

公司研究/调研简报

2010 年 02 月 18 日

宋城股份 (300144)

业绩符合预期, 演出设计和创作能力突出

评级: 买入 (首次)

价值区间:

投资要点:

■ **事件:** 我们近期对杭州上市公司宋城股份进行了实地调研, 观看了公司核心演艺节目《宋城千古情》, 并与公司高管就 2010 年业绩变动的主要原因、公司募投项目的进展情况、2011 年旅游市场的增长预测、公司未来的发展模式等问题进行了讨论。

■ **公司近期动态:**

2010 年业绩公告: 公司 2011 年 1 月 12 日发布业绩预增公告, 预计 2010 年 1-12 月净利润同比增长 84%-87%, 营业收入同比增长 60%-62%。

票价提价的公告: 公司从 2011 年 1 月 1 日起, 将宋城景区散客以及团队游客中, 入景区同时观看《宋城千古情》的演出联票价格提高 20 元。

■ **结论:** 1. 公司 2010 年业绩基本符合预期。2. 公司对下游市场的议价能力在提升。3. 公司在旅游文化演艺节目的创作和设计方面有核心优势。4. 未来公司业绩仍有较大的提升空间。

■ **盈利预测与估值:** 我们认为公司成长性良好, “主题公园+旅游文化演艺”的经营模式独特, 有较高的中长期投资价值。预测 2010-2012 年 EPS 分别为 0.97、1.32 和 1.89 元, 给予 2011 年 55-60 倍的估值, 对应相对估值区间为 53.35-58.2 元, 目前股价为 47.85 元, 有较高的上升空间, 给与“买入”投资评级。

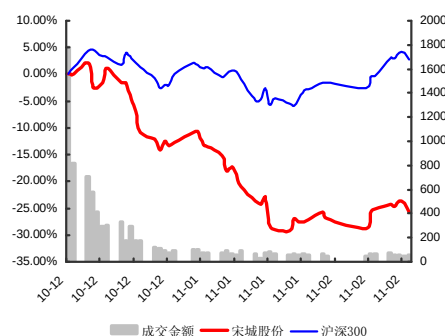
盈利预测与估值

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	2.73	4.42	5.30	7.96
同比 (%)	38.23	62	20	50
净利润 (亿元)	0.87	1.63	2.22	3.18
同比 (%)	35.58	87.00	36.20	43.24
每股收益 (元)	0.52	0.97	1.32	1.89
P/E	92.02	49.33	36.25	25.32

分析师	姜飞
执业证书编号	S0600210010132
联系电话	0512-62938632
邮箱	jiangfei@gsjq.com.cn

联系人	李雅娜
联系电话	021-63122950
邮箱	liyn@gsjq.com.cn

宋城股份与沪深 300 指数走势比较图



市场数据	2011 年 02 月 日
总股本 (万股)	16800.00
流通 A 股 (万股)	3360.00
收盘价 (元)	47.85
本月换手率 (%)	31.66

财务数据	2010E
主营收入 (亿元)	4.42
净利润 (亿元)	1.63
摊薄每股收益 (元)	0.97

1. 事件

我们近期对杭州上市公司宋城股份进行了实地调研,观看了公司核心演艺节目《宋城千古情》,并与公司高管就 2010 年业绩变动的主要原因、公司募投项目的进展情况、2011 年旅游市场的增长预测、公司未来的发展模式等问题进行了讨论。

图 1:《宋城千古情》剧照



资料来源：东吴证券研究所

2. 公司近期动态

2010 年业绩公告：公司 2011 年 1 月 12 日发布业绩预增公告，预计 2010 年 1-12 月净利润同比增长 84%-87%，营业收入同比增长 60%-62%。

公司 2010 年度营业收入及净利润均较上年度大幅增长，主要系通过多年积累，公司的品牌影响力渐长，销售网络越来越完

善,不断开拓的团队和散客市场带来了本期内公司经营的景区游客人数同比大幅增加,和票价提升所致营业收入大幅增加,同时各项费用支出控制较好所致。

票价提价的公告: 公司从 2011 年 1 月 1 日起,将宋城景区散客以及团队游客中,入景区同时观看《宋城千古情》的演出联票价格提高 20 元。(原为 180 元,现为 200 元)

3. 调研主要问题

3.1. 公司近期业绩公告中披露 2010 年净利润增长率为 84%-87%,略低于新股发行时 95.01%的增长率预测,主要原因是什么?

公司营业收入基本符合预期,而净利润低于预期的主要原因有两个:

一,杭州乐园部分改扩建项目原计划计入 2011 年固定资产损失,金额 1000 万左右,现提前计入 2010 年报表。

二,根据证监会最新要求,新股路演过程中发生的各项费用约 300 万左右,计入当期损益,而非发行费用。

3.2. 自筹资金项目三亚天涯不夜城的进展状况如何?

改项目已经进入土地招拍挂阶段,由于该项目是受当地政府的邀请而设立,以三亚当地的历史文化为主题,预计 2012 年下半年将顺利建成,项目成熟期 1 年左右。

3.3. 宋城景区提高的 20 元票价中,怎样与旅行社分成?

本次提价 20 元,公司对旅行社的折扣价也相应提高 20 元,因此票价提升的部分将全部转化为公司的营业收入增长。

3.4. 公司的定价体系中分为几种定价类型?

基本上分为三种类型:

一、旅行社市场:提价之前 5-6 折,折扣价为 90-110 元;提价之后折扣价为 110-130 元。即旅行社的获利空间 70-90 元左右未变。

二、酒店和商务市场：提价之前 7-8 折，折扣价为 126-144 元；提价之后折扣价为 146-164 元。

三、散客市场：全价，提价前 180 元，提价后 200 元，对出租车营销行为返还 10 元空载费作为奖励。

3.5. 与直接竞争对手杭州其他景区的演艺节目相比，《宋城千古情》的竞争优势体现是什么？

产能方面：《印象西湖》等山水实景类演出依附于自然景点，受天气因素的影响较大，很难保障演出的持续性和稳定性。而《宋城千古情》是现代化剧场类演出，不受天气状况的影响，并且可以通过改建剧场而提高接待能力，演出的稳定性不仅提高了产能，而且有利于与旅行社开展持久的合作关系。

另外，宋城的创作班底创作和设计能力突出，每年可创作 4 台新的演出剧目。

成本方面：以印象系列演出为例，支付给大导演张艺谋的编排费用高达 1800 万，而《宋城千古情》以及宋城的其他演艺产品都不会启用或者打造大牌演艺人员，创作和演出班底的成本占比较低。

3.6. 杭州乐园的另一台演出《杭州之夜》是否与《宋城千古情》构成自相竞争，如何解决？

《杭州之夜》虽然与《宋城千古情》同样针对旅行社的团队游客，但两者定位的市场完全不同。《杭州之夜》的市场定位相对低端，针对那些低价旅行社团队开展营销，弥补因为《宋城千古情》票价较高和旺季供给不足而流失的市场，公司将通过对旅行社差异化定价的方式有效分割两个市场。另外，如其将市场份额拱手让给竞争对手造成的损失，《杭州之夜》与《宋城千古情》之间的自相竞争更加微不足道。

3.7. 世博结束后，对 2011 年公司景区游客人数的影响如何？

公司 2009 年接待游客约 260 万，2010 年接待游客约 380 万，根据测算，2010 年世博效应约带来 40 万游客的增量。公司预计 2011 年游客数量将与 2010 年持平。

3.8. 公司异地扩张的选址标准是什么？

公司的主题公园和旅游文化演出两项业务都需要旅游目的地城市带来的庞大客源，因此，公司只会考虑在国内一线旅游城市进行扩张。

3.9. 管理层认为公司可能面临的最大的经营风险是什么？

地震、雪灾等自然灾害和重大疫情带来的风险。

4. 结论

我们认为公司 2010 年业绩基本符合预期。净利润数据变化源于会计处理方式和确认年度的变化，约 1000 万的固定资产损失提前在 2010 年确认，因此，相应调高 2011 年的净利润水平。

公司对下游市场的议价能力在提升。2011 年公司提高了宋城景区票价 20 元，而对旅行社等销售客户的票价也提高了 20 元，我们认为这表明品牌效应导致公司对下游市场的议价能力得到了进一步的提升。这也与公司下游客户较为分散这一有利的竞争环境有关，根据 2010 年 1-6 月的数据，尽管宋城景区依靠旅行社带来的团队游客占比高达 87.44%，但是公司前 5 名销售客户的销售额占公司当期主营业务的收入比例仅为 11.33%。

公司在旅游文化演艺节目的创作和设计方面有核心优势。

未来公司业绩仍有较大的提升空间。一、游客景区内消费潜力的开发：2010 年 1-6 月数据显示，宋城景区内商品销售收入占比仅为 0.04%，根据发达国家主题公园的发展趋势和经验，这一业务具有较大的提升空间。

二、政策利好和政府支持有利于外埠扩张：旅游和文化产业都是国家重点扶持和鼓励发展的产业，2009 年文化部和国家旅游局联合发布《关于促进文化与旅游结合发展的指导意见》，鼓励文化和旅游的结合发展。近期，国家旅游局将 2011 年确定为“中华文化游”主题年，主题口号为“游中华，品文化”、“中华文化，魅力之旅”，旅游行业与文化行业的融合趋势将推动公司旅游文化演艺节目这一核心产品市场的增长。

另外，公司的旅游文化演艺节目坚持和突出“本土化”特点，在外埠扩张中与当地文化紧密结合，往往是首先受到当地政府的主动邀请进而筹建的，如三亚项目和西安项目等，因此，公司在项目拿地和各项审批方面将获得当地政府的积极支持。

公司存在的问题：一，《杭州之夜》主要针对团队客户，而

杭州乐园主要客户为散客，主要客户类型的差异导致同一景区内的两项产品很难形成协同效应。二、修建主题公园的重资产扩张模式将拖累公司的扩张速度。

5. 盈利预测、估值与投资评级

我们认为公司成长性良好，“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式独特，有较高的中长期投资价值。预测 2010-2012 年 EPS 分别为 0.97、1.32 和 1.89 元，给予 2011 年 55-60 倍的估值，对应相对估值区间为 53.35-58.2 元，目前股价为 47.85 元，有较高的上升空间，给与“买入”投资评级。

6. 风险提示

自然灾害、重大疫情、剧场设施、游乐设备运营故障风险。

免责声明

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，需注明出处为东吴证券研究所，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：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>