元)	7.32
目标价	6个月 12.50
	12个月 14.50

相关报告

- 《国都证券-公司研究-调研简报-宋城股份(300144):短期缺乏明显催化因素, 异地扩张非常值得期待》 2012-06-11
- 《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

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。

正文目录

一、宋城景区提价预期犹在，成为短期看点	4
二、杭州乐园游客增速趋缓，将推《吴越千古情》联票	4
三、2013 年烂苹果乐园游客量为 45 万-50 万人次	5
四、三亚和丽江项目将分别于 2013 年 Q2 和 Q3 投运	6

图表目录

图 1: 宋城景区游客人数/收入/ARPU	4
图 2: 不观看《宋城千古情》的游客逐年下降	4
图 3: 杭州乐园游客人数/收入/ARPU	5
图 4: 《宋城千古情》演出场次/上座率	5
图 5: 周末上午烂苹果乐园排队的游客	6
图 6: 为热门游乐项目排队的游客	6
表 1: 烂苹果乐园票价	5
表 2: 宋城股份盈利预测	6

一、宋城景区提价预期犹在，成为短期看点

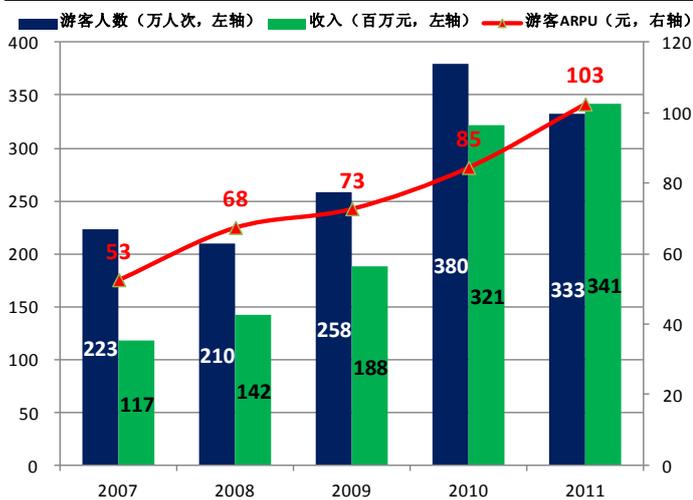
今年宋城景区人数增速较低，收入增长主要来自提价。今年3月1日散客票价由80元提升至120元。宋城景区平均两年提一次价，原本《宋城千古情》打算2013年提价，现在看今年提价更为合适。公司有较强的提价动力，我们预计2013年1月演出票价提升20元，公司至少可分得10元。保守假设明年宋城景区游客人数不增长，按照2011年公司实际分得的113.3元/人的联票收入，宋城景区整体收入可增长约8.8%，如果游客人数略有增长，整体收入增长就可超过10%

公司认为，团队游仍是未来五年内国内主要的出游方式，旅行社仍是主要的游客来源，仍然依靠旅行社提供大的游客底量。公司和华东的大型旅行社都有签约，截至目前共签约2400家旅行社。为迎合“自驾游、自助游”的发展方向，公司大力建设独木桥网站，提高散客比重。目前，网上购票散客约占散客总量30%。

宋城提出“混搭”概念，力图通过宋城二期项目，适当改变团客为主的局面，增加散客比重，推出“梁山好汉游乐区”等游客项目，打造“杭州夜游中心”，提供文化旅游和体验旅游，迎合旅游方式的升级换代。

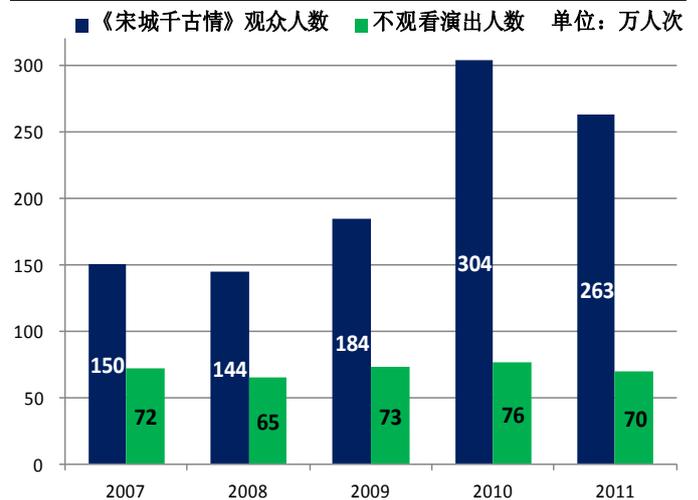
我们认为，宋城景区难以成为类似乌镇的“度假型旅游目的地”，除古镇古街原汁原味的历史风貌难以完全模仿和协调外，关键是旅游演艺需要的游客量很大，与度假型景区的内涵不一致。我们认为，未来较长一段时间内，《宋城千古情》都将是宋城景区的核心内容，其他游乐项目、餐饮住宿项目都只能是《宋城千古情》的辅助。

图1：宋城景区游客人数/收入/ARPU



资料来源：公司年报、国都证券研究所

图2：不观看《宋城千古情》的游客逐年下降



资料来源：公司年报、国都证券研究所

二、杭州乐园游客增速趋缓，将推《吴越千古情》联票

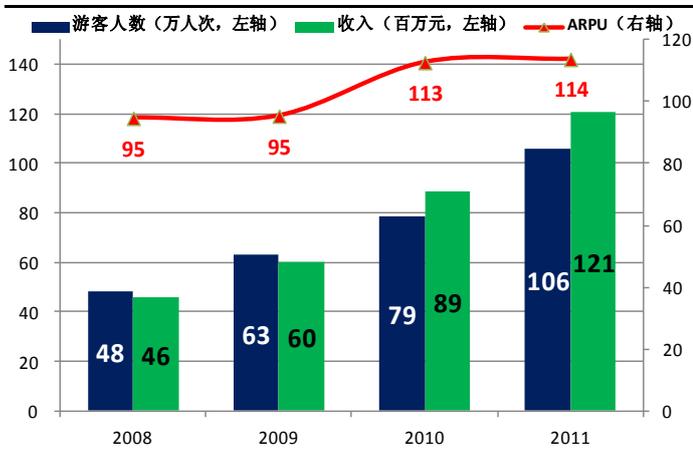
宋城80%以上客源为团队游客，杭州乐园80%客源为散客。旅行社一般不在白天带外地团去杭州乐园，白天外地游客一般也会去游览一线知名景区。我们认为杭州乐园游客2013年不会有超出市场平均预期的增速，看点在于《吴越千古情》联票推出带来的提价。

我们保守预计，《吴越千古情》的联票价格不会太高，在乐园160元票价基础上

提高至 180-200 元，业绩贡献有限。原因在于：首先，《宋城千古情》上座率仍有提升空间，2011 年不到 70%，且利润远远超过《吴越千古情》。因此公司把《吴越千古情》定位为《宋城千古情》的补充，不会让其“切走”宋城景区的淡季客源，目标客源为低价团和宋城接待不了的旺季客源，较低的票价还要扣除给旅行社的分成。其次，平时杭州乐园游客是 80%左右为散客，以游乐而不以观看演出为主要目的。此外，杭州乐园今年门票价格从 120 元提升至 160 元，但上半年收入增速为 27.8%，低于票价增速。因此可以认为，杭州乐园游客对提价相对比较敏感。

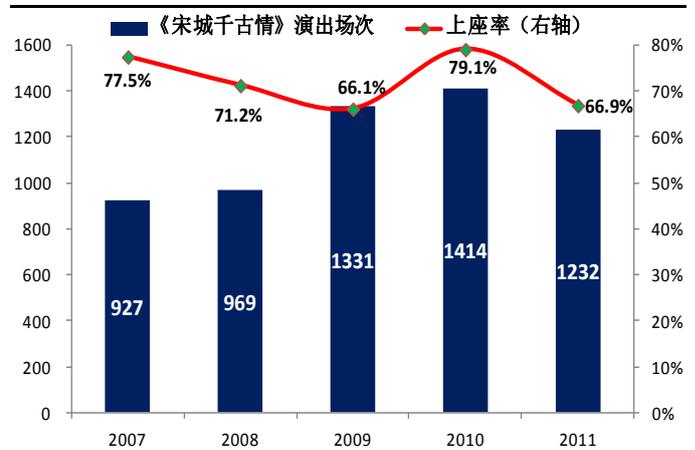
我们认为，旅行社一般只会在晚上带团看《吴越千古情》，且散客一般也会在晚上观看演出。我们保守假设，《吴越千古情》旺季平均每天演出 1 场，上座率基本饱和，全年大约演出 100 场，全年接待游客 30 万人次，ARPU 为 45 元/人，则全年为杭州乐园新增收入 1350 万元，业绩贡献仍然有限。

图 3: 杭州乐园游客人数/收入/ARPU



资料来源：公司年报、国都证券研究所

图 4: 《宋城千古情》演出场次/上座率



资料来源：公司年报、招股说明书、国都证券研究所

三、2013 年烂苹果乐园游客量为 45 万-50 万人次

烂苹果乐园的目标顾客是初中以下的少年儿童。在今年 7-8 月旺季，烂苹果乐园连续全天开放，游客量可占杭州乐园的 50%。“十一黄金周”，烂苹果乐园接待人数超过杭州乐园。杭州地铁一号线开通后，乐园周边交通状况更为便利。烂苹果乐园目前营业时间为平时周五-周日三天，暑假 7 月、8 月全天开园。

我们实地考察后估算，周末单日游客量至少可达 2000 人，不少热门的项目，如魔法小火车等，需要排队才能观看。我们保守假设：烂苹果乐园场均游客 2500 人次，全年大约营业 190 天，全年可接待游客 45 万-50 万人次，ARPU 为 80 元/人，则全年为公司新增收入 3600 万元-4000 万元。

表 1: 烂苹果乐园票价

单位: 百万元	票价	备注
门市价	120 元	1.1 米以下免票, 1.1 米以上按成人票价收取
套票	200 元/套	亲子套票, 1 大 1 小, 小孩身高 1.1-1.5 米
	280 元/套	家庭套票, 2 大 1 小, 小孩身高 1.1-1.5 米

资料来源：烂苹果乐园

图 5: 周末上午烂苹果乐园排队的游客



资料来源: 国都证券研究所

图 6: 为热门游乐项目排队的游客



资料来源: 国都证券研究所

四、三亚和丽江项目将分别于 2013 年 Q2 和 Q3 投运

目前, 三亚项目大剧院已经封顶。公司预计到明年一季度, 两个项目的建设都会结束。公司将力争三亚项目在“五一节”投运, 我们预计三亚项目最迟将在 6 月底投运, 丽江项目在 9 月前后投运。

部分投资者担心三亚和丽江项目难以表现当地文化, 我们认为两台项目不会存在这种情况, 原因在于: 千古情演出非常贴近市场, 正式上演前广泛征求旅行社意见, 并根据导游和观众意见不断完善; 道具、灯光、舞美都请国内顶尖专家做, 如奥运会开幕式总舞美设计师韩立勋负责两个项目的舞美; 当地政府在文化、剧本方面给予支持; 公司坚持“自编自导自演”的模式, 非常有利于及时调整节目。就我们了解, 《丽江千古情》剧本包含了女儿国、殉情等当地主要的风土人情和历史传说, 观赏性较强。

公司认为: 文化演艺需求很大, 所以各个主要景区都在推演艺项目。游客底量大、基数高的一线旅游城市和风景区, 就是最稀缺的资源, 而且《千古情》这种驻场式演出必须有大的基数。所以目前, 宋城的思路只能是先跑马圈地, 尽可能多拿地, 多占领稀缺资源, 然后再精耕细作。公司的策略非常稳健, 待三亚、丽江项目稳定运作后再推新项目, 未来两年业绩释放不会特别快, 不会大幅度超出市场预期。《千古情》异地复制性很强, 我们非常看好异地扩张的效果。

我们保守假设: 三亚和丽江项目分别于 2012 年 6 月和 9 月投入运营, 当年收入分别为 7000 万元和 3000 万元; 公司 2013 年不会推出新项目, 待三亚、丽江两项目实现平稳运营后, 2014 年推出新项目。

表 2: 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	589.56	804.60	1072.30
主营业务成本	105.49	125.28	170.62	250.47	318.89
主营业务税金及附加	15.72	19.26	21.46	29.48	39.75
营业费用	30.37	41.86	37.14	52.30	69.70
管理费用	40.61	49.95	56.01	76.44	101.87
财务费用	23.89	-13.17	-15.00	-15.00	-20.00

营业利润	228.62	280.69	319.89	410.75	561.83
归属母公司股东净利润	163.34	222.22	268.15	323.06	436.97
EPS (元)	0.29	0.40	0.48	0.58	0.79

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	研究管理、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
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			