

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): 14.12元
目标(人民币): 16.30-17.40元

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)	175.59
总市值(百万元)	78.28
年内股价最高最低(元)	15.77/10.83
沪深 300 指数	2668.84



相关报告

- 《业绩符合预期,旅游主业增速较缓》, 2013.2.27
- 《实施股权激励,保障经营扩张有效推进》, 2013.1.22
- 《提价支撑短期业绩,异地扩张步入重要观察期》, 2013.1.17

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

三亚项目加速推进, 预计 7 月份将如期开业

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.601	0.463	0.545	0.659	0.845
每股净资产(元)	7.32	5.21	5.60	6.13	6.87
每股经营性现金流(元)	0.80	0.71	0.61	0.91	1.07
市盈率(倍)	42.08	27.64	25.90	21.43	16.72
行业优化市盈率(倍)	39.46	30.69	31.91	31.91	31.91
净利润增长率(%)	36.05%	15.45%	17.81%	20.84%	28.22%
净资产收益率(%)	8.22%	8.89%	9.73%	10.75%	12.29%
总股本(百万股)	369.60	554.40	554.40	554.40	554.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **宋城三亚项目建设加速推进, 4 月份有望进入机电/舞台设备安装调试、景区设施完善阶段:** 近期我们实地考察了宋城的三亚项目, 目前三亚千古情大剧院(最大可容纳 4000 人)和三亚剧院(最大可容纳 800 人左右)已进入顶部安装阶段, 配套景区的建筑物结构框架也已基本完成, 预计 3 月底将完成项目的土建部分, 4 月份有望全面进入机电/舞台设备安装调试、配套景区建筑物外观建设以及设施完善阶段。
- **我们维持三亚项目 7 月开业预期, 然三亚千古情节目现场彩排、磨合期的时间可能有所压缩:** 按照目前项目的建设情况和进度安排, 我们预计在 6 月末能够基本达到可营业状态, 据此, 我们目前仍维持三亚项目 7 月份开业的预期。尽管三亚千古情节目可以在本部进行编排、排练, 但在现场彩排、磨合以及针对旅行社、团队导游试演的时间可能会有所压缩。
- **配套景区设施内容丰富, 小剧院经营定位还有待明确:** 在三亚项目配套景区的建设上, 公司充分利用三亚的气候条件和植被, 计划建设三亚古城、水公园、冰雪世界等配套设施, 丰富的景区设施对于三亚庞大的散客市场无疑具有十分重要的意义。然而, 目前对于三亚剧院(小剧院)的经营定位还在论证过程中。鉴于目前三亚市场存在的餐饮与演艺相结合经营业态, 我们认为, 公司不排除推出针对性的经营业态以适应特定目标市场的竞争。

投资建议

- 我们微调公司 2013-2015 年实现归属于母公司净利润预测分别为 3.02 亿、3.65 亿和 4.68 亿元的盈利预测, 假设年内按照 450.5 万股实施股权激励, 完全摊薄后的 EPS 分别为 0.545 元、0.659 元和 0.845 元。当前股价对应 2013 年动态 25.9 倍的 PE, 估值在旅游板块中处在相对较高的水平, 但鉴于今年下半年到明年上半年将是宋城异地项目陆续投入运营的重要时期, 公司“主题公园+文化演艺”异地扩张的成长逻辑有望得到验证。据此, 我们仍维持对公司“增持”的投资评级, 建议逢低介入。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 16.3~17.4 元目标价, 相当于 30~32x13PE。

风险

- 异地扩张项目建设进度及开业初期游客容量水平低于预期;
- 旅游文化演艺市场竞争加剧。

图表1: 三亚千古情大剧院、三亚剧院均已开始封顶



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表2: 宋城三亚文化旅游度假区建设初见雏形



www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表3: 宋城股份盈利预测详表(假设年内按照450.5万股实施股权激励)

项目(单位:百万元)	2009	2010	2011H	2011	2012H	2012	2013F	2014F	2015F
营业总收入	273.30	444.76	211.94	504.53	239.64	586.16	736.63	998.80	1,201.94
收入增长率	38.23%	62.74%	16.75%	13.44%	13.07%	16.18%	25.67%	35.59%	20.34%
其中:宋城景区	187.60	321.01	160.51	341.23	192.72	394.99	425.49	427.94	467.89
杭州乐园	60.11	88.56	30.21	120.52	38.73	122.25	166.03	195.72	238.26
烂苹果乐园	6.30	7.87	5.86	5.92	-	41.30	76.60	90.71	112.88
九寨沟景区								51.94	63.61
三亚景区						-	18.08	48.15	78.74
丽江景区							19.94	53.96	79.34
石林景区							-	95.38	119.23
其他业务收入	19.29	27.32	15.37	36.85	8.19	27.62	30.50	35.00	42.00
营业成本	82.14	105.49	50.51	125.28	69.78	177.88	239.59	382.75	417.41
其中:宋城景区	36.00	48.26	23.56	60.55	33.49	82.65	85.00	86.00	87.50
杭州乐园	29.17	32.09	12.42	42.44	32.81	76.60	83.36	86.77	89.58
烂苹果乐园	5.62	4.79	4.54	5.02	-	14.62	24.30	25.10	25.76
九寨沟景区								19.99	31.19
三亚景区						-	27.71	34.66	31.09
丽江景区							14.45	29.35	26.57
石林景区							-	95.38	119.23
其他业务成本	11.35	20.35	9.99	17.28	3.48	4.00	4.78	5.50	6.50
毛利	191.15	339.27	161.43	379.25	169.86	408.28	497.05	616.05	784.53
毛利率	69.94%	76.28%	76.17%	75.17%	70.88%	69.65%	67.48%	61.68%	65.27%
营业税金及附加	9.76	15.72	8.20	19.26	8.79	21.92	27.18	36.46	43.27
占营业总收入比重	3.57%	3.53%	3.87%	3.82%	3.67%	3.74%	3.69%	3.65%	3.60%
销售费用	22.07	30.37	17.06	41.86	13.59	37.94	44.20	53.94	61.30
占营业总收入比重	8.07%	6.83%	8.05%	8.30%	5.67%	6.47%	6.00%	5.40%	5.10%
管理费用	26.88	40.61	20.04	49.95	24.91	62.45	71.45	83.90	91.35
占营业总收入比重	9.83%	9.13%	9.46%	9.90%	10.39%	10.65%	9.70%	8.40%	7.60%
财务费用	17.43	23.89	-5.51	-13.17	-6.20	-13.15	-8.00	-10.00	-8.00
资产减值损失	-0.86	0.06	0.10	0.66	-0.23	-0.23	0.10	0.10	0.10
投资收益	0.67	-	-	-	-	1.10	8.50	6.00	6.00
营业利润	116.55	228.62	121.54	280.69	129.00	300.45	370.61	457.66	602.52
营业外收支	0.93	-10.63	17.74	16.72	41.16	40.75	35.00	35.00	30.00
加:营业外收入	3.58	2.31	19.30	20.92	44.47	51.48	35.00	35.00	30.00
减:营业外支出	2.64	12.94	1.57	4.19	3.31	10.72	-	-	-
利润总额	117.48	217.98	139.28	297.41	170.16	341.20	405.61	492.66	632.52
减:所得税费用	29.07	54.65	34.90	75.19	42.82	84.79	101.40	123.17	157.50
所得税费用率	24.7%	25.1%	25.1%	25.3%	25.2%	24.8%	25.0%	25.0%	24.9%
净利润	88.41	163.34	104.37	222.22	127.34	256.41	304.21	369.50	475.02
净利润增长率	31.90%	84.75%	46.83%	36.05%	22.01%	15.39%	18.64%	21.46%	28.56%
净利润率	32.4%	36.7%	49.2%	44.0%	53.1%	43.7%	41.3%	37.0%	39.5%
减:少数股东损益	1.42	-	-	-	-	-0.13	-0.25	1.24	2.94
归属于母公司所有者的净利润	87.00	163.34	104.37	222.22	127.34	256.55	304.46	368.25	472.08
完全摊薄后每股收益(元)	0.700	0.972	0.282	0.601	0.230	0.463	0.545	0.659	0.845

来源:同花顺数据,国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	445	505	586	737	999	1,202	货币资金	2,350	1,767	1,424	1,317	1,044	1,164
增长率		13.4%	16.2%	25.7%	35.6%	20.3%	应收款项	5	18	6	14	16	16
主营业务成本	-105	-125	-178	-240	-383	-417	存货	1	0	1	1	1	1
%销售收入	23.7%	24.8%	30.3%	32.5%	38.3%	34.7%	其他流动资产	15	209	74	40	40	40
毛利	339	379	408	497	616	785	流动资产	2,371	1,995	1,506	1,373	1,102	1,221
%销售收入	76.3%	75.2%	69.7%	67.5%	61.7%	65.3%	%总资产	79.7%	65.6%	47.1%	40.4%	30.9%	30.2%
营业税金及附加	-16	-19	-22	-27	-36	-43	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	3.5%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.6%	固定资产	353	656	1,004	1,346	1,803	2,162
营业费用	-30	-42	-38	-46	-54	-60	%总资产	11.9%	21.6%	31.4%	39.7%	50.5%	53.5%
%销售收入	6.8%	8.3%	6.5%	6.2%	5.4%	5.0%	无形资产	251	391	688	673	664	656
管理费用	-41	-50	-62	-73	-83	-90	非流动资产	603	1,047	1,693	2,022	2,469	2,820
%销售收入	9.1%	9.9%	10.7%	9.9%	8.3%	7.5%	%总资产	20.3%	34.4%	52.9%	59.6%	69.1%	69.8%
息税前利润 (EBIT)	253	268	286	351	443	591	资产总计	2,974	3,042	3,199	3,395	3,571	4,040
%销售收入	56.8%	53.2%	48.8%	47.7%	44.3%	49.2%	短期借款	150	160	40	0	0	0
财务费用	-24	13	13	8	10	8	应付款项	44	85	171	103	136	124
%销售收入	5.4%	-2.6%	-2.2%	-1.1%	-1.0%	-0.7%	其他流动负债	16	23	25	105	29	90
资产减值损失	0	-1	0	0	0	0	流动负债	210	267	236	208	165	213
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	232	70	30	35	-37	-32
投资收益	0	0	1	9	6	4	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.3%	2.1%	1.2%	0.6%	负债	442	337	266	243	128	181
营业利润	229	281	300	368	459	603	普通股股东权益	2,533	2,704	2,887	3,106	3,397	3,810
营业利润率	51.4%	55.6%	51.3%	49.9%	45.9%	50.2%	少数股东权益	0	0	45	45	46	49
营业外收支	-11	17	41	35	30	25	负债股东权益合计	2,974	3,042	3,199	3,395	3,571	4,040
税前利润	218	297	341	403	489	628	比率分析						
利润率	49.0%	58.9%	58.2%	54.7%	48.9%	52.3%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-55	-75	-85	-101	-122	-157	每股指标						
所得税率	25.1%	25.3%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.972	0.601	0.463	0.545	0.659	0.845
净利润	163	222	256	302	366	471	每股净资产	15.075	7.317	5.208	5.603	6.127	6.872
少数股东损益	0	0	0	0	1	3	每股经营现金净流	1.490	0.798	0.713	0.613	0.914	1.068
归属于母公司的净利润	163	222	257	302	365	468	每股股利	0.300	0.200	0.000	0.150	0.000	0.100
净利率	36.7%	44.0%	43.8%	41.0%	36.6%	39.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.45%	8.22%	8.89%	9.73%	10.75%	12.29%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	5.49%	7.31%	8.02%	8.90%	10.23%	11.59%
净利润	163	222	256	302	366	471	投入资本收益率	6.49%	6.83%	7.16%	8.27%	9.75%	11.58%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	53	59	95	123	136	155	主营业务收入增长率	62.74%	13.44%	16.18%	25.67%	35.59%	20.34%
非经营收益	37	23	21	-41	-34	-27	EBIT增长率	90.69%	6.18%	6.63%	22.84%	26.05%	33.49%
营运资金变动	-3	-10	23	-44	38	-7	净利润增长率	87.76%	36.05%	15.45%	17.81%	20.84%	28.22%
经营活动现金净流	250	295	396	340	506	592	总资产增长率	318.84%	2.26%	5.17%	6.13%	5.20%	13.14%
资本开支	-46	-655	-504	-417	-554	-480	资产管理能力						
投资	0	0	-176	-1	0	0	应收账款周转天数	1.4	2.5	2.7	2.0	1.8	1.3
其他	0	0	188	9	6	4	存货周转天数	1.6	1.5	1.8	1.5	1.3	1.2
投资活动现金净流	-47	-655	-491	-409	-548	-476	应付账款周转天数	92.6	153.0	220.3	102.0	90.0	70.0
股权募资	2,128	0	0	0	-74	0	固定资产周转天数	286.0	382.1	516.8	515.9	492.7	478.9
债权募资	-18	-153	-160	-35	-72	5	偿债能力						
其他	-50	-70	-88	-2	-85	-2	净负债/股东权益	-77.72%	-56.86%	-46.17%	-40.69%	-31.41%	-30.98%
筹资活动现金净流	2,060	-223	-247	-37	-231	3	EBIT利息保障倍数	10.6	-20.4	-21.7	-44.1	-44.5	-70.8
现金净流量	2,264	-583	-343	-107	-273	119	资产负债率	14.85%	11.08%	8.33%	7.17%	3.59%	4.49%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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	8	11	25	27	55
增持	6	8	19	21	43
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.53	1.51	1.49	1.48	1.47

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 2012-02-28	增持	15.20	26.90 ~ 29.30
2 2012-07-27	增持	14.28	N/A
3 2012-08-03	增持	14.58	14.50 ~ 16.00
4 2012-11-01	增持	12.64	N/A
5 2012-11-19	增持	12.15	N/A
6 2013-01-17	增持	12.85	15.40 ~ 16.50
7 2013-01-22	增持	13.47	N/A
8 2013-02-27	增持	13.08	15.10 ~ 16.20

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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 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