

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

武夷山项目正式启动 连锁经营更进一步

——宋城股份 (300144)

证券研究报告-公告分析

买入 (维持)

发布日期: 2012 年 06 月 21 日

市场数据 (2012 年 6 月 20 日)

收盘价 (元)	14.47
一年内最高/最低 (元)	27.29/13.60
沪深300 指数	2552.61
市净率 (倍)	1.95
流通市值 (亿元)	25.49

基础数据 (2012 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	7.43
每股经营现金流 (元)	0.19
毛利率 (%)	60.30
净资产收益率 (%)	1.50
资产负债率 (%)	10.51
总股本/流通股 (万股)	55440/17617.5
B 股/H 股 (万股)	/

投资要点:

- 武夷山宋城文化旅游度假区项目将打造以文化演艺、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。
- 武夷山市客流量中等, 但多日游游客占比较大, 有利于发展夜间旅游市场。2011 年, 武夷山市共接待游客 724.39 万人次, 同比增长 14.03%, 实现旅游总收入 123.54 亿元, 同比增长 15.92%, 其中, 国内旅游人数 705.94 万人次, 同比增长 14.08%, 多日游和一日游比重分别为 64.73%和 35.27%。
- 武夷山市城市经济总量偏小, 同时, 旅游品牌的带动效应也略显不足。目前, 武夷山夜间旅游项目较少, 宋城武夷山项目的推出对武夷山旅游业发展和公司未来长期成长是双赢的选择。对武夷山来说, 可以弥补当地夜游项目较少的不足, 丰富当地旅游资源并推动当地旅游业发展, 对公司来说, 武夷山市过夜游客占比达到 64.73%, 非常有利于夜游项目的发展, 可以丰富公司的产品线, 形成连锁经营。未来, 该项目有望成为公司新的业绩增长点。
- 预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.63 元、0.83 元和 0.97 元, 按 6 月 20 日收盘价 14.47 元计算, 市盈率分别为 23 倍、20 倍和 15 倍, 维持“买入”的投资评级。
- 风险提示: 异地复制项目失败; 游乐设施故障等。

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (亿元)	5.05	7.19	12.66	15.67
增长比率 (%)	13.44	42.54	76.05	23.75
净利润 (亿元)	2.22	3.09	4.05	5.47
增长比率 (%)	36.05	38.97	31.22	35.03
每股收 (元)	0.60	0.63	0.83	0.97

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

公司近日公告拟使用“其他与主营业务相关的运营资金”5760万元投资武夷山宋城文化旅游度假区项目。

1. 武夷山项目概况

1.1 项目简介

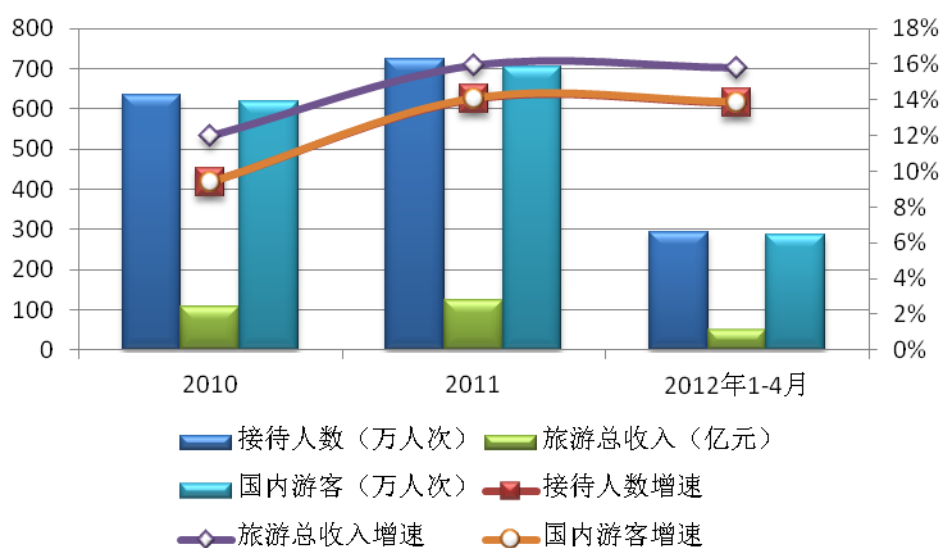
武夷山宋城文化旅游度假区项目，投资额约3.5亿元，拟设立全资子公司武夷千古情旅游发展有限公司，注册资本7500万元。

项目选址武夷山市战备路西侧与武夷学院毗邻地块，建设武夷山宋城文化旅游度假区项目。子公司将打造以文化演艺、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。

1.2 武夷山旅游环境

武夷山是国家5A级旅游景区，是继泰山、黄山、峨眉山-乐山大佛之后，我国第四个列入世界双遗产的景区，世界23个双遗产地之一，武夷山列入“世遗”的区域总面积达999.75平方公里。

图1：武夷山市旅游概况



数据来源：中原证券

武夷山市客流量中等，但多日游游客占比较大，有利于发展夜间旅游市场。2011年，武夷山市共接待游客724.39万人次，同比增长14.03%，实现旅游总收入123.54亿元，同比增长15.92%，其中，国内旅游人数705.94万人次，同比增长14.08%，多日游和一日游比重分别为64.73%和35.27%。

2011年，武夷山市GDP83.48亿元，按可比价格计算，比上年增长12.5%。从武夷山市经济发展情况来看，城市经济总量偏小，同时，旅游品牌的带动效应也略显不足。

2. 项目预期

目前，武夷山夜间旅游项目较少，品牌影响力较大的为印象系列的实景户外演出《印象大红袍》。我们认为，宋城武夷山项目的推出对武夷山旅游业发展和公司未来长期成长是双赢的选择。对武夷山来说，可以弥补当地夜游项目较少的不足，丰富当地旅游资源并推动当地旅游业发展，对公司来说，武夷山市过夜游客占比达到 64.73%，非常有利于夜游项目的发展，可以丰富公司的产品线，形成连锁经营。

《武夷千古情》与《印象大红袍》虽存在一定的竞争关系，但考虑到武夷山超过 700 万人次的客流量以及年均 10% 以上的客流量增速，旅游演艺市场仍刚刚起步，市场容量仍未饱和，未来，该项目有望成为公司新的业绩增长点。

3. 盈利预测及投资建议

假设：1、项目建设期 1 年，2013 年四季度试营业，2014 年正式推出；2、项目推出第一年，演出上座率 60%，剧院座位 3000 个；3、团散客比例为 65:35；4、票价 280 元/人。

则 2014 年，武夷山项目可贡献净利润约 3700 万元，增厚公司业绩 0.07 元。

预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.63 元、0.73 元和 0.99 元，按 6 月 20 日收盘价 14.47 元计算，市盈率分别为 23 倍、20 倍和 15 倍，维持“买入”的投资评级。

表1：公司异地项目进展

地点	占地面积	投资额	项目形式	推出时间
三亚	约 80 亩	约 4.9 亿元	《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
峨眉山	-	约 2 亿元	《峨眉千古情》	-
武夷山	约 350 亩	-	主题公园、《武夷千古情》	
泰山	约 230 亩	约 3.5 亿元	泰山千古情城、《泰山千古情》	2013 年
丽江	约 140 亩	约 3.34 亿元	茶马古城、《丽江千古情》	预计 2012 年底或 2013 年初投入运营
石林	约 67 亩	约 2.2 亿元	主题公园、《阿诗玛》	2012 年底，最迟 2013 年 6 月推出

数据来源：公司公告 中原证券研究所

4. 风险提示

异地复制项目失败；游乐设施故障等。

附表：盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1994.84	1768.20	1702.33	1880.93	营业收入	504.53	719.18	1266.07	1566.78
现金	1767.34	1543.74	1464.55	1635.13	营业成本	125.28	169.45	399.96	441.75
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	59.54
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	41.86	61.13	120.28	133.18
应收款项	17.63	13.38	23.55	29.14	管理费用	49.95	86.30	189.91	235.02
存货	0.48	0.85	2.00	2.21	财务费用	-13.17	-28.46	-25.43	-26.34
其他	209.39	210.24	212.24	214.45	资产减值损失	0.66	1.01	1.77	2.19
非流动资产	1046.68	1478.86	1966.39	2254.27	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04
固定资产	528.15	819.42	1341.57	1568.45	营业利润	280.69	402.41	531.47	721.49
无形资产	387.56	376.16	365.09	354.36	营业外收入	20.92	15.00	15.00	15.00
其他	130.98	283.28	259.72	331.46	营业外支出	4.19	4.00	4.00	4.00
资产总计	3041.52	3247.06	3668.72	4135.20	利润总额	297.41	413.41	542.47	732.49
流动负债	267.06	266.51	404.52	487.97	所得税	75.19	104.59	137.24	185.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	222.22	308.82	405.22	547.17
应付帐款	71.23	84.72	199.98	220.87	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	6.50	27.97	82.66	112.73	归属母公司净利润	222.22	308.82	405.22	547.17
其他	189.33	153.82	121.88	154.37	EPS (元)	0.60	0.63	0.73	0.99
长期负债	70.00	70.00	70.00	70.00	主要财务比率				
长期借款	70.00	70.00	70.00	70.00		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标				
负债合计	337.06	336.51	474.52	557.97	每股收益	0.60	0.63	0.83	0.97
股本	369.60	369.60	369.60	369.60	每股经营现金	-1.58	-0.60	-0.21	0.46
资本公积金	1909.15	1909.15	1909.15	1909.15	每股净资产	7.32	7.87	8.64	9.68
未分配利润	376.07	551.28	794.42	1122.72	增长率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长率	13.44%	42.54%	76.05%	23.75%
母公司所有者权益	2704.46	2910.55	3194.21	3577.22	营业利润增长率	22.78%	43.37%	32.07%	35.75%
负债及权益合计	3041.52	3247.06	3668.72	4135.20	净利润增长率	36.05%	38.97%	31.22%	35.03%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	75.17%	76.44%	68.41%	71.81%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	44.04%	42.94%	32.01%	34.92%
经营活动现金流	294.95	405.17	691.95	708.35	ROE	8.22%	10.61%	12.69%	15.30%
净利润	222.22	308.82	405.22	547.17	ROIC	7.15%	17.15%	18.22%	21.71%
资产减值准备	0.66	1.01	1.77	2.19	偿债能力				
折旧摊销	58.78	62.46	87.47	112.12	资产负债率	10.38%	9.17%	11.48%	12.24%
财务费用	-13.17	-28.46	-25.43	-26.34	流动比率	7.47	6.63	4.21	3.85
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04	速动比率	7.47	6.63	4.20	3.85
营运资金变动	0.00	61.34	222.91	73.25	营运能力				
投资活动现金流	-655.09	-495.00	-575.00	-399.96	资产周转率	0.17	0.23	0.37	0.40
资本支出	0.00	-495.00	-575.00	-400.00					

其他投资	-655.09	0.00	0.00	0.04	存货周转率	248.32	255.96	280.97	209.93
筹资活动现金流	-222.94	-133.77	-196.14	-137.81	应收帐款周转率	144.68	119.85	137.15	118.94
借款变动	0.00	-59.50	-100.00	0.00	估值比率				
其他	-222.94	-74.27	-96.14	-137.81	PE	24.17	22.97	17.43	14.92
现金净增加额	-583.08	-223.60	-79.19	170.58	PB	1.98	1.84	1.68	1.50

资料来源：公司报表、中原证券

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。