

宋城股份(300144)调研报告

高基数下仍有望保持稳定增长

文化传媒

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 11 月 11 日

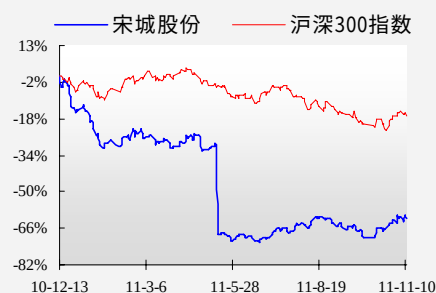
投资要点：

- 游客人数下滑，业绩稳定增长。受世博会带来的高基数的影响，宋城景区 1-9 月游客人数同比下滑了约 13%，杭州乐园 4 月重新开园以来游客人数大幅增长，4-9 月入园游客人数比去年 1-9 月增长了 45%。公司的提价策略维持了利润的稳定增长：第三季度单季度，公司营业收入和净利润分别同比增长 9.75% 和 18.72%；2011 年 1-9 月公司营业收入和净利润分别同比增长 13.47% 和 32.64%。
- 同城和异地新项目稳定推进。公司计划 2012 年推出四个新项目：宋城景区二期工程开放、吴越千古情正式售票演出、烂苹果乐园开园、三亚项目接待游客。
- 公司 2012 年业绩增长主要来自杭州本地项目。业绩增长的驱动因素主要包括提价和杭州游客数量自然增长。与同城主要竞争对手西湖之夜（250 元）、印象西湖（180 元）相比，宋城景区（180 元含景区门票）票价偏低，仍有上升空间。杭州乐园目前门票 120 元，随着改造工程的进一步实施和新项目的不断推出，票价上浮空间仍然很大。除受世博会影响游客量暴增的 2010 年之外，近五年杭州年均游客数量增长维持在 10% 左右。
- 公司三季报情况与我们此前预期基本相符，暂不调整盈利预测。预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.59、0.82、1.07 元，相对于当前股价市盈率分别为 43、31、24 倍，维持推荐评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010A	44,475.70	64.34	16,333.80	87.80	0.44		58	
2011E	54,380.39	22.27	21,897.62	34.06	0.59		43	
2012E	75,323.22	38.51	30,330.78	38.51	0.82		31	
2013E	98,042.71	30.16	39,479.35	30.16	1.07		24	

走势图



市场数据

2011-11-10

收盘价：	25.30 元
52 周最高价：	66.47 元
52 周最低价：	18.45 元
平均持仓成：	24.20 元

基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	36,960
流通 A 股（万股）：	36,960
每股收益（元）：	0.52
每股净资产（元）：	7.23
每股经营现金流（元）：	0.72
市净率：	3.50

分析师：耿云

执业证书编号：S0550511080003

TEL: (8621)6336 7000-296

FAX: (8621)6337 3209

Email: gengy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

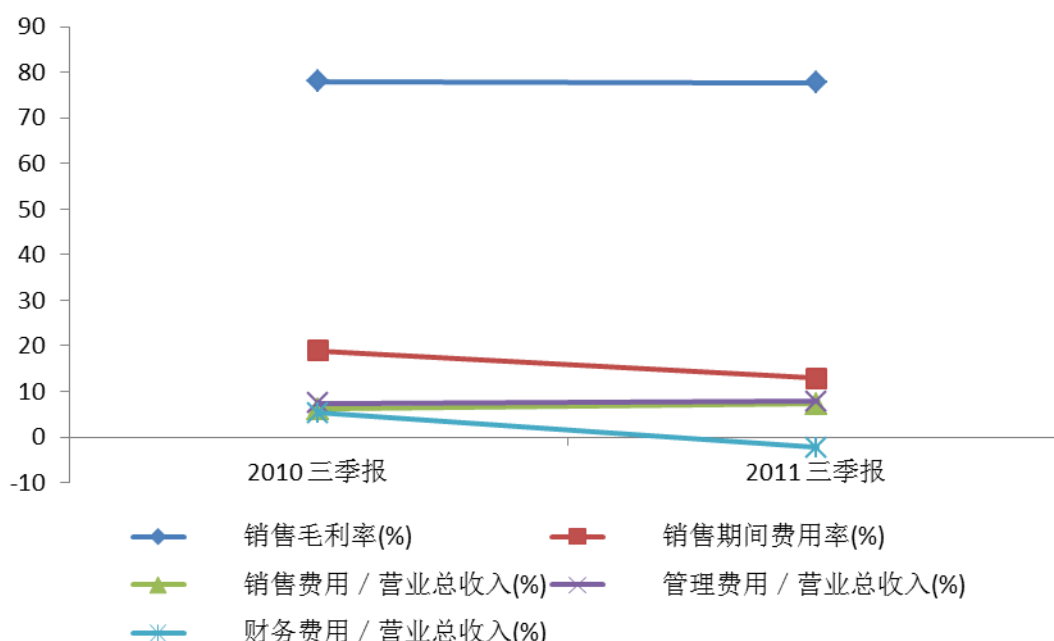
一、前三季度业绩回顾

后世博时期提价保证业绩稳定增长

受世博效应高基数的影响，宋城景区 1-9 月游客人数同比下滑了约 13%，但公司的提价策略维持了利润的稳定增长。第三季度单季度，公司营业收入和净利润分别同比增长 9.75% 和 18.72%。2011 年 1-9 月公司实现营业收入 3.88 亿元，同比增长 13.47%；实现归属上市公司股东的净利润 1.90 亿元，同比增长 32.64%。

此外，杭州乐园 4 月重新开园以来游客人数大幅增长，2011 年 4-9 月入园游客人数比去年 1-9 月增长了 45%。

表格 1 宋城股份销售毛利率和期间费用率基本稳定



资料来源：公司公告、东北证券

二、2012 年业绩增长主要来自杭州本地

1、明年预计会推出四个新项目

(1) 宋城景区二期工程

公司募投项目之一是投入 7000 万元进行宋城景区基础设施及配套改造项目。后决定通过自筹资金进行景区二期开发。宋城景区目前占地面积约 100 亩，其中商业区约 5000 平方米，景区二期工程计划增加占地面积 35000 平方米，其中包含约 20000 平方米的商

业面积。景区二期工程将增加具备购物、餐饮、休闲、娱乐等功能的设备设施，打造旅游综合体概念。二期工程完成后，宋城景区游客接待容量将增加至 550 万人次。

宋城景区二期工程预计将于明年三、四月份旅游旺季到来时推出。

(2) 吴越千古情预计明年正式公演

公司原计划于今年下半年推出的《吴越千古情》（原《杭州千古情》）将推迟至明年三、四月旅游旺季正式推出。

推迟的原因

为配合萧山区第二届跨湖桥文化节，《吴越千古情》7 月 29 日曾在杭州乐园大剧院进行了特别演出。公演后效果很好，杭州乐园大剧院设施较为陈旧，公演中暴露出了一些剧院机械、布景布置等方面的不足，公司进行了相关方面的调整，本来计划在十一月休博会闭幕式上正式演出，但十一月已经是淡季，推出新节目效果和收益率相对较差，因此将推迟至明年春季旅游旺季正式开演。

市场定位明确，不会分流《宋城千古情》客流

《吴越千古情》主要定位于中低端消费游客，仍以团队游客为主要客户群，票价预计 50-60 元，将主要与《西湖之夜》竞争。公司预计《吴越千古情》并不会分流《宋城千古情》的游客量。杭州旅游市场容量巨大，游客消费层次多样，公司的《宋城千古情》在中高端旅游演艺市场取得了成功，占据了较高的市场份额。《吴越千古情》的推出，将填补公司在中低端演艺产品的空白。在节目设计方面，《吴越千古情》会保持公司一贯的水准，但会与《宋城千古情》按照票价不同有所区分。

(3) 烂苹果乐园（动漫乐园）有望于明年下半年开馆

烂苹果乐园（动漫乐园）预计将于明年下半年推出，“烂苹果”寓意成长中会有挫折，不会有完美的、一帆风顺的成长。

烂苹果乐园将定位为儿童体验馆。儿童体验馆以真实的社会生活世界为模板，通过创造一个封闭的大环境，设立消防站、警察局、医院、银行、面包房等设施，让孩子们扮演社会中大人的职业角色。在这个封闭环境中，孩子们可以体验警察、医生、工程师、预防员等各种职业，有自己的银行卡、护照，学习体验工作、消费、纳税等社会生活情景，感知社会运行规则。

儿童体验馆的出现是对传统教育模式的颠覆，儿童体验行业是富有活力和延展性的朝阳行业。我国第一家儿童体验馆“杭州 Do 都城”于 2008 年 10 月 1 日开业，截至 2010 年 10 月，国内儿童体验馆已开业场馆约 20 家，筹建中的场馆近 40 家，其中运营较好的场馆包括：Do 都城、酷贝拉、星期八小镇等。

图 1 杭州 Do 都城示意图 (1)



资料来源：Do 都城官方网站

图 2 杭州 Do 都城示意图 (2)



资料来源：Do 都城官方网站

(4) 异地项目 2012 年开始将逐步推出

截至目前为止，公司已公告的异地项目已有六个，其中三亚项目预计明年下半年推出，泰安项目有望于 2012 年底或者 2013 年初推出。

表格 2 宋城股份已公告异地项目

景区	占地面积	项目内容	预计投资及预计建设周期	景区已有演艺节目	2010 年游客接待量(万人次)及旅游总收入
峨眉山	约 100 亩	一个剧院用以演出《峨眉千古情》	预计投资 2 亿元人民币,建设周期 8 个月左右,预计 2012 年 7 月推出	山水实景剧《天下峨眉》	游客接待量超过 500 万人次,景区旅游总收入约 18.5 亿元
武夷山	350 亩	一个主题公园、一个剧院用以演出《武夷千古情》	1000 万元诚意金,建设周期预计 12 个月左右	《印象大红袍》	2010 年游客接待总量约 630 万人次,景区旅游总收入约 106 亿元人民币。
泰安	500 亩	一个主题公园、一个剧院用于演出《泰山千古情》	总投入预计 5 亿元,建设周期 14 个月左右	《中华泰山封禅大典》	2010 年接待游客数量约 396 万人次,景区旅游总收入约 23.5 亿元
石林	约 67 亩	一个主题公园、一个剧院用于演出《阿诗玛》	约 2.2 亿元人民币,预计 2012 年底或 2013 年初正式推出	无	接待游客超过 350 万人次,完成旅游总收入 20 亿元。
三亚	约 80 亩	主题公园天涯不夜城、一个剧院用于演出《三亚千古情》	预计投资 4.9 亿元人民币,项目建设期预计 12 个月	《浪漫天涯》	2010 年接待游客总数量高达 880 万人次;景区旅游总收入约 140 亿元人民币。
丽江	约 140 亩	一个主题公园、丽江千古情大剧院演出《丽江千古情》,以及旅游休闲综合配套区“茶马古城”。	预计投资 3.34 亿元,其中 1 亿元为朝幕资金,2.34 亿元为自筹资金。项目建设期预计 1 年	印象丽江、丽江金沙	年游客接待量约 900 万人次

资料来源:公司公告、东北证券

2、提价仍有空间

宋城景区

与同城主要竞争对手西湖之夜(250 元)、印象西湖(180 元)相比,宋城景区(180 元含景区门票)票价偏低,仍有上升空间。

表格 3 宋城景区提价历史

时间	2008	2009	2010	2011
景区及表演联票挂牌价(元)	100/120/300	100/120/300	160/180/380	180/200/400

资料来源:公司公告、东北证券

杭州乐园:

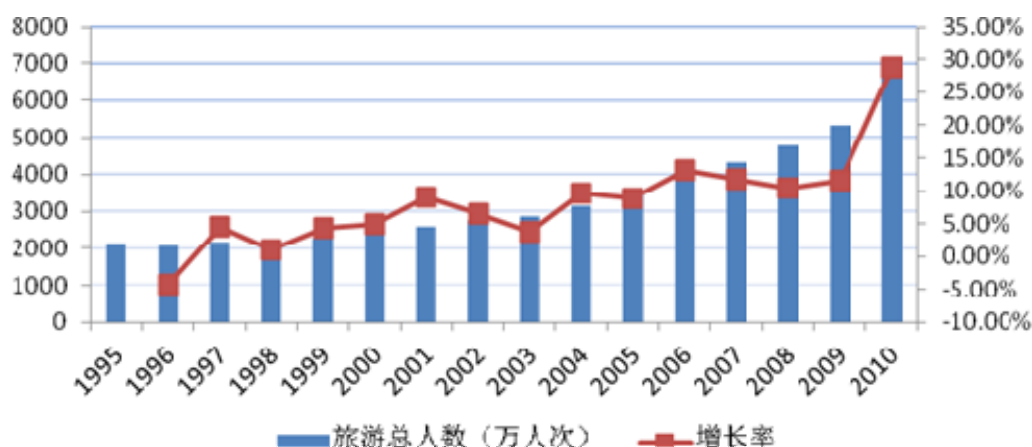
杭州乐园的改造工程仍在进行中,前期主要改造了游乐设施和水公园,明年预计会推出定位于老年游客群的生态园。杭州乐园目前门票 120 元,随着改造工程的进一步实

施和新项目的不断推出，票价上浮空间仍然很大。

3、杭州游客自然增量 10%左右

除受世博会影响游客量暴增的 2010 年之外，近五年杭州年均游客数量增长维持在 10%左右。我们预计未来五年这一趋势有望持续，宋城景区游客人数增长速度将略高于杭州游客总量增长。

图 3 杭州地区游客人数持续增长



资料来源：浙江省旅游局、东北证券

五、盈利预测及投资建议

公司三季报情况与我们此前预期基本相符，暂不调整盈利预测。预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.59、0.82、1.07 元，相对于当前股价市盈率分别为 43、31、24 倍，维持推荐评级。

表格 4 盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入收入	44475.70	54380.39	75323.22	98042.71
(+/-)	64.34%	22.27%	38.51%	30.16%
综合毛利率	76.28%	76.20%	76.20%	76.20%
营业毛利	33926.80	41437.86	57396.29	74708.55
管理费用	4060.63	5438.04	7532.32	9804.27
管理费率	9.13%	10%	10%	10%
销售费用	3037.69	3806.63	5272.63	6862.99
销售费率	6.83%	7%	7%	7%
财务费用	2389.10	2990.92	4142.78	5392.35
财务费率	5.37%	5.50%	5.50%	5.50%
资产减值损失	6.10	5.44	7.53	9.80
资产减值损失率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
利润总额	21798.30	29196.83	40441.04	52639.13
所得税	5464.60	7299.21	10110.26	13159.78
所得税率	25.10%	25%	25%	25%
归属母公司净利润	16333.80	21897.62	30330.78	39479.35
(+/-)	87.80%	34.06%	38.51%	30.16%
总股本(万股)	36960	36960	36960	36960
每股收益(元)	0.44	0.59	0.82	1.07

资料来源：公司公告、东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。