

证券研究报告—深度报告

旅游休闲

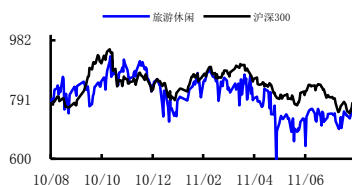
旅游演艺行业专题研究

谨慎推荐

(首次评级)

2011年10月12日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

证券分析师：曾光

电话：0755-82150809

E-mail: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业专题报告

旅游演艺行业的崛起：从“一台戏”到“一个产业”

● 从“一台戏”到“一个产业”：旅游演艺行业的崛起

经历了近三十年的发展，我国旅游演艺行业从最初接待需求下的“一台戏”演变成一个具有较强竞争力的“新兴产业”。在政府主导，政策支持和国、民营资本竞相涌入的背景下，旅游演艺行业进入了高速成长期，目前呈现出“大投入、大制作、大导演、高科技”的发展特点。

● 旅游演艺行业：高盈利与高溢出效应

一方面，在初期的高投入之后，由于运营成本相对较低，成熟旅游演艺项目往往可以维持较高的毛利率和净利率，且衍生业务能进一步拓宽其未来的盈利空间。另一方面，旅游演艺行业溢出效应突出。国内外经验表明成熟旅游演艺项目对经济的贡献可达1:5至1:10。正因其高盈利和高溢出效应的特征，旅游演艺行业目前备受政府、社会资本青睐。

● 影响旅游演艺项目收益的四因素：产品、营销、价格、区位

演出质量是决定项目盈利的核心因素，有效的商业化运作是演出成功的必要条件，恰当定价有助于项目顺利实现盈利，区位优势影响演出早期盈利甚至整体成败。我们分析认为，众多旅游演艺在海南市场遭遇“滑铁卢”并非游客需求不足，而正是这四要素中某些环节出现问题。

● 室内演艺 VS 室外演艺：各有千秋、竞合共荣

近年来，室外实景演艺占据了行业发展中心舞台，以至于市场部分观点认为室外实景演出才是行业发展趋势。我们认为室内外演出各有千秋：室外演出视觉冲击力强，但易受天气影响，对区位环境条件要求较高，且在环保问题上易引起争议；室内演出不受天气、环保等影响，对环境的适应性较强。双方各有所长，可形成互补。张家界市《天门狐仙》与《魅力湘西》竞合共荣、一起做大市场蛋糕即为典型案例。

● 首次给予旅游演艺行业“谨慎推荐”的投资评级

基于旅游演艺行业的高收益和高溢出效应，我们看好该行业在旅游消费升级以及政策大力支持背景下发展广阔前景，首次给予行业“谨慎推荐”的投资评级。综合考虑各公司未来几年业绩预期和目前估值水平，我们给予丽江旅游“推荐”评级，宋城股份“谨慎推荐”评级。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘(元) 2011-10-11	EPS 2011E 2012E	PE 2011E	投资评级
002033	丽江旅游	2,926	19.35	0.73 0.92	27	推荐
300144	宋城股份	7,536	20.39	0.65 0.85	31	谨慎推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

经历了近三十年的发展，我国旅游演艺行业从最初政府接待需求下的“一台戏”演变成一个具有较强竞争力的“新兴产业”，目前呈现出“大投入、大制作、大导演、高科技”的特点。由于旅游演艺行业的高盈利和高溢出效应（国内外的成功经验表明：成功旅游演艺项目对经济的贡献在1:5以上），我国旅游演艺行业在政府主导、政策支持、国企民营资本竞相涌入的情况下驶入了快速扩张的发展通道。虽然旅游演艺行业成长性良好，但考虑到旅游演艺子行业投资标的较少，且唯一一个专门从事旅游文化演艺经营的投资标的宋城股份目前的估值水平不具明显优势，我们给予该子行业“谨慎推荐”的投资评级。

在结合演出质量、营销手段、定价及区位等因素分析宋城在海南、泰安等异地扩张项目未来的成长性以及分析已有成熟演艺项目《印象丽江》未来盈利增长的基础上，综合考虑各公司未来几年业绩预期和目前估值水平，我们给予丽江旅游“推荐”评级，宋城股份“谨慎推荐”评级。

与市场预期的不同之处

由于海南的三个大型演艺项目先后失利，市场普遍担忧海南旅游演艺市场的发展前景。我们认为：首先，这三个项目公演之初观众人数并不低，说明海南旅游演艺市场的潜在客户基础并不差，只是由于这些演出的历史民族文化内涵不足，导致后期盈利不理想；其次，在建设国际旅游岛的大背景下，鉴于旅游演艺突出的行业溢出效应，海南省政府对其非常重视，出台了土地、财政补贴、税收等一系列利好当地旅游演艺行业发展的务实措施。在海南市场过夜游客稳定增长，同类竞争较弱、政策支持的背景下，我们看好演出质量过硬的旅游演艺项目在海南市场的发展。

由于大型室外实景演出的震撼力一般较强，市场主要看好旅游演艺中大型室外实景演出的发展。我们则认为室内外演出各有千秋：室外演出借自然之力固然视觉冲击力较强，但易受天气影响，对区位环境条件要求较高，且在环保问题上易引起争议；室内演出虽然在演出震撼效果上有所欠缺，但可通过综合运用现代高科技手段有效弥补，且不受天气、环保等影响，对环境的适应性较强，因此我国未来旅游演艺市场更可能倾向于室内外演出因地制宜、协同共荣的发展模式。

股价变化的催化因素

我们认为旅游演艺行业利好政策的出台、异地扩张项目的成功推出都将成为重点公司股价变化的催化剂。

核心假设或逻辑的主要风险

- 异地扩张项目成功与否存在一定不可控因素；
- 旅游演艺业务未来竞争可能加剧，导致节目演出收入低于预期；
- 宏观经济出现重大自然灾害或突发性传染性疫情，导致覆盖公司所处区域旅游人数大幅降低。

内容目录

“一台戏”到“一个产业”：旅游演艺行业的崛起	5
我国旅游演艺行业的发展沿革	5
旅游演艺当前特点：大投入、大制作、大导演、高科技	7
旅游演艺行业：高盈利与高溢出效应	10
企业价值链：高盈利的价值创造	10
行业溢出效应：国内外经验表明旅游演艺对经济的贡献在 1:5 以上	11
影响旅游演艺项目收益的主要因素	13
产品：演出质量是决定项目盈利的核心因素	13
营销：有效的商业化运作是演出成功的必要条件	14
价格：恰当定价有助于项目顺利实现盈利	15
区位：区位优势影响演出早期盈利甚至整体成败	16
我国旅游演艺行业未来发展展望	16
总体发展趋势分析——双重利好助推行业快速发展	16
未来发展区位分析——重点区位海南的机遇与挑战	17
未来发展演艺形式——室内室外演出协调共荣发展	20
旅游演艺行业重点公司：宋城股份和丽江旅游	23
宋城股份：旅游演艺第一股，异地扩张正起航	23
丽江旅游：整合成熟旅游演艺，拓宽多元化经营	25
行业投资评级及策略建议	26
行业投资评级	26
策略建议	26
风险揭示	27

图表目录

图 1: 《仿唐乐舞》演出剧照	5
图 2: 《宋城千古情》演出剧照	5
图 3: 《印象刘三姐》演出剧照: 以桂林山水为背景	6
图 4: 《云南映象》演出剧照: 大型原生态歌舞	6
图 5: 2005 年以后, 代表大型旅游演艺项目数量如井喷式增长	7
图 6: 主要代表作品的投资规模分布	8
图 7: 行业资金壁垒不断提高	8
图 8: 大型室外演出日益成为主流	8
图 9: 大制作室外实景演出层出不穷	8
图 10: 名导制作已经占据半壁江山	9
图 11: 《天门狐仙》: 目前演出中最大的伸缩飞桥	10
图 12: 《禅宗少林音乐大典》: 灯光效果将连天峰打造为大佛	10
图 13: 旅游演艺的企业价值链与行业溢出效应	10
图 14: 宋城景区维持高收益, 主要来自宋城艺术团贡献	11
图 15: 《印象丽江》2010 年毛利率为 47%, 净利率 35%	11
图 16: 2008-2009 期间百老汇旅游演艺对经济的贡献高达 1:10	12
图 17: 《印象刘三姐》的成功显著带动了阳朔旅游收入的增长	13
图 18: 了解生活文化和历史文化是境外游客访华的主要目的	14
图 19: 宋城景区的团客占比在 86% 以上	15
图 20: 旅游演艺项目的门票票价范围	15
图 21: 预计未来 3 年我国国内旅游收入将保持 20% 左右的增长	17
图 22: 近几年海南的旅游收入和过夜旅游人次一直在保持较快增长	18
图 23: 《宋城千古情》观众人数约为《印象西湖》6 倍	21
图 24: 《宋城千古情》演出场次约为《印象西湖》4 倍左右	21
图 25: 《天门狐仙》公演后,《魅力湘西》观众人数下降, 但演出收入有所增加	22
图 26: 泰山和武夷山已有室外演出观看比例相对其他演出比例不高	25
图 27: 《印象丽江》人数及收入规模近 4 年 10 倍增长	25
图 28: 假设 09 年收购,《印象丽江》对母公司的收入和利润贡献	26
表 1: 旅游演艺行业的发展沿革	5
表 2: 区位因素对旅游演艺项目盈利的影响	16
表 3: 室内外旅游演艺节目特点比较	20
表 4: "印象"系列与《宋城千古情》观众人数及收入情况对比	22
表 5: 宋城股份异地扩张项目投资意向摘要	23

“一台戏”到“一个产业”：旅游演艺行业的崛起

我国旅游演艺行业的发展沿革

区别于一般的文艺演出，旅游演艺是指能够充分突显当地地域文化特色或民俗风情的，主要以旅游者或异地观赏者为观看和参与对象的文艺表演活动。

从发展沿革来看，我国旅游演艺行业从 20 世纪 80 年代开始萌芽，经历了近 30 年的发展，从接待需求下的“一台戏”逐步成长为一个具有较强竞争力的“新兴产业”。纵观其发展，我国旅游演艺行业主要经历了以下三个发展阶段。

表 1：旅游演艺行业的发展沿革

时期	主要作品
萌芽期 (1982 年-1999 年)	仿唐乐舞、吴桥杂技、中华百亿盛会、欧洲之夜、宋城千古情、纳西古乐、创世纪、龙凤舞中华、蜀风雅韵
成长期 (2000 年-2004 年)	吉鑫宴舞、杏坛圣梦、梦幻漓江、丽水金沙、魅力湘西、跨世纪、云南映象、西湖之夜、印象刘三姐、功夫传奇、勐巴拉娜西、风中少林、藏王宴舞、蝴蝶之旅
扩张期 (2005 年至今)	ERA——时空之旅、时空魅影、金沙、土风苗韵、梦回大唐、印象丽江、香巴拉映象、龙舞京城、长恨歌、森林密码、千古风流、走进延安、盛世峡江、梦萦周庄、满风神韵、夜泊秦淮、盛世佛韵、紫塞风华、四季周庄、铁血丹心、天下峨眉、禅宗少林音乐大典、印象西湖、金面王朝、藏谜、浪漫天涯、火凤凰、井冈山、大宋东京梦华、天地浪漫、道解都江堰、天骄成吉思汗、中华泰山封禅大典、印象海南岛、魅力湘西、天门狐仙、印象大红袍、印象普陀、希夷之大理、东方霓裳、鼎盛王朝康熙大典

资料来源：百度百科、百度文库、各地旅游局网站等互联网资料、国信证券经济研究所整理

注释： 1、以上旅游演艺节目均按照其首次公演时间进行分类和归集
2、本文后续分析主要以上述代表作品为分析样本
3、上表中不含尚未公演的旅游演艺产品

■ 萌芽期（1982- 1999）：从“接待式”到“依附式”

我国旅游演艺行业起源于 20 世纪八十年代。1982 年 9 月，因外事接待、政府接待的需要，陕西省歌舞剧院古典艺术团在西安推出了体现西安大唐风情的仿古乐舞《仿唐乐舞》。从 1987 年起，《仿唐乐舞》开始落户唐乐宫定期上演，进一步促进旅游与演艺的有机结合。同时，该节目先后出访过世界上的 40 多个国家，接待过数以百计的国家首脑和政府要员。

图 1：《仿唐乐舞》演出剧照



资料来源：百度图片、国信证券经济研究所整理

图 2：《宋城千古情》演出剧照



资料来源：宋城集团公司网站、国信证券经济研究所整理

但是，真正从商业意义上，为了提高旅游景点吸引力而诞生的旅游演艺节目还是起源于华侨城系列的《中华百亿盛会》和《欧洲之夜》。1995 年，为了扭转景区旅游访问量逐步下降的不利局面，华侨城旗下的中国民俗文化村推出了大型广场演艺节目《中华百亿盛会》，在景区的中心广场上进行歌舞杂技表演与彩车队列大游行。

同年，为了迎接圣诞和元旦，充分发挥欧风街的效益，华侨城旗下的世界之窗推出了广场歌舞表演《欧洲之夜》。此外，为了提升杭州宋城景区的吸引力，1997年3月，宋城集团推出大型演艺节目《宋城千古情》，以杭州的历史典故、神话传说为基点，通过将演出节目与旅游景点文化内涵的有机结合，融合歌舞、杂技艺术于一体，应用现代高科技手段营造如梦如幻的艺术效果，取得了良好的效果。

这一时期，旅游演艺节目大部分依附于景点存在，其主要目的在于丰富旅游景点的文化观赏内涵，提高客流人气。比如《中华百亿盛会》的推出，在一定时期内扭转了中华民俗文化村人气持续下滑的局面。同时，由于这一时期旅游演艺节目的依附性，其门票一般包含在景区门票中，或仅仅象征性收费，尚未构成旅游景点独立的收入来源。

■ 成长期（2000-2004）：从“依附式”到“共赢式”

2000至2004年间，由于旅游业与演艺业的良好互动，全国各地尤其是旅游景区在旅游演艺节目方面开始了许多新的探索和尝试，旅游演艺的重要性也日益凸显。

在表现方式上，部分景区通过创造性地将天然山水实景与景区民族文化内涵紧密结合，以庞大的演出阵容，综合音乐歌舞杂技多种表现形式，形成了当地独一无二的旅游演出节目。《印象刘三姐》就是其中的杰出代表。它以桂林漓江优美的山水为舞台，融入了刘三姐经典山歌、少数民族独特风情等一系列创新元素，成为了桂林旅游的新名片。

在参与人群上，张艺谋、杨丽萍等名人加盟也有效提升了旅游演艺节目的质量。比如杨丽萍结合云南民族风情打造的大型原生态歌舞集《云南映象》，在创作初期虽历经坎坷，但公演后凭借良好的演出质量也取得了较大成功，不仅成为了昆明旅游的一道风景线，并凭借室内演出不受演出地局限的优势在国内外巡回演出，获取了良好的经济效益。

图 3：《印象刘三姐》演出剧照：以桂林山水为背景



资料来源：百度百科、国信证券经济研究所整理

图 4：《云南映象》演出剧照：大型原生态歌舞



资料来源：百度图片、国信证券经济研究所整理

这一时期，旅游演艺节目在表现方式和演出质量上都有了很大提高，对外的影响力和竞争力不断增强，开始与旅游景点相互促进，形成共赢发展局面。甚至，以《印象刘三姐》为代表的旅游演艺节目还成为当地旅游景点的重要构成，不再仅仅是当地旅游景点的附属。

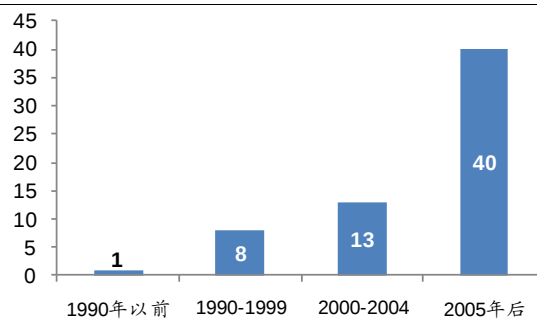
■ 扩张期（2005年至今）：从“共赢式”到“一个产业”

2005年以后，随着《印象刘三姐》等演艺节目的经济效益和社会效益日益显现，全国各地的旅游演艺节目开始如雨后的春笋般涌现。同时，演艺节目对其周边的经济带动作用不断增强，与景区互利共赢的程度不断加深，“一台戏”逐渐演变成“一

个产业”。

一方面，政府出于塑造地方旅游新名片、带动当地经济发展和促进就业等目的，在资金、土地、政策等方面对旅游演艺项目提供诸多支持；另一方面，无论是国有企业还是民间资本，在看到其蕴含的巨大经济利益后，纷纷涌入旅游演艺行业。一时之间，张艺谋的印象系列以及梅帅元的《禅宗少林音乐大典》、《中华泰山封禅大典》等实景山水演出开始风声水起。杨丽萍继《云南映象》之后也推出了《香巴拉映象》、《藏谜》等演艺节目。同时，全国各地其他旅游景点或重点城市也纷纷结合地方特色，针对当地游客特点，推出了《ERA——时空之旅》、《夜泊秦淮》、《四季周庄》、《盛世佛韵》等各种旅游演艺节目。旅游演艺节目的数量开始如井喷般增长。

图 5：2005 年以后，代表大型旅游演艺项目数量如井喷式增长



资料来源：百度百科、百度文库等互联网资料、国信证券经济研究所整理

注释：以上主要以表 1 中的有代表性地大型旅游演艺节目为分析样本

这一时期中，旅游演艺项目的独立影响力日益突出，有的游客甚至因旅游演艺节目慕名而来。比如 2009 年，观看《印象刘三姐》的人数首次超过了游览漓江的人数，进一步印证了该节目突出的影响号召力。同时，旅游演艺节目主要采取单独门票计价的方式，成本收益得以独立核算。

但是，在其数量井喷式发展的同时，质量却良莠不齐。有些旅游演艺节目因历史文化内涵等不足，虽也耗费巨资打造，但仍然只是昙花一现；有的旅游演艺节目虽然艺术性较强，但雅俗共赏不足，往往“叫好不叫座”。《浪漫天涯》、《印象海南岛》等的失利正说明了这一点。

旅游演艺当前特点：大投入、大制作、大导演、高科技

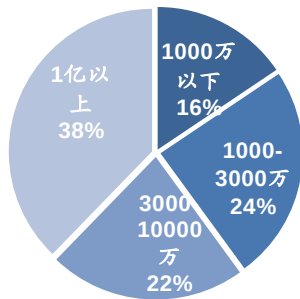
按照我国山水实景演出第一人梅帅元先生总结，现阶段我国旅游演艺行业主要呈现出“大投入、大制作、大导演、高科技”的特点。为了分析方便，我们筛选了全国 60 余个较有代表性地大型演出节目作为分析样本（具体内容见表 1）。

■ 大投入——行业资金壁垒不断提高

早期的旅游演艺节目大多数依附于旅游景点存在。受企业实力、经济发展等各种条件限制，加之当时对旅游演艺的经济效益认识有限，旅游演艺项目的资金投入相对较小。除了央企华侨城旗下中国民俗文化村在《龙凤舞中华》大型演出中投资上亿以外，其他分析样本的初始投资规模均在 1 亿元以下，并且 1000 万以下投资项目占比高达 43% 左右。但是，随着《印象刘三姐》的巨大成功让市场开始认识到旅游演艺行业，尤其是大投入的旅游演艺节目可以产生的巨大经济效益，政府、国企及民间资本开始试探性进入，行业资金壁垒也不断抬高。通过 2005 至 2006 年间的准备和酝酿，在 2007 年后首次公演的旅游演艺项目中，投资 1 亿元以上的项目占比高达 67%，其中印象系列的投资规模一般都在 2 亿左右，《中华泰山封禅大典》

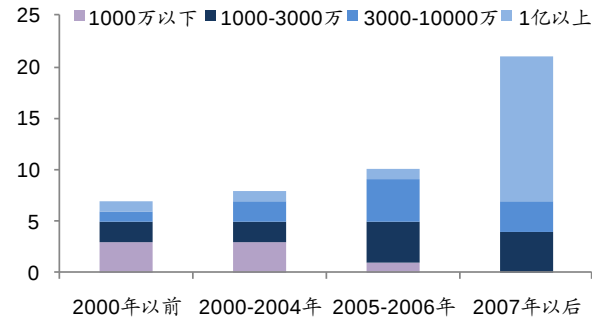
的投资规模高达 3 亿,《禅宗少林音乐大典》的投资规模更是高达 3.5 亿,大投入日益成为旅游演艺市场的主流。

图 6: 主要代表作品的投资规模分布



资料来源: 百度百科、搜狐新闻等、国信证券经济研究所整理

图 7: 行业资金壁垒不断提高



资料来源: 百度百科、搜狐新闻等、国信证券经济研究所整理

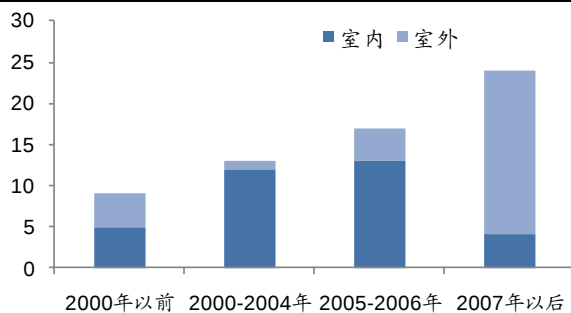
■ 大制作——大型演出尤其是大型室外实景演出成为主流模式

与普通文艺演出不同,旅游演艺通常要求的演出规模和演出阵容都较为庞大,以求带给观众视觉和听觉上的冲击与震撼,从而有效提升旅游景点的吸引力。比如室内演出代表作品《宋城千古情》演员人数高达 100 多人,并通过灯光、舞美、特技等综合手段,收缩、移动、升降等世界先进的舞台机械,使演出场面十分宏大。

从大型室外演出的发展来看,华侨城最早开始探索旅游景点广场演艺的形式,配合灯光、音响和较多的演出人数,以提高演出在视觉和听觉上的震撼效果。比如《中华百艺盛会》综合采用各种灯光、音响效果,在中心广场上采取歌舞杂技表演与彩车队列大游行相结合的花会形式,演出人数高达 500 人。

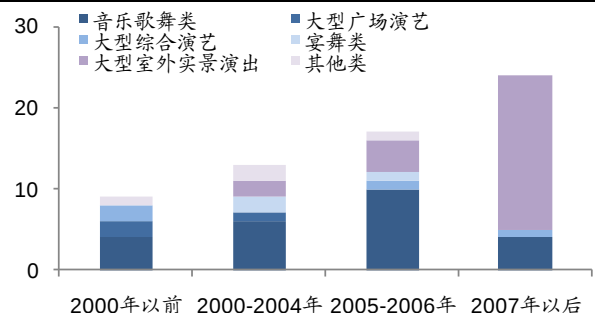
真正导致室外演出在制作上有质的飞跃的,还是源于大型山水实景演出《印象刘三姐》。该演出以山水圣地桂林阳朔山水实景作为舞台和观众席,以 12 座山峰和广袤天穹为背景,以刘三姐经典传说为素材,创新性地融合真山真水和民歌于一体,通过 600 多名演职人员的震撼演出,让观众在看演出的同时,强化了对桂林山水观景的感悟。随着《印象刘三姐》的巨大成功,不仅印象派开始风生水起,全国其他旅游景点也竞相上马场面宏大、演出人数众多的大制作室外实景演出。如 2007 年开始公演的《禅宗少林音乐大典》仅舞台面积方圆高达 5 公里,堪称目前国内最大的演出舞台,并由 600 多名少林武僧担任演员,场面十分壮大。按照样本统计,2007 年以后公演的旅游演艺节目中,大制作室外实景演出占比已经高达 79%。

图 8: 大型室外演出日益成为主流



资料来源: 百度百科等互联网资料、国信证券经济研究所整理

图 9: 大制作室外实景演出层出不穷



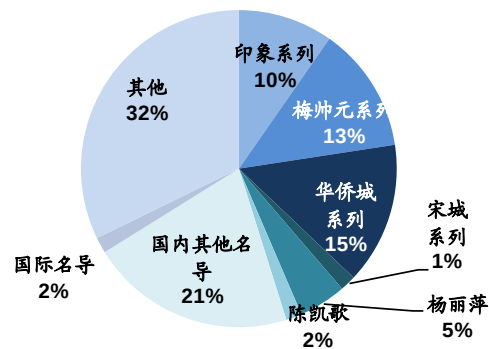
资料来源: 百度百科等互联网资料、国信证券经济研究所整理

■ 大导演——名导制作成为行业热捧的焦点

旅游演艺项目具有明显的“眼球经济”特点。邀请知名导演执导一方面能在一定程度上保证演出质量,另一方面还可借其知名度更好地对外宣传,扩大节目的影响力。尤其随着《印象刘三姐》、《云南映象》等节目的成功,使市场对名人效应更加追捧。地方政府为了带动区域旅游等经济发展,近几年竞相重金聘请国内外知名导演担任旅游演艺节目的编导。不仅张艺谋先后执导《印象丽江》、《印象西湖》等多部印象系列,梅帅元也先后执导《禅宗少林音乐大典》、《中华泰山封禅大典》、《大宋东京梦华》等大型实景演出。同时,旅游演艺市场的火热也吸引国内其他知名导演也纷纷加盟,如陈凯歌出任《希夷之大理》实景山水演出总导演,冯小刚出任大型海上实景演出《印象北部湾》总导演等等。此外,上海的《ERA——时空之旅》则邀请“世界顶级综艺秀第一编导”黛布拉·布朗执导。

从目前市场上的旅游演艺节目来看,按照样本分析,张艺谋的印象系列及梅帅元执导《禅宗少林音乐大典》等作品,占比分别达到 10%和 13%,其他国内名导制作的演出占比为 21%,名导制作已经占据半壁江山。

图 10: 名导制作已经占据半壁江山



资料来源: 百度百科等互联网资料, 国信证券经济研究所整理

■ 高科技——各种高科技手段运用有效增加了演出的感官冲击

目前较为成功的旅游演艺节目无一不把高科技手段运用得淋漓尽致,通过视频、光影、音乐及各种多媒体手段运用,给观众打造了一场视觉和听觉的感官盛宴。

上海的《ERA——时空之旅》采用特殊装置以及声、光、电、水幕、烟雾、特效等现代化手段,打造充满惊奇和魔幻的神奇效果,使舞台场面恢弘庞大,其独创的大型水幕以及全息投影等方式让观众有身临其境的感觉。

《印象大红袍》采用全球首创三百六十度旋转的观众席,观众席五分钟内即可完成一周旋转,舞台视觉总长度达一万两千米。该演出中采用“矩阵式”实景电影的模式,将 15 块电影银幕融入自然山水之中,以真实的山水景观为放映空间,让观众感觉仿佛同时在观看 15 场电影,使观者真切地感受到“人在画中游”的奇妙体验。

张家界的《天门狐仙》主舞台为 10000 平方米的全景玻璃钢舞台,拥有跨度 60 米、高度 32 米的伸缩飞桥,是目前演出中绝无仅有大型舞台机械装置。同时,为了解决剧场过大,看不到人物表情的不足,《天门狐仙》运用了视频、特效等多种高科技手段,使人物的情感外化、放大,比如剧中狐狸第一次哭的时候,整个群山都在“流泪”,从而加深了观众的感官体验。

《禅宗少林音乐大典》拥有目前世界上最大的舞台灯光系统。2800 多盏由电脑控

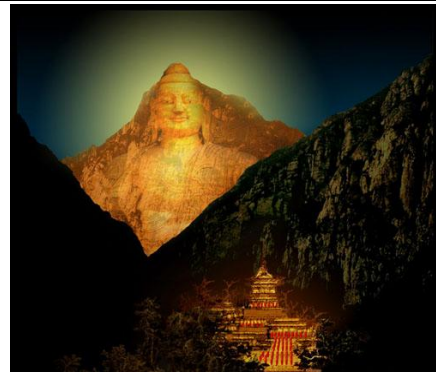
制的新型灯具从山下连绵，直到 1400 米高的山顶，从而可以在片尾用灯光将作为演出背景的少室山连天峰打成一尊大佛。此外，该演出还拥有世界上最大的人造月亮，月亮由电脑控制可圆缺变化，直径高达 20 米。

图 11:《天门狐仙》: 目前演出中最大的伸缩飞桥



资料来源: 百度百科、国信证券经济研究所整理

图 12:《禅宗少林音乐大典》: 灯光效果将连天峰打造为大佛

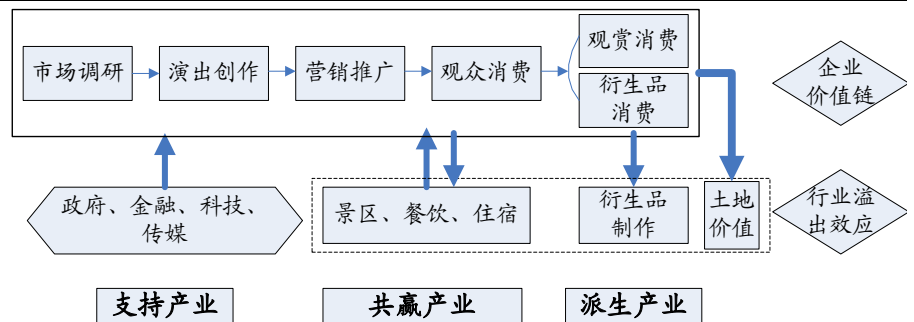


资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

旅游演艺行业: 高盈利与高溢出效应

当前我国旅游演艺行业的蓬勃发展在一定程度上得益于政府的大力支持和企业(包括国企和民营资本)的积极推动。其中, 国企和民营资本在逐利驱使下的积极涌入, 主要是由于成熟旅游演艺项目往往可以呈现很好的盈利能力; 而政府大力支持的背后, 则主要在于旅游演艺突出的行业溢出效应。

图 13: 旅游演艺的企业价值链与行业溢出效应



资料来源: 国信证券经济研究所整理

企业价值链: 高盈利的价值创造

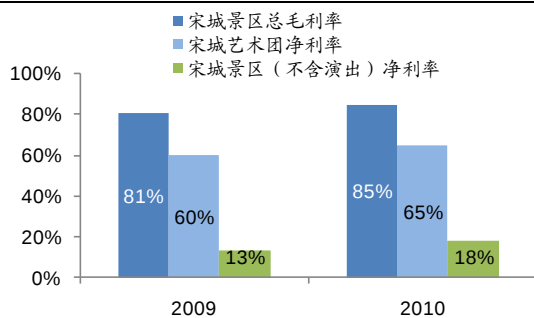
■ 成熟旅游演艺: 高盈利的价值创造, 衍生收入拓宽未来盈利增长空间

正如前面所分析的, 目前我国旅游演艺行业的初期投入较高, 大型旅游演艺项目的投资规模一般达到 2 亿左右。但是, 在前期的高投入之后, 一旦旅游演艺项目成功推出, 项目后期的运作成本主要来自演艺人员的工资费用、剧场道具的维护更新费用、项目更新费用以及持续营销的销售费用等, 这些成本相对固定且较为有限。因此, 只要达到充分的上座率, 旅游演艺项目后期持续运作的毛利率和净利率往往都非常高。一旦顺利收回初期投资, 随后的收益将非常可观, 在某种意义上可以成为该企业的“摇钱树”。

因此，成熟旅游演艺项目，其高盈利特征非常显著。以宋城股份为例，其核心演出《宋城千古情》的高毛利率和高净利率为公司的高收益做出了重要贡献。2009 至 2010 年，宋城股份的主要收入来源宋城景区一直维持 80%以上的毛利率。但从拆分来看，宋城景区的高收益其实主要来自宋城艺术团也就是旅游演艺项目的贡献（宋城艺术团 2009 年、2010 年的净利率分别高达 60%、65%，宋城景区的其他业务净利率仅为 13%、18%）。再分析《印象丽江》的情况，该项目在预热 2 年后，从 2008 年开始盈利，近三年的上座率分别达到 68%、88%、72%。2009 年、2010 年 1-9 月项目的毛利率均达到 47%，净利率也分别达到 47%、35%。

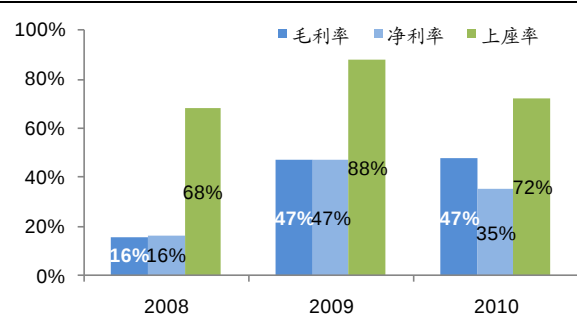
同时，如果旅游演艺项目的知名度和品牌影响力达到一定程度，从而上座率较为保证时，企业还可通过剧场建设增加座位数，在演出成本保持相对不变的情况下进一步提高收益率。此外，由于旅游演艺项目往往可以同时享受旅游和文化两个行业的政策优惠，相应的补贴收入或是所得税优惠措施可以进一步提高企业的净利率。如 2010 年宋城股份享受财政拨款贴息补贴等高达 1600 万元，《印象丽江》在 2007 年至 2009 年间享受免征企业所得税优惠等。

图 14: 宋城景区维持高收益，主要来自宋城艺术团贡献



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 15: 《印象丽江》2010 年毛利率为 47%，净利率 35%



资料来源：丽江旅游公告、国信证券经济研究所整理

注释：其中 2008 年为 10-12 月数据，2010 年为 1-9 月份数据。印象丽江 2007 年至 2009 年度免征企业所得税，故这里 2008 年和 2009 年毛利率与净利率大致相当。

衍生收入可进一步拓宽企业未来盈利增长空间。除原有的演出票房收入以外，对于旅游演艺企业来讲，一方面，部分对演出环境要求不高的室内演出可以通过国内外巡演的方式进一步增加其票房收入，如《功夫传奇》、《云南映象》等；另一方面，旅游演艺还可以通过出售具备知识产权的旅游纪念品获得二次盈利，带动相关产业发展，并借此扩大品牌影响力。比如，《ERA——时空之旅》通过推出与演出相关的纪念品如节目画册、周年纪念册、原声音乐 CD、《时空之旅背后的故事》DVD、《时空之旅》书籍以及丝巾、徽章、玩偶等衍生产品，获利几百万元。再如《云南映象》也陆续推出了节目 DVD 及其他“云南映象”为商标的系列产品，增加衍生收入来源，并在昆明新建了“云南映象”主题文化社区，凸显云南风格和《云南映象》的文化价值。

行业溢出效应：国内外经验表明旅游演艺对经济的贡献在 1:5 以上

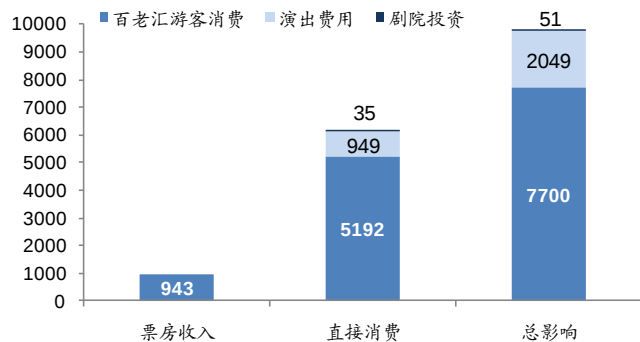
不仅如此，旅游演艺行业还具有突出的行业溢出效应，对地方经济增长拉动效应明显。通过旅游演艺项目的推广和普及，游客逐渐习惯“白天看景、晚上看戏”的旅游消费模式，在旅游当地的逗留时间明显增加，由此带来的餐饮、住宿消费及演出所在地小商品零售消费十分可观，进而可以带动当地就业机会的增加和地方财政税收收入的增长。与此同时，剧院的投资和演员收入可以进一步注入经济循环，带动地区经济的增长。

■ 国外成熟旅游演艺：行业对经济的贡献达 1:5 至 1:10

国外成熟旅游演艺项目对当地经济发展贡献显著，旅游演艺直接带来的票房收入仅仅是其经济贡献的一部分。通过演艺业带动观光业（餐饮、住宿）、展览业、小商品零售业等其它相关产业发展，旅游演艺行业对经济发展的贡献可以达到 1:5 至 1:10。

以美国纽约百老汇为例，根据《Broadway's Economic Contribution to New York City 2008-2009》的分析，在 2008-2009 演出年度，美国纽约百老汇创造的票房收入达到 9.43 亿美元，但是对纽约州经济的拉动却达到 98 亿美元（其中因百老汇慕名而来的游客创造的各种消费达 77 亿美元，演出费用如演员工资、道具费用等达到 20.5 亿美元，剧院投资达 0.05 亿美元），对经济的贡献高达 1: 10 以上。此外，百老汇的旅游演艺行业还为纽约州创造就业机会 84400 个，为纽约州上交利税至少 4.77 亿美元，产业链带来的规模经济效应十分显著。

图 16：2008-2009 期间百老汇旅游演艺对经济的贡献高达 1:10



资料来源：《Broadway's Economic Contribution to New York City 2008-2009》，国信证券经济研究所整理

此外，英国的戏剧天堂伦敦西区则是将旅游文艺与休闲购物有机结合，经济贡献也非常突出。伦敦西区的戏剧及周围的购物街、裁缝街和华埠街构成了游客在伦敦休闲、购物、观光的圣地。在欣赏西区经典戏剧的同时，游客可以在西区周边近 300 家商店买到世界上几乎所有的高档品牌产品，享受食、宿、行、游、购、娱一条龙服务。根据伦敦剧院协会 1998 年的调查，1997 年伦敦西区的票房收入为 2.46 亿英镑，而各种与看戏相关的消费，如用餐、住宿、交通和购买节目单、纪念品等总计为 4.33 亿英镑，加上剧院消费 2.82 亿以及消费本身的放大作用，西区演艺事业对英国伦敦经济的贡献约达 1:5。

■ 国内成功旅游演艺：行业对经济的贡献在 1:5 以上

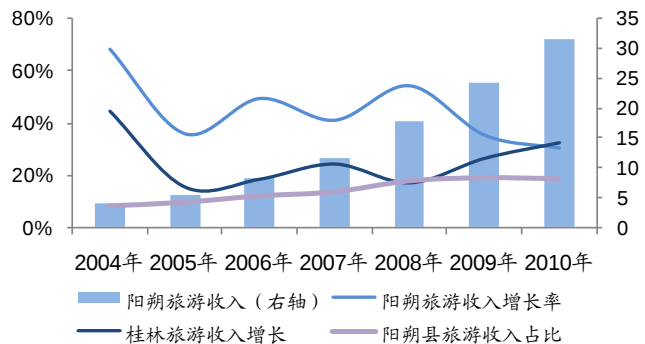
从我国旅游演艺行业的情况来看，早期的旅游演艺节目影响辐射能力较弱，经济和社会效益相当有限。随着《宋城千古情》、《云南映象》、《ERA——时空之旅》等演艺节目的成功，旅游演艺的经济效益显现。尤其是随着《印象刘三姐》的推出，全面提升了市场对旅游演艺行业溢出效应的认知。

一方面，旅游演艺项目往往可以创造较多的就业机会。由于《印象刘三姐》演出中大部分演员直接由当地居民充当，从而可以直接带动当地居民就业。演出参演农民白天耕作，晚上演出，平均每月可以领到 600 至 1000 元不等的收入，其年收入有了明显改善。同时，随着《印象刘三姐》日益火爆，阳朔游客逐年上升，当地人做导游，年人均纯收入可达 5000 元以上。目前，阳朔县旅游演艺行业受益人口占全县劳动力人口的 5%，“一台戏”成为当地就业的重要驱动力。

另一方面，旅游演艺项目带动了周边观光业的发展和地价升值，对经济贡献达 1:5。《印象刘三姐》的演出成功首先直接带动了阳朔县城旅游相关产业如住宿、餐饮、小商品零售等的发展，同时还直接催生了阳朔当地颇具升值潜力的旅游新景点阳朔东街，其演出相关区域及周边土地增值平均达到 5 至 10 倍以上。据有关专家测算，该演出给阳朔带来了 1: 5 以上的拉动效益。

自《印象刘三姐》首次公演后，在 2004 年至 2010 年间，阳朔县城的旅游收入的增长都明显高于桂林整体旅游收入的增长，阳朔县城的旅游收入占全市旅游收入的比重也从 2004 年的 8% 增长到 2010 年的 19%，整整翻了一番。

图 17:《印象刘三姐》的成功显著带动了阳朔旅游收入的增长



资料来源：百度文库、国研网中桂林、阳朔国民经济与社会发展统计公报、国信证券经济研究所整理

此外，从国内其他较为成功的旅游演艺节目来看，上海的《ERA——时空之旅》自公演以来，不仅创造了数十倍于过去的票房收入，更将上海闸北区广中路至大宁路路段变成了繁华的商业中心，集娱乐、餐饮、购物等多方面的消费于一体，周围的房价也跟着不断上升，短短 3 年的时间已经上涨了 40%-60%。同时，杭州市通过《宋城千古情》、《印象西湖》、《西湖之夜》等演艺节目完成了最初提出的“241 工程”——让游客多留 24 小时，为全市多增加 100 亿元收入，旅游演艺的经济贡献也十分突出。

影响旅游演艺项目收益的主要因素

近几年，全国各地的旅游演艺项目增长迅猛，但是质量良莠不齐，演出收益也差异较大。具体来看，影响旅游演艺项目收益的主要因素如下：

产品：演出质量是决定项目盈利的核心因素

毋庸置疑，演出质量直接决定旅游演艺节目的上座率，从而影响其整体收益。但是，演出质量评判标准却往往较为主观。不过，通过总结目前旅游演艺节目的成功经验，我们仍然可以发现以下几点共性：

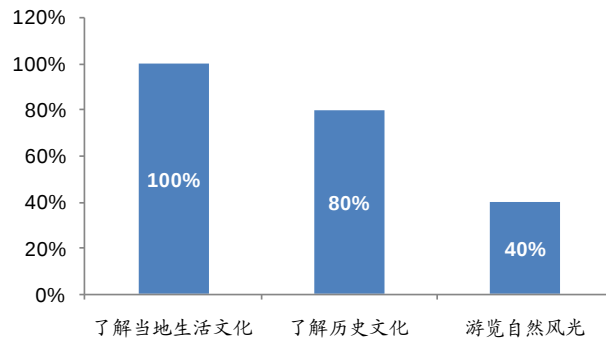
■ 旅游演艺节目要与景区当地特色尤其是民族文化内涵高度融合

一方面，了解当地历史民族文化是游客旅游的首要目的。根据国家旅游局对美、日、英、法、德五国游客访华动机的综合调查表明，了解当地民众的生活文化及历史文化是境外游客最重要的两个在华旅游目的。并且，各国去欧洲的旅游者中，65%也是进行文化旅游。

另一方面，从当代旅游中，旅游者对当地的历史民族文化从“认知——参与——融

入——拥有”的整个过程抱有极大的兴趣。其中，“融入”和“拥有”的程度越深入，游客的旅游体验越充分。因此，旅游演艺节目如果能充分融合当地的民族文化内涵，抓住当地民族文化的精髓。通过展现家喻户晓的历史传说，以丰富的内涵和多元化的演出方式，加强节目与观众之间的情感交流，从而强化游客的旅游体验，那么演出受欢迎的程度也将越高。

图 18：了解生活文化和历史文化是境外游客访华的主要目的



资料来源：国家旅游局、国信证券经济研究所整理

■ 旅游演艺节目需注重新颖性和创造性

随着各地旅游演艺的兴起，观众的审美要求也越来越高。简单的重复或仅仅单纯的视觉、听觉冲击已经不能满足观众日益提升的审美需求。不断的推陈出新，以精巧的构思、创新性地节目安排，让观众在不断的惊叹之中享受感官的盛宴，这样才能达到良好的演出效果。

■ 旅游演艺项目要注重雅俗共赏性

有的旅游演艺节目虽然也是花费重金邀请名导制作，演出的艺术性和专业水准都非常高，但是按照大众化的旅游消费品标准来讲则过于阳春白雪，雅俗共赏性不足。因此，如果一场演出大多数观众都反映“看不懂”，那么演出自然难以被广泛的承认和接受，从而出现演出“叫好不叫座”的情况。

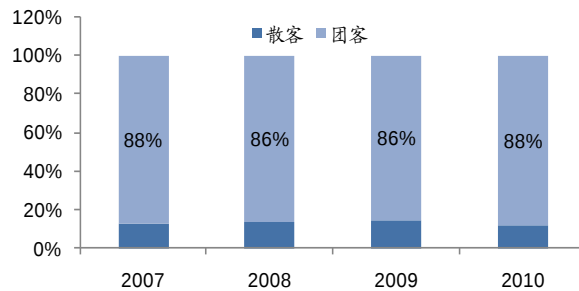
营销：有效的商业化运作是演出成功的必要条件

旅游演艺节目要成功推向市场，让旅游者感知认同并购买，有效的商业化运作必不可少。目前《印象刘三姐》、《宋城千古情》、《ERA——时代之旅》等旅游演艺节目的成功运作都体现了这一点。

《印象刘三姐》在商业运作中，首先是抓住游客看腻了传统舞台演出的心理，紧紧围绕“中国第一部山水实景演出和世界上最大的山水实景剧场”进行宣传，凭借新华社、中央电视台报道的优势，通过报纸、专门网站、宣传片等多种方式加大宣传推广力度，使其在较短时间内获得了极高的声誉。其次，公司与旅行社建立了密切的合作关系，强化当地导游的口碑宣传，使得这个项目在短时间内迅速占领市场。

在《宋城千古情》的运作中，宋城专门成立针对团队营销的全资子公司营销公司和针对散客营销的宋城旅游管理分公司。一方面，通过与旅行社建立长期稳定的合作关系，获得较为稳定的客源，2007至2010年演出的团客占比一直维持在86%以上。另一方面，公司积极签约酒店、茶楼、企事业单位等，多渠道拓展旅客来源。此外，公司在稳定华东市场，优化客源结构，筛选二三线旅行社的同时，也注重细分市场，加强外办建设，进一步扩大对华东以外市场的影响力。

图 19: 宋城景区的团客占比在 86%以上



资料来源: 国家旅游局、国信证券经济研究所整理

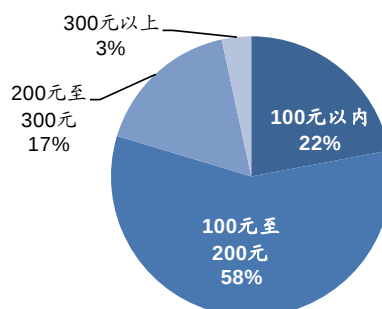
《ERA——时代之旅》首先是在公演前通过传统媒体和新媒体的结合, 充分运用广播、电视、报刊、网络等媒体资源广泛宣传, 同时在酒店、旅游集散中心、旅行社、机场、火车站等加大宣传力度。其次, 在合作方式上, 该项目与市内 40 余家旅行社、国内 32 家旅行社以及海外旅行社签订了合作协议, 将《时空之旅》推介给所有来沪游客。此外, 建立起强大的票务销售网, 设立了 24 小时售票热线, 提供免费送票上门服务, 开通了有中、英、日三语的专题网站, 方便国外观众的网上订票。通过上述系统化的营销宣传, 目前《时空之旅》的上座率大约在 70%至 90%之间。

价格: 恰当定价有助于项目顺利实现盈利

门票收入是目前国内旅游演艺项目最重要的收入来源, 因此合理定价对项目整体盈利非常关键。具体来看, 定价一方面要结合旅游演艺市场最新的需求情况, 充分考虑现有同类旅游演艺演出的价位, 考虑观众的接受能力; 另一方面还要考虑演出的成本以及给旅行社和导游等的回扣等。

对比《印象刘三姐》和《印象海南岛》的定价策略: 在 2003 年《印象刘三姐》首次公演时, 当时市场上普遍预期价位在 100 元左右, 但是投资方却依托全国首部山水实景演出的品牌, 大胆定出了 188 元的高价, 塑造了该演出相对高端的形象。同时, 该演出在初期通过给予导游、旅行社等较高的回扣, 有效促进了前期推广。但是, 在《印象海南岛》初期运作中, 虽然投资方也希望走高端路线, 普通席定价为 238 元每张, 结果却不尽人意。由于定价较印象系列的其他作品偏高(《印象丽江》和《印象刘三姐》普通票均在 190 元左右), 加之演出质量平平, 引起了当地居民的颇多争议, 同时游客前往观看也不积极。之后虽然因演出人气不足而调低售价, 但在观众主观感受中仍然留下了不好的印象。

图 20: 旅游演艺项目的门票票价范围



资料来源: 百度百科, 各演出官方网站、同程网等互联网资料, 国信证券经济研究所整理

从目前旅游演艺节目一般的定价区间来看，其门票价格主要集中在 100 元至 200 元的区间内（占比高达 56%），这也是目前游客较容易接受的价格范围。

区位：区位优势影响演出早期盈利甚至整体成败

区位因素主要包括地理位置与周边配套，以及与当地政府、当地居民的关系等方面。从目前旅游演艺行业的发展来看，《印象刘三姐》的成功不仅在于其过硬的演出质量，同时也在于其发展过程中拥有了良好的区位优势。该演出地处阳朔，在发展初期拥有漓江景区带来的稳定客流。同时，阳朔县政府希望将《印象刘三姐》打造成当地旅游名片，在发展初期给予了诸多支持。此外，演员主要由当地居民担任，迅速拉近了与当地居民的关系，加之该演出带动了阳朔县城住宿、餐饮等相关产业发展，与当地居民利益形成共赢关系，这些都为其较快取得成功创造了良好的条件。

并且，即使是像《印象刘三姐》这样的成功作品，早期也同样经历过一场演出观众才几十人，观众比演员还少的局面。也就是说，**旅游演艺项目早期往往有一个市场培育的过程，区位优势尤其是区域内现有游客基础直接影响这一培育过程的长短，对项目能否尽早实现盈利非常关键。**尤其在目前全国各地旅游演艺项目争相上马的情况下，单靠一台演出吸引游客前来动力相对不足，往往需要结合景区本身及其周边配套等才能提升当地的综合吸引力。因此，演出选址的便利性、景区原有游客基础及周边配套等区位因素对项目的成功尤其是早期盈利甚为关键。

以梅帅元编导的大型山水实景演出为例，由于区位和周边配套的差异，盈利情况也差异较大。《天门狐仙》选址张家界天门山风景区周边配套成熟，原有游客基础较有保证，开演当年就盈利，《井冈山》开演一年后就实现了盈利，而《禅宗少林音乐大典》由于地处登封，周边住宿餐饮条件较差，游客开始不愿意前往，通过了四年培育后项目才实现盈利。

表 2：区位因素对旅游演艺项目盈利的影响

项目	所在市	地址	周边配套	首次公演时间	公演当年当地旅游人次（万人次）	公演当年当地旅游收入（亿元）	盈利情况
天门狐仙	张家界	天门山风景区	高星级酒店、餐饮配套成熟	2009 年	1848	100	开演当年开始盈利
井冈山	吉安市	井冈山风景区	酒店、餐饮配套较为成熟	2008 年	1065	61	开演 1 年后开始盈利
禅宗少林	登封市	登封市西 10 公里待仙沟，距少林寺 7 公里	公演初期高星级酒店、餐饮缺乏	2007 年	600	2	开演 4 年后开始盈利

资料来源：中新网、百度百科、国信证券经济研究所整理

我国旅游演艺行业未来发展展望

总体发展趋势分析——双重利好助推行业快速发展

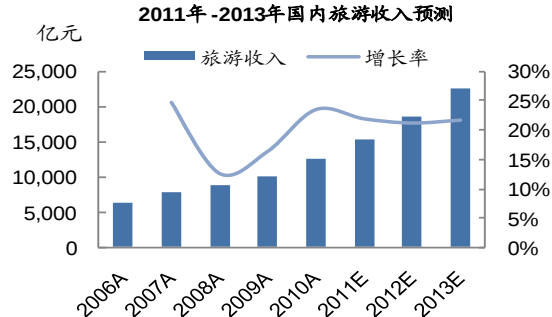
■ 旅游消费升级拐点时期，旅游演艺的市场需求不断增加

从经济发展的阶段来看，我国人均 GDP 已经超过 3000 美元，按照历史经验，这一时期随着居民收入的增长，居民的旅游休闲需求也不断增加，旅游消费进入升级拐点时期。在“观光游”向“休闲游”转变的进程中，居民出游时日益注重旅游时的感官体验，过夜游的趋势也明显增加，这些都为旅游演艺市场需求的扩容奠定了良好的条件。

同时，考虑到“十二五”期间旅游业相关扶持政策不断出台，我们预期未来 3 年国内旅游收入保持 20% 左右的增长，从而为崛起中的旅游演艺行业提供广阔

的发展平台。

图 21: 预计未来 3 年我国国内旅游收入将保持 20% 左右的增长



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所整理

■ 政府支持和政策利好成为旅游演艺行业进一步发展的加速器

由于旅游演艺行业溢出效应明显,可以有效带动当地居民就业和经济发展,近几年,旅游演艺节目备受各地政府追捧。从近期陆续上马的《希夷之大理》、《道解都江堰》、《印象大红袍》、《鼎盛王朝康熙大典》到正在排练的《印象武陵》、《印象北部湾》来看,其背后都不乏当地政府的推动。

同时,由于旅游演艺行业兼具旅游和文化两个行业特征,在发展中可以同时享受两个行业的政策扶持。一方面,由于旅游业资源消耗低,带动系数大,就业机会多,综合效益好,2009 年《国务院关于加快发展旅游业的意见》已经明确提出将“旅游业将培育成为国民经济战略支柱产业”。其中,由于旅游演艺行业产品链相对较长,可以带动当地就业,成功演艺节目还可以成为当地发展的新名片,从而能较好享受相关政策优惠。另一方面,旅游演艺行业还可以享受目前文化产业的相关扶持政策。例如,2010 年 6 月 2 日,财政部下发了《关于申报 2010 年度文化产业发展专项资金的通知》,对符合支持条件的文化企业,通过银行贷款实施重点发展项目所实际发生的利息给予补贴。根据该项政策,宋城股份 2010 年度获得了 1600 万元的补贴收入。此外,《印象丽江》则根据 2007 年 1 月 16 日云国税函(2007)49 号“云南省国家税务局关于丽江市印象丽江旅游文化产业有限公司免征企业所得税问题的通知”,在 2007 年至 2009 年度享受免征企业所得税等优惠。

未来发展区位分析——重点区位海南的机遇与挑战

针对我国旅游综合改革“一省(云南省)一岛(海南)一市(桂林国家旅游综合试验区)”新格局的部署,结合我国目前重点旅游演艺节目的区域分布,我们发现,“一省一市”的旅游演艺市场已经相对较为发达,但海南岛的旅游演艺市场却明显较不成熟。

具体来看,云南省目前已经拥有《印象丽江》、《希夷之大理》等大型室外山水实景演出、《云南映象》、《蝴蝶之梦》、《丽江金沙》、《纳西古乐》等民族歌舞室内演出、《吉鑫宴舞》等“演艺+餐饮”演出,旅游演艺市场发展已较为完善。桂林也拥有《印象刘三姐》、《梦幻漓江》等大型演出,其中《印象刘三姐》更是旅游演艺行业中的精品。与之相比,海南旅游演艺市场发展尚不成熟,《火凤凰》、《浪漫天涯》相继停演,《印象海南岛》效果也不甚理想,旅游演艺市场整体还有待进一步发展。

■ 挑战:《火凤凰》、《浪漫天涯》、《印象海南岛》的前车之鉴

《火凤凰》、《浪漫天涯》、《印象海南岛》都是海南岛为了提高当地旅游演艺节目水

平，结合海南本土实际开发的大型旅游演艺节目，其中《火凤凰》、《浪漫天涯》位于三亚，《印象海南岛》的演出地点位于海口。但是，从演出效果来看，与其他城市旅游演艺项目的火爆对比，上述三个项目在海南岛发展均不理想。

《火凤凰》的停演。《火凤凰》于 2007 年 10 月在三亚亚龙湾亮相，全剧将歌、舞、乐、杂技、魔术、人体彩绘、车技表演等艺术形式融合在一起，利用多媒体视频营造舞台效果，意在给观众以强烈的视觉冲击力。该节目推出初期也一度叫好，观看演出的游客也并不多。但是，由于该剧采取“舞台音乐剧”的形式，国内观众普遍看不懂，且该演出未能与当地民族文化较好融合，也不受国外观众欢迎，加之门票太贵，很快演出就门可罗雀，最终停演。

《浪漫天涯》的停演。《浪漫天涯》耗资 5000 多万元，旨在以“美丽·浪漫·国际·时尚”为主线，向观众展示海南岛的特色。但是，由于该剧缺乏明确的主线，故事情节不完整，没有体现海南的文化内涵，表现手法流于表面，观众看后反响平平，在 2011 年上半年也停演。

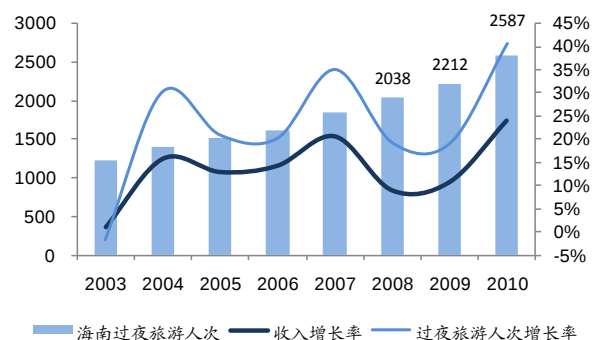
《印象海南岛》的失利。尽管印象系列在全国其他城市风生水起，但《印象海南岛》这个海口市政府巨资打造寄予厚望的演出节目效果则很不理想。公演之初，在前期媒体的宣传铺垫下，《印象海南岛》也赚足眼球。然而，由于观众对其演出质量普遍不满，批评该节目仅注重视觉冲击，没有较好融合海南当地的文化内涵，上座率持续下降。按照其他印象系列的运作，一般在公演一年后开始盈利。但是，在《印象海南岛》正式公演一年后，其平均每天接待观众仍仅 500 人，上座率不足三成，收入仅 8 万元，仅能维持日常运营，远低于预期中的 70% 上座率。去年 7 月，海南印象文化旅游发展有限公司 55% 的股权挂牌转让，最后以 2750 万元的低价转让给了深圳天利地产集团有限公司，希望通过民营资本的引入，采用更多的商业化运作来改善上述项目。目前，《印象海南岛》仍在进一步摸索中。

综合上述旅游演艺节目，我们发现这些项目公演之初并不缺乏人气，但是演出质量欠佳，未能有效结合海南当地民族文化，演出内涵不足是导致这些项目先后失利的主要原因。

■ 机遇：海南旅游市场广阔，政策利好

从海南旅游市场的容量来看，纵观海南旅游业过去几年的发展来看，从 2003 至 2010 年，海南岛过夜旅游人次和旅游收入年均增长分别达 10% 和 13%，2011 年 4 至 8 月海南旅游过夜游客人次和旅游收入同比增长分别高达 14% 和 15%。考虑到近三年来，海南岛的过夜旅游人次都在 2000 万人次以上，说明海南旅游演艺市场拥有强大的客户群基础。

图 22：近几年海南的旅游收入和过夜旅游人次一直在保持较快增长



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

但是，在良好的客户基础下，海南旅游文化市场发展却并不理想。根据海南省委宣传部常务副部长张松林的相关介绍，海南的文化产业目前总量较小，2010 年海南文化产业增加值只有 43 亿元，占 GDP 比重为 2.11%，低于全国 3% 的平均标准。

从发展趋势来看，2010 年 6 月 8 日，《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》正式获批，其中将旅游业确立为海南重点发展的 8 大支柱产业之一，并计划到 2020 年，海南初步建成世界一流的海岛休闲度假旅游胜地，每年接待国内外游客达 7680 万人次，旅游总收入 1240 亿元，旅游业增加值、第三产业增加值分别占地区生产总值比重的 12%、60%，第三产业从业比重达 60%。为了实现上述目标，考虑到旅游演艺行业在发展旅游业，带动经济发展中的重要作用，海南省政府近期出台了多项有利于旅游演艺行业发展的重磅措施。

- **土地政策向旅游地产倾斜。**经海南省政府批准认定的文化产业重点项目，可以享受“两优一补”的土地政策——优先供地、优惠供地、补偿用地。考虑到文化产业重点项目投资大、回报周期长，政策规定，对投资者给予补偿用地，安排适当面积的配套性经营项目用地，可以用作房地产开发等商业用地，弥补文化产业亏损，保证优质文化产业投资不亏本。**也就是说，旅游演艺企业在获取演出门票收入的同时，可以获得相应的土地升值收益，考虑到海南国际旅游岛建设下土地的升值潜力，这一项收益将相当可观。**
- **加大财政投入、减轻企业税赋、鼓励重点项目发展。**海南省文化产业发展专项资金明年将比今年增加一倍，达到 4000 万元，2015 年前每年增加 1000 万元；为支持新兴文化产业发展，对文化领域高新技术企业给予两年免征、三年减半征收企业所得税的优惠措施。在投融资政策方面，政府以设立投资基金、利率优惠、贷款贴息、融资担保、上市融资、发行债券等形式，鼓励社会资本投资文化产业，鼓励中小文化企业加快发展。
- **市场准入政策方面，鼓励非公有资本和外资来海南发展文化产业，**支持社会资本以参股、控股或独资等形式，兴办政策允许的、适合国际旅游岛建设需要的各类文化企业，并放宽企业注册条件，降低市场准入门槛。
- **人才政策方面，**为吸引高端、高层次文化产业人才来海南创业，政策给予免征个人所得税、无形资产折价入股、帮助家属子女解决就业入学问题等优惠。

■ 小结：总量小，发展空间大的海南旅游演艺行业

综合对海南旅游市场的分析，我们认为：尽管《火凤凰》、《浪漫天涯》、《印象海南岛》先后失利，但是海南旅游演艺市场未来发展的空间仍然非常大。

- **海南旅游演艺市场并不缺乏客源基础。**与《禅宗少林》等节目观众由少增多不同，海南的《火凤凰》、《浪漫天涯》、《印象海南岛》演出观众是由多变少，其最初并不缺乏客源，说明去海南旅游的游客同样有“白天看景，晚上看戏”的需求，也就是说，该区域旅游演艺市场的客户基础并不薄弱。只是由于演出质量欠佳，未能充分体现当地的民族文化特色，历史文化内涵也明显不足，从而导致演出吸引力不足，上座率降低。从海南已有游客基础及其未来发展趋势来看，在免税等各种利好海南国际旅游岛建设的政策推动下，海南省的旅游人次和旅游收入在未来几年很有可能保持稳定较快的发展步伐，这为当地旅游演艺市场的进一步发展奠定了良好的客户基础。
- **区位选址也是旅游演艺项目成功的重要因素。**从前面的分析可以看出，旅游演艺节目推出早期，需要一个市场培育的过程。如果区位条件较不理想，很

容易降低游客前往观看的积极性，项目前期推广和迅速实现盈利较难。同时，随着全国旅游演艺行业的发展，游客对单纯视觉冲击的演出已经有所审美疲劳，对演出质量要求也越来越高。并且，演出往往需要与景区有效结合才能进一步提高其综合吸引力。因此，单纯希望通过一台戏吸引游客前往当地旅游消费实际操作难度也较大。具体到海南，对比海口、三亚的旅游资源，我们更为看好三亚热点区域的旅游演艺项目发展。

- **政策优惠。**目前海南扶持旅游演艺行业的土地、财政税收、市场准入、人才政策可谓相当优厚，已经为其发展扫清了诸多障碍。
- **总量小，发展空间大。**由于目前海南旅游演艺行业总体容量较小，尚未形成像桂林《印象刘三姐》这样“地标式”的旅游演艺节目，因此，其后进者的竞争压力也相对较小。也就是说，后进者完全可以凭借一台高质量的演出赢得市场，并可能在成为市场领导者之后对其他竞争者产生一定的排他效应。

未来发展演艺形式——室内室外演出协调共荣发展

根据前面的分析，由于《印象刘三姐》的成功彰显了旅游演艺市场巨大的经济效益和社会效益，室外实景演出成为当前旅游演艺市场发展的主流趋势。但是，对比室内室外演出各自的特点，二者其实各有优劣。

表 3：室内外旅游演艺节目特点比较

分类	室内演出		室外演出	
	驻点类	驻点+巡演类	广场演艺类	山水实景类
目标客户	本地及外来游客	本地及巡演地游客	本地及外来游客	外来游客为主
地缘性	景区及地方特色类节目较高,其他较低	相对最低	较低	极高
更新要求	较高	较低	较高	较低
行业溢出效应	视情况，成功项目较高	相对较低	相对较低	一般较高
最低资本要求	视演出规模、科技要求	视演出要求，一般不高	视演出规模、科技要求	较高
优点	不受天气影响	不受天气和地域影响	可通过环境强化演出效果	演出震撼效果较高
缺点	演出震撼效果一般低于室外	演出震撼效果低于室外	天气影响	环保争议；天气影响
代表作品	《宋城千古情》、《时空之旅》	《云南映象》、《风中少林》	《跨世纪》、《创世纪》	印象系列

资料来源:国信证券经济研究所整理

注释:室内演出根据演出场所是否固定可以分为驻点类和驻点+巡演类,室外演出根据演艺形式主要划分为广场演艺类和山水实景类。

综合室内外演出的优缺点，尤其是对比室外实景演出和室内演出，我们发现：

■ 室外实景演出的相对优势：

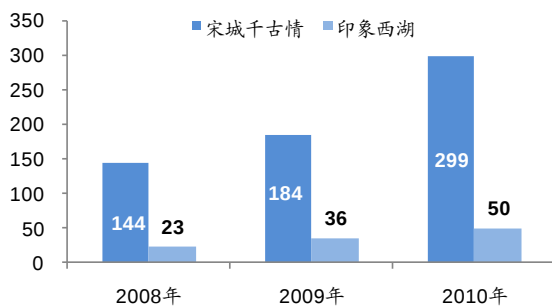
- **大型室外实景演出对观众的冲击力一般更强。**由于室外演出以周边山水等自然环境为展示舞台，可以通过光影音效与周边环境有机结合，充分借助自然之力，加之通常采用人海战术，演出阵容庞大，因此大型室外实景演出对观众听觉和视觉带来的感官冲击力较强。
- **大型室外实景演出带动当地就业效应一般更为突出。**从演员来看，由于室外实景演出一般由当地居民担任演员，从而可以解决部分居民的就业问题；而室内演出一般是聘请专业演员，尤其是巡演类室内演出，拉动当地就业的效果相对没有室外演出明显。
- **但是，室外演出的上述优势并不绝对。**从演出效果来看，在综合运用各种高科技手段的前提下，对剧院设置进行充分的改造，室内演出同样可以达到不亚于室外演出的震撼效果。成功的室内演出如《宋城千古情》在剧场特殊改造后，集舞蹈、戏曲、杂技、武术、歌曲、马戏、民俗展示、茶艺表演等众多元素于一身，演出也同样精彩。从带动就业来看，无论是室内外演出，只

要其上座率足够，都可带动演出周边住宿、餐饮、小商品贸易等发展，由此派生相应的就业机会。因此，室内外演出在带动当地就业上的差异更多还是取决于演出的成功与否，室外实景演出仅相对占优。

■ 室内演出的相对优势:

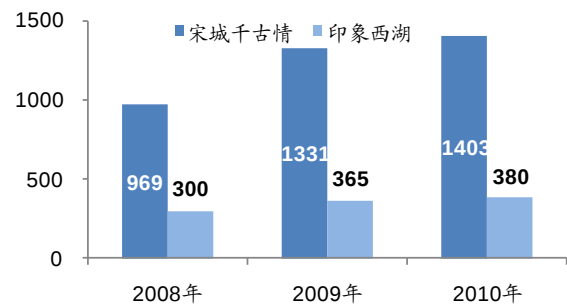
- **室内演出受天气影响较小。**尽管有的室外演出如《印象刘三姐》已经设计了四季、晴雨等不同版本，但是天气变化仍会限制室外演出的演出时间和演出场次。以杭州室内演出《宋城千古情》和室外实景演出《印象西湖》为例：《宋城千古情》一般每天可以演出5场，多则8场，2010年3月剧院改建后演出座位数达3189个，且不受天气影响全年均可上演；而《印象西湖》每天一般只能演出1场，旺季2场，座位数大致在1500个至1800个之间，全年3月1日至12月31日公演。因此，2010年，《宋城千古情》的演出场次和观众人数分别是《印象西湖》的4倍和6倍。此外，从旅行社的角度，由于室内演出相对不受天气影响，演出频率较为固定，旅行社更容易把控，营销积极性相对更高。考虑到旅行社是室内外演出门票销售的主要渠道，这也会进一步影响室外演出的观众人数及最终收益。

图 23:《宋城千古情》观众人数约为《印象西湖》6 倍



资料来源：互联网资料、招股意向书、国信证券经济研究所整理

图 24:《宋城千古情》演出场次约为《印象西湖》4 倍左右



资料来源：互联网资料、招股意向书、国信证券经济研究所整理

- **室内演出的环保困扰相对更小。**曾有媒体报道，由于《印象刘三姐》夜晚演出时有巨型灯柱打向山体，可能扰乱植物正常生长；而《印象西湖》演出，更因为要在湖底浇筑水泥，并且施工时将大量土方推向湖中，可能影响西湖水质。尽管目前印象系列以及梅帅元系列都声称在演出设计上已经充分考虑了环保问题，不会对环境产生影响，但实际如何目前仍然莫衷一是。
- **室内演出选址受环境限制相对更小。**室外实景演出对环境要求相对较高，选址条件相对苛刻。部分室外实景演出在选址时为了满足环境条件，不得不在离市区较远的地方建设。如果该区域周边配套尚不充分，没有良好的住宿餐饮条件，或是距离游客主要的观光地较远，游客也不一定愿意特地前往观看当地的实景表演，从而影响演出的上座率。
- **巡演可增加室内演出票房收入。**如果室内演出对剧场等依赖不高，往往可以通过在国内外巡演显著增加其票房收入。以《云南映象》为例，其欧洲巡演的票房收入超过1亿欧元，日本商演的票房收入也超过2000万人民币，收益相当可观。

■ 盈利比较，室内外演出各有千秋

从盈利比较来看，《宋城千古情》2010年的联票收入高达2.73亿，相比印象系列的其他演出也毫不逊色。此外，上海的室内演出《ERA——时代之旅》在6年间票

房收入超过 2.5 亿，考虑到其 3000 多万的初始投资成本，这样的收益也相当可观。

表 4: "印象"系列与《宋城千古情》观众人数及收入情况对比

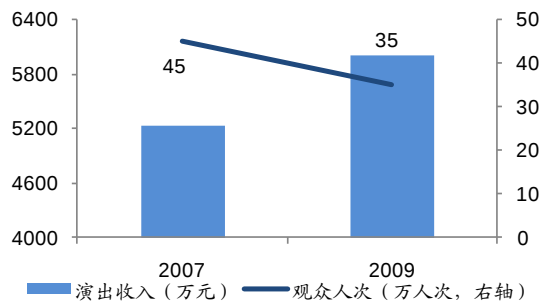
项目	时期	接待观众	收入
印象大红袍	2010 年 3 月(公演)-2011 年 3 月	超过 40 万	近 5000 万
印象丽江	2010 年	152 万	1.75 亿
印象西湖	2010 年 3-10 月(1,2 月停演)	约 50 万人次	5600 万
宋城千古情	2010 年	299 万	2.73 亿(联票)
印象刘三姐	2009 年	130 万	1.22 亿

资料来源：招股说明书、公司年报、互联网资料、国信证券经济研究所整理及测算

同区域内的室外、室内演出并不必然互斥

同区域内的室内、室外演出既有竞争关系，也有协同发展的关系。从杭州的情况来看，2007 年《印象西湖》开始公演，但《宋城千古情》2008、2009 和 2010 年观看人数仍然维持高增长，2009、2010 年观众人数的增长率高达 40% 以上。从张家界的情况来看，2007 年张家界《魅力湘西》演出的观看人数已达到 45 万人次，演出收入达 5227 万元，但 2009 年《天门狐仙》演出公演后，《魅力湘西》当年的观看人数下降至 35 万人次，但演出收入增至 6000 万元。

图 25: 《天门狐仙》公演后，《魅力湘西》观众人数下降，但演出收入有所增加



资料来源：魅力湘西官方网站、张家界旅游官方网站、国信证券经济研究所整理

因此，随着经济的发展和居民收入的增加，在游客逐渐习惯“白天看景、晚上看戏”的休闲旅游模式下，我国旅游演艺市场目前仍然处于较快发展的扩张时期。只要演出质量过硬，同区域内的室内、室外演出并不必然存在互斥关系。

小结：室内外演出各有优劣，未来将协调共荣发展

综合来看，无论是室内演出还是室外演出，只要其能凭借过硬的演出质量和良好的市场营销手段，在市场上形成一定的知名度和规模效应，就可以带来可观的经济效益，并产生突出的行业溢出效应。因此，各地可以根据其自然环境、区位等条件差异，因地制宜引入具有一定品牌优势或良好演出质量的室内或室外旅游演艺节目，从而形成旅游演艺与区域经济发展的良性互动。

进一步地，从旅游演艺行业的长远发展来看，尽管室外实景演出一般具有较好的震撼力，但是考虑到室外演出在天气、选址、环保问题上的局限，加之室内外演出在盈利上各有千秋，我们认为旅游演艺市场未来更可能是室内外演出协调共荣发展的局面。同时，在旅游演艺行业的扩张期，同区域内的室内外演出并不必然互斥，反而可能因为共同做大当地旅游演艺市场“蛋糕”而取得共赢。

旅游演艺行业重点公司：宋城股份和丽江旅游

宋城股份：旅游演艺第一股，异地扩张正起航

作为民营旅游演艺第一股，宋城股份在市场化运营机制下积极推行“主题公园+旅游文化演艺”的发展模式。公司旗下《宋城千古情》是公司目前的核心演艺产品，被海外媒体誉为与拉斯维加斯“O”秀、法国“红磨坊”比肩的“世界三大名秀”之一。

IPO 成功后，公司正致力于将《宋城千古情》的成功推广复制到全国部分其他一线旅游城市。2011 年 4 月和 5 月，宋城股份分别发布了峨眉山、武夷山、泰山项目投资意向的公告，拉开了异地复制扩张的帷幕。2011 年 10 月 12 日，公司最新发布了丽江项目的投资公告。在目前 6 个投资意向项目中，除丽江和峨眉山同区域内有室内演出节目外，其他几个景区在室内大型演出节目方面仍为空白。

表 5：宋城股份异地扩张项目投资意向摘要

项目	泰安	三亚	石林	武夷山	峨眉山	丽江
预计推出时间	2012 年 7 月	2012 年四季	2013 年初	待定	待定	2013 年
投资规模	3.5 亿元	4.9 亿元	2.2 亿	待定	2 亿元	3.34 亿
项目内容	主题公园+剧院+《泰山千古情》	主题公园+剧院+《三亚千古情》	主题公园+剧院+《阿诗玛》(暂定名)	主题公园+剧院+《武夷山千古情》	《峨眉千古情》	文化公园+剧院+《丽江千古情》
占地面积	230 亩	80 亩	67 亩	350 亩		140 亩
2010 年景区接待游客	396 万人次	未营业	275 万人次	297.5 万人次	259 万人次	582 万人次
2010 年城市接待游客	3051 万人次	882.65 万人次	350 万人次	635 万人次	-	909.97 万人次
同区域竞争者	《中华泰山封禅大典》室外山水实景	《火凤凰》、《浪漫天涯》	昆明《云南映像》室内歌舞表演	《印象大红袍》室外山水实景	《天下峨眉》室内外演出，2011 年 6 月全面推出	《印象丽江》、《丽水金沙》、《纳西古乐》等
景区观看演出游客占比	3.18%	都已停演	-	11.85%	-	《印象丽江》79%
普通票价	188 元/张	180 元/张	220 元/张	218 元/张	180 元/张	印象丽江 190 元/张，丽水金沙 120 元/张、纳西古乐 100 元/张
区域优势	泰安地处京沪中心地带，京沪高铁全线运营将使泰安进入京沪 3 小时大旅游经济圈，作为山东西部旅游线主要景点，增长可观。	海南国际旅游岛，免税项目获批，三亚是海南旅游的中心城市，未来增长尤其看好	石林（5A）是世界唯一位于亚热带高原地区的喀斯特地貌景区、首批中国国家重点风景名胜区、中国国家地质公园、世界地质公园。	武夷山系 5A 风景区，旅游资源丰富，世界文化与自然遗产，旅游收入排名全国前列，未来旅游业增长前景看好。	峨眉山系国家 5A 级风景区，世界文化与自然遗产目录，未来旅游业增长前景看好。	大丽江拥有玉龙雪山（5A）、老君山、丽江古城、泸沽湖、金沙江等丰富旅游资源。丽江古城是国家级历史文化名城，并被列入世界文化遗产

资料来源：公司公告、各地旅游局、百度百科、国信证券经济研究所整理

注释：泰山景区观看演出游客为 2010 年 5-10 月数据，印象丽江观看人数为 2010 年观看演出游客占乘坐玉龙、云杉坪、牦牛坪索道游客总数。

结合第三部分中影响旅游演艺项目收益的主要因素分析，我们较为看好公司的异地复制扩张能力，尤其看好公司的三亚和泰安项目。

■ 产品：14 年打造 1 台戏，室内演出有实力

公司倾 14 年之功打造《宋城千古情》，共计创收 20 多亿元，接待观众 2500 万人次，运作已非常成熟。通过紧密结合市场，根据观众需求常更常新，公司在保持《宋城千古情》核心竞争力的同时，积累了大量室内演出运作经验和演艺专业人才，有效确保了公司异地复制扩张的演出质量。IPO 上市也在一定程度上扩大了“宋城”、“千古情”品牌的影响力，有效提升了公司的知名度，这为后期异地项目的商业运作和品牌形成奠定了良好的基础。

同时,《宋城千古情》的最大特点就是在演出中充分融合了宋朝历史和杭州本地文化,以“给我一天,还你千年”为口号,给观众一种置身宋城,穿越千年的感受,说明公司在项目制作上已经深谙历史文化与旅游演艺融合的精髓。这进一步提升了我们对公司异地复制扩张项目演出质量的信心。

■ 营销:渠道渗透充分,助力异地扩张

作为民营旅游演艺企业,公司在多年的市场化竞争中积累了丰富的商业运作经验。公司针对团客和散客的不同特点成立不同的营销公司,分工明确,营销策略有的放矢,覆盖不同市场。同时,已有的 1600 多家签约旅行社、1000 多家签约企事业单位等资源都可以成为公司异地扩张的渠道资源。此外,现有的酒店、酒楼、出租车、企事业合作经验可以有效促进公司异地复制扩张中地毯式营销的拓展和推广。

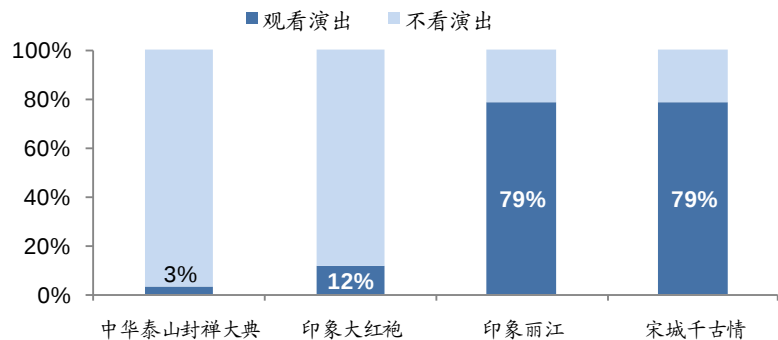
■ 定价:借鉴他山之石,合理确定价位

《印象刘三姐》和《印象海南岛》定价的经验教训表明:充分结合同类演出价格确定合理的价位也十分重要。同时,从宋城股份现有的盈利能力来看,公司凭借演艺业务的高毛利率和高净利率,加之有效的成本控制,近几年净利率维持在 30%以上。因此,公司只要异地项目中保持相对平均水平的价位,也能获得相对良好的收益。

■ 区位:立足一线景区,有效应对竞争

- **立足一线景区有效扩张。**从公司异地项目的选址可以看出,宋城在发展路径上主要倾向一线旅游景区的核心资源。根据前面的分析,一线景区本身具有良好的客源基础,一旦演出质量较有保证,演出客源压力相对较小,从而可以迅速开拓市场。同时,一线景区议价能力强,在渠道销售上针对旅行社的利益倾斜较少。而演艺节目为轻资产、高毛利产品,在渠道销售上较具灵活性,这将使得宋城的渠道营销优势得以充分发挥,从而缩短培育期,迅速实现盈利,这对民营资本运作下的旅游演艺项目至关重要。
- **直面竞争实力充分。**针对公司异地复制扩张的同区域竞争者分析:海南已有三个项目均因历史文化内涵不足表现不佳,《火凤凰》、《浪漫天涯》已先后停演,《印象海南岛》也反响平平,结合公司现有的演出实力,我们对其三亚项目历史文化内涵较有信心;泰山和武夷山现阶段已有大型室外实景演出《中华泰山封禅大典》和《印象大红袍》,但从目前的观看比例来看,游泰山观看《中华泰山封禅大典》的游客仅占 3.18%,游武夷山看《印象大红袍》的游客仅占 11.85%,未来演艺市场完全还有进一步拓展扩充的空间;石林目前尚未同类竞争对手;峨眉项目目前仅有大型演出《天下峨眉》且公演不久;最新公告的丽江项目目前同区域内虽有室内演出《丽水金沙》、《纳西古乐》等室内演出及大型室外实景演出《印象丽江》,但考虑到大丽江旅游资源丰富,游客基础充足,且休闲游特点鲜明,当地旅游演艺市场已初步具备集聚效应,综合来看,我们较为看好公司的异地复制扩张成效,尤其看好公司的三亚项目和泰山项目。

图 26：泰山和武夷山已有室外演出观看比例相对其他演出比例不高



资料来源：丽江旅游公告、和讯网、互联网资料、国信证券经济研究所整理

注释：印象丽江占比为观看演出游客占乘坐玉龙、云杉坪、牦牛坪索道游客总数

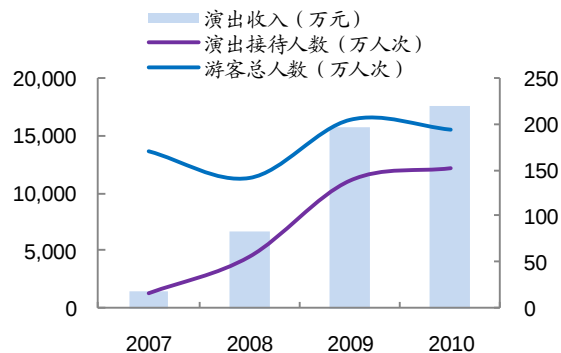
丽江旅游：整合成熟旅游演艺，拓宽多元化经营

丽江旅游是云南省首家上市旅游公司（云南省仅两家旅游上市公司），也是滇西北地区实力最强的综合性旅游集团。“玉龙雪山+丽江古城”的资源禀赋和“观光游+休闲游”的市场模式使得公司经营业绩良好。近年来，公司在新建和府皇冠假日酒店拓展高星级酒店业务的同时，在旅游演艺业务方面，积极收购丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限责任公司 51% 的股权（简称印象旅游），以较为成熟的旅游演艺节目《印象丽江》为突破口，打开了多元化经营的新局面。根据 2011 年 9 月 15 日公告，公司向丽江市玉龙雪山景区投资管理有限公司发行股份购买资产暨关联交易方案获得证监会有条件审核通过，预计印象旅游收益并表将在 2011 年内完成。

■ 《印象丽江》收入增长持续稳定

《印象丽江》是国内大型实景演出较为成功的作品之一，其盈利能力强劲，目前处于良性增长阶段。从《印象丽江》2007 年首次公演至 2010 年，观看演出人数由 14.87 万迅速上升到 152 万人次，4 年时间增长了近 10 倍；演出收入由 1490 万元提升到 1.75 亿元，增长超过 10 倍；2007 年景区游客中 8.75% 选择观看演出，2010 年该比例已经提高至 78.64%。同时，《印象丽江》地处丽江玉龙雪山景区内，区位优势突出；该演出是目前全国唯一在白天上演的大型实景演出，拥有独特的竞争优势。此外，《印象丽江》的渠道资源也相继建立并在持续完善中。综上，我们看好《印象丽江》未来的盈利能力。

图 27：《印象丽江》人数及收入规模近 4 年 10 倍增长



资料来源：丽江旅游公告、国信证券经济研究所整理

■ 印象旅游 2011 年享受 15% 所得税优惠政策

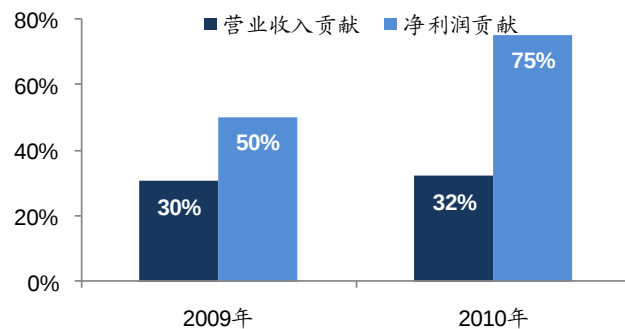
在享受了三年免征企业所得税优惠后，2010 年印象旅游按照 25% 税率缴纳所得税。但是，根据公司 2011 年 6 月的公告，印象旅游自 2010 年起在西部大开发税收优惠政策执行期限内减按 15% 的税率征收企业所得税。据此推算，印象旅游 2011 年的预测净利润将达到 7033 万元，较之前备考预测增长约 828 万元。若公司在 2011 年完成对印象旅游 51% 股权的收购，则上述所得税优惠政策将在之前预测的基础上增加丽江旅游 2011 年合并净利润约 422 万元。

■ 演艺业务对母公司的收入、利润贡献突出

假设丽江旅游 2009 年即按 51% 的股权收购印象旅游，则高收益的旅游演艺项目《印象丽江》对公司 2009 年、2010 年的营业收入、利润贡献可分别达到 30% 和 50% 以上。从 2011 年的预测来看，按照备考数据，若 2011 年印象旅游顺利并表，则演艺业务 2011 年可以为母公司贡献营业收入和净利润分别为 9136 万、3587 万，保守估计占公司总收入、净利润的比例分别达到 25%、33% 以上。

因此，丽江旅游在收购印象旅游后，可以凭借成功旅游演艺业务的高收益，有效改善公司的盈利情况。

图 28：假设 09 年收购，《印象丽江》对母公司的收入和利润贡献



资料来源：丽江旅游公告、国信证券经济研究所整理

行业投资评级及策略建议

行业投资评级

随着旅游消费的不断升级，“观光游”逐步向“休闲游”转变，旅游演艺行业凭借着高收益和高溢出效应的特征，在政府主导、政策支持以及旅游消费升级背景下发展前景广阔。考虑到旅游演艺子行业投资标的较少，且唯一一个专门从事旅游文化演艺经营的投资标的宋城股份目前的估值水平不具明显优势，我们给予该子行业“谨慎推荐”的投资评级。

策略建议

■ 丽江旅游：维持“推荐”投资评级

在证监会有条件审核通过公司收购印象旅游议案后，估计印象旅游注入今年内完成。目前《印象丽江》演艺节目已经较为成熟，运营状况良好，未来两年净利润超过公告中的盈利预测是大概率事件。同时，《印象丽江》演出扩容改造后盈利能力

有较大提升空间（座位数增加、可纳游客增多，盈利空间增大；同时演员薪酬按演出场次计算，成本相对降低，盈利能力增强）。在考虑印象旅游下半年并表的条件下，预计公司 11-13 年 EPS 0.73、0.92、1.12 元。

在整合成熟旅游演艺节目《印象丽江》的基础上，考虑到公司“玉龙雪山+丽江古城”的资源禀赋和“观光游+休闲游”的竞争优势，综合公司其他业务如大索道后续具有提价预期，酒店业务在盈亏平衡后逐步实现盈利，以及在大股东支持下上市公司具有进一步整合区域旅游资源的潜力，我们认为公司未来几年业绩与题材兼具，公司 2012 年动态 PE 仅 21 倍，维持公司“推荐”评级。

■ 宋城股份：维持“谨慎推荐”投资评级

作为民营旅游演艺的第一股，公司 IPO 后资金、品牌实力的显著增强，加之 14 年旅游演艺项目制作与推广过程中积累的成功经验、专业人才和渠道资源，公司未来有望成为全国连锁演艺行业的领导者。目前公司已相继在泰安、三亚、丽江、石林、武夷山、峨眉山等地进行投资或签订投资意向，在全国旅游演艺行业大发展背景下占得先机，未来几年公司将以每年推出 2-3 台演出的节奏进行发展。

在暂不考虑公司异地扩张项目贡献的情况下，我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.65、0.85 和 1.04 元。虽然异地投资项目预计短期 1-2 年内可能不会贡献规模利润，公司未来 2 年业绩增长有赖于杭州地区三个主题公园项目，但这些储备项目未来在分批开发之后有望再造多个“宋城”。公司中长期业绩弹性巨大，建议投资者可逢低战略性持有，维持公司“谨慎推荐”评级。

风险提示

- 1、异地扩张项目成功与否存在一定不可控因素；
- 2、旅游演艺业务未来竞争可能加剧，导致节目演出收入低于预期；
- 3、宏观经济出现重大自然灾害或突发性传染性疫情，导致覆盖公司所处区域旅游人数大幅降低。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn