社会服务行业

报告原因：事件点评

2012 年 11 月 26 日

宋城股份 (300144) 增持

地铁开通利好公司两景区客流量 维持评级

公司研究/公告点评

市场数据： 2012 年 11 月 23 日

总股本/流通股本(亿股)	5.54/1.76
收盘价(元)	12.10
流通市值(亿元)	21.30
1 年内最高最低价(元)	17.62/11.75
PE/PB	26.9/2.36

基础数据： 2012 年 9 月 30 日

资产负债率	9.97%
毛利率	72.26%
净资产收益率（加权）	7.64%
净利率	48.48%

相关研究

1、《宋城股份年报点评：2012 年增长无忧 未来连锁复制稳步推进》2012-3-8 15.27 元，买入 2、《公告点评：半年报业绩增长小于预期》2012-7-12 15.5 元 增持 3、《宋城股份半年报点评：主营业务盈利增速下滑 异地复制短期难见成效》2012-8-1 14.26 元 增持 4、《宋城股份 300144 事件点评：2013 年看好烂苹果乐园》2012-9-4 13.12 元 增持 5、《宋城股份 300144 公告点评：异地扩张拖累业绩表现 2013 年看好烂苹果乐园 》 12.84 元 2012-10-15 增持 6、《宋城股份 300144 三季报点评 收入增速略低于利润增速 营业外收入大增 》 2012-10-23 增持 12.79 元 7、《宋城股份 300144 事件点评 拟增持不超过公司 1%股份 公司股价有所回升》2012-11-2 增持 12.64 元

分析师：加丽果

执业证书编号： S0760511010018

TEL: 010-82190386

Email:jialiguo@sxzq.com

联系人:张小玲、孟军

0351-8686990，010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

请务必阅读正文之后的特别声明部分

事件

杭州地铁一号线 25 日试运营首日，地铁 1 号线客流量 17.3 万人次，运行列车 376 列，客流最高峰出现在 14：00-15：00。而武林广场、龙翔桥、城站依然是昨天客流量最大的站点。地铁 1 号线是杭州市首条开工建设的地铁线路，工程于 2007 年 3 月 28 日开工建设，2012 年 11 月 24 日建成通车。该地铁系统为全球第一条覆盖有 4G 网络的地铁线路。运营初期，全天开行 100 列次，运能 28.7 万人次，首班车为 6：30，末班车 20：30，主、支线交路行车间隔均为 9.5 分钟。地铁 1 号线是杭州市首条开通的地铁线路，线路总长 47.97 公里，贯穿杭州主城区和周边区域，起于萧山湘湖，终于下沙文泽路、临平世纪大道，横跨主城区段、江南段、下沙段、临平段，将杭州最繁华的武林商圈、临平、下沙、滨江区块与萧山区域连成一线。

点评

- **地铁开通长期利好公司两景区本地客流量和散客的增长。**公司的杭州乐园和烂苹果乐园紧邻萧山湘湖省级旅游度假区，传统从杭州市中心乘坐公共交通工具到达需要耗时 1 个多小时，自驾车需要半小时左右，而随着地铁 1 号线的开通，从市中心到湘湖站只需要 25 分钟，而且完全没有堵车的烦恼。地铁的开通将大大提高杭州本地游客出行的便利性，同时因地铁 1 号线的起点站就位于公司下属杭州乐园、烂苹果乐园两大景区门口，对拉动杭州本地旅游市场、强化景区游客的可进入性带来了利好。地铁的开通还预计能够明显缓解暑假期间公司两大公园附近交通拥堵的现象，对旺季游客人数将有拉升作用，从而带来公司业绩的显著提升。杭州迎来地铁时代是个大事件，对于宋城股份而言，这种交通便利也是空前的，必将助推整个萧山湘湖片区文化旅游行业的大发展。地铁 1 号线的开通对散客和本地市场占据重要地位的杭州乐园和烂苹果乐园可以说是一个重大利好，预计在明年两大主题公园进行经营手段、市场手段创新创举的基础上将进一步增加客流量。我们假设由于客流量的增多，可以增加公司两景区散客的流量，我们对有效票价和日均客流量作了敏感分析，有效票价增加从 60 元到 105 元，日均客流量从 500 人到 2050 人次，按照总股本 5.54 亿计算，按照所得税率 25%计算，可以增加公司每股收益区间大概在 0.01 元到 0.10 元之间。另外，由于地铁效应在短期还不是特别明显，地铁给公司两景区的效应，应该在以后较长时间内进行体现。

- **公司股价并没有明显反弹。**公司股价在进入 7 月 12 日以来，一路下探，从 7 月 12 日的 15.17 元一直下探到 10 月 26 日的最低价 11.75 元。公司实际控制人在 10 月 29 日发布增持公告后，公司股价连续小幅回

升了 3 天，从最低价 11.75 元之后回升到了 11 月 2 日的 12.86 元左右，回升幅度高达 8%。在 11 月 2 日到 11 月 26 日之后，11 月 21 日，大盘一度跌破 2000 点，到 1995.17 点，在大盘连续下跌近 5%的大背景下，公司股价从 11 月 5 日的最高价 12.78 元一直跌到最低价 11.87 元，跌幅高达 7%，超过了大盘的跌幅。我们认为，公司股价没有有效反弹可能跟公司的主营业务盈利增速下滑有关系。三季报我们就指出，公司的主营业务盈利增速下滑，营业外收入增厚了第三季度业绩，异地复制短期难见成效，同时扩张导致了公司成本费用的增加从而拖累了公司业绩表现。我们也明确指出公司的异地复制短期难见成效，短期还看杭州市场。公司在国内一线景区成立了 5 家子公司进行连锁复制，目前丽江和三亚项目 2013 年有望推出，其他项目均处在筹备和实施阶段，我们认为，2013 年丽江和三亚项目对公司利润贡献有限，由于还存在一个宣传和营销及磨合阶段，对公司的盈利增长短期内可能将有所拖累。但短期来看，烂苹果乐园还是看好。宋城景区在不断完善中，景区经营面积扩大，因为折旧和摊销的增加，我们认为利润贡献应该体现在 2013 年。但是，从敏感分析看，地铁开通对公司两景区的最高最快收益贡献也就是 0.10 元左右。公司 2013 年的盈利高增长还是受到一定挑战。

- **盈利预测和估值分析。**我们期待着公司的连锁经营复制能成功。我们认为公司正处在高速扩张期，未来三年由于扩张项目处于市场培育期，令利润增幅可能有所下滑，短期内主要增长还是来自杭州本地。2012 年增长主要还来自杭州乐园和烂苹果乐园及宋城景区。2013 年业绩增长还看烂苹果乐园。我们维持我们之前给公司的盈利预测，给公司 2012 年每股收益为 0.49 元的盈利预测，2013 年每股收益为 0.51 元的盈利预测，2014 年每股收益为 0.58 元的盈利预测，目前股价为 12.10 元，对应 PE 为 25 倍、24 倍和 21 倍。 3 月 8 日，公司股价（复权前）为 15.27 元，我们给公司“买入”评级，看好公司杭州乐园的提价和吴越千古情的推出，当时的一季报显示公司同比增速在 56%左右。8 月 1 日，半年报显示，主营业务增速有下滑迹象，营业外收入贡献了利润增幅的 76%，我们调低公司评级为“增持”。但 7 月 8 日，烂苹果乐园开园后我们开好，我们认为公司目前价位对应估值基本合理，三季报显示，公司主营增速下滑超越预期，营业外收入贡献业绩比重较大，股价也一路下滑，反映了市场对公司未来业绩下滑的担忧，但三季报后，公司股价一路下探到最低 11.75 元，公司在股价下探到最低时发布增持公告，我们认为显示了公司对目前股价走势不认同，增持公告后，股价有所回升。我们认为公司未来发展前景较好，但短期主营业绩有下滑趋势，增持从中长期看有优势，但公司股价短期难以有较大幅度的增长。杭州地铁 1 号线的开通令我们对公司明年业绩的增长有了一定的期待。公司股价从技术上看，没有止跌的迹象，公司长期发展趋势良好。我们继续维持公司评级为“增持”评级。除了地铁 1 号线，随着 2012 年年底杭州之江大桥的开通、2014 年紫之隧道的开通，将为公司杭州大本营的三大景区架

起一条便捷长虹。届时，富阳、桐庐、千岛湖等地游客可以通过杭州之江大桥直接进入杭州乐园、烂苹果乐园，杭州本地游客也将实现交通的多样选择，使城西高密度的本地居民可以选择紫之隧道快速到达宋城景区，还可以利用之江大桥进一步便捷地到达杭州乐园、烂苹果乐园。从此，公司杭州大本营三大景区将实现三国一统，未来公司必将尝到由此带来的丰硕果实。公司在杭州市场的三个景区板块未来还有一定的成长性。

- **风险因素：**经济周期影响的风险；天气、自然灾害因素；安全事故风险；连锁复制失败风险等。

图表 1：地铁 1 号线开通后对公司两景区带来客流量敏感分析

0.01	60	65	70	75	80	85	90	95	100	105
500	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03
550	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
600	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
650	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
700	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04
750	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04
800	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
850	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
900	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05
950	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05
1000	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05
1050	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05
1100	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06
1150	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06
1200	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06
1250	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06
1300	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07
1350	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07
1400	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07
1450	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07
1500	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08
1550	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08
1600	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08
1650	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08
1700	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09
1750	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09
1800	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09
1850	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09
1900	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09	0.10

1950	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.10
2000	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09	0.10	0.10
2050	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09	0.10	0.10

资料来源：山西证券研究所

图表 2：公司盈利预测表

无特殊说明，单位为百万元	2008A	2009A	2010A	2011A	2012 三季报	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	197.71	273.30	444.76	504.53	448.84	584.05	677.50	779.12
二、营业总成本	107.28	157.41	216.14	223.84	199.28	261.38	303.59	349.12
营业成本	46.81	82.14	105.49	125.28	124.49	162.07	188.01	216.21
营业税金及附加	7.15	9.76	15.72	19.26	16.46	21.49	24.93	28.67
销售费用	24.25	22.07	30.37	41.86	27.89	36.80	42.68	49.08
管理费用	16.12	26.88	40.61	49.95	40.96	53.62	62.19	71.52
财务费用	12.43	17.43	23.89	(13.17)	-10.18	(12.27)	(14.23)	(16.36)
资产减值损失	0.52	(0.86)	0.06	0.66	-0.33	(0.33)	0.00	0.00
三、其他经营收益	0.09	0.67	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.09	0.67				0.00	0.00	0.00
四、营业利润	90.52	116.55	228.62	280.69	249.56	322.67	373.91	430.00
加：营业外收入	0.39	3.58	2.31	20.92	44.92	44.92	2.00	3.00
减：营业外支出	0.58	2.64	12.94	4.19	3.62	3.62	0.00	0.00
五、利润总额	90.33	117.48	217.98	297.41	290.86	363.97	375.91	433.00
减：所得税	23.30	29.07	54.65	75.19	73.27	91.68	94.69	109.07
六、净利润	67.03	88.41	163.34	222.22	217.59	272.28	281.22	323.93
减：少数股东损益	2.87	1.42				0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	64.16	87.00	163.34	222.22	217.59	272.28	281.22	323.93
七、基本每股收益（元）	1.07	0.69	0.97	0.60	0.39	0.49	0.51	0.58

资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：
山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。