

宋城股份(300144)深度报告

快速复制打造旅游文化演艺行业龙头

文化传媒

推荐

首次评级

发布时间：2011 年 9 月 26 日

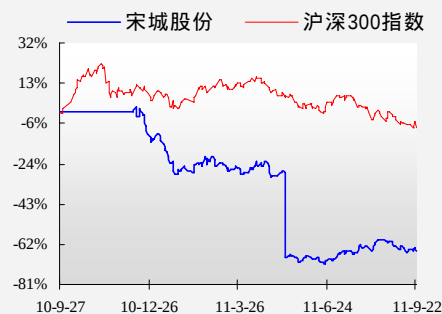
投资要点：

- 宋城股份以主题公园和旅游文化演艺的投资、开发和经营为主营业务，采用“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式，依托杭州历史文化背景修建宋城主题公园，通过文化节目“宋城千古情”演绎杭州文化精髓，成功打造了“宋城”品牌。宋城景区及演艺节目累计接待观众 2000 余万人次，演出 1.16 万余场，在长三角地区旅游市场独占鳌头。
- 我国主题公园行业与发达国家相比仍处于集中度较低的状态，旅游文化演艺行业则仍是蓝海，行业内尚没有占据绝对优势的品牌和全国连锁经营的企业。
- 公司的核心竞争力主要体现在以下几点：规模效应带来低成本优势；独特的主题公园+旅游文化演艺的经营模式；地处杭州得天独厚；持续创新能力保障节目编排；强大的营销网络建设。
- 公司未来业绩增长的主要驱动因素有：宋城景区二期工程将于今年底完成，景区将扩容至 550 万游客接待量；杭州乐园全新开幕之后客流量大幅提升，吴越千古情将于下半年正式公演；已公告峨眉山、武夷山、泰安、石林、三亚五个异地复制项目，最早到 2012 年有新园区面世。
- 预计公司 2011-2013 年每股收益 0.59 元、0.82 元、1.07 元，相对于当前股价市盈率分别为 37、26、20 倍，首次给予推荐评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	44,476	64.34	16,334	87.80	0.44		49	
2011E	54,380	22.27	21,898	34.06	0.59		37	
2012E	75,323	38.51	30,331	38.51	0.82		26	
2013E	98,043	30.16	39,479	30.16	1.07		20	

走势图



市场数据

2011-9-26

收盘价：	21.68 元
52 周最高价：	66.47 元
52 周最低价：	18.45 元
平均持仓成：	23.44 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	36,960
流通 A 股（万股）：	36,960
每股收益（元）：	0.28
每股净资产（元）：	7.00
每股经营现金流（元）：	0.43
市净率：	3.10

分析师：耿云

执业证书编号：S0550511080003

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: gengy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

目 录

一、公司基本情况	4
1、主营业务：独特的主题公园+文化演艺经营模式	4
2、股权结构：管理层持股	5
3、财务分析	5
二、行业分析：大行业、小公司	7
1、主题公园连锁化趋势明显	7
2、旅游文化演艺行业是蓝海	9
3、政策扶植助推行业发展	10
三、护城河及核心竞争力探讨	10
1、规模效应带来的低成本可能是公司的护城河	10
2、模式领先	11
3、地理位置得天独厚	12
4、持续创新能力保障节目编排	13
5、营销为王	14
四、关键驱动因素：本地扩容、异地复制	16
1、宋城景区：扩容、提价	16
2、同城复制	16
3、黄金旅游景点进行异地复制	18
五、盈利预测	19
1、关键假设	19
2、宋城景区	19
3、杭州乐园	19
4、烂苹果乐园	20
5、异地复制项目	20
6、盈利预测表	20
六、投资建议	21
七、风险提示	21
八、附录	22

图表目录

图表 1 宋城股份营业收入快速增长	5
图表 2 宋城股份净利润快速增长	6
图表 3 宋城股份营业收入结构	6
图表 4 宋城股份毛利润结构	6
图表 5 宋城股份毛利率变化稳定增长	7

图表 6 2010 年全球前十大游客总数增长最快的主题公园	8
图表 7 中国与欧美游客人均消费对比主（单位：美元）	9
图表 8 宋城股份毛利率高于同类公司	11
图表 9 杭州市历年接待游客人数	12
图表 10 杭州市历年旅游总收入	13
图表 11 杭州乐园四大主题活动	17
图表 12 烂苹果乐园	18
图表 13 宋城景区及杭州乐园入园游客数变化	22
图表 14 宋城景区及杭州乐园营业收入增长	22
图表 15 宋城景区平面图	23
图表 16 杭州乐园平面图	23
图表 17 宋城景区发展历史沿革	24
表格 1 宋城景区与杭州乐园基本情况	4
表格 2 宋城景区与主要竞争对手对比	4
表格 3 宋城股份股权结构	5
表格 4 中国主题公园行业现状	7
表格 5 2010 年世界前十大主题公园入园游客数及增长	7
表格 6 2010 年亚太地区前十大主题公园入园游客数及增长情况	8
表格 7 我国旅游文化演艺行业现状	9
表格 8 旅游文化演艺行业主要表演	9
表格 9 相关扶植政策	10
表格 10 异地复制成本分析	10
表格 11 宋城景区经营模式比较	11
表格 12 杭州美誉	12
表格 13 宋城景区及《宋城千古情》主要创新历史	13
表格 14 宋城股份营销公司拓展合作旅行社流程	14
表格 15 主要营销方式	15
表格 16 营销网络建设	15
表格 17 散客营销根据定位和目标客户采取差异化营销策略	16
表格 18 宋城景区提价历史	16
表格 19 公司已公告异地扩张项目	18
表格 20 宋城景区营业收入预测	19
表格 21 杭州乐园盈利预测	20
表格 22 烂苹果乐园营业收入预测	20
表格 23 宋城股份盈利预测表	20

一、公司基本情况

1、主营业务：独特的主题公园+文化演艺经营模式

公司以主题公园和旅游文化演艺的投资、开发和经营为主营业务，采用“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式，依托杭州历史文化背景修建宋城主题公园，通过文化节目“宋城千古情”演绎杭州文化精髓，成功打造了“宋城”品牌。宋城景区及演艺节目累计接待观众 2000 余万人次，演出 1.16 万余场，在长三角地区旅游市场独占鳌头。

目前公司核心产品包括“宋城景区·宋城千古情”和“杭州乐园·吴越千古情”。其中“宋城景区·宋城千古情”是公司最核心的产品和收入利润来源，2010 年入园游客人数高达 379.7 万人，同比增长 47.40%，市场份额远优于主要竞争对手《印象西湖》、《西湖之夜》以及杭州东方文化园。

表格 1 宋城景区与杭州乐园基本情况

	宋城景区	杭州乐园
定位	文化主题公园	杭州地区唯一的游乐类主题公园
主要客户群	外地到杭州旅游的游客，以团客为主。	以杭州及周边地区散客为主
面积	约 7 万平方米	约 10 万平方米
景区特色	采用宋式营造法式，用精彩丰富的民俗活动和演艺节目再现宋代都市的繁华景象	以“主题突出、晴雨皆宜、老少同乐”为设计理念，由玛雅部落、冒险岛、失落丛林、童话王国等九大区块组成。设计春季狂欢节、夏季嬉水节、秋季万圣节、冬季冰雪节四大主题
配套演艺节目	宋城千古情，最早 1996 年开演，2006 年开始收费演出，知名度高，多次获奖。	吴越千古情，2011 年 7 月底配合萧山国际跨湖桥文化节开幕上演一天，预计年底前会全面上演
近三年入园游客数量	2008-2010 年入园游客人数分别为：209.84 万人次、257.61 万人次、379.7 万人次	2008-2010 年入园游客人数分别为：48.20 万人次、64.04 万人次、78.6 万人次
近三年营业收入	2008-2010 年宋城景区营业收入分别为：14167.47 万元、18759.84 万元、32101.36 万元	2008-2010 年杭州乐园景区营业收入分别为：4561.61 万元、6010.86 万元、8855.59 万元。

资料来源：公司公告、东北证券

表格 2 宋城景区与主要竞争对手对比

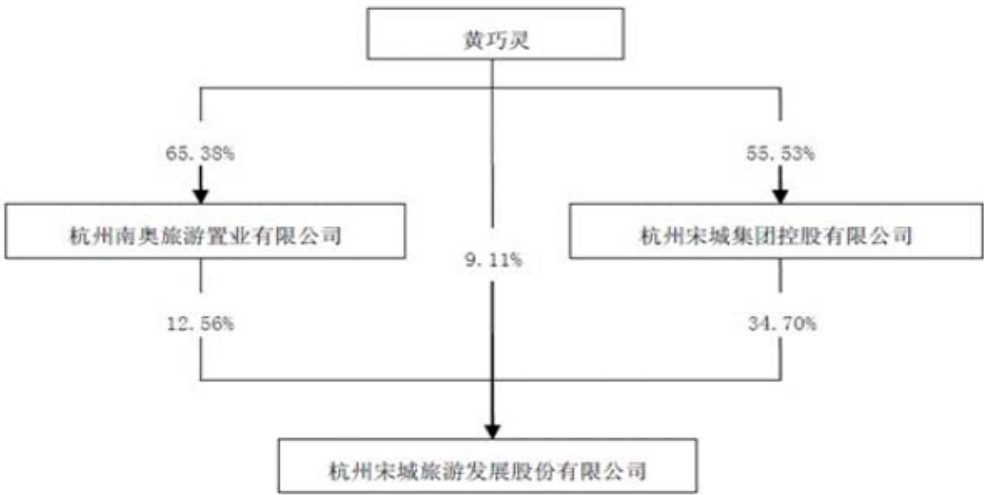
项目	宋城千古情	印象西湖	西湖之夜
开始公演时间	1997 年	2007 年	2004 年
2010 年观众人数	303 万人次	50 万人次	85 万人次
座位数量	3189	1800	800
表演形式	融合了舞蹈、戏曲、杂技、武术、歌曲、马戏、民俗展示、茶	舞蹈	舞蹈、杂技、武术、戏曲

	艺表演等众多元素		
表演场次	约每日四场	约每日两场	约每日一场
表演场所	室内	室外	室内
门票价格	贵宾席：180 元 贵宾席：200 元 豪华席：400 元	亲水区：260 元 亲水区 VIP：350 元 大画舫下层：450 元 大、小画舫上层：600 元	普通票：220 元 贵宾席：280 元
观众结构	87%团队，13%散客	91%团队，9%散客	

资料来源：公司公告、东北证券

2、股权结构：管理层持股

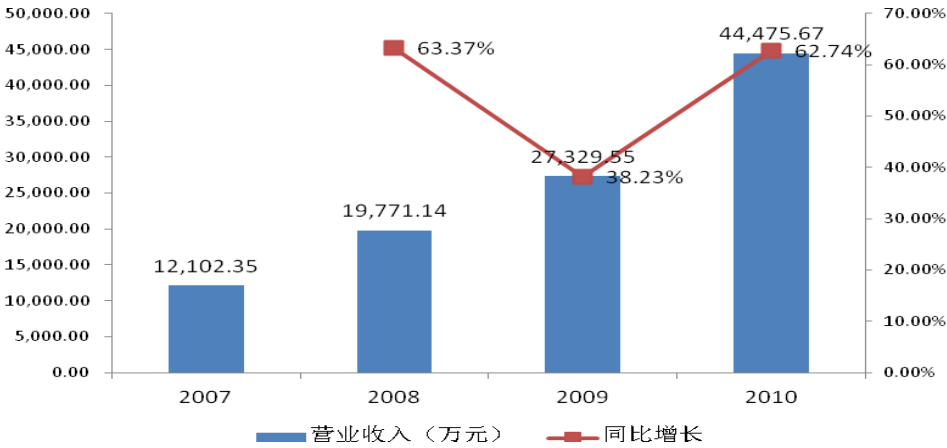
表格 3 宋城股份股权结构



资料来源：公司公告、东北证券

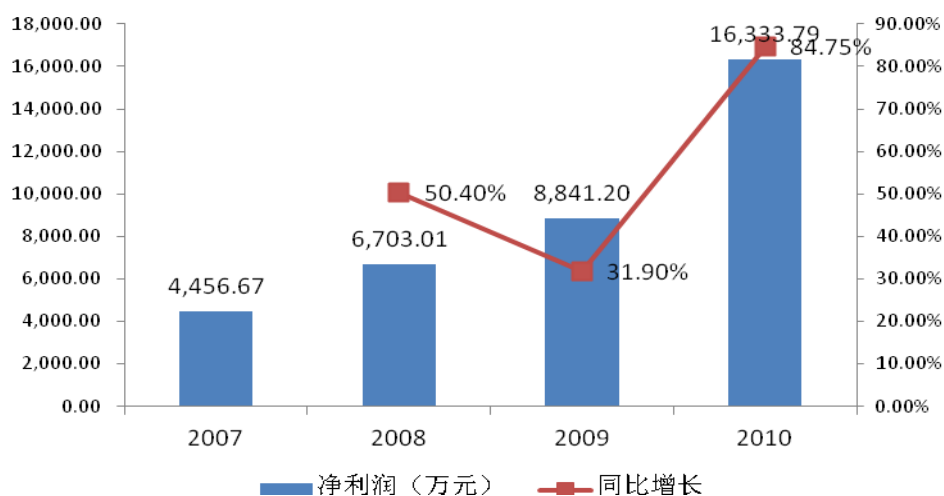
3、财务分析

图表 1 宋城股份营业收入快速增长



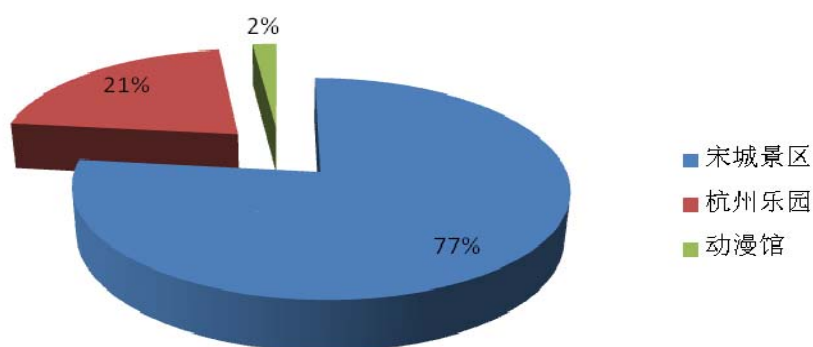
资料来源：公司公告、东北证券

图表 2 宋城股份净利润快速增长



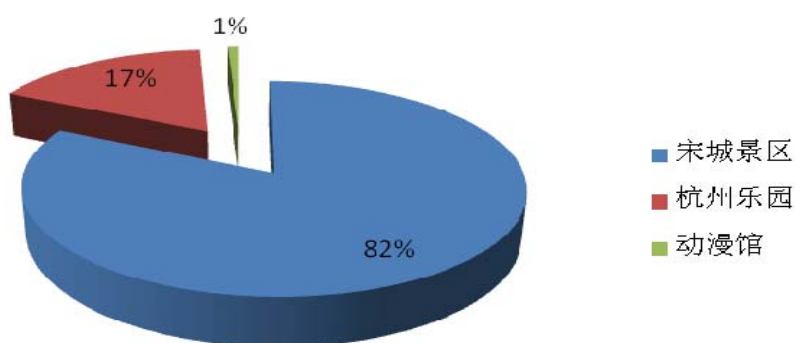
资料来源：公司公告、东北证券

图表 3 宋城股份营业收入结构



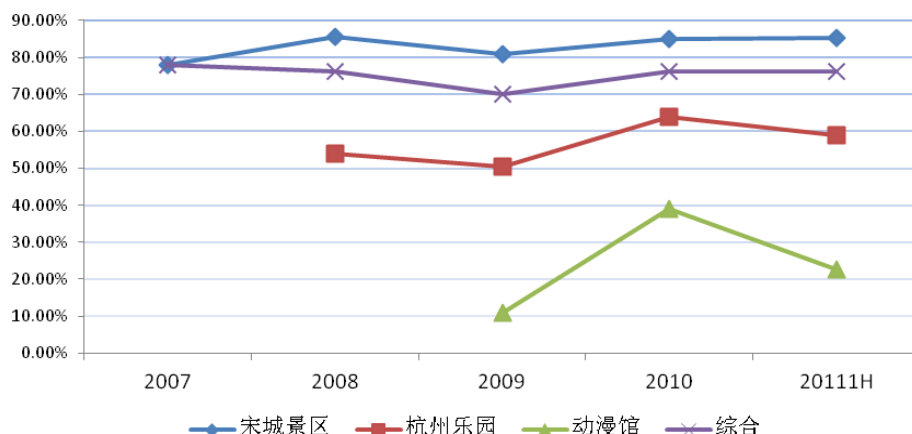
资料来源：公司 2010 年年报、东北证券

图表 4 宋城股份毛利润结构



资料来源：公司 2010 年年报、东北证券

图表 5 宋城股份毛利率变化稳定增长



资料来源：公司公告、东北证券

二、行业分析：大行业、小公司

1、主题公园连锁化趋势明显

我国主题公园行业经过了十年的开创探索期（1990-2000）和十年的爆发式发展期（2000-2010），已经初具规模，产生了一批具有较高知名度的品牌，并逐步开展连锁化经营的尝试。但行业内单一企业的市场占有率较低，尚未产生具有绝对竞争优势或垄断地位的主题公园企业。

表格 4 中国主题公园行业现状

中小型公园数量庞大，大型项目较少	目前我国各类主题公园大约有 2500 家，远超过发达国家（美国约 400 个、欧洲约 300 个），但年接待游客量超过 100 万人次的大型主题公园仅 30 家左右。
主要集中在东部地区	主题公园的兴建有两个必要条件：经济发展水平和自然人文资源的稀缺性。我国主题公园基本是三级阶梯结构：东部沿海分布较多规模较大；中部分布次多且规模不大；西部分布较少且规模较小。
经营情况较差	行业分散，盈利水平低，经营模式主要靠单一化收门票。我国约 70% 主题公园处于亏损状态。

资料来源：东北证券

表格 5 2010 年世界前十大主题公园入园游客数及增长

主题公园名称及所在地	入园游客人数（万人次）	比上年增长
MAGIC KINGDOM at Walt Disney World, U.S.A	1697.2	-1.50%
DISNEYLAND, U.S.A	1598	0.50%
TOKYO DISNEYLAND, Japan	1445.2	5.90%
TOKYO DISNEYSEA, Japan	1266.3	5.50%
EPCOT at Walt Disney World, U.S.A	1082.5	-1.50%

DISNEYLAND PARK at Disneyland Paris, France	1050	-2.60%
DISNEY'S ANIMAL KINGDOM at Walt Disney World, U.S.A	968.6	1.00%
DISNEY'S HOLLYWOOD STUDIOS at Walt Disney World, U.S.A	960.3	-1.00%
UNIVERSAL STUDIOS JAPAN, Japan	816	2.00%
EVERLAND, South Korea	688.4	11.60%

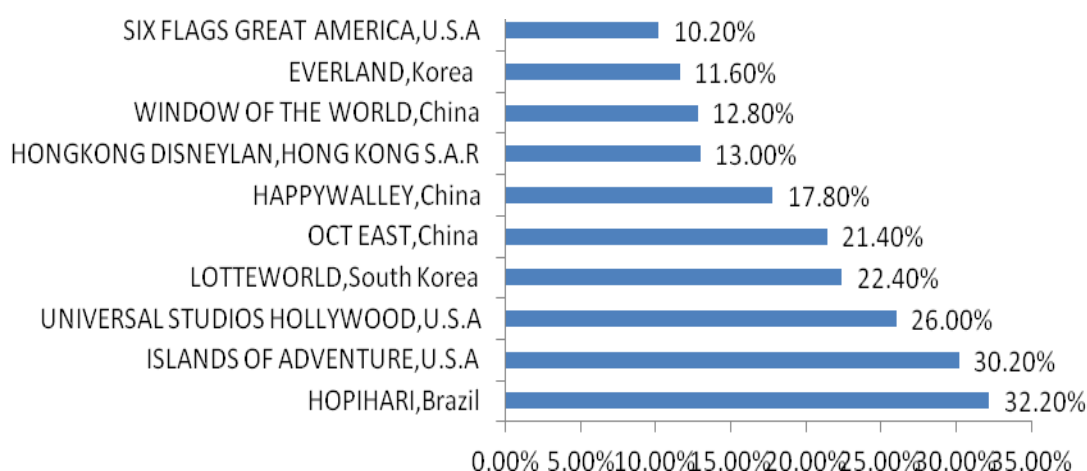
资料来源：The Global Attraction Attendance Report 2010、东北证券

表格 6 2010 年亚太地区前十大主题公园入园游客数及增长情况

主题公园名称及所在地	入园游客总数 (万人次)	比上年增长
TOKYO DISNEYLAND, Japan	1445.2	5.90%
TOKYO DISNEYSEA, Japan	1255.3	5.50%
UNIVERSAL STUDIOS, Japan	816	2.00%
EVERLAND, South Korea	688.4	11.60%
LOTTE WORLD, South Korea	555.1	22.40%
HONG KONG DISNEYLAND, HONG KONG S.A.R	520	13.00%
OCEAN PARK, HONG KONG S.A.R	510	6.30%
NAGASHIMA SPA LAND, Japan	446.5	-5.00%
YOKOHAMA HAKKEIJIMA SEA PARADISE, Japan	402.3	-6.00%
OCT EAST, China	402.3	21.40%

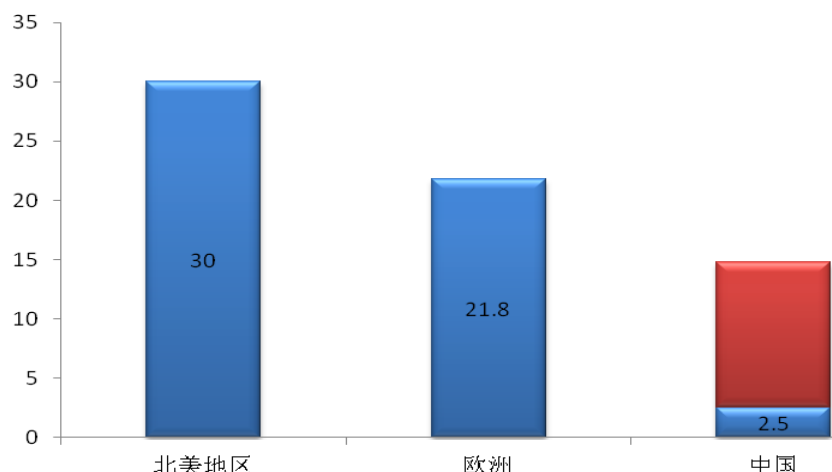
资料来源：The Global Attraction Attendance Report 2010、东北证券

图表 6 2010 年全球前十大游客总数增长最快的主题公园



资料来源：The Global Attraction Attendance Report 2010、东北证券

图表 7 中国与欧美游客人均消费对比主（单位：美元）



资料来源：《2008-2009 年中国主题公园及旅游地产研究咨询报告》、东北证券

2、旅游文化演艺行业是蓝海

我国旅游文化演艺行业目前仍处于初级发展阶段，行业集中度低，旅游文化演艺节目数量较少，且多数分散在不同的旅游城市，由不同的公司分别单独经营，不存在全国范围内跨区域的竞争。

表格 7 我国旅游文化演艺行业现状

竞争格局	同一城市内同时上演的表演形式和内容相似的旅游文化演艺节目之间竞争较为激烈，但没有全国范围内跨区域的竞争
经营模式	多数侧重于对当地旅游资源的宣传推广，或依附于著名景点存在，市场需求导向型企业较少

资料来源：公司公告、东北证券

表格 8 旅游文化演艺行业主要表演

类别	特征	代表作品
现代化剧场类	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。	本公司的《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。

资料来源：招股书、东北证券

3、政策扶植助推行业发展

表格 9 相关扶植政策

颁布时间	颁布部门	文件名称
2009 年 8 月	文化部和国家旅游局	《关于促进文化与旅游结合发展的指导意见》
2009 年 9 月	国务院办公厅	《文化产业振兴规划》
2009 年 12 月	国务院办公厅	《国务院关于加强发展旅游业的意见》
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》
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》

资料来源：招股书、东北证券

三、护城河及核心竞争力探讨

1、规模效应带来的低成本可能是公司的护城河

公司目前已经建立起了完整的“主题公园+旅游文化演艺”经营模式，已经培养出自己的舞美、服装、道具、编导等专业创意团队，成熟的主题公园设计创新团队以及专业高效的营销团队。因此在异地复制过程中能以较短的时间达到较好的复制效果。

大致来说，公司新建一座规模与宋城大剧院相当的剧院的成本约为 1 亿元，节目编排及演员等成本总计约 3000-4000 万元，土地成本因项目而已。

我们以泰安项目为例，粗略计算公司的盈亏平衡点。泰安项目总面积 500 亩，总投资 5 亿元，其中公司负责出资 200 亩。扣除剧院和节目编排成本共约 1.5 亿元，200 亩土地成本可粗略计算为 1.4 亿元，因此公司泰安项目总成本约为 3 亿元，其中土地和剧院等固定资产投资约为 2.5 亿元，节目编排成本 0.3-0.4 亿元。按照公司目前的会计政策，固定资产折旧约 0.20 亿元/年，因此泰安项目正式推出第一年，公司成本约为 5000-6000 万元，按照宋城景区人均消费 100-110 元推算，则泰安项目第一年只需吸引游客 50-60 万人就可实现盈亏平衡，第二年就可实现盈利，考虑到泰安景区 2010 年游客总数近 400 万人次，《泰山千古情》预计游客数量超过 50 万人次并不算高估。

表格 10 异地复制成本分析

异地复制要素	所需新增成本
主题公园设计团队	已经成熟
销售团队及销售网络	旅行社之间的销售合作本身就非常多，覆盖面广，公司建立的销售网络并不是单向的、点对点的，而是网状的、互相连通的，并不需要全新搭建一个完整的新网络
节目编排及演员	创意团队成本几乎为零，现有创意团队一年能完成 2-3 套节目的创作编排，不需要大规模扩招；《宋城千古情》大约需要 100 个演员左右完成一场表演，演员多为公司从各地艺术

	学院直接招募,工资成本较低,且进行短期排练即可正式投入使用。
剧院建设成本	约一亿元
土地成本	公司选址注重大地点,均选址在黄金旅游点保证人气,但由于主要依靠团客,因此小地点选址多原则在外围,且合理控制面积。泰山、石林等地与政府合作,土地成本更低

资料来源：东北证券

2、模式领先

公司经过十余年发展,已经建立了较为完善的“主题公园+旅游文化演艺”深度融合的经营模式,主题公园和文化演艺节目互为补充,最大效应地发挥协同作用。

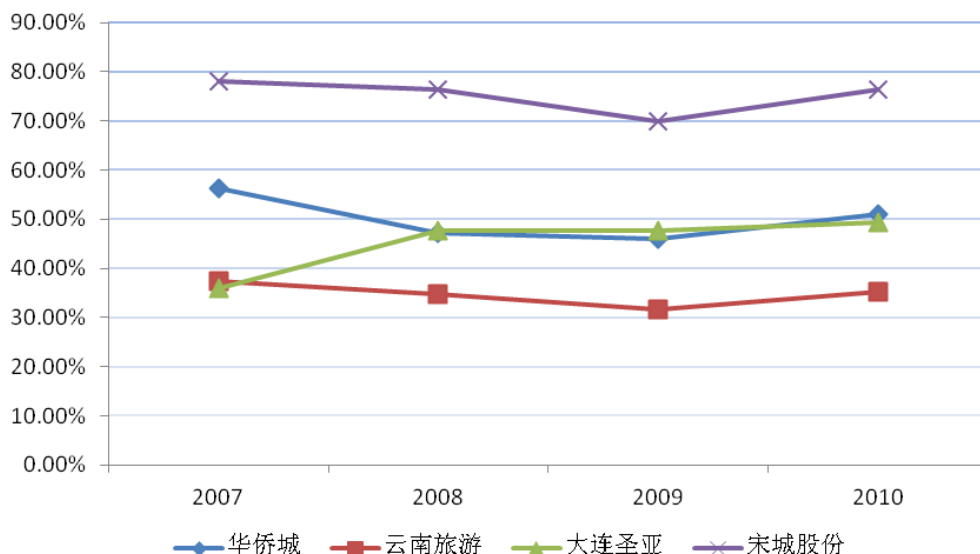
表格 11 宋城景区经营模式比较

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
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
宋城景区	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互为表里,相互促进,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气氛

资料来源：公司公告、东北证券

另一方面,这种创新型的经营模式也大大提高了公司的盈利能力,公司的毛利率水平远高于同类的主题公园公司。

图表 8 宋城股份毛利率高于同类公司



资料来源：公司公告、东北证券

3、地理位置得天独厚

- 丰富的历史文化为公司提供多样的经营素材

杭州是我国八大古都之一、著名的文化旅游名城，也是东南沿海地区的政治经济中心、交通枢纽和文化中心。截至 2010 年末，杭州市共拥有 A 级景区 30 个，其中 5A 景区 2 个。宋城景区就是以重现南宋繁荣景象为主题经营的，宋城千古情是通过演艺表演表现杭州历史文化精髓。

表格 12 杭州美誉

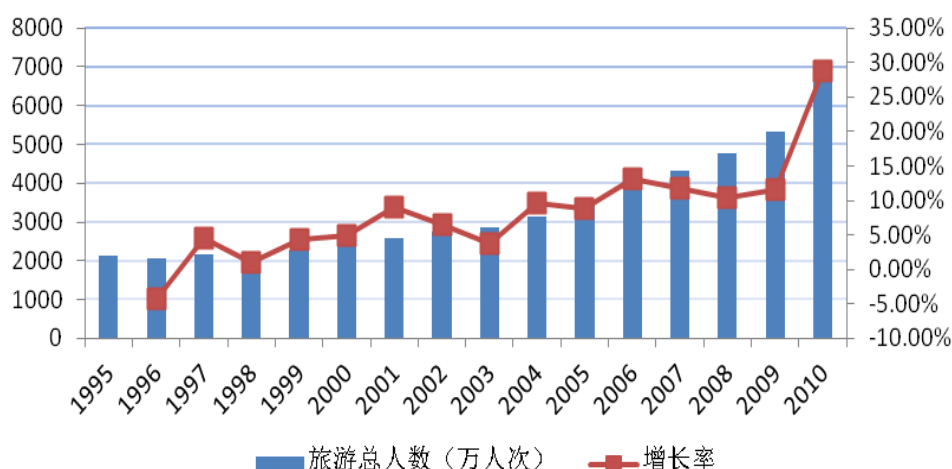
时间	荣誉
2001 年	在公安部评比的“中国最具安全感的城市”中名列第一
2001 年	获得联合国人居中心颁发的“联合国人居奖”
2002 年	获得“国际花园城市”的美誉
2003 年	在世界银行公布的中国 120 个城市投资环境评比中排名第一
2004 年	入围由中央电视台评选的“中国十大最具经济活力城市”
2004 年	在人民日报社评选的“中国十大协调发展城市”中荣登榜首
2004-2008 年	连续五次在《福布斯》“中国大陆最佳商业城市”中荣登榜首
2006 年	被世界休闲组织授予“东方休闲之都”称号
2006 年	被国家旅游局和世界旅游组织联合授予当年中国最佳旅游城市
2007 年	获得国际旅游联合会颁发的国际旅游金星奖
2010 年	被评为中国十大最奢侈城市
2010-2011 年	入围“中国十大最具幸福感城市”，排名第一

资料来源：百度百科、东北证券

- 充足的游客数量为公司提供巨大的业务发展空间

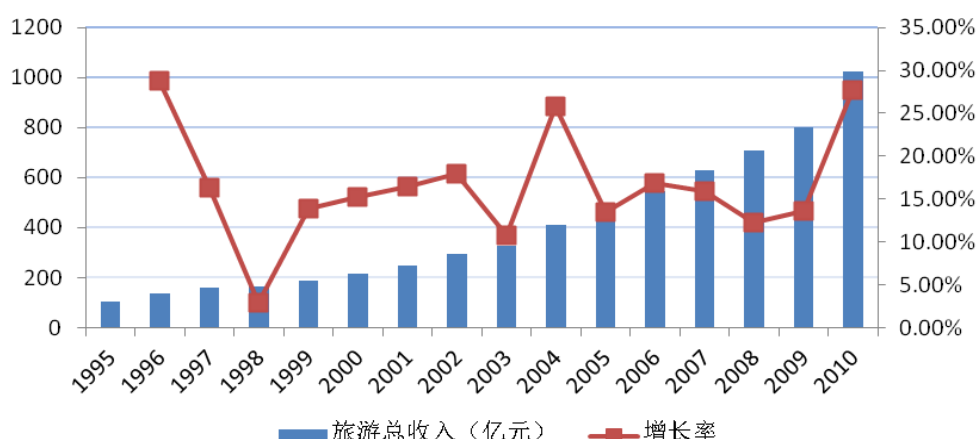
杭州丰富的旅游资源吸引了大量游客，也给公司提供了巨大的业务拓展空间。2010 年杭州市接待游客数量超过 6800 万人次，实现旅游总收入超过 1000 亿元。

图表 9 杭州市历年接待游客人数



资料来源：浙江省旅游局、东北证券

图表 10 杭州市历年旅游总收入



资料来源：浙江省旅游局、东北证券

4、持续创新能力保障节目编排

宋城股份的持续创新能力主要体现在三个方面：

- 公司已经培养出自己的舞美、服装、道具、编导等专业创意团队，成熟的主题公园设计创新团队以及专业高效的营销团队，能够主导“主题公园+旅游文化演艺”完整产业链上各项业务的创新工作。
- 在各个业务环节，可以随时根据游客的反馈、行业和市场热点的最新变化以及编创人员新颖的创意和思路来对园区规划、节目编排和营销策略等方面进行改进和创新。
- 已经形成了高校的内部人才选拔和培养机制，组建了完整的创作、设计和营销策划团队，不依赖于个别的创作和设计人员。

表格 13 宋城景区及《宋城千古情》主要创新历史

发展阶段	宋城景区	《宋城千古情》	民俗表演、大型文化创意主题活动
初创期	建造、完善仿宋建筑群、店铺酒楼、市井各店铺的楹联、旗帜； 以打造南宋风情街为重点，铺设了旧石板道路，设计制作了仿古牌坊； 建造宋城大剧院。	露天演出，设备及表演内容都较为简单	推出了《风雪山神庙》、《杨志卖刀》、《新梁祝》等民俗文化表演节目； 推出了历史场景剧《汴河大战》、《好汉劫法场》等表演节目； 引进安塞腰鼓、百色舞狮等民俗表演节目。
发展期	对景区入口九龙广场进行了整改； 对景区内的文化广场进行了升级改造，将文化广场原有舞台、假山、喷火系统、水雾系统等设备设施进行大规模调整，将文化广场打造成	投资创作推出剧院版《宋城千古情》，引入杂技、武术等大众化艺术表现元素； 增设《西域》、《灯月交辉》、《采茶舞》等舞蹈节目及敬献龙井茶等互动节目； 增设了剧场灯笼升降系统、舞台	推出“泼水节”、“火把节”； 策划举办了“《宋城杯》南北民间绝艺大赛”，从中吸收“无骨花灯”、“活字印刷”等作坊表演节目； 推出了《燕青打擂》、《南宋船券》等民俗演出。

	游客集散中心和民俗表演项目。	两侧旋转盘等新的舞台机械设备。	
融合期	改建宋词文化长廊 拆除文化广场内旧牌楼 按照宋代传统民居风貌对小吃街进行景观整改； 对宋城后街民间农具展示进行改造，丰富了展示内容、配以文字说明并增加了木质台阶围栏； 改扩建市井街道，将原有街道改建扩容形成三纵三横市井街区，增加游客游历空间，丰富景区观赏内容； 对剧院前厅进行了改造； 增加沙滩游乐区，设置攀爬类、感应嬉水类游戏设备； 建造了“怪街”互动体验区，设置迷宫、倒屋、斜屋、横屋等奇特体验互动项目； 建造了“怪街”延长区； 对“仙山”进行了改造，开发佛窟探秘互动娱乐项目； 11、2010 年新增了宋皇宫、天牢、县衙等建筑物和互动活动； 12、对宋城大剧院进行改造，将作为扩展到 3189 个。	1、引入影视表现手法，将影视化表现手段与舞蹈元素进行有机结合； 2、在歌舞里大量吸收杂技元素和武术元素，增加武打场景； 3、引进了先进电子设备，制造出“时光隧道”、“箭雨”、“火炮”和“风雪雨雾”等影视特效场景； 4、调整原舞台格局，增设大型 LED 显示屏，通过视频图像将舞台剧情和演出背景进行结合； 5、改造增加 300 立方米水舞台和大剧院喷淋系统； 6、提升舞台机械、特技及舞美、灯光等艺术表现手段，将舞台虚拟空间和真实空间结合； 7、提升 LED 多媒体使用技术，将视频虚景与舞台实景进一步融合，细化演出质品； 8、创新编排杭州本地文化特色舞蹈； 9、2010 年 4 月，推出了 2010 年版《宋城千古情》，对原版进行了大规模的剧目和结构调整。	1、策划推出“宋城歌会”； 2、策划推出“首届宋城文化节”； 3、增加了御林军骑马巡城、济公走街等移动式民俗表演项目； 4、引进“张家班”杂技团，每天定时定点上演杂技； 5、以“宋城 2008 中国风俗年”为年度活动主题，先后推出二月“宋城新春大庙会”、三月“宋成女人节”、四月“清明祭祖大典”、五月“火把节”、六月“端午风俗节”、七月“泼水节”、九月“中秋拜月大典”、十月“南宋民俗节”等八大节日主题活动； 6、推出江南丝竹、苏州评弹、越剧《孔雀东南飞》等地方性文艺节目； 7、与浙江卫视合作举办了秋冬版的《闯关我最棒》； 8、推出戏曲《送凤冠》和《葬花》。

资料来源：公司招股书、东北证券

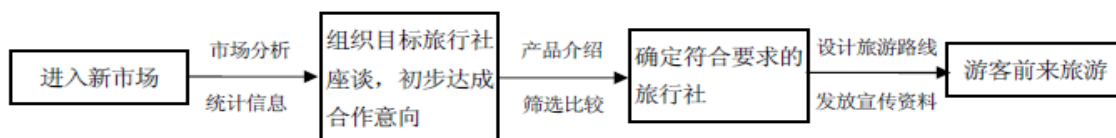
5、营销为王

● 团队游客营销关键靠网络

宋城景区是公司最重要的收入利润来源，如前所述，宋城景区以团队游客为主，因此此旅游营销网络和渠道的建设是决定宋城景区游客数量的核心因素之一。

宋城股份成立了专门的营销子公司负责旅行社市场的拓展和维护工作。

表格 14 宋城股份营销公司拓展合作旅行社流程



资料来源：招股书、东北证券

营销公司的营销方式主要有直接组团和地接旅行社营销两种。目前公司以培育华东

地区地接旅行社市场为主，正在逐步扩展到距离杭州较远的终端游客市场。华东地区以外的旅行社进入华东地区和杭州旅游市场，一般都会将旅行团委托给华东地区的地接旅行社负责。到目前为止，营销公司已经与大约 2000 家旅行社签订了合作协议，完全覆盖了华东旅游市场，通过旅行社之间的委托合作关系，大约能覆盖到全国 60%以上的旅行社网点。

表格 15 主要营销方式

直接组团	到游客终端市场与当地旅行社建立联系，组织游客前来旅游
地接旅行社营销	通过与华东市场地接旅行社建立合作关系，吸引到华东地区旅游的游客前来游玩。

资料来源：公司招股书、东北证券

表格 16 营销网络建设

营销办事处	覆盖省市和地区的旅行社
杭州营销中心	杭州国际办事处 国际入境来杭地接旅行社
	浙江国内办事处 国内到杭地接旅行社
	浙江省内办事处 杭州市和周边淳安、建德、桐庐、临安和富阳等地区以及省内绍兴、宁波、台州、衢州、丽水、温州等地区组团来杭的旅行社
南京办事处	以南京和苏中、苏北地区（包括徐州、连云港、盐城、宿迁、泰州、南通等地）为主要客源地组团来杭的旅行社；进入华东旅游市场的北方客源在南京的地接旅行社
苏州办事处	以苏州为起点的海外客源在苏州的地接旅行社；以苏州和苏南地区（包括无锡、张家港、常熟、太仓等地）为主要客源地组团来杭的旅行社
上海办事处	以上海为旅游中转站的南方客源和海外入境客源组团旅行社；上海老年社区、企业组团来杭的旅行社
黄山办事处	以黄山—千岛湖—杭州为旅游线路组团来杭的旅行社；以安庆—池州—杭州为旅游线路组团来杭的旅行社；以马鞍山—芜湖—巢湖—杭州为旅游线路组团来杭的旅行社

资料来源：招股书、东北证券

● 散客营销差异化

针对宋城景区和杭州乐园的不同定位和目标客户，公司制定了差异化的营销策略。

表格 17 散客营销根据定位和目标客户采取差异化营销策略

景区	宋城景区	杭州乐园
定位	文化类主题公园	游乐类主题乐园
客户群	外地来杭游客、本地区民、商务终端游客	本地及周边游客，具有较强的季节性和区域性
营销策略	A、针对外地游客市场，建立了出租车营销网络； B、针对本地游客市场，建立了社区营销网络和遍布各消费场所的营销网络； C、针对商务终端游客市场，制作了15秒的《宋城千古情》宣传片，进入主要繁华商业区、高端商务区的约220栋写字楼； D、通过各种大型文化创意主题活动和电视媒体扩大营销覆盖面	A、组织策划大型文化创意主题活动 B、与电视传媒合作开展宣传和娱乐活动 C、主要休闲娱乐和居民生活场所撒网式销售

资料来源：招股书、东北证券

四、关键驱动因素：本地扩容、异地复制

1、宋城景区：扩容、提价

● 扩容

公司上市募集资金项目计划投入7000万元进行宋城景区内金明池的修建。在此基础上，公司将追加投入进行宋城景区二期开发，在宋城景区新建近十项大型体验性项目，增加购物、餐饮、休闲等功能的设备设施，进一步扩大宋城景区的游客接待量。该景区扩容计划于2011年底完成，2012年开放接待游客，接待游客量有望从目前的380万上升到550万人次。

● 提价

与同城主要竞争对手西湖之夜（250元）、印象西湖（180元）相比，宋城景区（180元含景区门票）票价偏低，仍有上升空间。

表格 18 宋城景区提价历史

时间	2008	2009	2010	2011
景区及表演联票挂牌价（元）	100/120/300	100/120/300	160/180/380	180/200/400

资料来源：公司公告、东北证券

2、同城复制

● 杭州乐园+《吴越千古情》

上市后，公司投入募投资金3.13亿元进行杭州乐园改造。根据计划，通过重组第一世界大剧院和生态园，杭州乐园园区面积将分别增加6.7万、2.05万平方米，将于2012

年 3 月完成全部工程。

2010 年 12 月 1 日，杭州乐园开始进行闭园整改，2011 年 4 月 2 日，全新改版的杭州乐园重新开幕，以“主题突出、晴雨皆宜、老少同乐”为设计理念，由玛雅部落、冒险岛、失落丛林、童话王国、杭州乐园水公园、杭州乐园滑雪馆、吴越古城、杭州乐园大剧院、杭州乐园生态园九大区块组成。暑假期间游客接待量较改造前大幅增长，预计三季度能实现 50%以上的增长。

4D 实景演出节目《吴越千古情》（杭州之夜、杭州千古情）于 2011 年 7 月 29 日在萧山国际跨湖桥文化节开幕式上首演，当天约有 3000 多观众观看了节目。预计今年年底前将在杭州乐园第一世界大剧院全面推出。第一世界大剧院演出条件将优于宋城大剧院，座位数超过 3000 个，《吴越千古情》的表现更侧重室内实景演出，4D 的效果将更加震撼。《吴越千古情》的全面开演将进一步带动杭州乐园景区的游客数量增长。

图表 11 杭州乐园四大主题活动



资料来源：公司网站、东北证券

● 烂苹果乐园（动漫乐园）+《海的女儿》

公司计划投入 2.176 亿元募集资金进行动漫馆改造，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、智慧树广场、童话剧场、动感电影等主题区域。项目运营将复制和推广“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式，引进各类少年儿童游乐项目，创作并上演一台大型童话剧《海的女儿》。

图表 12 烂苹果乐园



资料来源：公司网站、东北证券

3、黄金旅游景点进行异地复制

目前旅游文化演艺行业仍处于蓝海，行业内还未形成有绝对优势和知名度的龙头企业。公司首先上市，凭借上市带来的知名效应和募集资金将在全国黄金旅游圈积极进行外延式扩张，将“主题公园+旅游文化演艺”的成功模式复制到全国，将自主品牌“千古情”打造成全国连锁品牌。未来三年，公司选择游客人数 300 万以上的黄金旅游景点，以每年 2-3 台新节目的速度，积极向全国范围内进行外延式扩张。

表格 19 公司已公告异地扩张项目

景区	占地面积	项目内容	预计投资及预计建设周期	景区已有演艺节目	2010 年游客接待量（万人次）及旅游总收入
峨眉山	约 100 亩	一个剧院用以演出《峨眉千古情》	预计投资 2 亿元人民币，建设周期 8 个月左右，预计 2012 年 7 月推出	山水实景剧《天下峨眉》	游客接待量超过 500 万人次，景区旅游总收入约 18.5 亿元
武夷山	350 亩	一个主题公园、一个剧院用以演出《武夷千古情》	1000 万元诚意金，建设周期预计 12 个月左右	《印象大红袍》	2010 年游客接待总量约 630 万人次，景区旅游总收入约 106 亿元人民币。
泰安	500 亩	一个主题公园、一个剧院用于演出《泰	总投入预计 5 亿元，建设周期 14 个月左右	《中华泰山封禅大典》	2010 年接待游客数量约 396 万人次，景区旅游总收入约

		山千古情》			23.5 亿元
石林	约 67 亩	一个主题公园、一个剧院用于演出《阿诗玛》	约 2.2 亿元人民币，预计 2012 年底或 2013 年初正式推出	无	接待游客超过 350 万人次，完成旅游总收入 20 亿元。
三亚	约 80 亩	主题公园天涯不夜城、一个剧院用于演出《三亚千古情》	预计投资 4.9 亿元人民币，项目建设期预计 12 个月	《浪漫天涯》	2010 年接待游客总数量高达 880 万人次；景区旅游总收入约 140 亿元人民币。

资料来源：公司公告、互联网、东北证券

五、盈利预测

1、关键假设

- 营业收入由入园游客数 x 人均消费计算得来。
- 毛利率维持稳定
- 三项期间费率保持稳定

2、宋城景区

杭州地区游客人数保持年均 10-15% 的增长速度，再考虑到 2010 年世博高基数的影响，我们假设 2011-2013 年宋城景区游客总数分别增长-10%、20%、15%，门票价格未来每两年提价一次，每次 20 元。

表格 20 宋城景区营业收入预测

	景区收入(万元)	入园游客总数(万人次)	人均消费(元)
2007	11724.33	222.66	52.66
2008	14167.47	209.84	67.52
2009	18759.84	257.61	72.82
2010	32101.36	379.7	84.54
2011E	35724.45	341.73	104.54
2012E	42869.35	410.08	104.54
2013E	58732.07	471.59	124.54

资料来源：公司公告、东北证券

3、杭州乐园

杭州乐园改建后游客反映良好，《吴越千古情》全面公演后预计也将大大带旺人气。据此，我们假设杭州乐园 2011-2013 年游客总数分别增长 100%、50%、20%，门票价格同样每两年提价一次，每次 20 元。

表格 21 杭州乐园盈利预测

	营业收入(万元)	入园人数(万人次)	人均消费(元)
2008	4561.61	48.20	94.64
2009	6010.86	63.05	95.33
2010	8855.59	78.6	112.67
2011E	17711.72	157.2	112.67
2012E	31283.59	235.8	132.67
2013E	37540.30	282.96	132.67

资料来源：公司公告、东北证券

4、烂苹果乐园

烂苹果乐园(动漫馆)预计明年下半年开园,预计2011年会保持平稳增长,13年有望实现快速增长。

表格 22 烂苹果乐园营业收入预测

	营业收入(万元)	同比增长率
2009	629.98	
2010	786.85	24.90%
2011E	944.22	20%
2012E	1170.28	25%
2013E	1770.41	50%

资料来源：公司公告、东北证券

5、异地复制项目

2012年个别项目有望实现收入,预计到2013年能初步实现盈亏平衡,因此暂不计入盈利预测。

6、盈利预测表

表格 23 宋城股份盈利预测表

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入收入	44475.70	54380.39	75323.22	98042.71
(+/-)	64.34%	22.27%	38.51%	30.16%
综合毛利率	76.28%	76.20%	76.20%	76.20%
营业毛利	33926.80	41437.86	57396.29	74708.55
管理费用	4060.63	5438.04	7532.32	9804.27
管理费率	9.13%	10%	10%	10%
销售费用	3037.69	3806.63	5272.63	6862.99
销售费率	6.83%	7%	7%	7%
财务费用	2389.10	2990.92	4142.78	5392.35
财务费率	5.37%	5.50%	5.50%	5.50%
资产减值损失	6.10	5.44	7.53	9.80

资产减值损失率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
利润总额	21798.30	29196.83	40441.04	52639.13
所得税	5464.60	7299.21	10110.26	13159.78
所得税率	25.10%	25%	25%	25%
归属母公司净利润	16333.80	21897.62	30330.78	39479.35
(+/-)	87.80%	34.06%	38.51%	30.16%
总股本(万股)	36960	36960	36960	36960
每股收益(元)	0.44	0.59	0.82	1.07

资料来源：公司公告、东北证券

六、投资建议

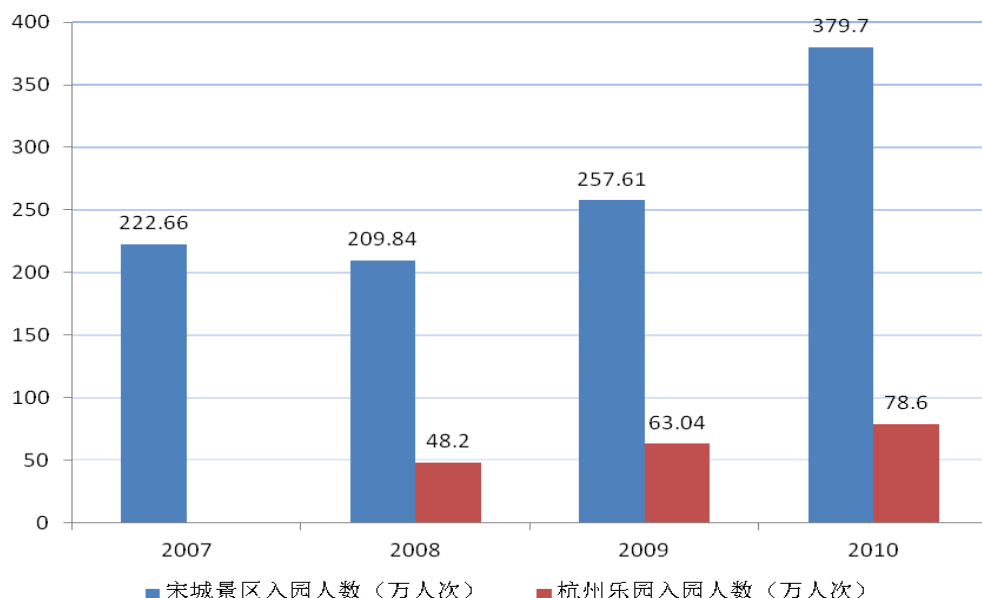
宋城股份经过十余年经营基本建立了完善的“主题公园+旅游文化演艺”运营模式，借助上市公司的品牌优势和资本市场的资金优势，公司将在杭州本地及全国范围内的黄金旅游点复制成功运营模式，打造旅游文化演艺行业的龙头企业。预计 2011-2013 年每股收益分别为 0.59 元、0.82 元、1.07 元，当前动态市盈率分别为 37、26、20 倍，首次给予推荐评级。

七、风险提示

杭州市场竞争加剧，游客人数下降；
异地复制项目进展低于预期；
自然灾害、重大事故等。

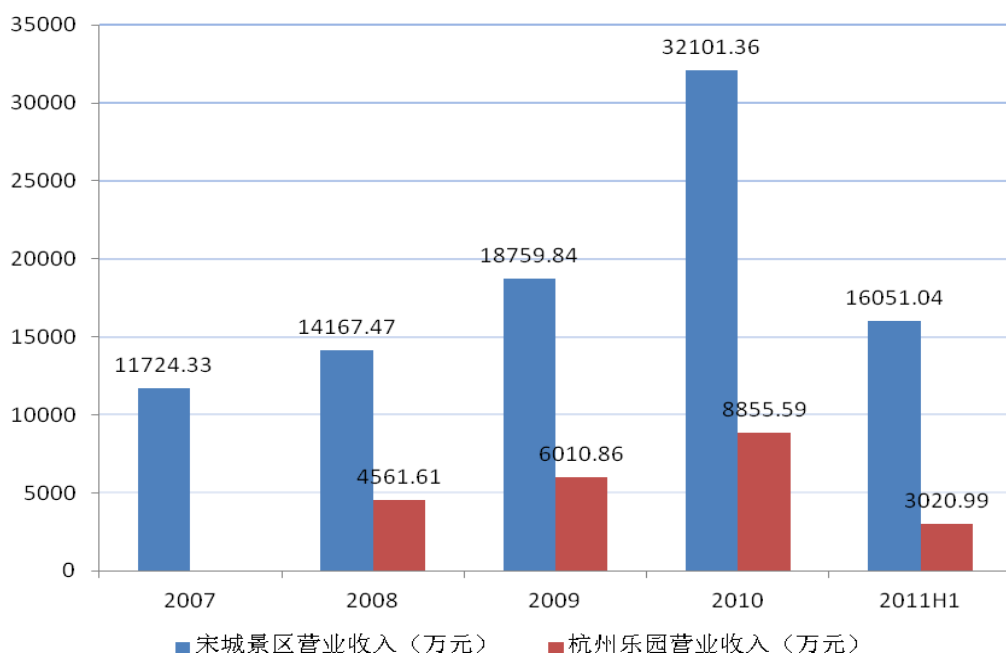
八、附录

图表 13 宋城景区及杭州乐园入园游客数变化



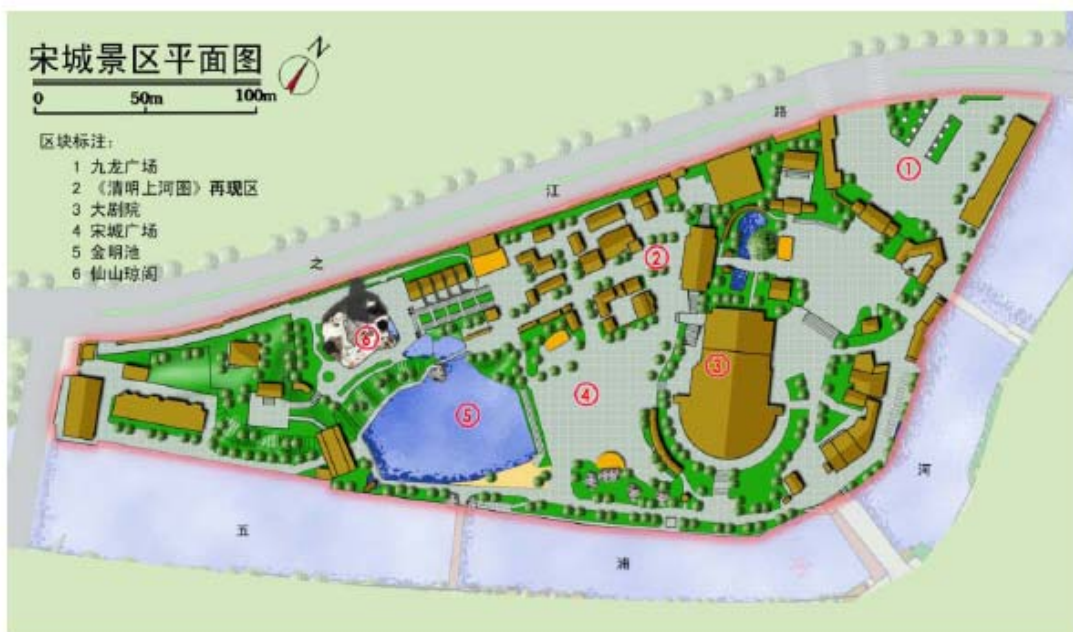
资料来源：公司公告、东北证券

图表 14 宋城景区及杭州乐园营业收入增长



资料来源：公司公告、东北证券

图表 15 宋城景区平面图



资料来源：公司公告、东北证券

图表 16 杭州乐园平面图



资料来源：公司公告、东北证券

图表 17 宋城景区发展历史沿革

初创期	1996 年-2002 年	《宋城千古情》尚处于初创阶段，仅作为宋城景区的附属产品出现，免费演出。表演内容的丰富性和表演方式的多样性存在不足，露天表演对自然气候的依赖性很大。
发展期	2003 年至 2005 年	宋城大剧院建成，《宋城千古情》由露天表演转为剧场表演，演出时间和场次有所保证，但仍处于宋城景区的附属地位，免费演出。
融合期	2006 年至今	《宋城千古情》已完全摆脱从属于宋城景区的地位，成为宋城景区最核心的品牌产品，开始以联票的形式对外统一售票。公司收购了宋城艺术团和营销公司，市场推广能力得到强化

资料来源：公司公告、东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。