

## 聚焦一线核心景区, 异地项目盈利确定

——宋城股份(300144)公司投资价值分析

### 核心观点

**1、我们认为, 宋城股份是值得长期关注的少数旅游业上市公司之一, 一些不利因素并未动摇决定宋城长期股价表现的主要逻辑: 异地扩张项目均位于中国最优质、游客基数最大的一线核心 5A 级景区, 都有千万级客流量; 和旅行社合作关系牢固, 不依赖单个旅行社, 旅行社带团有盈利空间, 演出可根据导游和游客意见灵活修改; 《千古情》项目可复制性很强, 运作模式成熟且贴近市场需求, 采用自编自导自演方式, 修改方便, 成本可控; 政府大力支持文化演艺项目, 补助可覆盖部分投资。**

**2、2013 年初宋城景区联票可能提价 20 元左右, 实际人均票价提高 10 元左右。我们保守假设 2013 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%。**

**3、杭州乐园游客 2013 年不会有超出市场平均预期的增速。《吴越千古情》只能是《宋城千古情》在旺季时的补充, 而不是又一台《宋城千古情》。《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 200 元左右, 全年为杭州乐园新增收入 1350 万元, 业绩贡献有限。**

**4、我们预计, 三亚项目 2013 年可盈利 1000 万元左右。三亚实际游客约为 700 万人次, 底量虽远不及杭州, 但仍然是比较高的水平。预计三亚项目 2013 年 6 月初投运, 2015 年后达到成熟期, 游客达到 150 万人次以上; 2013-2015 年为市场推广阶段, 实际人均票价为 110 元不变。**

**5、我们预计, 由于投运时间在下半年, 丽江项目 2013 年约亏损 300 万元, 但三亚项目净利润可覆盖丽江项目亏损。丽江游客量远超三亚, 《丽江千古情》将培育夜市市场, 和《印象丽江》差异竞争。初始上座率可达 65%, 三年 ARPU 为 100 元、110 元和 110 元。2014 年项目基本成熟, 毛利率达 75% 左右, 略低于宋城景区, 和三亚项目基本持平。**

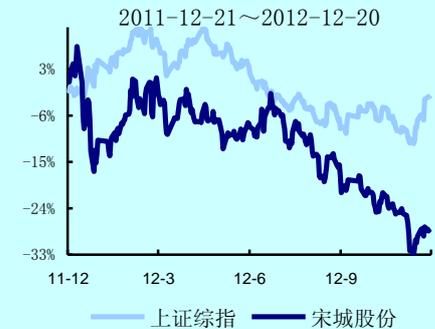
**投资建议:** 我们认为, 虽然面临诸多不确定因素, 但宋城股份是餐饮旅游行业中具备异地扩张能力和品牌优势的少数公司之一。虽然 2013 年公司业绩不会出现爆发性增长, 但在 2014 年两异地项目实际票价仅为 100 元的假设下, 两项目仍可增厚 2014 年 EPS 为 0.19 元, 拉动上市公司 EPS 增长 30% 左右。我们预计公司 2012-2014 年 EPS 为 0.47 元、0.56 元和 0.81 元, 给予“短期\_推荐、长期\_A”的投资评级。

**风险提示:** A 股估值水平继续下降, 三亚和丽江项目实际人均票价、观众数量、盈利能力不及预期, 重大突发事件和自然灾害。

### 财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	504.53	593.56	818.64	1079.07
同比增速(%)	13.44%	17.65%	37.92%	33.44%
净利润(百万)	222.22	260.36	310.27	447.16
同比增速(%)	36.05%	17.16%	18.74%	46.91%
EPS(元)	0.60	0.47	0.56	0.81
P/E	12.00	25.28	21.21	14.67

### 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)	10.64-25.63
总市值(亿元)	64.53
总资产(亿元)	30.42
每股净资产(元)	7.32
目标价	6个月 14.00
	12个月 14.00

### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-调研简报-宋城股份(300144):宋城景区提价预期犹存, 2014 年新项目业绩充分释放》 2012-11-21
- 《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、投资逻辑：聚焦核心景区，可复制性较强 .....	4
二、杭州：产品层次丰富，回归平稳增长 .....	5
1、宋城景区：基数较高，联票提价成为明年看点 .....	5
2、杭州乐园：收入增速趋缓，将推《吴越千古情》联票 .....	7
3、烂苹果乐园：2013 年贡献收入 4000 万元以上 .....	8
三、三亚：游客底量充足，明年盈利无忧 .....	8
三、丽江：培育夜游市场，差异手段竞争 .....	10
五、投资建议：2013 业绩不会爆发，但值得长期投资 .....	12

## 图表目录

图 1: 宋城股份项目所在地游客量 .....	4
图 2: 宋城股份异地项目所在地核心景区游客量 .....	4
图 3: 宋城股份签约旅行社 .....	4
图 4: 宋城股份前五名旅行社客户贡献收入占比 .....	4
图 5: 2010H1 宋城景区成本结构 .....	5
图 6: 宋城景区固定成本及人力成本比重 .....	5
图 7: 宋城景区毛利率比较稳定 .....	5
图 8: 宋城股份补助金额 .....	5
图 9: 宋城景区游客人数/收入/ARPU .....	5
图 10: 宋城景区收入构成 .....	5
图 11: 不观看《宋城千古情》的游客逐年下降 .....	6
图 12: 《宋城千古情》演出场次/上座率 .....	6
图 13: 杭州乐园游客人数/收入/ARPU .....	7
图 14: 杭州乐园收入增速/毛利率 .....	7
图 15: 2010H1 杭州乐园成本结构 .....	7
图 16: 2012 年 8-11 月《宋城千古情》月均演出场次 .....	7
图 17: 三亚旅游业基础数据 .....	8
图 18: 南山景区游客量 .....	8
图 19: 2011 年丽江旅游业基础数据 .....	10
图 20: 丽江淡季游客量达百万人次, 淡旺季差别在缩小 .....	10
表 1: 宋城模式和印象模式对比 .....	4
表 2: 宋城景区和杭州乐园业务对比 .....	7
表 3: 烂苹果乐园票价 .....	8
表 4: 《三亚千古情》项目盈利预测表 .....	9
表 5: 《丽江千古情》和《印象丽江》运营模式对比 .....	10
表 6: 《丽江千古情》和《印象丽江》预测运营数据对比 .....	11
表 7: 《丽江千古情》项目盈利预测表 .....	11
附录: 财务预测表 .....	13

## 一、投资逻辑：聚焦核心景区，可复制性较强

宋城上市以来股价表现弱于市场预期，我们认为主要原因有以下几点：上市之初的高市盈率不可避免地受到 A 股整体估值水平下降影响；市场对三亚、丽江项目寄予厚望，而两项目投运时间又不断滞后于预期；宋城景区在 2010 年“世博效应”高基数影响下，游客和收入增速放缓，宋城二期餐饮、游乐项目短期内难以贡献利润；杭州乐园改造带来固定资产折旧大幅增加，毛利率显著降低，且《吴越千古情》盈利能力一般。

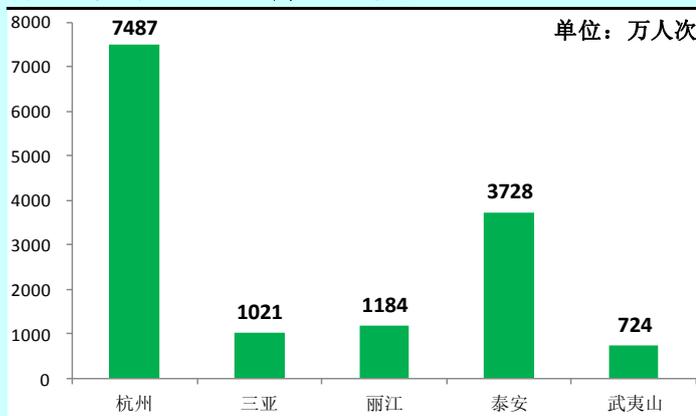
我们认为，宋城股份仍是值得长期关注的少数旅游业上市公司之一，上述不利因素并未动摇决定宋城长期股价表现的主要逻辑：异地扩张项目均位于中国最优质的、游客基数最大的一线核心 5A 级景区，都有千万级客流量；采用“B2B”模式，和旅行社合作关系牢固，不依赖单个旅行社，旅行社带团有盈利空间，演出可根据导游和游客意见灵活修改；《千古情》项目可复制性很强，运作模式成熟且贴近市场需求，采用自编自导自演方式，修改方便，成本可控；政府大力支持文化演艺项目，补助可覆盖部分投资。

表 1：宋城模式和印象模式对比

	宋城模式	印象模式
演出地点	室内，不受气候影响，全天候演出	室外实景，受气候影响极大，无法全天候演出
艺术定位	雅俗共赏，力图让普通人看懂	定位较高雅，部分观众难以看懂，影响旅行社积极性
运营模式	自编自导自演，修改方便，贴近市场	编导团队很少参与运营，部分后期项目开始参股
营销网络	营销网络向全国扩张，异地项目可共用	项目分属当地企业运营，营销网络无法共用

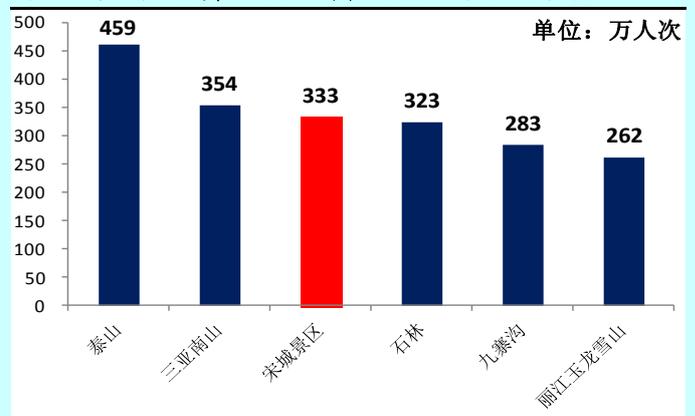
资料来源：国都证券研究所

图 1：宋城股份项目所在地游客量



资料来源：各地统计局、旅游局

图 2：宋城股份异地项目所在地核心景区游客量



资料来源：各地统计局、国都证券研究所

图 3：宋城股份签约旅行社

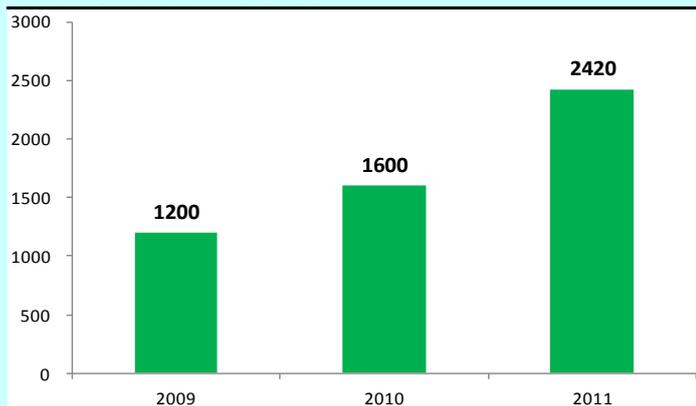
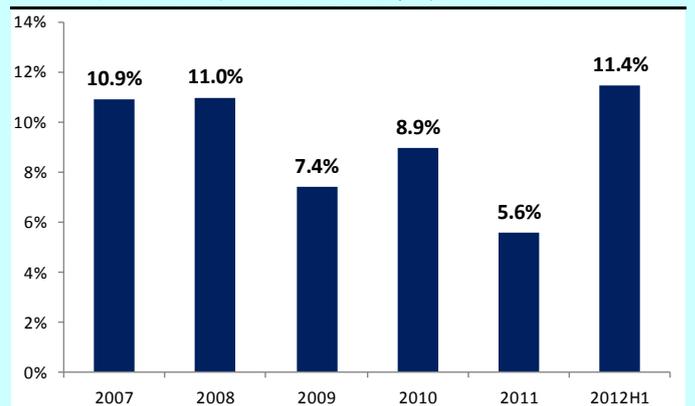
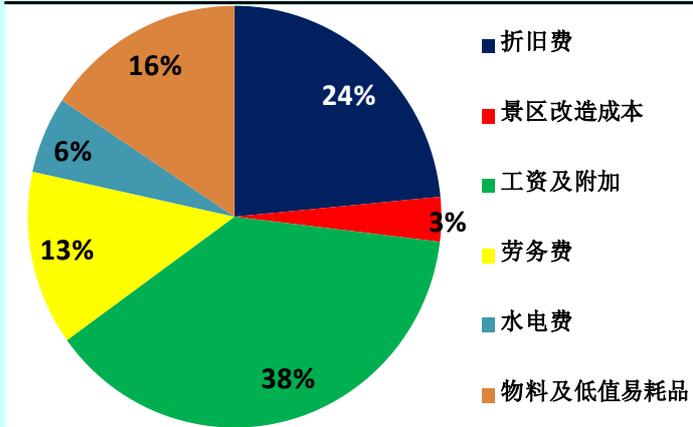


图 4：宋城股份前五名旅行社客户贡献收入占比



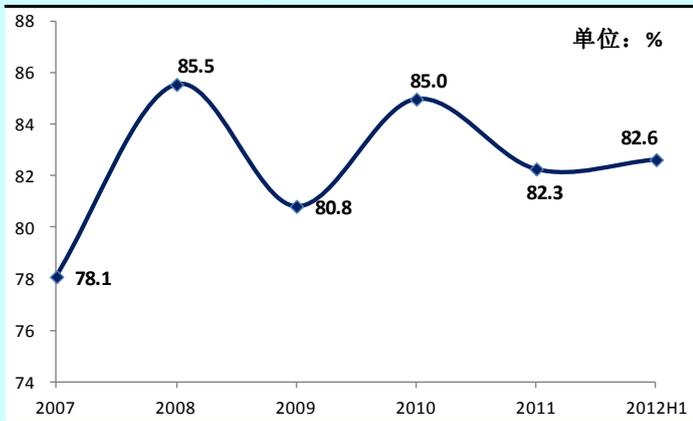
资料来源：招股说明书、公司年报

图 5：2010H1 宋城景区成本结构



资料来源：招股说明书

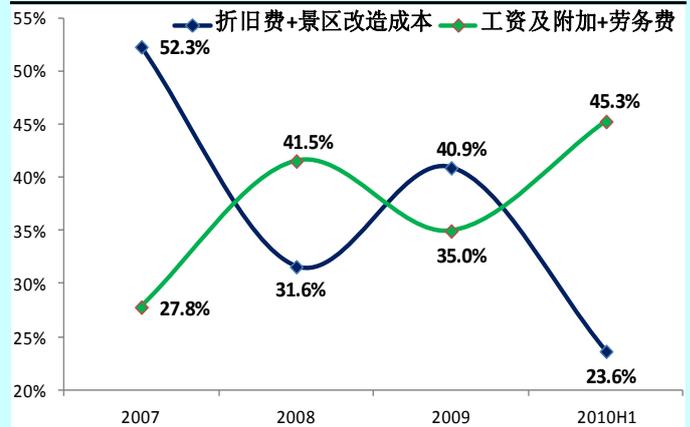
图 7：宋城景区毛利率比较稳定



资料来源：公司年报、国都证券研究所

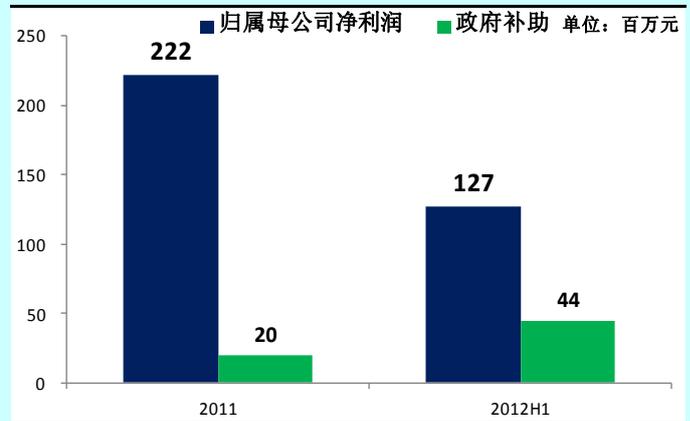
资料来源：WIND

图 6：宋城景区固定成本及人力成本比重



资料来源：招股说明书

图 8：宋城股份补助金额



资料来源：公司年报

我们认为，杭州市场增速平稳将是未来常态，宋城景区游客已高达 350 万人次左右，超过丽江玉龙雪山、峨眉山等国内一线 5A 景区，市场对游客增速不应有过高预期。虽然宋城景区游客增速下降，但杭州大本营根基稳固，产品线层次清晰，覆盖了不同目标游客。《吴越千古情》本来的定位就是《宋城千古情》在旺季的补充，不可能成为杭州市场的又一主要利润来源，否则将形成“左右手互搏”，不能将《吴越千古情》低于预期等同于异地项目的前景。

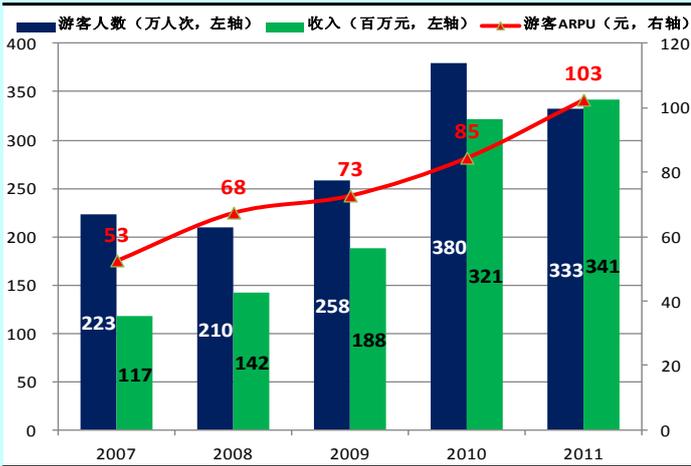
公司认为：文化演艺需求很大，所以各个主要景区都在推演艺项目。游客底量大、基数高的一线旅游城市和风景区，就是最稀缺的资源，而且《千古情》这种驻场式演出必须有大的基数。所以目前，宋城的思路只能是先跑马圈地，尽可能多拿地，多占领稀缺资源，然后再精耕细作。公司的策略非常稳健，待三亚、丽江项目稳定运作后再推新项目，未来两年业绩释放不会特别快，不会大幅度超出市场预期。

## 二、杭州：产品层次丰富，回归平稳增长

### 1、宋城景区：基数较高，联票提价成为明年看点

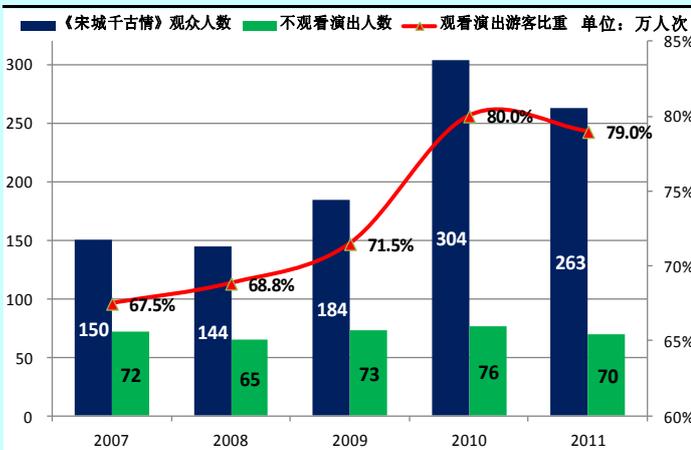
图 9：宋城景区游客人数/收入/ARPU

图 10：宋城景区收入构成



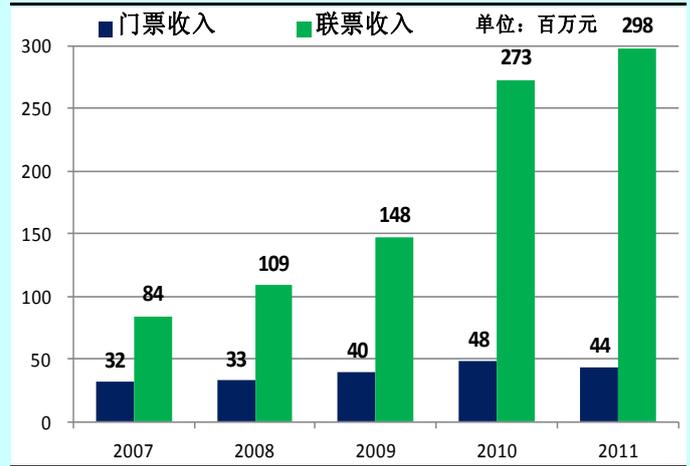
资料来源: 公司年报、国都证券研究所

图 11: 不观看《宋城千古情》的游客逐年下降



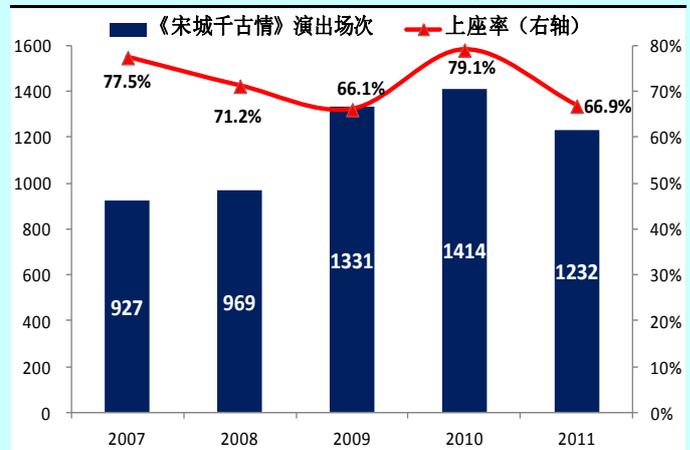
资料来源: 公司年报、国都证券研究所

图 11: 不观看《宋城千古情》的游客逐年下降



资料来源: 公司年报

图 12: 《宋城千古情》演出场次/上座率



资料来源: 招股说明书、国都证券研究所

图 12: 《宋城千古情》演出场次/上座率

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、餐饮、住宿项目都只能是《宋城千古情》的辅助。

## 2、杭州乐园：收入增速趋缓，将推《吴越千古情》联票

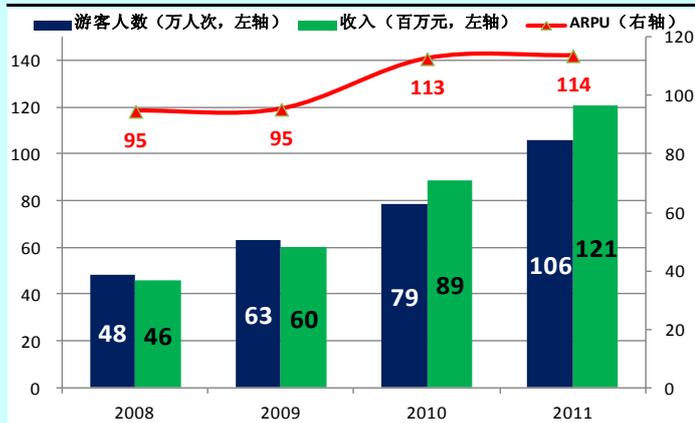
宋城景区 80%以上客源为团队游客，杭州乐园 80%客源为散客。白天外地游客一般会游览一线知名景区，旅行社一般不会在白天带外地团去杭州乐园。我们认为，杭州乐园游客 2013 年不会有超出市场平均预期的增速，《吴越千古情》只能是《宋城千古情》在旺季时的补充，而不是又一个《宋城千古情》。杭州乐园明年看点在于《吴越千古情》联票推出带来的提价。

表 2: 宋城景区和杭州乐园业务对比

单位: 百万元	宋城景区	杭州乐园
客源	80%以上为团客，以外地游客为主	80%以上为散客，以杭州及周边游客为主
季节性	全年可演出，受不利气候影响小	12月-2月闭园，受气候影响大，收入集中于下半年
演出定位	《宋城千古情》为核心产品	《吴越千古情》为辅助产品
主营成本	折旧占比 20%左右，人力成本比重逐年上升	折旧占比 50%以上，新增固定资产影响较大
盈利能力	毛利率较稳定，80%以上	毛利率起伏较大，2012H1 降至 15.3%

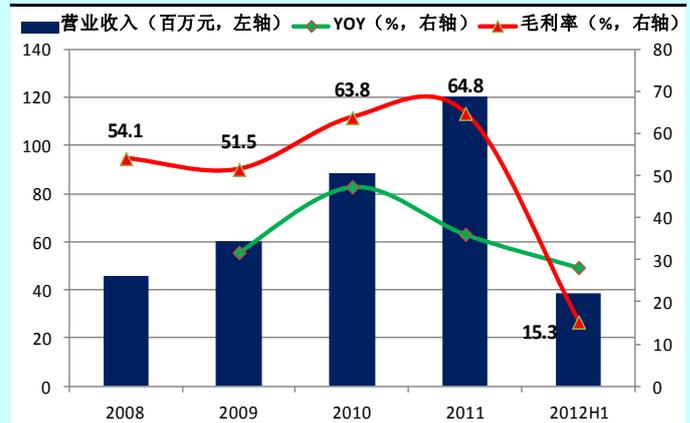
资料来源: 招股说明书、国都证券研究所

图 13: 杭州乐园游客人数/收入/ARPU



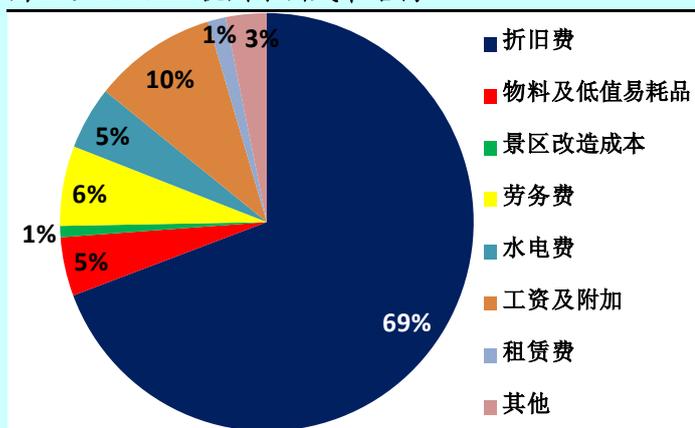
资料来源: 公司年报、国都证券研究所

图 14: 杭州乐园收入增速/毛利率



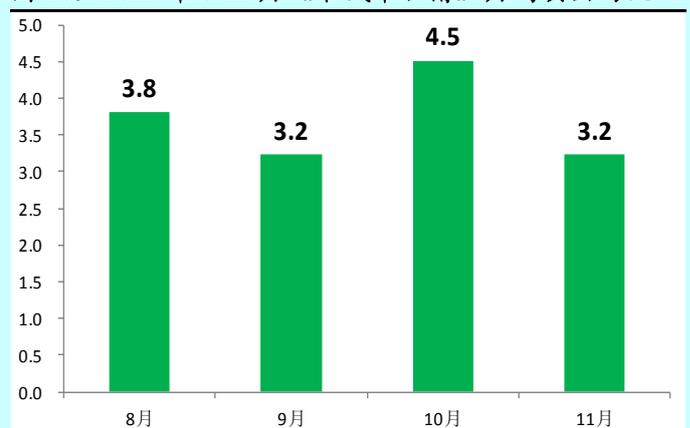
资料来源: WIND

图 15: 2010H1 杭州乐园成本结构



资料来源: 公司年报、国都证券研究所

图 16: 2012 年 8-11 月《宋城千古情》月均演出场次



资料来源: 国都证券研究所

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 200 元左右，业绩贡献有限。原因在于：首先，《宋城千古情》利润远远超过《吴越千古情》，上座率仍有提升空间，2011 年不到 70%；2012 年 8 月旺季日均演出不足 4 场（饱和场次为 8 场），旺季演出场次亦有提升空间。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，目标客源为低价团客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 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，全年接待观众 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。

### 3、烂苹果乐园：2013 年贡献收入 4000 万元以上

与杭州乐园的室外娱乐不同，烂苹果乐园且全部为室内游乐，目标顾客是初中以下的少年儿童，营业时间为平时周五-周日三天，暑假 7 月-8 月全天。我们实地考察后估算，周末单日游客量至少可达 2000 人。我们预测：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 50 万人次左右，约为杭州乐园的一半；ARPU 为 80 元/人，则全年为公司新增收入 4000 万元左右。

表 3：烂苹果乐园票价

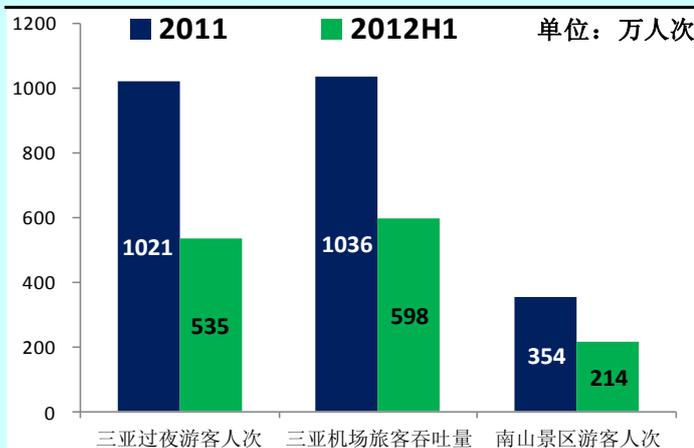
	票价	备注
门市价	120 元	1.1 米以下免票，1.1 米以上按成人票价收取
套票	200 元/套	亲子套票，1 大 1 小，小孩身高 1.1-1.5 米
	280 元/套	家庭套票，2 大 1 小，小孩身高 1.1-1.5 米

资料来源：烂苹果乐园

### 三、三亚：游客底量充足，明年盈利无忧

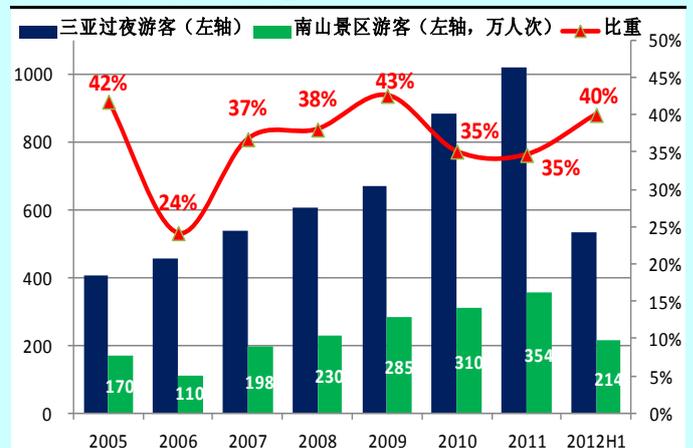
作为异地扩张第一个项目，三亚项目投运时间滞后于市场预期，“主题公园+文化演艺”模式目前又只在杭州取得成功，导致部分投资者对三亚项目能否达到预期心存疑虑。三亚项目的成败，对宋城未来的拓展以及投资者对公司长远价值的判断，将产生重大影响。我们通过比较保守的盈利预测，认为三亚项目如能在 2013 年 5 月如期投运，当年大约可实现 1000 元左右净利润。

图 17：三亚旅游业基础数据



资料来源：WIND、三亚市统计局

图 18：南山景区游客量



资料来源：首旅股份年报、三亚市统计局

我们认为，三亚过夜游客包含了部分由于公务等原因无旅游时间或旅游需求的省外和省内游客；三亚机场旅客吞吐量亦达 1000 万人次以上，但要扣除部分回程旅客。综合南山景区游客量判断，三亚有旅游需求和时间的实际游客约为 700 万人次，这个游客底量虽然远远不及杭州，但仍然是比较高的水平。

此外，三亚南山景区游客量稳定保持在 300 万人次，且仍然呈上升态势，为三亚乃至《三亚千古情》带来了充足的潜在游客量。但我们认为，长期来看《三亚千古情》很难达到南山景区的游客量水平，因为佛教是我国的主要宗教之一，南山景区集佛教、观音、鉴真、福寿文化等主题于一身，游客重复游览或消费的动力很强。

三亚项目总投资 4.9 亿元，其中，金额最大的开支为购地款 1.44 亿元、大剧院投资约为 1.5 亿元，前者的摊销年限长达 50 年，年摊销金额约为 288 万元，后者的折旧年限约为 35 年，年折旧金额约为 430 万元。综合来看，折旧等固定成本的绝对金额和比重较小，人力、水电、低值易耗品等可变成本的比重较大。

**基本假设：**我们保守预计，三亚项目 2013 年 6 月初投运，2015 年达到成熟期，游客达到 150 万人次以上；2013-2015 年作为市场推广阶段，仍以团客为主，给旅行社的分成较高，实际人均票价为 110 元不变；三年日均演出场次为 1.5 场、1.8 场和 2.0 场；演艺团队 130 人，人均成本 10 万元，逐年以 5% 递增；2014 年后折旧成本约为 1500 万元/年，销售费用率为 9%、8%、7% 逐年递减，管理费用率为 9%。

该盈利预测中，人均实际票价、上座率、折旧、管理费用任何一项的改善，都会带来净利润的提升。公司预计，三亚项目年游客量达到 50 万人次即可实现盈亏平衡，我们的预测和公司预测基本相符。

**表 4: 《三亚千古情》项目盈利预测表**

单位: 万元	2013E	2014E	2015E
座位		3000	
上座率	60%	65%	70%
日均演出场次	1.5	1.8	2.0
年演出场次	321	657	730
观众人次 (万人次)	58	128	153
三亚过夜游客量 (万人次)	1136	1193	1253
观众占比	5.1%	10.7%	12.2%
ARPU (元)	110	110	110
门票+演艺收入	6356	14093	16863
其他收入	644	907	1137
<b>主营业务收入</b>	<b>7000</b>	<b>15000</b>	<b>18000</b>
折旧费	1200	1500	1500
景区改造成本	0	200	200
工资及附加	1300	1365	1433
劳务费	325	341	358
水电费	200	300	400
低值易耗品	300	300	300
其他成本	300	400	500
<b>毛利率</b>	<b>48.2%</b>	<b>70.6%</b>	<b>73.9%</b>
营业税金及附加	196	435	521
销售费用	630	1200	1260
土地摊销费用	288	288	288
剧本创作摊销费用	200	200	200

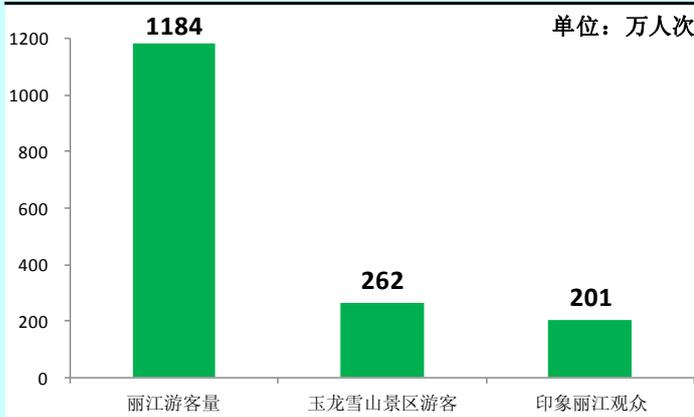
其他管理费用	562	862	1132
利润总额	1498	7608	9907
净利润	1124	5706	7431
净利润率	16.1%	38.0%	41.3%

资料来源：公司公告、国都证券研究所

### 三、丽江：培育夜游市场，差异手段竞争

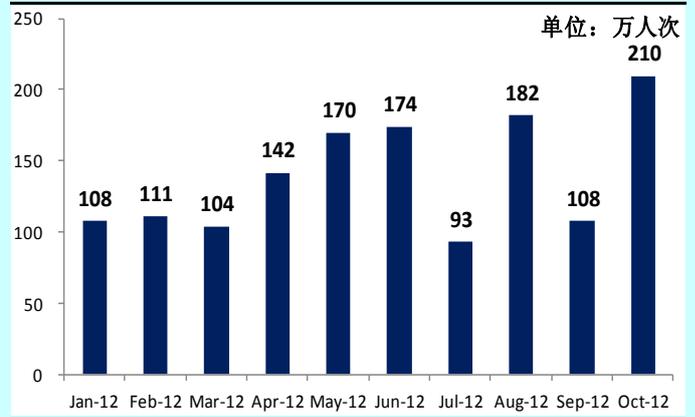
我们认为，虽然丽江演艺市场竞争对手较多，但《丽江千古情》前景仍比较乐观。主要原因在于：丽江实际游客底量虽然低于官方公布的 1500 万人次，但仍然远远超过三亚，且丽江淡季单月游客量升至 100 万人次以上，淡旺季差别在缩小；丽江以夜生活著称，茶马古城和《丽江千古情》正好满足了部分游客晚上观看演出的需求；《印象丽江》是《丽江千古情》最大的竞争对手，但两者在演出时间和地点、表现形式等方面不同，形成差异竞争，《丽水金沙》规模较小（800 座）且没有主题文化公园，无法和《丽江千古情》正面竞争。

图 19: 2011 年丽江旅游业基础数据



资料来源：丽江市旅游局、国都证券研究所

图 20: 丽江淡季游客量达百万人次，淡旺季差别在缩小



资料来源：丽江市旅游局

《印象丽江》2011 年的观众已超过 200 万人次，再加上《丽水金沙》等项目的观众量，市场容量已接近 300 万人次。但丽江晚间的演艺市场只有《丽水金沙》一家运作，且座位数量、品牌、经验都远远无法和《丽江千古情》相比。我们认为，茶马古城项目投运后，游客几乎不会同时分别观看两台不同演出，且旅行社从《丽江千古情》获得的分成更高，《丽江千古情》必然会分流其他两个演出的观众，但由于丽江游客底量很大且和《印象丽江》的演出时间和地点存在明显差异，《丽江千古情》将培育丽江夜间演艺市场，形成差异竞争。

表 5: 《丽江千古情》和《印象丽江》运营模式对比

	丽江千古情	印象丽江
演出地点	玉龙县城，距大研古城仅 6 公里	玉龙雪山核心景区甘海子，距索道、蓝月谷等核心景点很近
演出时间	室内演出，可全天候演出，尤其可晚上演出	室外实景，受气候影响大，无法全天候演出，无法晚上演出
艺术模式	专业演员，舞台特效，融合歌舞、民俗、传说	纳西等各族非专业演员，实景，融合歌舞、马术、民俗
名义票价	预计 2013 年为 200 元左右	散客 190 元；大玉龙联票 255 元，其中旅行社结算价 110 元
分成模式	旅行社直接参与分成，不体现在销售费用中	旅行社间接分成，体现在销售费用中
分成结果	旅行社分得名义门票的一半左右，约为 100 元	旅行社分得 20% 多，25 元左右

资料来源：国都证券研究所

**基本假设：**茶马古城投运时间必然晚于三亚项目，保守预计将在 2013 年 9 月初投运；由于丽江游客基数高于三亚，开业时间在秋天旺季，初始上座率就能达到 65%，

以后的游客增量主要体现在演出场次增加；因丽江竞争对手较多，未来三年人均实际票价为 100 元、110 元和 110 元；折旧金额低于三亚千古情，其他成本基本相同。2014 年，项目基本成熟，毛利率可达 75% 左右，略低于宋城景区，和三亚项目基本持平；净利润率将达到印象丽江的水平。由于项目开业时间较晚且当期费用较高，2013 年将产生 300 万元左右亏损，三亚项目净利润可覆盖丽江项目亏损。

**表 6: 《丽江千古情》和《印象丽江》预测运营数据对比**

	印象丽江							丽江千古情		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2013E	2014E	2015E
演出场次	350	537	923	768	905	990	1056	183	657	730
观众(万人次)	15	55	138	155	201	228	<b>243</b>	<b>36</b>	<b>138</b>	<b>164</b>
最大接待量(人次)	1700	1700	1700	2870	2870	2870	2870	3000	3000	3000
上座率	25.0%	60.1%	88.2%	78.4%	77.3%	80.1%	<b>80.1%</b>	<b>65%</b>	<b>70%</b>	<b>75%</b>
营业收入(万元)		2034	15742	18312	23164	25733	27448	4000	15500	18500
ARPU(元)		37	114	118	115	113	<b>113</b>	100	110	110
毛利率		58.5%	73.8%	74.2%	78.6%	77.0%	<b>76.0%</b>	<b>34.4%</b>	<b>74.2%</b>	<b>76.3%</b>
销售费用率		32.8%	19.7%	19.7%	20.3%	20.3%	21.0%	9%	6%	6%
管理费用率		7.1%	2.4%	4.4%	3.6%	3.2%	3.2%	30%	9%	8%
净利润(万元)		323	7453	9756	9756	10808	<b>11254</b>	<b>-296</b>	<b>6528</b>	<b>8227</b>
净利润率		15.9%	47.3%	42.1%	42.1%	42.0%	<b>41.0%</b>		<b>42.1%</b>	<b>44.5%</b>

资料来源：丽江旅游公告、宋城股份公告、国都证券研究所

**表 7: 《丽江千古情》项目盈利预测表**

单位: 万元	2013E	2014E	2015E
座位		3000	
上座率	<b>65%</b>	<b>70%</b>	<b>75%</b>
日均演出场次	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>
年演出场次	183	657	730
观众(万人次)	<b>36</b>	<b>138</b>	<b>164</b>
印象丽江观众(万人次)	243	244	249
<b>ARPU(元)</b>	<b>100</b>	<b>110</b>	<b>110</b>
门票+演艺收入	3569	15177	18068
其他收入	431	323	432
<b>主营业务收入</b>	<b>4000</b>	<b>15500</b>	<b>18500</b>
折旧费	800	1200	1200
景区改造成本	0	200	300
工资及附加	900	1365	1433
劳务费	225	236	248
水电费	100	300	400
低值易耗品	300	300	300
其他成本	300	400	500
<b>毛利率</b>	<b>34.4%</b>	<b>74.2%</b>	<b>76.3%</b>
营业税金及附加	110	469	558
销售费用	360	930	1110
土地摊销费用	242	242	242
剧本创作摊销费用	140	140	140
其他管理费用	818	1013	1098
利润总额	-296	8705	10970
<b>净利润</b>	<b>-296</b>	<b>6528</b>	<b>8227</b>
<b>净利润率</b>		<b>42.1%</b>	<b>44.5%</b>

资料来源：公司公告、国都证券研究所

## 五、投资建议：2013 业绩不会爆发，但值得长期投资

根据以上盈利预测，2013 年公司两异地项目开业时间较晚，当年难以贡献利润，但三亚项目盈利可覆盖丽江项目亏损，公司 2013 年主要净利润增长仍来自杭州市场。在杭州乐园游客增速放缓、《吴越千古情》难以做大、烂苹果乐园收入（4000 万元—5000 万元）增量有限且折旧金额较大的前期下，2013 年公司收入和利润增长主要来自宋城景区。我们会密切关注 2013 年初宋城景区门票是否提价，这对公司 2013 年利润增速有很大影响。我们对宋城景区的盈利预测中包含了 2013 年初实际票价提高 10 元的假设。

根据我们的盈利预测，2013 年三亚项目盈利可覆盖丽江项目亏损。2014 年，如果出现营销力度弱于预期、两项目实际票价仅为 100 元的不利情况，在其他假设不变的前提下，则三亚和丽江项目净利润分别约为 5000 万元和 5700 万元，增厚 2014 年 EPS 为 0.19 元，拉动上市公司 EPS 增长 30%左右。

我们认为，虽然面临诸多不确定因素，但宋城股份是餐饮旅游行业中具备异地扩张能力和品牌效果的少数公司之一。虽然 2013 年业绩不会出现爆发性增长，但在保守预测下的 2014 年业绩可确定增长 20%以上，仍然具有明显的投资价值。



**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 $\pm 5\%$ 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			