



社会服务业/社会服务

宋城股份 (300144)

蓄势待发的旅游演艺业领军者

——宋城股份新股定价询价分析报告


许娟娟
 021-38676545
 xujuanjuan@gtjas.com
 S0880209110635

本报告导读:

本次募集资金到位后,未来几年现有业务将有不错的增长;公司正在异地新设业务,此外受益于政策利好、存在收购同行的预期,均存在一定风险;成长空间正在打开。

投资要点:

- 公司从事主题公园与旅游文化演艺业务,经营杭州宋城景区、杭州乐园景区以及杭州动漫馆三个主题公园,宋城景区是收入和利润来源。
- 行业处于初级阶段,发展前景广阔。我国主题公园行业处于初级发展阶段、文演企业商业意识淡薄,两个行业均受益于政策扶持,发展前景广阔。其中,主题公园连锁经营的外延式发展空间大;国有文艺演出院团改制,为公司带来收购机会。
- 现有业务竞争优势明显,公司可继续挖潜力提升业绩。2010年,公司门票收入占杭州地区门票收入一半以上,收入和客流量远高于竞争对手印象西湖和杭州东方文化园。宋城景区竞争优势明显,增长点多;杭州乐园未来通过新增演艺节目和地铁开通,客流量有望大幅提升。
- 创作能力+营销网络是核心竞争力。“建筑为形,文化为魂”是经营理念,文化演艺创作能力和营销网络是核心竞争力,主题公园是载体。
- 募投项目保障近年业绩,新开公园或收购剧团式的异地扩张、打开公司成长空间。未来1-2年公司业绩来自原有三块业务的门票提价、客流量的增加以及商品销售业务挖掘,本次募集资金主要用于现有三块业务的改扩建,保障现有业务的增长。此外,公司将通过异地新开公园和收购剧团,进行异地扩张,公司3年后的盈利增长取决于杭州以外地区主题公园的经营情况。
- 盈利预测及投资建议。按照发行后股本计算,预计2010-2012年EPS分别为0.99、1.25、1.83元。建议结合公司未来三年50%的净利润复合增速和行业2011年40倍的平均PE,按2011年EPS给予50-60倍PE,二级市场的合理价格区间为49.5-59.4元。考虑到公司的行业地位、行业发展前景好、创业板估值高、近期新股首发市盈率较高,建议按照二级市场合理价格区间进行询价。
- 风险。世博会后宋城景区存在游客数增速大幅回落,自然灾害和重大疫情风险,以及剧场设施和大型游乐设备运营故障或事故风险。

建议询价区间

49.50-59.40

上市首日定价区间

49.50-59.40

2010.11.24

发行上市资料

总股本(万股)	12,600
发行量(万股)	4,200
发行日期	2010.11.26
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	银行证券
预计上市日期	2010.12

发行前财务数据

每股净资产(元)	2.48
净资产收益率(%)	22.8%
资产负债率(%)	61.0%

主要股东和持股比例

杭州宋城集团控股有限公司	46.27%
杭州南奥旅游置业有限公司	16.75%
丽水市山水投资有限公司	14.29%
黄巧灵	12.14%

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	198	273	444	556	793
(+/-)%	63%	38%	63%	25%	42%
经营利润(EBIT)	103	133	248	304	433
(+/-)%	58%	30%	86%	23%	42%
净利润	64	87	167	210	307
(+/-)%	42%	36%	92%	25%	46%
每股净收益(元)	0.38	0.52	0.99	1.25	1.83
每股股利(元)	-	-	-	-	-

注:每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

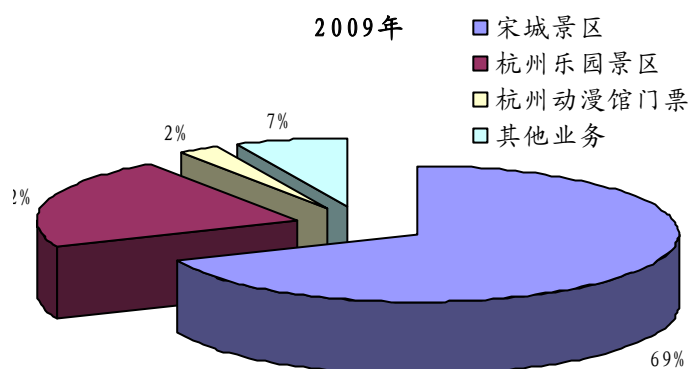
目 录

1.	公司概况	3
2.	主题公园行业分析	4
2.1.	主题公园发展尚处于初级阶段、文演企业商业意识淡薄	4
2.2.	主题公园和文化演艺行业的发展前景广阔	5
3.	公司主业分析及发展前景	7
3.1.	宋城景区——竞争优势明显，增长点较多	7
3.2.	杭州乐园——新增演艺节目和交通便捷有望将极大地提升杭州乐园的客流量	10
3.3.	动漫馆——2012 年改建后对收入贡献将大幅提升	11
4.	财务状况分析	12
5.	公司发展空间已打开	13
5.1.	公司具备做大做强所需要的素质	13
5.2.	异地文化成功演绎的培育期将较长	14
6.	风险	14
7.	募集资金投向项目分析	15
8.	盈利预测及投资建议	16
	图 1: 公司营业收入构成 (2009 年)	3
	图 2: 公司营业毛利构成 (2009 年)	3
	图 3: 公司上市前股权结构	3
	图 4: 宋城景区营业收入及同比增速 (左轴: 万元)	9
	图 5: 宋城景区毛利率	9
	图 6: 宋城景区游客结构	10
	图 7: 杭州乐园的营业收入及同比增速 (左轴: 万元)	11
	图 8: 杭州乐园毛利率	11
	图 9: 公司营销模式	14
	表 1: 我国主题公园分类	4
	表 2: 我国旅游文艺演出的分类	5
	表 3: 我国曾发布的文化和旅游政策	5
	表 4: 世界前十大主题公园年接待游客人数 (单位: 万人次)	6
	表 5: 亚洲前十大主题公园年接待游客人数 (单位: 万人次)	7
	表 6: 宋城景区业务简介	8
	表 7: 《宋城千古情》与《印象西湖》、《西湖之夜》的对比	8
	表 8: 杭州三大旅游文艺演出普通观众席票价对比	10
	表 9: 宋城景区游客及增速	10
	表 10: 可比公司的经营情况	12
	表 11: 公司偿债能力和资本结构	12
	表 12: 公司营运能力	13
	表 13: 《宋城千古情》所获得奖项	13
	表 14: 本次募投项目情况	15
	表 15: 公司改造现有三块业务的资本支出构成 (已完成)	15
	表 16: 旅游业最新盈利及估值	16

1. 公司概况

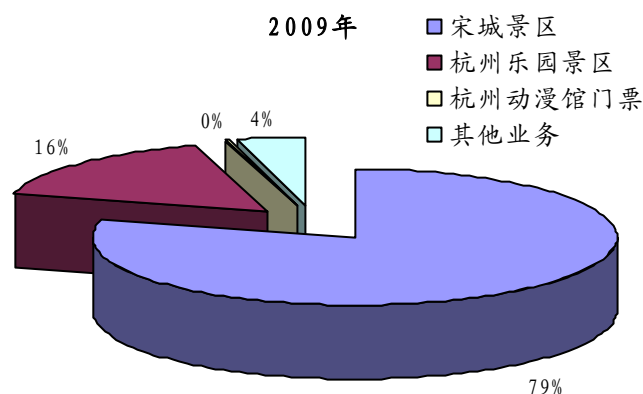
杭州宋城旅游发展股份有限公司（以下简称“公司”）成形于1996年，过去的十多年公司一直致力于将旅游元素和文化元素进行有效结合，完善和推广“主题公园+旅游文化演艺”深度融合的经营模式。目前主要从事主题公园与旅游文化演艺业务，经营杭州宋城景区、杭州乐园景区以及杭州动漫馆三个主题公园，其中宋城景区是公司主要的收入和利润来源。

图 1：公司营业收入构成（2009 年）



数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

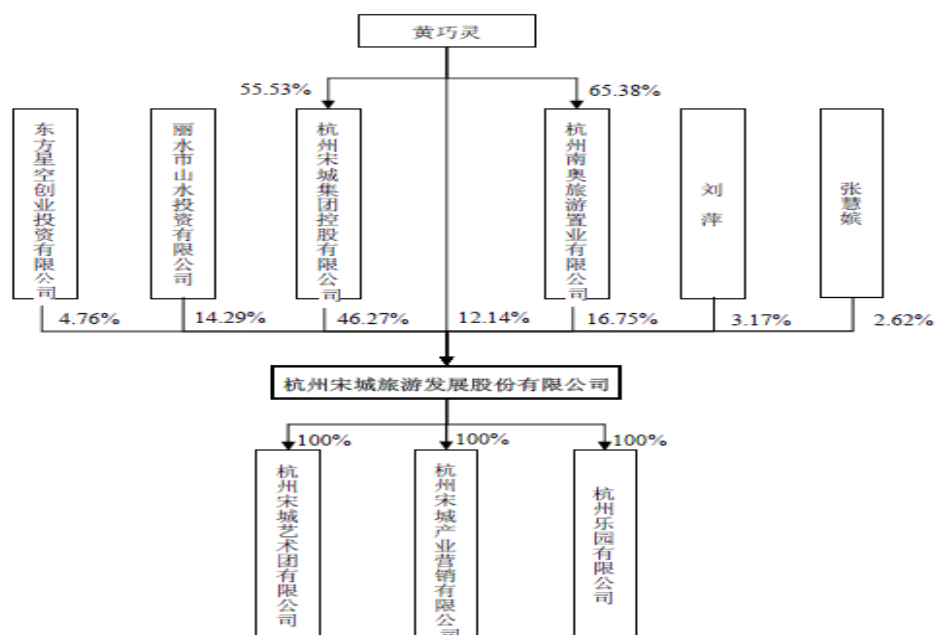
图 2：公司营业毛利构成（2009 年）



数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

黄巧灵先生是公司的实际控制人，在公司上市前直接和间接共持有48.8%股权，上市后股权稀释为36.6%。公司目前管理层没有持有公司股票，但公司已进行了各类形式的激励，预计未来公司将继续采用各类方式激励管理层。

图 3：公司上市前股权结构



数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

2. 主题公园行业分析

公司的两块主业主题公园和旅游文化演艺在我国的发展历史均不长，目前行业集中度不高，与国外行业规模相比，我国的主题公园和旅游文化演艺行业的发展空间较大。

2.1. 主题公园发展尚处于初级阶段、文演企业商业意识淡薄

主题公园——处于发展的初级阶段

主题公园主要为游客提供某种特定主题人文景观的观光游览服务。行业壁垒在于专业人才、品牌、资金方面，其发展均依赖于旅游行业的发展，均具备季节性、区域性的特点。

根据主题和体验内容的不同，我国主题公园主要分为文化类主题公园、游乐类主题公园、观光类主题公园和情景模拟类主题公园。公司的宋城景区和杭州乐园分别属于文化类、游乐类景区。

表 1：我国主题公园分类

类别	特征	主要代表
文化类	以历史文化为主题的主题公园	宋城景区、西安的大唐芙蓉园、开封清明上河园、无锡吴文化博览园和杭州东方文化园等
游乐类	指通过向游客提供各种大型游乐设施的游乐服务，来满足游客休闲娱乐需求的主题公园	杭州乐园、“欢乐谷”系列主题公园、苏州乐园、宁波凤凰山海港乐园、常州中华恐龙园以及芜湖方特欢乐世界等
观光类	以仿真或微缩的人造静态景观或以自然生态作为游览主题的主题公园	深圳世界之窗、锦绣中华、昆明世界园艺博览园和大连圣亚海洋世界等
情景模拟类	以各种影视作品中的场景、人物和故事体验为主题的主题公园	无锡三国影视基地、横店影视城

数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

世界主题公园出现于 1952 年，目前呈现集中度逐步提升的态势。2007-2009 年，按照主题公园接待人数排名，世界前十大主题公园中，亚洲国家只有日本和韩国。亚洲前十大主题公园中，只有中国的欢乐谷位居第十位。

我国主题公园起步较晚，最早出现于 20 世纪 80 年代，目前单一企业的市场占有率较低，企业间盈利能力差异较大，与世界优秀主题公园仍有一定差距，尚未产生具有绝对竞争优势的主题公园企业。

从竞争环境看，目前我国主题公园经营市场对外资限入，一定程度上减缓了本阶段的竞争压力；此外，我国的主题公园主要位于经济发达地区，该类地区竞争较为激烈。

未来，随着行业未来竞争的加剧和市场化程度的逐步加深，具有区域品牌优势和较强竞争实力的企业将获得快速对外扩张的良好机会。

旅游文化演艺——行业集中度低、企业的商业意识淡薄

旅游文化演艺行业的主要服务内容通常是依托于丰富的旅游资源，以游

客为主要服务对象,综合运用歌舞、杂技、曲艺等艺术表现形式,为游客提供突出当地历史文化特色和民俗风情的各种演艺节目。其壁垒在于专业人才、品牌、资金方面,其发展均依赖于旅游行业的发展,均具备季节性、区域性的特点。

我国的旅游文化演艺节目最早出现在 20 世纪 80 年代,根据表演场地和演出风格的不同,我国的旅游文化演艺节目可以分为三类,现代化剧场类、山水实景类和宫廷乐舞类。

表 2: 我国旅游文艺演出的分类

类别	特征	主要代表
现代剧场类	属于室内舞台演出,通过综合运用各种现代化、高科技特效和道具,以歌舞、戏曲、杂技、武术等多种艺术表现形式进行表演。	《宋城千古情》、杭州的《西湖之夜》、丽江的《丽水金沙》、北京的《龙舞京城》、《功夫传奇》和上海《ERA-时空之旅》等。
山水实景类	属于露天演出,通常利用山水实景搭建舞台,以舞蹈的形式进行表演。	桂林的《印象刘三姐》、杭州的《印象西湖》、丽江的《印象丽江》和河南嵩山的《禅宗少林音乐大典》等。
宫廷乐舞类	属于室内舞台演出,主要表演仿古宫廷歌舞,不会过多运用现代化声、光、电和特效、道具。	西安的《唐 长安乐舞》、《仿唐乐舞》和《梦回大唐》等。

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券研究

目前旅游文化演艺行业尚处于初级发展阶段,行业集中度较低,行业内企业的盈利能力差异较大,企业的商业运作能力不强。从商业化角度来看,一部分旅游文化演艺节目创作和演出主要是为了树立当地旅游形象,更侧重于对当地旅游资源的宣传和推广,而较少关注成本管理、市场营销等商业化手段的运用;另有一部分旅游文化演艺节目则主要依附于著名的自然或人文景点而存在,采取免费演出或象征性收费的方式,在收入贡献上处于从属地位,尚未体现出旅游文化演艺高附加值的特点。

未来,随着行业未来竞争的加剧和市场化程度的逐步加深,具有区域品牌优势和较强竞争实力的企业将获得快速对外扩张的良好机会。

2.2. 主题公园和文化演艺行业的发展前景广阔

两个行业均将享受旅游业的政策利好

公司经营的主题公园和旅游文化演艺均属于旅游业。09 年 12 月,国务院颁布的文件将旅游业的定位上升至国民经济的战略性支柱产业。根据旅游业十二五规划纲领,2011-2015 年间,我国国内旅游人数年均增速达 10%、旅游业总收入年均增速达 12%、旅游业增加值占全国 GDP 的比重由目前的 3.85%提升至 4.5%,这意味着在接下去的五年内,旅游业的发展速度将高于其他很多行业。公司的两类主业在旅游业政策利好的影响下将快速发展。

表 3: 我国曾发布的文化和旅游政策

	颁布时间	颁布方	文件名称	主要内容
文	2009 年 8	文化部和国	《关于促进文化与	高度重视文化与旅游的结合发展,打造高品质

化	月	家旅游局	旅游结合发展的指导意见》	旅游演艺产品
	2009 年 9 月	国务院办公厅	《文化产业振兴规划》	文化产业振兴的重要工作、指导思想、基本原则、规划目标、政策措施和保障条件
	2010 年 3 月	中共中央宣传部、中国人民银行、财政部和文化部等九部委	《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的意见》	“大力发展多层次资本市场，扩大文化企业的直接融资”、“探索建立宣传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”
	2006 年 3 月	国务院办公厅	十一五规划	“大力发展旅游业”；坚持“全面发展国内旅游，积极发展入境旅游，规范发展出境旅游”的发展方针
	2008 年 7 月	杭州市人民政府	《关于加快杭州旅游业发展的若干意见》	大力扶持旅游重点项目，鼓励发展旅游文化产品
旅	2009 年 12 月	国务院办公厅	《国务院关于加快发展旅游业的意见》	“把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业”、“推动旅游产品多样化发展，发挥文化资源优势，推出具有地方特色和民族特色的演艺、节庆等文化旅游产品”
游	2010 年 7 月	国务院办公厅	《印发贯彻落实国务院关于加快发展旅游业意见重点工作分工方案的通知》	“鼓励社会资本公平参与旅游业发展，鼓励各种所有制企业依法投资旅游产业”，“加大对旅游企业和旅游项目的融资授信支持”，“拓宽旅游企业融资渠道”，“积极鼓励符合条件的旅游企业在中小企业和创业板上市融资”

数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

中国连锁经营主题公园的外延式发展空间大

我国主题公园起步晚，目前处于发展初期，单个主题公园企业的游览人次远远落后于世界主要大型主题公园，2009 年访问迪斯尼系列主题公园的游客人数为 11910 万人次，国内最高的华侨城系列主题公园为 1580 万人次，宋城景区达 258 万人次。仅从人数对比看，我国的主题公园外延式发展空间大。

世界主要的主题公园企业均采用连锁经营模式。目前，国内最大的主题公园华侨城欢乐谷采取的即是连锁经营模式，公司的主题公园正在向连锁经营方式发展，预计未来连锁经营将成为我国主题公园的发展趋势，有助于我国主题公园行业规模的快速扩大。

表 4：世界前十大主题公园年接待游客人数（单位：万人次）

公园名称	所在地	2009 年	2008 年	2007 年
迪斯尼神奇王国	美国佛罗里达	1732	1706	1706
加州迪斯尼乐园	美国加利福尼亚	1590	1472	1487
东京迪斯尼乐园	日本东京	1365	1429	1391
巴黎迪斯尼乐园	法国巴黎	1274	1269	1200
东京迪斯尼海洋公园	日本东京	1200	1250	1241
迪斯尼艾波卡特中心	美国佛罗里达	1099	1094	1093

迪斯尼好莱坞影视乐园	美国佛罗里达	970	961	951
迪斯尼动画世界	美国佛罗里达	959	954	949
日本大阪环球影城	日本大阪	800	830	871
爱宝乐园	韩国首尔	617	660	720

数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

表 5：亚洲前十大主题公园年接待游客人数（单位：万人次）

公园名称	所在地	2009 年	2008 年	2007 年
东京迪斯尼乐园	日本东京	1365	1429	1391
东京迪斯尼海洋公园	日本东京	1200	1250	1241
日本大阪环球影城	日本大阪	800	830	871
爱宝乐园	韩国首尔	617	660	720
海洋公园	中国香港	480	503	492
长岛温泉乐园	日本桑名	470	373	391
香港迪斯尼乐园	中国香港	460	450	415
横滨八景岛海洋天堂	日本横滨	450	456	477
乐天世界	韩国首尔	426	424	260
深圳欢乐谷	中国深圳	280	318	323

数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

国有文艺演出院团改制，为公司带来收购机会

随着演艺业赖以生存和发展的经济基础、体制条件和社会环境的深刻变化，国有文艺演出院团旧有体制的弊端日益显露。绝大多数国有院团仍保留事业体制，没有形成与市场对接的体制机制，缺乏通过市场竞争做大做强的内在动力；相当多的剧（节）目以参评获奖为主要生产目的，没有进入市场，忽视市场需求，社会效益与经济效益都受到制约。

2009 年 7 月，中共宣传部和文化部联合发布《关于深化国有文艺演出院团体体制改革的若干意见》，目的在于加快转企改制工作步伐，积极培育新型市场主体。值得关注的是，《意见》提出支持民营企业参与国有文艺演出院团转企改制和股份制改造，打造跨所有制、跨业态的大型演艺企业。公司目前在资金实力、收入规模、创作实力方面均走在行业前列，公司提出不排除收购地方文艺演出院团扩大规模的可能性，因此我们认为在政策的扶持下，公司将可能依靠收购迅速扩张规模。

3. 公司主业分析及发展前景

2007 年，为了提高持续盈利能力，公司设立了杭州乐园公司、收购了宋城艺术团及营销公司，同时转让了与主业相关性较低的山里人家等公司股权，对氡温泉等公司进行清算注销。截至 2007 年末，公司已形成了较为成熟的“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式，宋城景区及杭州乐园两大核心业务构成了公司的核心业务。其中，宋城景区是公司最主要的收入来源，而宋城景区门票是宋城景区最主要的收入来源。

3.1. 宋城景区——竞争优势明显，增长点较多

宋城景区是一家宋文化主题公园，于 1996 年 5 月营业，地处西湖风景区西南。目前该景区由母公司、宋城艺术团子公司以及营销公司子公司

共同经营。该景区秉承“建筑为形、文化为魂”的经营理念，以《宋城千古情》为核心产品，以各种大型文化创意主题活动和奇人绝技、民俗表演为有益补充。

表 6：宋城景区业务简介

项目	主要内容
宋文化景观类	仿宋城门楼、宋城民间工艺馆、宋城雕塑文化长廊等。
作坊表演类	土布坊、竹编铺、手绣鞋艺、箍桶、打糍粑、麦芽糖、弹棉花等七十二行老作坊。
民俗表演类	越剧《孔雀东南飞》、张家班杂技、彩楼抛绣球、宋皇迎宾、皮影戏、琴锣说唱、大鼓书、木偶戏等。
古代游乐互动类	怪街、鬼屋、佛窟探秘等。
文化创意主题活动	宋城新春大庙会、宋城女人节、清明祭祖大典、火把节、端午风俗节、泼水节、桂花节、中秋拜月大典、南宋民俗节等大型文化创意主题活动。

数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

竞争优势明显

主题公园有一定的地域限制，杭州地区之外的文化类主题公园或者旅游文化演艺节目，与宋城景区不构成实质性竞争关系，并不会显著分流其主要客源。在杭州市内，公司的主要竞争对手是与宋城景区有一定相似性、以外地游客为主要客源的杭州地区其他旅游文化演艺节目或文化类主题公园，如《印象西湖》、《西湖之夜》和杭州东方文化园。相对竞争对手，宋城景区在旅游文化演艺节目的演出场次、观众人数等方面具有显著的竞争优势。

表 7：《宋城千古情》与《印象西湖》、《西湖之夜》的对比

项目	宋城千古情	印象西湖	西湖之夜
最初公演时间	1997 年	2007 年	2004 年
观众人数	2009 184.14 万人次	约 36 万人次	约 80 万人次
	2008 144.44 万人次	约 23 万人次	约 23 万人次
演出场次	2009 1,331 场	约 365 场	约 900 场
	2008 969 场	约 300 场	约 300 场
座位数量	2009 约 2,000 个	—	—
	2008 约 2,000 个	约 1,300 个	约 800 个
演出场所	剧场演出	露天演出	剧场演出
表演形式	融合了等众多元素	舞蹈	舞蹈、杂技、武术、戏曲

数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

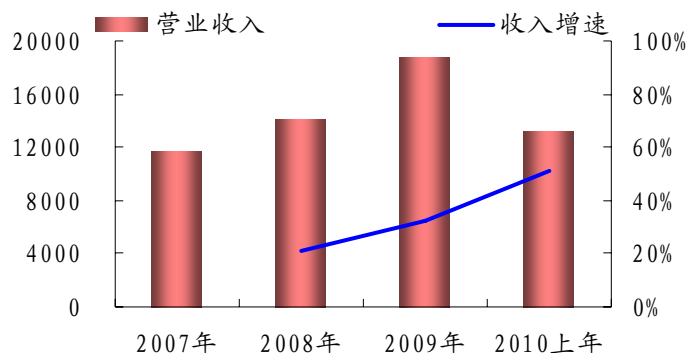
收入增长取决于客流和门票价格、毛利率较为稳定

2010 年上半年，宋城景区收入达 1.3 亿元，预计全年超过 3 亿元。2008、2009 年、2010 年上半年，其收入增速分别为 20%、32%、51%。08 年尽管受到地震、雪灾、金融危机以及五一假期缩短的影响，公司通过提升票价，提升散客比例，获得了 20% 增速；2009 年行业复苏，增速进一步提至 32%；2010 年上半年，宋城景区收入同比增长 51%，一部分源于世博会带来的客流增量，另一部分源于 2010 年 3 月宋城景区内宋城大剧院的扩容（座位由 2093 增至 3189 个），以及戏剧改版后票价结构改变、

整体均价提升。

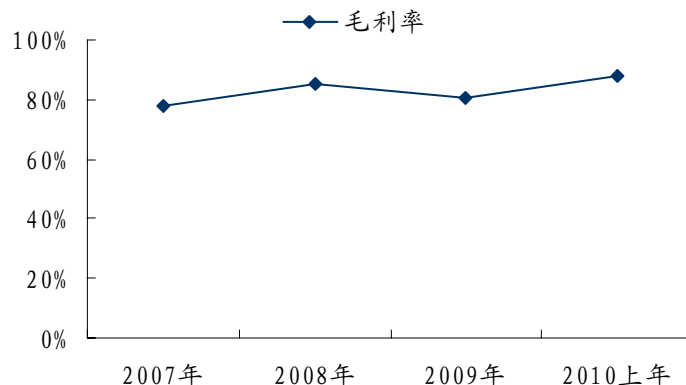
公司定位于旅游服务业公司，营业成本主要包括固定资产折旧、演职员工工资及其他为提供服务所必须发生的水电费、原材料等费用，与传统制造型、商贸型企业相比成本较低，综合毛利率较高。2010 年上半年，公司毛利率为 87.6%，历史上看，宋城景区毛利率始终维持 78%以上，基本逐年上升，毛利率的波动大多数由于景区改造、固定资产投入带来的折旧等因素。

图 4：宋城景区营业收入及同比增速（左轴：万元）



数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

图 5：宋城景区毛利率



数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

发展前景取决于品牌效应、文演质量以及销售网络

宋城景区收入几乎全部为门票收入，客流以团客为主，2007 年开始团客比重维持 85%以上。2007 年-2010 年客流量增速分别为-5%、22%、47%，2008 年客流量下降主要源于自然和经济危机的双重打击；2009 年实现低基数上的快速增长；2010 年上半年，在世博会的影响下，景区客流量同比增长 40%，预计全年景区客流量将达到 380 万人次，同比增长 47%。

景区收入变化主要取决于客流量、景区容量、以及票价变化，我们认为客流量是决定性因素。

1) **景区容量不会制约收入增长。**2010 年 3 月，宋城剧院位置扩容 1/3；本次募集资金到位后，现有景区的基础配套设施、旅游氛围将有很大提升；此外，公司将增加演出场次来提升景区容量。

2) **我们认为景区容量提升的同时，需求的引入更加重要。**宋城景区客流主要是团客，公司未来在巩固现有旅行社客户的同时，必须大力开拓新的旅行社客户，带来新增客流，这主要取决于公司的营销能力；散客方面，2009 年开始散客的增速高于团客，其对公司收入的贡献正在逐步体现，散客的增加主要取决于公司的品牌影响力。

3) **票价的提升取决于宋城千古情节目质量的提升。**公司目前票价有两类，一类是单独的景区票，成人票 80 元/张，另一类是景区表演联票 220 元/张。随着宋城千古情节目的改良和公司品牌影响力的提升，进入景区并观看演出的游客人数比例由 2007 年的 60%提升至 2010 年上半年的 80%（剩余比例为进入景区不观看演出）。同时，2010 年上半年，公司在宋城大剧院改造完工后，除散客和团队票价外，分别新增了两档价格较高的票价，并提升了部分原有票价。预计未来公司仍可通过该方式提升综合票价。

4) 对比杭州地区其他景区, 宋城景区的票价偏低, 未来仍有提升空间。

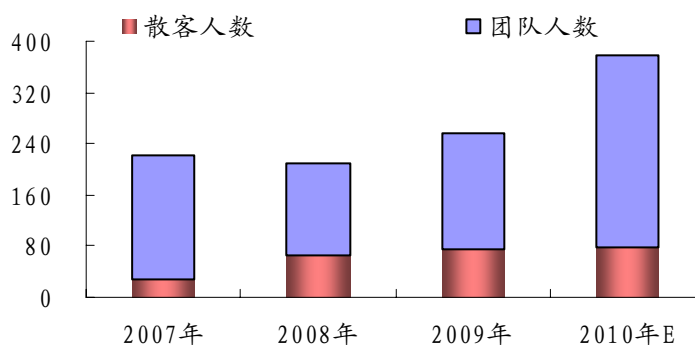
表 8: 杭州三大旅游文艺演出普通观众席票价对比

印象西湖	西湖之夜	宋城千古情 (内含 80 元景区门票价格)
250 元/人	180 元/人	180 元/人

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券研究

综合而言, 宋城景区未来的增长来自: 1) 随着公司上市后影响力的提升, 以及合作旅行社数量的增加, 景区客流将保持 15% 以上增速。2) 提升游客的商品销售金额, 2010 年上半年, 单个游客在景区内的消费仅为 1.9 元。而这一切的增长主要取决于公司品牌效益、节目的质量以及市场营销能力。

图 6: 宋城景区游客结构



数据来源: 公司招股书、国泰君安证券研究

表 9: 宋城景区游客及增速

时期	人数 (万人次)	同比增长率	备注
2010 年 1~5 月份	124.02	15.44%	游客人数保持稳健增长
2010 年 6 月份	37.85	156.26%	受上海世博会影响, 游客人数呈现大幅增长势头
合计	161.87	—	—

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券研究

3.2. 杭州乐园——新增演艺节目和交通便捷在望将极大地提升杭州乐园的客流量

杭州乐园于 2007 年底开业, 由全资子公司杭州乐园公司负责经营。它是杭州唯一一家游乐类主题乐园, 以散客为主, 位于西湖南部, 距离西湖约 20 分钟车程。杭州乐园与宋城股份一样, 秉承“主题公园+旅游文化演艺”的发展方向, 园内除了拥有游乐设施外, 每年组织和策划各类大型文化创意主题活动。

收入增速较高、毛利率较为稳定

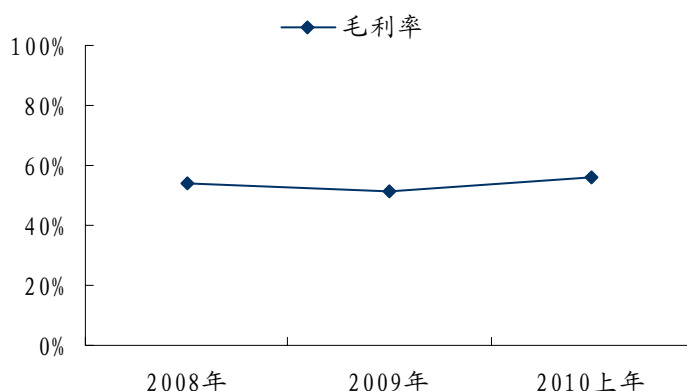
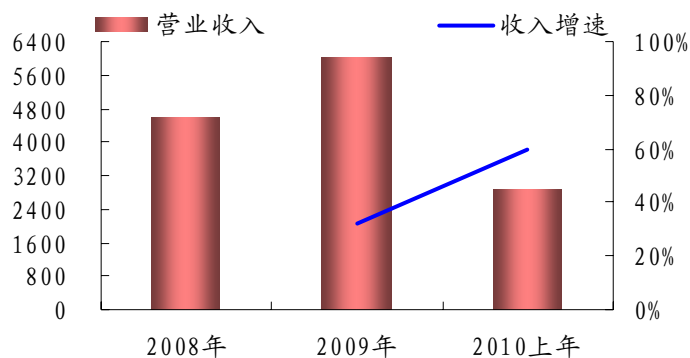
2010 年上半年, 杭州乐园收入达 2879 万元, 预计全年超过 6000 万元。2009 年、2010 上半年, 其收入增速分别为 31.8%、59.7%。2009 年, 杭州乐园在未提高票价的情况下, 依靠游客人数的增加带来收入增长;

2009 年第一季度，杭州乐园休园整修导致同比基数低，此外 2010 年上半年单张门票提价 20 元，从而 2010 年上半年杭州乐园收入同比大幅增长。

2010 年上半年，公司毛利率为 55.97%，历史上看，杭州乐园的毛利率始终维持 50% 以上，其中 2009 年由于大规模的整修折旧导致毛利率下降。综合而言，宋城景区业务的毛利率较为稳定，波动大多数由于景区改造、固定资产投入带来的折旧等因素。

图 7：杭州乐园的营业收入及同比增速（左轴：万元）

图 8：杭州乐园毛利率



数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

新增演艺节目和交通便捷在望将极大地提升杭州乐园的客流量

- 1) 杭州乐园所在萧山区夜间休闲娱乐活动较少，区域内没有一台大型旅游文化演艺节目，公司拟在杭州乐园复制与推广“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式，推出名为《杭州之夜》的演艺节目，以进一步满足杭州市庞大的夜间旅游市场消费需求。《杭州之夜》将分担《宋城千古情》的人流量压力，同时缓解萧山区夜间旅游市场休闲娱乐功能不足的现状。
- 2) 相比《宋城千古情》所在的宋城景区大剧院，《杭州之夜》所在的第一世界大剧院条件更为优越，该剧院拥有 3300 个座位，是杭州地区舞台纵深最长的剧院，可以更自由灵活的对舞台进行改造。
- 3) 杭州乐园和动漫馆都是杭州世界休闲博览园的主体建筑，2012 年杭州地铁 1 号线终点站将设在休博园区内，这将直接提升以市内散客为主体的杭州乐园的客流量，预计 2012 年客流量将大幅增长。

3.3. 动漫馆——2012 年改建后对收入贡献将大幅提升

杭州动漫乐园是宋城股份以现状中国国际动漫馆为基础改造的，以动漫文化为主题、以少年儿童为目标群体的游乐类文化主题公园，2008 年建成后圆满承办了第四届、第五届、第六届中国国际动漫节。

历史上看，动漫乐园由母公司经营，其收入 50% 来自门票，50% 来自场馆租赁。2010 年上半年，动漫馆门票收入达 787 万元，毛利率为 48%，营业利润为 380 万元，此外场馆租赁收入达 735 万元。2011 年动漫馆将休业改造，即本次募投项目之一，将建造一个中型剧场，创作并上演一台

大型童话剧《海的女儿》，其实施将进一步深化和推广宋城股份“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式。

预计 2012 年动漫馆改造重新营业后，对公司的收入贡献大幅增长，我们预计将 2012 年将达到 8000 万元以上。

4. 财务状况分析

“主题公园+旅游文化演艺”模式带来较高盈利水平

与公司存在类似主业的公司有华侨城、大连圣亚、云南旅游，其中仅有大连圣亚的主题公园业务收入占比与公司一样、均较高，其余三家与公司的可比性并不强。公司的毛利率显著高于大连圣亚，这主要是由于大连圣亚与公司经营模式不同，公司“主题公园+旅游文化演艺”深度融合的业务模式能够有效地将具有高附加值的旅游文化演艺节目依托于主题公园氛围得以实现。

表 10: 可比公司的经营情况

公司	项目	2010 年 1~6 月	2009 年	2008 年	2007 年
华侨城	销售净利率	22.26%	17.01%	33.49%	46.49%
	旅游业毛利率	48.48%	42.36%		
	主题公园业务收入占营业收入比例	—	—	18.97%	36.23%
云南旅游	销售净利率	5.01%	8.86%	12.14%	14.57%
	主题公园业务收入占营业收入比例	18.31%	11.29%	9.99%	12.35%
	销售净利率	-4.40%	4.48%	2.18%	-1.26%
大连圣亚	旅游业毛利率	34.67%	46.51%		
	主题公园业务收入占营业收入比例	98.30%	97.85%	100.00%	93.24%
	销售净利率	39.16%	32.35%	33.90%	36.82%
宋城股份	旅游业毛利率	80.00%	72.00%	78%	78%

数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

过去两年，公司的速动比率 07、08 年低于行业平均，但 09、10 年高于行业平均，主要原因是 09 年下半年，公司将部分短期借款调为长期借款。

公司的资产负债率一直高于同行，主要原因是 07 年开始公司通过银行借款渠道、陆续改造了现有的三个景区，上市后公司的资产负债率将有所改善。

表 11: 公司偿债能力和资本结构

	速冻比率 (倍数)				资产负债率			
	2010 年 1~6 月	2009 年	2008 年	2007 年	2010 年 1~6 月	2009 年	2008 年	2007 年
华侨城	0.5	0.34	0.21	0.28	36.56%	16.93%	15.89%	14.84%
云南旅游	0.59	0.63	0.92	0.9	14.71%	16.95%	21.10%	12.96%
大连圣亚	0.48	0.5	0.35	0.36	52.86%	53.91%	50.42%	50.43%
平均值	0.53	0.49	0.49	0.51	34.71%	29.26%	29.14%	26.08%
宋城股份	0.8	1.15	0.16	0.41	61.37%	66.02%	70.88%	66.61%

数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

过去的3年,公司的利息保障倍数逐步提升,2010上半年已高于行业平均水平;但应收账款周转率逐年下降,至2010上半年大幅低于行业平均,我们认为主要原因在于公司的主要客户是旅行社,公司在与旅行社的业务往来中并不强势。

表 12: 公司营运能力

	利息保障倍数				应收账款周转率			
	2010年1~6月	2009年	2008年	2007年	2010年1~6月	2009年	2008年	2007年
华侨城	12.86	13.61	10.02	18.62	29.05	60.39	121.19	121.8
云南旅游	5.24	10.14	24.63	14.92	250.69	488.45	296.32	123.09
大连圣亚	0.76	1.43	1.15	0.94	166.18	245.11	—	71.8
平均值	6.29	8.39	11.93	11.49	148.64	264.65	208.76	105.56
宋城股份	8.77	7.7	8.13	6.42	70.37	178.19	204.3	240.66

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券研究

5. 公司发展空间已打开

5.1. 公司具备做大做强所需要的素质

“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式具备较强的竞争力

“主题公园和旅游文化演艺的复合模式较任何一个单一模式更能带来更大的客户满意度,提升景区吸引力,且公司的复合模式能够享受旅游和文化两大产业的政策优惠和成长性。

历史证明,公司具备较强的创作和设计能力

现阶段,我国主题公园和旅游文化演艺行业的专业创作和设计人才较为稀缺,使得许多主题公园和旅游文化演艺节目存在内容雷同、细节设计粗糙、文化内涵缺失、艺术水准不高等弊端。

公司没有聘用名角,文艺节目从设计到演出均启用自己培养的演出班子,目前公司共有5个独立的演出班子,节目遵循每天一小改,每月一大改的原则,使其能够保持较强的独特性和较高的艺术水准。创作和设计的优势是公司进行差异化经营和持续创新的重要保障。过去的十多年,宋城千古情经过多年发展改进,陆续获得了诸多荣誉,此外游客中观看表演比例的提升印证了公司创作和设计能力较强。

表 13: 《宋城千古情》所获得奖项

序号	所获奖项
1	第十一届中宣部精神文明建设“五个一工程”奖
2	第七届中国舞蹈“荷花奖”组委会特别奖
3	杭州市文艺创作突出贡献奖
4	第七届中国艺术节的代表展演剧目

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券研究

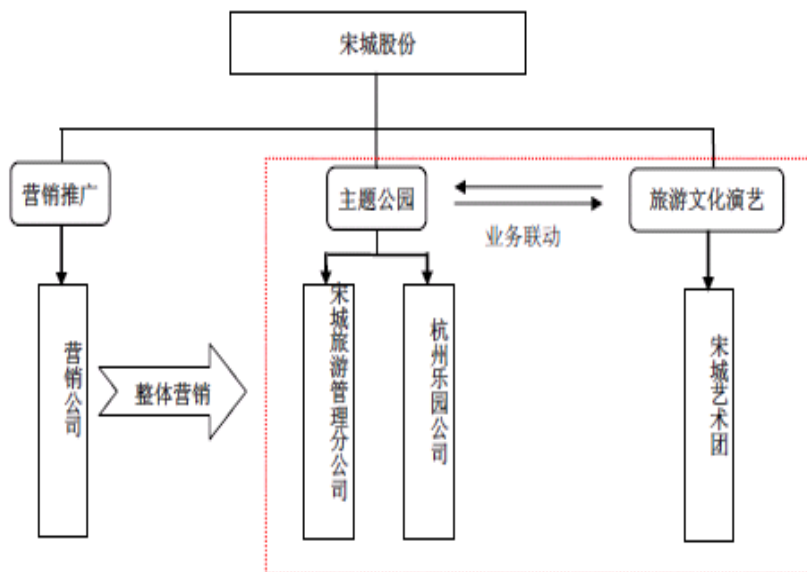
公司的营销网络已完全覆盖华东旅游市场

公司拥有专门针对团队营销的营销子公司,以及专门针对散客营销的宋城旅游管理分公司和杭州乐园公司市场部。营销公司在杭州市设立了 1

个营销中心，并在南京、苏州、上海、黄山等地设立了 4 个营销办事处，负责各自区域内旅行社的市场推广和关系维护。截至 2010 年 6 月 30 日，营销公司签订合作协议的旅行社已由 2009 年底的 1,200 余家增至 1,500 余家。

公司还专门建立了出租车营销网络、社区营销网络、休闲娱乐场所营销网络、商务终端营销网络，并通过各种大型文化创意主题活动和电视媒体，进一步扩大营销覆盖面。

图 9：公司营销模式



数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

5.2. 异地文化成功演绎的培育期将较长

公司未来的发展定位是全国性的主题公园连锁企业，公司的异地扩张过程中，必须首先理解当地文化，其次用歌剧舞的形式将该文化精髓表现出来。宋城千古情的成功培育经历了 10 多年的时间，预计异地扩张建设很快，但能达到宋城千古情的表演效果尚待时日。

6. 风险

世博会后宋城景区存在游客数增速大幅回落的风险

宋城景区主要客流为团客，新增客流均为周边地区的游客，世博会对宋城景区游客数的提升体现在 6 月份以后，1-5 月份没有世博影响的情况下，宋城景区游客数量同比增长 15%，6 月份单月游客数同比增长 156%，因此 2011 年存在客流回落以及基数较高带来的游客数增速大幅回落的风险。

杭州乐园景区主要以散客为主，其中杭州本地的游客居多，世博会对该景区客流数的提升作用并不明显，因此世博会后杭州乐园景区游客数量增速回落的风险并不大。

自然灾害和重大疫情风险、剧场设施和大型游乐设备运营故障或事故风

险

7. 募集资金投向项目分析

公司本次募集资金主要是对现有三大景区的软件进行改造,过去4年,公司已投入4亿元、基本完成硬件设施的建设。宋城景区、杭州乐园和杭州动漫园均已具备成熟的游客基础,在杭州当地的品牌影响力较强,因此募投项目达产后实现盈利预期的可能性较高。

表 14: 本次募投项目情况

项目名称	建设主要内容	投资总额 万元	建设周期	计划投产时间
宋城景区基础设施及配套改造项目	改造金明池、增建 2800 平米的旅游服务区、对宋城景区基础设施及配套设施统一整改	7000	12 个月	部分于 2011 年 3 月完工;一部分于 2012 年
杭州乐园改扩建项目	新建 8,000 平方米的热带雨林游乐中心;第一世界大剧院改造;生态园修缮整改;引进现代化大型高科技游乐设备;推出大型室内实景演出《杭州之夜》。	31300	18 个月	部分于 2011 年 5 月完工;全部于 2012 年 3 月完工
杭州动漫乐园改建项目	对动漫馆主体建筑进行功能改造和主题氛围包装,将其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。动漫乐园将引进各类室内游乐项目,创作并上演大型童话剧《海的女儿》。	21760	12 个月	计划将于 2011 年动工, 2012 年完工

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券研究

表 15: 公司改造现有三块业务的资本支出构成 (已完成)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1~6 月
杭州乐园向休博园公司和乐园旅游购买游乐设备	3,400.00	97.82		
支付杭州乐园土地款			5,579.05	
收购“动漫馆”土地及地上在建工程	11,748.18	588.93		
收购“生态园”土地及地上建筑物			6,136.06	
收购“第一世界大剧院”土地及地上建筑物			11,071.40	
动漫馆建设工程	2,112.00	7,890.82	1,682.77	402.55
杭州乐园改扩建工程		1,240.00	1,946.69	384.18
宋城景区改扩建工程	1487	832	1395	1731

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券研究

公司的全国性连锁扩张已经开始,除了募投资金建设项目外,公司拟在海南省三亚市打造一座以当地历史文化为主题的主题公园,并于园内推出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。该项目预计投入资金 2.9 亿元,建设周期达到 18 个月,目前处于土地购买阶段,预计未来该项目将于 2012 年下半年开始营业,正式释放业绩尚待 2013 年,对近期利润贡献并不明显,但打开了公司的发展空间。

8. 盈利预测及投资建议

业绩预测的核心建设:

- ◇ 宋城景区: 假设 2011 年游客人数同比持平, 2012 年游客数量平均增长 15%, 此外随着宋城景区二期投入运营, 当年游客人数增加 25 万人次; 假设 2011、2012 年宋城景区门票均价每年提升 20 元/人;
- ◇ 杭州乐园: 假设 2011 年游客数增长 15%, 2012 年随着募投项目建成以及地铁 1 号线的开通, 游客数在 15% 的自然增长率的基础上, 新增 30 万游客; 此外, 假设 2011、2012 年票价提升 30 元/人;
- ◇ 动漫乐园: 2011 年乐园停业改造, 2012 年建成开业后新增游客 30 万人次, 门票 80 元/人;
- ◇ 假设 2011-2012 年, 三类业务毛利率均因为改扩建而有所下降; 假设随着公司品牌的提升、销售渠道的日趋完善带来收入的快速增长, 公司的营业费用率将保持稳定, 但由于管理费用较为稳定, 公司的管理费用率趋于下降。

按照发行后股本计算, 预计 2010、2011、2012 年公司 EPS 分别为 0.99、1.25、1.83 元。我们重点覆盖的 10 家旅游业上市公司 2011 年 PE 为 40 倍; A 股经营主题公园的四家企业中, 只有大连圣亚将主题公园作为主业经营, 但其 2010 年估值高达 150 倍, 不具备可比性。我们建议结合公司未来三年 50% 的净利润复合增速和行业 2011 年 40 倍的平均 PE, 根据 2011 年业绩给予 50-60 倍 PE, 二级市场合理区间为 49.5-59.4 元。

考虑到: 1) 该公司是 A 股首家以演艺和主题公园为主业的企业, 行业发展前景较好, 公司未来三年业绩有保障, 此外异地发展项目为公司打开发展空间; 2) 公司属于创业板、且具备一定的传媒行业属性, 这符合我们策略部明年上半年的投资思路, 因此可能会受到投资者的青睐; 3) 10-11 月新股首发市盈率位于 59-63 倍, 估值较高。建议的询价区间为 49.5-59.4 元。

表 16: 旅游业最新盈利及估值

代码	简称	收盘价	总市值 百万元	EPS				PE			
		11-23		2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
300144.SZ	宋城股份			0.38	0.52	0.99	1.25				
002306.SZ	湘鄂情	25.68	5136	0.32	0.38	0.39	0.59	80	68	66	44
002186.SZ	全聚德	37.57	5318	0.53	0.60	0.67	0.76	70	63	56	49
601888.SH	中国国旅	31.92	28090	0.25	0.36	0.5	0.61	128	89	64	52
600258.SH	首旅股份	24.37	5639	0.75	0.69	0.86	1.1	32	35	28	22
600138.SH	中青旅	15.81	6567	0.31	0.61	0.55	0.76	51	26	29	21
000888.SZ	峨眉山 A	19.20	4516	0.09	0.36	0.49	0.60	202	54	39	32
000978.SZ	桂林旅游	13.49	4858	0.06	0.09	0.23	0.38	210	144	59	35
000428.SZ	华天酒店	9.05	5005	0.24	0.26	0.29	0.31	38	35	31	29
600054.SH	黄山旅游	19.02	8965	0.40	0.34	0.51	0.59	48	56	37	32
601007.SH	金陵饭店	9.22	2766	0.22	0.28	0.30	0.33	43	32	30	28
600754.SH	锦江股份	26.75	16137	0.45	0.47	0.65	0.58	59	57	41	46

002033.SZ	丽江旅游	32.96	3834	0.39	0.39	0.31	0.76	83	85	106	43
002159.SZ	三特索道	19.18	2302	0.09	0.19	0.25	0.34	204	104	77	56

数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

作者简介:**许娟娟:**

复旦大学经济学硕士，2007 年进入国泰君安证券，2007-2009 从事商贸零售行业研究，2010 开始从事旅游行业和食品饮料行业研究，现为旅游行业研究员兼食品行业研究员。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		