

宋城股份 (300144.SZ)

旅游景点行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

市价(人民币): 12.90元

提价支撑短期业绩, 异地扩张步入重要观察期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	176.18
总市值(百万元)	71.52
年内股价最高最低(元)	15.77/10.83
沪深300指数	2577.09



相关报告

1. 《九寨沟市场广阔, 携手强势地接经营受益》, 2012.11.19
2. 《三亚项目稳步推进, 大股东增持稳定信心》, 2012.11.1
3. 《本部业绩平稳增长, 异地项目需按市场规律》, 2012.8.3

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)		0.601	0.459	0.550	0.636
每股净资产(元)	15.08	7.32	7.71	8.53	9.38
每股经营性现金流(元)	1.49	0.80	1.28	1.11	1.32
市盈率(倍)	#DIV/0!	42.08	27.88	23.45	20.29
行业优化市盈率(倍)	62.31	39.46	30.69	31.92	31.92
净利润增长率(%)	87.76%	36.05%	14.47%	19.92%	15.56%
净资产收益率(%)	6.45%	8.22%	8.93%	9.67%	10.16%
总股本(百万股)	168.00	369.60	554.40	554.40	554.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **调整游客结构, 提升宋城景区游客规模“有效性”:** 宋城景区及其文化演艺作为杭州旅游市场上的经典产品, 在旺季往往呈现出超负荷接待情况。为缓解旺季压力, 提升游客消费质量, 2012年下半年开始, 宋城停止了杭州一日游团队的接待。这部分游客年接待量在30万人次左右, 停止接待将短期对游客增长将形成一定压力。考虑团队和散客的自然增长, 我们预计2012年宋城景区接待游客318.4万人次, 同比下滑4.3%, 但游客质量显著提升, 人均消费提高近15%, 长远来看, 将有利于宋城景区的良性发展。
- **宋城景区提价并实行一票制支持短期业绩增长, 为解决旺季接待瓶颈存在扩容可能:** 2013年初公司公告自1月1日起宋城景区实行入园和演艺一票制, 并提价20元/人次至280元/人次。尽管此举可能影响不观看演出的散客购票入园, 但鉴于宋城很高的团散比例及其中近9成的看演出比例, 实行一票制并提价仍将对公司短期业绩增长构成有力支撑。考虑近两年宋城景区旺季日益显著的接待瓶颈, 我们认为, 不排除剧院扩容的可能。
- **三亚、丽江项目预计下半年开业, 异地扩张步入重要观察期:** 基于之前三亚实地考察的情况以及《吴越》实际运营过程中遇到的问题, 我们认为, 公司目前对于异地项目的正式推出将更为慎重, 演艺节目的完善以及前期的市场推广培育可能需要更长的时间。因此, 我们预计三亚、丽江项目将在7、8月间正式开业运营, 公司异地扩张将步入重要观察期。

投资建议

- 根据此次调研并结合近期宋城门票价格调整, 我们调整公司2012~2014年每股盈利预测至0.459元、0.55元和0.636元, 对于今明两年异地扩张项目建成后对公司盈利状况的短期影响, 我们暂给予较为谨慎的估计, 而2013年无疑将成为宋城异地扩张的重要观察期。据此, 我们仍维持对公司“增持”的投资评级, 将继续重点跟踪三亚、丽江项目的进展情况。

估值

- 我们给予公司未来6-12个月15.4~16.5元目标价位, 相当于28~30倍2013年动态PE, 资本市场回暖引致的估值中枢上移以及宋城景区接待能力的进一步扩张可能或将成为股价上涨的催化剂。

风险

- 异地扩张项目开业后经营情况(主要是接待游客数)不达市场预期;
- 在文化演艺市场快速发展的情况下, 激励机制缺乏可能导致人才流失。

图表1：宋城股份盈利预测详表

项目(单位: 百万元)	2009	2010	2011H	2011	2012H	2012F	2013F	2014F
营业总收入	273.30	444.76	211.94	504.53	239.64	582.72	794.15	1,051.39
收入增长率	38.23%	62.74%	16.75%	13.44%	13.07%	15.50%	36.28%	32.39%
营业成本	82.14	105.49	50.51	125.28	69.78	177.62	263.65	419.86
毛利	191.15	339.27	161.43	379.25	169.86	405.10	530.49	631.53
毛利率	69.94%	76.28%	76.17%	75.17%	70.88%	69.52%	66.80%	60.07%
营业税金及附加	9.76	15.72	8.20	19.26	8.79	21.33	29.07	38.48
占营业总收入比重	3.57%	3.53%	3.87%	3.82%	3.67%	3.66%	3.66%	3.66%
销售费用	22.07	30.37	17.06	41.86	13.59	40.79	54.80	63.08
占营业总收入比重	8.07%	6.83%	8.05%	8.30%	5.67%	7.00%	6.90%	6.00%
管理费用	26.88	40.61	20.04	49.95	24.91	60.02	80.21	86.74
占营业总收入比重	9.83%	9.13%	9.46%	9.90%	10.39%	10.30%	10.10%	8.25%
财务费用	17.43	23.89	-5.51	-13.17	-6.20	-14.00	-5.50	1.00
资产减值损失	-0.86	0.06	0.10	0.66	-0.23	0.30	0.20	0.20
投资收益	0.67	-	-	-	-	-	-	-
营业利润	116.55	228.62	121.54	280.69	129.00	296.66	371.72	442.02
营业外收支	0.93	-10.63	17.74	16.72	41.16	42.50	35.00	28.00
加: 营业外收入	3.58	2.31	19.30	20.92	44.47	46.00	35.00	28.00
减: 营业外支出	2.64	12.94	1.57	4.19	3.31	3.50	-	-
利润总额	117.48	217.98	139.28	297.41	170.16	339.16	406.72	470.02
减: 所得税费用	29.07	54.65	34.90	75.19	42.82	84.79	101.68	117.51
所得税费用率	24.7%	25.1%	25.1%	25.3%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	88.41	163.34	104.37	222.22	127.34	254.37	305.04	352.52
净利润增长率	31.90%	84.75%	46.83%	36.05%	22.01%	14.47%	19.92%	15.56%
净利润率	32.4%	36.7%	49.2%	44.0%	53.1%	43.7%	38.4%	33.5%
减: 少数股东损益	1.42	-	-	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	87.00	163.34	104.37	222.22	127.34	254.37	305.04	352.52
完全摊薄后每股收益(元)	0.700	0.972	0.282	0.601	0.230	0.459	0.550	0.636

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	583	794	1,051	货币资金	87	2,350	1,767	1,587	1,160	1,030
增长率		62.7%	13.4%	15.5%	36.3%	32.4%	应收款项	4	5	18	11	13	14
主营业务成本	-82	-105	-125	-178	-264	-420	存货	0	1	0	1	1	1
%销售收入	30.1%	23.7%	24.8%	30.5%	33.2%	39.9%	其他流动资产	3	15	209	30	28	40
毛利	191	339	379	405	530	632	流动资产	95	2,371	1,995	1,629	1,202	1,085
%销售收入	69.9%	76.3%	75.2%	69.5%	66.8%	60.1%	%总资产	13.3%	79.7%	65.6%	52.5%	35.3%	28.9%
营业税金及附加	-10	-16	-19	-21	-29	-38	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	3.6%	3.5%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	固定资产	358	353	656	1,089	1,818	2,293
营业费用	-22	-30	-42	-41	-55	-63	%总资产	50.4%	11.9%	21.6%	35.1%	53.4%	61.0%
%销售收入	8.1%	6.8%	8.3%	7.0%	6.9%	6.0%	无形资产	257	251	391	383	380	377
管理费用	-27	-41	-50	-60	-80	-87	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%	10.3%	10.1%	8.3%	%总资产	86.7%	20.3%	34.4%	47.5%	64.7%	71.1%
息税前利润 (EBIT)	132	253	268	283	366	443	资产总计	710	2,974	3,042	3,104	3,402	3,758
%销售收入	48.5%	56.8%	53.2%	48.6%	46.1%	42.2%	短期借款	38	150	160	0	151	112
财务费用	-17	-24	13	14	6	-1	应付款项	31	44	85	78	98	121
%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	68
资产减值损失	1	0	-1	0	0	0	流动负债	82	210	267	206	271	301
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	249	289
营业利润	117	229	281	297	372	442	普通股股东权益	266	2,533	2,704	2,848	3,153	3,469
营业利润率	42.6%	51.4%	55.6%	50.9%	46.8%	42.0%	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	3,104	3,402	3,758
税前利润	117	218	297	339	407	470	比率分析						
利润率	43.0%	49.0%	58.9%	58.2%	51.2%	44.7%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-29	-55	-75	-85	-102	-118	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	0.459	0.550	0.636
净利润	88	163	222	254	305	353	每股净资产	2.112	15.075	7.317	7.706	8.531	9.385
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	1.283	1.113	1.320
归属于母公司的净利润	87	163	222	254	305	353	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%	43.7%	38.4%	33.5%	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%	8.93%	9.67%	10.16%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	12.25%	5.49%	7.31%	8.19%	8.97%	9.38%
净利润	87	163	222	254	305	353	投入资本收益率	14.96%	6.49%	6.83%	7.32%	8.37%	9.31%
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%	15.50%	36.28%	32.39%
非经营收益	20	37	23	-39	-27	-16	EBIT增长率	28.13%	90.69%	6.18%	5.51%	29.49%	20.96%
营运资金变动	3	-3	-10	174	25	19	净利润增长率	35.58%	87.76%	36.05%	14.47%	19.92%	15.56%
经营活动现金净流	149	250	295	474	412	488	总资产增长率	56.84%	318.84%	2.26%	2.06%	9.60%	10.46%
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	501.6	542.4	505.3
债权募资	200	-18	-153	-180	79	-29	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%	-53.97%	-32.69%	-26.81%
筹资活动现金净流	199	2,060	-223	-183	-40	-41	EBIT利息保障倍数	7.6	10.6	-20.4	-20.2	-66.6	442.2
现金净流量	46	2,264	-583	-180	-427	-130	资产负债率	62.53%	14.85%	11.08%	8.25%	7.32%	7.70%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	20	31	49
增持	1	5	14	23	38
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.50	1.43	1.43	1.43

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-07-25	增持	14.45	N/A
2 2011-10-12	增持	14.16	N/A
3 2011-12-30	增持	16.71	N/A
4 2012-02-28	增持	15.20	26.90 ~ 29.30
5 2012-07-27	增持	14.28	N/A
6 2012-08-03	增持	14.58	14.50 ~ 16.00
7 2012-11-01	增持	12.64	N/A
8 2012-11-19	增持	12.15	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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为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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net