

评级：强烈推荐（维持）
餐饮旅游
公司事件点评

证券研究报告

分析师 冯佳 S1080512040001

电话：0755-82485184

邮件：fengjia@fscs.cn

宋城股份(300144)

——武夷山项目落地及五大异地项目横比

预测价格区间(元) 18 ~ 20

交易数据

上一日交易日股价(元)	14.06
总市值(百万元)	7,795
流通股本(百万股)	176
流通股比率(%)	31.78

资产负债表摘要(03/12)

股东权益(百万元)	2,745
每股净资产(元)	7.43
市净率(倍)	1.89
资产负债率(%)	10.51

公司与沪深300指数比较

相关报告

- 《维持高盈利，异地项目逐步开工-20120321》
- 《乐园提价，增收增利-20111230》
- 《业绩稳增无忧，内生外张展宏图-20111024》
- 《三亚项目尘埃落定，开启新地赢利点-20110825》

事件：2012年6月19日，公司发布了关于使用部分超募资金及自筹资金进行武夷山宋城文化旅游度假区项目对外投资的公告；6月29日，公司宣布武夷山市全资子公司——武夷山武夷千古情旅游发展有限公司成立并完成工商登记，注册资本7500万元；以及武夷山项目用地已成功拍得，位于武夷山市战备路西，土地面积为172,687.86平米。

点评：

- **武夷山项目下订一年，尘埃落定** 公司在上市之前就积极参与武夷山项目，早在2011年就与武夷山市人民政府达成了项目合作意向，并签订了《合作协议》，按协议约定向武夷山市人民政府一次性支付诚意金人民币1,000万元；后因当地政府人事换任令武夷山项目至今年5月尘埃落定。公司以7,400万元拍得172,687.86平米（约259亩）的旅游用地，该地块位于武夷山市战备路西，临近小武夷景区及高铁武夷山站，通过武夷大道与武夷山景区相连，直线距离仅10公里左右，与《印象大红袍》形成犄角之势。公司将把该项目打造成为以文化演艺、主题公园为一体的旅游文化项目，主要建设内容为千古情大剧院并推出一台大型歌舞《武夷千古情》、文化科技体验综合体、武夷闽越古街等，以及旅游后勤配套用房。
- **武夷山具有丰富的文化沉淀和高超的接待能力** 武夷山风景区是世界自然和文化双重遗产单位，国家级5A级景区，具有茶文化、红色文化、原生态文化、朱子文化、宗教文化、闽越文化、养生文化、柳永文化、古窑文化等多层次可供挖掘题材。十一五期间，武夷山旅游接待量年均增长率超过10%，旅游总收入年均增长率超过18.5%。2010年，武夷山市全年共接待中外游客635.25万人次。2011年，武夷山市成为继厦门、福州之后两岸直航的又一航点；另外，京福高铁武夷山段正在紧锣密鼓地建设之中，计划2013年底开通福州至武夷山段；武夷山市将成为福建省的一级旅游城市和集散中心。
- **项目总投资3.5亿元，预计2014年开幕** 根据公司的武夷山项目可行性分析来看，项目需要1年的建设周期，预计运营期的年平均营业收入达到17,786万元；年平均游客人数达到115万人次；年平均净利润为9,164万元；净利率高达51%以上。我们估算，项目的年均运营成本达到3,500-4,000万，即初始



接待量达到约 23 万人次,人均消费达到 155 元即能突破盈亏平衡点。鉴于公司良好的政商关系和通畅的旅行社渠道,我们预计项目在运营超过 12 个月后可能开始贡献利润。

● **异地项目完成早期布局,业绩有待逐步释放** 迄今为止,公司已落实三亚、泰山、丽江、石林、武夷山等项目的投资工作(参见附表),其中,三亚、丽江项目已处于建设中;并于 2012 年末至 2013 年初,至少推出两个文化主题公园项目和不少于两台节目的首演;并将通过投资、合作或收购的方式推进在国内其它一线旅游目的地的布局,如九寨沟、张家界、北京等。

● **2012-2013 年公司看点** 宋城景区二期将在年末完成招商,可租售面积约为 5 倍于一期商铺,以游客体验项目和服务类商铺为主;二是《吴越千古情》将于暑期档实现大规模商业演出,切合中低端市场票价定位,能够有效增加收入规模;第三,2012 年三季度,由原动漫乐园改造的烂苹果乐园开业,将为公司新增盈利点。2012 年末或 2013 年初,宋城景区出现明显的提价窗口;三亚、丽江等异地项目将陆续开业;下半年不排除有其他新项目落地。

● **投资评级** 考虑到公司在布局国内众多一线景区的同时,对于杭州市场的内生式扩展并未停步。我们对宋城股份维持“强烈推荐”的评级,预计其 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.64 元和 0.79 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 18-20 元。



表 1.公司对外投资项目比较

	三亚	泰山	丽江	石林	武夷山
总投资(万元)	49,000	35,000	33,400	22,000	35,000
其中:					
超募资金(万元)	49,000	35,000	10,000	8,000	7,500
占地面积(亩)	80	230	140	110	259
土地使用权费(万元)	14,411	10,661	9,380	3,785	7,437
项目内容	剧院+综合体+古街	剧院+综合体+古街	剧院+综合体+古街	剧院+古街	剧院+综合体+古街
2011 接待量(约万人)	1000	430	1200	300	635
可行性分析中:					
人均消费(元)	142	142	137	113	155
年均接待量(万人次)	166	122	140	112	115
年均利润(万元)	12,489	8,965	10,118	6,853	9,164
预计开业时间	2013 年初	2014 年	2013 年初	2013 年中	2014 年

资料来源:公司公告、第一创业证券研究所



盈利预测

单位: 万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	44,476	50,453	66,010	90,097	112,533
同比 (%)	62.7%	13.4%	30.8%	36.5%	24.9%
营业毛利	33,927	37,925	49,277	60,732	77,924
同比 (%)	77.5%	11.8%	29.9%	23.2%	28.3%
归属母公司净利润	16,334	22,222	29,137	35,466	43,628
同比 (%)	87.8%	36.0%	31.1%	21.7%	23.0%
总股本 (万股)	36,960.0	36,960.0	55,440.0	55,440.0	55,440.0
每股收益 (元)	0.44	0.60	0.53	0.64	0.79
ROE	6.4%	8.2%	9.7%	10.6%	11.5%
P/E (倍)	32.9	24.2	27.6	22.7	18.5

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	44,475.7	50,453.2	66,010.0	90,097.5	112,532.9
增长率%	62.7%	13.4%	30.8%	36.5%	24.9%
杭州宋城景区	18,760	32,101	34,123	40,266	46,305
增长率%	32.4%	71.1%	6.3%	18.0%	15.0%
杭州乐园景区	6,011	8,856	12,052	19,886	23,864
增长率%	31.8%	47.3%	36.1%	65.0%	20.0%
杭州动漫馆门票	630	787	592	1,037	1,348
增长率%	#DIV/0!	24.9%	-24.7%	75.0%	30.0%
其他演艺项目	0	0	0	0	12,000
增长率%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
二、营业毛利	33,926.8	37,925.4	49,276.6	60,732.3	77,923.9
增长率%	77.5%	11.8%	29.9%	23.2%	28.3%
综合毛利率	76.3%	75.2%	74.7%	67.4%	69.2%
三、主业盈利	25,257.0	26,817.8	35,934.3	45,714.6	56,270.6
增长率%	90.7%	6.2%	34.0%	27.2%	23.1%
主业盈利/收入	56.8%	53.2%	54.4%	50.7%	50.0%
财务费用	2,389.1	-1,316.5	-583.3	-46.4	-321.6
付息债务费用率	6.3%	-5.7%	-2.5%	-0.2%	-1.4%
资产减值损失	6.1	65.6	10.5	11.8	6.6
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、利润总额	21,798.3	29,741.2	38,848.8	47,287.6	58,170.2
减: 所得税	5,464.6	7,519.3	9,712.2	11,821.9	14,542.5
实际税率	25.1%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
五、归属母公司净利	16,333.8	22,221.9	29,136.6	35,465.7	43,627.6
增长率%	87.8%	36.0%	31.1%	21.7%	23.0%
销售净利率%	36.7%	44.0%	44.1%	39.4%	38.8%
六、总股本(万股)	36,960.0	36,960.0	55,440.0	55,440.0	55,440.0
七、摊薄每股收益	0.44	0.60	0.53	0.64	0.79

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(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。

本报告可能在今后一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

第一创业证券股份有限公司

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

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135