

方正证券研究所

餐饮旅游行业高级分析师 李莹莹
SAC 执业证书编号: S1220210100003
TEL: (86010) 68582892
E-mail: liyingying@foundersc.com

餐饮旅游行业分析师 赵莎莎
TEL: (86010) 68582897
E-mail: zhaoshasha@foundersc.com

联系人: 杨玢
TEL: (86731) 85832274
E-mail: yangbin@foundersc.com

发行上市资料

A 股发行股数(万股)	4200
发行前总股本(万股)	12600
发行后总股本(万股)	16800
发行日期	2010 年 11 月 29 日
发行方式	网下询价、上网定价
主承销商	中国银河证券
预计上市日期	2010 年 12 月

行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

宋城股份(300144)

新股研究申购报告
2010.11.29

餐饮旅游行业

投资要点

建筑为形，文化为魂：公司以“主题公园+文化演艺”为主营模式，经过十余年的发展，形成了目前的宋城景区和杭州乐园两大业务板块。宋城景区以《宋城千古情》为核心产品，被海外媒体誉为与拉斯维加斯“O”秀和巴黎“红磨坊”比肩的“世界三大名秀”之一，客源以团体为主。杭州乐园主要分为狂欢嘉年华区、水公园区等五个区域，客源以散客为主。2007-2009 年，公司主营收入增长率在 35-60%左右，净利润增长率在 30-50%左右。2009 年宋城景区与杭州乐园营业收入占比分别为 74%和 24%，毛利占比分别为 83%和 17%。目前，公司的毛利率水平远高于同类竞争者。

企业竞争优势突出：(1) 公司主营模式采用“混搭”概念，强调游客体验。(2) 宣传历史，打造城市品牌，享受国家和地方政府支持；(3) 弥补夜游市场空白，加强旅游体验。(4) 公司拥有一支较强的艺术创作和设计团队，并坚持“每月一小改，每年一大改”的持续创新策略。(5) 公司拥有 1 个营销中心、4 个办事处负责各自区域内的推广，还建立了出租车、社区、休闲娱乐场所、商务终端等营销网络，同时得到电视媒体的大力宣传。

行业发展空间巨大：需求方面：随着人均收入水平的提高，旅游文化产品的消费需求加速增长，门票价格提升空间仍然较大。主题公园的建设和经营将充分享受国家旅游和文化两大产业的政策优惠，符合我国经济转型发展要求。供给方面：国外竞争对手尚未大规模进入国内主题公园行业。由于该行业在国内起步较晚，单一企业的市占率较低，且企业间盈利能力差异较大。未来具有资金和品牌优势的主题公园将通过收购兼并或连锁经营的方式，获得进一步发展扩张的机会。

募投项目分析：公司欲将募集资金用于现有的三个项目的改扩建：宋城景区、杭州乐园和杭州动漫乐园，总投资额预计为 6 亿元人民币。三个项目的建设周期均较短，预计 2011 年开工，2012 年全部投产。由于公司已于过去 3 年完成了这三个项目的硬件设施投资，本次投资将主要集中在软件部分。另外，公司还计划对三亚天涯不夜城及宋城景区二期进行投资。

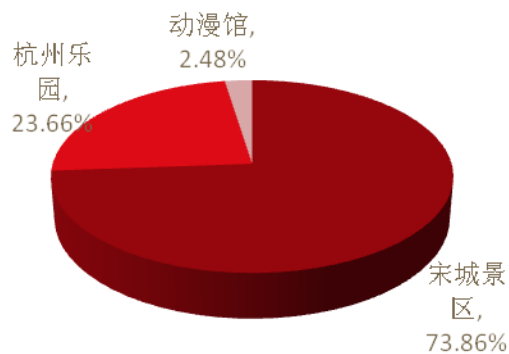
盈利预测及估值：预计公司 2010-2012 年 EPS 为 1.01、1.37 和 1.7 元，目前，整个旅游板块 2011 年的平均 PE 为 38.8 倍，我们给予宋城股份 2011 年 34-44 倍 PE 的估值区间，公司的合理价值为 46.6-60.3 元。

一、公司简介

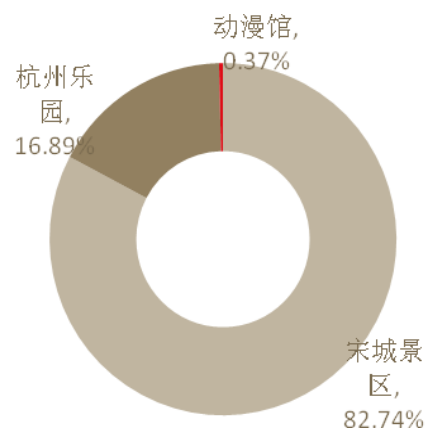
1、公司基本业务

公司目前主营业务有三项：宋城景区、杭州乐园和动漫馆。宋城景区以《宋城千古情》为核心产品，被海外媒体誉为与拉斯维加斯“O”秀和巴黎“红磨坊”比肩的“世界三大名秀”之一，客源以团体为主。杭州乐园是杭州市唯一的游乐类主题公园，主要分为狂欢嘉年华区、水公园区等五个区域，客源以散客为主。其中，宋城景区业务比重最大，2009 年其在公司主营业务收入和毛利结构中分别占 73.86% 和 82.74%。公司产品以建筑为形，以文化为魂，演艺收入是公司主要的收入来源。

图表 1 2009 年公司主营业务收入构成

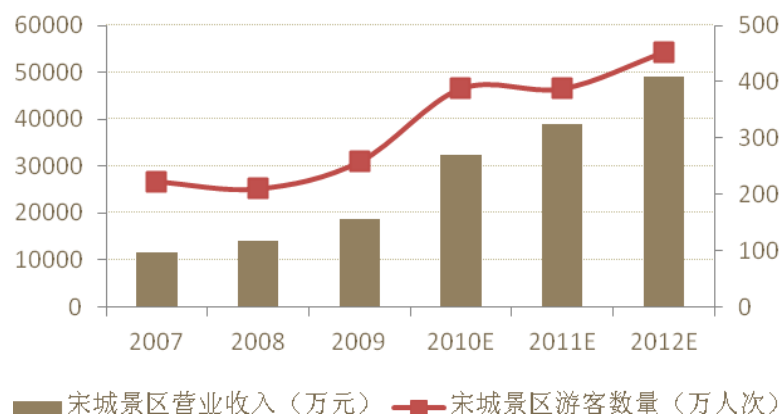


图表 2 2009 年公司主营业务毛利构成



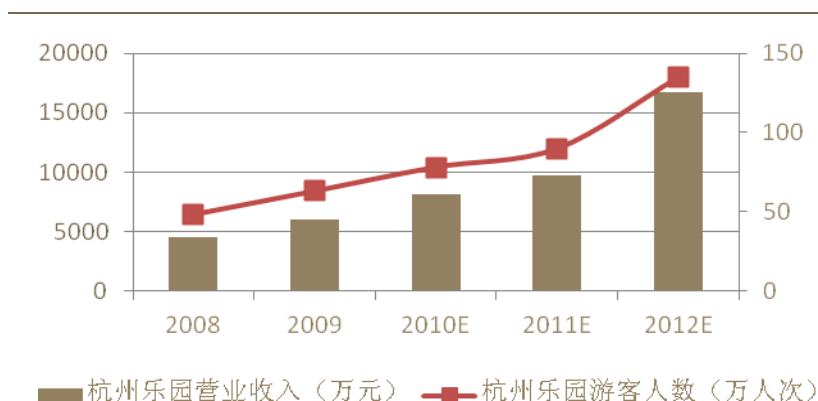
资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

图表 3 宋城景区营业收入及游客数量



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

图表 4 杭州乐园营业收入和游客数量

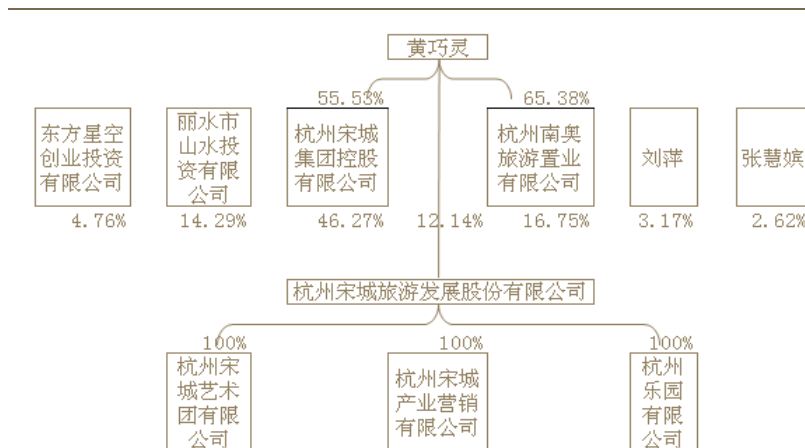


资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

2、公司股权结构

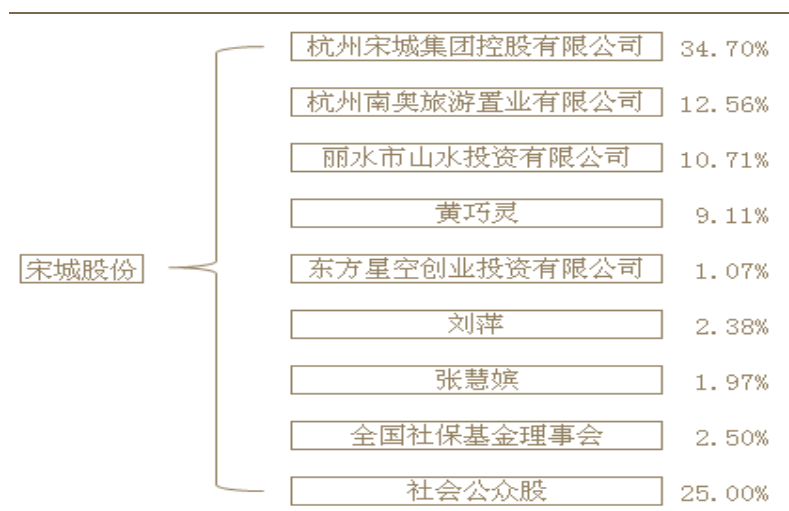
公司上市前，黄巧灵先生除直接持有公司 12.14%的股权外，同时还持有公司控股股东宋城控股 55.53%和公司第二大股东南奥置业 65.38%的股权，因此黄巧灵直接和间接共持有公司 48.78%的股权，为公司实际控制人。上市后，黄巧灵的股权被稀释至 36.59%。截至目前，公司管理层尚未持有公司股份，公司采用其他及时激励措施激励管理层。

图表 5 公司上市前股权控制关系



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

图表 6 IPO 后公司股东持股比例



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

2、公司竞争优势

2.1、新颖的商业模式

公司以“主题公园+文化演艺”为主营模式，突出“混搭”概念，打破以往单一的公园主题和纯粹的节目演出形式，丰富游客体验。另外，公司通过与旅行社协调和区别定价的方式，将演出由夜场延伸至日场，大幅提高单台的收益。在目前的 A 股市场上，尚未有与宋城股份相似的公司商业模式。事实上，这种以建筑为载体，演艺历史文化的经营模式具有很强的可复制和可持续性。

2.2、强大的创作和演出团队

公司拥有一支较强的艺术创作和表演团队，并坚持以市场需求为导向，“每月一小改，每年一大改”的持续创新策略。在艺术编排创作中，公司集思广益，注重细节与体验，并发动全员参与。公司定期组织高管及核心人员进行实地调研，充分吸收国内外优秀创意和经验。在艺术品质上，为保证产品质量，公司每场演出均列有舞台监管人员，负责台下指导；演员的演出表现直接与薪资挂钩；另外，公司不依赖“名角效应”，重要演职人员采取竞聘上岗制度，表演团队不会因一些演员的流动而受到冲击。

2.3、专业的营销团队

公司采取团队游客市场一体化营销和散客市场差异化营销相结合的方式，同时借力电视媒体、出租车、社区、休闲娱乐场所、商务终端网络等宣传推广。公司在杭州市拥有 1 个营销中心、其他省市（如上海、苏州、黄山、南京等）设立营销办事处负责各自区域内的推广。未来，公司将进一步拓展团队游客和终端商务散客市场。我们认为，随着高铁时代的到来，杭州与周边省市的交通时间明显缩短，更加有利于公司的营销推广工作，和“宋城”品牌宣传。

3、行业发展空间巨大

3.1、旅游文化产品的消费需求加速增长

需求方面：一方面，随着人均收入水平的提高，居民对旅游文化类产品的消费需求将加速增长。从《国务院关于加快发展旅游业的意见》所确定的发展目标看，到 2015 年，全国旅游市场规模进一步扩大，国内旅游人数年均增长 10%；入境过夜游客年均增长 8%。城乡居民年均出游超过 2 次，旅游消费相当于居民消费总量的 10%。旅游业总收入年均增长 12%以上。我们相信，在依托杭州市优质、丰富的旅游资源基础上，公司的票价仍有上浮空间，主营业务将迅速增长。

另一方面，“主题公园+文化演艺”的经营模式将充分享受国家及地方旅游和文化产业的政策优惠支持。杭州以打造“东方休闲之都，品质生活之城”为城市发展目标，2008 年 7 月，杭州人民政府颁布《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。2009 年 12 月，国务院公布的《关于加快发展旅游业的意见》中指出“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。”2010 年 7 月，国务院颁布《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》，“加大对旅游企业和旅游项目的融资授信支持”，“积极鼓励符合条件的旅游企业在中小企业板上市融资”。

3.2、市场正在期待国人自己的连锁式主题公园品牌诞生

供给方面：一方面，国外竞争对手尚未大规模进入国内主题公园行业。根据《外商投资产业指导目录（2007 年修订）》，大型主题公园的建设和经营被列入我国限制外商投资产业目录。另一方面，由于该行业在国内起步较晚，单一企业的市占率较低，且企业间盈利能力差异较大。未来具有资金和品牌优势的主题公园将通过收购兼并或连锁经营的方式，获得进一步发展扩张的机会。截止目前，国内一些旅游城市及景区的主管部门已积极与公司接洽，希望“宋城”模式能够在当地得到复制。再者，主题公园的前期建设和后期改造都需要大量资金投入，因此具有一定的资金壁垒。

从下表我们观察到在 2009 年以前，中国只有深圳欢乐谷入围亚洲十大主题公园的排名。而宋城景区 2009 年的游客量已超过 257 万人次，预计 2010 年将达到 380 万人次。因此，宋城景区将于今年顺利进入亚洲十大主题公园行列。

图表 7 亚洲前十名主题公园旅游人数（2007-2009，万人次）

公园名称	城市	2007	2008	2009
东京迪斯尼乐园	日本东京	1391	1429	1365
东京迪斯尼海洋乐园	日本东京	1241	1250	1200
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：国际主题公园行业机构主题休闲娱乐行业协会和美国经济研究事务所 2007-2009 年《主题公园人气报告》

4、募投项目分析

公司欲将募集资金用于现有的三个项目的改扩建：宋城景区、杭州乐园和杭州动漫乐园，总投资额预计为 6 亿元人民币。三个项目的建设周期均较短，预计 2011 年开工，2012 年全部投产。由于公司已于过去 3 年完成了这三个项目的硬件设施投资，本次投资将主要集中在软件部分。另外，公司还计划对三亚天涯不夜城及宋城景区二期进行投资。

图表 8 募投项目计划表

项目名称	投资总额	建设期	计划投产		项目分析
			时间		
杭州乐园改扩建	31300 万元	18 个月	2012 年		预计年均营业收入 2.77 亿元，税前内部收益率 22%，投资回收期 6.2 年
杭州动漫乐园改建	21760 万元	12 个月	2012 年		新增年营业收入 1.07 亿元，税前内部收益率 24.9%，投资回收期 5.2 年
宋城景区改造	7000 万元	12 个月	2012 年		有效提高接待能力和服务品质

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

5、盈利预测及估值

预计公司 2010-2012 年 EPS 为 1.01、1.37 和 1.7 元，目前，整个旅游板块 2011 年的平均 PE 为 38.8 倍，我们给予宋城股份 2011 年 34-44 倍 PE 的估值区间，公司的合理价值为 46.6-60.3 元。

图表 9 各项业务收入预测

主营收入 (万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
宋城景区	11724.33	14167.47	18759.84	31760.41	38112.49	45734.99
YOY		20.80%	32.40%	69.30%	20.00%	20.00%
杭州乐园		4561.61	6010.86	8114.66	9778.17	13044.07
YOY			31.80%	35.00%	20.50%	33.40%
动漫馆			629.98	786.85	786.85	4721.07
YOY				24.90%	0%	500%
合计	11898.92	18729	25400	40661.92	48677.50	63500.13
YOY		57.40%	35.60%	60.09%	19.71%	30.45%
其他业务收入	203	1042	1929	2519	1416	1616
营业收入合计	12102	19771	27330	43180.92	50093.50	65116.13
YOY		63.40%	38.20%	58.00%	16.01%	29.99%

数据来源：方正证券研究所

6、风险提示

公司面临的主要风险有：上海世博会结束影响公司未来成长性的风险。但是历史经验证明世博会的召开不仅能快速提升地方旅游市场的规模，而且具有持续效应；自然灾害或重大疫情对公司运营造成重大不利影响的的风险；剧场设施、大型游乐设备运营故障或事故风险。

图表 10 财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E	现金流量表	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	273.3	431.8	500.9	651.2	经营活动产生的现金流				
主营业务成本、税金	91.9	109.7	121.9	183.7	归属于母公司净利润	87.0	169.2	230.7	286.2
主营业务利润	181.4	322.1	379.0	467.5	少数股东权益	1.4	0.0	0.0	0.0
其他业务利润	0.9	0.9	0.9	0.9	折旧及摊销	40.2	46.6	64.2	92.2
营业费用	22.1	32.4	27.5	33.9	坏帐准备	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用	26.9	43.5	39.9	55.1	应收帐款的减少/(增加)	24.3	(4.1)	(1.9)	(4.1)
财务费用	17.4	21.4	4.8	(2.2)	存货的减少/(增加)	(0.0)	(0.2)	0.0	(0.3)
营业利润	115.9	225.6	307.6	381.6	待摊费用和其他流动资产的减少	0.0	(0.0)	0.0	0.0
投资收益	0.7	0.0	0.0	0.0	其他长期资产的减少/(增加)	2.5	0.0	0.0	0.0
补贴收入	0.0	0.0	0.0	0.0	应付帐款的增加/(减少)	(21.0)	9.7	(3.2)	18.3
营业外收支	0.9	0.0	0.0	0.0	预付费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	117.5	225.6	307.6	381.6	其他流动负债的增加/(减少)	17.5	14.2	(2.8)	11.0
减:所得税	29.1	56.4	76.9	95.4	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	1.4	0.0	0.0	0.0	其它	(1.3)	0.0	0.0	0.0
归属于母公司净利润	87.0	169.2	230.7	286.2	经营活动产生的现金流净额	150.7	235.4	287.1	403.4
					投资活动产生的现金流	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债表	2009	2010E	2011E	2012E	收回投资与投资收益	8.8	0.0	0.0	0.0
现金及现金等价物	86.7	1834.5	1451.2	1520.0	资本投资	310.8	50.0	200.0	200.0
应收帐款净额	7.7	11.8	13.7	17.8	其它	0.2	0.0	0.0	0.0
存货净额	0.4	0.6	0.6	0.8	投资活动产生的现金流净额	(302.3)	(50.0)	(200.0)	(200.0)
其他流动资产	(0.0)	0.0	0.0	0.0	筹资活动产生的现金流	0.0	0.0	0.0	0.0
流动资产合计	94.7	1847.0	1465.5	1538.7	股权融资	31.0	1680.0	0.0	0.0
固定资产净额	357.8	371.6	517.3	634.5	支付股利	32.2	79.5	108.4	134.5
无形资产	257.4	247.1	237.3	227.8	银行贷款的净增加	200.0	(38.0)	(362.0)	0.0
长期投资及其他	0.1	0.1	0.1	0.1	其它	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	710.2	2465.8	2220.1	2401.1	筹资活动产生的现金流净额	198.8	1562.5	(470.4)	(134.5)
短期借款	38.0	0.0	0.0	0.0	现金的净流入/(净流出)	47.2	1747.9	(383.3)	68.8
应付帐款	30.5	40.2	37.1	55.3	现金期初余额	39.4	86.7	1834.5	1451.2
其他流动负债	13.6	27.8	25.0	36.1	现金期末余额	86.7	1834.5	1451.2	1520.0
流动负债合计	82.1	68.0	62.1	91.4					
长期借款	362.0	362.0	0.0	0.0	主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	32.7%	8.3%	10.7%	12.4%
长期负债合计	362.0	362.0	0.0	0.0	ROA	12.3%	6.9%	10.4%	11.9%
负债合计	444.1	430.0	62.1	91.4	已获利息倍数	7.60x	11.49x	65.22x-169.87x	
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	62.5%	17.4%	2.8%	3.8%
股东权益	266.1	2035.8	2158.0	2309.7	流动比率	115.4%	2714.9%	2359.9%	1683.9%
负债和股东权益总计	710.2	2465.8	2220.1	2401.1	固定资产/总资产	50.4%	15.1%	23.3%	26.4%

数据来源：公司公告 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；

减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；

减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com

E-mail:

yjzx@foundersc.com

yjzx@foundersc.com