

2013年10月16日



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): 19.96元

营销调整略显成效, 扩张有效性仍待观察

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)	173.57
总市值(百万元)	114.38
年内股价最高最低(元)	21.00/10.77
沪深 300 指数	2467.52



相关报告

- 《持续高温或致旺季不旺, 支撑估值需有效扩张》, 2013.8.12
- 《业绩符合预期, 异地项目开业在即支撑估值》, 2013.7.27

苏超 分析师 SAC 执业编号: S1130512080005
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

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	0.530	0.658	0.841
每股净资产(元)	7.32	5.21	5.59	6.25	7.00
每股经营性现金流(元)	0.80	0.71	0.61	0.89	1.08
市盈率(倍)	42.08	27.64	37.68	30.35	23.74
行业优化市盈率(倍)	39.46	30.69	39.41	39.41	39.41
净利润增长率(%)	36.05%	15.45%	15.25%	24.18%	27.82%
净资产收益率(%)	8.22%	8.89%	9.54%	10.59%	12.09%
总股本(百万股)	369.60	554.40	558.22	558.22	558.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **三亚千古情开业, 市场推广效果良好:** 9月25日公司三亚千古情顺利开园营业。在随后的国庆节假期内, 三亚千古情景区接待游客4.2万人次, 预计演出的日均上座人数接近3000人。假期游客量显示, 三亚千古情产品推广效果较好。海南省物价局已批复三亚千古情演艺试行价格为不高于200元/人, 试行3个月后正式制定价格。我们预计, 如景区配套游览设施完全开放后, 名义票价可能会有所提高。然而, 在市场推广阶段内, 可能将通过给予一定幅度票价折扣的方式加快新项目知晓度的提升。
- **《旅游法》影响团客市场, 公司营销策略调整, 侧重组团及散客市场:** 10月1日《旅游法》正式实施, 加强对零负团费及自费旅游项目的管理, 致使团队线路价格出现较大幅度上涨, 对团客市场具有负面影响。因宋城演出客源中团客占比较高, 市场担心《旅游法》实施后将对公司经营产生冲击。对此, 公司称, 在营销方面将加大组团力量, 增强对客源地的营销, 积极推广线上渠道-独木桥及第三方平台, 同时加强终端营销(如宾馆、出租车队伍)。此外, 《旅游法》规范市场后, 团客产品质量将提升, 公司“千古情”系列产品具有较高的品质和良好的知名度, 竞争优势突出, 有望藉此提高市场份额。十一期间, 《宋城千古情》曾一天上演九场, 创年内接待新高, 宋城景区散客比重也由去年同期的43%提升到53%, 其中来自互联网渠道的游客人数翻番, 这些经营数据都表明公司营销调整已显成效。
- **前三季度业绩保持增长:** 公司业绩预告称前三季度净利润增速为10%-20%, 其中, 宋城景区收入略有下降, 杭州乐园和烂苹果乐园游客量和营业收入实现较快增长, 政府补助(2798.8万元)较去年同期(4471万元)有所减少, 公司成本费用的有效控制对业绩增长亦有所贡献。

投资建议

- 我们预计公司2013~2015年每股收益分别为0.530元、0.658元和0.841元。当前公司估值处在行业估值区间高位, 鉴于其旅游文化演艺商业模式较强的可扩张性及文化产业上下游可能触发的产业链延伸, 我们仍维持对公司“增持”的投资评级。

风险

- 异地项目成长速度可能低于预期; 团客市场的下滑或对公司经营产生重大冲击; 自然灾害, 不可抗力可能重创旅游行业。

使用司公限有理管金基信泰供仅告报此

此报告仅供泰信基金管理有限公司使用

图表1: 盈利预测详表

项目(单位: 百万元)	2010	2011	2012H	2012	2013H	2013F	2014F	2015F
营业总收入	444.76	504.53	239.64	586.16	263.26	689.75	920.13	1,152.22
收入增长率	62.74%	13.44%	13.07%	16.18%	9.86%	17.67%	33.40%	25.22%
其中: 宋城景区	321.01	341.23	192.72	394.99	164.15	390.93	431.71	477.53
杭州乐园	88.56	120.52	38.73	122.25	48.88	166.75	198.26	240.69
烂苹果乐园	7.87	5.92	-	41.30	30.64	86.50	107.90	136.60
九寨沟景区							51.94	63.61
三亚景区				-		10.03	42.65	67.90
丽江景区						4.04	51.67	76.79
石林景区								45.11
其他业务收入	27.32	36.85	8.19	27.62	19.59	31.50	36.00	44.00
营业成本	105.49	125.28	69.78	177.88	75.25	221.01	309.07	359.59
其中: 宋城景区	48.26	60.55	33.49	82.65	34.02	94.50	99.50	103.50
杭州乐园	32.09	42.44	32.81	76.60	29.65	83.35	87.50	89.69
烂苹果乐园	4.79	5.02	-	14.62	11.30	30.30	31.80	34.68
九寨沟景区							19.99	31.19
三亚景区				-		8.98	36.10	41.18
丽江景区						1.96	32.18	34.28
石林景区								22.83
其他业务成本	20.35	17.28	3.48	4.00	0.27	1.93	2.00	2.25
毛利	339.27	379.25	169.86	408.28	188.01	468.73	611.06	792.63
毛利率	76.28%	75.17%	70.88%	69.65%	71.42%	67.96%	66.41%	68.79%
营业税金及附加	15.72	19.26	8.79	21.92	9.82	25.52	33.95	42.40
占营业总收入比重	3.53%	3.82%	3.67%	3.74%	3.73%	3.70%	3.69%	3.68%
销售费用	30.37	41.86	13.59	37.94	10.52	27.59	41.41	49.55
占营业总收入比重	6.83%	8.30%	5.67%	6.47%	4.00%	4.00%	4.50%	4.30%
管理费用	40.61	49.95	24.91	62.45	28.89	69.32	93.39	107.73
占营业总收入比重	9.13%	9.90%	10.39%	10.65%	10.97%	10.05%	10.15%	9.35%
财务费用	23.89	-13.17	-6.20	-13.15	-8.36	-13.50	-10.00	-8.50
资产减值损失	0.06	0.66	-0.23	-0.23	0.30	0.40	0.50	0.50
投资收益	-	-	-	1.10	3.99	8.50	9.00	8.00
营业利润	228.62	280.69	129.00	300.45	150.82	367.90	460.81	608.95
营业外收支	-10.63	16.72	41.16	40.75	28.53	27.00	30.00	20.00
加: 营业外收入	2.31	20.92	44.47	51.48	28.80	33.00	30.00	20.00
减: 营业外支出	12.94	4.19	3.31	10.72	0.27	6.00	-	-
利润总额	217.98	297.41	170.16	341.20	179.34	394.90	490.81	628.95
减: 所得税费用	54.65	75.19	42.82	84.79	44.66	98.73	122.70	157.24
所得税费用率	25.1%	25.3%	25.2%	24.8%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	163.34	222.22	127.34	256.41	134.68	296.18	368.11	471.71
净利润增长率	84.75%	36.05%	22.01%	15.39%	5.77%	15.51%	24.29%	28.15%
净利润率	36.7%	44.0%	53.1%	43.7%	51.2%	42.9%	40.0%	40.9%
减: 少数股东损益	-	-	-	-0.13	0.32	0.50	0.94	2.39
归属于母公司所有者的净利润	163.34	222.22	127.34	256.55	134.37	295.68	367.16	469.32
完全摊薄后每股收益(元)	0.972	0.601	0.230	0.463	0.242	0.530	0.658	0.841

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	445	505	586	690	920	1,152	货币资金	2,350	1,767	1,424	1,281	1,074	1,200
增长率		13.4%	16.2%	17.7%	33.4%	25.2%	应收款项	5	18	6	13	15	15
主营业务成本	-105	-125	-178	-221	-309	-360	存货	1	0	1	1	1	1
%销售收入	23.7%	24.8%	30.3%	32.0%	33.6%	31.2%	其他流动资产	15	209	74	37	33	34
毛利	339	379	408	469	611	793	流动资产	2,371	1,995	1,506	1,333	1,122	1,251
%销售收入	76.3%	75.2%	69.7%	68.0%	66.4%	68.8%	%总资产	79.7%	65.6%	47.1%	39.7%	31.2%	30.7%
营业税金及附加	-16	-19	-22	-26	-34	-42	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	3.5%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	固定资产	353	656	1,004	1,346	1,802	2,161
营业费用	-30	-42	-38	-28	-41	-50	%总资产	11.9%	21.6%	31.4%	40.1%	50.2%	53.1%
%销售收入	6.8%	8.3%	6.5%	4.0%	4.5%	4.3%	无形资产	251	391	688	673	664	656
管理费用	-41	-50	-62	-69	-93	-108	非流动资产	603	1,047	1,693	2,022	2,469	2,819
%销售收入	9.1%	9.9%	10.7%	10.1%	10.2%	9.4%	%总资产	20.3%	34.4%	52.9%	60.3%	68.8%	69.3%
息税前利润 (EBIT)	253	268	286	346	442	593	资产总计	2,974	3,042	3,199	3,354	3,591	4,070
%销售收入	56.8%	53.2%	48.8%	50.2%	48.1%	51.5%	短期借款	150	160	40	0	0	0
财务费用	-24	13	13	13	10	9	应付款项	44	85	171	95	113	110
%销售收入	5.4%	-2.6%	-2.2%	-2.0%	-1.1%	-0.7%	其他流动负债	16	23	25	104	26	87
资产减值损失	0	-1	0	0	-1	-1	流动负债	210	267	236	199	139	197
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	232	70	30	10	-62	-57
投资收益	0	0	1	9	9	8	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.3%	2.2%	1.8%	1.3%	负债	442	337	266	209	77	140
营业利润	229	281	300	368	461	609	普通股股东权益	2,533	2,704	2,887	3,100	3,467	3,881
营业利润率	51.4%	55.6%	51.3%	53.3%	50.1%	52.9%	少数股东权益	0	0	45	46	47	49
营业外收支	-11	17	41	27	30	20	负债股东权益合计	2,974	3,042	3,199	3,354	3,591	4,070
税前利润	218	297	341	395	491	629	比率分析						
利润率	49.0%	58.9%	58.2%	57.3%	53.3%	54.6%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-55	-75	-85	-99	-123	-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	0.530	0.658	0.841
净利润	163	222	256	296	368	472	每股净资产	15.075	7.317	5.208	5.591	6.253	7.000
少数股东损益	0	0	0	1	1	2	每股经营现金净流	1.490	0.798	0.713	0.606	0.889	1.081
归属于母公司的净利润	163	222	257	296	367	469	每股股利	0.300	0.200	0.150	0.150	0.000	0.100
净利率	36.7%	44.0%	43.8%	42.9%	39.9%	40.7%	回报率						
							净资产收益率	6.45%	8.22%	8.89%	9.54%	10.59%	12.09%
							总资产收益率	5.49%	7.31%	8.02%	8.81%	10.22%	11.53%
							投入资本收益率	6.49%	6.83%	7.16%	8.23%	9.61%	11.48%
							增长率						
							主营业务收入增长率	62.74%	13.44%	16.18%	17.67%	33.40%	25.22%
							EBIT增长率	90.69%	6.18%	6.63%	21.10%	27.72%	34.06%
							净利润增长率	87.76%	36.05%	15.45%	15.25%	24.18%	27.82%
							总资产增长率	318.84%	2.26%	5.17%	4.86%	7.05%	13.35%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	1.4	2.5	2.7	2.0	1.8	1.3
							存货周转天数	1.6	1.5	1.8	1.5	1.3	1.2
							应付账款周转天数	92.6	153.0	220.3	102.0	90.0	70.0
							固定资产周转天数	286.0	382.1	516.8	550.9	534.8	499.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-77.72%	-56.86%	-46.17%	-40.41%	-32.32%	-32.00%
							EBIT利息保障倍数	10.6	-20.4	-21.7	-25.7	-44.2	-69.7
							资产负债率	14.85%	11.08%	8.33%	6.22%	2.15%	3.45%

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	2	4	7	22	38
增持	1	2	4	18	26
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.33	1.35	1.42	1.41

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 2013-01-17	增持	12.74	15.40 ~ 16.50
2 2013-01-22	增持	13.34	N/A
3 2013-02-27	增持	12.96	15.10 ~ 16.20
4 2013-03-04	增持	13.83	16.30 ~ 17.40
5 2013-05-08	增持	15.49	16.40 ~ 17.50
6 2013-05-17	增持	15.08	16.40 ~ 17.50
7 2013-07-27	增持	17.35	16.50 ~ 18.50
8 2013-08-12	增持	16.60	17.50 ~ 18.60

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



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。

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作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。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD