



陈姗姗

执业证书编号: S0730209090112

chenss@ccnew.com

发布日期: 2010年11月24日

借“文化”东风 提升主题公园盈利能力

——宋城股份(300144)新股定价报告

研究报告-新股定价报告

建议询价区间: 40-45 元

报告关键要素: 宋城股份(300144)“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式是旅游文化演艺市场的领军者,盈利能力较高。宋城景区提价将带来公司业绩短期增长,长期来看,未来成功实现异地复制将为公司开拓更广阔盈利空间。

事件:

- **宋城股份(300144)拟在创业板发行上市。**宋城股份(300144)拟在创业板发行4200万股A股,占发行后股本总额25.00%,募集资金将投向杭州动漫乐园改建项目、杭州乐园改扩建项目和宋城景区基础设施及配套改造项目。

点评:

- **公司主营业务为主题公园和旅游文化演艺的投资、开发和经营,主要经营宋城景区和杭州乐园。**
- **公司业务收入主要是门票销售收入。**2010年上半年,宋城景区收入占营业收入72.60%,杭州乐园收入占营业收入15.86%,动漫馆门票收入占营业收入4.33%;公司综合毛利率达到70%以上,其中,宋城景区毛利率可达88%,在主题公园中遥遥领先。公司“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式可以有效开发游客日间及夜间旅游时间,丰富了主题公园相对单薄的游乐体验,同时增加文化演艺产品也有利于提高公司整体盈利能力。
 - **宋城景区:** 公司目前的收入主要是依靠宋城景区,而宋城景区的核心是《宋城千古情》文艺演出,当前宋城景区游客以团队游为主,占比约达到80%。2009年,宋城景区接待游客258万人次(亚洲十大主题公园第十位深圳欢乐谷接待游客280万人次),预计2010年将接待游客超过370万人次,其中,观看演出的人数有望超过85%。2009年,《宋城千古情》观众人数184.14万人次,演出1331场,演出主要是夜间场次,2010年3月,公司完成宋城大剧院改造工程,座位数由2000个左右增加至3189个,有效满足客流增长需求。此外,公司对节目内容实行“每月一小改,每年一大改”,可以有效保证演出内容常演常新。《宋城千古情》作为公司高附加值的核心产品,具有较强的盈利能力及高成长性,未来逐步增加日间演出场次后可以进一步提升公司盈利水平。
 - **杭州乐园:** 杭州乐园游客有明显的区域性特征,以杭州本地散客为主,占比为72.28%,并且杭州乐园的游客中重游率也较大,达到64.09%,说明游客对杭州乐园所带来的消费体验满意度是较高的。此外,预计2011年底杭州地铁1号线将开通,贯穿杭州主要城区,而地铁起点站距离杭州乐园步行距离约5分钟,开通后将大大改善交通便利性并降低交通成本。
- **旅游演艺市场容量巨大,“宋城”模式有望在更广阔范围内推开。**目前国内旅游人数为19.02亿人次,《国务院关于加快发展旅游业的意见》中指出,至2015年,国内旅游人数将达到33亿人次,这为旅游产品的丰富提供了充足的消费基础。



- “宋城”模式异地复制的可行性强。“宋城”模式的精髓是将当地的文化与旅游相结合，公司已计划在三亚投资建设一座主题公园，并推出与当地历史文化主题相关的大型演艺节目。此外，公司还积极与包括丽江、九寨沟、西安等一系列风景名城、历史名城沟通接洽，有望将“宋城”模式在更多高知名度的旅游目的地进行复制。
- 2011年宋城景区门票提价将带来公司短期业绩增长。公司计划在2011年初进行门票提价（宋城景区联票由180元提价至200元），可为公司短期业绩带来增长，长期来看，杭州乐园及动漫乐园的改扩建项目完成并分别推出《杭州之夜》和《海的女儿》演出之后，不同年龄段及不同需求层次游客的覆盖范围将全方位覆盖，三亚项目如经营成功，可为公司将来在国内其他旅游名城进行复制提供良好经验，有利于公司实现异地扩张。
- 竞争对手：
 - 宋城景区：在杭州地区与宋城景区类似的主题公园还有杭州东方文化园，但后者在2009年游客接待量70.9万人次，营业收入2407.5万元，在游客数量及营业收入方面与宋城景区均不构成显著竞争力。演出方面，杭州地区目前知名度较高的旅游文化演艺节目还有《西湖之夜》及张艺谋导演的《印象西湖》，目前在观众人数、演出场次及座位数等方面与《宋城千古情》均有一定差距。

表1：《宋城千古情》、《印象西湖》及《西湖之夜》对比

	宋城千古情	印象西湖	西湖之夜
2009年观众人数	184.14万人次	约36万人次	约80万人次
2009年演出场次	1331场	约365场	约900场
座位数	约2000个（2009年）	约1300个（2008年）	约800个（2008年）

数据来源：招股书

- 杭州乐园：杭州乐园是杭州地区唯一一家游乐类主题公园，周边类似游乐类主题公园主要是开业一年左右的上海欢乐谷（车行约150km）及计划2014年竣工的上海迪斯尼（车行约220km）。预计沪杭高铁通车后，将吸引一定杭州地区游客前往，但考虑到时间及交通成本以及票价因素，我们认为对杭州乐园的分流有限。
- 募集资金投向：募集资金将投向杭州动漫乐园改建项目、杭州乐园改扩建项目和宋城景区基础设施及配套改造项目。杭州地区目前每年游客量约5300万人次，募投项目建成后，可有效提升公司游客接待能力，提升游乐设施品质，预计2012年可投入使用。
- 盈利预测与估值：公司是国内“主题公园+旅游文化演艺”的领军者，异地复制能力强，竞争力突出，行业发展前景广阔。我们预计公司2010年、2011年营业收入为446百万元、564百万元；净利润为168百万元、227百万元；每股收益为1.00元，1.35元，结合公司行业地位以及以及可比上市公司估值，我们建议该股的询价区间为40-45元，对应2010年PE为40倍-45倍。预计上市首日涨幅约为30%-50%。
- 风险提示：重大公共危机或疫情、盈利模式异地复制失败、游乐设施故障、创作人才遇到瓶颈。



盈利预测

	2009	2010E	2011E
营业收入（百万元）	273.30	446.00	564.00
增长比率（%）	38.23	63.19	26.46
净利润（百万元）	87.00	168.00	227.00
增长比率（%）	35.58	93.10	35.12%
每股收益（元）	0.70	1.00	1.35
市盈率（倍）			

发行数据

发行价（元）	/
发行数量（万股）	4200
发行方式	网下发行 +网上申购
预计发行日期	2010/11/29

基础数据（2010年06月30日）

每股净资产（元）	2.48
每股经营现金流（元）	0.96
毛利率（%）	76.20
净资产收益率（%）	25.33
资产负债率（%）	61.00
发行后总股本（万股）	16,800
B股/H股（亿股）	/

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。

免责声明

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。本报告的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、刊登、发表或引用。