宋城股份（300144）

第三季度业绩增长 26%，市场回暖显著 维持推荐评级

推荐（维持）

2013 年 10 月 24 日

分析师—张艺
执业资格证书：S0600512070006
021-63123185
yjs_zhangy@gsjq.com.cn

联系人–韩文静
18600581960
hanwj@mail.dwstock.net

盈利预测与估值

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	586	733	1,070	1,391
同比（%）	16.2%	25.0%	46.0%	30.0%
净利润（百万元）	257	310	457	590
同比（%）	15.4%	20.7%	47.6%	29.2%
毛利率（%）	69.7%	71.1%	72.6%	72.8%
ROE（%）	8.9%	10.0%	13.4%	15.4%
每股收益（元）	0.46	0.56	0.82	1.06
P/E	29.58	24.51	16.60	12.86
P/B	2.63	2.45	2.22	1.98

股价走势

市场数据

收盘价（元）	17.35
一年最低价/最高价	10.64/24.13
市净率	3.72
流通 A 股市值(百万元)	11014

基础数据（2013Q3）

每股净资产（元）	5.51
资产负债率（%）	8.19
总股本（百万股）	558
流通 A 股（百万股）	174

投资要点

- **2013 年前三季度业绩增长 14%，扣非后增长 21%。**公司实现营业总收入 49,304.91 万元，同比增长 9.85%；归属于上市公司股东的净利润 24,809.46 万元，同比增长 14.02%。
- **前三季度杭州各景区经营情况：**2013 年 4、5 月份，宋城景区受禽流感疫情影响较大，二季度游客量出现下滑，经营收入同比下降 15%。第三季度宋城景区推出各类暑期主题活动，团队市场回暖，终端、组团、电子商务散客市场的明显增加，**2013 年 1-9 月，宋城景区的营业收入同比略有下降。杭州乐园游客量和营业收入同比有较大幅度提高；烂苹果乐园游客量和营业收入持续超预期增长。**
- **“十一”黄金周期间，杭州地区总接待游客量 65 万人次，同比增长 15%。**“十一”黄金周，公司旗下公园共接待游客量为 69.2 万人次。杭州大本营虽受黄金周末台风“菲特”影响，但整体接待量增长良好，总体接待游客量为 65 万人次，同比增长 15%。
- **异地项目进展顺利：**三亚千古情景区经营形势良好，在“十一”黄金周期间迎来了 4.2 万人次接待量的开门红。丽江和九寨沟两个项目进展顺利，预计分别于 2014 年 1、2 季度推出。
- **管理输出从园区管理扩展到文化演艺：**近日，公司发布公告，拟承接福州新海岸旅游开发有限公司下属榕树湾文化演艺项目的剧目编导相关事宜，预计可获得创作编导费 2600 万元。
- **盈利预测与投资建议：**考虑三亚、丽江和九寨沟三个异地项目，调高公司 2013-15 年的 EPS 到 0.56、0.82 和 1.06 元(原为 0.53、0.71 和 0.89 元)，PE（2014E）为 16.60 倍，宋城景区游客市场明显回暖，14 年 3 个异地项目贡献业绩，公司管理输出取得更大进展，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**2013 年 12 月 9 日，公司首发原股东限售股解禁 32571 万股，本次解禁数量占总股本的 58.35%，占解禁前流通股的 187.65%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

目录

1. 2013 年前三季度业绩符合预期 3

1.1. 第三季度单季业绩同比增长 26%..... 4

1.2. 期间费用控制得当 4

1.3. 获多项政府补助，同比略有下降 5

1.4. “十一”黄金周公司总游客量增长 15% 5

2. 旅游市场三季度显著回暖 7

2.1. 宋城景区—收入同比略有下降，第三季度显著回暖 7

2.2. 杭州乐园—《吴千》助力+晴好天气，实现大幅增长 7

2.3. 烂苹果乐园—超预期增长 8

3. 异地项目进展顺利 9

3.1. 三亚项目——国庆期间接待游客 4.2 万人次 10

3.2. 丽江项目——计划 14 年一季度开业 11

3.3. 九寨项目——计划 14 年二季度开业 12

4. 管理输出从园区管理扩展到文化演艺 14

5. 调整营销策略，侧重组团和散客市场 15

6. 盈利预测和投资建议 16

7. 风险提示 17

图表目录

图表 1 公司营业收入及扣非后净利润同比增速 3
图表 2 公司第三季度单季归属净利润同比增长 26% 4
图表 3 公司期间费用控制得当 4
图表 4 公司获得政府文化、旅游产业补助一览 5
图表 5 公司投资的异地项目 9
图表 6《千古情》系列产品 10
图表 7 上市至今公司 PE（TTM）水平及其均值比较 16
图表 8 上市至今公司相对 SW 景点行业估值溢价 16

东吴证券研究所

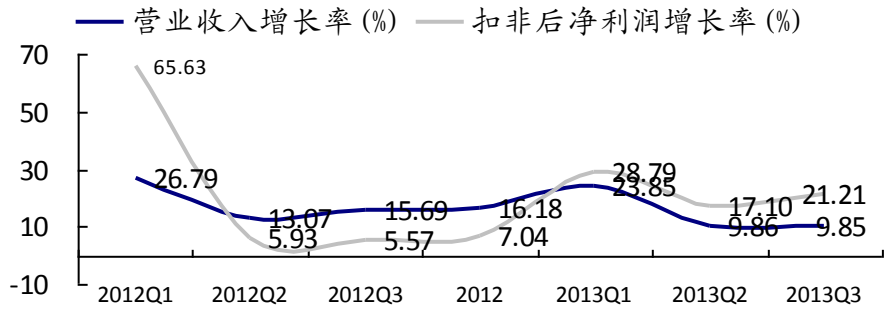
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 2013 年前三季度业绩符合预期

2013 年前三季度，公司实现营业总收入 49,304.91 万元，比去年同期增长 9.85%；营业利润 30,167.76 万元，比去年同期增长 20.88%；利润总额 33,087.24 万元，比去年同期增长 13.76%；归属于上市公司股东的净利润 24,809.46 万元，比去年同期增长 14.02%，扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 22,619.86 万元，同比增长 21.21%。

与 2013 年中期相比，公司营业收入增速基本持平，扣非后净利润增速环比提升，整体来看公司经营指标稳步增长。

图表 1 公司营业收入及扣非后净利润同比增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司主要从事旅游服务和演艺业，目前收入来源于宋城景区、杭州乐园景区、烂苹果乐园”景区等三大景区和《宋城千古情》、《吴越千古情》两个演艺产品。第一个异地复制项目——三亚千古情景区于 2013 年 09 月 25 日开业，预计 15 年显著贡献业绩。

宋城景区受四、五月份禽流感疫情及社会消费大环境不景气等因素影响，上半年接待游客量同比有下滑。第三季度由于宋城景区推出各类暑期主题活动及团队市场回暖等原因，终端、组团、电子商务散客市场的明显增加，**2013 年 1-9 月，宋城景区的营业收入同比略有下降。**

杭州乐园受益于《吴越千古情》一票制整合经营、多元化营销策略以及与上年同期相比晴好天气增多等正面因素影响，**游客量和营业收入同比有较大幅度提高；**

烂苹果乐园以其精准的市场定位、精彩的主题活动和亲子、散客市场的大力开辟，赢得了持续上涨的经营口碑，**游客量和营业收入持续超预期增长**。

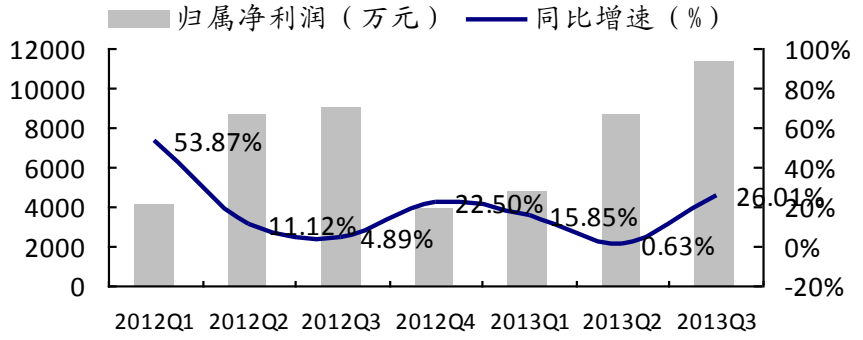
三亚千古情景区于 2013 年 09 月 25 日开业，目前经营形势良好，在“十一”黄金周期间迎来了 4.2 万人次接待量的开门红。

东吴证券研究所
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.1. 第三季度单季业绩同比增长 26%

2013 年第三季度单季，归属于母公司所有者的净利润为 1.14 亿元，较上年同期增 26.01%；营业收入为 2.3 亿元，较上年同期增 9.84%；基本每股收益为 0.2 元，较上年同期增 25.00%。

图表 2 公司第三季度单季归属净利润同比增长 26%

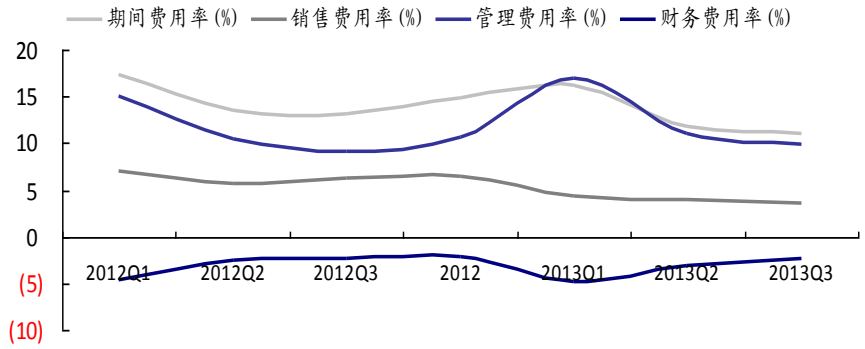


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 期间费用控制得当

2013 年，公司的期间费用受异地项目同比无形资产土地使用权摊销增加以及外地项目运营费用增加，呈现合理增长，但总成本费用控制良好。2013 年前三季度，公司期间费用率为 10.94%，同比下降 2.13 个百分点。

图表 3 公司期间费用控制得当



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

其中，销售费用率为 3.51%，同比下降 2.70 个百分点，公司上市后知名度提升、行业龙头地位赢得媒体广泛关注，无形中为公司带来较好的免费广告效应，同时公司大本营项目已经积累了较好的知名度，公司

年初合理制定广告费投入策略所致；管理费用率为 9.83%，同比上升 0.70 个百分点；财务费用率为-2.40%，同比下降 0.13 个百分点。

1.3. 获多项政府补助，同比略有下降

受益于旅游、文化行业繁荣的大环境，2013 年前三季度公司一如既往地享受到文化和旅游的双重利好，获得多项政府补助，其中：公司收到《宋城千古情》项目贷款贴息 800 万元，西湖区上市奖励 1,014 万元；烂苹果分公司及子公司杭州乐园各收到萧山区旅游业发展专项资金 100 万元；子公司三亚千古情旅游演艺有限公司收到三亚市文化产业发展专项扶持资金 500 万元，收到海南省文化产业发展专项扶持资金 100 万元。

公司在预告期内收到的政府补助 2798.8 万元，较上年同期有一定幅度的减少（主要是因为去年子公司泰安千古情获得一次性服务业发展补助资金 3200 万元）。

图表 4 公司获得政府文化、旅游产业补助一览

		2013Q3	2012 年	2011 年
股份公司	西湖区上市奖励	1,014 万元		
	中央补助文化产业发展专项资金[1]	800 万元	1000 万元	1600 万元
	杭州市十七家企业上市科学技术类奖励			100 万元
	杭州市旅游西进专项资金补助			60 万元
烂苹果分公司及子公司杭州乐园	萧山区旅游业发展专项资金	100 万元		
子公司三亚千古情	三亚市文化产业发展专项扶持资金	500 万元		
	海南省文化产业发展专项扶持资金	100 万元		
子公司泰安千古情	一次性服务业发展补助资金		3200 万元	
政府补助总计		2798.8 万元	4470.92 万元	1979.29 万元

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

1.4. “十一”黄金周公司总游客量增长 15%

“十一”黄金周期间，公司旗下公园共接待游客量为 69.2 万人次。其

[1] 《宋城千古情》项目的贷款贴息。

中，杭州大本营虽受黄金周末台风“菲特”来袭影响，导致部分游客提前返程或取消错峰，但黄金周期间整体接待量增长良好，总体接待游客量为 65 万人次，同比增长 15%。

其中，《宋城千古情》突破单日九场接待量，创年内接待新高。杭州乐园接待游客量同比增长 72.4%；烂苹果乐园接待游客量同比增长 11.31%。全新亮相的三亚千古情景区赢得了市场的充分认可，虽国庆节并非三亚旅游的传统旺季，且项目的宣传和市场才刚起步，但国庆期间三亚千古情景区接待 4.2 万人次游客量，基本符合预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 旅游市场三季度显著回暖

2.1. 宋城景区—收入同比略有下降，第三季度显著回暖

2013 年 4、5 月份，国内华东线旅游市场受禽流感疫情因素影响较大，受此影响，宋城景区二季度游客量有一定幅度下滑。2013 年上半年，主营业务收入同比下降 14.82%。

2013 年暑期旺季，宋城景区推出充满比基尼、锅庄等现代民俗元素的第十二届夏季“泼水狂欢节”，并于 7 月中旬推出了持续两周的“感恩市民大放送”活动以及“科技宋城”、“游乐宋城”、“演艺宋城”3 个宋城大体验等活动； 报告期内公司推出新版《宋城千古情》，从编导演服化道景美音以及接待规模等进行全方位升级换代，为未来较大规模提升景区演出接待游客的能力，尤其是黄金时间客源的扩容承载，提供市场空间。

第三季度宋城景区终端、组团、散客市场第三季度显著回暖，前三季度团客与散客比例持续优化，电子商务渠道游客规模爆发性增长，景区整体营业收入同比仅略有下降。

2.2. 杭州乐园—《吴千》助力+晴好天气，实现大幅增长

杭州乐园是一家游乐类的主题公园，主要针对杭州本地游客、青少年及家庭游客。杭州乐园于 2010 年 12 月 1 日闭园整改， 2011 年 3 月底完成大部分募投项目改扩建工程，全面提升了杭州乐园游乐功能的档次和品质，并于 2011 年 4 月 2 日重新开业。

2013 年上半年与去年同期相比晴好天气增多，杭州乐园结合《吴越千古情》实行一票制，与同类公园相比竞争优势明显，杭州乐园作为游乐性公园，增加《吴越千古情》商演是吸引游客，增加客流量的一种手段。《吴越千古情》上演以来，不仅有效缓解了乐园游客排队等候游玩的压力，降低了游客投诉率，提高了游客满意度，也为公司整合营销，突显核心竞争力打开了思路，使杭州乐园在未来更加清晰了发展定位和模式，具备了与同类主题游乐公园真正差异化的核心能力。《吴越千古情》演出成本在杭州乐园整个营业成本中的占比很小，而在吸引游客、提升营业收入和经营效率方面效果显著。

2013 年上半年，杭州乐园接待游客和观演人次同比增幅逾 50%，主营业务收入同比增长 26.19%。

杭州乐园于暑期旺季高调推出的“泥浆泡妞”、“比基尼泼水狂欢派对”、“杭州乐园雪碧冻感狂哗派对”三大主题活动，引爆散客市场及周边组团市场，**受益于一票制整合经营、多元化营销策略以及与上年同期相**

比晴好天气增多等正面因素影响，游客量和营业收入同比有较大幅度提高。

2.3. 烂苹果乐园—超预期增长

2012 年之前，杭州动漫乐园改造前一直承接国际动漫节，2012 年“五一”期间为配合施工，2012 年无动漫馆门票收入。改造后，杭州动漫乐园作为烂苹果乐园的主场馆，不再有动漫馆的门票收入。

2012 年 7 月 8 日，综合性室内高科技互动主题乐园——烂苹果乐园正式开园。烂苹果乐园是国内最大的室内亲子主题游乐公园，其主要客源为杭州本地及周边的亲子市场。烂苹果乐园以其精准的定位和独特的设计理念，赢得了超预期的市场反应和收益。2012 年 10 月，杭州市地铁 1 号线的开通，地铁南终点站设在杭州乐园门口，大大节省了从市中心到杭州乐园和烂苹果乐园的车程，从地面公共交通耗时 1 小时缩短到 30 分钟左右，对杭州本地散客客流量的提升有显著效果。

2013 年，烂苹果乐园加大策划力度，不断丰富体验内容，以其精准的市场定位和主题互动活动赢得了持续上涨的经营口碑。上半年，烂苹果乐园实现主营业务收入 3,063.97 万元（烂苹果乐园去年下半年开园，同期无可比数据）。

2013 年前三季度，烂苹果乐园与央视合作推出“我和烂苹果的十八岁之约”，举办寻找爷爷奶奶爸爸妈妈童年的记忆、看萤火虫找寻童年时候的味道等活动，加大文化创意核心竞争力，并推出独家原创大型魔幻人偶剧——《森林奇遇》，大大提升了其文化吸引力和核心优势。

2013 年前三季度，游客量和营业收入持续超预期增长。2013 年，烂苹果乐园门票调整为 150 元/人，提价幅度为 30 元/人。由于比去年同期增加半年营业时间，预计 2013 年接待游客量将有 50%以上的增长，而在游客量和提价的双重作用下，实现营业收入 8000 万元左右，贡献 EPS0.10 元。

3. 异地项目进展顺利

2013 年，三亚、丽江等项目在建设工程、功能布局优化、景区环境优化、剧目编创和活动创新、以及品牌形象打造五大方面进展顺利，力求将公司异地复制项目——三亚、丽江的演艺精品华丽推向市场。三亚千古情景区于 2013 年 09 月 25 日开业。考虑到冬季市场是丽江旅游的相对淡季，丽江项目推迟至明年一季度推向市场（原计划今年 4 季度）。

“千古情”系列新作《三亚千古情》、《丽江千古情》即将成为宋城未来高成长的引擎，异地项目商业模式的复制依靠的是“选址+剧目+营销”三位一体，这是宋城股份对其异地项目成功的信心所在。

图表 5 公司投资的异地项目

项目	项目所在地 2012 年游客量	预计开业时间	总投资	土地使用权	项目面积
三亚千古情	1599 万人次 YOY=35%	2013 年 9 月 25 日	4.9 亿	1.40 亿元	80 亩
丽江茶马古城	1102 万人次 YOY=8%	2013 年 10 月	3.34 亿	9380 万元	140+107 亩
九寨沟项目（持股 80%）		2014 年	2.98 亿	4215 万元	33 亩
泰山古城和大剧院			3.5亿	1.26亿元	500亩
石林《阿诗玛》			2.2 亿	2176 万元	67 亩
武夷山项目			3.5亿		350亩

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6《千古情》系列产品

资料来源：独木桥旅游网（www.51dmq.com），东吴证券研究所

3.1. 三亚项目——国庆期间接待游客 4.2 万人次

虽国庆节并非三亚旅游的传统旺季，且项目的宣传和市场才刚起步，但全新亮相的三亚千古情景区赢得了市场的认可，但国庆期间三亚千古情景区接待 4.2 万人次游客量，基本符合预期。

三亚千古情景区位于三亚市中心迎宾大道，是海南省重点文化产业项目之一。三亚千古情景区将于 2013 年 09 月 25 日正式开园营业。三亚千古情景区依托三亚得天独厚的自然风光、悠久的历史文化，是海南省重点文化产业项目之一。该项目总投资约 4.9 亿元，坐落于三亚市中

心迎宾大道， 、景区主要由崖州古城、大象谷、海盗大战、科技游乐馆、黎村、苗寨、山上花黎、椰林湾、南海女神广场、三角梅海鲜大排档、榕树下酒吧、图腾大道、情人谷、火把广场、王者之城、三亚名人山、儿童游乐区等主题区组成；景区内核心项目大型歌舞《三亚千古情》由《一沙一世界》、《落笔洞》、《海上丝路》、《鉴真东渡》、《鹿回头》、《冼夫人》、《美丽三亚》七幕构成。《三亚千古情》充分挖掘当地历史文化要素，重现南海之滨荡气回肠的千古情缘，将"美丽三亚、浪漫天涯"的城市主题做了一次实景再现的完美演绎，成为三亚新的文化地标。

《三亚千古情》由宋城股份投资 3 个亿打造，时长 60 分钟计算，每秒造价高达 8 万多元。演出剧院集数字灯、摇头灯、结构投影、全息投影、高清 LED 显屏、移动车台、大型起落架、空中轨道等世界顶尖设备于一身，单单升降台就达到 12 块，可容纳 4700 人以上同时观看。

在国庆节假期内，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，目前每天晚 8：00-9：00 演出一场。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。**

对于三亚项目，公司今年重点关注散客市场、终端市场和一日游市场，会先做好品质团，第一年散客的比例可能会占多数，而跟旅行社之间的合作会慢一步引进，但是公司在源头社方面已经做了线路推荐，旅行社已经在做明年行程，明年、后年的团队市场会翻倍的将我们的公园纳入行程中，第二年旅行团的比例会不断上升。

3.2. 丽江项目——计划 14 年一季度开业

丽江千古情景区各项工程进展顺利、剧目排练合成也按计划如期推进，但考虑到冬季市场是丽江旅游的相对淡季，公司计划于明年一季度将项目推向市场，既可以有更加充分的时间来打造高品质景区和精品剧目，同时也可以确保市场营销体系的预热铺垫和全面推广工作更加到位。

丽江千古情景区是一座活着的茶马古城，景区距丽江古城 4 公里，毗邻文笔海、纳措海等自然景观和玉龙雪山遥相呼应， 分为丽江千古情大剧院、马帮群雕、马帮广场、茶马古道、茶马古城、茶马驿站、马锅饭餐厅、长亭外、古道边、藏族碉楼、藏庙、白塔经幡广场、三朵神庙、纳西人家、藏族人家、白族人家、摩梭人家、傣族人家、佤族人家、丛林漂流、高科技体验馆、木府金矿、儿童游乐区、殉情纪念馆、情人谷、纳措海、纳措马场、纳措青年露营地等数十个主题区。在景区内推出的大型歌舞《丽江千古情》，是一生必看的演出，用独特的呈现方式，演绎了纳西创世纪的生命礼赞，木府的辉煌，泸沽湖边魂牵梦萦的浪漫故事，

更有茶马古道和玉龙第三国的震撼与传奇。充分挖掘了丽江特质的文化元素，用文化创意的思维方式与构建方法，打造了继《宋城千古情》之后新一代的大型歌舞“秀”。

丽江千古情景区位于丽江市，距丽江古城 4 公里处，毗邻文笔海等自然景观，与玉龙雪山遥相呼应，地理环境优越，是云南省重点建设项目之一，建成后将和大研古城、束河古镇鼎足而立成为丽江三大古城。景区内建造了一座活着的茶马古城、高科技体验馆、藏族风情区、经幡广场、丽江千古情大剧院等主题区。大型歌舞《丽江千古情》充分挖掘了丽江特质的文化元素，用文化创意的思维方式与构建方法，用独特的呈现方式，演绎了纳西创世纪的生命礼赞，木府的传奇，泸沽湖边魂牵梦萦的浪漫故事，更有茶马古道和玉龙第三国的辉煌与震撼。丽江千古情景区周边很多高星级酒店已经动工，交通也十分便利，当地总客流量增长迅速，当地游客已经有观看演出的习惯，相对比没有演出的地方更容易进入。

3.3. 九寨项目——计划 14 年二季度开业

九寨千古情景区主体建筑已结顶，进入内部装修、设备安装阶段，剧目已完成前期编创工作，项目进展顺利，公司计划于明年二季度开业。该项目将贯彻州委、州政府提出的“将旅游产业建成灾后恢复重建的标志性产业”，实现旅游业国际化，建设国际旅游目的地、中国精品旅游示范区的目标精神，与当地合作企业共同将项目打造成九寨沟的标志性文化旅游精品项目。

九寨千古情景区内有藏羌古城、茶马古道、藏羌文化广场、锅庄广场、藏族碉楼、高科技体验馆、恐怖城堡、游乐区等， 景区内高耸的碉楼和千古情大剧院红色建筑成为九寨沟最具文化风情的地标，与深厚的历史故事形成有趣的混搭。大型歌舞《九寨千古情》充分挖掘了九寨沟浓厚的历史文化，演绎九寨的文化传奇，演出包含美丽的九寨沟传说，轰轰烈烈的文成公主和松赞干布汉藏和亲，美妙的羌族情歌，大爱无疆的 512 大地震及穿越灾难、崛起危难的英雄史诗，演出将带领观众穿越千年的时空隧道，共同体味九寨沟的纯净与大气，感受九寨沟令人窒息的绚丽与纯粹。

未来公司计划每年推出 2-3 个异地项目，公司“主题公园+文化演艺”业务模式在全国一线旅游目的地城市的扩张复制是否具有品牌连锁优势即将得到验证。

2013 年是三亚项目的培育期，开业时间较短，难以显著贡献业绩，

相应的折旧摊销压力也不会很大。2014 年丽江和九寨两个项目分别计划于 1 季度和 2 季度开业，营业收入和折旧摊销都将大幅增长，是公司异地项目拓展效果的重要观察期。**预计三个异地项目增厚 2013-2015 年 EPS 分别为 0.03、0.14 和 0.17 元。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 管理输出从园区管理扩展到文化演艺

2013 年上半年，公司与福州新海岸旅游开发有限公司签订《委托经营管理协议书》，实现了宋城品牌的管理输出，为公司开拓了轻资产运营的发展模式，进一步提升了宋城的品牌价值，。

公司签订的委托管理协议仅仅涉及到水公园的规划设计方案建议、游乐项目包装及景区氛围营造，以及水公园日常经营管理，但是不排除未来推出文化演艺项目的可能。我们之前已经预料到公司未来的增长必将从重资产运营转向轻资产和重资产并举的模式（即“主题公园+旅游文化演艺模式”和“景区管理、文化演艺节目设计运营的管理输出模式”并举），但是在时间节点上这一转变至少应该在公司的异地项目成功运营得到证明之后。在三亚和丽江两个异地项目即将开业之前，公司签订了管理输出的第一单，这意味着公司的轻资产运营能力已经得到了实业界的认可，早于资本市场的预期。

2013 年 10 月 24 日，公司发布公告，拟承接福州新海岸旅游开发有限公司（以下简称“新海岸公司”）下属榕树湾文化演艺项目（以下简称“榕树湾项目”或“项目”）的剧目编导相关事宜，并同意与新海岸公司签订《榕树湾文化演艺项目委托编导协议书》。**预计可获得创作编导费 2600 万元。**

国内目前的文化产业现状是文化产品供给远落后于市场需求，有不少基础建设和接待设施已经具备或基本具备的景区或剧院，还有正在建设的项目，都存在引进具有多年演艺品牌运作经验的公司对剧目进行委托编导、创作符合市场需求和艺术欣赏水平的产品，提供规范化、专业化服务输出的迫切需求，未来该业务板块市场潜力和发展空间较大，本次合作签约有利于促进公司稳健、快速发展。

《三亚千古情》是公司演艺产品第一个异地的复制，福州水公园是宋城品牌管理输出的第一单，**公司表示会在适当的时候考虑针对该类产品进行对外复制，但有可能不是单一的烂苹果或杭州乐园模式，可能是结合水公园或演艺谷的有机组合的产品。**

5. 调整营销策略，侧重组团和散客市场

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，因此，之前市场较为担心《旅游法》实施后将对公司经营产生的负面冲击。对此，我们认为不必过度担忧，原因有以下几点:

第一，公司积极调整营销策略，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。

第二，在旅游市场规范的情况下，原来的加点变为含在行程里，原来路线里三亚晚上没地方去现在晚上可以看三亚千古情的演出，不管是对自驾游还是跟团的游客都是一大亮点，让旅行社有了更好的更新的线路可以安排给客人，也是对三亚当地夜间旅游市场空白的补充。

公司前期已经走遍三亚、海口所有的旅行社并且与当地几家大社进行线路推荐，同时酒店终端及出租车的宣传等也已全部铺开，游客可以很方便的在酒店前厅购买千古情景区票。

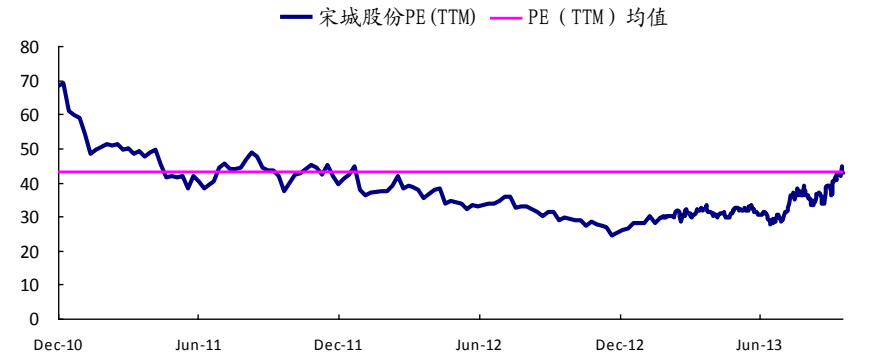
第三，宋城散客旅游人数本身也是巨大的，但因为散团比例差距较大而经常被大家忽略。随着公司外地项目的开展，散团比例会逐渐发生变化，单宋城景区去年观演的 320 万游客中，散客大约占到 20%左右，宋城散客旅游人数本身也是巨大的。今后，公司会加大各个源头市场的广告品牌的宣传，三亚、丽江等异地项目相继开出可以一个广告同时推广几个景区，力度和效果会更明显。另外，公司还非常注重线上营销，很早就推出独木桥网络营销，实现了公司营销的转型升级，大大拓宽了产品销售渠道。同时该平台作为突破传统的旅游电子商务模式，全新打造了个性化旅游、文化体验线路，并以强大的景区经营能力形成线上线下完善的服务支撑，从而赢得更加广泛的市场容量。另外，公司还和同程网、驴妈妈旅游网、携程网等平台开展合作，有效增加了产品的网络曝光率和品牌认知度。

6. 盈利预测和投资建议

2011 年 10 月之后，公司相对 SW 景区行业从估值折价转为估值溢价，随着异地项目开业渐行渐近，估值溢价和估值绝对水平一直呈现上升趋势。

目前，估值 PE（TTM）为 41.79 倍，处于不断回升的趋势中，接近历史平均水平 43.25 倍。公司估值相对 SW 景区行业估值溢价 26%，处于历史较高水平。

图表 7 上市至今公司 PE（TTM）水平及其均值比较



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 8 上市至今公司相对 SW 景点行业估值溢价

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

考虑三亚、丽江和九寨沟三个异地项目，调高公司 2013-15 年的 EPS 到 0.56、0.82 和 1.06 元（原为 0.53、0.71 和 0.89 元），PE（2014E）为 16.60 倍，宋城景区游客市场明显回暖，14 年 3 个异地项目贡献业绩，公司管理输出取得更大进展，维持“推荐”评级。

7. 风险提示

（1）自然灾害、重大疫情、大型活动等对游客人数可能产生的负面影响

（2）经济周期性波动

（3）人才瓶颈、异地市场开拓效果低于预期

（4）文化演艺业务竞争加剧

（5）大型游乐设备的运营故障和安全事故

（6）2013 年 12 月 9 日，公司首发原股东限售股解禁 32571 万股，本次解禁数量占总股本的 58.35%，占解禁前流通股的 187.65%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

资产负债表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	**1505.8**	**1319.8**	**1325.1**	**1441.7**
现金	1424.1	1200.3	1150.7	1215.1
应收款项	6.3	8.0	11.7	15.2
存货	1.3	1.5	2.2	2.8
其他	74.2	109.9	160.5	208.6
非流动资产	**1693.0**	**2111.6**	**2515.6**	**2902.6**
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1004.1	1445.5	1872.2	2282.1
无形资产	683.5	660.7	637.9	615.2
其他	5.4	5.4	5.4	5.4
资产总计	**3198.8**	**3431.4**	**3840.6**	**4344.3**
流动负债	**236.3**	**252.1**	**341.4**	**431.8**
短期借款	40.0	40.0	40.0	40.0
应付账款	143.4	152.6	216.9	281.9
其他	52.9	59.5	84.5	109.9
非流动负债	**30.0**	**30.0**	**30.0**	**30.0**
长期借款	30.0	30.0	30.0	30.0
其他	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
负债总计	**266.3**	**282.1**	**371.4**	**461.8**
少数股东权益	45.4	45.4	45.4	45.4
归属母公司股东权益	2887.1	3103.9	3423.9	3837.1
负债和股东权益总计	**3198.8**	**3431.4**	**3840.6**	**4344.3**

现金流量表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	395.6	410.7	649.7	824.5
投资活动现金流	-491.4	-541.5	-562.2	-583.1
筹资活动现金流	-247.4	-92.9	-137.1	-177.1
现金净增加额	-343.3	-223.7	-49.6	64.3
折旧和摊销	94.7	122.9	158.4	196.3
资本开支	-428.0	-541.5	-562.2	-583.1
营运资本变动	231.8	-21.7	34.4	38.1
企业自由现金流	173.8	-161.5	60.6	217.5

利润表(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**586.2**	**732.7**	**1069.7**	**1390.7**
营业成本	177.9	211.5	292.9	377.9
营业税金及附加	21.9	27.8	40.6	52.8
营业费用	37.9	44.0	62.0	80.7
管理费用	62.4	77.7	100.9	124.3
财务费用	-13.1	-11.0	-6.0	-2.0
投资净收益	1.1	0.0	0.0	0.0
其他	0.2	0.2	0.2	0.2
营业利润	**300.4**	**382.9**	**579.5**	**757.2**
营业外净收支	40.8	30.0	30.0	30.0
利润总额	**341.2**	**412.9**	**609.5**	**787.2**
所得税费用	84.8	103.2	152.4	196.8
少数股东损益	-0.1	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	**256.5**	**309.7**	**457.1**	**590.4**
EBIT	286.0	371.7	573.3	755.0
EBITDA	380.7	494.6	731.7	951.2

重要财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益(元)	0.46	0.56	0.82	1.06
每股净资产(元)	5.21	5.60	6.18	6.92
发行在外股份（百万股）	554.4	554.4	554.4	554.4
ROIC(%)	7.6%	9.2%	12.7%	15.9%
ROE(%)	8.9%	10.0%	13.4%	15.4%
毛利率(%)	69.7%	71.1%	72.6%	72.8%
EBIT Margin(%)	48.8%	50.7%	53.6%	54.3%
销售净利率(%)	43.8%	42.3%	42.7%	42.5%
资产负债率(%)	8.3%	8.2%	9.7%	10.6%
收入增长率(%)	16.2%	25.0%	46.0%	30.0%
净利润增长率(%)	15.4%	20.7%	47.6%	29.2%
P/E	29.58	24.51	16.60	12.86
P/B	2.63	2.45	2.22	1.98
EV/EBITDA	20.64	15.92	10.88	8.46

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

看好:　预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性:　预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%~5%;

看淡:　预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

公司投资评级:

强烈推荐:　预期未来 6 个月内强于大盘指数 20%以上;

推　　荐:　预期未来 6 个月内强于大盘指数 10%以上;

谨慎推荐:　预期未来 6 个月内强于大盘指数 5%以上;

观　　望:　预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%;

卖　　出:　预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码:　215021

传真:　（0512）62938527

公司网址:　http://www.gsjq.com.cn