

对外复制第一单或许即将启动

研究结论

- **宋城门票提价将增厚公司 2011 年业绩。** 公司从 2011 年 1 月 1 日起，将景区演艺联票价格提高 20 元。从历史上看，票价的提高对当年公司宋城景区收入的增加效果明显。考虑到旺盛的市场需求和杰出的营销能力，此次提价对人次增长的负面影响有限。我们测算，景区演艺联票提价 20 元，将新增公司年收入 5814 万元，使宋城景区营业收入增长近 19%。
- **2011 年景区游客人次预计仍有 2-5% 的增长。** 受益于上海世博会，宋城景区 2010 年接待人次预计在 370 万以上，同比增长 40% 以上，但我们仍对 2011 年的接待人次增长持相对乐观态度。首先，后世博效应好于预期。自 10 年 11 月至今，杭州星级酒店的接待人次和平均房价同比一直处于上升过程中，而上海春节黄金周平均 16% 以上的人次增长也使我们对于世博华东线的旅游前景持乐观态度。其次，自驾游和自由行的兴起使得景区散客化比重加大，人均有效票价将获得一定提高。最后，公司上市使得宋城景区和《宋城千古情》的知名度大幅提升，由此使得入景区且观看演出的占比有明显提高，春节黄金周期间占比近 80%，高于 2010 年全年近 7 个百分点。
- **募投项目 2011 年开始相继投入运营。** 改造后的杭州乐园将于 4 月 2 日开园，游乐性的大幅提升将吸引更多的游客。同时园内定位与《宋城千古情》形成互补的大型演艺节目《杭州之夜》从当前进度，结合从公司下游客户了解到的信息，我们认为不排除有提前至下半年上映的可能，而一旦提前将成为公司今年收入增长的一大潜在亮点。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。
- **外围拓展具有巨大的市场潜力。** 宋城模式对外复制的第一单即三亚“天涯不夜城”项目，根据媒体的报道（新闻来源见正文）同时结合相关进度，我们预计将于 2012 年中期开业。基于三亚独特的地理文化优势和公司在经营文化演艺节目方面的丰富经验，我们保守估计 2012 年将吸引游客人数 40 万人，以人均有效票价 120 元计，新增公司收入 4800 万元。此外，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。
- **投资评级：** 我们预计公司 10-12 年净利润分别为 1.64 亿、2.2 亿和 3.04 亿，复合年增长率为 51.75%，每股收益为 0.97 元、1.31 元和 1.81 元。基于公司“主题公园+旅游文化演艺”具有很强可复制性的模式，未来的业绩弹性很大，参考市场给予同样拥有文化演艺节目的丽江旅游 2012 年 38 倍的市盈率，给予公司 2012 年 35 倍市盈率，12 个月目标价 64 元，首次给予公司“买入”评级。
- **风险因素：** 公司模式异地拓展失败的风险。随着异地拓展，公司规模的扩大，管理存在无法跟上的风险。



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

联系人

糜韩杰

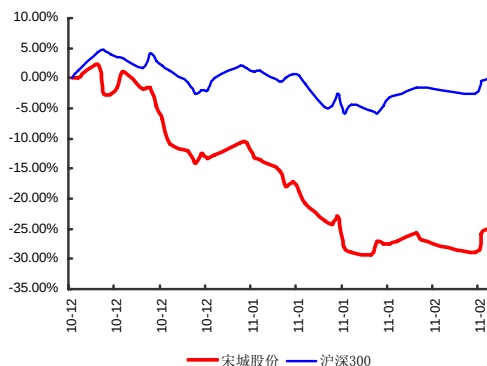
8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 2 月 18 日)	47.85 元
目标价格	64.00 元
总股本/A 股 (百万股)	168
A 股市值 (亿元)	81.24
国家/地区	中国
行业	旅游
报告发布日期	2011 年 2 月 21 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	273	430	516	734
同比 (%)	38%	57%	20%	42%
归属母公司净利润	88	169	225	312
同比 (%)	36%	88%	34%	38%
毛利率 (%)	69.9%	75.2%	76.9%	75.3%
ROE (%)	32.7%	7.2%	8.8%	10.8%
每股收益 (元)	0.52	0.97	1.31	1.81
P/E (倍)	93.38	49.62	36.95	26.75
P/B (倍)	30.53	3.56	3.24	2.89
EV/EBITDA (倍)	37	22	18	12

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经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

一、宋城股份：立足演艺、强调文化的主题公园公司	4
1、公司业务简介	4
2、公司的核心竞争力	8
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	9
1、国内旅游行业快速发展	9
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	10
三、公司未来发展空间巨大	11
1、短期，宋城门票提价增厚公司业绩	11
2、中期，后世博效应将好于预期	11
3、中长期，募投项目相继投入运营	13
4、外围扩张充满想象	14
六、盈利预测与估值	14

图表目录

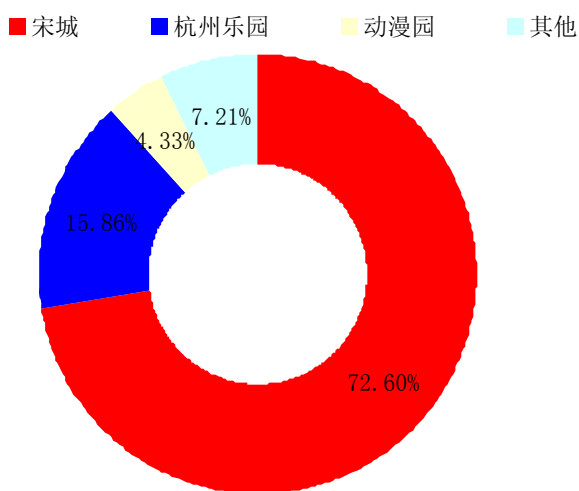
图 1 宋城景区收入是公司最主要的收入来源	4
图 2 宋城景区游客人数及营业收入情况	5
图 3 宋城景区游客以团队游客为主	5
图 4 近 70% 的游客会同时观看《宋城千古情》演出	6
图 5 杭州乐园游客人数和营业收入情况	7
图 6 杭州乐园以杭州本地游客为主	7
图 7 杭州乐园重游率达到 64.09%	8
图 8 国内旅游行业快速发展	9
图 9 上海近年春节黄金周接待观光游客人次情况	12
图 10 2011 年底杭州地铁一号线休博园区终点站将通车	13
附图：相关上市公司近期资金流向	18
表 1 杭州三大旅游文艺演出对比	11
表 2 杭州青少年儿童人数 单位：万人	14
表 3 公司营业收入假设 单位：万元	15
附表：财务报表预测与比率分析	17

一、宋城股份：立足演艺、强调文化的主题公园公司

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

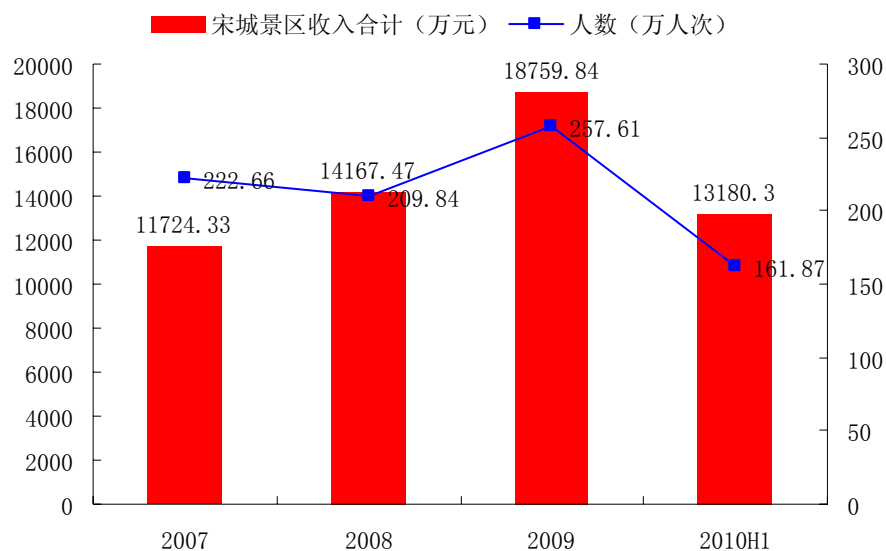
宋城景区是一家以宋文化为主题的公园，于 1996 年 5 月 18 日正式营业，地处西湖风景区西南。景区以宋代古建筑为主体，依据《清明上河图》为蓝本，再现了宋代都市的繁华景象。通过多年的经营，景区目前形成以大型文化演艺节目《宋城千古情》为核心产品，以各种大型文化创意主题活动和奇人绝技、民俗表演为有益补充，围绕宋文化主题，为游客提供景区游览观光、大型演艺节目欣赏和其他情境体验、休闲、娱乐的独具特色的经营模式。

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。

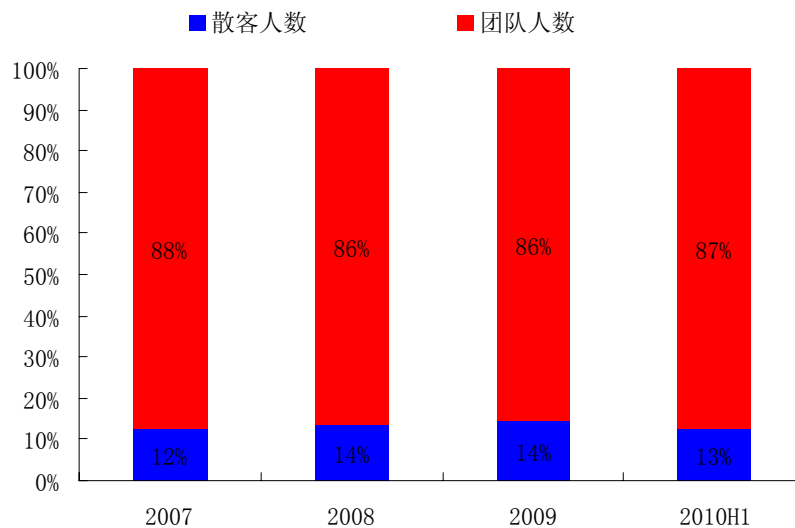
2007-2009 年，宋城景区的客流量分别达到 222.66、209.84、257.61 万人次；全年营业收入分别达到 11724.33、14167.47、18759.84 万元。2010 年半年，公司游客数量达到 161.87 万人，营业收入达到 13180.3 万元。宋城景区客源以团体游客为主，散客占比低于 15%。且入园游客中超过 70% 会选择购买景区和演艺联票，在游园的同时观看《宋城千古情》演出。

图 2 宋城景区游客人数及营业收入情况

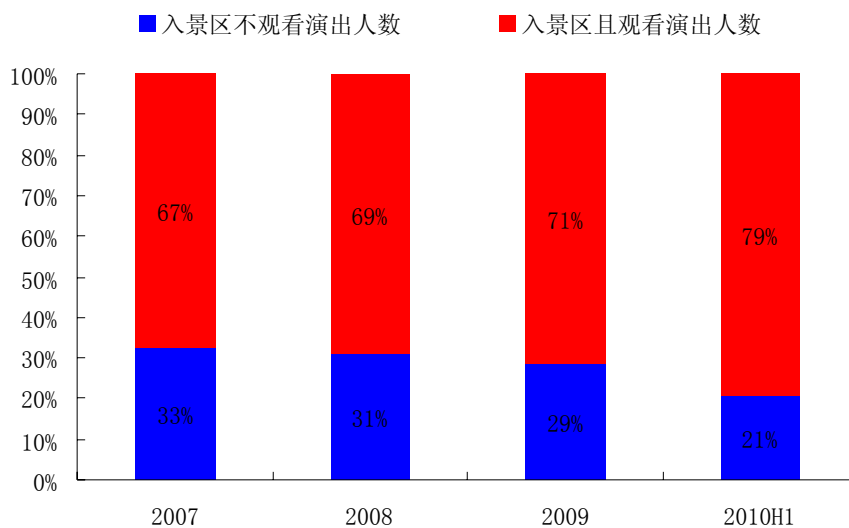


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

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


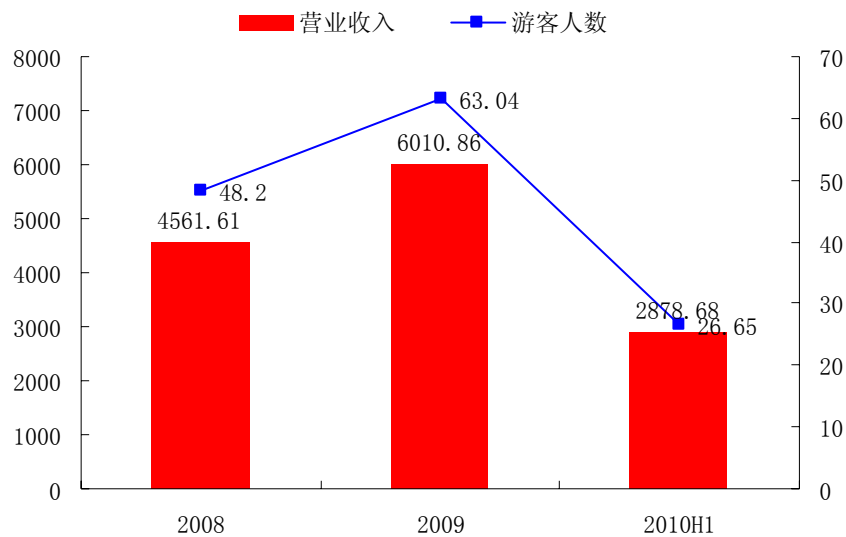
资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

(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》。

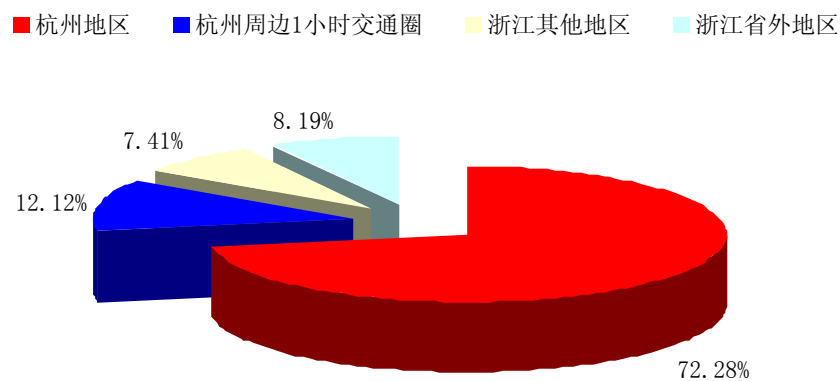
杭州乐园 2008-2009 年游客人数分别为 48.2、63.04 万人次，营业收入分别为 4561.61、6010.86 万元，游客数量与营业收入的增幅均为 30% 左右。2010 年 1—6 月，杭州乐园游客人数为 26.65 万人，同比增长 27.57%，收入为 2878.68 万元，同比增长 59.73%。从游客结构来看，杭州乐园游客中散客占比较大，约为 70-75%，同时杭州乐园的游客已杭州本地游客为主，占了 72.28%，且重复入园比例很高。

图 5 杭州乐园游客人数和营业收入情况

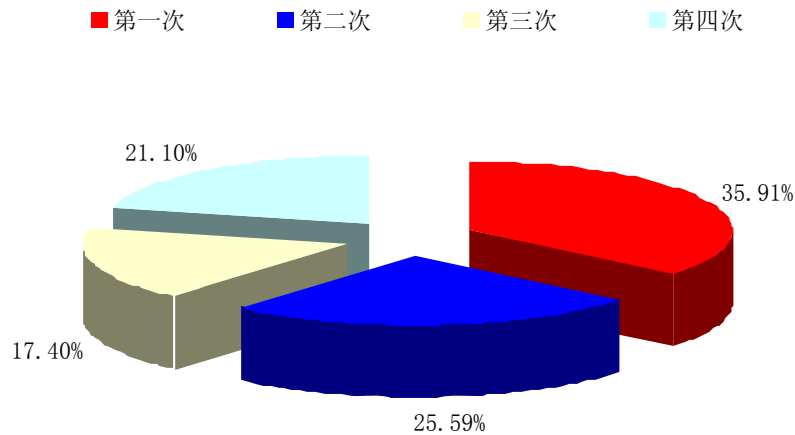


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

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

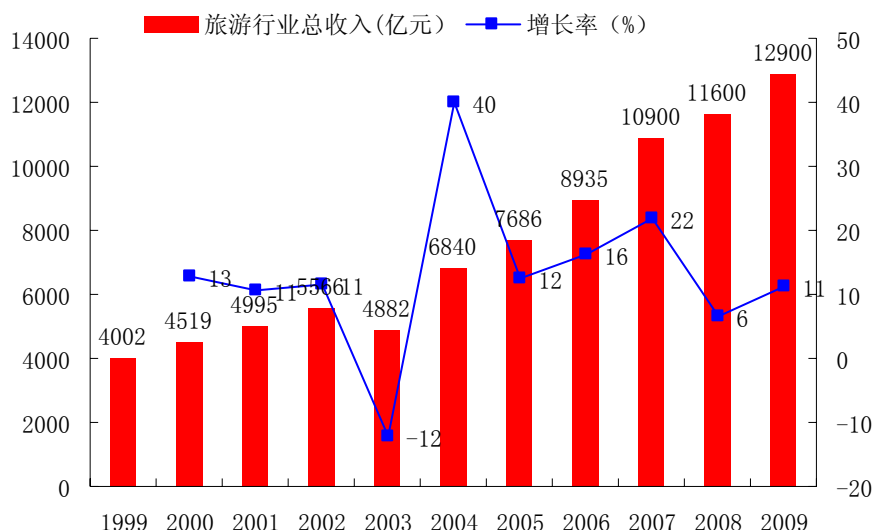
公司拥有专门针对团队营销的全资子公司营销公司，以及专门针对散客营销的宋城旅游管理分公司和杭州乐园公司市场部。公司通过营销公司在杭州市设立了 1 个营销中心（下辖 3 个营销办事处），并在南京、苏州、上海、黄山等地设立了 4 个营销办事处，负责各自区域内旅行社的市场推广和关系维护。截至 2010 年 6 月 30 日，营销公司签订合作协议的旅行社已由 2009 年底的 1200 余家增至 1500 余家。公司还专门建立了出租车营销网络、社区营销网络、休闲娱乐场所营销网络、商务终端营销网络，并通过各种大型文化创意主题活动和电视媒体，进一步扩大营销覆盖面。考虑到公司的主要收入来源宋城景区以团队游客为主，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。

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可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、公司未来发展空间巨大

1、短期，宋城门票提价增厚公司业绩

公司从 2011 年 1 月 1 日起，将宋城景区散客以及团队游客中，入景区同时观看《宋城千古情》的演出联票价格提高 20 元。从历史上看，公司曾先后于 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，票价的提高对当年公司宋城景区收入的增加效果明显。

暂不考虑公司大戏《宋城千古情》广受好评，即使和其他同类的景区和演艺节目相比，宋城景区原先的票价依然是偏低，提价前 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。因此我们认为 20 元的提价不会影响公司的游客人数。

表 1 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 96.9 万人，入景区且观看演出的游客人数为 290.7 万人，景区演艺联票提价 20 元，将新增公司年收入 5814 万元。

2、中期，后世博效应将好于预期

2010 年公司主要收入来源的宋城景区游客人数受上海世博会召开的拉动效应巨大，随着世博会的结束，市场普遍预期 2011 年宋城景区的游客人数将有较大幅度的回落，进而对公司的业绩构成不利的影响。这也是公司近期跌幅较大的主要原因。但通过我们对市场上现有信息的收集整理的情况看，我们认为后世博效应将好于预期，预计 2011 年公司景区游客人次仍有 2-5% 的增长。主要理由如下：

首先，杭州游客人数在世博会后并未出现下滑。虽然没有直接的杭州游客人数的数据，但基于游客人数和当地酒店的出租率和平均房价有着直接的正相关关系，因此，可以从杭州的酒店情况看出世博会后杭州游客人数的情况。据浙江省统计局统计，10 年 11 月，杭州市星级饭店平均房价为 352.48 元/间，同比

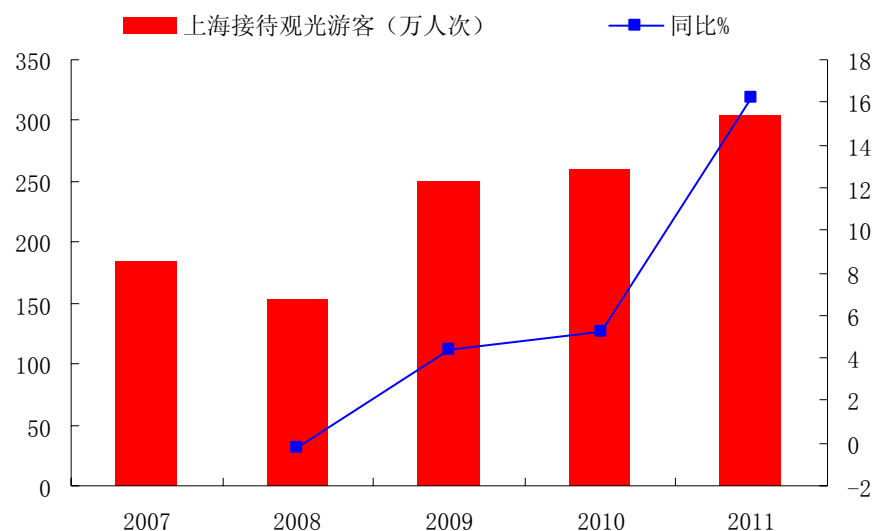
增长 8.2%；10 年 1-11 月杭州市星级饭店平均房价为 332.64 元/间，同比增长 2.9%。10 年 11 月，杭州市星级饭店平均出租率为 69.0%，同比上升 5.3%。10 年 1-11 月杭州市星级饭店平均出租率为 67.4%，同比增长 6.6%。世博会后的 11 月杭州酒店的出租率和平均房价均未出现下跌而是小幅上涨，因此基本可以得出世博会后杭州游客人数并未出现明显下滑，杭州整体的旅游市场受后世博影响较小。

其次，宋城景区的散客人数呈现上升趋势。据杭州网报道，刚刚过去的春节黄金周期间，宋城景区黄金周期间接待游客近 10 万人次，其中自驾车为主的短途游客数量猛增，景区里总面积 3 万平方米的停车场日均进出私家车 4000 多辆。宋城景区的调查数据显示，自驾来景区游玩的游客数比去年同期增长了 65%。春节黄金周不是个案，而是反映了近年自驾游蓬勃兴起的趋势，考虑到宋城景区以团队游客为主，随着以自驾游为代表的散客人数的增长，宋城景区的游客人均消费将随之增加，因为比之有较大折扣的团队票，散客票一般折扣很少，或者没有折扣。因此散客化趋势的上升将抵消一部分游客人数下降对宋城景区收入的不利影响。

再次，入景区且观看演出的人数占比有望上升。随着宋城股份在 A 股的上市，公司的知名度，特别是其当家大戏《宋城千古情》的知名度大幅上升，受此影响，我们预计公司宋城景区入景区且观看演出的人数占比有望上升。特别是公司不断运用新技术、新思路对《宋城千古情》进行改版，使得节目常演常新，最新一次改版，不但增加了“金戈铁马”、“曼妙江南”两幕全新的情节，更是使用了曾运用于世博场馆的更先进的 LED 大屏、投影仪，和大批数字电脑灯，新改版大戏于 2011 年初与观众见面，备受好评。

最后，上海世博期间被压制的旅游需求逐步释放。最明显的就是 2011 年春节黄金周上海接待观光游客较上年大幅增长 16%，达到 304.46 万人次，其背后反映的是世博期间因为行政指令和交通工具（汽车、火车、飞机）的紧张，同时住宿价格的大幅抬高，有相当旅游刚性需求被压制，随着世博的结束，一切趋于正常后，这一需求开始慢慢获得释放。那么随着上海旅游的增长，作为华东旅游线路的一环，将带动周边的旅游市场，从一定程度冲减世博后公司景区游客人数的下滑对收入的不利影响。

图 9 上海近年春节黄金周接待观光游客人次情况



资料来源：上海旅游局，东方证券研究所整理

3、中长期，募投项目相继投入运营

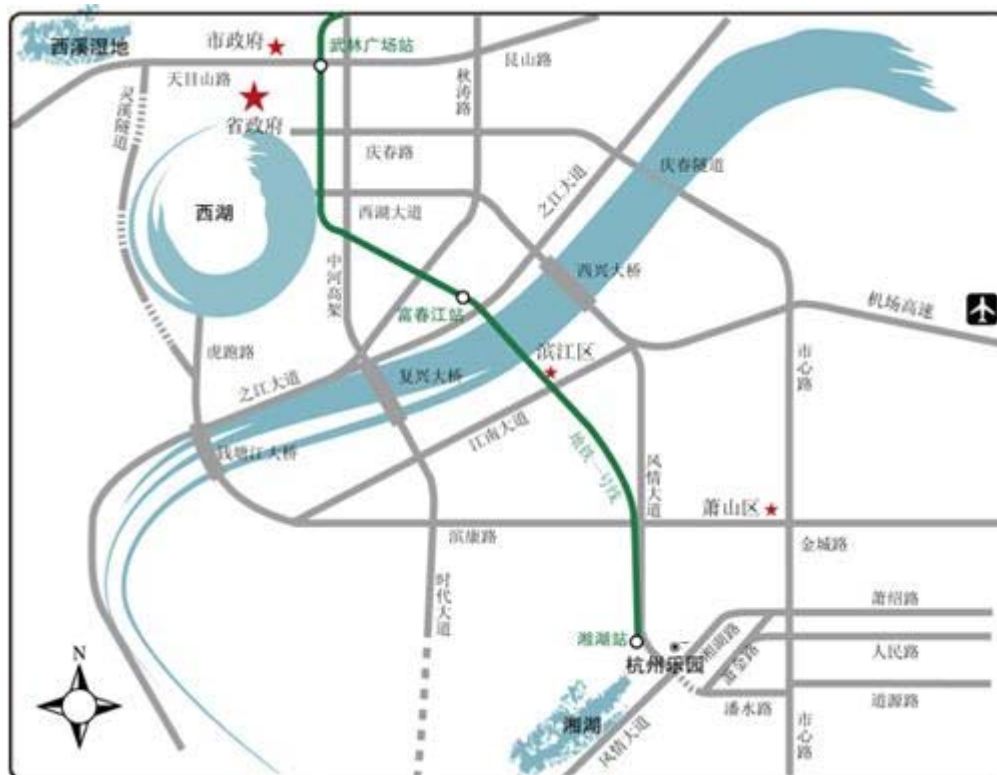
杭州乐园复制宋城“主题公园+旅游文化演艺”的成功模式

改造后的杭州乐园将于 4 月 2 日开园，游乐性的大幅提升将吸引更多的游客，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。

此外，园内定位与《宋城千古情》形成互补，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《杭州之夜》按公司计划将于 2011 年底上演，从当前进度，结合从公司下游客户了解到的信息，我们认为不排除有提前至下半年的可能，如果一旦提前，《杭州之夜》将成为公司 2011 年业绩增长的潜在增长点。

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》，人均有效门票收入 45 元（预计演出票在 100 元左右），则《杭州之夜》的推出将增加公司 2012 年收入 2925 万元。

图 10 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

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 2 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 2010 年 11 月 22 日人民网的报道 (<http://house.people.com.cn/GB/13279646.html>)，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。该剧院和剧院建成后将用于演出原创大型歌剧《天涯万古情》将主要有上市公司投资，预计为 2.9 个亿。其中歌剧将突出公司演艺节目的文化设计优势，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。

我们预计春节后海南项目会有实质性进展，2012 年中期三亚项目有望正式开业，这是公司外部复制的第一单，有望成为短期股价上涨的催化剂。公司股价经历节前大幅下滑，跌破发行价的当下，我们认为已经充分反映了对海南项目延期的预期，我们认为，三亚项目有望为公司 2012 年带来 7200 万元的新增收入，考虑到项目延后半年，我们下调新增收入预测至 4800 万元。

另外，考虑到公司发行定价为 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%，景区演艺联票在 2011 年上调 20 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，人均有效票价预计为 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 年年中开业，游客人数预计为 40 万人，人均票价预计为 120 元，2012 年贡献收入 4800 万元。

表 3 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	38372	48100
增长率 (%)	20.8%	32.4%	62.8%	25.6%	25.3%
营业成本	2047.46	3599.71	4581.09	5755.86	7214.94
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					4800.00
增长率 (%)					
营业成本					1056.00
毛利率 (%)					78.00%
主营业务收入合计	18729	25401	39951	48166	69703
主营业务成本合计	4143	7079	9264	10359	16458

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 10-12 年净利润分别为 1.64 亿、2.2 亿和 3.04 亿，复合年增长率为 51.75%，每股收益为 0.97 元、1.31 元和 1.81 元。基于公司“主题公园+旅游文化演艺”具有很强可复制性的模式，未来的业绩弹性很大，参考市场给予同样拥有文化演艺节目的丽江旅游 2012 年 38 倍的市盈率，给予公司 2012 年 35 倍市盈率，12 个月目标价 64 元，首次给予公司“买入”评级。

表 4 重点旅游类公司盈利预测及估值表

证券代码	证券简称	投资评级	收盘价（元）	总市值（百万）	盈利预测					市盈率			
					2011-2-18	09E	10E	11E	12E	09E	10E	11E	12E
景区													
002159.SZ	三特索道	未评级	16.12	1934.40	0.19	0.27	0.35	0.49		85	61	45	33
000978.SZ	桂林旅游	未评级	12.80	4609.28	0.19	0.22	0.38	0.45		67	59	34	28
600054.SH	黄山旅游	未评级	17.99	8479.59	0.34	0.52	0.60	0.69		53	35	30	26
002033.SZ	丽江旅游	未评级	30.64	3564.14	0.39	0.17	0.63	0.80		79	179	49	38
600258.SH	首旅股份	买入	24.03	5560.54	0.69	0.88	0.98	1.17		35	27	24	21
600138.SH	中青旅	买入	15.08	6263.48	0.61	0.58	0.75	0.88		25	26	20	17
000888.SZ	峨眉山 A	增持	18.11	4259.25	0.36	0.49	0.60	0.71		51	37	30	26
餐饮													
000721.SZ	西安饮食	未评级	12.55	2504.08	0.24	0.26	0.32	0.40		53	N.A.	39	32
002186.SZ	全聚德	未评级	30.92	4377.04	0.60	0.67	0.76	0.89		52	46	40	35
002306.SZ	湘鄂情	未评级	23.48	4696.00	0.50	0.46	0.64	0.86		47	51	37	27
酒店													
000428.SZ	华天酒店	未评级	10.38	5740.35	0.26	0.30	0.34	0.42		40	35	31	25
600754.SH	锦江股份	增持	22.04	13295.43	0.47	0.65	0.65	0.77		47	34	34	29
旅行社													
000610.SZ	西安旅游	未评级	13.99	2752.50	-0.01	0.30	0.52	0.70		N.A.	47	27	20
免税													
601888.SH	中国国旅	买入	27.48	24182.40	0.44	0.50	0.68	0.88		62	54	40	31

注：表内所有未评级公司盈利预测数据取自 Wind 资讯

资料来源：wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

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	2042	1355	1132	营业收入	273	430	516	734
现金	87	1981	1323	1075	营业成本	82	107	119	181
应收账款	2	2	3	4	营业税金及附加	10	15	18	26
其它应收款	3	8	9	11	营业费用	22	25	30	50
预付账款	3	49	20	41	管理费用	27	38	46	67
存货	0	1	1	1	财务费用	17	21	3	-6
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	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	225	300	415
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	2679	2598	2950	利润总额	117	225	300	416
流动负债	82	98	84	124	所得税	29	56	75	104
短期借款	0	0	0	0	净利润	88	169	225	312
应付账款	20	55	45	81	少数股东损益	1	5	5	8
其他	62	43	39	43	归属于母公司净	87	164	220	304
非流动负债	362	292	0	0	EBITDA	174	285	357	517
长期借款	362	292	0	0	EPS (元)	0.52	0.97	1.31	1.81
其他	0	0	0	0					
负债合计	444	390	84	124	主要财务比率				
少数股东权益	0	5	10	18	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	126	168	168	168	成长能力				
资本公积	24	1837	1837	1837	营业收入	38.2%	57.5%	19.8%	42.4%
留存收益	116	279	499	803	营业利润	28.8%	93.0%	33.3%	38.6%
归属母公司股东权益	266	2285	2504	2808	净利润	35.6%	88.2%	34.3%	38.2%
负债和股东权益	710	2679	2598	2950	获利能力				
					毛利率	69.9%	75.2%	76.9%	75.3%
					净利率	31.8%	38.0%	42.6%	41.4%
					ROE	32.7%	7.2%	8.8%	10.8%
					ROIC	23.1%	40.8%	25.3%	23.4%
					偿债能力				
					资产负债率	62.5%	14.5%	3.2%	4.2%
					净负债比率				
					流动比率	1.15	20.89	16.19	9.12
					速动比率	1.15	20.88	16.18	9.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.25	0.20	0.26
					应收账款周转率	175	190	169	180
					应付账款周转率	2.89	2.85	2.38	2.87
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.52	0.97	1.31	1.81
					每股经营现金流	0.90	1.35	1.77	2.55
					每股净资产	1.58	13.60	14.91	16.72
					估值比率				
					P/E	93.38	49.62	36.95	26.75
					P/B	30.53	3.56	3.24	2.89
					EV/EBITDA	37	22	18	12

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

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