

公告点评

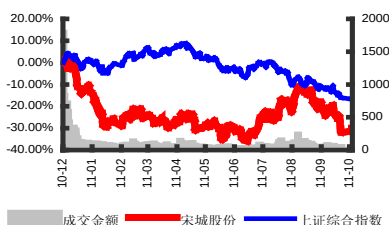
石林项目落地，异地扩张平稳推进

传媒娱乐行业

2011 年 11 月 9 日

评级：推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《宋城股份-调研报告：冲击蓝海产业龙头，有意延伸产业链》——110902

《宋城股份-三亚项目实质性启动，深切入点保成功》——110825

《宋城股份-半年报点评：Q2 业绩超预期，杭州乐园表现亮眼》——110725

报告作者：

国联证券传媒娱乐组

组长：李斌

执业证书编号：S0590511090002

联系人：

李青

电话：0510-82833337

Email: liqing@glsc.com.cn

顾佳 周冕

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联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。

宋城股份（300144）公告点评

事件：公司于 2011 年 11 月 8 日发布公告：利用超募资金 8000 万元、自筹资金 1.4 亿元，共投资 2.2 亿元在石林设立全资子公司——石林阿诗玛旅游演艺公司开展《阿斯玛》旅游演艺项目。

点评：

- **投资细则落地，《阿诗玛》与石林景区互赢互助。**公司已于 2011 年 7 月公告与石林政府签订合作协议，现今具体的出资方式敲定（超募 8000 万，自筹 1.4 亿）并设立子公司开展项目建设。石林作为国家首批 5A 级景区，2010 年接待游客量约 275 万人次，是具有极大吸引力的旅游目的地，公司《阿诗玛》的入驻与石林景区互赢互助：一方面，阿诗玛在自己的销售体系基础上，采取与石林景区联票销售的方式，增加了石林景区作为旅游目的地的消费体验层次，提升了吸引力；另一方面，《阿诗玛》也能充分借助石林景区已经培育起来的游客基数，保障自身的观众数量。
- **2011 年四个异地项目成功落地开建，正在加大后来者进入壁垒。**由于公司处于旅游文化演艺蓝海产业，市场纷纷质疑公司所处行业进入壁垒较低，我们认为，壁垒有四：一是先发优势，公司凭借 14 年节目创作和运营经验，在全国一线景区抢先布局，令后来者愈难进入；二是资金壁垒，建主题公园需要大额资金投入；三是制作和运营节目的经验和能力；四是规模经济壁垒，公司达到较大规模后，节目边际成本逐年降低。
- **建议评级：**我们预测公司 2011 年-2012 年 EPS 分别为 0.61 元、0.87 元，仍然看好公司深度挖掘一线景区文化资源的拓展模式，维持公司长期“推荐”评级。
- **风险提示：**提示投资者关注公司密集开展对外拓展项目耗资巨大带来的资金链和管理上的风险。

图表 1: 详细利润预测表 (单位: 万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	19771	27330	44476	52516	76094	109328
营业收入同比增速		38.23%	62.74%	18.08%	44.90%	43.67%
宋城景区	14167	18760	32101	37709	49022	61277
增长率		32.42%	71.11%	17.47%	30.00%	25.00%
杭州乐园	4562	6011	8856	13783	22743	36388
增长率		31.76%	47.33%	55.64%	65.00%	60.00%
杭州动漫馆	0	630	787	1023	1330	1663
增长率			24.92%	30.00%	30.00%	25.00%
异地扩展项目	0	0	0	0	3000	10000
增长率						233.33%
二、营业总成本	10728	15741	21614	22206	33172	48097
其中: 主营业务成本	4681	8214	10549	12462	18118	26086
主营业务成本/营业收入	23.68%	30.05%	23.72%	23.73%	23.81%	23.86%
营业税金及附加	715	976	1572	1854	2717	3903
营业税金/营业收入	3.62%	3.57%	3.53%	3.53%	3.57%	3.57%
销售费用	2425	2207	3037	3587	5342	7729
销售费用/营业收入	12.27%	8.08%	6.83%	6.83%	7.02%	7.07%
管理费用	1612	2688	4061	4795	7084	10266
管理费用/营业收入	8.15%	9.84%	9.13%	9.13%	9.31%	9.39%
财务费用	1243	1743	2389	-500	-100	100
资产减值损失	52	-86	4	9	11	13
三、其它经营收益	9	67	0	50	40	30
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
加: 投资净收益	9	67	0	50	40	30
四、营业利润	9052	11656	22862	30359	42963	61261
加: 营业外收入	39	358	231	200	200	200
减: 营业外支出	58	264	1294	300	300	300
营业外支出/营业外收入	148.72%	73.74%	560.17%	150.00%	150.00%	150.00%
五、利润总额	9033	11750	21799	30259	42863	61161
减: 所得税费用	2330	2907	5465	7565	10716	15290
实际税率	25.79%	24.74%	25.07%	25.00%	25.00%	25.00%
六、净利润	6703	8843	16334	22695	32147	45871
归属于母公司所有者的净利润	6416	8702	16334	22695	32147	45871
少数股东损益	287	141	0	0	0	0
少数股东损益/净利润	287.00%	1.59%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
七、每股收益	0.17	0.24	0.44	0.61	0.87	1.24

数据来源: 国联证券研究所

图表 2: 详细财务预测表

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2350	2231	2058	2089	营业收入	445	525	761	1093
应收款项	5	9	13	19	营业成本	105	125	181	261
存货净额	1	0	1	1	营业税金及附加	16	19	27	39
其他流动资产	15	17	24	35	销售费用	30	36	53	77
流动资产合计	2371	2258	2096	2144	管理费用	41	48	71	103
固定资产	353	694	1244	1810	财务费用	24	(5)	(1)	1
无形资产及其他	251	225	200	175	投资收益	0	5	4	3
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(0)	0	(4)	0
资产总计	2974	3177	3541	4129	营业利润	229	304	430	613
短期借款及交易性金融负债	20	50	50	80	营业外净收支	(11)	0	0	0
应付款项	34	22	25	36	利润总额	218	304	429	612
其他流动负债	156	135	180	247	所得税费用	55	76	107	153
流动负债合计	210	207	255	362	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	232	252	302	402	归属于母公司净利润	163.3	227	321	459
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	232	252	302	402	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	442	459	557	764	净利润	163	227	321	459
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	11	(10)	27	35
股东权益	2533	2717	2984	3365	折旧摊销	7	94	147	225
负债和股东权益总计	2974	3177	3541	4129	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	24	(11)	(6)	1
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	106	(48)	64	95
每股收益	0.44	0.61	0.87	1.24	其它	(11)	10	(27)	(35)
每股红利	0.08	0.12	0.18	0.26	经营活动现金流	276	277	543	796
每股净资产	15.08	7.35	8.07	9.10	资本开支	(12)	(400)	(700)	(800)
ROIC	12%	8%	11%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	9%	11%	14%	投资活动现金流	(12)	(400)	(700)	(800)
毛利率	76.3%	76.4%	77.0%	76.3%	权益性融资	2128	0	0	0
EBIT Margin	57%	53%	54%	54%	负债净变化	(130)	20	50	100
EBITDA Margin	58%	70%	72%	74%	支付股利、利息	(13)	(46)	(67)	(95)
收入增长	63%	25%	46%	45%	其它融资现金流	158	30	0	30
净利润增长率	88%	41%	44%	43%	融资活动现金流	2000	4	(17)	35
资产负债率	15%	14%	16%	19%	现金净变动	2264	(119)	(173)	31
息率	0.4%	0.6%	0.8%	1.2%	货币资金的期初余额	87	2350	2231	2058
P/E	49	35	24	17	货币资金的期末余额	2350	2231	2058	2089
P/B	1.5	3.0	2.7	2.4	企业自由现金流	290	(132)	(162)	(4)
EV/EBITDA	32.1	20.4	13.8	9.7	权益自由现金流	318	(74)	(107)	126

数据来源: 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。