

2013年10月30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): 18.59元

## 演艺谷悄然启动, 强化经营散客化趋势

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)	104.83
年内股价最高最低(元)	21.28/10.77
沪深 300 指数	2372.05



### 相关报告

- 《营销调整略显成效, 扩张有效性仍待观察》, 2013.10.16
- 《持续高温或致旺季不旺, 支撑估值需有效扩张》, 2013.8.12

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	0.534	0.659	0.839
每股净资产(元)	7.32	5.21	5.60	6.26	7.00
每股经营性现金流(元)	0.80	0.71	0.60	0.89	1.08
市盈率(倍)	42.08	27.64	34.81	28.22	22.17
行业优化市盈率(倍)	39.46	30.69	36.98	36.98	36.98
净利润增长率(%)	36.05%	15.45%	16.19%	23.37%	27.29%
净资产收益率(%)	8.22%	8.89%	9.61%	10.60%	12.06%
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

- **签订榕树湾文化演艺委托编导协议, 编创输出落定“第一单”**: 宋城股份近期与福州新海岸旅游开发有限公司签订《榕树湾文化演艺项目委托编导协议书》。新海岸拟将下属“榕树湾项目”委托给宋城作为唯一创作编导方, 全权负责剧院、舞台设备的规划指导和演出编导事宜。具体工作包括: 创意、设计、创作; 舞台设计和建设指导; 演出合成; 公演运行指导。该项目经营由新海岸公司自负盈亏, 宋城将收取创作编导费 2600 万元。在今年 3 月, 公司曾与新海岸下属“浪浪浪”狂欢海岸项目签订委托经营管理协议, 我们认为, 本次合作是公司旗下主题公园及演艺项目的编创管理及品牌输出扩张的第一单。尽管目前异地项目占用公司大部分运营能力, 短期持续扩张此类业务概率不大, 但对长期前景具有重要意义。
- **营销策略及产品定位均向散客市场倾斜, 演艺谷已悄然启动**: 面对目前旅游市场发生的重大变化, 公司对营销策略进行调整, 如积极推进与源头社合作, 增强对客源地营销; 通过实施伏击圈战略(宾馆、出租车等合作营销), 加强终端散客营销; 并加大推广线上渠道(独木桥及第三方平台)。此外, 公司“演艺谷”已启动, 定位于散客市场, 提高景区休闲产品比例。
- **三季度保持较快增长, 成本费用得到有效控制**: 公司三季度实现收入 2.3 亿元, 同比增长 9.84%, 实现归属于母公司净利润为 1.14 亿元, 增长 26.02%。前三季度收入 4.93 亿元, 增长 9.85%, 归属于母公司净利润 2.48 亿元, 增长 14.02%。其中, 宋城景区收入略有下降, 杭州乐园及烂苹果乐园接待量及收入均有增长。公司对成本费用进行了有效控制, 前三季度营业成本仅增长 0.62%, 销售费用减少 37.93%。

### 投资建议

- 我们调整对公司 2013~2015 年的盈利预测, EPS 预计为 0.534 元、0.659 元和 0.839 元。公司的三亚项目已顺利开业, 丽江项目和九寨沟项目预计分别于 2014 年一季度和二季度开业, 异地复制模式的扩张性以及文化产业上下游可能触发的产业链延伸项目, 是支撑公司估值的重要因素。尽管当前公司估值仍处在行业估值区间高位, 我们仍维持“增持”的投资评级。

### 风险

- 异地项目成长速度可能低于预期; 团客市场下滑或对公司短期经营产生重大冲击; 自然灾害, 不可抗力可能重创旅游行业。12 月 9 日大非解禁可能面临抛售。

图表1: 盈利预测详表

项目(单位: 百万元)	2010	2011	2012H	2012	2013H	2013F	2014F	2015F
<b>营业总收入</b>	<b>444.76</b>	<b>504.53</b>	<b>239.64</b>	<b>586.16</b>	<b>263.26</b>	<b>687.34</b>	<b>918.85</b>	<b>1,150.30</b>
收入增长率	62.74%	13.44%	13.07%	16.18%	9.86%	17.26%	33.68%	25.19%
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				-		7.62	41.37	65.98
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
<b>营业成本</b>	<b>105.49</b>	<b>125.28</b>	<b>69.78</b>	<b>177.88</b>	<b>75.25</b>	<b>221.01</b>	<b>309.07</b>	<b>359.59</b>
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
<b>毛利</b>	<b>339.27</b>	<b>379.25</b>	<b>169.86</b>	<b>408.28</b>	<b>188.01</b>	<b>466.32</b>	<b>609.78</b>	<b>790.71</b>
毛利率	76.28%	75.17%	70.88%	69.65%	71.42%	67.84%	66.36%	68.74%
营业税金及附加	15.72	19.26	8.79	21.92	9.82	25.43	33.91	42.33
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	26.12	39.05	48.31
占营业总收入比重	6.83%	8.30%	5.67%	6.47%	4.00%	3.80%	4.25%	4.20%
管理费用	40.61	49.95	24.91	62.45	28.89	69.76	93.72	108.70
占营业总收入比重	9.13%	9.90%	10.39%	10.65%	10.97%	10.15%	10.20%	9.45%
财务费用	23.89	-13.17	-6.20	-13.15	-8.36	-14.50	-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
<b>营业利润</b>	<b>228.62</b>	<b>280.69</b>	<b>129.00</b>	<b>300.45</b>	<b>150.82</b>	<b>367.61</b>	<b>461.60</b>	<b>607.36</b>
营业外收支	-10.63	16.72	41.16	40.75	28.53	30.50	30.00	20.00
加: 营业外收入	2.31	20.92	44.47	51.48	28.80	32.00	30.00	20.00
减: 营业外支出	12.94	4.19	3.31	10.72	0.27	1.50	-	-
利润总额	217.98	297.41	170.16	341.20	179.34	398.11	491.60	627.36
减: 所得税费用	54.65	75.19	42.82	84.79	44.66	99.53	122.90	156.84
所得税费用率	25.1%	25.3%	25.2%	24.8%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>163.34</b>	<b>222.22</b>	<b>127.34</b>	<b>256.41</b>	<b>134.68</b>	<b>298.58</b>	<b>368.70</b>	<b>470.52</b>
净利润增长率	84.75%	36.05%	22.01%	15.39%	5.77%	16.44%	23.48%	27.62%
净利润率	36.7%	44.0%	53.1%	43.7%	51.2%	43.4%	40.1%	40.9%
减: 少数股东损益	-	-	-	-0.13	0.32	0.50	0.94	2.39
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>163.34</b>	<b>222.22</b>	<b>127.34</b>	<b>256.55</b>	<b>134.37</b>	<b>298.08</b>	<b>367.76</b>	<b>468.13</b>
<b>完全摊薄后每股收益(元)</b>	<b>0.972</b>	<b>0.601</b>	<b>0.230</b>	<b>0.463</b>	<b>0.242</b>	<b>0.534</b>	<b>0.659</b>	<b>0.839</b>

来源: 公司数据, 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

<b>损益表 (人民币百万元)</b>							<b>资产负债表 (人民币百万元)</b>						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>445</b>	<b>505</b>	<b>586</b>	<b>687</b>	<b>919</b>	<b>1,150</b>	货币资金	2,350	1,767	1,424	1,283	1,076	1,202
增长率		13.4%	16.2%	17.3%	33.7%	25.2%	应收款项	5	18	6	13	15	15
<b>主营业务成本</b>	<b>-105</b>	<b>-125</b>	<b>-178</b>	<b>-221</b>	<b>-309</b>	<b>-360</b>	存货	1	0	1	1	1	1
%销售收入	23.7%	24.8%	30.3%	32.2%	33.6%	31.3%	其他流动资产	15	209	74	37	33	34
<b>毛利</b>	<b>339</b>	<b>379</b>	<b>408</b>	<b>466</b>	<b>610</b>	<b>791</b>	流动资产	2,371	1,995	1,506	1,335	1,125	1,253
%销售收入	76.3%	75.2%	69.7%	67.8%	66.4%	68.7%	%总资产	79.7%	65.6%	47.1%	39.8%	31.3%	30.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-16</b>	<b>-19</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>	<b>-34</b>	<b>-42</b>	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
<b>营业费用</b>	<b>-30</b>	<b>-42</b>	<b>-38</b>	<b>-26</b>	<b>-39</b>	<b>-48</b>	%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%	3.8%	4.3%	4.2%	无形资产	251	391	688	673	664	656
<b>管理费用</b>	<b>-41</b>	<b>-50</b>	<b>-62</b>	<b>-70</b>	<b>-94</b>	<b>-109</b>	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%	10.2%	10.2%	9.5%	%总资产	20.3%	34.4%	52.9%	60.2%	68.7%	69.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>253</b>	<b>268</b>	<b>286</b>	<b>345</b>	<b>443</b>	<b>591</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,974</b>	<b>3,042</b>	<b>3,199</b>	<b>3,357</b>	<b>3,594</b>	<b>4,072</b>
%销售收入	56.8%	53.2%	48.8%	50.2%	48.2%	51.4%	短期借款	150	160	40	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-24</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	应付款项	44	85	171	95	113	110
%销售收入	5.4%	-2.6%	-2.2%	-2.1%	-1.1%	-0.7%	其他流动负债	16	23	25	104	26	87
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	流动负债	210	267	236	199	139	197
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	232	70	30	10	-62	-57
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.3%	2.1%	1.8%	1.3%	<b>负债</b>	<b>442</b>	<b>337</b>	<b>266</b>	<b>209</b>	<b>77</b>	<b>140</b>
<b>营业利润</b>	<b>229</b>	<b>281</b>	<b>300</b>	<b>368</b>	<b>462</b>	<b>607</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,533</b>	<b>2,704</b>	<b>2,887</b>	<b>3,102</b>	<b>3,470</b>	<b>3,882</b>
营业利润率	51.4%	55.6%	51.3%	53.5%	50.2%	52.8%	少数股东权益	0	0	45	46	47	49
<b>营业外收支</b>	<b>-11</b>	<b>17</b>	<b>41</b>	<b>31</b>	<b>30</b>	<b>20</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,974</b>	<b>3,042</b>	<b>3,199</b>	<b>3,357</b>	<b>3,594</b>	<b>4,072</b>
<b>税前利润</b>	<b>218</b>	<b>297</b>	<b>341</b>	<b>398</b>	<b>492</b>	<b>627</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	49.0%	58.9%	58.2%	57.9%	53.5%	54.5%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>所得税</b>	<b>-55</b>	<b>-75</b>	<b>-85</b>	<b>-100</b>	<b>-123</b>	<b>-157</b>	<b>每股指标</b>						
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	0.534	0.659	0.839
<b>净利润</b>	<b>163</b>	<b>222</b>	<b>256</b>	<b>299</b>	<b>369</b>	<b>471</b>	每股净资产	15.075	7.317	5.208	5.595	6.259	7.003
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	每股经营现金净流	1.490	0.798	0.713	0.603	0.890	1.079
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>163</b>	<b>222</b>	<b>257</b>	<b>298</b>	<b>368</b>	<b>468</b>	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%	43.4%	40.0%	40.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	6.45%	8.22%	8.89%	9.61%	10.60%	12.06%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	5.49%	7.31%	8.02%	8.88%	10.23%	11.50%
<b>净利润</b>	<b>163</b>	<b>222</b>	<b>256</b>	<b>299</b>	<b>369</b>	<b>471</b>	投入资本收益率	6.49%	6.83%	7.16%	8.19%	9.62%	11.45%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>53</b>	<b>59</b>	<b>95</b>	<b>123</b>	<b>137</b>	<b>155</b>	主营业务收入增长率	62.74%	13.44%	16.18%	17.26%	33.68%	25.19%
<b>非经营收益</b>	<b>37</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>-38</b>	<b>-39</b>	<b>-28</b>	EBIT增长率	90.69%	6.18%	6.63%	20.65%	28.43%	33.46%
<b>营运资金变动</b>	<b>-3</b>	<b>-10</b>	<b>23</b>	<b>-50</b>	<b>27</b>	<b>0</b>	净利润增长率	87.76%	36.05%	15.45%	16.19%	23.37%	27.29%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>250</b>	<b>295</b>	<b>396</b>	<b>335</b>	<b>493</b>	<b>598</b>	总资产增长率	318.84%	2.26%	5.17%	4.93%	7.07%	13.30%
<b>资本开支</b>	<b>-46</b>	<b>-655</b>	<b>-504</b>	<b>-421</b>	<b>-554</b>	<b>-485</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-176</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	1.4	2.5	2.7	2.0	1.8	1.3
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>188</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	存货周转天数	1.6	1.5	1.8	1.5	1.3	1.2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-47</b>	<b>-655</b>	<b>-491</b>	<b>-414</b>	<b>-545</b>	<b>-477</b>	应付账款周转天数	92.6	153.0	220.3	102.0	90.0	70.0
<b>股权募资</b>	<b>2,128</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	286.0	382.1	516.8	552.9	535.6	500.4
<b>债权募资</b>	<b>-18</b>	<b>-153</b>	<b>-160</b>	<b>-60</b>	<b>-72</b>	<b>5</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-50</b>	<b>-70</b>	<b>-88</b>	<b>-1</b>	<b>-83</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-77.72%	-56.86%	-46.17%	-40.45%	-32.37%	-32.03%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,060</b>	<b>-223</b>	<b>-247</b>	<b>-61</b>	<b>-155</b>	<b>5</b>	EBIT利息保障倍数	10.6	-20.4	-21.7	-23.8	-44.3	-69.6
<b>现金净流量</b>	<b>2,264</b>	<b>-583</b>	<b>-343</b>	<b>-141</b>	<b>-207</b>	<b>126</b>	资产负债率	14.85%	11.08%	8.33%	6.21%	2.15%	3.44%

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	9	14	15	21	43
增持	6	11	13	15	30
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.40	1.43	1.44	1.43	1.42

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 2013-01-22	增持	13.34	N/A
2 2013-02-27	增持	12.96	15.10 ~ 16.20
3 2013-03-04	增持	13.83	16.30 ~ 17.40
4 2013-05-08	增持	15.49	16.40 ~ 17.50
5 2013-05-17	增持	15.08	16.40 ~ 17.50
6 2013-07-27	增持	17.35	16.50 ~ 18.50
7 2013-08-12	增持	16.60	17.50 ~ 18.60
8 2013-10-16	增持	20.15	20.00 ~ 21.50

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](mailto: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](mailto: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](mailto: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