

循着“主题公园+旅游文化演艺”的成功模式不断复制成长

- **公司是旅游文化演艺第一股。**主要经营文化类主题公园宋城景区（其核心产品为大型旅游文化演艺节目《宋城千古情》）、游乐类主题公园杭州乐园和杭州动漫馆，收入以门票收入为主，还包括部分商品销售、商铺租赁等收入。2010 年上半年，宋城景区营业收入 13180.29 万元，杭州乐园营业收入 2878.68 万元，动漫馆门票收入 786.85 万元，分别占上半年总收入的 72.60%、15.86% 和 4.33%。
- **公司拥有三大核心竞争力（1）“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式；（2）自主创作和设计优势；（3）营销优势。**其中，“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式兼顾体验与文化，满足了游客不断提升的对于景区活动的参与性和文化内涵需求。公司拥有的具有丰富经验的创作团队为公司未来进行“主题公园+旅游文化演艺”模式的异地拓展提供了必要的人才和经验的保障。公司营销网络不断完善，合作旅行社数量稳步提高，拓展了公司景区产品的销售渠道，有助于未来收入的提高。
- **“主题公园+旅游文化演艺”具有很强的复制拓展潜力。**考虑到我国主题公园和旅游文化演艺市场拥有巨大的市场潜力，其中，主题公园的人均消费水平 3.5 至 12.3 美元，远低于北美地区的 30 美元；旅游文化演艺则受益于游客不断提高的个性化旅游需求和精神文化娱乐要求未来面临快速的发展，我们认为基于公司对“主题公园+旅游文化演艺”业务的成熟运营，其有向其他旅游目的地复制和拓展该项业务模式的雄厚实力，未来“宋城”和“千古情”将会成为在全国享有高知名度的旅游文化连锁品牌，公司也将实现产能的扩张与盈利的持续提升。
- **公司未来发展具有较大的空间。**1) 宋城景区门票低于杭州其他两家旅游文艺演出，未来预计价格将有所上调，假设 2011 年景区门票和演艺联票价格分别提高 15 元和 20 元，将新增公司年收入 7228.75 万元。2) 杭州乐园改建后推出的《杭州之夜》大型文化演艺节目将成功复制宋城模式，2012 年有望为公司贡献超过 2900 万元的收入。3) 以杭州及周边地区少年儿童为目标群的动漫乐园，2012 年改建完成后市场潜在规模将达到 230 万人。4) 公司拟在海南省三亚市打造一座主题公园，并于主题公园内推出一台新的旅游文化演艺节目，如果该项目得以实施，保守预计将新增公司收入 7200 万元。5) 超过 16 亿元的超募资金将帮助公司在其他旅游资源丰富地区投资或者收购多台文化演艺节目，实现公司业务模式的进一步复制与扩展。
- **我们预计公司 10-12 年的净利润分别为 1.71 亿，2.28 亿和 3.17 亿，按发行后股本计算，对应每股收益为 1.02 元、1.36 元和 1.89 元，结合行业重点公司 2011 年平均 41 倍的市盈率，同时考虑到丽江旅游在旅游文化演艺节目《印象丽江》注入后与公司有一定的可比性，参考市场给予丽江旅游 2011 年 56 倍的市盈率，我们认为公司的合理估值水平为 2011 年 41~50 倍市盈率，对应合理价格区间为 56~68 元。**



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师
8621-63325888 × 6080
yangy@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010015

糜韩杰

旅游、纺织行业助理分析师
8621-63325888 × 6119
mihanjie@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110050019

合理价格区间	56-68 元
总股本（万股）	16800
国家/地区	中国
行业	旅游
报告日期	2010 年 12 月 08 日

财务预测

（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	273	430	528	763
同比(%)	38%	57%	23%	45%
净利润	88	177	234	327
同比(%)	36%	97%	34%	39%
毛利率(%)	69.9%	75.2%	77.1%	75.4%
ROE(%)	32.7%	6.7%	8.2%	10.2%
每股收益(元)	0.52	1.02	1.36	1.89

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。

目 录

一、宋城股份：旅游文化演艺的第一股.....	4
1、公司业务简介.....	4
2、公司的核心竞争力.....	8
3、公司的股权结构.....	9
二、旅游行业快速发展下，主题公园+旅游演艺的运营模式有望获益	10
1、国内旅游行业快速发展	10
2、主题公园行业具有较大发展潜力	10
3、旅游文化演艺行业满足旅游升级需求	11
三、公司近年经营情况.....	11
1、主营业务收入稳步增长	11
2、毛利率由于景区新建或改造小幅下降，但依然维持高位	12
3、期间费用率基本保持稳定	13
四、募投项目情况.....	14
五、公司未来发展空间.....	15
1、宋城景区门票价格仍有提升空间	15
2、杭州乐园复制宋城“主题公园+旅游文化演艺”的成功经验.....	16
3、杭州动漫园潜在市场规模巨大.....	17
4、外围扩张充满想象.....	17
六、盈利预测与估值	18

图表目录

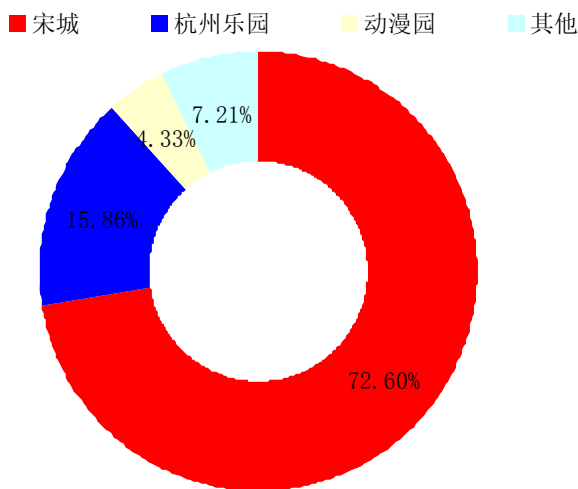
图 1 宋城景区收入是公司最主要的收入来源	4
图 2 宋城景区游客人数及营业收入情况	5
图 3 宋城景区游客以团队游客为主	5
图 4 近 70% 的游客会同时观看《宋城千古情》演出	6
图 5 杭州乐园游客人数和营业收入情况	7
图 6 杭州乐园以杭州本地游客为主	7
图 7 杭州乐园重游率达到 64.09%	8
图 8 国内旅游行业快速发展	10
图 9 公司营业收入和净利润近年快速增长	12
图 10 公司毛利率维持高位	13
图 11 公司期间费用率基本保持稳定	14
图 12 2011 年底杭州地铁一号线休博园区终点站将通车	16
表 1 公司发行前后股权机构	9
表 2 公司募投项目情况 单位：万元	14
表 3 杭州三大旅游文艺演出对比	15
表 4 杭州青少年儿童人数 单位：万人	17
表 5 公司营业收入假设 单位：万元	18
表 6 公司盈利预测表 单位：百万	19
表 7 11 月 23 日旅游板块估值情况	19
附表：财务报表预测与比率分析（宋城股份（300144））	21

一、宋城股份：旅游文化演艺的第一股

1、公司业务简介

公司主要经营文化类主题公园宋城景区（其核心产品为大型旅游文化演艺节目《宋城千古情》）、游乐类主题公园杭州乐园和杭州动漫园，收入以门票收入为主，还包括部分商品销售、商铺租赁等收入。2010 年上半年，宋城景区营业收入 13180.29 万元，杭州乐园营业收入 2878.68 万元，动漫园门票收入 786.85 万元，分别占上半年总收入的 72.60%、15.86%和 4.33%。

图 1 宋城景区收入是公司最主要的收入来源



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

(1) 宋城景区

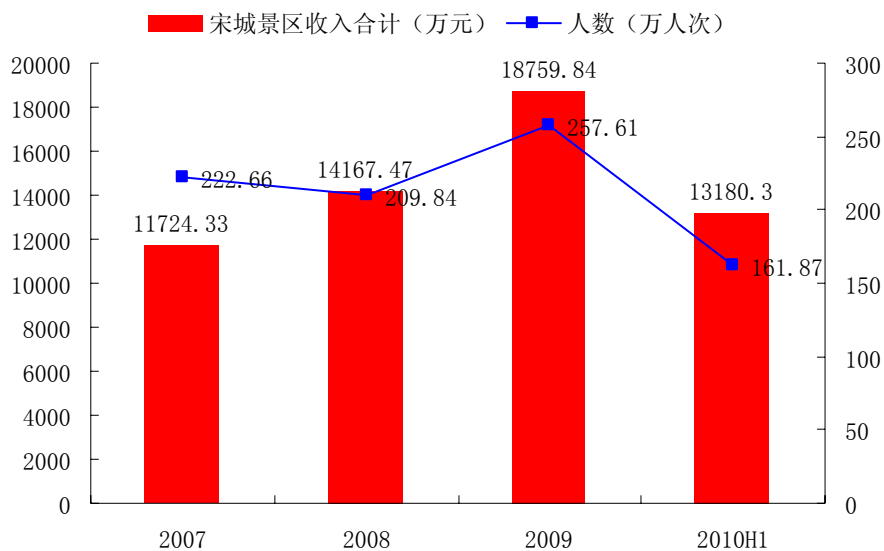
宋城景区是一家以宋文化为主题的公园，于 1996 年 5 月 18 日正式营业，地处西湖风景区西南。景区以宋代古建筑为主体，依据《清明上河图》为蓝本，再现了宋代都市的繁华景象。通过多年的经营，景区目前形成以大型文化演艺节目《宋城千古情》为核心产品，以各种大型文化创意主题活动和奇人绝技、民俗表演为有益补充，围绕宋文化主题，为游客提供景区游览观光、大型演艺节目欣赏和其他情境体验、休闲、娱乐的独具特色的经营模式。

其中，核心产品《宋城千古情》于 1997 年 3 月正式公演，是公司历时十余年精心打造的旅游文化演艺节目。以杭州地区历史文化、神话传说和民间故事为主线，《宋城千古情》精选了《白蛇传》、《梁祝》和岳飞抗金等观众耳熟能详的故事元素，高度凝练了杭州当地民俗文化和南宋历史的精粹。《宋城千古情》以舞蹈和戏曲为主要表现形式，融合了杂技、武术、歌曲、马戏、民俗展示和茶艺表演等多种艺术形式，并综合运用了声、光、电和各种现代化高科技特效及道具。

《宋城千古情》每天在宋城景区内的宋城大剧院上演，全剧共分为《良渚之光》、《宋宫宴舞》、《金戈铁马》和《西湖传说》四个主题，以及尾声《魅力杭州》。近年来，该节目演出场次每年稳步上升，拥有了较高的行业知名度，目前已经成为杭州地区旅游文化演艺市场接待游客数量最多的旅游文化演艺节目。

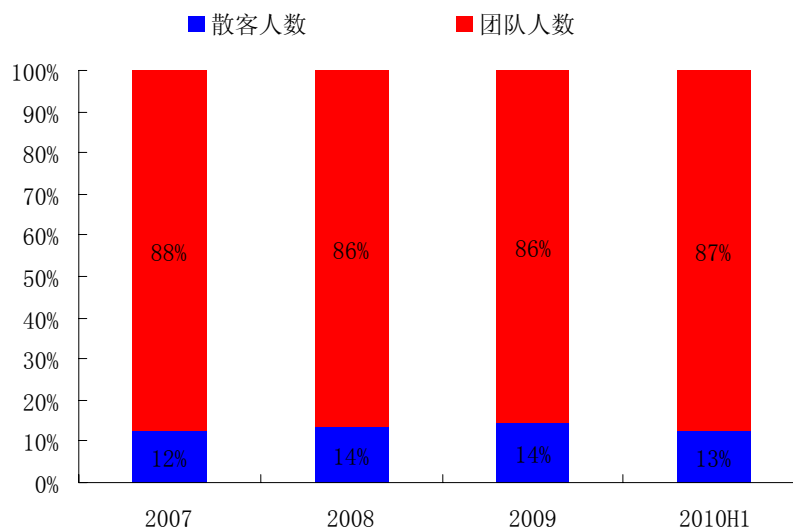
2007-2009 年，宋城景区的客流量分别达到 222.66、209.84、257.61 万人次；全年营业收入分别达到 11724.33、14167.47、18759.84 万元。2010 年半年，公司游客数量达到 161.87 万人，营业收入达到 13180.3 万元。宋城景区客源以团体游客为主，散客占比低于 15%。且入园游客中超过 70%会选择购买景区和演艺联票，在游园的同时观看《宋城千古情》演出。

图 2 宋城景区游客人数及营业收入情况

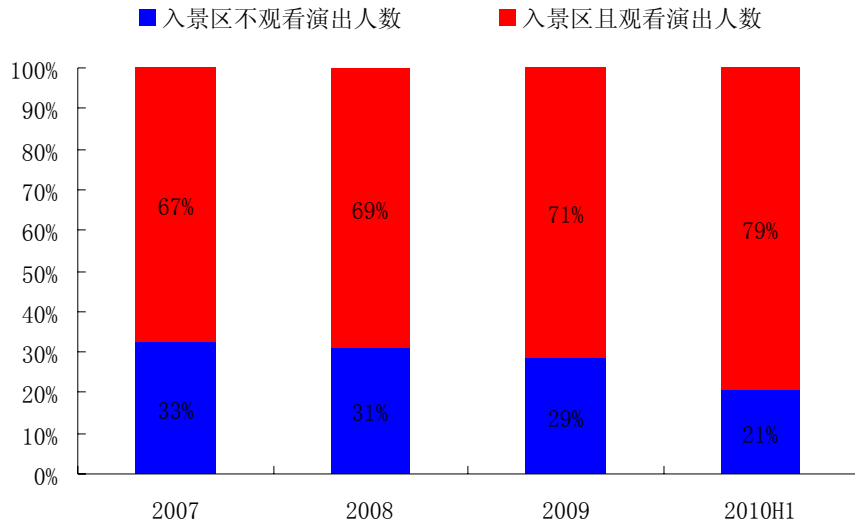


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

图 3 宋城景区游客以团队游客为主



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

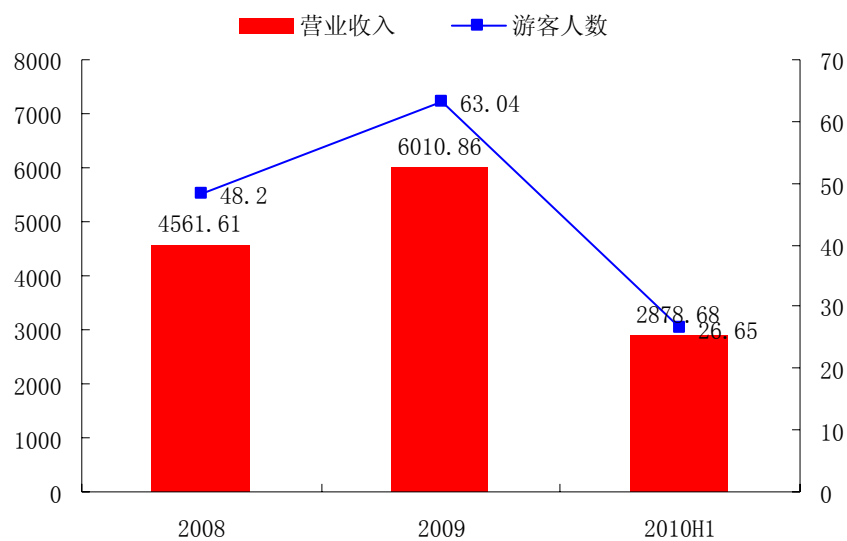
图 4 近 70% 的游客会同时观看《宋城千古情》演出


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

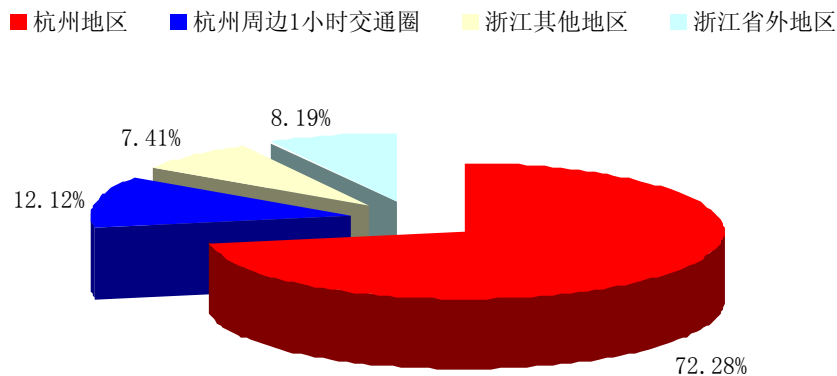
(2) 杭州乐园

杭州乐园是一家游乐类主题公园，位于杭州市萧山区钱塘江南岸的湘湖旅游度假区，主要分为狂欢嘉年华区、水公园区、金矿小镇、荷兰花街、鹿特丹街等五个区块。除此以外，杭州乐园还组织和策划了多个大型文化创意主题活动，主要有：每年 10 月的绝对万圣节，包括“万圣节大巡游”、“鬼妹招亲”等文化主题节目，以及万圣节摄影大赛、万圣节音乐会等主题活动；春季的极限挑战节和夏季的嬉水狂欢节。2009 年及 2010 年暑期，杭州乐园还与浙江卫视携手在水公园打造了大型水上闯关真人游戏——《闯关我最棒》。

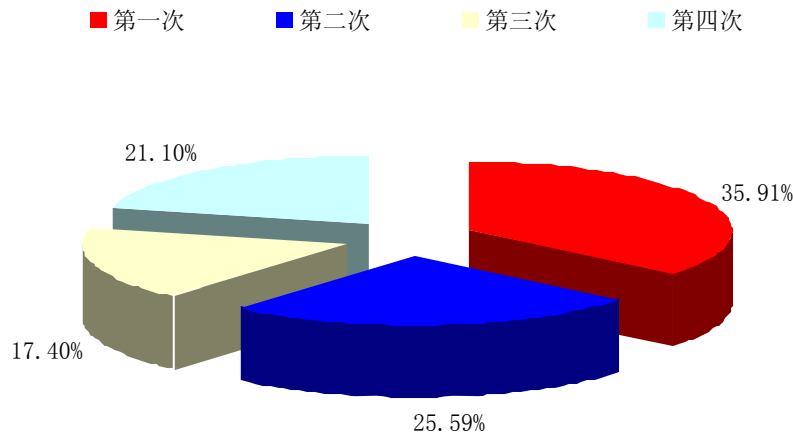
杭州乐园 2008-2009 年游客人数分别为 48.2、63.04 万人次，营业收入分别为 4561.61、6010.86 万元，游客数量与营业收入的增幅均为 30% 左右。2010 年 1—6 月，杭州乐园游客人数为 26.65 万人，同比增长 27.57%，收入为 2878.68 万元，同比增长 59.73%。从游客结构来看，杭州乐园游客中散客占比较大，约为 70-75%，同时杭州乐园的游客已杭州本地游客为主，占了 72.28%，且重复入园比例很高。

图 5 杭州乐园游客人数和营业收入情况


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

图 6 杭州乐园以杭州本地游客为主


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

图 7 杭州乐园重游率达到 64.09%


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

(3) 动漫馆

动漫馆位于杭州休博园内，是 2008 年、2009 年、2010 年中国国际动漫节的主会场。中国国际动漫节是由国家广播电影电视总局、浙江省人民政府主办的列入《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》重点支持的八大文化会展项目之一。动漫馆目前的主要收入是承揽动漫节和其它展会的场馆租赁收入。2012 年场馆改造完成以后，动漫馆将建设成为以门票收入为主的动漫主题乐园。

2、公司的核心竞争力

(1) “主题公园+旅游文化演艺”的经营模式

公司“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式有效克服了单一化经营的传统主题公园文化内涵不够丰富、建成后缺乏创新和变化的缺陷，以及单一化经营的旅游文化演艺节目体验类别较少、无法满足游客亲身参与和互动体验需求的缺陷。公司将创新性强、文化元素丰富、剧目编排和节目变化灵活的旅游文化演艺节目与主题公园相结合，二者互为表里，互相促进，既有效提升了主题公园的文化内涵，又为旅游文化演艺节目构建了层次丰富的游历氛围。随着我国旅游行业的不断发展，游客消费能力的不断上升，对于景区活动的参与性和文化内涵要求也随之不断提高，而“主题公园+旅游文化演艺”兼顾体验与文化的独特经营模式恰恰可以满足这种需求。

(2) 自主创作和设计优势

公司不断吸取国内外优秀企业创作设计灵感和经验，逐步打造了具有较高创作和设计水平的专业队伍，拥有了专业的设计团队和专门从事演艺创作编排的全资子公司宋城艺术团。公司所经营的主题公园和旅游文化演艺的创作、设计和规划等均由公司内部的创作团队完成，具有较强的自主创新能力，使得公司能够根据行业和市场需求的不断变化，不断对主题公园和旅游文化演艺节目进行原创性的设计、创作和改进，使其能够保持较强的独特性和较高的艺术水准。另外，公司所拥有的具有丰

富经验的创作团队也为公司未来进行“主题公园+旅游文化演艺”模式的异地拓展提供了必要的人才和经验的保障。

(3) 营销优势

公司拥有专门针对团队营销的全资子公司营销公司,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。公司通过营销公司在杭州市设立了 1 个营销中心(下辖 3 个营销办事处),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 1200 余家增至 1500 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。考虑到公司的主要收入来源宋城景区以团队游客为主,公司合作旅行社的增加无疑拓展了公司景区产品的销售渠道,同时针对散客的营销网络的铺开,能够有效吸引有效票价较高的散客,两者都有利于提高公司未来的收入。

3、公司的股权结构

公司的实际控制人为黄巧灵先生。黄巧灵先生除直接持有公司发行前 12.14%股权外,还持有公司控股股东杭州宋城集团控股有限公司 55.53%的股权,以及公司第二大股东杭州南奥旅游置业有限公司 65.38%的股权。杭州宋城集团控股有限公司持有公司发行前 46.27%的股权,杭州南奥旅游置业有限公司持有公司发行前 16.75%的股权。由此可见,黄巧灵先生实际持有公司(发行前)48.78%的股权。

发行前公司总股本为 12600 万股,公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 4200 万股,发行后公司总股本 16800 万股,本次发行占发行后总股本的 25%。

表 1 公司发行前后股权结构

股份类别(股份名称)	发行前		发行后	
	股份数量(万股)	股权比例	股份数量(万股)	股权比例
杭州宋城集团控股有限公司	5380	46.27%	5380	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	600	4.76%	600	1.07%
刘萍	400	3.17%	400	2.38%
张慧斌	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%
合计	12600	100%	16800	100%

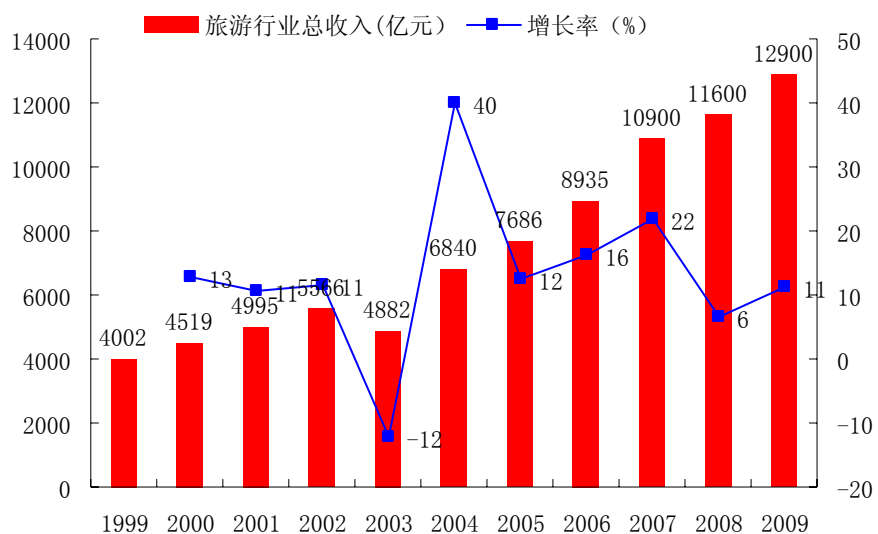
资料来源:公司招股说明书,东方证券研究所整理

二、旅游行业快速发展下，主题公园+旅游演艺的运营模式有望获益

1、国内旅游行业快速发展

近年来，我国旅游总人数以及旅游总收入持续增长。虽然 2008 年受到全球金融危机的影响，我国入境旅游人数及相关收入有所下降，但是与其他国家相比，我国经济发展仍然保持了较快的增长速度，因此旅游总人数和旅游总收入依然呈现增长的势头。2009 年我国旅游行业总收入保持平稳较快的增长，虽然入境游人数继续小幅下降导致相关收入减少，但国内游继续保持较快的增速。

图 8 国内旅游行业快速发展



资料来源：国家旅游局，东方证券研究所整理

根据国务院公布的《国务院关于加快发展旅游业的意见》，到 2015 年，国内旅游人数预计达到 33 亿人次，年均增长 10%；入境过夜游客人数达 9000 万人次，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，旅游业增加值占全国 GDP 的比重提高到 4.5%，占服务业增加值的比重达到 12%。对比 2009 年，我国国内旅游人数为 19.02 亿人次，入境过夜游客人数为 5087.50 万人次，与上述发展目标相比仍有相当差距，国内旅游业未来具有较大的发展空间。

2、主题公园行业具有较大发展潜力

随着我国经济的快速发展，居民可支配收入的不断增多，游客的消费观念也因此发生了转变和升级，个性化旅游将逐渐成为主流。主题公园因其鲜明的主题概念、独具特色的观光和游乐环境，使游客的体验、互动和参与感增强，从而能够充分满足游客的个性化旅游需求。

由于我国主题公园行业起步较晚，使得行业内单一企业的市场占有率较低，行业内企业盈利能力差异较大，且在主题设计、资金实力和经营管理等方面与世界优秀主题公园仍有一定差距，尚未产生

具有绝对竞争优势或垄断地位的主题公园企业。未来，具有资金实力和品牌优势的主题公园企业将通过收购兼并或连锁经营的方式，获得进一步做大做强机会。

根据《2008-2009 年中国主题公园及旅游地产研究咨询报告》，北美地区主题公园游客的人均消费约为 30 美元，欧洲主题公园游客的人均消费约为 21.8 美元，而我国主题公园游客的人均消费一般在 3.5 美元至 12.3 美元之间，远低于上述地区水平，具有较大的发展潜力。

3、旅游文化演艺行业满足旅游升级需求

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。

目前，我国出现了一些具有较高知名度和市场影响力的旅游文化演艺节目，成为地方旅游的文化名片。一些经过精心挖掘、提炼和创作，能够真正体现当地文化特色的旅游文化演艺节目，在展示当地历史文化、带动当地旅游业发展、创造综合性效益方面起到了巨大的作用。

我国游客过去的旅游方式主要是景区、景点的游览观光，而旅游景点多为日间营业，缺少夜间的游览和休闲娱乐活动。随着我国居民可支配收入的稳定增长和消费观念的不断升级，游客已经不满足于单一的日间景区游览方式，逐步提出了更高的个性化旅游需求和精神文化娱乐要求。游客对于文化需求层次的不断提升，为旅游文化演艺行业的发展奠定了良好的客源基础。

此外，我国居民可支配收入的持续增长以及旅游消费观念的不断提升，也为旅游文化演艺行业的发展提供了坚实的物质保障。行业内的企业能够充分发挥旅游文化演艺节目高附加值的特性，在不过多追加投资与成本的情况下，依靠创意与构思，不断增强旅游文化演艺节目的品牌吸引力，从而为票价带来进一步提升的空间，为经营企业带来更高的利润。

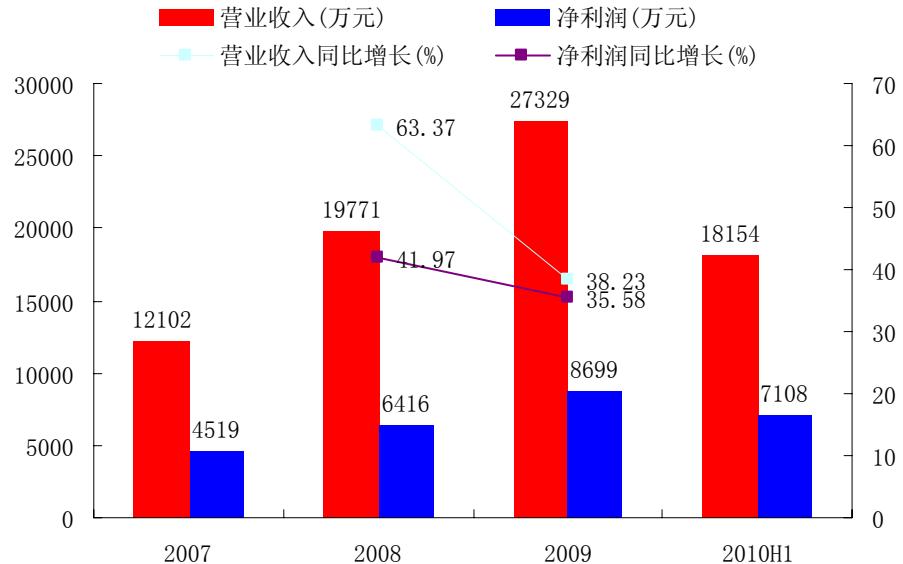
三、公司近年经营情况

1、主营业务收入稳步增长

2007 年到 2010 年上半年，公司主营业务收入分别为 11898.92 万元、18729.07 万元、25400.68 万元和 16845.82 万元。其中，2008 年度，公司的主营业务收入较 2007 年增长了 6830.15 万元，增幅达到 57.40%。主要原因是 2008 年宋城景区收入增长了 2443.14 万元，宋城景区收入的增长主要来自公司当年对宋城景区和演艺联票票价进行了一定程度的提高；同时杭州乐园公司设立后正式开始营业，产生营业收入 4561.61 万元，新增业务板块对公司的收入水平具有显著提升作用。2009 年度，公司的主营业务收入较 2008 年增长了 6671.60 万元，但是由于公司主营业务收入的绝对值逐年增大，因此增速略有下降，为 35.62%。其中，2009 年宋城景区收入增长了 4592.37 万元，主要由于营销力度的加大，宋城景区游客人数大幅增加，杭州乐园收入增长了 1449.25 万元，在未提高票价的情况下，也是得益于游客人数的增长。2010 年上半年，公司的主营业务收入较上年同期增长了 5690.48 万元，增幅达到 51.01%，增速大幅提升，其中宋城景区收入增长了 4457.18 万元，主要由于公司对宋城景区的景区和演艺联票票价进行了调整，在散客和团队票价中分别新增了两档价格较高的票价，并提升了部分原有票价，同时宋城大剧院完成改造工程，座位数从原来的 2093 个扩容至 3189 个，有效提升了观众接待能力。杭州乐园收入增长了 1076.43 万元，

主要由于 2010 年杭州乐园一改往年同期（一般从上一年度 12 月 1 日起至次年 3 月 8 日）休园整修的状况，跨年度持续开园经营，推出了新春特别活动并取得了良好效果，同时 2010 年 2 月公司对杭州乐园的散客门票价格提高了 20 元/人。

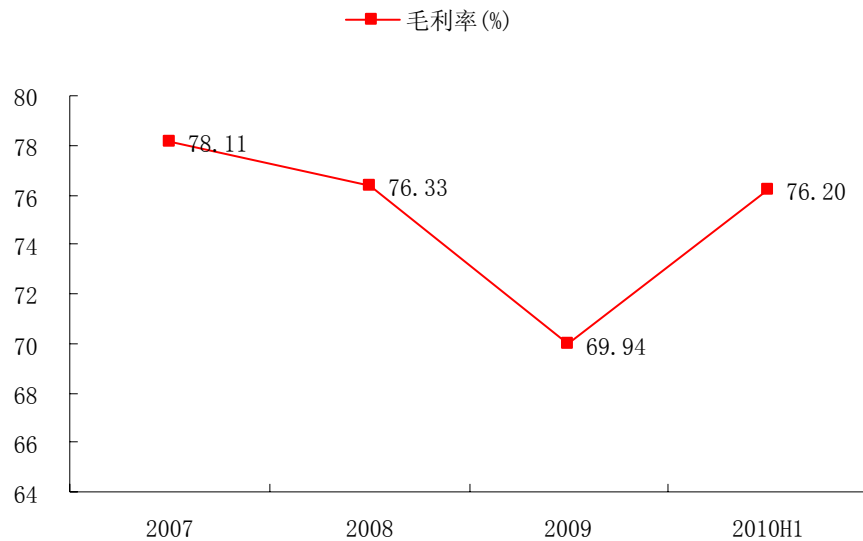
图 9 公司营业收入和净利润近年快速增长



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

2、毛利率由于景区新建或改造小幅下降，但依然维持高位

综合毛利率方面，2007 年到 2010 年上半年，分别为 78.11%、76.33%、69.94%和 76.20%。2008 年综合毛利率较 2007 年略有下降主要是由于 2008 年杭州乐园开业，固定资产折旧成本相对较高，同时动漫馆 2008 年在建工程完工并启用，当年动漫馆的租赁业务毛利率仅为 15.17%，对公司综合毛利率有一定影响。2009 年综合毛利率继续下降，主要是由于 2009 年公司向休博园公司收购第一世界大剧院和生态园的土地和地上建筑物，当年共增加固定资产折旧费用 282.02 万元，从而一定程度上影响了公司的毛利水平。2010 年公司综合毛利率较 2009 年有所提高，主要原因是 2010 年上半年较去年同期，公司收入大幅提升，但是相应的人工、水电等成本增幅小于收入的增幅，同时 2010 年上半年无大额景区改造成本支出。

图 10 公司毛利率维持高位


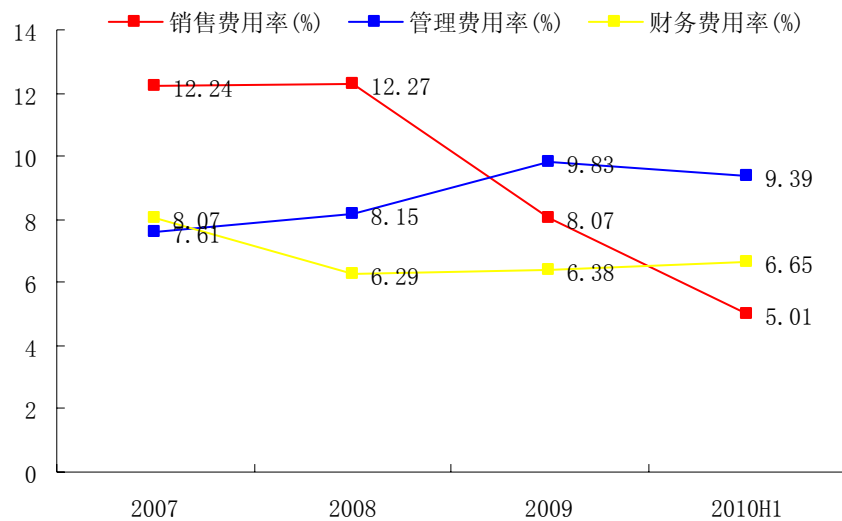
资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

3、期间费用率基本保持稳定

2007 年、2008 年、2009 年及 2010 年 1~6 月，本公司销售费用占营业收入的比重分别为 12.24%、12.27%、8.08%和 5.01%。2008 年较 2007 年持平。2009 年较 2008 年下降，主要是因为 2009 年公司注重通过与浙江卫视等电视媒体进行免费合作等方式，以较低的成本达到较好的宣传效果，当年广告费减少了 157.47 万元。2010 年上半年较上年同期小幅增加，主要原因为 2010 年上半年公司增加广告宣传力度，使广告宣传费增加 310.59 万元。

2007 年、2008 年、2009 年及 2010 年 1~6 月，本公司管理费用占营业收入的比重分别为 7.61%、8.15%、9.83%和 9.39%。2008 年较 2007 年增长，主要是因为 2007 年 12 月公司收购动漫馆等事项增加无形资产摊销费用 202.20 万元。2009 年管理费用率较 2008 年提高，主要是因为向休博园公司收购第一世界大剧院和生态园土地、杭州乐园公司土地过户完成等事项增加了公司的无形资产规模，因此增加了无形资产摊销费用，同时 2009 年公司启动上市工作，增加了中介咨询费。2010 年上半年管理费用较去年同期大幅增加，主要是因为公司员工的工资及奖金等费用大幅增加，同时，公司收购的生态园和第一世界大剧院土地使用权分别于 2009 年 8 月和 9 月过户完成后开始摊销，2009 年上半年基础较低。

公司财务费用占营业收入的比重 2007 年、2008 年、2009 年及 2010 年 1~6 月分别为 0.55%、0.91%、0.99%和 0.57%，财务费用率的上升主要是由于银行借款上升，进而利息支出增加所致。

图 11 公司期间费用率基本保持稳定


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

四、募投项目情况

本次宋城景区拟募集资金 60060 万元，其中 21760 万元用于杭州动漫乐园改建项目，31300 万元用于杭州乐园改扩建项目，7000 万元用于宋城景区基础设施及配套改造项目。

表 2 公司募投项目情况 单位：万元

项目名称	投资总额	拟用募集资金投入额	建设期
杭州动漫乐园改建项目	21760	21760	12 个月
杭州乐园改扩建项目	31300	31300	18 个月
宋城景区基础设施及配套改造项目	7000	7000	12 个月

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

杭州动漫乐园改建项目主要通过对公司拥有的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。通过引进各类适合少年儿童的游乐项目，创作并上演一台大型童话剧《海的女儿》，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。项目建设周期为 12 个月，项目建成后，按公司预计以运营期 10 年测算，杭州动漫乐园年均营业收入约为 10685 万元，年均净利润约为 3032 万元。

杭州乐园改扩建项目针对杭州乐园现有游乐设施不足、游乐功能需进一步丰富的情况，通过对杭州乐园进行室内化改造、引进现代化高科技游艺设备、改造第一世界大剧院，全面提升杭州乐园游乐功能的档次和品质，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。其中在对第一世界大剧院进行改造完成之后的一年内，公司将创作推出一台在客源定位上与《宋城千古情》形成互补、在

表现形式上融舞蹈、歌曲、科技魔幻、杂技、马戏、幽默小品等为一体，整体风格与游乐主题公园风格相统一的旅游文化演艺节目《杭州之夜》。《杭州之夜》将在夜间上演，并将单独对外售票。项目建设周期为 18 个月，项目建成后，按运营期 10 年测算，杭州乐园公司预计运营期年均营业收入增至 27720 万元，年均净利润约为 10635 万元。

宋城景区基础设施及配套改造项目针对目前宋城景区休闲娱乐功能需要改造升级、服务接待能力不足和基础设施老化的情况，本项目主要通过对金明池进行改造、建造旅游服务区以及对宋城景区基础设施及配套设施统一整改，丰富宋城景区的休闲娱乐内容，提高服务接待能力。项目建设周期为 12 个月。项目实施后，可以有效缓解宋城景区因为游客人数快速增长所带来的紧张局面，为宋城景区丰富游乐景点和内容、提高接待能力和服务品质、以及通过基础设施改造升级来确保宋城景区未来的稳定运营提供重要保证，但不单独产生经济效益。

五、公司未来发展空间

1、宋城景区门票价格仍有提升空间

公司分别于 2008 年 3 月、2008 年 10 月、2010 年 3 月对景区和演艺联票进行了提价，票价的提高对 2008 年和 2010 年上半年公司宋城景区收入的增加效果明显。

但是和其他同类的景区和演艺节目相比，宋城景区的票价依然偏低，目前 180 元/人的普通观众席票还包括 80 元的景区门票价格，而同属杭州的其他两大旅游文艺演出，印象西湖和西湖之夜，前者普通观众席票价 250 元/人，后者普通观众席票价 180 元/人。考虑到公司在杭州的强势旅游品牌地位，采取一定程度的提价不会影响公司的游客人数，因此我们认为公司宋城景区的门票价格在未来存在上调的空间，同时由于公司提升票价属自主行为，不需要象风景名胜那样开听证会，因此受政策限制较少。

表 3 杭州三大旅游文艺演出对比

项目	宋城千古情	印象西湖	西湖之夜
开始公演时间	1997 年	2007 年	2004 年
观众 2009 年	184.14 万人次	约 36 万人次	约 80 万人次
人数 2008 年	144.44 万人次	约 23 万人次	约 23 万人次
演出 2009 年	1331 场	约 365 场	约 900 场
场次 2008 年	969 场	约 300 场	约 300 场
座位 2009 年	约 2000 个		
数量 2008 年	约 2000 个	约 1300 个	约 800 个
演出场所	剧场演出	露天演出	剧场演出
表演形式	融合了舞蹈、戏曲、杂技、武术、歌曲、马戏、民俗展示、茶艺表演等众多元素	舞蹈	舞蹈、杂技、武术、戏曲
普通观众席票价	180 元/人（内含 80 元景区门票）	250 元/人	180 元/人

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

我们预计公司宋城景区 2011 年入景区不观看演出的游客人数为 104.65 万人，入景区且观看演出的游客人数为 282.95 万人，假设景区门票提价 15 元，景区演艺联票提价 20 元，则公司将新增年收入 7228.75 万元。

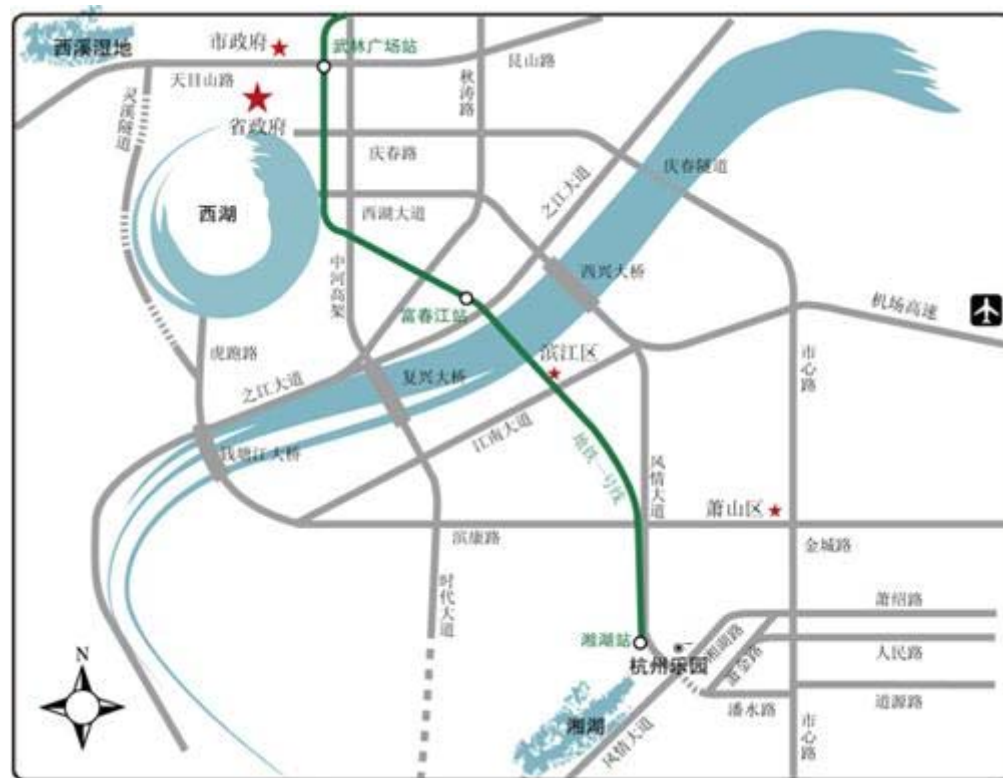
2、杭州乐园复制宋城“主题公园+旅游文化演艺”的成功经验

随着募投项目杭州乐园改造在 2011 年底的完成，杭州乐园的游乐性将大幅提升，进而吸引更多的游客，同时根据媒体报道，连接杭州乐园所在休博园区的地铁 1 号线也有望在 2011 年底正式通车，交通的便捷将直接带动杭州乐园游客人数的增加。

同时，按照公司计划改造之后将推出大型演艺节目《杭州之夜》，一场融合了舞蹈、歌曲、科技魔幻、杂技、马戏、幽默小品等多种艺术表现形式的大型旅游文化演艺节目，使杭州乐园的游客在感受和体验各种大型游乐设施的同时，能够欣赏到同样以游乐、历险为主题的演出节目，以获得精神上的愉悦和享受。

由于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，因此我们认为《杭州之夜》的推出将有效填补这一空白，缓解萧山区夜间旅游市场休闲娱乐功能不足的现状。假设 2012 年杭州乐园的游客人数为 116 万人，较我们预计的 2010 年 90 万人增长 29%，其中 56% 的游客，即 65 万人观看《杭州之夜》，人均门票收入 45 元，则《杭州之夜》的推出将增加公司 2012 年收入 2925 万元。

图 12 2011 年底杭州地铁一号线休博园区终点站将通车



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

3、杭州动漫园潜在市场规模巨大

杭州动漫乐园改建后，将打造成以动漫文化为主题，以杭州市及其周边的少年儿童为目标群体，定位于少年儿童和家庭亲子游乐的游乐类主题公园。根据《2009 年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，杭州市少年儿童的总数超过 90 万人，数量庞大。按照少儿与家长平均 1:1.5 的比例测算，杭州动漫乐园在杭州市潜在的市场规模将达到 230 万人。同时，公司拟复制宋城景区“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式，在突出动漫乐园游乐活动的同时，创作并上演大型童话剧《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，在突出公司主营业务优势的同时，有效提升动漫园的营业收入。

表 4 杭州青少年儿童人数 单位：万人

项目	2009 年
常住人口	810
青少年儿童人数总计	92.29
其中：初中在校人数	24.19
小学在校人数	44.51
幼儿园在园儿童	23.59

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

4、外围扩张充满想象

根据公司招股说明书披露，除本次募集资金投资项目外，为将公司的业务在其他国内主要旅游目的地城市进行复制与拓展，公司拟在海南省三亚市打造一座主题公园，并于主题公园内推出一台新的旅游文化演艺节目。公司计划投资额约为 2.90 亿元。

虽然海南的演艺市场近年发展并不顺利，比如由张艺谋、王潮歌和樊跃组成的“铁三角”打造的在海口上演的大海实景演艺剧目《印象·海南岛》，在经历了短暂的绚烂后就陷入了落寞；三亚耗资 1800 多万元打造的环保主题大型舞台剧《火凤凰》在铺天盖地的大肆宣传后，而今已处于停业状态，但归根结底主要是这些演出节目都缺少富有深度的文化内涵。而公司的核心产品《宋城千古情》的成功恰恰是由于其秉承了“文化为魂”的创作理念，深度挖掘了当地的历史文化精髓，考虑到三亚有着诸如海上丝绸之路、黎苗文化等丰富的文化主题，结合公司的创作优势，我们相信公司是能够成功的，因此如果该项目得以实施，将成为公司未来又一大利润增长点。

2010 年三亚凤凰机场预计客流量为 1000 万人次，按其占三亚总客流量 80% 计算，三亚 2010 年的客流量预计为 1250 万人次，根据平均每个旅客驻留 3.1 天计算，旅客人数约 550-600 万人，假设 60 万人（约占 10%）会选择观看公司在三亚的文化演艺节目，人均门票收入 120 元（参考在三亚上演的《浪漫天涯》门票价格最低 180 元），则三亚项目有望为公司带来 7200 万元的新增收入，另外如果海南免税岛政策在 2011 年开始实施，则三亚的游客人数有望出现大幅增长，而公司的三亚项目也将带来更高的新增收入。

根据 11 月 22 日人民日报的报道，杭州宋城集团将斥资 50 亿元在三亚打造集文化演艺、主题公园、娱乐休闲和酒店的“天涯不夜城”项目，其中“不夜城”规划建造一个功能齐全、设备先进的 3000

座国际化演出剧院。剧院建成后将用于演出原创大型歌剧《天涯万古情》。歌剧将高度提炼海南特别是三亚历史与民俗文化，将黎族苗族等少数民族文化与现代三亚的美丽与浪漫融为一体，体现落笔洞文明、冼夫人、海上丝绸之路、黎苗文化、鹿回头等富有三亚地方特色和深厚文化积淀的精华。

另外，考虑到此次公司发行定价为 53 元/股，募集资金总额为 22.26 亿元，较拟募集的 6 亿元超募超过 16 亿元，根据公司的发展规划，“将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。”因此我们认为这 16 亿元的超募资金无疑将帮助公司快速实现这一目标，发展壮大公司的“主题公园+旅游文化演艺”业务。

六、盈利预测与估值

我们主要的盈利假设如下：

- 1、2010 年受益于世博效应，宋城景区游客人数同比增长 45%，2011 年-2012 年增速虽然会有回落，但受益于公司营销网络的逐步拓展，预计游客人数增长率分别为 2%和 12%，景区票价预计在 2011 年上调 15 元，景区演艺联票价上调 20 元，2012 年景区演艺联票价格上调 10 元。
- 2、杭州乐园 2010 年游客增速预计为 43%，2011 年受改造影响预计增速有所回落，而 2012 年随着改造完毕和地铁 1 号线的通车，游客人数预计会有明显的增长，我们预计杭州乐园 2011 年和 2012 年游客人数同比增长为 12%和 15%。同时《杭州之夜》在 2012 年上演，预计观看人数为 65 万人，人均票价预计为 45 元，增加公司 2012 年杭州乐园收入 2925 万元。
- 3、动漫馆在 2012 年改造完工，游客人数预计为 50 万人，人均消费预计为 50 元。
- 4、三亚不夜城项目预计 2012 年开业，游客人数预计为 60 万人，人均票价预计为 120 元，2012 年贡献收入 7200 万元。

表 5 公司营业收入假设 单位：万元

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1、宋城景区营业收入	14167	18760	30541	39570	48555
增长率 (%)	20.8%	32.4%	62.8%	29.6%	22.7%
营业成本	2047.46	3599.71	4581.09	5935.51	7283.31
毛利率 (%)	85.5%	80.8%	85.0%	85.0%	85.0%
2、杭州乐园营业收入	4561.6	6010.9	8654.1	9793.6	14303.7
增长率 (%)		31.8%	44.0%	13.2%	46.1%
营业成本	2095.77	2917.06	4153.98	4602.99	6436.68
毛利率 (%)	54.1%	51.47%	52.0%	53.0%	55.0%
3、动漫馆门票收入		629.98	755.98	0.00	2500.00
增长率 (%)			20.0%		
营业成本		562.21	529.18	0.00	1750.00
毛利率 (%)		10.76%	30.00%	30.00%	30.00%
4、三亚天涯不夜城收入					7200.00

增长率 (%)					
营业成本					1584.00
毛利率 (%)					78.00%
主营业务收入合计	18729	25401	39951	49364	72559
主营业务成本合计	4143	7079	9264	10539	17054

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

表 6 公司盈利预测表 单位：百万

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	273	430	528	763
营业成本	82	107	121	187
营业税金及附加	10	15	19	27
营业费用	22	22	29	52
管理费用	27	37	47	69
财务费用	17	20	0	-8
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	1
营业利润	117	230	312	436
营业外收入	4	1	2	2
营业外支出	3	1	2	2
利润总额	117	230	313	436
所得税	29	54	78	109
净利润	88	177	234	327
少数股东损益	1	5	5	8
归属于母公司净利润	87	172	229	318
EBITDA	174	289	368	535
EPS (元)	0.52	1.02	1.36	1.89

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所预测

我们预计公司 10-12 年的净利润分别为 1.71 亿，2.28 亿和 3.17 亿，按发行后股本计算，对应每股收益为 1.02 元、1.36 元和 1.89 元，结合行业重点公司 2011 年平均 41 倍的市盈率，同时考虑到丽江旅游在旅游文化演艺节目《印象丽江》注入后与公司有一定的可比性，参考市场给予丽江旅游 2011 年 56 倍的市盈率，我们认为公司的合理估值水平为 2011 年 41~50 倍市盈率，对应合理价格区间为 56~68 元。

表 7 12 月 6 日旅游板块重点公司估值情况

公司	最新价格	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2010PE	2011PE	2012PE
三特索道	18.65	0.27	0.35	0.49	70	53	38
中国国旅	31.99	0.50	0.64	0.81	64	50	39
华天酒店	8.72	0.29	0.31	0.36	30	28	24

锦江股份	24.98	0.65	0.65	0.77	39	38	32
湘鄂情	25.99	0.49	0.68	0.89	53	38	29
峨眉山 A	19.24	0.49	0.60	0.72	39	32	27
全聚德	35.98	0.67	0.76	0.89	54	47	41
桂林旅游	13.47	0.21	0.37	0.43	63	37	32
黄山旅游	18.25	0.51	0.59	0.68	36	31	27
丽江旅游	32.17	0.18	0.58	0.73	182	56	44
平均					63	41	33

资料来源：wind 资讯

附表：财务报表预测与比率分析（宋城股份（300144））

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	95	2332	1656	1449	营业收入	273	430	528	763
现金	87	2272	1623	1391	营业成本	82	107	121	187
应收账款	2	2	3	5	营业税金及附加	10	15	19	27
其它应收款	3	8	9	11	营业费用	22	22	29	52
预付账款	3	49	20	42	管理费用	27	37	47	69
存货	0	1	1	1	财务费用	17	20	0	-8
其他	-0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	615	637	1243	1819	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	1
固定资产	353	335	587	1237	营业利润	117	230	312	436
无形资产	257	299	354	429	营业外收入	4	1	2	2
其他	5	3	302	153	营业外支出	3	1	2	2
资产总计	710	2969	2899	3268	利润总额	117	230	313	436
流动负债	82	98	85	127	所得税	29	54	78	109
短期借款	0	0	0	0	净利润	88	177	234	327
应付账款	20	55	46	84	少数股东损益	1	5	5	8
其他	62	43	39	43	归属于母公司净利润	87	172	229	318
非流动负债	362	292	0	0	EBITDA	174	289	368	535
长期借款	362	292	0	0	EPS（元）	0.52	1.02	1.36	1.89
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	444	390	85	127	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	5	10	19	成长能力				
股本	126	168	168	168	营业收入	38.2%	57.5%	22.6%	44.6%
资本公积	24	2119	2119	2119	营业利润	28.8%	97.8%	35.5%	39.4%
留存收益	116	287	517	835	净利润	35.6%	97.3%	33.5%	39.0%
归属母公司股东权益合计	266	2575	2804	3122	获利能力				
负债和股东权益	710	2969	2899	3268	毛利率	69.9%	75.2%	77.1%	75.4%
现金流量表					净利率	31.8%	39.9%	43.4%	41.7%
单位:百万元					ROE	32.7%	6.7%	8.2%	10.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	23.1%	41.6%	26.2%	24.4%
经营活动现金流	151	233	305	443	偿债能力				
净利润	88	177	234	327	资产负债率	62.5%	13.1%	2.9%	3.9%
折旧摊销	40	39	55	107	净负债比率				
财务费用	17	20	0	-8	流动比率	1.15	23.86	19.59	11.42
投资损失	-1	-0	-0	-1	速动比率	1.15	23.85	19.58	11.41
营运资金变动	3	-3	16	16	营运能力				
其它	2	2	-0	1	总资产周转率	0.47	0.23	0.18	0.25
投资活动现金流	151	-60	-660	-683	应收账款周转率	175	190	171	181
资本支出	286	16	601	605	应付账款周转率	2.89	2.85	2.39	2.89
长期投资	-16	0	0	0					

其他	421	-44	-59	-78	每股指标（元）				
筹资活动现金流	199	2012	-294	8	每股收益	0.52	1.02	1.36	1.90
短期借款	-200	0	0	0	每股经营现金流	0.90	1.39	1.82	2.64
长期借款	362	-70	-292	0	每股净资产	1.58	15.33	16.69	18.59
普通股增加	66	42	0	0	估值比率				
资本公积增加	24	2095	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-53	-55	-2	8	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	47	2185	-649	-232	EV/EBITDA	2	1	1	1

资料来源：东方证券研究所预测

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn