

宋城股份 (300144)

景点/餐饮旅游

发布时间: 2012-11-08

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级: 推荐

宋城股份调研报告

本地项目经营良好, 三亚、丽江项目 2013 年推出

报告摘要:

前三季度宋城景区稳定增长, 门票收入同比增长 16% 左右。宋城景区二期工程五一期间已经面向游客开放, 包括南宋水街、梁山好汉街、游乐综合体等, 同时新增许多互动游乐项目, 增加了游客容量。南宋水街等新增设施仍在不断完善中, 后续仍有扩展空间。预计 2013 年宋城景区游客人数稳定增长, 有再次上调票价预期。

今年杭州的雨天比去年多了 30%-40%, 受此影响, 杭州乐园游客数量有所下降, 但由于票价提升的因素, 总体收入有所增长。吴越千古情在剧院建造、舞台搭建、节目整改等方面积累了大量经验, 为以后异地项目做标准化剧院打下基础。2013 年公司将杭州乐园和吴越千古情进一步进行整合, 杭州乐园门票价格有继续提升的空间。

烂苹果乐园精准定位亲子乐园市场, 游客人数大幅超预期, 高峰时期入园人数超过杭州乐园。杭州地铁一号线已经通车, 直达杭州乐园和烂苹果乐园, 有望拉动游客人数大幅增长。

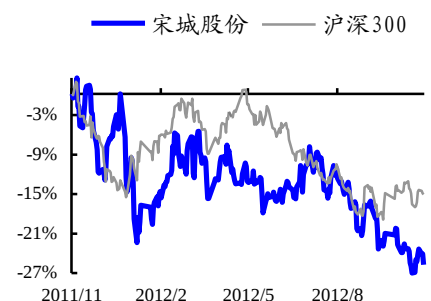
三亚、丽江项目的工程进展、节目创作进展都很顺利, 公司邀请了北京奥运会开幕式的舞美总设计师韩立勋来负责三亚和丽江项目的舞美设计, 并引进了当地的旅游市场推广高端营销人才。冬季是三亚、丽江的旅游旺季, 但具体什么时点推出这两个新的公园, 公司会结合财务测算和市场情况来决定。

我们预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.47 元、0.51 元、0.69 元, 相对于目前股价市盈率分别为 26 倍、24 倍、18 倍。

风险提示: 异地项目进度低于预期、杭州景区游客人数低于预期、天气异常。

股票数据	2012/11/7
收盘价 (元)	12.38
12 个月股价区间 (元)	11.75 ~ 26.05
总市值 (百万元)	6,863
总股本 (百万股)	554
A 股 (百万股)	554
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-6%	-16%	-25%
相对收益	-6%	-12%	-9%

相关报告

《宋城股份三季报点评》

2012-10-23

《宋城股份半年报点评: 业绩低于预期》

2012-7-27

证券分析师: 耿云

执业证书编号: S0550511080003

(021)20361136 cloud.geng@gmail.com

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	445	505	556	696	916
(+/-)%	62.74%	13.44%	10.19%	25.25%	31.50%
归属母公司净利润	163	222	258	285	384
(+/-)%	87.76%	36.05%	16.08%	10.35%	34.87%
每股收益 (元)	0.97	0.60	0.47	0.51	0.69
市盈率	13	21	26	24	18
市净率	1	2	3	3	2
净资产收益率 (%)	6.45%	8.22%	8.71%	8.77%	10.57%
股息收益率 (%)	0.53%	0.79%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	168	370	554	554	554

目 录

1. 前三季度经营情况回顾.....	3
2. 明年仍主要靠本地项目	3
2.1. 宋城景区稳定增长.....	3
2.1.1. 2013 年业绩增长主要来自两方面:	3
2.2. 杭州乐园低于预期, 吴越千古情打好基础.....	4
2.3. 烂苹果乐园游客人数超预期.....	4
2.4. 杭州地铁 1 号线开通有助于提升杭州乐园和烂苹果乐园的游客数量.....	4
3. 异地项目即将推出	5
3.1. 关于异地项目推出的节奏.....	5
3.2. 三亚、丽江项目将于 2013 年推出.....	5
3.3. 三亚项目和丽江项目简介 (资料来自公司网站)	6
4. 盈利预测	6
5. 风险提示	6

1. 前三季度经营情况回顾

2012 年 1-9 月。报告期内，公司实现营业收入 44,884.49 万元，比上年同期增长 15.69%；利润总额为 29,086.04 万元，比上年同期增长 14.50%；归属于公司普通股股东的净利润为 21,759.04 万元，比上年同期增长 14.27%。

受新项目投入拖累，前三季度，公司毛利率比上年同期下降 5.43 个百分点，降至 72.26%，管理费用比上年同期增加 1.24 个百分点。

2. 明年仍主要靠本地项目

2.1. 宋城景区稳定增长

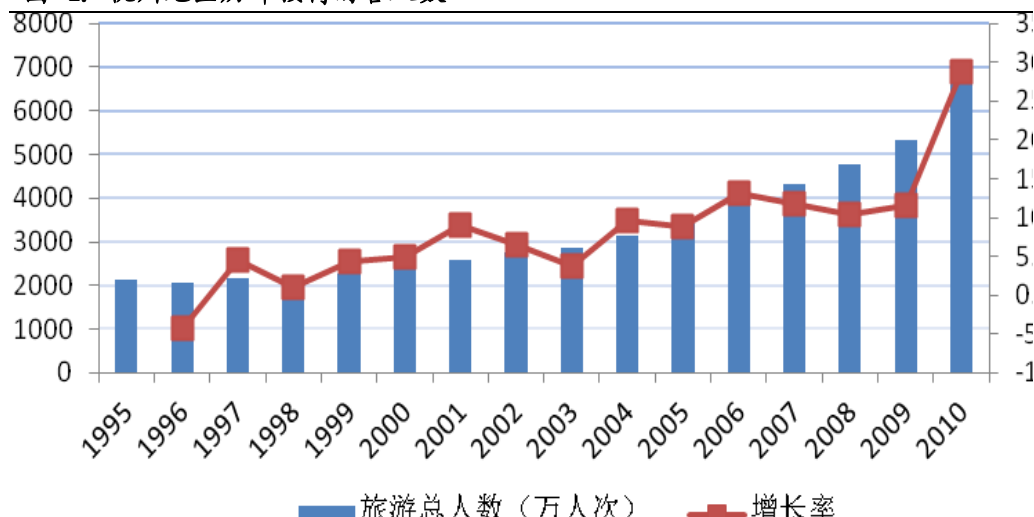
前三季度宋城景区稳定增长，门票收入同比增长 16% 左右。宋城景区二期工程五一期间已经面向游客开放，包括南宋水街、梁山好汉街、游乐综合体等，同时新增许多互动游乐项目，增加了游客容量。南宋水街等新增设施仍在不断完善中，后续仍有扩展空间。

2.1.1. 2013 年业绩增长主要来自两方面：

杭州游客人数增长

2011 年杭州市接待国内游客 7181 万人次，同比增长 13.9%；接待入境游客 306.3 万人次，同比增长 11.1%。2012 年 1-9 月，浙江省共接待国内游客 29150 万人次，同比增长 14.09%。近年来杭州市游客接待量均保持 10% 以上的增长，宋城景区经营较为成熟，能分享到杭州地区游客人数的增长。

图 1：杭州地区历年接待游客人数



数据来源：浙江省旅游局，Wind

提价预期

宋城景区上次提价为 2011 年 1 月 1 日，到 2013 年已满两年，我们预计 2013 年有望再次提价。根据公司对华东地区的门票调研，游乐园售票都在两百元以上，个别公园也推出演出，另外售价一百多元。可以说，宋城“公园+演出”现在的门票价格还是低于行业内平均水平的，所以宋城在未来几年还是有非常大的提价空间。

间。

2.2. 杭州乐园低于预期，吴越千古情打好基础

杭州乐园是室外乐园，今年 1-3 季度受阴雨天气和台风天气影响，游客数量有所下降，低于预期，但由于票价提升的因素，总体收入还是有所增长的。今年杭州的雨天比去年多了 30%-40%。杭州乐园的主要特点是活动多，不是主打高、精、尖设施，核心是用活动、文化来包装，这样做的好处有两点：降低成本和安全风险。

吴越千古情于今年 2 月 14 日正式推出，年内仍处于培育期。经过一年的摸索和不断改进，公司在剧院建造、舞台搭建、节目整改等方面积累了大量经验，为以后异地项目做标准化剧院打下基础。

与宋城千古情相比，吴越千古情有两方面的不同：（1）表演内容和形式不同。宋城千古情融合了杂技、歌舞等表演形式，演出分为四幕讲述不同历史阶段的故事，整体形式来说更像一台综艺节目；对于吴越千古情的设计，公司采取了一个新的思路，是讲述一个整体的故事。（2）市场推广不同。公司做吴越千古情的主要动因之一是填补宋城千古情空出来的市场，杭州每年接待游客量近 8000 万人次，宋城千古情只接待了不到 400 万游客，在旺季时供不应求，主要竞争对手印象西湖、西湖之夜等演艺节目每年也都在不断增长。公司希望通过推出吴越千古情来满足、吸纳负担不起宋城千古情的中低端游客和旺季时宋城千古情接待不了的游客。因此在做吴越千古情的时候，公司要求不能切走宋城千古情的流量，在这个前提下，要增大底盘的流量，探索一个全新的市场。具体来说：一是从客源出发地入手，宋城千古情主要针对地接社，吴越千古情将拓展组团社的渠道，对于宋城千古情比较欠缺的海外市场，吴越千古情逐步在源头纳入行程，明年客流量会有较大的增长；二是拓展附近市场，吴越千古情在尝试增加新的市场板块（三小时交通圈范围内的组团市场），公司今年初步做了尝试，将杭州乐园和吴越千古情结合起来经营，把吴越千古情白天开放，一方面利用杭州乐园的客流量增加吴越千古情的观众，另一方面通过吴越千古情的表演时间环节游乐项目排队的人流量，提高了游客的满意度。类似的水公园长三角地区已经越来越多，但是加上表演秀，杭州乐园“主题公园+文化演艺”的特色就突出出来了。未来杭州乐园那边会建仿古街道，增加文化和游乐氛围，明年公司可能会采取联票的形式，晚上吴越千古情继续做组团业务，白天吴越千古情、杭州乐园、烂苹果乐园几个景点组合起来做联票。

2013 年杭州乐园和吴越千古情将进一步进行整合，杭州乐园门票价格有继续提升的空间。

2.3. 烂苹果乐园游客人数超预期

烂苹果乐园是中国最大、华东唯一的全室内高科技亲子乐园，主打“亲子游”。全国亲子游的旅游市场非常庞大，但室内高科技亲子乐园还没有。烂苹果乐园定位精准，一开业就很火爆，客流一度超过杭州乐园，入园人数大幅超预期。由于是原有设施改建的，所以新投入并不算大，等于是盘活原有资产，母公司承担了大部分折旧。烂苹果乐园营业时间是每周五、周六、周日和节假日，主要是考虑亲子游时间的限制和节约成本，抓住假期带来的收入大头，有效控制成本。

2.4. 杭州地铁 1 号线开通有助于提升杭州乐园和烂苹果乐园的游客数量

刚刚开通的杭州地铁 1 号线湘湖路站就在杭州乐园和烂苹果乐园附近，地铁的开通将大大方便到以上两个景点的交通，增加游客数量。杭州乐园和烂苹果乐园位于萧山区，距离杭州火车站约 15 公里，没有直接到达的公共交通工具，乘坐公共

交通工具需要耗时 1 小时 40 分钟左右，开车需要半小时以上，因此入园游客多数开私家车前往，暑假期间一度导致附近交通拥堵。杭州地铁 1 号线开通后，从杭州火车站至杭州乐园和烂苹果乐园仅需 7 站路。

图 2：杭州地铁 1 号线线路图



数据来源：互联网，东北证券

3. 异地项目即将推出

3.1. 关于异地项目推出的节奏

公司认为在战略布局上一定要够快，要尽快在全国一线景区展开布局，取得先机，先把市场占了。异地项目主要还是演出的节目，对于节目的编排，会深入当地采风，深度挖掘当地的文化和民族特色，邀请民间艺人。工程建设实施起来并不困难，但公司推出新的公园还是有一定节奏的，会考虑折旧摊销压力对当期业绩的压力。总体来说公司不想推太快，一方面希望财务压力能通过已有项目的增长平稳化解掉；另一方面，希望前面推出的项目能为后面积累经验。异地项目一般需要一年的培育期，之后能实现比较好的增长。

3.2. 三亚、丽江项目将于 2013 年推出

三亚、丽江项目的工程进展、节目创作进展都很顺利，公司邀请了北京奥运会开幕式的舞美总设计师韩立勋来负责三亚和丽江项目的舞美设计，并引进了当地的旅游市场推广高端营销人才。冬季是三亚、丽江的旅游旺季，但具体什么时点推出这两个新的公园，公司会结合财务测算和市场情况来决定。

三亚和丽江项目投入不同，但票价预计也会有所差异。总体来说，每个景点分别能达到 40-50 万游客量就能实现盈亏平衡。三亚、丽江两个地方都是旅行团游客市场比较成熟的地方，公司对旅行团市场非常熟悉，对公司来说等于是面对熟悉的进行复制。三亚市场团队流量一年 400 万左右，丽江团队市场流量一年 380 万左右，旅游线路比较成熟。三亚目前没有档次高的演艺项目，丽江两台演出，印象

丽江和玉龙雪山捆绑，一年大概 200 万的量，丽水金沙 50 多万客流量。

三亚项目附近宋城集团有拿地，未来可能会做些房产配套，但不是上市公司异地复制模式的常态，宋城股份的复制主要是依托景点，看客流底量，希望在较为成熟、人流量大的全国一流景区复制成功。

3.3. 三亚项目和丽江项目简介（资料来自公司网站）

三亚宋城文化旅游度假区

三亚宋城文化旅游度假区位于三亚市中心迎宾大道，总投资 55 亿元，是海南省重点文化产业项目之一。

度假区内有三亚古城、三亚宋城水公园、三亚宋城冰雪世界三大主题公园，三亚千古情大剧院、三亚大剧院两大剧院推出《三亚千古情》等数台大型歌舞剧。三亚古城充分利用三亚的特殊气候和植被，掩隐在热带雨林中，古城四周有三亚宋城云水间酒店和三亚宋城不夜城景观房产等项目，将主题公园、文化演艺、娱乐休闲、酒店人居等不同功能进行组合，使三亚宋城文化旅游度假区成为旅行者的乐园、三亚的不夜城、优美人居的典范。

丽江宋城文化旅游度假区

丽江宋城文化旅游度假区位于丽江市，距丽江古城 4 公里处，周边有文笔海等自然景观，在项目所在地抬头就能见到玉龙雪山，地理环境优越。

度假区内将建成一座活着的丽江茶马古城、丽江宋城游乐园两大公园，在丽江千古情大剧院里推出大型歌舞《丽江千古情》。利用文笔海丰沛的水源将丽江宋城文化度假区打造成真正的丽江水乡和湖泊景观，在湖泊的四周将建设高品质的丽江宋城云水间酒店、丽江宋城二月花酒店及茶马古道的配套景观项目，把丽江茶马古城建成和大研古城、束河古镇鼎足而立的三大古城。

4. 盈利预测

新项目一般需要一年培育期，所以我们预计 2013 年仍将是公司业绩压力较大的年份，预计公司将从 2014 年开始进入业绩释放期。丽江、三亚项目将是公司发展的里程碑和市场表现的重要催化剂，这两个项目的推广效果和市场表现将直接决定公司 2013 年业绩表现。

我们预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.47 元、0.51 元、0.69 元，相对于目前股价市盈率分别为 26 倍、24 倍、18 倍。

公司此前股价调整较多，我们认为目前股价基本反映了对 2012 年新项目投入带来的业绩压力，此前大股东宋城集团增持股份表明管理层对公司发展的信心。维持推荐评级，积极关注公司三亚、丽江项目的进展。

5. 风险提示

异地项目进度低于预期、杭州景区游客人数低于预期、天气异常

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1767	1673	1675	1833	净利润	222	258	285	384
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	1	2	2	2
应收款项	5	4	5	7	折旧及摊销	59	86	113	133
存货	0	1	2	2	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	20	6	9	12
流动资产合计	1995	1944	2010	2212	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-10	-46	-39	-22
长期投资净额	0	0	0	0	其他	0	9	0	0
固定资产	528	728	878	1078	经营活动净现金流量	295	257	349	489
无形资产	388	513	636	756	投资活动净现金流量	-655	-396	-329	-369
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-223	44	-18	38
非流动资产合计	1047	1404	1638	1893	企业自由现金流	-548	-191	-23	74
资产总计	3042	3348	3648	4105	财务与估值指标				
短期借款	0	0	0	0	每股指标				
应付款项	71	69	86	96	每股收益（元）	0.60	0.47	0.51	0.69
预收款项	7	7	9	12	每股净资产（元）	7.32	5.34	5.86	6.55
一年内到期的非流动负债	160	160	100	100	每股经营性现金流量（元）	0.80	0.46	0.63	0.88
流动负债合计	267	265	231	254	成长性指标				
长期借款	70	120	170	220	营业收入增长率	13.44%	10.19%	25.25%	31.50%
其他长期负债	0	0	0	0	净利润增长率	36.05%	16.08%	10.35%	34.87%
长期负债合计	70	120	170	220	盈利能力指标				
负债合计	337	385	401	474	毛利率	75.17%	70.27%	70.70%	74.96%
归属于母公司股东权益合计	2704	2962	3247	3631	净利率	44.04%	46.40%	40.88%	41.93%
少数股东权益	0	0	0	0	运营效率指标				
负债和股东权益总计	3042	3348	3648	4105	应收账款周转率（次）	2.52	2.52	2.52	2.52
					存货周转率（次）	1.47	1.47	1.47	1.47
					偿债能力指标				
					资产负债率	11.08%	11.51%	10.99%	11.55%
					流动比率	7.47	7.33	8.70	8.71
					速动比率	6.74	6.35	7.32	7.30
					费用率指标				
					销售费用率	8.30%	10.00%	10.00%	11.00%
					管理费用率	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%
					财务费用率	-2.61%	-6.72%	-4.94%	-3.70%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	0.79%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E（倍）	24	32	29	21
					P/B（倍）	2	3	3	2
					P/S（倍）	11	15	12	9
					净资产收益率	8.22%	8.71%	8.77%	10.57%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760