

宋城股份 (300144.SZ) 旅游景点行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

毛峥嵘
分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

苏超
联系人
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

土地挂牌公示, 三亚项目落定进入倒计时

事件

7月17日,《三亚晨报》(中共三亚市委机关报)刊登三亚市国有建设用地使用权挂牌出让公告(三土环资告字〔2011〕4号),出让位于市迎宾路北侧、荔枝沟加油站东侧,面积为15.0054公顷(约合225.3亩),土地位置及具体情况详见图表1、2)。根据三亚市城市规划要求,此宗土地出让列示了多项竞买事项,主要相关条款有:

1. 竞买人资格: 参加竞买的企业须具备由中宣部牵头评定为中国文化企业30强资格;创作的旅游演艺作品曾荣获国家精神文明建设“五个一工程奖”。
2. 报名参加竞买人须提交相关有效证明文件,并缴纳竞买保证金人民币59661万元。竞买人交保证金之前必须先通过符合挂牌出让对象条件的审查。
3. 挂牌时间为:2011年8月8日9时至2011年8月17日16时。

(有关土地招拍挂的具体情况详见7月17日的《三亚晨报》)

评论

按照竞买人资格限定,宋城集团将成唯一符合条件的旅游演艺企业:由于此宗土地出让规定竞买人必须中宣部牵头评定的中国文化企业30强资格和创作的旅游演艺作品曾荣获国家精神文明建设“五个一工程奖”两个条件,目前国内同时符合这两个条件的企业仅有宋城集团一家,宋城股份在上市资料中也明确表达过在三亚建设大型文化演艺项目的计划。如若宋城对此地块感兴趣,则意味着公司最先规划的异地扩张项目-三亚主题公园和文化演艺项目将实质性启动,前提拿地工作即将展开。

选址主要考虑三亚客流量较大的知名观光型景区,十分符合宋城演艺产品的市场定位:根据出让公告中列示的标的位置,该宗土地相对靠近三亚湾和大东海,附近有三亚客流量较大的知名观光型景区,如鹿回头、天涯海角等,也是市区前往南山景区的必经之路,在客源结构上也主要以团队为主,十分符合宋城此次计划打造的“三亚千古情”文化演艺作品的目标客户定位,而公司极强的渠道营销能力也能在项目建成后迅速打开市场,为公司在短期内形成新的盈利增长点奠定基础。

土地价格合理,或将出现集团先统一竞买、再平价将文化娱乐用地卖给上市公司的过程:由于此次土地招拍挂基本是指定用途、指定竞买人(资格)的土地出让,缴纳的竞买保证金即为土地价格(不考虑有关税费),根据土地面积,此次土地平均出让价格为264.8万元/亩。三亚的土地价格在海南国际旅游岛政策颁布、实施后经历了一次大幅上涨的过程,鉴于两块土地的使用年限和用途存在较大差异,我们认为,上市公司所需的文化娱乐用地价格将显著低于平均出让价格,应与近期三亚文化旅游用地的销售均价大体相当。此外,由于此宗土地分为两部分,一部分是文化娱乐用地(50年使用权),另一部分为二类居住用地(70年使用权),而三亚市政府规定拿地主体必须是一家企业。鉴于目前证监会对于涉房企业采取了十分严厉的监管措施,如由上市公司作为单一主体去拿地,势必存在还需将居住用地转卖给集团的过程,程序也相对较为复杂(上市公司资产转让需进行评估等必要程序)。因此,我们判断,可能出现由宋城集团统一去拍地、再将文化娱乐用地评估后转卖给上市公司的过程。

三亚项目进入倒计时,预计最快9月份尘埃落定:由于土地招拍挂的截止时间是8月17日,因此,如若顺利,考虑完备相关手续、文化娱乐用地重新评估定价等相关程序所需时间,我们预计,宋城股份最快能够在9月份获得项目所需用地。届时,将正式启动三亚项目的建设,经历一年的建设期后,应能够在明年底之前建成对外营业。

投资建议

在暂不考虑公司异地扩张项目可能盈利贡献的情况下,我们预测,2011~2013年每股收益分别为0.621元、0.828元和1.112元,三年复合增长率为36%。按照7月20日午间21.36元的收盘价计算,动态市盈率分别为34.8倍、25.8倍和19.2倍,短期动态市盈率相对较高。然而,我们认为,公司继泰山项目落定后,以文化演艺为主的异地扩张模式逐渐成型,三亚项目尽管此前经历了一些波折,但在本次土地招拍挂完成后也将最终进入实质性建设阶段。文化演艺作为成熟旅游市场重要的增值产品日益受到各地的重视,宋城凭借有力的先发优势(率先上市融资)和品牌优势,有望在近两年迅速完成全国布局,而市场对于此类正处在高速扩张期的上市公司也往往给予相对较高的估值(由于新项目收益暂无法估测,盈利往往是原有资产贡献)。据此,我们继续维持对公司“买入”的投资评级。

图表1: 出让土地具体地理位置(地图中绿色箭头标注的位置)



来源: Google、国金证券研究所

图表2: 地块规划指标和使用年限

地块号	用地面积 (公顷)	用地性质	容积率	建筑密度	建筑限高 (米)	绿地率	使用年限	投资强度 (万元/平方米)
YC2-47-3	5.3333	文化娱乐	≤1.16	≤80%	≤30	≥10%	50年	2
YC2-47-4	9.6721	二类居住	≤3.5	≤26%	≤99	≥40%	70年	2

来源: 《三亚晨报》、国金证券研究所

图表3: 宋城股份盈利预测详表

项目(单位:百万元)	2007	2008	2009	2010H	2010	2011H	2011F	2012F	2013E
营业总收入	121.02	197.71	273.30	181.54	444.76	228.51	509.42	694.08	872.05
收入增长率		63.37%	38.23%		62.74%	25.87%	14.54%	36.25%	25.64%
其中:宋城景区	117.24	141.67	187.60	131.80	321.01	175.59	314.70	340.11	358.31
杭州乐园		45.62	60.11	28.79	88.56	29.82	150.01	243.47	291.24
动漫馆			6.30	7.87	7.87	3.00	4.00	64.50	98.50
其他业务收入	2.03	10.42	19.29	13.08	27.32	20.10	40.70	46.00	124.00
营业成本	26.49	46.81	82.14	43.21	105.49	74.08	123.36	172.06	190.04
其中:宋城景区	25.70	20.47	36.00	16.27	48.26	22.23	43.69	45.26	48.65
杭州乐园		20.96	29.17	12.67	32.09	43.60	63.31	87.78	97.40
动漫馆			5.62	4.09	4.79	1.50	2.00	33.86	37.92
其他业务成本	0.24	5.37	11.35	10.17	20.35	6.75	14.36	5.16	6.06
毛利	94.53	150.91	191.15	138.33	339.27	154.43	386.06	522.02	682.01
毛利率	78.11%	76.33%	69.94%	76.20%	76.28%	67.58%	75.78%	75.21%	78.21%
营业税金及附加	4.75	7.15	9.76	6.42	15.72	8.07	17.98	24.50	30.78
占营业总收入比重	3.92%	3.62%	3.57%	3.54%	3.53%	3.53%	3.53%	3.53%	3.53%
销售费用	14.81	24.25	22.07	9.10	30.37	15.77	35.15	40.26	47.96
占营业总收入比重	12.24%	12.27%	8.07%	5.01%	6.83%	6.90%	6.90%	5.80%	5.50%
管理费用	9.21	16.12	26.88	17.04	40.61	20.68	45.85	52.75	65.40
占营业总收入比重	7.61%	8.15%	9.83%	9.39%	9.13%	9.05%	9.00%	7.60%	7.50%
财务费用	9.77	12.43	17.43	12.06	23.89	-0.95	-1.83	-2.08	5.60
资产减值损失	0.58	0.52	-0.86	0.22	0.06	-	-	-	-
投资收益	0.71	0.09	0.67	-	-	-	-	-	-
营业利润	56.12	90.52	116.55	93.47	228.62	110.87	288.91	406.59	532.26
营业外收支	-0.79	-0.18	0.93	1.23	-10.63	17.20	17.20	16.00	15.50
加:营业外收入	0.13	0.39	3.58	1.33	2.31	17.20	17.20	16.00	15.50
减:营业外支出	0.92	0.58	2.64	0.09	12.94	-	-	-	-
利润总额	55.33	90.33	117.48	94.70	217.98	128.07	306.11	422.59	547.76
减:所得税费用	10.76	23.30	29.07	23.62	54.65	32.02	76.53	105.65	136.94
所得税费用率	19%	26%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
净利润	44.57	67.03	88.41	71.08	163.34	96.05	229.58	316.94	410.82
净利润增长率		50.40%	31.90%	-	84.75%	35.12%	40.56%	38.05%	29.62%
净利润率	36.8%	33.9%	32.4%	39.2%	36.7%	42.0%	45.1%	45.7%	47.1%
减:少数股东损益	-0.63	2.87	1.42	-	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	45.20	64.16	87.00	71.08	163.34	96.05	229.58	316.94	410.82
完全摊薄后每股收益(元)	0.380	0.530	0.700	0.560	0.972	0.260	0.621	0.858	1.112

来源:国金证券研究所

图表4: 宋城股份三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	198	273	445	509	694	872
增长率		38.2%	62.7%	14.5%	36.2%	25.6%
主营业务成本	-47	-82	-105	-123	-172	-190
%销售收入	23.7%	30.1%	23.7%	24.2%	24.8%	21.8%
毛利	151	191	339	386	522	682
%销售收入	76.3%	69.9%	76.3%	75.8%	75.2%	78.2%
营业税金及附加	-7	-10	-16	-18	-25	-31
%销售收入	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
营业费用	-24	-22	-30	-35	-40	-48
%销售收入	12.3%	8.1%	6.8%	6.9%	5.8%	5.5%
管理费用	-16	-27	-41	-46	-53	-65
%销售收入	8.2%	9.8%	9.1%	9.0%	7.6%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	103	132	253	287	405	538
%销售收入	52.3%	48.5%	56.8%	56.4%	58.3%	61.7%
财务费用	-12	-17	-24	2	2	-6
%销售收入	6.3%	6.4%	5.4%	-0.4%	-0.3%	0.6%
资产减值损失	-1	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0
%税前利润	0.1%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	91	117	229	289	407	532
营业利润率	45.8%	42.6%	51.4%	56.7%	58.6%	61.0%
营业外收支	0	1	-11	17	16	16
税前利润	90	117	218	306	423	548
利润率	45.7%	43.0%	49.0%	60.0%	60.9%	62.8%
所得税	-23	-29	-55	-76	-106	-137
所得税率	25.8%	24.7%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	67	88	163	229	317	411
少数股东损益	3	1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	64	87	163	229	317	411
净利率	32.5%	31.8%	36.7%	45.0%	45.7%	47.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	64	87	163	229	317	411
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	39	53	61	104	142
非经营收益	13	20	37	10	17	23
营运资金变动	-7	3	-3	12	14	-3
经营活动现金净流	96	149	250	313	453	573
资本开支	-123	-286	-46	-469	-808	-520
投资	0	-16	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-123	-302	-47	-470	-808	-520
股权募资	0	31	2,128	2,059	0	0
债权募资	60	200	-18	-270	-72	40
其他	-38	-32	-50	-28	-96	-38
筹资活动现金净流	22	199	2,060	1,761	-168	2
现金净流量	-5	46	2,264	1,604	-523	55

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	39	87	2,350	3,974	3,431	3,486
应收款项	5	4	5	10	12	13
存货	0	0	1	1	1	1
其他流动资产	0	3	15	7	8	7
流动资产	45	95	2,371	3,971	3,452	3,506
%总资产	9.9%	13.3%	79.7%	79.4%	66.4%	62.1%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	282	358	353	777	1,498	1,891
%总资产	62.4%	50.4%	11.9%	15.5%	28.8%	33.5%
无形资产	125	257	251	248	248	248
非流动资产	408	615	603	1,029	1,748	2,142
%总资产	90.1%	86.7%	20.3%	20.6%	33.6%	37.9%
资产总计	453	710	2,974	5,000	5,200	5,648
短期借款	200	38	150	0	0	0
应付款项	48	31	44	55	68	62
其他流动负债	29	13	16	76	17	41
流动负债	277	82	210	131	85	103
长期贷款	0	362	232	112	40	80
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	277	444	442	243	125	183
普通股股东权益	164	266	2,533	4,758	5,075	5,465
少数股东权益	11	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	453	710	2,974	5,000	5,200	5,648

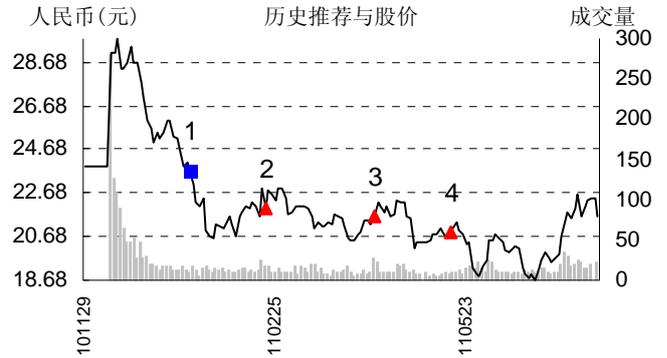
比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.000	0.000	0.972	0.621	0.858	1.112
每股净资产	2.735	2.112	15.075	22.656	24.166	26.022
每股经营现金净流	1.645	1.196	1.490	1.490	2.156	2.727
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.100
回报率						
净资产收益率	39.10%	32.69%	6.45%	4.82%	6.25%	7.52%
总资产收益率	14.17%	12.25%	5.49%	4.59%	6.09%	7.27%
投入资本收益率	20.42%	14.96%	6.49%	4.42%	5.93%	7.28%
增长率						
主营业务收入增长率	63.37%	38.23%	62.74%	14.54%	36.25%	25.64%
EBIT增长率	57.20%	28.13%	90.69%	13.66%	40.91%	32.96%
净利润增长率	41.97%	35.58%	87.76%	40.42%	38.19%	29.62%
总资产增长率	38.13%	56.84%	318.84%	68.11%	4.00%	8.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	1.9	1.4	2.0	1.8	1.3
存货周转天数	2.3	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
应付账款周转天数	153.2	126.4	92.6	102.0	90.0	70.0
固定资产周转天数	521.4	472.0	286.0	438.9	517.0	492.3
偿债能力						
净负债/股东权益	91.45%	117.76%	-77.72%	-80.76%	-66.82%	-62.32%
EBIT利息保障倍数	8.3	7.6	10.6	-157.2	-194.1	96.0
资产负债率	61.23%	62.53%	14.85%	4.85%	2.41%	3.24%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-01-13	持有	23.68	N/A
2	2011-02-22	买入	22.00	55.60 ~ 60.80
3	2011-04-12	买入	21.61	N/A
4	2011-05-16	买入	20.89	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室