



社会服务业/社会服务

宋城股份 (300144)

大行业 好模式 理论值尚待检验

许娟娟
021-38676545
xujuanjuan@gtjas.com
编号 S0880511010028

本报告导读:

未来五年,文化类主题公园将受益于中西部观光游普及。该模式的投资回报率较高。公司未来两年增长来自现有项目,利润复合增速 25%。然扩张能力考证尚待 2013 年。

投资要点:

- 文化类主题公园的实质是旅游目的地的文化快餐店,将受益于未来五年我国中西部地区观光游的普及。公司凭借其资金品牌经验优势,未来 3-5 年有望成为行业龙头。
- 现有项目支撑 2012、2013 年业绩,2014 年异地项目开始步入盈利产出阶段,利润将快速提升。今明两年业绩来自现有业务,主营业务利润复合增速 25%以上,对外扩张项目尚待 2014 年才能贡献正收益,2013 年大部分处于培育期。
 - 现有项目仍有提升空间,支持 2011、2012 年业务增长。宋城景区客流 2012 年仍可保持 15%以上增长,新增商铺租金收入将于 2012 年体现。杭州乐园的新项目将陆续投产,但若不提价,客流提升对业绩贡献不大。
 - 待建项目的投产时点决定公司 2013 年以后的发展。2012 年,吴越千古情开业,项目盈亏平衡难度小,最大贡献净利润将提升公司整体业绩 10%;2012 年底,三亚项目部分试营业,在公司异地扩张项目中,只有三亚项目能够与杭州市场相媲美,未来盈利规模将较大。
- 后续项目实现盈亏平衡难度不大,最终盈利规模取决于目的地客流、演出质量、公司营销力度。公司营销优势明显,有利于异地扩张;单个项目盈利能力规模并不小,理论值最大 3000 万元以上;演出质量才是根本,尚待考验。
- 盈利预测及投资建议。我们认为公司长期应该实行股权激励,目前管理层的动力来自公司成长带来的可见的、个人成长空间。预计 2011、2012 年 EPS 为 0.62、0.78 元,建议给予 2012 年 35 倍 PE,目标价 27.3 元,维持“增持”评级。

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 27.00

上次预测: 27.30

当前价格: 24.05

2011.12.27

交易数据

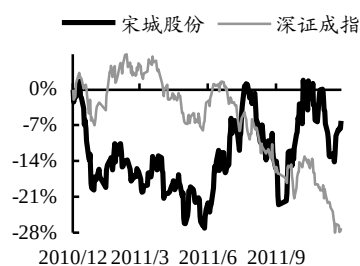
52 周内股价区间 (元)	18.45-59.99
总市值 (百万元)	8,889
总股本/流通 A 股 (百万股)	370/117
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	32%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	47

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,673
每股净资产	7.23
市净率	3.3
净负债率	10%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.02	0.16
Q2	0.17	0.12
Q3	0.20	0.24
Q4	0.05	0.10
全年	0.44	0.62

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	8%	-7%
相对指数	7%	23%	21%

相关报告

- 《现有市场潜力犹在 异地进展符合预期》
2011.10.25
- 《现有项目符合预期 异地扩张拉开帷幕》
2011.07.24
- 《近期业绩有保障 异地扩张有优势》
2011.04.12
- 《蓄势待发的旅游演艺业领军者》
2010.11.24

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	273	445	512	631	769
(+/-)%	38%	63%	15%	23%	22%
经营利润 (EBIT)	133	253	278	375	468
(+/-)%	30%	89%	10%	35%	25%
净利润	87	163	230	288	356
(+/-)%	36%	88%	41%	25%	24%
每股净收益 (元)	0.24	0.44	0.62	0.78	0.96
每股股利 (元)	-	0.30	-	-	-

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	48.8%	56.8%	54.4%	59.3%	60.8%
净资产收益率(%)	32.7%	6.4%	7.8%	8.9%	9.9%
投入资本回报率(%)	18.0%	35.1%	31.4%	31.0%	32.8%
EV/EBITDA	8.4	4.8	4.4	3.3	2.6
市盈率	104.1	55.4	39.3	31.5	25.4
股息率 (%)	0.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2011.12.25

股票研究

社会服务

社会服务业

宋城股份 (300144)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 27.00

上次预测: 27.30

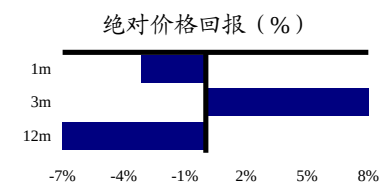
当前价格: 24.05

公司网址

www.chinascgf.com

公司简介

公司是中国最大的民营旅游企业。公司经营的宋城景区及其核心旅游文化演艺大型歌舞《宋城千古情》是目前世界上演出场次最多和观众接待量最大的剧场演出,被海外媒体誉为与拉斯维加斯“O”秀、法国“红磨坊”比肩的“世界三大名秀”之一。公司经营的杭州乐园以“主题公园+旅游文化演艺”为发展方向,在向游客提供大型游乐设施进行娱乐休闲活动的同时,通过组织和策划嬉水狂欢节、极限运动节、万圣节等大型文化创意主题活动,更丰富了杭州乐园的文化内涵。“宋城”品牌在



52 周价格范围

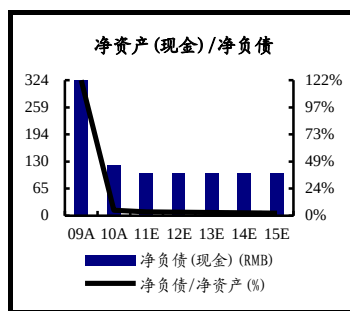
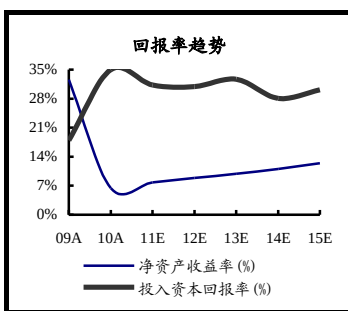
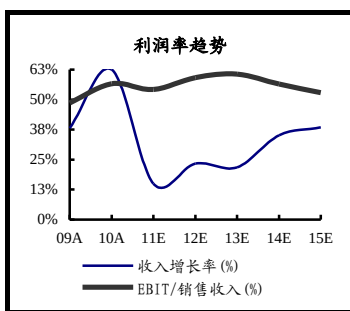
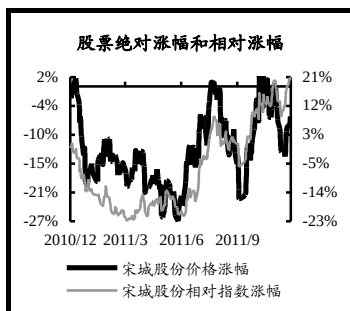
18.45-59.99

市值 (百万)

8,889

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	273	445	512	631	769	1,040	1,442
主营业务成本	82	105	131	152	178	268	424
税金及附加	10	16	18	22	27	37	51
主营业务利润	181	324	363	457	564	735	967
其他业务利润	0	0	0	0	0	0	0
营业费用	22	30	41	44	50	73	101
管理费用	27	41	43	38	46	73	101
EBIT	133	253	278	375	468	589	765
财务费用	17	24	-11	-10	-7	-9	-9
营业利润	117	229	290	384	475	599	774
所得税	29	55	77	96	119	150	194
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	0
净利润	87	163	230	288	356	449	580
资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
货币资金、短期投资	87	2,350	2,684	2,716	2,909	2,857	3,110
其他流动资产	8	21	24	29	36	48	67
长期投资	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	358	352	440	709	886	1,407	1,761
无形及其他资产	257	251	244	237	231	225	219
资产合计	710	2,974	3,392	3,692	4,062	4,538	5,157
流动负债	82	210	195	208	222	249	288
长期负债	362	232	232	232	232	232	232
股东权益	266	2,533	2,965	3,253	3,609	4,057	4,637
投入资本(IC)	579	564	642	898	1,061	1,562	1,889
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NOPLAT	104	198	201	278	349	439	571
折旧与摊销	40	53	55	66	96	119	175
流动资金增量	(36)	3	3	7	8	14	20
资本支出	(248)	(40)	(136)	(329)	(267)	(634)	(522)
自由现金流	(246)	(40)	(136)	(329)	(267)	(634)	(522)
经营现金流	109	243	276	352	453	572	766
投资现金流	(246)	(40)	(136)	(329)	(267)	(634)	(522)
融资现金流	183	22	193	10	7	9	9
现金流净增加额	45	225	334	32	193	(52)	253
财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
成长性							
收入增长率	38.2%	62.7%	15.0%	23.4%	21.8%	35.3%	38.6%
EBIT 增长率	29.6%	89.4%	10.3%	34.6%	24.8%	26.0%	29.8%
净利润增长率	35.6%	87.7%	40.9%	25.1%	23.6%	26.1%	29.2%
利润率							
毛利率	69.9%	76.3%	74.5%	75.9%	76.9%	74.2%	70.6%
EBIT 率	48.8%	56.8%	54.4%	59.3%	60.8%	56.7%	53.1%
净利率	31.8%	36.7%	45.0%	45.6%	46.3%	43.1%	40.2%
收益率							
净资产收益率(ROE)	32.7%	6.4%	7.8%	8.9%	9.9%	11.1%	12.5%
总资产收益率(ROA)	12.3%	5.5%	6.8%	7.8%	8.8%	9.9%	11.2%
投入资本回报率(ROIC)	18.0%	35.1%	31.4%	31.0%	32.8%	28.1%	30.2%
运营能力							
存货周转天数	1.69	1.60	1.60	1.64	1.72	1.47	1.28
应收账款周转天数	1.90	1.35	1.27	1.23	1.23	1.18	1.17
总资产周转天数	776.57	1,511.79	2,270.87	2,047.96	1,840.85	1,508.80	1,227.14
净利润现金含量	1.25	1.49	1.20	1.22	1.27	1.27	1.32
资本支出/收入	-91%	-9%	-27%	-52%	-35%	-61%	-36%
偿债能力							
资产负债率	62.5%	14.9%	12.6%	11.9%	11.2%	10.6%	10.1%
净负债率	121.8%	4.8%	3.4%	3.1%	2.8%	2.5%	2.2%
估值比率							
PE	104.1	55.4	39.3	31.5	25.4	20.2	15.6
PB	5.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	8.4	4.8	4.4	3.3	2.6	2.1	1.6
P/S	11.30	9.25	17.70	14.34	11.78	8.71	6.28
股息率	0.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



1. 我国文化类主题公园的发展空间较大 公司有望成为行业龙头

我国旅游目的地主题公园分为四类，文化类、游乐类、观光类以及情景模拟类。其中，公司现有的两个项目宋城景区和杭州乐园分别属于文化类和游乐类。公司未来的扩张项目均为文化类主题公园。

文化类主题公园的实质是旅游目的地的文化快餐店，将受益于未来五年我国中西部地区观光游的普及。公司凭借其资金品牌经验优势，未来3-5年有望成为行业龙头。

- (1) 未来五年，我国中西部地区将进入观光游普及阶段，预计观光游人次增速保持15%以上。观光游以旅行团为主，旅行团希望最短时间看到最多的景象，而景区游览内容有限，因此观光游目的地产业链上、增加了文艺演出这一消费点。
- (2) 目前国内自然景区主题文化演艺系列分为三个流派，梅帅元(封禅大典)、印象系列、宋城系列，尚未形成一家独大的局面。公司的优势在于行业经验丰富(97年开始)、资金充裕、品牌影响力较大。未来3-5年，公司计划在全国拓展10个项目，按照100万游客/项目，再加入现有的杭州市场客流量，三年后公司接待客流总量将达到1500万人次，有望成为行业龙头。

2. 现有项目仍有提升空间，支持2011、2012年业务增长

宋城景区：景区客流2012年仍可保持15%以上增长，新增商铺租金收入将于2012年体现。

- (1) 宋城景区培育时间并不长，目前仍处于快速发展期(2002年初期演出免费观看、游客主要游览主题公园；2003年建立了室内大剧院；2006年演出才开始收费；2008年进入快速发展期)。宋城千古情的高速增长(15%左右的客流增速)应该维持3-5年，2013年开始增速应该下滑至10%左右。预计11年由于上年的世博高基数、客流同比下降5%左右。
- (2) 宋城景区内店铺采取出租方式，2010年租金收入1082万元；宋城景区原有整体面积100亩，2011年公司将100亩内的河边、荷花池面积改造成商业区，从而新增2-3万平米商业面积，预计将于2012年开始贡献收入500万元，净利润300万元。

杭州乐园：新项目将陆续投产，但若不提价，客流提升对业绩贡献不大。

- (1) 杭州乐园净利润率23%，低于宋城景区40%的水平，一方面杭州乐园是主题公园模式，重资产，折旧计入主营业务成本，毛利率低于宋城(杭州乐园的毛利率约60%，宋城景区85%左右)；另一方面，杭州乐园以散客为主，必须不断做广告，吸引散客反复游览，而宋城以团队客户为主，给旅行社行业折扣即可，无序过多广告宣传。
- (2) 杭州乐园以当地的青少年为主，今年下半年至明年陆续有新的项目投入使用，客流量将有较大增加，但门票提价尚无计划，客流增长对公司的利润贡献将较小。

3. 待建项目的投产时点决定公司2013年以后的发展

2012年，吴越千古情开业。项目盈亏平衡难度小，最大贡献净利润将

提升公司整体业绩 10%。

- (1) 杭州市场文艺演出的门票结算价分为两档，印象和宋城千古情 80 元，西湖之夜 50 元，预计吴越千古情也是 50 元。吴越千古情将争夺西湖之夜的游客，西湖之夜是民营、租赁剧院，只有 700 个座位，2010 年十几万客流量。
- (2) 我们认为吴越千古情的盈亏平衡难度小，最大贡献净利润将提升公司整体业绩 10%。但由于吴越千古情在杭州乐园内，位于萧山地区，距离市区 40 分钟车程，导游带过去很费时间，后续客流增长空间不大。考虑杭州之夜的客流量(2010 年十多万)以及部分订不上宋城千古情的团队游客，预计最大游客量为 100 万，最大贡献净利润 2500 万元，提升公司净利润 10%。

2012 年底，三亚项目部分试营业。在公司异地扩张项目中，只有三亚项目能够与宋城项目相媲美。

- (1) 三亚与杭州均拥有庞大的客流基数，休闲的城市定位。三亚的客流正进入快速发展期，未来将高于杭州；而杭州的客流基数庞大、增速将放缓。
- (2) 三亚的团客占比较低（三亚团客占 50%、杭州团客占 80%），休闲游客较多，因而三亚项目的打造定位将较高。公司正在打造三亚的夜文化，提升三亚的投资规模，包括水公园、消费区域，进而吸引高定位的休闲游客。
- (3) 三亚潜力比杭州大，主要是国际旅游岛的建设将使得未来几年的客流量快速增长，2010 年三亚接待过夜国内游客 841 万人次（凤凰机场接待旅游 848 万人次），同比增速 14%左右；此外，三亚过夜游客较多，在目的地的停留时间长，单一景点将有更多的游客。

4. 后续项目实现盈亏平衡难度不大，最终盈利规模取决于目的地客流、公司演出的质量、公司营销力度。

公司异地扩张较为谨慎、务实，具备天时地利人和。公司根据旅游目的地现有客流规模、确定先期投资规模和用地面积，未来根据市场发展，逐步提升面积和后续投资。公司进驻前期能够得到地方政府支持，与各地旅行社都进行了前期拜访、渠道已经开始打开。难度在于目的地影响出游人群的自然灾害风险。我们认为公司的异地扩张能够符合进度，未来五年十个项目，每年两个项目。

公司营销优势明显，有利于异地扩张。杭州市场有较大的客流基数，但印象西湖的客流量没有宋城景区高，说明公司客流量高除了与杭州市场的庞大客流基础有关，产品好、营销得力是决定性因素。

单个项目盈利能力规模并不小。2013 年开始，每年新开两个项目，按照 2.8-3 亿元的投资规模，30 万客流量可以实现盈亏平衡。按照单个项目最大接待 100 万客流量，100 元票价的假设，预计单一自然景区目的地的文化演出成熟期最大净利润 3000 万元。（印象刘三姐 2010 年接待游客 140 万人次，可以作为公司异地扩张项目成熟后的客流量）

演出质量才是根本，尚待考验。公司异地项目最快于 2012 年底投入试

营业，异地扩张项目的质量有待验证。

5. 盈利预测及投资建议。

2011、2012 年，宋城景区通过客流提升、物业租赁，净利润复合增速维持 25%以上，2013 年前吴越千古情能够盈利，其余项目尚处于培育期，预计略亏或盈亏平衡。预计 2011、2012 年公司 EPS 分别为 0.62、0.78 元，建议给予 2012 年 35 倍 PE，目标价 27.3 元，维持“增持”评级。

作者简介:**许娟娟:**

执业资格证书编号: S0880511010028

电话: 021-38676545

邮箱: xujuanjuan@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		