

## 建议申购

估值区间: 41.00-48.00

2010年11月22日

### 发行数据

|           |       |
|-----------|-------|
| 发行前总股本(万) | 12600 |
| 本次发行股数(万) | 4200  |
| 发行后总股本(万) | 16800 |
| 发行价(元)    |       |
| 发行市盈率(倍)  |       |
| 发行日期      |       |
| 上市日期      |       |

### 发行后主要股东

|            | 持股比例   |
|------------|--------|
| 宋城集团控股有限公司 | 34.70% |
| 南奥旅游置业有限公司 | 12.56% |
| 丽水山水投资有限公司 | 10.71% |
| 黄巧灵        | 9.11%  |

### 行业指数



资料来源: 招商证券

### 林周勇

86-021-68407302  
linzy@cmschina.com.cn  
S1090209070289

### 苏平

86-755-82943252  
suping@cmschina.com.cn  
S1090208050201

## 旅游与文化融合的典范

### 宋城股份IPO投资价值分析报告

宋城作为文化与旅游产业融合的典范, 综合竞争力突出, 其首创的“主题公园+文化演艺”模式扩张能力较强, 面临良好的发展机遇。预计 10-12 年 EPS 分别为 1.03、1.38、1.90 元, 按 11PE30-35 倍, 合理估值区间 41-48 元, 建议积极申购。

- **基本情况介绍:** (1) 公司目前主要经营宋城及杭州乐园, 收入来源主要: 宋城景区门票及《宋城千古情》演艺票、杭州乐园门票、宋城景区和杭州乐园的部分物业租赁; (2) 09 年、10 年上半年收入分别为 2.73、1.82 亿, 净利润分别为 8700、7108 万, 宋城景区是利润主要来源; (3) 目前黄巧灵先生及其家族合计持股 78%, 预计发行后持股 63%。
- **未来发展思路:** (1) 依托“主题公园+文化演艺”经营模式, 继续推进旅游与文化产业融合, 使之成为我国最具竞争力和成长性的旅游文化企业之一, 成为中国旅游文化演艺的第一品牌; (2) 持续加强产品创新、销售渠道建设; (3) 未来三年重点拓展项目: 杭州乐园扩建, 推出《杭州之夜》; 启用动漫乐园, 推出《海的女儿》、《白雪公主》; 启动宋城二期建设; 在三亚、北京、西安等重点旅游城市拓展“主题公园+文化演艺”。
- **综合竞争力突出, 模式扩张面临良好的市场和政策环境, 发展空间很大。** (1) 作为旅游与文化产业融合的典范, 其首创的“主题公园+文化演艺”模式逐步成熟, 扩张能力强, 综合竞争力突出; (2) 我国正处于旅游和文化消费加速发展阶段, 市场需求旺盛; (3) 政府对旅游与文化等相关产业的融合大力支持, 将面临宽松的政策环境。
- **预计 10-12EPS 1.03、1.38、1.90 元, 合理估值区间 41-48 元。** 我们预计 10-12 年净利润分别为 1.73、2.32、3.20 亿, 按发行后股本计算, 对应 EPS 分别为 1.03、1.38、1.90 元; 按 11PE 30-35 倍, 合理估值区间为 41-48 元, 建议积极参与申购。
- **风险提示:** 异地扩张的市场风险、突发事件。

### 主要财务数据

| 会计年度      | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 198  | 273  | 454   | 571   | 841   |
| 同比增长      | 63%  | 38%  | 66%   | 26%   | 47%   |
| 营业利润(百万元) | 91   | 117  | 239   | 318   | 425   |
| 同比增长      | 61%  | 29%  | 105%  | 33%   | 33%   |
| 净利润(百万元)  | 64   | 87   | 173   | 232   | 320   |
| 同比增长      | 42%  | 36%  | 99%   | 34%   | 38%   |
| 每股收益(元)   | 1.07 | 0.69 | 1.03  | 1.38  | 1.90  |
| ROE       | 39%  | 33%  | 7%    | 9%    | 11%   |

资料来源: 招商证券

## 正文目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 一、旅游与文化产业融合的典范 .....                 | 4  |
| 1、公司主要业务介绍 .....                     | 4  |
| (1) 宋城景区 .....                       | 4  |
| (2) 杭州乐园 .....                       | 4  |
| 2、未来发展方向：继续推进旅游文化产业融合 .....          | 5  |
| (1) 公司未来发展战略 .....                   | 5  |
| (2) 具体举措 .....                       | 5  |
| (3) 未来三年发展目标 .....                   | 5  |
| 3、股权结构：黄巧灵先生及家族合计持股 63%（发行后） .....   | 5  |
| 二、旅游文化相融合，顺应时代需求，市场空间广阔 .....        | 7  |
| 1、我国居民文化消费需求正加速增长 .....              | 7  |
| 2、旅游业快速发展，文化需求融入到旅游的全过程 .....        | 7  |
| (1) 我国旅游业快速发展 .....                  | 7  |
| (2) 文化与旅游天然是一家 .....                 | 9  |
| 3、政策助力，外部环境宽松 .....                  | 9  |
| 4、发达国家经验表明：我国文化主题公园空间广阔 .....        | 10 |
| 三、公司发展模式清晰，外延扩张空间大 .....             | 11 |
| 1、“主题公园+文化演艺”经营模式已日趋成熟 .....         | 11 |
| (1) 发展思路明确 .....                     | 11 |
| (2) 开发建设、经营管理、市场营销已成体系 .....         | 11 |
| 2、“主题公园+文化演艺”具备复制能力，盈利能力强 .....      | 11 |
| (1) 公司能实现低成本复制 .....                 | 11 |
| (2) 天然的优势保证较高的盈利能力 .....             | 12 |
| 3、公司未来发展空间广阔 .....                   | 12 |
| 四、募投项目情况 .....                       | 13 |
| 1、募投项目总体情况 .....                     | 13 |
| 2、募投项目对公司发展意义重大 .....                | 14 |
| 五、盈利预测与估值 .....                      | 15 |
| 1、预计 10-12EPS 1.03、1.38、1.90 元 ..... | 15 |
| 2、合理估值区间 41-48 元 .....               | 15 |
| 附录 .....                             | 17 |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 人均文化娱乐支出与人均可支配收入的拟合图 .....   | 7  |
| 图 2: 旅行社接待国内过夜游客数量庞大, 增长较快 .....  | 8  |
| 图 3: 游客平均逗留天数 .....               | 8  |
| 图 4: 我国已形成诸多人气很旺的旅游城市或旅游目的地 ..... | 9  |
| 图 5: 宋城景区一角 .....                 | 17 |
| 图 6: 宋城千古情 .....                  | 17 |
| 图 7: 杭州乐园水公园 .....                | 18 |
| 图 8: 杭州动漫乐园 .....                 | 18 |
| 表 1: 宋城近年来经营情况 .....              | 4  |
| 表 2: 杭州乐园近年来总体经营情况 .....          | 5  |
| 表 3: 发行前后股权结构对比 .....             | 6  |
| 表 4: 宋城控股、南奥置业股权结构 .....          | 6  |
| 表 5: 世界十大主题公园年接待游客人数情况 .....      | 10 |
| 表 6: 亚洲十大主题公园年接待游客人数情况 .....      | 10 |
| 表 7: 宋城历年来盈利情况 .....              | 12 |
| 表 8: 印象丽江盈利能力也很强 .....            | 12 |
| 表 9: 募投项目投资情况 .....               | 13 |
| 表 10: 募投项目完成后公司演艺节目情况 .....       | 14 |
| 表 11: 关键假设 .....                  | 15 |
| 表 12: 近年来总体经营情况及未来预测 .....        | 15 |
| 表 13: 11 月 19 日, 旅游板块估值情况 .....   | 16 |

## 一、旅游与文化产业融合的典范

### 1、公司主要业务介绍

公司主要业务包括：经营杭州宋城景区、杭州乐园；与之相匹配，公司还拥有两家全资子公司：杭州宋城产业营销有限公司、杭州宋城艺术团有限公司。

收入来源主要有：（1）宋城景区门票及《宋城千古情》演艺票；（2）杭州乐园门票；（3）宋城景区和杭州乐园的部分物业租赁。

#### （1）宋城景区

景区主要经营内容：门票、《宋城千古情》大型演艺节目、景区内物业租赁。

宋城景区位于西湖风景区西南边，杭州绕城公路旁。秉持“建筑为形，文化为魂”的理念，是文化和旅游融合的典范，是首批国家文化产业示范基地，大型演艺节目《宋城千古情大型》是景区的灵魂，是游客必看的节目。

此外，景区内还有七十二行老作坊（打铁铺、棉花铺、酒坊、染坊、陶泥坊、特色小吃等），各式各样的传统表演（越剧、木偶戏、皮影戏、布袋偶、铜锣说书、街头杂耍、燕青打擂、捉拿武松等），以及王员外家小姐抛绣球。

此外，景区每年有举行新春庙会、火把节、泼水节、桂花节等，以丰富景区的文化内涵，吸引游客。

2009 年接待游客 258 万人次，预计 2010 年超过 380 万人次。09 年、10 年上半年，景区收入分别达 2.7 亿、1.8 亿元，游客人均贡献收入分别为 73 元、81 元；净利润分别为 7104、6530 万元。

表 1：宋城近年来经营情况

|                   | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 1-6 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------------|
| 宋城游客（万人次）         | 223    | 210    | 258    | 162          |
| 游客增速              |        | -5.8%  | 22.8%  | 32.5%        |
| 单位游客收入            |        |        |        |              |
| （门票 80，演艺票 160 元） | 53     | 68     | 73     | 81           |
| 宋城收入              | 11724  | 14167  | 18760  | 13180        |
| 宋城成本              | 2570   | 2047   | 3600   | 1627         |
| 净利润（估算值）          | 4520   | 6416   | 7104   | 6530         |

资料来源：招股说明书，招商证券整理

#### （2）杭州乐园

杭州乐园位于萧山湘湖畔，是休博园的重要组成部分，乐园占地面积约 150 亩，内容与欢乐谷类似（与欢乐谷主要区别在于：未来将在乐园里打造大型演艺节目《杭州之夜》，复制“主题公园+文化演艺”的发展模式）。

09 年、10 年上半年分别接待游客 63、27 万人次，收入分别为 6011 万、2879 万，游客人均贡献收入分别为 95 元、108 元，利润分别为 1595 万、579 万。

**表 2：杭州乐园近年来总体经营情况**

|                  | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 1-6 月 |
|------------------|--------|--------|--------|--------------|
| 杭州乐园游客（万人次）      |        | 48     | 63     | 27           |
| 游客增速             |        |        | 30.8%  | 27.6%        |
| 单位游客收入（门票 120 元） |        | 95     | 95     | 108          |
| 杭州乐园收入           |        | 4562   | 6011   | 2879         |
| 杭州乐园成本           |        | 2096   | 2917   | 1267         |
| 杭州乐园净利润          |        |        | 1595   | 579          |

资料来源：招股说明书，招商证券整理

## 2、未来发展方向：继续推进旅游文化产业融合

### （1）公司未来发展战略

依托“主题公园+文化演艺”经营模式，继续推进旅游与文化产业的融合，使之成为我国最具竞争力和成长性的旅游文化企业之一，成为中国旅游文化演艺的第一品牌。

### （2）具体举措

- （1）不断丰富主题公园的游览和娱乐内容，提升主题公园的服务水平和服务功能；
- （2）贯彻“常演常新”的思路，不断改进和提升旅游文化演艺的表演形式和表演质量；
- （3）进一步拓展团队游客和终端商务散客市场的营销渠道，扩大市场占有率；
- （4）加强公司行业品牌的塑造，逐步打造品牌连锁的商业运作模式

### （3）未来三年发展目标

- （1）提高宋城景区和杭州乐园的经营管理水平和服务质量，并对园区和游乐设施进行改造和升级，将其打造成华东地区最具竞争力的主题公园之一；
- （2）在杭州乐园创作并上演一台功能定位和主要客户群体与《宋城千古情》相区别的大型旅游文化演艺节目《杭州之夜》；
- （3）在杭州动漫乐园创作并上演一台面向少儿的大型童话剧《海的女儿》；
- （4）在三亚投资和建设一座以当地历史文化为主题的主题公园，同时创作并上演一台与该主题公园的主题氛围相契合的大型旅游文化演艺节目，将公司业务扩展到国内其他著名旅游城市（例如北京和西安等历史文化名城），逐步实现品牌连锁经营；
- （5）在我国其他旅游资源丰富地区，通过投资或收购的方式，上演一至两台市场影响力较大的旅游文化演艺节目，并由公司对其统一进行经营管理，从而实现公司业务模式的进一步复制与扩展。

## 3、股权结构：黄巧灵先生及家族合计持股 63%（发行后）

黄巧灵先生直接持有宋城股份 12.14%，宋城控股、南奥置业、刘萍（此三股东均属黄巧灵家族）分别持有公司 46.27%、16.75%、3.17%；由此可见，黄巧灵先生及其家族

合计持有公司股份 78.33%（发行前）；按发行 4200 万股计算，发行后，持股比例为 62.66%。

**表 3：发行前后股权结构对比**

| 股份类别（股东名称）           | 发行前          |        | 发行后          |        |
|----------------------|--------------|--------|--------------|--------|
|                      | 股份数量<br>（万股） | 股权比例   | 股份数量<br>（万股） | 股权比例   |
| 杭州宋城集团控股有限公司         | 5830         | 46.27% | 5830         | 34.70% |
| 杭州南奥旅游置业有限公司         | 2110         | 16.75% | 2110         | 12.56% |
| 丽水市山水投资有限公司          | 1800         | 14.29% | 1800         | 10.71% |
| 黄巧灵                  | 1530         | 12.14% | 1530         | 9.11%  |
| 东方星空创业投资有限公司<br>（SS） | 600          | 4.76%  | 180          | 1.07%  |
| 刘萍                   | 400          | 3.17%  | 400          | 2.38%  |
| 张慧嫔                  | 330          | 2.62%  | 330          | 1.97%  |
| 全国社保基金理事会            | —            | —      | 420          | 2.50%  |
| A 股社会公众投资者           | —            | —      | 4200         | 25.00% |
| 合 计                  | 12600        | 100%   | 16800        | 100%   |

资料来源：招股说明书

**表 4：宋城控股、南奥置业股权结构**

| 宋城控股股东 | 持股比例   | 备注          |
|--------|--------|-------------|
| 黄巧灵    | 55.53% |             |
| 刘萍     | 33.65% | 黄巧灵弟弟黄巧龙之配偶 |
| 黄巧燕    | 4.21%  | 黄巧灵之妹       |
| 戴音琴    | 4.21%  | 黄巧灵之母，黄华路之妻 |
| 孙芳芳    | 2.40%  | 黄巧灵之妻       |
| 南奥置业股东 | 持股比例   | 备注          |
| 黄巧灵    | 65.38% |             |
| 黄巧龙    | 34.62% | 黄巧灵弟弟       |

资料来源：招股说明书

## 二、旅游文化相融合，顺应时代需求，市场空间广阔

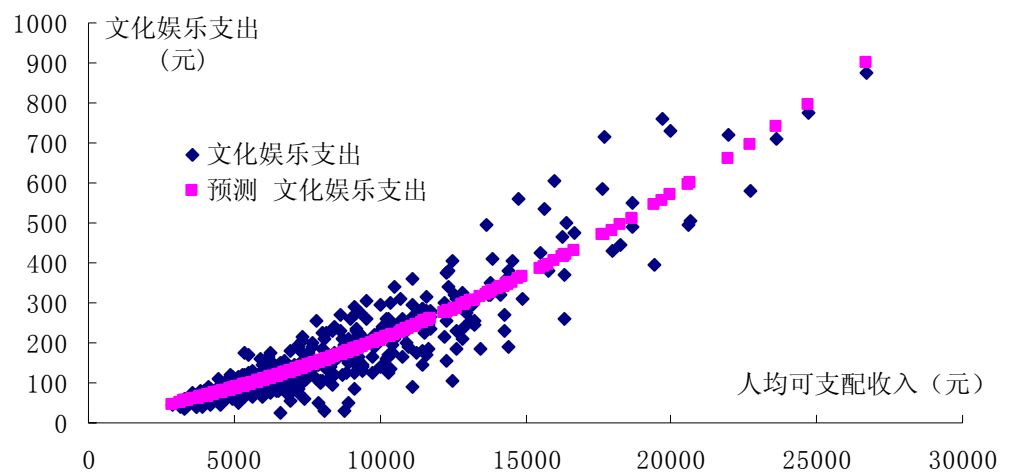
### 1、我国居民文化消费需求正加速增长

我国文化娱乐消费已进入加速增长阶段。随着国民生活水平的提高，教育水平和鉴赏能力的提升，人们不再仅仅最求简单的刺激、空洞的闲暇，而是越来越关注精神上的愉悦和生活的品味。我们研究表明：人均可支配收入超过 1 万元，文化娱乐消费需求加速增长；而我国所有省份城镇居民人均可支配收入均已突破万元大关，这意味着城镇居民的文化娱乐消费将加速增长。

我们对 1995-2008 年间我国 27 个省、4 个直辖市 443 个城镇居民人均文化娱乐支出与人均可支配收入进行分析，发现：

- （1）居民文化娱乐支出与人均可支配收入之间存在显著的非线性关系；
- （2）当人均可支配收入低于 1 万元时，用于文化娱乐消费的支出大约占到可支配收入的 2.2%；
- （3）当人均可支配收入超过 1 万元时，用于文化娱乐消费的支出大约占到可支配收入的 3.9%。

图 1：人均文化娱乐支出与人均可支配收入的拟合图



资料来源：国家统计局，招商证券

### 2、旅游业快速发展，文化需求融入到旅游的全过程

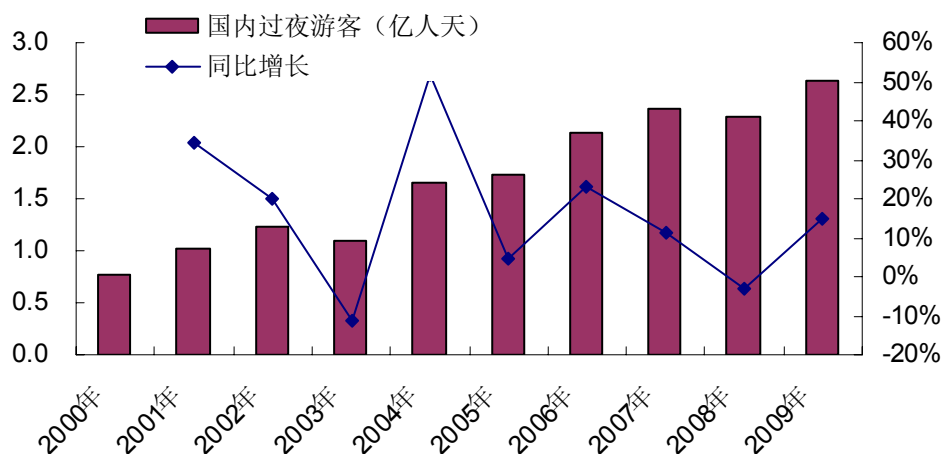
#### （1）我国旅游业快速发展

近年来，我国旅游业发展迅速。2009 年，国内游客总量达 19 亿人次，为 2000 年的 2.55 倍，国内旅游收入 9956 亿元，为 2000 年的 3.14 倍。公民出境游也快速增长：联合国世界旅游组织日前公布：中国 09 年出境消费 437 亿美元，超过法国，跃居世界第 4，仅次于德国、美国和英国；世界旅游组织估计，到 2020 年，中国的出境旅游人次将达到 1 亿人次。

在此期间，旅行社接待的过夜游客也逐年增长。2009 年，旅行社接待过夜游客 2.63 亿人天，是 2000 年的 3.45 倍。

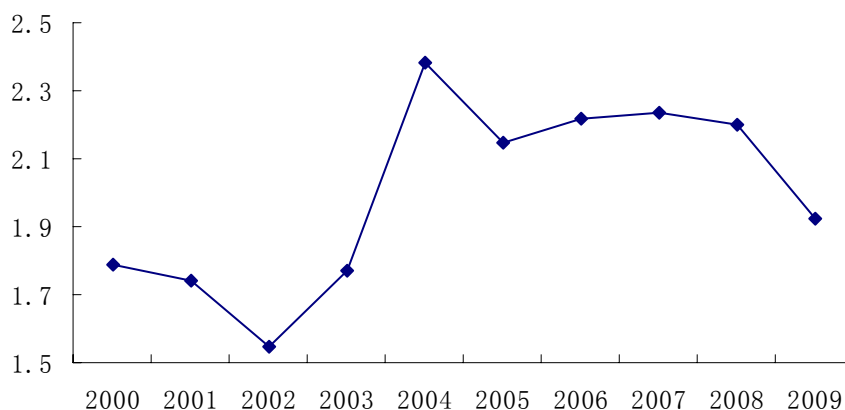
2009 年，游客（旅行社部分）平均每位游客停留时间约 1.92 天，虽比前几年有所缩短，但仍比 2000 年显著延长。我们相信，随着经济的持续向好，长线旅游增长强劲，游客平均逗留时间将逐步延长。

**图 2：旅行社接待国内过夜游客数量庞大，增长较快**



资料来源：国家旅游局

**图 3：游客平均逗留天数**

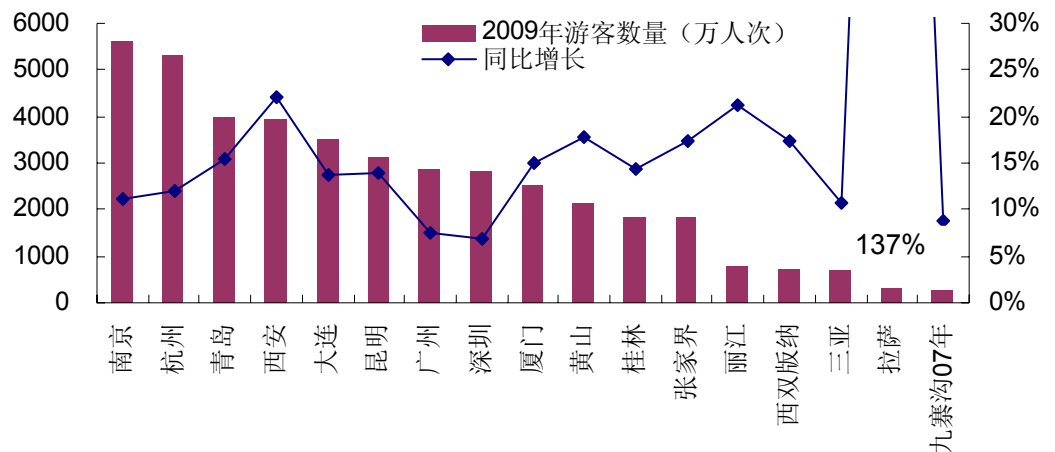


资料来源：国家旅游局

随着旅游业的快速发展，已形成诸多人气很旺的旅游城市或旅游目的地。北京、上海年接待量分别达 1.6、1.3 亿；除此之外，南京、杭州、青岛、西安、大连、昆明、广州、深圳、厦门、黄山、桂林、张家界、丽江、西双版纳、三亚、拉萨、九寨沟等也聚集大量的游客，旅游文化消费也在这些地方快速集聚。

09 年张家界接待游客 1848 万人次，便容纳了“天门狐仙”、“梯玛神歌”、“魅力湘西”等运营良好的大型文化演艺节目。

图 4：我国已形成诸多人气很旺的旅游城市或旅游目的地



资料来源：各地旅游局

## (2) 文化与旅游天然是一家

旅游的本质：体验平常生活所欠缺的元素；因此，体验不同的生活方式，欣赏异地风光、异地文化等，是旅游的重要组成部分。

因此，只要能将当地的风土人情和文化用合适的方式表达出来，奉献给游客，必然会有很大的市场，因为体验文化是旅游的重要组成部分。

演艺是一种很好的表达方式，因为演艺兼具有以下几方面的优点：（1）形象而又富有情感，容易引起游客的共鸣；（2）能够通过营造气氛，带来美的效果与寻常不同的感受；（3）受众量大，且便于营销；（4）可通过形式和内容的不断调整，切合市场的需求。

因此，近几年，大型演艺节目在主要旅游目的地不断涌现，如张艺谋的“印象”系列（印象刘三姐、印象丽江、印象西湖、印象大红袍等），张家界的天门狐仙、梯玛神歌、魅力湘西，杭州的宋城千古情，西安的大唐芙蓉园等等。

## 3、政策助力，外部环境宽松

文化与旅游相融合，受到国家的大力支持。

早在 2009 年 8 月 31 日，国家旅游局和文化部便联合发布了《关于促进文化与旅游结合发展的指导意见》，要求“高度重视文化与旅游的结合发展”、“打造高品质旅游演艺产品”。

2009 年 11 月 25 日，国务院会议通过《关于加快发展旅游业的意见》，明确指出：大力推进旅游与文化、体育、农业、工业、林业、商业、水利、地质、海洋、环保、气象等相关产业和行业的融合发展，培育新的旅游消费热点，丰富旅游文化内涵。

2010 年 7 月 23 日，国办印发《加快发展旅游业意见重点工作分工方案》，要求国家旅游局等相关部门切实推进旅游业与文化等相关产业的融合。

2010 年 3 月 19 日，中共中央宣传部、中国人民银行、财政部和文化部等九部委联合发布《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》，明确指出：应“大力发展多层次资本市场，扩大文化企业的直接融资规模”、“探索建立宣传文化部门与证券监管部门

的项目信息合作机制，加强适合于创业板市场的中小文化企业项目的筛选和储备，支持其中符合条件的企业上市”。

可以肯定，旅游与文化等相关产业融合所衍生出来的新兴业态，不仅发展空间广阔，而且将面临较为宽松的政策环境。业务模式清晰、复制能力强的公司将面临难得的扩张机会。

#### 4、发达国家经验表明：我国文化主题公园空间广阔

纵观当今全球主题公园的情况：前 8 大均由迪斯尼霸占，凸显文化与游乐相融合的威力。

全球主题公园分布：美国 5 个、日本 3 个、法国和韩国各 1 个；凸显人口数量、经济发展水平对主题公园市场空间的决定作用。亚洲前十大主题公园有 5 个日本，韩国和香港各 2 个也是佐证。

随着我国居民消费能力的提升、消费群体的扩大、消费需求的迫切（大城市生活质量在下降）、政策扶持力度的加大，文化主题公园将迎来发展的良机，未来发展空间很大。我们在 2010 年中期策略报告中，已明确指出：**旅游休闲产业未来发展空间巨大，龙头公司最为受益。**

**表 5：世界十大主题公园年接待游客人数情况**

| 公园名称       | 所在地     | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 |
|------------|---------|--------|--------|--------|
| 迪斯尼神奇王国    | 美国佛罗里达  | 1,706  | 1,706  | 1,723  |
| 加州迪斯尼乐园    | 美国加利福尼亚 | 1,487  | 1,472  | 1,590  |
| 东京迪斯尼乐园    | 日本东京    | 1,391  | 1,429  | 1,365  |
| 巴黎迪斯尼乐园    | 法国巴黎    | 1,200  | 1,269  | 1,274  |
| 东京迪斯尼海洋公园  | 日本东京    | 1,241  | 1,250  | 1,200  |
| 迪斯尼艾波卡特中心  | 美国佛罗里达  | 1,093  | 1,094  | 1,099  |
| 迪斯尼好莱坞影视乐园 | 美国佛罗里达  | 951    | 961    | 970    |
| 迪斯尼动画世界    | 美国佛罗里达  | 949    | 954    | 959    |
| 日本大阪环球影城   | 日本大阪    | 871    | 830    | 800    |
| 爱宝乐园       | 韩国首尔    | 720    | 660    | 617    |

资料来源：招股说明书

**表 6：亚洲十大主题公园年接待游客人数情况**

| 公园名称      | 所在地  | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 |
|-----------|------|--------|--------|--------|
| 东京迪斯尼乐园   | 日本东京 | 1,391  | 1,429  | 1,365  |
| 东京迪斯尼海洋公园 | 日本东京 | 1,241  | 1,250  | 1,200  |
| 日本大阪环球影城  | 日本大阪 | 871    | 830    | 800    |
| 爱宝乐园      | 韩国首尔 | 720    | 660    | 617    |
| 海洋公园      | 中国香港 | 492    | 503    | 480    |
| 长岛温泉乐园    | 日本桑名 | 391    | 373    | 470    |
| 香港迪斯尼乐园   | 中国香港 | 415    | 450    | 460    |
| 横滨八景岛海洋天堂 | 日本横滨 | 477    | 456    | 450    |
| 乐天世界      | 韩国首尔 | 260    | 424    | 426    |
| 深圳欢乐谷     | 中国深圳 | 323    | 318    | 280    |

资料来源：招股说明书

## 三、公司发展模式清晰，外延扩张空间大

### 1、“主题公园+文化演艺”经营模式已日趋成熟

#### （1）发展思路明确

黄巧灵先生军人出身，回地方担任文艺工作负责人；1987年，弃文从商只身创业海南，成为开发海南旅游业第一人，从此与旅游行业结下不解之缘。

1994年来到杭州，致力于文化和旅游业的开发；1996年，中国最大的宋文化主题公园——宋城景区正式开园，开创了浙江省民营资本投资旅游休闲产业的先河。

在黄巧灵先生的带领下，经过十多年的探索和积累，公司已逐渐探索出符合“旅游文化相融合”的独特的发展模式——“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式。

#### （2）开发建设、经营管理、市场营销已成体系

通过对宋城景区的建设和运营，公司在主题公园和文化演艺间的融合积累了丰富的经验，对景区规划布局、主题包装、演艺创作等进行统筹策划，从而保证文化和旅游的深度融合。

演艺创作方面：公司采用开放式的创作模式，让员工积极参与，其好处在于：（1）调动员工的积极性和创造力，提升演艺创新能力；（2）可以根据顾客的反馈及时修改节目内容，降低对关键人员的依赖；（3）有效降低成本。

在经营管理方面：公司有一整套完备的管理规范、以及有效的考核激励手段；此外，在主题活动策划等方面积累了丰富的经验。

在市场营销方面：公司与诸多旅行社建立起了存齿相依的关系，此外，公司在长三角建立了自有的销售网络。随着公司业务的逐步拓展，销售网络的作用将愈发的凸显，其带来的经济价值也将逐步凸显。

可以说：公司在景区开发建设、演艺创作、经营管理、市场营销等方面已成体系，为后续的模式扩张奠定良好的管理基础。

### 2、“主题公园+文化演艺”具备复制能力，盈利能力强

#### （1）公司能实现低成本复制

虽然每个主题公园形式可能不同，演艺的节目也不同；但主题公园的很大一部分内容是相似的，具备复制的条件，演艺节目内容虽不同，但从创作-编导-灯光-道具服饰-编排-演出，均有迹可循，是有很大大借鉴空间的，从某种程度上看，也是具备复制条件的。

公司演艺节目的创作过程是开放式的，即全体剧组成员共同参与，既不需要聘请身价高昂的名导，也不存在特别突出的主角，不仅降低对单个人的依赖程度，也大大降低的成本。此外，由于整个创作过程均由公司主导，灯光等费用也大幅缩减（在外面，一台节目的灯光费用1000-2000万元，公司不超过1000万元便搞定了）。

## （2）天然的优势保证较高的盈利能力

在“主题公园+旅游文化演艺”模式下，演艺可为主题公园提供动态的文化体验，而主题公园则可为演艺营造相应的文化氛围；既克服了主题公园“投入大、重资产、经营风险高”的缺点，又克服了单一演艺节目存在的体验类别不够丰富、体验层次较为单薄的缺陷。

这种天然的优势保证了项目较好的回报。据媒体称：宋城 1996 年开业，3 年内便收回投资。09 年、10 年上半年，宋城景区分别实现净利润 7104、6530 万元，销售净利率分别高达 38%、50%。

**表 7：宋城历年来盈利情况**

|           | 2007 年 | 2008 年  | 2009 年 | 2010 年 1-6 月 |
|-----------|--------|---------|--------|--------------|
| 宋城游客（万人次） | 223    | 210     | 258    | 162          |
| 宋城收入      | 11724  | 14167   | 18760  | 13180        |
| 毛利率       | 78%    | 86%     | 81%    | 88%          |
| 净利润       | 4520   | 6416    | 7104   | 6530         |
| 销售净利润率    | 39%    | 45%     | 38%    | 50%          |
| 重置成本      |        | 估算 2 亿元 |        |              |
| 投资回报率     | 23%    | 32%     | 36%    | 33%          |

资料来源：招股说明书，招商证券

高回报是文化演艺行业的普遍特征，只要做的好。印象丽江 07 年开业，09 年、10 年上半年净利润便已分别达 7585 万、3989 万，销售净利率分别达 48%、45%；09 年资产回报率达 34%。

**表 8：印象丽江盈利能力也很强**

|       | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 1-6 月 |
|-------|--------|--------|--------|--------------|
| 游客数量  | 15     | 55     | 138    | 68           |
| 营业收入  | 1484   | 6181   | 15742  | 8871         |
| 毛利率   | -20%   | 45%    | 48%    | 54%          |
| 净利润   | -291   | 2745   | 7585   | 3989         |
| 销售净利率 | -20%   | 44%    | 48%    | 45%          |
| 总资产   | 4627   | 11839  | 22265  | 19996        |
| 资产回报率 | -6%    | 23%    | 34%    | 20%          |

资料来源：丽江旅游公告

## 3、公司未来发展空间广阔

随着公民旅游消费成为一种习惯，旅游业未来将加速发展，对文化的需求也将剧增；而旅游业的发展正在催生一批游客集聚度高的旅游目的地，为公司业务拓展提供良好的市场基础。

此外，公司在业内领先地位明显，况且上市后资金实力提升、管理也将进一步改善，有望继续保持业内领先地位。

况且，旅游与文化融合，受到国家和各地方政府的大力支持，将面临较宽松的政策环境；公司未来发展空间广阔。

## 四、募投项目情况

### 1、募投项目总体情况

此次拟公开发行 4200 万股，占发行后总股本的 25%；募集资金用于杭州动漫乐园改建项目、杭州乐园改扩建项目、宋城景区基础设施及配套改造项目。

**表 9：募投项目投资情况**

| 项目名称            | 投资总额（万元） | 建设期   | 主要内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 预计效果                                                           | 项目建设对经营的影响                |
|-----------------|----------|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|---------------------------|
| 杭州动漫乐园改建项目      | 21760    | 12 个月 | （1）对动漫馆主体建筑进行功能改造和主题氛围包装，设置海洋娱乐区、森林游乐区和智慧树广场等主题区域。<br>（2）建设童话大剧院和立体动漫电影馆，座位分别为 700 个、400 个；创作并上演一台大型童话剧《海的女儿》，以及一台小型童话表演剧《白雪公主》和一台童话木偶戏。<br>（3）复制和推广“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式，将杭州动漫乐园打造成以动漫文化为主题、以少年儿童为目标群体的游乐类主题公园。                                                                                                       | 年收入约 1.1 亿元；<br>年净利润 3032 万元；<br>新增固定资产 2 亿元；<br>年折旧约 1607 万元。 | 不再作为承办中国国际动漫节的主会场并对外出租场地。 |
| 杭州乐园改扩建项目       | 31300    | 18 个月 | （1）新建建筑面积约 8000 平方米的热带雨林游乐中心，主体结构为钢架，顶部用透明钢化玻璃半封闭。<br>（2）对第一世界大剧院改造，拥有水陆两用舞台和 3300 个观众席，推出《杭州之夜》旅游文化节目。<br>（3）占地面积 100 亩的生态园修缮整改。<br>（4）引进现代化大型高科技游乐设备，增加深度体验游乐项目和标志性游乐项目，如 4D 动感电影馆、幽灵船、悬挂式过山车等。<br>（5）乐园主题氛围包装及景区整改，全面提升杭州乐园游乐功能的档次和品质。<br>（6）进一步完善杭州乐园的经营模式，把杭州乐园建成以“主题公园+旅游文化演艺”为经营模式的“主题突出、晴雨皆宜、老少同乐”的游乐类主题公园。 | 年收入约 2.8 亿元；<br>年净利润 1.1 亿元；<br>新增固定资产 2.9 亿元<br>年折旧约 2343 万元。 | 改扩建不会对乐园的正常经营产生显著负面影响     |
| 宋城景区基础设施及配套改造项目 | 7000     | 12 个月 | （1）改建金明池。<br>（2）增设 2800 平方米的游客服务区。<br>（3）改造基础设施。                                                                                                                                                                                                                                                                    | 新增固定资产 7000 万元；<br>年折旧约 588 万元；<br>项目旨在提升景区接待能力，不单独核算          | 不会对宋城景区经营产生显著负面影响         |

资料来源：招股说明书，招商证券整理

**表 10：募投项目完成后公司演艺节目情况**

|       | 可容纳观众数量 | 备注                              |
|-------|---------|---------------------------------|
| 宋城千古情 | 3189    | 2010 年 3 月，座位由约 2000 个增至 3189 个 |
| 杭州之夜  | 3300    | 预计 2011 年下半年投入运营                |
| 海的女儿  | 700     | 预计 2011 年下半年投入运营                |
| 白雪公主  | 400     | 预计 2011 年下半年投入运营                |

资料来源：招股说明书，招商证券整理

## 2、募投项目对公司发展意义重大

我们认为，此次募投项目的实施对公司意义重大：

（1）在杭州拥有三个服务功能和客户群体有所差异的主题公园和三台表演主题风格和内容完全不同的大型原创旅游文化演艺节目，将实现不同年龄段、不同层次客户群体的全方位覆盖。规模、盈利能力将得到有效的提升。

（2）深化“主题公园 + 旅游文化演艺”的经营模式，为后续的外延式扩张奠定基础。

## 五、盈利预测与估值

### 1、预计 10-12EPS 1.03、1.38、1.90 元

在我们关键假设的基础上，我们预计公司 10-12 年净利润分别为 1.73、2.32、3.20 亿，按发行后股本计算，对应 EPS 1.03、1.38、1.90 元，初步测算，未来三年净利润复合增长率约 35%。

#### 关键假设说明：

(1) 剔除世博影响，预计 10 年宋城游客约 330 万，考虑到公司正在加大营销网络建设（“千家万户”计划），预计 11 年游客数量比 10 年增长 20%（剔除世博影响的部分）；

(2) 预计《杭州之夜》11 年便可在杭州乐园上演，且 2012 年杭州乐园扩建完成，届时，杭州乐园游客将有较大幅度的增长，票价也将提升

(3) 预计三亚项目 2011 年四季度投入运营。

表 11：关键假设

|             | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|
| 宋城游客（万人次）   | 382   | 398   | 438   |
| 平均票价（元）     | 85    | 105   | 110   |
| 杭州乐园游客（万人次） | 82    | 94    | 123   |
| 平均票价（元）     | 110   | 110   | 140   |
| 动漫馆游客（万人次）  |       | 2     | 56    |
| 平均票价（元）     |       | 40    | 50    |
| 三亚项目游客（万人次） |       | 15    | 80    |
| 平均票价（元）     |       | 120   | 160   |

资料来源：招商证券

表 12：近年来总体经营情况及未来预测

| 单位：百万元    | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 121  | 198  | 273  | 454   | 571   | 841   |
| 营业成本      | 26   | 47   | 82   | 110   | 130   | 254   |
| 营业税金及附加   | 5    | 7    | 10   | 16    | 21    | 30    |
| 营业费用      | 15   | 24   | 22   | 27    | 34    | 55    |
| 管理费用      | 9    | 16   | 27   | 39    | 54    | 67    |
| 财务费用      | 10   | 12   | 17   | 24    | 15    | 10    |
| 营业利润      | 56   | 91   | 117  | 239   | 318   | 425   |
| 利润总额      | 55   | 90   | 117  | 239   | 320   | 427   |
| 所得税       | 11   | 23   | 29   | 66    | 88    | 107   |
| 净利润       | 45   | 67   | 88   | 173   | 232   | 320   |
| 归属于母公司净利润 | 45   | 64   | 87   | 173   | 232   | 320   |
| EPS（元）    | 0.75 | 1.07 | 0.69 | 1.03  | 1.38  | 1.90  |

资料来源：招商证券

### 2、合理估值区间 41-48 元

公司是旅游与文化产业融合的典范，“主题公园+文化演艺”的外延扩张模式逐步成熟，

扩张能力强，综合竞争力突出；而我国正处于旅游和文化消费加速发展阶段，市场需求旺盛；公司面临很好的发展机遇，预计未来三年净利润复合增长可达 35%。

目前，旅游行业 11PE 平均 34 倍。按照 30-35 倍的估值水平，每股合理估值区间为 41-48 元。

**表 13：11 月 19 日，旅游板块估值情况**

| 公司   | 最新价   | 10EPS | 11EPS | 12EPS | 10PE | 11PE | 12PE | PB  |
|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-----|
| 中国国旅 | 32.81 | 0.5   | 0.95  | 1.25  | 66   | 35   | 26   | 7.1 |
| 首旅股份 | 23.61 | 0.87  | 1.08  | 1.3   | 27   | 22   | 18   | 5.5 |
| 丽江旅游 | 28.60 | 0.14  | 1.04  | 1.11  | 204  | 28   | 26   | 5.5 |
| 桂林旅游 | 13.00 | 0.13  | 0.35  | 0.50  | 100  | 37   | 26   | 3.4 |
| 三特索道 | 18.80 | 0.25  | 0.34  | 0.46  | 75   | 55   | 41   | 5.3 |
| 中青旅  | 15.46 | 0.62  | 0.8   | 0.93  | 25   | 19   | 17   | 2.8 |
| 锦江股份 | 27.83 | 0.65  | 0.58  | 0.7   | 43   | 48   | 40   | 3.9 |
| 黄山旅游 | 18.57 | 0.51  | 0.55  | 0.6   | 36   | 34   | 31   | 6.1 |
| 华天酒店 | 9.05  | 0.26  | 0.23  | 0.24  | 35   | 39   | 38   | 3.6 |
| 湘鄂情  | 23.95 | 0.44  | 0.69  | 0.92  | 54   | 35   | 26   | 4.1 |
| 金陵饭店 | 9.02  | 0.32  | 0.35  | 0.39  | 28   | 26   | 23   | 2.6 |
| 峨眉山  | 18.66 | 0.48  | 0.55  | 0.6   | 39   | 34   | 31   | 5.8 |
| 平均   |       |       |       |       | 61   | 34   | 29   | 4.6 |

资料来源：招商证券

## 附录

图 5: 宋城景区一角



图 6: 宋城千古情



图 7: 杭州乐园水公园



图 8: 杭州动漫乐园



**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2008       | 2009       | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|----------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 45         | 95         | 2361        | 1647        | 1344        |
| 现金             | 39         | 87         | 2351        | 1635        | 1325        |
| 交易性投资          | 0          | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 0          | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 应收款项           | 1          | 2          | 3           | 3           | 5           |
| 其它应收款          | 4          | 3          | 4           | 5           | 8           |
| 存货             | 0          | 0          | 1           | 1           | 3           |
| 其他             | 0          | 3          | 1           | 2           | 3           |
| <b>非流动资产</b>   | 408        | 615        | 617         | 1526        | 2131        |
| 长期股权投资         | 0          | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产           | 282        | 353        | 371         | 1117        | 1793        |
| 无形资产           | 125        | 257        | 232         | 209         | 188         |
| 其他             | 0          | 5          | 15          | 200         | 150         |
| <b>资产总计</b>    | <b>453</b> | <b>710</b> | <b>2977</b> | <b>3173</b> | <b>3475</b> |
| <b>流动负债</b>    | 277        | 82         | 120         | 145         | 214         |
| 短期借款           | 200        | 0          | 20          | 20          | 20          |
| 应付账款           | 37         | 20         | 22          | 26          | 51          |
| 预收账款           | 1          | 3          | 4           | 5           | 9           |
| 其他             | 39         | 60         | 71          | 91          | 130         |
| <b>长期负债</b>    | 0          | 362        | 362         | 362         | 362         |
| 长期借款           | 0          | 362        | 362         | 362         | 362         |
| 其他             | 0          | 0          | 0           | 0           | 0           |
| <b>负债合计</b>    | <b>277</b> | <b>444</b> | <b>482</b>  | <b>507</b>  | <b>576</b>  |
| 股本             | 60         | 126        | 168         | 168         | 168         |
| 资本公积金          | 0          | 24         | 2082        | 2082        | 2082        |
| 留存收益           | 90         | 96         | 237         | 399         | 623         |
| 少数股东权益         | 11         | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 母公司所有者权益       | 164        | 266        | 2487        | 2650        | 2874        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>453</b> | <b>710</b> | <b>2977</b> | <b>3173</b> | <b>3475</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2008         | 2009         | 2010E       | 2011E         | 2012E        |
|----------------|--------------|--------------|-------------|---------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 99           | 151          | 283         | 371           | 550          |
| 净利润            |              |              | 173         | 232           | 320          |
| 折旧摊销           |              |              | 55          | 83            | 138          |
| 财务费用           |              |              | 24          | 15            | 10           |
| 投资收益           |              |              | (1)         | (1)           | 0            |
| 营运资金变动         |              |              | 13          | 22            | 61           |
| 其它             |              |              | 4           | 8             | 7            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(123)</b> | <b>(302)</b> | <b>(60)</b> | <b>(1000)</b> | <b>(750)</b> |
| 资本支出           |              |              | (60)        | (1000)        | (750)        |
| 其他投资           |              |              | 0           | 0             | 0            |
| <b>筹资活动现金流</b> | 22           | 199          | 2042        | (87)          | (110)        |
| 借款变动           |              |              | 20          | 0             | 0            |
| 普通股增加          |              |              | 42          | 0             | 0            |
| 资本公积增加         |              |              | 2058        | 0             | 0            |
| 股利分配           |              |              | (52)        | (70)          | (96)         |
| 其他             |              |              | (23)        | (14)          | (10)         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(2)</b>   | 47           | 2264        | (716)         | (310)        |

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

**利润表**

| 单位：百万元           | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 198  | 273  | 454   | 571   | 841   |
| 营业成本             | 47   | 82   | 110   | 130   | 254   |
| 营业税金及附加          | 7    | 10   | 16    | 21    | 30    |
| 营业费用             | 24   | 22   | 27    | 34    | 55    |
| 管理费用             | 16   | 27   | 39    | 54    | 67    |
| 财务费用             | 12   | 17   | 24    | 15    | 10    |
| 资产减值损失           | 1    | (1)  | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 0    | 1    | 1     | 1     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 91   | 117  | 239   | 318   | 425   |
| 营业外收入            | 0    | 4    | 0     | 5     | 5     |
| 营业外支出            | 1    | 3    | 0     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>      | 90   | 117  | 239   | 320   | 427   |
| 所得税              | 23   | 29   | 66    | 88    | 107   |
| <b>净利润</b>       | 67   | 88   | 173   | 232   | 320   |
| 少数股东损益           | 3    | 1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 64   | 87   | 173   | 232   | 320   |
| <b>EPS (元)</b>   | 1.07 | 0.69 | 1.03  | 1.38  | 1.90  |

**主要财务比率**

|                | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 63%   | 38%   | 66%   | 26%   | 47%   |
| 营业利润           | 61%   | 29%   | 105%  | 33%   | 33%   |
| 净利润            | 42%   | 36%   | 99%   | 34%   | 38%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 76.3% | 69.9% | 75.7% | 77.3% | 69.8% |
| 净利率            | 32.5% | 31.8% | 38.1% | 40.7% | 38.0% |
| ROE            | 39.1% | 32.7% | 7.0%  | 8.8%  | 11.1% |
| ROIC           | 20.3% | 16.1% | 7.0%  | 8.3%  | 10.3% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 61.2% | 62.5% | 16.2% | 16.0% | 16.6% |
| 净负债比率          | 44.9% | 51.0% | 12.8% | 12.0% | 11.0% |
| 流动比率           | 0.2   | 1.2   | 19.6  | 11.4  | 6.3   |
| 速动比率           | 0.2   | 1.1   | 19.6  | 11.4  | 6.3   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.4   | 0.4   | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| 存货周转率          | 158.8 | 217.1 | 147.7 | 108.1 | 132.5 |
| 应收帐款周转率        | 215.7 | 191.7 | 208.3 | 185.9 | 198.8 |
| 应付帐款周转率        | 2.4   | 2.9   | 5.3   | 5.4   | 6.6   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 1.07  | 0.69  | 1.03  | 1.38  | 1.90  |
| 每股经营现金         | 1.65  | 1.20  | 1.68  | 2.21  | 3.28  |
| 每股净资产          | 2.74  | 2.11  | 14.80 | 15.77 | 17.11 |
| 每股股利           | 0.00  | 0.00  | 0.31  | 0.41  | 0.57  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 13.5  | 21.0  | 14.1  | 10.5  | 7.6   |
| PB             | 5.3   | 6.9   | 1.0   | 0.9   | 0.8   |
| EV/EBITDA      | 52.6  | 40.4  | 16.2  | 12.5  | 9.2   |

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**林周勇**，林周勇，硕士，07年3月加入招商证券。07-09年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

**苏平**，武汉城市建设学院景园建筑专业学士、北京大学人文地理专业硕士。目前为招商证券社会服务业分析师，8年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007年度最佳分析师”亚洲区社会服务业第二名，07-09年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名，05、06年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名。率先发掘并持续推荐了华侨城等一批优质公司。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 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

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。