

评级：强烈推荐

餐饮旅游行业

公司研究报告

第一创业证券研究所

分析师：任文杰 S1080207050038

联系人：冯佳 S1080109120902

电话：0755-82485184

邮件：fengjia@fcsc.cn

宋城股份（300144）事件点评

—— 三亚项目尘埃落定，开启新地赢利点

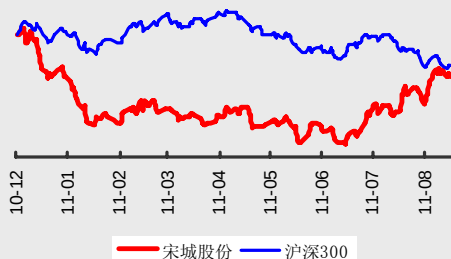
交易数据

52周内股价区间(元):	18.45-66.47
总市值(百万元):	9,313.92
流通股本(百万股):	92.40
流通股比率(%):	25.0%

资产负债表摘要

股东权益(百万元):	2,532.64
每股净资产:	6.85
市净率:	3.68
资产负债率:	14.9%

股价与沪深300指数比较



相关报告:

《杭州市场稳增，异地项目落实》
-20110725

《深度报告：双轮驱动，独步天下-夯实杭州市场内生增长 超预期异地扩张引遐想》-20110617

事件:

2011年8月24日，宋城股份发布了关于使用部分超募资金成立三亚子公司的公告，三亚千古情旅游演艺项目由杭州宋城股份全资子公司三亚千古情旅游演艺有限公司投资建设。项目占地约80亩，总投资为49,000万元，拟用超募资金作为项目资金来源。公司同时发布了该项目可行性研究报告：项目计算期为9年，包含建设期1年和运营期8年，计算期第2年开始对外营业。项目预计年平均营业收入达到23,625万元；年均游客人数达到166万人次；年平均净利润为12,489万元。

点评:

- **顺利拍地，价格低于预期** 三亚项目最早在公司的招股说明书中出现，但由于三亚的土地价格在海南国际旅游岛政策颁布前后经历了快速上涨的过程，加之土地拆迁中存在的利益冲突问题，因而土地招拍挂在8月18日尘埃落定，整体受让地块为150,054平方米（即225.3亩），总地价6亿元人民币；其中，文化娱乐地块面积为53333平方米（即80.1亩），使用年限50年；其余地块为居住用地。由于三亚市政府规定拿地主体必须是一家企业，因而才出现了集团子公司统一竞拍、再依据评估价转让给上市公司的局面。此次整体地块的平均受让价格为266.3万元/亩，而股份公司受让土地的评估值及总价为1.4亿元，每亩均价约为175万/亩，低于平均出让价格约35%。此交易价格基于评估价格，反应了市场公允价值，体现了公司在关联交易上的公平性。
- **选址合理，辐射热门海湾** 公司的三亚项目位于市迎宾路北侧，荔枝沟加油站东侧，靠近三亚湾和大东海景区，距离亚龙湾、海棠湾仅20分钟路程，亦是前往南山景区的必经之路，在地理位置上辐射众多热门景区，利于公司在吸引团队游客上下功夫，为公司在短期内形成新的盈利增长点奠定基础。
- **开工在即，明年迎客** 目前三亚项目尚需报批报建流程，预计将于9月内正式开工建设，建设周期为12个月，最快将在明年10月初建成开放。前期的建设、创作投资额约3.235亿元，将建设成为以崖州古街为文化主线，以三亚千古情大剧院、文化广场为演艺主线，以娱乐中心、丛林探险为体验主线这三大主线的融合旅游文化演艺与主题公园的异地核心项目。
- **预计2013年将步入盈利期** 据公司公布的项目可行性研究，我们判断，



三亚项目的运营初期，团队结算票价与宋城景区持平，在 100 元附近，项目的年均固有运营成本在 4,500 万-5,000 万之间，如若三亚千古情在 2012 年 10 月开幕，预计当年单项目净利润在-30 万-30 万元之间；我们预计 2013 年园区接待量将升至 80-100 万人次，为公司贡献每股收益 0.07 元-0.10 元。

- **投资评级** 三亚项目地处国内首屈一指旅游胜地，集休闲游、商务会展游和购物游于一体，公司将以三亚千古情项目定位于异地核心项目，倾力打造新的盈利增长点。2011-2012 年，公司业绩增长着力于杭州市场的深耕细作，仅杭州市场的新园区陆续开幕及提价效应即可为公司贡献 38%的复合增长率。预计公司 2011 年到 2013 年的每股收益分别为 0.62 元、0.84 元、1.07 元。鉴于公司的高盈利能力、高成长性，我们维持对公司“强烈推荐”的评级，目标价区间 29-33 元。
- **风险提示：** 异地项目培育风险；无法预测的自然灾害等

表 1、盈利预测（单位：万元）

单位：万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	27,330	44,476	53,873	80,625	104,642
同比（%）	38.2%	62.7%	21.1%	49.7%	29.8%
营业毛利	19,115	33,927	41,294	57,611	74,087
同比（%）	26.7%	77.5%	21.7%	39.5%	28.6%
归属母公司净利润	8,700	16,334	23,306	31,108	39,539
同比（%）	35.6%	87.8%	42.7%	33.5%	27.1%
总股本（万股）	36,960.0	36,960.0	36,960.0	36,960.0	36,960.0
每股收益（元）	0.24	0.44	0.63	0.84	1.07
ROE	32.7%	6.4%	7.8%	9.4%	10.7%
P/E（倍）	107.1	57.0	40.0	29.9	23.6

资料来源：第一创业证券研究所



表 3、公司主营业务合并预测（单位：万元）

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	27,329.5	44,475.7	53,873.5	80,625.4	104,642.1
增长率%	38.2%	62.7%	21.1%	49.7%	29.8%
杭州宋城景区	18,760	32,101	36,917	44,300	53,160
增长率%	32.4%	71.1%	15.0%	20.0%	20.0%
杭州乐园景区	6,011	8,856	17,711	27,452	32,943
增长率%	31.8%	47.3%	100.0%	55.0%	20.0%
杭州动漫馆门票	630	787	590	885	1,151
增长率%	#DIV/0!	24.9%	-25.0%	50.0%	30.0%
其他演艺项目	0	0	0	10,000	20,000
增长率%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	100.0%
二、营业毛利	19,115.4	33,926.8	41,293.5	57,610.8	74,087.2
增长率%	26.7%	77.5%	21.7%	39.5%	28.6%
综合毛利率	69.9%	76.3%	76.6%	71.5%	70.8%
三、主业盈利	13,245.2	25,257.0	31,097.6	40,817.9	52,325.9
增长率%	28.1%	90.7%	23.1%	31.3%	28.2%
主业盈利/收入	48.5%	56.8%	57.7%	50.6%	50.0%
财务费用	1,743.1	2,389.1	1,190.7	1,330.8	1,660.6
付息债务费用率	4.4%	6.3%	3.1%	3.5%	4.3%
资产减值损失	-86.2	6.1	19.9	10.5	8.0
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	66.6	0.0	0.0	0.0	0.0
四、利润总额	11,748.4	21,798.3	31,538.5	41,477.6	52,718.3
减：所得税	2,907.2	5,464.6	8,232.3	10,369.4	13,179.6
实际税率	24.7%	25.1%	26.1%	25.0%	25.0%
五、归属母公司净利润	8,699.5	16,333.8	23,306.3	31,108.2	39,538.7
增长率%	35.6%	87.8%	42.7%	33.5%	27.1%
销售净利率%	31.8%	36.7%	43.3%	38.6%	37.8%
六、总股本(万股)	36,960.0	36,960.0	36,960.0	36,960.0	36,960.0
七、摊薄每股收益	0.24	0.44	0.63	0.84	1.07

资料来源：第一创业证券研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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，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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120