

异地复制有望加速展开

公司公告

2011年4月25日与峨眉山市人民政府签订了《投资意向书》，计划在本地投资2亿元推出《峨眉千古情》，项目主要包括土地和一个3000座位以上的大剧院，建设周期一年，我们预计2012年3-4季度开业。

我们的观点

- **公司景区+文化演绎模式启动加速。**宋城股份首发21亿，15亿超募，未来将通过投资或收购的方式实现全国范围内的复制和扩张。一季度高管花了大量的时间去国内一线旅游目的地（例如三亚、丽江、峨眉山、张家界、九寨沟等）洽谈，此次峨眉山项目的签约正是公司加快景区+文化演绎模式全国范围内复制的一个标志。预计短期内三亚、丽江等项目也会有重大进展，未来三年全国有10台演出，每年有2-3台节目开演，有2-3台节目准备中。
- **峨眉山项目前景看好。**目前峨眉山乐山景区年接待1000万人次，其中至峨眉山景区的近258.9万（2010年，四川旅游政务网），目前以年近10%的速度增长。2012年10月，成都至峨眉山的城际快线计划开通，行程48分钟，我们认为交通环境的改善将使景区的接待人次大幅提高。假设2012年城际快线通车前开演，2013年有效票价100元，接待100万人次，2014年有效票价110元，接待150万人次，则2013-2014年预计收入1亿和1.65亿，净利润2500万和5000万，预计EPS分别是0.15元和0.3元。
- 预计三亚项目低于预期是造成前期股价下跌的主要原因，根据调研，三亚项目前期由于土地等原因延期，目前公司可能根据宋城景区的经验，调整三亚项目规划，未来预期将是一个旅游综合体，即集演出、游乐、餐饮、购物为一体，突出综合消费能力，发展空间更大。拿地后预计12-15个月开业，目前计划明年3季度开演。其他项目，更多的是建剧院和收购演出，建设时间不会长，从签约到开业不超过一年。预计从2012年下半年开始有2-3台节目在异地开演，成为中长期公司业绩增长的催化剂。
- 我们看好宋城股份主题公园+文化演绎模式，维持公司11-13年每股收益为1.45元/1.81元/2.35元的预测，如果考虑峨眉山项目的影响，2013年EPS预计将提高至2.45元。预期未来的业绩弹性很大，给予公司2012年35倍市盈率，对应目标价64元，维持公司买入评级。
- 催化剂：三亚、丽江等项目开建；杭州千古情增长超预期。
- 风险因素：公司模式异地拓展失败的风险。随着异地拓展，公司规模扩大，管理存在无法跟上的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

8621-63325888×6080

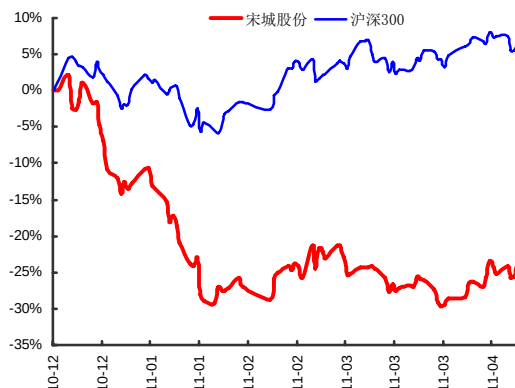
yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年4月22日) 49.32元
目标价格 64.00元
总股本/A股(百万股) 168
A股市值(亿元) 83
国家/地区 中国
行业 旅游
报告发布日期 2011年4月25日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	445	529	750	959
同比(%)	63%	19%	42%	28%
归属母公司净利润	163	246	305	397
同比(%)	88%	49%	24%	30%
毛利率(%)	76.3%	76.5%	74.4%	75.1%
ROE(%)	6.4%	8.8%	9.9%	11.4%
每股收益(元)	0.97	1.45	1.81	2.35
P/E(倍)	50.73	33.97	27.31	20.99
P/B(倍)	3.27	2.98	2.69	2.38
EV/EBITDA	21	18	13	10

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2371	2133	1897	1818	营业收入	445	529	750	959
现金	2350	2115	1869	1780	营业成本	105	124	192	239
应收账款	2	3	4	4	营业税金及附加	16	19	29	36
其它应收款	3	6	7	9	营业费用	30	42	71	84
预付账款	15	8	16	23	管理费用	41	52	74	88
存货	1	1	1	1	财务费用	24	-25	-27	-27
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	603	845	1312	1803	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	348	554	972	1438	营业利润	229	316	413	538
无形资产	251	288	338	362	营业外收入	2	17	0	0
其他	4	3	1	3	营业外支出	13	5	7	8
资产总计	2974	2978	3208	3621	利润总额	218	328	406	529
流动负债	210	67	93	109	所得税	55	82	102	132
短期借款	20	0	0	0	净利润	163	246	305	397
应付账款	34	35	58	69	少数股东损益	0	2	1	2
其他	156	32	35	39	归属于母公司净利润	163	244	303	395
非流动负债	232	132	32	32	EBITDA	305	343	475	655
长期借款	232	132	32	32	EPS (元)	0.97	1.45	1.81	2.35
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	442	199	125	141	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	2	3	6	成长能力				
股本	168	168	168	168	营业收入	62.7%	18.9%	41.9%	27.8%
资本公积	2111	2111	2111	2111	营业利润	96.2%	38.3%	30.6%	30.2%
留存收益	254	498	801	1196	净利润	87.8%	49.3%	24.4%	30.1%
归属母公司股东权益合计	2533	2777	3080	3475	获利能力				
负债和股东权益	2974	2978	3208	3621	毛利率	76.3%	76.5%	74.4%	75.1%
现金流量表					净利率	36.7%	46.1%	40.4%	41.2%
单位:百万元					ROE	6.4%	8.8%	9.9%	11.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	250	282	383	519	资产负债率	14.9%	6.7%	3.9%	3.9%
净利润	163	246	305	397	净负债比率				
折旧摊销	53	52	89	144	流动比率	11.30	31.67	20.36	16.70
财务费用	24	-25	-27	-27	速动比率	11.30	31.66	20.35	16.69
投资损失	0	-0	-0	-0	营运能力				
营运资金变动	-3	10	16	6					
其它	14	-0	0	-0					

投资活动现金流	250	-293	-556	-635	总资产周转率	0.24	0.18	0.24	0.28
资本支出	47	251	500	605	应收账款周转率	270	237	229	233
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	3.94	3.62	4.15	3.76
其他	297	-42	-56	-30	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	2060	-224	-73	27	每股收益	0.97	1.45	1.81	2.35
短期借款	20	-20	0	0	每股经营现金流	1.49	1.68	2.28	3.09
长期借款	-130	-100	-100	0	每股净资产	15.08	16.53	18.33	20.68
普通股增加	42	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	2086	0	0	0	P/E	50.73	33.97	27.31	20.99
其他	42	-104	27	27	P/B	3.27	2.98	2.69	2.38
现金净增加额	2264	-235	-246	-89	EV/EBITDA	21	18	13	10

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn