

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

近看杭州乐园 远看异地复制

——宋城股份（300144）调研报告

研究报告—深度调研报告

买入（维持）

发布日期: 2012 年 3 月 16 日

市场数据（2012 年 3 月 15 日）

收盘价（元）	22.08
一年内最高/最低（元）	50.46/18.45
沪深300指数	2585.55
市净率（倍）	3.02
流通市值（亿元）	21.82

基础数据（2011 年 12 月 31 日）

每股净资产（元）	7.32
每股经营现金流（元）	0.80
毛利率（%）	75.17
净资产收益率（%）	8.50
资产负债率（%）	11.08
总股本/流通股（万股）	36960/9883.5
B股/H股（万股）	/

相关研究:

宋城股份（300144）调研简报--2012 夯实杭州 2013 异地启航

宋城股份（300144）年报分析--业绩符合预期 关注杭州乐园成长空间

宋城股份（300144）调研简报--新演出推迟 无碍长期成长性

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- 2011 年,在后世博效应下,宋城景区营业收入实现小幅提升,一方面是来源于景区联票提价,另一方面则是来源于团队游客票价优惠幅度的缩减。预计 2012 年 5 月,宋城景区二期投入使用后,景区接待能力将提升至每年 550 万人次左右,且游客在景区内的停留时间也将明显延长。
- 杭州乐园今年的业绩增长将主要来源于门票提价以及水公园升级之后带来的客流量提升。《吴越千古情》重点覆盖中低端团队客流及萧山地区商务游客,与《宋城千古情》形成良好互补。烂苹果乐园预计将于 2012 年三季度推出,将会改变动漫馆当前场馆利用率不高的现状,未来以发展亲子游为主,功能定位将更加明确,同时以儿童为纽带,带动家庭消费,不仅有门票收入,还可以通过相关儿童产品取得收入,毛利率水平也将有明显提升。
- 三亚及丽江有望成为最先推出的异地复制项目,将于 2012 年底或 2013 年初投入使用,预计未来每年有望推出 1-2 个异地复制项目。
- 公司是文化演艺行业的领军企业,良好的渠道建设以及与当地历史文化良好融合的原创性的演艺节目是公司的核心竞争力。2012 年,公司将受益于宋城景区扩容以及杭州乐园的票价齐升,2013 年起,公司的异地复制项目将开始贡献业绩。目前,公司仍是一个华东型的企业,华东地区是公司的大本营,但未来 2-3 年,公司将逐渐抢占国内一线景区,提高对国内优质旅游资源的覆盖力。预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.84 元、1.11 元和 1.36 元,按 3 月 15 日收盘价 22.08 元计算,市盈率分别为 26 倍、20 倍和 16 倍,维持“买入”的投资评级。
- 风险提示:异地复制项目的建设进度低于预期;异地营销渠道建设不畅;公共安全事件等。

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	504.53	719.18	1266.07	1442.78
增长比率	13.44%	42.54%	76.05%	13.96%
净利润(百万元)	222.22	310.12	409.06	502.96
增长比率	36.05%	39.55%	31.91%	22.95%
每股收益(元)	0.60	0.84	1.11	1.36

目 录

1. 宋城景区二期推出将提升接待能力	3
1.1 宋城景区扩容迎客	3
1.2 《宋城千古情》接待压力有望缓解	3
2. 杭州乐园 2012 年量价齐升	4
2.1 水公园仍将继续进行改扩建	4
2.2 《吴越千古情》将与《宋城千古情》形成互补	4
2.3 杭州乐园近看门票提价、水公园升级及交通改善	5
3. 烂苹果乐园年内将推出	5
4. 异地复制项目最快年底推出	5
5. 投资建议及评级	6
6. 风险提示	6

图目录

图 1: 宋城景区客流量及增速	3
图 2: 宋城景区营业收入及增速	3
图 3: 杭州乐园客流量及增速	4
图 4: 杭州乐园营业收入及增速	4

表目录

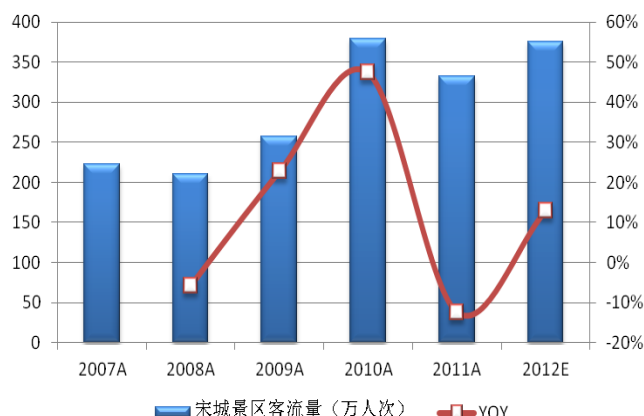
表 1: 公司异地复制项目一览	5
附表: 盈利预测	6

1. 宋城景区二期推出将提升接待能力

1.1 宋城景区扩容迎客

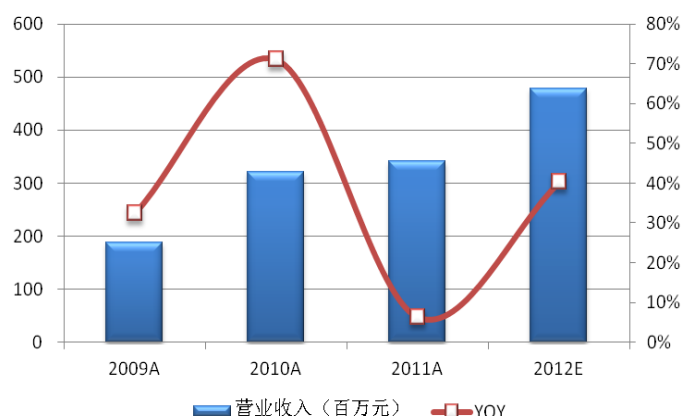
2011 年，宋城景区实现营业收入 3.41 亿元，较 2010 年增长了 6.30%，2011 年宋城景区接待入园游客 332.7 万人次，散客比例上升至约两成，较 2010 年提升了约 4 个百分点。2011 年，在后世博效应下，景区营业收入实现小幅提升，其中，景区联票提价对宋城景区平滑世博影响有一定作用。

图1：宋城景区客流量及增速



数据来源：公司公告 中原证券

图2：宋城景区营业收入及增速



数据来源：公司公告 中原证券

预计 2012 年 5 月，公司募投项目之一的宋城景区二期将可投入运营，预计将增加 2012 年营业收入约 1000 万元。同时，宋城景区内近期增加了部分民俗活动，改善并提高了游客的游园体验。此外，景区内也引进了少许游乐设施，也有助于吸引更多游客，但整体来看，宋城景区游乐设施仍较少，不会对宋城景区整体风格产生较大影响，也不会同杭州乐园产生竞争问题。目前，宋城景区二期已进入对外招商阶段，经营范围主要涉及小作坊、餐饮、购物及零副食品等。此外，公司或将保留 6-8 家商铺尝试进行餐饮或其他项目的自主经营。宋城景区二期投入使用后，预计宋城景区接待能力将提升至每年 550 万人次左右（仅包括入园游客，不含入园且观看演出的人数），且游客在景区内的停留时间也将明显延长。

1.2 《宋城千古情》接待压力有望缓解

《宋城千古情》目前仍是公司最重要的演艺节目，2011 年观众人数为 262.7 万人次，旺季每天最多安排 8 场演出，但仍存在门票供不应求的局面。目前，由于宋城景区尚未进入旅游旺季，因此演出场次偏少。2012 年春节前后每天基本安排一场演出，3 月基本能够达到每天演出三场，上座率可达到六至七成。

进入 4 月后，杭州将进入旅游的小旺季，预计届时每天将演出 4 场以上。根据公司的市场定位，2012 年，《宋城千古情》的演出场次估计将控制在每天最多 6 场，以缓解宋城景区及《宋城千古情》的接待压力，其余不

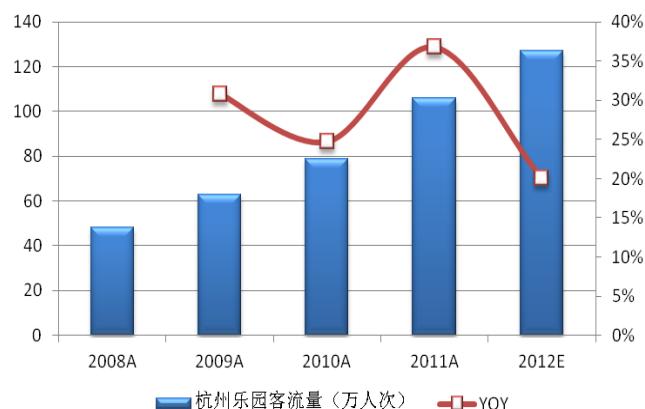
能满足的市场容量将会引导并分流至《吴越千古情》。

2. 杭州乐园2012年量价齐升

2.1 水公园仍将继续进行改扩建

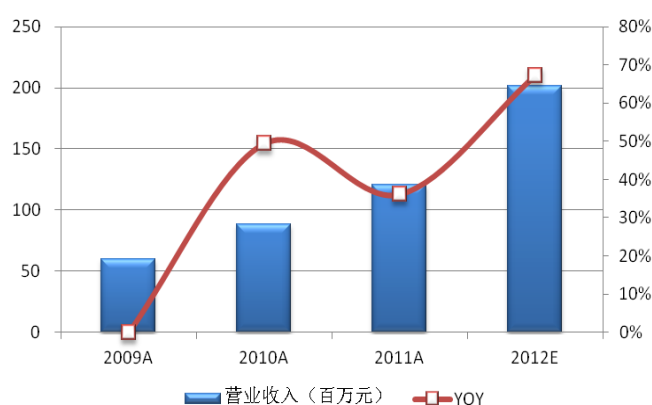
公司 2011 年推出杭州乐园水公园，对乐园 2011 年客流量增长有重要支撑作用。2011 年，乐园营业 9 个月（4-12 月），客流量达到 106 万人次，较 2010 年营业 11 个月（1-11 月）仍增长 36.77%。2012 年，公司或将继续扩建杭州乐园水公园，预计将会在暑期旺季来临时进一步推升杭州乐园客流量。

图3：杭州乐园客流量及增速



数据来源：公司公告 中原证券

图4：杭州乐园营业收入及增速



数据来源：公司公告 中原证券

2.2 《吴越千古情》将与《宋城千古情》形成互补

公司于 2012 年 2 月在杭州乐园推出 4D 大型演艺节目《吴越千古情》。《吴越千古情》是公司对《宋城千古情》在杭州本地的一次复制，可以理解为公司向异地市场拓展的一次试水。

从目标客户来说，宋城景区地处杭州之江，依托宋城景区，景区周边还有茶叶市场、丝绸市场等旅行社购物点，因此，《宋城千古情》主要面对的是杭州一日游/两日游的团队客户。而《吴越千古情》依托杭州乐园，地处萧山，周边酒店配套群非常庞大，每年往来的商务客人基数较大，但萧山的商务客人却很少到杭州市区消费，所以，《吴越千古情》的推出，一方面是为了容纳受到《宋城千古情》接待能力限制所流失的客流量，另一方面，也是考虑到萧山地区大体量的商务客流，在目标客户的定位上与《宋城千古情》有一定的差异，未来定位仍将是团队游客为主，但主要是覆盖中低端团队游客及商务客流，对《宋城千古情》形成有益的补充。

目前，为配合《吴越千古情》的演出时间，杭州乐园也已经增加夜场，并在吴越古城中安排了“西施里”等体验项目，以配合演出内容。在演出推出的最初三个月左右，公司将演出视为试营业阶段，每天演出 1 场，以邀请或赠票形式为主，旨在收集市场反馈意见以完善演出品质，盈利尚不

是首要目的，目前，《吴越千古情》仍是一个新品，而公司并不介意花费一些时间对演出精雕细琢以使之成为精品。未来，《吴越千古情》每天的演出场次安排将会采取《宋城千古情》的按需定产的方式，根据团队游客的预约情况灵活调整。

2.3 杭州乐园近看门票提价、水公园升级及交通改善

2012 年 10-11 月，杭州轨道交通 1 号线将会通车，杭州乐园恰位于轨交 1 号线的终点站附近，对于以杭州本地游客及重游游客为主的杭州乐园来说，交通便利性的改善将会带来更多增量游客并有助于提高乐园游客的重游率。

2012 年，杭州乐园的业绩增长将主要来源于门票提价以及水公园升级之后带来的客流量提升，《吴越千古情》的推出是对公司产品线的丰富，但距离正式推出尚有时日，因此，对公司全年业绩提升的贡献相对有限，2013 年，《吴越千古情》全年上演，收入及利润贡献作用将更加显著。

3. 烂苹果乐园年内将推出

烂苹果乐园（原动漫馆）预计将于 2012 年第三季度推出，对公司 2012 年的业绩提升贡献度有限。烂苹果乐园重新推出后，将会改变动漫馆当前场馆利用率不高的现状，对公司整体经营的贡献将于显著提升。

烂苹果乐园未来以发展亲子游为主，与当前针对动漫爱好者不同，未来功能定位将更加明确，以少儿旅游市场为主，同时以儿童为纽带，带动家庭消费，不仅有门票收入，还可以通过相关儿童产品取得收入，毛利率水平也将有明显提升。

4. 异地复制项目最快年底推出

公司异地复制项目首选国内一线景区，目前，三亚、丽江、泰山、石林四个项目已经落地，其中，三亚及丽江有望成为最先推出的异地复制项目，将于 2012 年底或 2013 年初投入使用，泰山项目也已列入当地政府的重点项目，项目建成后，有望获得当地政府的资金奖励或税收优惠政策。预计未来公司每年将推出 1-2 个异地复制项目，布局国内优质景区。

目前，公司已经与超过 2400 家旅行社建立了合作关系，同时，也不断在华东地区以外建立营销网络，由于公司市场营销将会先于异地项目投入使用进入当地市场，预计公司异地复制项目投入使用之时，当地的营销网络可以迅速由组团社承担起地接社的作用，景区客流有较好保障。

表1：公司异地复制项目一览

地点	占地面积	投资额	项目形式	项目进展	预计投入使用时间
三亚	-	-	《天涯千古情》，集团会建设配套酒店，但非上市公司资产		2012 年底或 2013 年初

丽江	140 亩	3.34 亿元	茶马古城、《丽江千古情》	已开工建设	2012 年底或 2013 年初
峨眉山	-	约 2 亿元	《峨眉山千古情》	与峨眉山市政府 签订投资意向书	-
武夷山	约 350 亩	-	主题公园、《武夷千古情》	签订投资意向书	-
泰山	约 230 亩	约 3.5 亿元	泰山千古情城、《泰山千古情》	受到冬季气候因素影响，工期延长	2013 年
石林	67 亩	2.2 亿元	主题公园、《阿诗玛》		2012 年底，最迟 2013 年 6 月

资料来源：公司公告 中原证券

5. 投资建议及评级

公司 2011 年收到政府补助共计 1965 万元，其中包括财政部核准 2010 年度文化产业发展专项资金 1600 万元，杭州市十七家企业上市科学技术类奖励 100 万元，杭州市旅游西进专项资金补助 60 万元等。2012 年公司收到财政部的专项资金补贴大约 1000 万元，预计将于 2012 年一季度到账。未来，公司异地复制项目建成之后也有望获得项目所在地政府的部分资金扶持，将会以直接奖励、贷款贴息或项目奖金形式发放。

公司是文化演艺行业的领军企业，良好的渠道建设以及与当地历史文化良好融合的原创性演艺节目是公司的核心竞争力。2012 年，公司将受益于宋城景区扩容以及杭州乐园的量价齐升，2013 年起，公司的异地复制项目将开始贡献业绩。目前，公司仍是一个华东型的企业，华东地区是公司的大本营，但未来 2-3 年，公司将逐渐抢占国内一线景区，提高对国内优质旅游资源的覆盖力。

维持公司“买入”的投资评级。预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.84 元、1.11 元和 1.36 元，按 3 月 15 日收盘价 22.08 元计算，市盈率分别为 26 倍、20 倍和 16 倍，维持“买入”的投资评级。

6. 风险提示

异地复制项目的建设进度低于预期；异地营销渠道建设不畅；公共安全事件等。

附表：盈利预测

资产负债表

(百万)

利润表

(百万)

	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1994.84	1941.47	2043.32	2136.54	营业收入	504.53	719.18	1266.07	1442.78
现金	1767.34	1717.01	1805.53	1893.30	营业成本	125.28	169.45	399.96	416.95
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	19.26	27.33	48.11	54.83
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	41.86	61.13	120.28	122.64
应收款项	17.63	13.38	23.55	26.84	管理费用	49.95	86.30	189.91	216.42
存货	0.48	0.85	2.00	2.08	财务费用	-13.17	-30.19	-30.57	-32.33
其他	209.39	210.24	212.24	214.33	资产减值损失	0.66	1.01	1.77	2.02

非流动资产	1046.68	1306.46	1628.96	1932.62
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	528.15	725.76	1080.26	1284.87
无形资产	387.56	376.16	365.09	354.36
其他	130.98	204.53	183.60	293.40
资产总计	3041.52	3247.93	3672.28	4069.16
流动负债	267.06	266.51	404.52	449.33
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	71.23	84.72	199.98	208.47
预收帐款	6.50	27.97	82.66	100.33
其他	189.33	153.82	121.88	140.53
长期负债	70.00	70.00	70.00	70.00
长期借款	70.00	70.00	70.00	70.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	337.06	336.51	474.52	519.33
股本	369.60	369.60	369.60	369.60
资本公积金	1909.15	1909.15	1909.15	1909.15
未分配利润	376.07	552.02	797.46	1099.23
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司所有者权益	2704.46	2911.42	3197.76	3549.83
负债及权益合计	3041.52	3247.93	3672.28	4069.16

现金流量表	(百万)			
	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	294.95	402.14	680.68	606.28
净利润	222.22	310.12	409.06	502.96
资产减值准备	0.66	1.01	1.77	2.02
折旧摊销	58.78	59.86	77.50	96.34
财务费用	-13.17	-30.19	-30.57	-32.33
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04
营运资金变动	0.00	61.34	222.91	37.34
投资活动现金流	-655.09	-320.00	-400.00	-399.96
资本支出	0.00	-320.00	-400.00	-400.00
其他投资	-655.09	0.00	0.00	0.04
筹资活动现金流	-222.94	-132.47	-192.15	-118.55
借款变动	0.00	-59.50	-100.00	0.00
其他	-222.94	-72.97	-92.15	-118.55
现金净增加额	-583.08	-50.33	88.53	87.77

资料来源：公司报表、中原证券

公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04
营业利润	280.69	404.15	536.61	662.30
营业外收入	20.92	15.00	15.00	15.00
营业外支出	4.19	4.00	4.00	4.00
利润总额	297.41	415.15	547.61	673.30
所得税	75.19	105.03	138.55	170.35
净利润	222.22	310.12	409.06	502.96
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	222.22	310.12	409.06	502.96
EPS (元)	0.60	0.84	1.11	1.36

主要财务比率	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益	0.60	0.84	1.11	1.36
每股经营现金	-1.58	-0.14	0.24	0.24
每股净资产	7.32	7.88	8.65	9.60
增长率				
营业收入增长率	13.44%	42.54%	76.05%	13.96%
营业利润增长率	22.78%	43.98%	32.78%	23.42%
净利润增长率	36.05%	39.55%	31.91%	22.95%
获利能力				
毛利率	75.17%	76.44%	68.41%	71.10%
净利率	44.04%	43.12%	32.31%	34.86%
ROE	8.22%	10.65%	12.79%	14.17%
ROIC	7.15%	19.11%	21.76%	22.91%
偿债能力				
资产负债率	10.38%	9.16%	11.66%	11.69%
流动比率	7.47	7.28	5.05	4.75
速动比率	7.47	7.28	5.05	4.75
营运能力				
资产周转率	0.17	0.23	0.37	0.37
存货周转率	248.32	255.96	280.97	204.16
应收帐款周转率	144.68	119.85	137.15	114.54
估值比率				
PE	36.80	26.32	19.95	16.23
PB	3.02	2.80	2.55	2.30

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。