

强烈推荐
餐饮旅游行业
深度研究报告

第一创业证券研究所
 分析师: 任文杰 S1080207050038
 联系人: 冯佳
 电话: 0755-82485184
 邮件: fengjia@fcsc.cn

宋城股份 (300144)
——夯实杭州市场内生增长 超预期异地扩张引遐想
要点:

- **A股中专业旅游文化演艺第一股!** 公司是既懂文化, 又懂商业的专业旅游文化演艺经营者, 独有的“主题公园+旅游演艺”模式以创新型演艺为龙头, 毛利水平高达85%, 净利率近40%, 目前已累计演出超过11,600场, 2010年景区与演艺联票收入比重高达85%以上, 观演人数超过300万人次, 预计2012年入场观众增至400万人次, 日均演出近5.5场, 联票收入超过4亿元。
- **长三角唯一的体验型宋文化公园, 收入增长超市场预期。** 公司经营的宋文化主题公园在长三角地区具有唯一性, 伴随景区扩容、价格提升20%以上, 2011年接待量即使稳定在380万人次, 短期内宋城景区将实现收入规模的超预期增长, 人均消费额提升至105元, 并有望在2013年增长至550万容量, 保持国内一线主题公园地位。
- **差异化景区改造, 新增盈利点致收入翻倍。** 公司借助上市募集资金将现有的杭州乐园和动漫馆升级改造, 并注入文化演艺元素, 打造独有的生态型娱乐休闲园区, 完善从儿童到老人的消费人群的产品链条。预计2011年开幕的《吴越千古情》演出将增收4,000万, 7月开幕的杭州乐园二期及滑雪馆带动入园人数增长53%, 总收入增长超过100%。2012年三期开幕将使杭州乐园面积增大87%以上, 出现提价驱动, 收入规模将提升至2.8亿元以上, 占公司营收比重升至32%。
- **异地复制不差钱, 2012年增收过亿。** 公司在上市仅六个月内, 迅速的在国内四大一线旅游景区布下异地复制的据点, 标志着民营自主品牌“千古情”连锁经营大幕拉开。以混搭概念的主题公园为载体, 文化演艺为核心, 公司携雄厚资本、颇具经验的经营团队、创造团队转战三亚、泰山、峨眉和武夷, 预计新项目建设期从8个月至14个月不等, 2012年新增两台异地演出, 为公司创收过亿元, 以65%的毛利率和25%的期间费用率计算, 2012年将为公司增厚每股收益0.11元; 2013年再增两处公园或演艺, 为公司贡献每股收益超过0.21元。
- **投资评级** 我们预计公司2011年到2013年则分别为0.62元、0.89元和1.11元。考虑到公司0.78的PEG, 以及在异地扩张中可能出现的事件刺激, 给予宋城股份2011年40倍市盈率, 公司的合理价值区间为25-30元, 给予“强烈推荐”评级。

交易数据

52周内股价区间(元):	18.45-66.47
总市值(百万元):	7,122.19
流通股本(百万股):	92.40
流通股比率(%):	25.0%

资产负债表摘要

股东权益(百万元):	2,532.64
每股净资产:	6.85
市净率:	2.81
资产负债率:	14.9%

股价与沪深300指数比较




目 录

1、夯实主业 一枝独秀	3
1.1、借势临安文化 公司独创占先机	3
1.2、宋城千古情——文化与商业的完美结合	5
1.2.1、店多隆市 旅游演艺市场蓬勃	5
1.2.2、创新：从历史文化中掘金	6
1.2.3、量增价涨提升收入规模	7
1.3、以文化为魂，宋城景区傲视同业	8
1.3.1、宋城景区成功因素分析	8
1.3.2、景区扩容 接待量跃升	11
1.4、同城复制 新增景区赢利点	12
1.4.1、老少同乐——杭州乐园	12
1.4.2、亲子乐园——动漫馆	15
2、不差钱儿的外延拓展	16
2.1、黄金旅游景点复制大幕拉开	16
2.2、占领市场先机，填补景区空白	17
2.3、异地项目引遐想	18
3、宋城股份的竞争优势	19
3.1 长三角的地域优势	19
3.2、营销能力所向披靡	20
3.3、A 股唯一！专业旅游文化演艺公司	21
4、盈利预测和投资评级	23



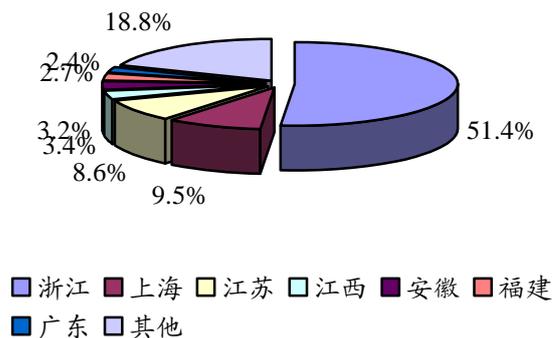
1、夯实主业 一枝独秀

1.1、借势临安文化 公司独创占先机

皇城故都，遗韵犹存。宋代（公元 960-1279 年）是中国封建社会发展成熟的朝代，其经济、科技、文化的发展在当时居世界领先地位；南宋虽然偏安于淮水以南，但商业经济得到最大解放，航海技术、古代科技发展迅猛，对外开放程度较高。当时南宋的经济总量已占世界的 50%，最大的城市临安（今杭州）的人口突破百万。

杭州旅游大蛋糕为公司内涵拓展提供空间。杭州是中国八大古都之一，是国家历史文化名城、首批中国最佳旅游城市、东方休闲之都和品质生活之城；亦是东南沿海地区现代化的政治经济中心、交通枢纽和文化都会。截止 2010 年末，杭州市拥有 A 级景区 30 个，其中 5A 景区 2 个，使杭州不仅是江沪浙一带民众出游度假的首选目的地，亦辐射安徽、山东及江西等相近省份。

图 1、2010 年杭州市旅游客源分布



资料来源：浙江省旅游局官方网站、第一创业证券研究所整理

2010 年，杭州市接待游客 6,580.6 万人次，同比增长 23.6%，团队出行游客超过 600 万人次；其中国内游客占比 95.81%，人均消费增长 53 元至 1,445 元/人次；入境游客人均花费增至 613 美元。2011 年一季度，全市共接待游客 60.47 万人次，比去年同期增长 22.98%，创下历史新高；实现旅游总收入 3.76 亿元，同比增长 37.23%。正是基于杭州旅游市场的庞大体量，宋城能够坐拥 380 万人次的入园人数，并尚有 200 万以上的团队游客提升空间。

表 1、杭州旅游客源充足

	2009		2010	
	人数（百万人次）	增幅	人数（百万人次）	增幅
入境游人数	2.30	4.1%	2.76	19.7%
国内游人数	50.94	11.9%	63.04	23.6%
旅游总收入（亿元）	803.1	13.6%		
其中：外汇收入*（亿美元）	13.80	6.5%	16.90	22.5%



* 美元与人民币按 1:6.8312 换算

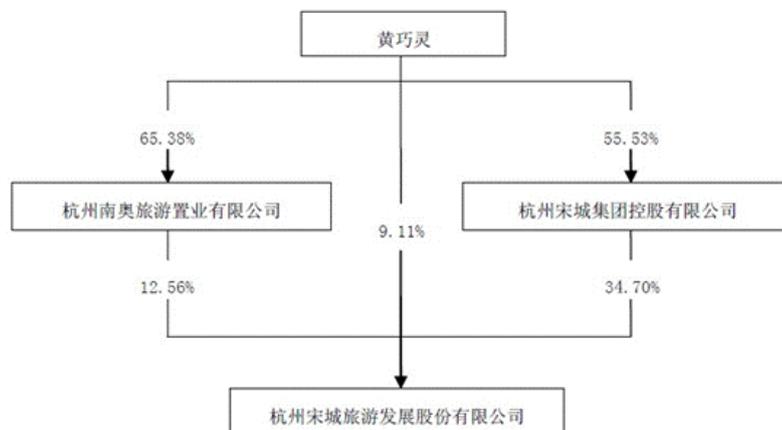
资料来源：浙江省旅游局官方网站、第一创业证券研究所整理

宋城旅游发展股份有限公司（以下简称“公司”、“宋城股份”或“上市公司”）坐落于杭州市，是以主题公园和旅游文化演艺的投资、开发和经营为主业的民营企业。通过文化类主题乐园将南宋繁荣景象再现，并通过演艺表现其文化精髓、民间传说却是宋城股份独创之举，并将公司成功推上了杭州演艺市场的文化至高点。

公司将文化演艺与乐园经营有机结合，在“主题公园+旅游文化演艺”的业务模式形成了以演艺为龙头、主题公园为依托的独特经营理念，成功打造了“宋城”品牌。目前公司主要业务包括文化类主题公园宋城景区、旅游文化演艺节目《宋城千古情》，以及游乐类主题公园杭州乐园、动漫馆场地租赁等。

公司独创性占据行业制高点。公司的核心产品——杭州宋城旅游景区位于西湖风景区西南，之江国家级旅游区内，是中国最大的宋文化主题公园，也使杭州的宋文化旅游得到定位。1994 年，宋城景区以《清明上河图》式建筑落笔钱塘江畔，于 1996 年建成开园，并于 1997 年正式推出了《宋城千古情》。2004 年，宋城景区被国家文化部授予“国家首批文化产业示范基地”，国家级“AAAA 级旅游区”。

图 2、公司股权架构



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

2010 年宋城景区游客人数达到 379.7 万人次，同比增长 47.40%；全年观演人数突破 300 万人，增幅超过 65%。宋城景区及演艺累计接待观众 2,000 余万人次，演出 1.16 万余场，在长三角地区傲视群雄，独占鳌头。

表 2、2010 年子公司经营情况（单位：万元）

	注册资本	控股比例	营业收入	净利润
杭州乐园有限公司	5,050	100%	9,434.58	1,884.34
杭州宋城艺术团有限公司	100	100%	13,520.25	8,788.23
杭州宋城产业营销有限公司	500	100%	1,068.94	356.30



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

宋城景区及《宋城千古情》演艺是公司目前的核心产品，横跨主题公园和旅游文化演艺两个旅游业的细分子行业，其发展顺应了文化和旅游结合的文化产业发展趋势，及国内出游游客向休闲旅游转型的道路，公司连续两届获中国“文化企业 30 强”称号，是浙江省唯一一家上榜的民营文化企业；2009 年获得国家五个一工程奖、舞蹈最高奖荷花奖；2010 年亦荣获年度杭州最佳休闲生活体验点“综合最佳奖”。

1.2、宋城千古情——文化与商业的完美结合

1.2.1、店多隆市 旅游演艺市场蓬勃

《宋城千古情》的出现，改变了杭州旅游市场“白天看庙、晚上睡觉”的习惯，填补了杭州夜游市场的空白。继 1997 年宋城首创古文化与商业演出结合的《宋城千古情》之后，2004 年，《西湖之夜》在杭州市东坡大剧院开演；2007 年 3 月，由著名导演张艺谋、王潮歌、樊跃“铁三角”导演团队联手打造的山水实景演出——《印象西湖》在岳湖公演。

夜间演艺市场的蓬勃发展直接延展了杭州游客的滞留时间，从 2000 年到 2009 年，杭州过夜游客在杭州的平均逗留时间从 2.2 天上升到了 2.9 天，同时，入境过夜游客在杭每人日均消费从 190.99 美元上升到了 209.82 美元。

多样化、多层次的演艺节目使得旅游消费市场趋向合理发展，同期，入境杭州的游客消费中，购物、餐饮比例双双下降，而娱乐、文化艺术所占比重上升；2010 年，外宾的娱乐消费增长 2.4 个百分点，升至 7.5%；国内游客娱乐+文化艺术的消费比重升至 5.9%，即文化演艺娱乐市场去年为杭州市带来近 61 亿元的旅游收入。其中，仅《宋城千古情》一台演出接待人数就达到全年杭州演艺观众的六成以上。

表 3、杭州演艺精品比较

	宋城千古情	西湖之夜	印象西湖
观众人数（万人次）	303	85	50
日均演出场次	3.6	1.22	2.47
座位数量	3189	800	1800
演出场所	宋城大剧院	东坡大剧院	西湖的岳湖景区
演出内容	《良渚之光》、 《宋宫艳舞》、 《金戈铁马》、 《西湖传说》、 《魅力杭州》	《玉龙金凤》、 《岳王雄风》、 《南宋盛景》、 《梁祝情缘》、 《风雅钱塘》、 《东方佛光》	许仙与白娘子： 相见 相爱 离别 追忆 印象



表演形式	融合舞蹈、戏曲、 邻邦歌曲、杂技、舞蹈、杂技、武 马戏、民俗展示、术、戏曲、民乐 茶艺表演等元素			舞蹈、歌曲
票价	贵宾席：180 尊宾席：200 豪华席：400	贵宾席：280 普通票：220	亲水区：260 亲水区 VIP：350 大画舫下层：450 大、小画舫上层：600	
观众结构	87% 团队 13% 散客	-	旅行团 63% 商务团 28% 散客 9%	

资料来源：公司公告、西湖之夜网站、印象西湖网站、第一创业证券研究所整理

比较来看，《印象西湖》的整台演出位于岳湖水区，需要演员涉水表演，对户外演出条件的要求较高，易受到台风、雷雨天气干扰。2010年1、2月演出就因为寒冷天气而暂停。另一方面，《印象西湖》着眼于高端市场，阳春白雪式的表演以许仙白蛇恋情为主线，以开拓海外市场为主，目前外宾观众人数升至的45%左右。目前海外游客仅占杭州的国内游客的4.38%，2010年入境游客为276万人次。

《西湖之夜》在演出内容上与《宋城千古情》同质性相对较高，但其票价稍高，演出内涵元素、舞台效果及场景设计上略逊于后者。在开辟团队游客的市场上竞争力相对较弱，集中观演度较低。

1.2.2、创新：从历史文化中掘金

《宋城千古情》是杭州文化最精髓部分的创新性的展现：劳作生息的古越先民，繁华如烟的南宋王朝，慷慨激昂的岳飞抗金、感人至深的白蛇与许仙、催人泪下的梁祝传说。观众沉浸其中，犹如穿越时光的隧道，由那段既熟悉又陌生的历史引起观众的共鸣。

创新，在内容，在感官。为了吸取别人好的经验，不断提升《宋城千古情》演出的生命力，公司每年都组织编导队伍去国外观摩。节目保持每月一小改，每年一大改，公司每年投入节目改进的费用额度为1,000万。改了十四年，《宋城千古情》还在改，从舞台布置、灯光、节目内容、演员，全都在不停地改动。

2010年4月，《宋城千古情》从原来的六幕改为了四幕，《良渚之光》、《宋宫宴舞》、《金戈铁马》、《魅力杭州》从远古到当代一气呵成，增强了《宋城千古情》与观众互动性，宫女把宋皇御赐的龙井茶献给到场的贵宾；梁山伯、祝英台手摇杭派折扇唱起越剧名曲《十八相送》，出现在观众身边。同期，剧院座位从原来2,000个增加到了3,198个。2011版的《宋城千古情》增添了《西子传说》一幕，舞台随剧情转化时而出现西湖水面，时而“水漫金山”，时而时空穿越，实景布置使观众拍手叫绝。

尽管表达的是古朴悠久的文明，宋城在舞台布景、视觉效果上运用了众多高科技创新，历来走在同行业尖端。《金戈铁马》一幕中，六台大型鼓风机、八台大型雪花机以及六十多台中国一流的电脑图案灯都已经搬到舞台上整装待发；



近 20 面 LED 高清大屏幕面积规模扩展到央视春晚舞台的约两倍；由中国最专业的立体影片制作团体奉献的 3D 舞台多媒体数字影像实时震撼观众眼球。除此之外，收缩、移动、升降等世界最先进的舞台机械，移动观众席纷纷上阵，为观众营造完美的视听效果。

重视观众，以市场为创新导向。宋城通过调查问卷的方式来了解观众的心态：节目演出后，请观众评价、建议，对这场演出是不是满意？您看过的演出里，还有哪个剧目印象深刻？中国文化中，你最熟悉、印象最深的是什么？每月发放的调查问卷，让宋城剧团与一线观众保持密切沟通；通过剧场设置的导游休息室，使公司第一时间了解游客需求，尤其是外宾的反馈，使得演出和市场紧密联系，和中外文化保持融合。

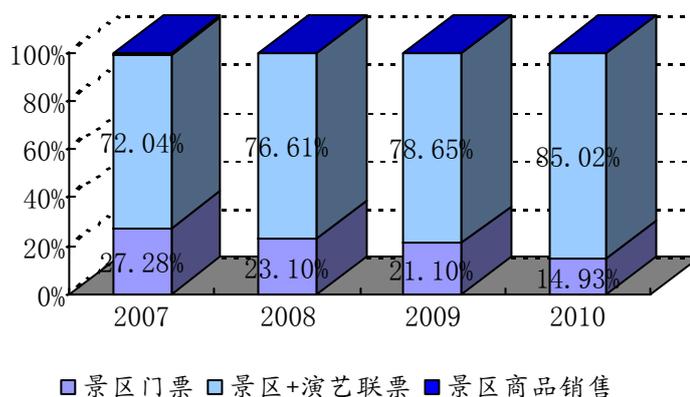
一场成功的演出，需要市场反复打磨；但并非为了迎合市场而放弃文化，艺术的表达手段可以变，但文化核心不能变。正是坚守住能够与观众产生共鸣的文化核心，加之与时俱进的表现手法，《宋城千古情》的成功才能持久。

1.2.3、量增价涨 提升收入规模

正是《宋城千古情》艺术水准的不断提升，以及市场口碑的不断积累，使得 2006 年开始，《宋城千古情》已完全摆脱从属于宋城景区的地位，与宋城景区形成了互为表里、深度融合的业务板块联动效应。公司大力推进了各业务板块的专业化管理，开始将宋城景区和《宋城千古情》的品牌进行一体化推广，联票收入上升成为公司的主要收入模块。

纵然后有追兵，宋城千古情依然以最高接待人数、日均演出场次及累计演出次数独傲群雄，成为杭州、乃至全国首屈一指的大秀，堪称与拉斯维加斯“O”秀、法国“红磨坊”比肩的“世界三大名秀”之一。2010 年，进入宋城景区的游客中选择观看和不观看演出的比例为 79.74%和 20.26%，《宋城千古情》已成为游客进入宋城景区的主要理由，亦成为宋城股份主要收入来源。

图 3、宋城景区营业收入结构



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

从 1997 年的露天演出到现在恢弘的大剧院，《宋城千古情》已经走过了 14 年，累计演出超过 11,600 场，接待观演游客超过 2,600 万人次，成为目前世界上演出场次最多和观众接待量最多的剧场演出。2010 年，《宋城千古情》创



下了单日演出 8 场且场场爆满，日均演出 3.6 场的新纪录；2011 年，公司追求演艺节目精益求精，推出 2011 版《宋城千古情》。一季度，《宋城千古情》演出次数达到日均 5 场左右，2010 年 3 月末，宋城大剧院的座位数增加到 3,189 个，因而 2011 年一季度可接待量同比提升 59.5%；另一方面，2011 年度《宋城千古情》演出联票的结算价格较去年提升 20 元，提升幅度为 23.5%。

因此，2011 版《宋城千古情》在量增价涨的情况下，将提升联票收入超过 23%，人均消费提升至 105 元附近。

表 4、《宋城千古情》接待量数据及预测

	2009	2010	2011E	2012E
宋城景区	258	379.7	380	450
《宋城千古情》观演人数（万人次）	184	303.4	320	400
全年演出场次	1,331	1,825	1,921	2,401
观演占入园人数比重	71.32%	79.74%	84.21%	88.89%
毛利率（%）	80.8%	85.0%	86.2%	86.2%
联票收入（万元）	14,755.13	27,285.85	33,600	42,000

资料来源：公司年报、第一创业证券研究所预测整理

1.3、以文化为魂，宋城景区傲视同业

主题公园，是一个资金密集、科技密集、创意密集而又特色鲜明的行业。以 1989 年深圳华侨城建立的“锦绣中华”为先河，中国的主题公园伴随国内旅游市场的启动而繁荣，并将进入到一个蓬勃的新时期：中国的民族品牌将更接近国际水准，国际品牌更加希望能进入中国市场。

宋城景区属于文化类主题公园，是 20 世纪 90 年代国内旅游市场的弄潮儿。在全球范围内，主题公园最发达的地区在北美洲，但亚洲是全球主题公园发展最快的地区，而中国主题公园的市场发展潜力最大。2009 年，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，具有较大的提升空间。

1.3.1、宋城景区成功因素分析

我们从主题公园的主要竞争要素来分析宋城景区取得的巨大成功：

一、文化内涵

宋城景区是中国最大的宋文化主题公园，是杭州地区的第一个主题公园，依据宋代杰出画家张择端的《清明上河图》画卷，严格按照宋代营造工法再现了南宋都城的繁华景象，是杭州市非物质文化遗产产业基地、南宋民俗文化产业基地。主要分为：清明上河图再现区、九龙广场区、宋城广场区、仙山琼阁区和南宋风情苑区等部分，占地 100 亩，初期投资 1.5 亿元。

图 4、宋城景区平面图



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

重文化，讲体验。宋城景区公司坚持“建筑为形，文化为魂”的开发理念，开园之初即引进了根雕、拉大片、皮影、布袋偶、木版年画等七十二行，市井街内打铁铺、棉花铺、酒坊、染坊、陶泥坊、特色小吃等老作坊鳞次栉比，评话、越剧、木偶戏、铜锣说书、街头杂耍、燕青打擂、捉拿武松和杂技等特色表演应接不暇，王员外家小姐抛绣球招婿表演更是闻名遐迩。

回顾 90 年代我国主题公园的大浪淘沙的过程，诸多经营状况的不理想是因为缺乏景区再投资，参观性质较强，游客参与感、体验度欠缺，难以产生共鸣，重游率极低。在这一点上，宋城景区实乃业内佼佼者。景区不满足于定期安排新春庙会、火把节、泼水节、桂花节等节庆活动，还根据市场需求，积极策划、推出园内新景点，如 2008 年推出的“聊斋惊魂月”系列、2009 年推出的佛山佛窟系列等，使景区长期具备新的游客增长点。正是这些老祖宗流传下来的，而在现代社会日益鲜见的文化细节，使游客不只是单纯的旁观者，而是亲身体验、参与进去，从而产生共鸣，构筑起了宋城的核心竞争力。

二、空间竞争

历史文化与商业运营捆绑营销在杭州城内并不鲜见，小至说评话、秀茶艺的茶馆瓦肆；大到保留着古朴韵味、齐聚老字号的清河坊、南宋御街——中山路。但是，以演艺为核心、以主题公园为载体传递历史文化实乃宋城景区独树一帜，是其先驱和成功者。

表 5、杭州部分景区数据对比（单位：万人次）

	项目特色	开园年份	占地面积 (亩)	票价	入园人数	
					2009	2010
宋城景区	宋皇宫、街区、文化生活重现	1996	100	80	258	379.7
杭州乐园	游乐设施、生态娱乐园区	1999	250	120	63	78.6
杭州东方文化园	道、儒、佛教文化展示园区	2000	2,700	128	71	102
杭州野生动物园	野生动物、自然风光	2009	4,000	150	109	108

资料来源：杭州市旅游局官方网站、第一创业证券研究所整理



宋城景区经过 15 年的励精图治，虽然占地面积仅为同类文化类主题乐园——东方文化园的 1/27，但宋城景区的客流量是杭州东方文化园的 3 倍有余，营业收入则为杭州东方文化园的 3-7 倍，从市场数据证明其拥有绝对的竞争优势。

伴随长三角地区交通便利化，江沪浙三地的游客占据了杭州入境游客的 69% 以上，与大打“明星牌”的影视城旅游景区不同，宋城景区着重深度文化体验、参与和分享。因此，与长三角地区大多主题乐园不具同质化的直接竞争。

表 6、长三角部分主题公园对比（单位：万人次）

	项目特色	投资额 (亿元)	票价 (元)	入园人数	
				2009	2010
宋城景区	宋皇宫、街区、文化生活重现	1.5	80	258	379.7
无锡吴文化博览园	春秋吴国文化保护和开发	7	50	-	-
无锡三国影视城	具有旅游功能的三国演义、水浒影视拍摄基地	4	120	-	200
横店影视城	明星+影视+景区：秦王宫、清明上河图、江南水乡、大智禅寺、广州街/香港街、明清官苑、屏岩洞府	30	420/ 冬季 360	518	700

资料来源：浙江省旅游局官方网站、第一创业证券研究所整理

三、市场体系

竞争环境得以有序保护。根据《外商投资产业指导目录（2007 年修订）》，大型主题公园的建设和经营被列入我国限制外商投资产业目录。因此，国外竞争对手尚未大规模进入国内主题公园行业。

从局部地区来看，江浙沪三地已经把共建长三角“大旅游圈”提上了日程，以“长三角”为总体规划的基础，在主题公园的建设上协调发展，避免重复建设造成内耗。**良性的市场竞争格局保护了宋城景区作为两宋文化代表园区在长三角的唯一性。**

从微观层面来看，公司在宋城景区的定位上实现了差异化和低成本并行：

重新定位，另类选择。宋城景区以独有的宋文化主题公园在杭州乃至长三角夺得先机，以提升入园游客的参与感与其他主题公园相区别。另外，宋城的成功在于其突破了传统的“主题公园+旅游演艺”的模式，打破了演艺在产品地位、价格策略等方面附属于公园的固有格局。公司认识到单纯依靠公园门票难以维持景区的可持续发展，着眼于在新的平台将文化与旅游结合，树立了《宋城千古情》的核心产品地位，使公司主营收入不仅依赖于公园门票收入的提升，使公司产品的创新不仅依赖于公园景区的相对低成本扩容，使公司的核心竞争力在文化类公园之上增添演艺娱乐的元素。

价值成本最大化。与同类主题公园相比，宋城以较低投入带动了更大产出，意味着更短的市场培育期。如表 6 所示，宋城景区仅用不到 40% 的三国影视城的投入吸引了其 1.9 倍的客源，用 1/20 的横店影视城的投入、1/42 的园区面积



撬动了其 54% 的游客量、近 56% 的收入规模。显而易见，宋城景区在资本利用效率、盈利能力上首屈一指，公司近三年的净资产收益率分别为 45.02%、40.45% 和 32.54%。公司在资产采购上不迷信进口品牌，以安全、创新为上，在核心产品——千古情的更新上更是不吝投入，引入国内最新高科技手段，并聘请一流的数码影像制作企业为舞台增色。

定价不冒进，不跌份儿。宋城景区园区面积、投资规模算不上同类型较高水平，但位于杭州市区，交通便利；同时，景区及《宋城千古情》表现的是寻常百姓喜闻乐见的文化元素，因此，公司定价充分考虑了这些因素，定价宜处于行业平均水平，并不一味贪图高价；或以低价策略抢夺市场，拉低节目档次。

表 7、景区门市价格变动（单位：元/人次）

	挂牌价		收入及均价	
	景区门票	演出票	景区收入（万元）	按接待量计算的均价
2008	80	100/120/320	14,167.47	67.52
2009	80	100/120/320	18,759.84	72.82
2010	80	160/180/380	32,101.36	84.54
		...		
2011E	80	180/200/400	40,126.71	105.60

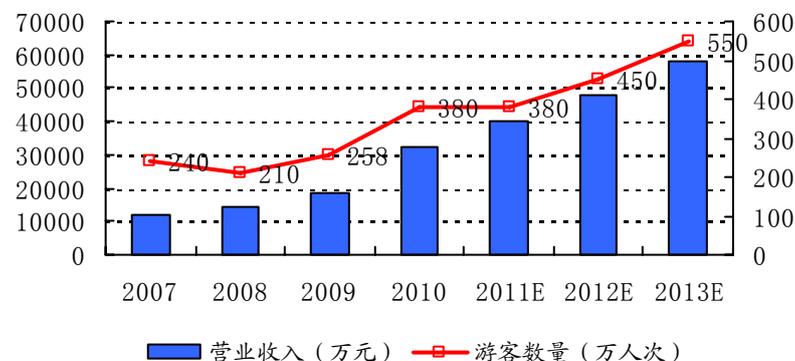
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

1.3.2、景区扩容 接待量跃升

公司在原有募集资金投入 7,000 万的基础上，追加自筹资金进行景区二期开发，预计于 2011 年末竣工，2012 年开始迎客。二期项目将在宋城景区新建近十项大型体验性项目，以此增强与入园游客的互动环节。在宋城景区二期增设一条宋代风格的步行街，与现有宋城融为一体，主要用于美食、休闲、购物，等功能，使园区的设计容纳量由目前的 350 万人次上升至 550 万人次。

2012 年，景区完成扩容超过 40%，并融合吃、游、购、娱等旅游元素，有望实现 20% 的接待量增长，至 2013 年达到 550 万人次的入园量，保持在长三角乃至全国的首屈一指的主题公园地位。

图 5、宋城景区经营情况及预测



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所预测整理



1.4、同城复制 新增景区赢利点

两国一馆丰富产品线。公司以旗下拥有的“两国一馆”，借助募投资金，率先将“主题公园+旅游演艺”的模式推广至杭州乐园和动漫乐园，在常见的游乐型公园“主题公园+多维电影”的基础上注入旅游演艺的元素，极大的丰富了公司产品层次，满足杭州人及长三角游客在近距离内实现全家休闲度假一起 high 的愿望，有望形成多赢利点、多元核心产品的格局。

1.4.1、老少同乐——杭州乐园

1999年，杭州乐园在一片废弃的砖瓦厂上欢乐开业，园区占地10万平方米，由于游乐设施日渐老化，园区吸引力下滑，去年接待游客仅为79万人次，在长三角同类的游乐类主题公园中成绩平平；目前，公司利用募投资金3.13亿元，将把乐园整修成由玛雅部落、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、吴越古城以及生态园等多区块组成的具备最新技术和设施的生态休闲度假园区。

表8、长三角主题乐园比较

项目	面积 (万平方米)	投资额 (亿元) (投资方)	门票 (元)	项目特色	2010接待量 (万人次)
杭州乐园	10	3.3	120	23项大、中型游乐设施，辅以各种带有鲜明文化创意特色的主题园区	78.6
上海欢乐谷	66	40 (华侨城)	200	7个主题园区，百余项娱乐及观赏项目，12座大型游乐设施	250
宁波凤凰山海港乐园	26	7 (横店集团)	120	4个主题园区，23个主要游乐项目	45
苏州乐园	54	5 (苏州高新)	130+自费项目	11个主题景点，游乐设施及景点80余处，大型游乐设施13个	160
常州中华恐龙园	40	7 (龙城旅游)	160	以恐龙为主题，分展示、游乐、科研三大功能区，集科普、娱乐、休闲及参与性表演于一体	200
芜湖方特乐园	125	15 (华强集团)	170	15个主题项目区，以室内高科技项目为主的游乐、休闲及景观项目共计300多个	180
上海迪斯尼	116	245 (陆家嘴)	300?	5个主题游乐区域，精选小熊维尼历险记、太空飞碟等20多个主要景点	-

资料来源：公司年报、第一创业证券研究所预测整理

与文化类主题公园不同，游客在选择游乐类主题公园进行休闲娱乐活动时，除了考虑门票价格、游乐设施，时间和交通成本也是重要的决定因素之一。因此，游乐类主题公园的区域性特征十分明显，重游率较高，客源主要集中在游乐类主题公园当地和周边地区。如下图，长三角地区的游乐类主题公园与杭州市区的直线距离在150KM-220KM之间，驾驶旅程在2-3小时甚至更高。杭州乐园距离市区仅15公里，因此，在驾驶旅程2小时的辐射半径内，杭州乐园与上述长三角项目的涵盖群体、属地各不相同，直接竞争并不明显。这也决定了杭州



乐园的主要游客为杭州市区及周边区域 150KM 区域内的本地散客。

图 6、长三角游乐园平面图



资料来源：百度地图、第一创业证券研究所整理

与杭州乐园主要目标客户群体有所重合的杭州地区其他场所主要有：以极地动物展出和表演为主的极地海洋公园，以及向少儿提供各种社会角色扮演和体验为主的杭州青少年发展中心（Do 都城）等。但上述场所与杭州乐园所提供的游乐服务项目和内容均有较大差别，因此，杭州乐园在杭州地区不存在同质的竞争对手。

从国际经验来看，拟建的上海迪斯尼、浙江 Hello Kitty 家园不仅不会阻碍其他主题公园的发展，反而会促进本土主题公园品牌和整个行业的发展，去粗存精，共同把市场“蛋糕”做大。香港迪斯尼在 2006 年开业后，一河之隔的深圳欢乐谷 2007 年游客增长率高达 10.2%，而 2007、2008 两年总计新增游客 200 万人次，而和迪斯尼同城竞争的香港海洋公园也实现了游客量的快速稳定增长，2008 年游客量达到了 500 万人次、盈余高达 2 亿港元，全面超过香港迪斯尼。

不仅仅是杭州版“欢乐谷”——复制“主题公园+旅游文化演艺”模式，打造游乐园差异化。2011 年，通过重组第一世界大剧院和生态园，杭州乐园园区面积分别增加 6.7 万、2.05 万平方米，形成包括杭州乐园大剧院、生态园区，在内的九大区块，将于 2012 年 3 月完成全部整修工程，对外开放。与以欢乐谷为代表的都市娱乐产品不同，杭州乐园是生态类休闲度假产品，是长三角地区独具室内实景演出的综合性主题公园。

图 7、杭州乐园平面图



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

新园区持续开幕，添加新动能，实现老少同乐。2010年12月1日，杭州乐园开始了为期4个月的闭园整改；新乐园一期于2011年4月2日盛大开幕，全新引进众多游乐设备，新开辟了近万平方米的游乐区，有虫虫特工队、小激流勇进、梦幻木场、桑巴气球、母子观览车、弹跳小汽车、双层转马、音乐船等10多个亲子项目开门迎客，仅4、5两月的接待量即超过2010年第一、二季度游客量（28万人次）的总和。

7月，杭州乐园将推出包含“水公园”在内的二期项目，同期，公司原创大型4D室内实景演出《吴越千古情》（原《杭州之夜》或《杭州千古情》）将开幕；圣诞节前夕，公司将推出滑雪馆项目，营造出“淡季不淡”的游园旺势，预计2011年杭州乐园入园人数将增至120万人次，其中约40万人观看《吴越千古情》的演出，增收4,000万元，乐园与新演出对公司每股收益增厚0.10元。

新演出与《宋城千古情》形成优势互补。即将推出的4D实景演出《吴越千古情》节目围绕春秋吴越的历史文化，和《宋城千古情》在文化和市场上互为补充，共同占领杭州历史文化的制高点；

其次，《吴越千古情》的游客组成与《宋城千古情》形成互补，这是宋城景区与杭州乐园的客源组成的差异化决定的。宋城及《宋城千古情》历来以团队游客居多，而杭州乐园反之，散客为主要客源，尤其是家庭、学校客源比重较高；

再次，《吴越千古情》与《宋城千古情》在定价方面形成中等+高档水平的互补，一是市场试水的需要，二是针对杭州市及周边居民的散客消费，价格敏感度较高；

另一方面，《宋城千古情》重歌舞场面，《吴越千古情》更侧重构筑室内演出实景，连座椅亦加入感官震撼，7月开演的座位数即超过3,000个，由于三季度水公园开幕的带动，预计下半年《吴越千古情》的观演人数将占到入园人数的五成左右。



三期生态园项目预计 2012 年一季度开园,届时,园区面积将扩大 80%以上,出现明显的提价驱动。另外,在建中的杭州市首条地铁线——地铁 1 号线将于 2012 年 10 月正式通车,链接杭州市的主要城区及乐园、动漫馆。考虑到交通可达性提升,乐园将出现价升量涨,营业收入突破 2.8 亿元,为公司贡献近 6,000 万元,每股收益 0.15 元。

表 9、杭州乐园经营情况及预测

	2009	2010	2011E	2012E
入园人数(万人次)	63	78.6	120	150
乐园门票价格	100	120	120	150
其中:散客人数(万人次)	50	62	96	120
观演人数(万人次)	-	-	40	60
新开区	-	12月起闭园整改	一期:玛雅部落、冒险岛、失落丛林、童话王国四大主题功能区 二期:杭州乐园水公园、吴越古城主题区和杭州乐园大剧院、杭州乐园滑雪馆(圣诞节)	三期:生态园
占地面积(万平方米)	10	10	16.7	18.75
毛利率(%)	46.8%	51.4%	58.4%	58.4%
营业收入(万元)	6,010.86	8,855.59	18,596.74	28,824.94
人均消费(元)	95.35	112.67	154.97	192.17

资料来源:公司年报、第一创业证券研究所预测整理

1.4.2、亲子乐园——动漫馆

完整公司产品链条。公司目前的经营业务在少年儿童和家庭亲子游乐市场的综合娱乐产品上明显缺失一环。针对 15 岁以下孩童及动漫爱好者,公司拟用募投资金中的 2.2 亿元将原中国国际动漫馆改造成动漫乐园,使游乐服务链条得到进一步完善。

由公司运营的杭州动漫乐园是第四至第七届中国国际动漫节的主会馆,目前其主要收入是承揽动漫节和其它展会的场馆租赁收入。改造后的动漫乐园总建筑面积约 5.68 万平方米,计划由海洋区、森林游乐区、智慧树广场、童话剧场、动感电影等主题区域组成,建成为主题功能突出、针对少儿客户群体的综合性亲子动漫乐园。预计 2012 年场馆改造完成,届时,公司将推出新的多台票内演出,包括大型动童话剧《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。目前杭州市场尚无与该项目存在同质竞争的项目,利用中国国际动漫节的影响力,动漫乐园可以迅速打开市场,为杭州建设“动漫之都”添翼。

表 10、动漫乐园经营情况及预测

	2009	2010	2011E	2012E
收入类型		承办+租赁收入		门票收入
营业收入(万元)	629.98	786.85	944.21	1416.32
毛利率(%)	10.8%	39.2%	35%	35%

资料来源:公司年报、第一创业证券研究所预测整理



2、不差钱儿的外延拓展

2.1、黄金旅游景点复制大幕拉开

公司在 2011 年 4 月底至 5 月中旬集中公告了三个重大投资意向，意味着公司正积极实现外延扩张，将“主题公园+旅游文化演艺”的成功模式复制到国内黄金旅游城市，自主品牌“千古情”的连锁经营的模式正式扬帆起航。未来三年，公司将保持一个相对稳定、不激进的扩张速度，力争每年有 2-3 台新演出面市，在 3 年内实现 6 台新演艺的突破。

拓展步伐超预期。在公司的招股说明书中，公司仅将三亚作为异地复制“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式的首要推广目的地。截止 5 月，仅上市 6 个月时间，公司相继签署 3 个外埠项目，对外拓展的速度超预期，体现了公司高超的品牌、资金和运营的综合实力。

对外扩张不差钱儿。2010 年 11 月末，公司以 53 元的发行价在创业板公开发行 4200 万股，募集资金净额 21.28 亿元，除招股说明书中说明的 5.31 亿元用于“杭州动漫乐园改建项目”和“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”外，超募资金约为 15 亿元。截止 2010 年末和 2011 年一季度末，公司账面的货币资金分别为 23.5 亿元和 22.15 亿元，表明公司对外扩张具有充沛的资金储备，即使短期内上马 3-4 个项目，其资金压力也不大。因而公司接连签署异地项目，是具有资金实力的保障的。

表 11、已公告的重大投资项目

	峨眉山	武夷山	泰安	三亚
项目位置	待定	武夷山市战备路西侧与武夷学院毗邻	泰安旅游经济开发区内天平湖西岸	三亚市区至亚龙湾必经之路的中心位置
占地面积（亩）	约 100 亩	350 亩	500 亩	-
项目内容	剧院+《峨眉千古情》	主题公园、剧院+《武夷千古情》	主题公园、剧院+《泰山千古情》	主题公园“天涯不夜城”、剧院+《三亚千古情》
预计投资（亿元）	2 亿元	1000 万元诚意金	5 亿元	2.9 亿元
预计建设周期	8 个月	12 个月	14 个月	12 个月
投资公司	公司全资子公司	公司全资子公司	合资公司——与泰安旅游经济开发区管委会全资子公司——山东泰安天平湖旅游投资有限公司组建经营管理公司（15%/85%）	公司全资子公司
2010 游客接待量（万人次）	峨眉-乐山景区：500.36	635	396	883
其中：团队客源比例	15%	45%	30%	43%
2010 景区旅游总收入（亿元）	峨眉-乐山景区 18.5	106.6	23.5	139.64



	峨眉山	武夷山	泰安	三亚
景区已有演出	3D 山水实景剧《天下峨眉》: 川剧变脸以及茶艺、武术等方式展现佛文化、武术文化、茶文化的丰富内涵	《印象大红袍》: 借茶说山、说文化、说生活, 全球首创 360 度旋转观众席	大型山水实景剧: 《中华泰山封禅大典》 2010 年 5 至 10 月演出 135 场, 收入 2883.7 万元	《浪漫天涯》: 美女歌舞秀

资料来源: 公司公告、景区网站、第一创业证券研究所整理

2.2、占领市场先机，填补景区空白

市场混沌期，树立品牌优势正当时。 目前我国的旅游文化演艺行业处于初级阶段，行业发展不充分、行业集中度较低，尚未形成连锁经营、具备规模效应的企业，演出质量良莠不齐，竞争格局低下。一些地方的主题公园和商业演出但存在着商业运营手段欠缺、主题公园陈旧或者演出完全处于门票收入的附属地位等问题。

针对于此，中共宣传部和文化部在 2009 年 7 月联合发布《关于深化国有文艺表演院团体制改革的若干意见》，提出深化国有文艺表演院团体制改革，支持民营企业参与国有文艺表演院团改制和股份制改造，打造跨所有制、跨业态的大型演艺企业。

公司作为我国旅游演艺第一股，在上市之后，借助现有品牌和资金优势，加之独有的成功模式，正是公司进行收购、扩张的良好时机。

寻求差异化，将市场空白变为优势是公司有信心落地国内众多一线旅游景区的法宝。 公司第一版的《宋城千古情》是以填补杭州夜游市场空白而创作的，并采用了当时鲜见的室外实景演出形式；在稳定客源、认识到露天演出的局限及弊端后，2003 年，《宋城千古情》移至大剧院内上演，填补了杭州市场千人座位以上大剧场的市场空缺；2007 年，应市场需求激增的影响，公司瞄准市场夜间演出竞争集中、日间演出稀缺的空白区，将《宋城千古情》排期延展至日间。面对歌舞秀竞争门槛较低的状况，公司不吝成本，投入高科技布景技术、多效果舞台、多面多层次 LED 背景及侧景，使得场景延伸至观众身边，布景道具与观众零距离，舞台则呈现要山得山、要水得水的场面，令其跟随者难以望其项背。

比较而言，上述投资目的地目前的演出以户外、实景演出为主，以夜间为主要演绎时点，因而，遵循公司在杭州市场的错位竞争策略、填补市场空白区的思路，目的地景区的演艺市场尚具有巨大发展空间，甚至将出现后来者居上的场面。

成功的异地复制需要既懂文化，也懂商业。 “主题公园+旅游演艺”模式横跨文化和旅游两大行业，依赖于经营者具有高度的将文化和商业融合的能力和经历，具备主题概念创意、室内实景舞台布置、主题园区设计的专业人才和团队，和整合市场资源、强大的营销推广能力。宋城在杭州的巨大成功无疑证实了公司在投入产出最大化的前提下，能够融合文化元素与商业演出，具备牢牢抓住观众眼球的设计创新能力，有效提高资本利用率和回报。



2.3、异地项目引遐想

以演艺为核心，主题公园走混搭路线。公司在异地的复制项目将延续“主题公园+旅游文化演艺”的成功模式，以《千古情》演艺为龙头产品，在主题公园首创混搭概念，将本地文化内涵与景观、项目参与、游乐设施相融合，部分投资地将把吃、住、游、购、娱概念，以品牌连锁演艺为核心，构筑休闲度假区。

强调营销能力，使演出跃然而出。另一方面，已然存在的投资目的地演出，除《《印象大红袍》借助“铁三角”导演的名声扬名省外，均处于“养在深闺人未知”的状况，对外地游客缺乏前端营销，在旅游目的地游客的初步接受度较差，因而其表演在很大程度上还处于景区的依附状态上。宋城的专业营销公司将先于投资子公司在新景区布点营销，并利用华东地区成熟网络注入外地游路线，将演艺转化为与景区并行的看点，提升景区的吸纳量。

表 12、投资目的地弹性测试

	峨眉山	武夷山	泰安	三亚	合计
预计投资（亿元）	2 亿元	约 3 亿元	5 亿元	2.9 亿元	12.9
假设投入时间	2012.8	2013.3	2013.2	2012.7	-
2012 年接待量（万人次）	20			80	100
比重	4%			10%	-
预计票价	100			100	-
收入规模（万元）	2000			8000	10000
毛利率	35%			75%	67%
净利润（万元）	10%，200			45%，3600	3800
贡献每股收益	0.005			0.10	0.105
2013 年接待量（万人次）	40	60	40	100	240
比重	8%	10%	10%	12%	-
预计票价	100	100	100	100	-
收入规模（万元）	4000	6000	4000	10000	24000
毛利率	62.5%	60%	10%	78%	60%
净利润（万元）	40%，1600	35%，2100	-10%，-400	45%，4500	7800
贡献每股收益	0.04	0.06	-0.01	0.12	0.21

资料来源：景区网站、第一创业证券研究所整理

千古情品牌墙内开花墙外香。公司品牌蕴含的以文化为内涵，以建筑为形式，以演艺为核心的内在价值，不仅在江沪浙地区赫赫有名，也打动了众多黄金旅游景区管理层。峨眉、武夷以及泰山的当地政府及管理委员愿意联手宋城，看重就是宋城将文化和商业完美结合的创造能力、完善的运营管理，能够将景区的文化内涵挖掘出来，形成地方名片，增加旅游的高附加值；同时，在观光旅游的基础上注入文化演艺元素，促进休闲度假型旅游目的地的升级。

目前，公司正在积极与丽江、黄山、西安、九寨沟和张家界等一线旅游目的地的地方主管部门接洽，并有望近期在上述地区通过并购已有剧场、新设成立混搭公园等举措实现进一步布点。



3、宋城股份的竞争优势

3.1 长三角的地域优势

富庶之地文化旅游消费能力居国内之首。杭州坐落在中国东部沿海最大的都市圈——长江三角洲内，是长江三角区南翼的中心城市之一。2010年，杭州人均GDP甚至超过上海，突破1.2万美元，恩格尔系数也降至38%附近。

与此相似的具有相当经济体量的城市在长三角地区为数众多，2010年，GDP总量超过5,000亿元以上的城市由2009年的3个升至5个；在全国人均GDP超过1万美元的11个城市中，长三角地区就占据5席；所列城市的人均GDP早已超过国际休闲度假游的3000美元的标准线以上；同年，在我们选取的长三角重点城市中，城市居民人均可支配收入超过3万元以上的城市达到4个，平均水平较2009年上升12.3%，至29,034元，超出同期全国的城镇居民全年人均可支配收入19109元52%以上。经济的快速发展大大提升了居民的文化消费能力，有利于休闲型旅游景区对于旅游要素中“购”、“娱”的发展。

表 13、长三角部分城市经济数据

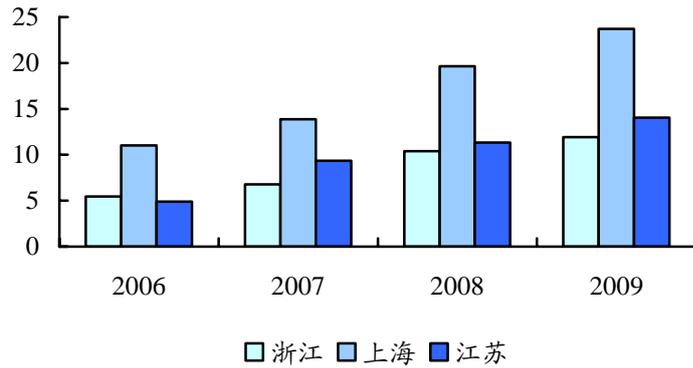
	2009		2010		
	GDP (亿元)	人均可支配收入	GDP (亿元)	人均可支配收入	人均 GDP (美元)
杭州	5,098.66	26,864.00	5,945.82	30,035.00	12,688.43
宁波	4,214.60	27,368.00	5,125.80	30,166.00	14,292.95
南京	4,230.26	25,504.12	5,010.36	28,311.63	9,204.95
苏州	7,740.20	26,320.00	9,168.91	29,219.00	12,826.79
无锡	4,992.00	24,576.00	5,758.00	-	14,749.43
常州	2,518.66	23,751.00	2,976.68	26,269.00	7,624.93
嘉兴	1,917.96	24,693.00	2,296.00	-	5,881.33
绍兴	2,375.46	26,874.00	2,782.74	30,164.00	7,128.14
上海	15,046.45	28,837.78	16,872.42	31,838.08	10,779.04

* 美元与人民币按 1:6.8312 换算

资料来源：Wind、第一创业证券研究所整理

便利交通使长三角景区触手可及。由于经济富饶，在江沪浙地区，每百户家庭的汽车拥有量常年居于全国前列。2009年度，上海、浙江和江苏的该数据分别为24、14和12，均高于同年的全国平均水平（2009年、2010年城镇居民家庭平均每百户拥有家用汽车数：10、13）。

图 8、长三角地区每百户家庭车辆拥有量



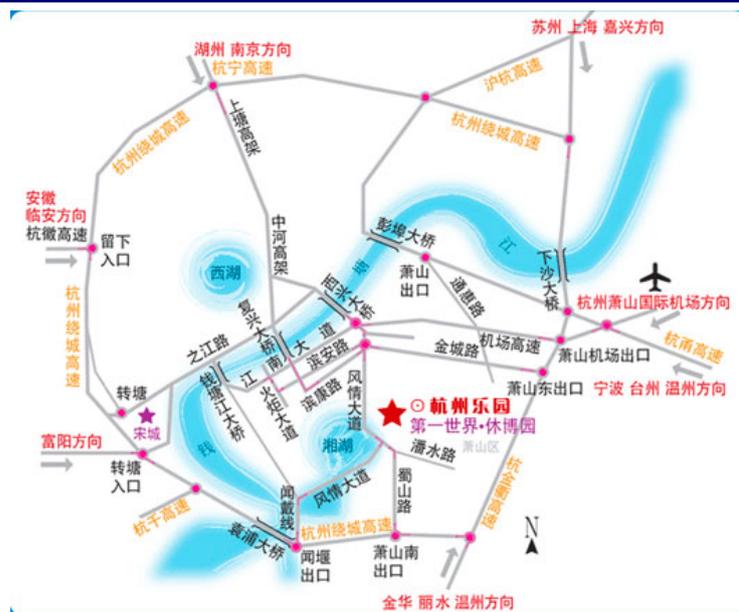
资料来源：Wind、第一创业证券研究所整理

高比例的私家车拥有量、四通八达、高速的公共交通（如下图）为长三角主要城市间的互访提供了便利，带动了大量的家庭游、社区游、商务旅游，也为公司深耕细作杭州市场，实现内涵式增长提供条件。

图 9：长三角宁沪杭甬高速客运专线



杭州自驾交通四通八达



资料来源：百度地图、第一创业证券研究所整理

3.2、营销能力所向披靡

宋城独有的吸引力，是通过精耕细作客源市场而逐渐形成的，并将持续发挥功效。公司的全资子公司——宋城产业营销有限公司（以下简称“营销公司”）是专门为景区销售，市场营销服务成立的公司，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。

营销公司在南京、苏州、上海、黄山等地设立了 4 个营销办事处及 15 个省



内省外办事处,采用扁平式旅行社推广和垂直营销相结合的方式,主要措施包括:

- 一、 **与旅行社建立战略合作关系。**截至 2010 年 12 月 31 日,营销公司省内省外办事处已增至 15 个(杭州、嘉兴、宁波、台州、绍兴、金华、南京、苏州、合肥、扬州、徐州、上海、黄山、南昌、福州),已经签约旅行社达到 1,600 家左右,在稳定华东市场,优化客源结构的同时,营销公司积极筛选、跟踪二三类线的旅行社,强化旅行社覆盖面;
- 二、 **营销覆盖点深入游客关键领域。**营销公司深入游客吃、住、行的关键区域,建立消费场所营销网络、出租车营销网络;到 2010 年末,营销公司已签约茶楼酒肆、3 星级以上酒店客户 1,000 家左右;建立了包括 8,000 辆,近 2 万名司机的出租车营销网络,令游客切实感受到“当地人”对于宋城景区与演艺的口碑,提升游客信任度;
- 三、 **重视前端营销。**营销公司创新性的推出“千家万户”计划,将营销做到社区和商务企业;到 2010 年底,公司签约企事业单位客户 1,000 余家,成为其商务招待的合作伙伴;社区营销网络的建设则侧重于以口碑相传、社区带头人带动社区、单一社区带动大社区的方式扩大影响力。
- 四、 **注重营销细节。**2010 年版的《宋城千古情》加入的“御赐龙井”的环节一方面体现了节目与观众互动的特性,同时也是公司注重细节营销的闪光点;政府、企事业单位作为商务招待的签约客户,有舞台现沏龙井并献茶的环节的增色,使商务客户体会到更高端的尊重及享受。

推出新型推广模式——“大篷车”计划。2011 年,公司将推出全新的极富创造力的“大篷车”重走红色路线的计划,它不仅是创新的营销模式,更是响应红色旅游热点、向全国展现宋城强大的舞台设计布置能力、文化演艺编排能力的黄金时机。2011 年 7 月 1 日,“大篷车”将以嘉兴为起点,以集装箱“大变戏法”成为多维舞台的方式宣扬宋城的创作能力和演出效果,让已然扬名资本市场的宋城股份宣传到潜在游客身边,感受其“旅游演艺第一股”的魔力。

维护良好政商关系。作为符合支持条件的文化企业,公司通过银行贷款实施重点发展项目所实际发生的利息享受最高不超过实际利息发生额的 80% 的补贴。2010 年度公司获得文化产业发展专项资金 1,600 万元,以及杭州市政府的奖励基金 100 万元,同时,公司还是西湖区现代服务业强区建设突出贡献十佳企业,与杭州市府、西湖区、之江区和萧山区政府保持良好关系。异地项目的开发很多都是由当地政府为创立新的本地名片来找到宋城,在项目的可行性论证阶段,当地政府以多块的位置优良、大小不一的地块供公司选择,提供详尽的旅游数据。三亚市政府为千古情落地,不惜成本的实施拆迁、土地整改等工作;泰安市国资子公司更是参股运营公司,在市场运作上已具有天然优势。

3.3、A 股唯一! 专业旅游文化演艺公司

演艺的艺术生命远长于其他艺术形式。赋予文化内涵的演出的生命周期往往长于电影、电视等现代艺术表现手法,例如歌剧、音乐剧、话剧等都有长年演出经久不衰的优秀演出。1889 年,巴黎红磨坊歌舞厅在康康舞的乐声中正式诞生,一百多年以来,红磨坊演出历久弥新,五代经营者将红磨坊发展成为国际化的知名品牌,是法国娱乐业中经济效益最好的演出之一。其观众 55% 是外国人, 45%



为法国外省人，其间历经修改和提升，伴随市场的不断成熟而长盛不衰。

公司自上市之初就号称“中国旅游演艺第一股”，以打造民营的旅游文化演艺品牌“千古情”为宗旨，以专业化创造、设计能力和营销能力成为迄今为止国内最为成功的民营旅游演艺公司。与 A 股的其他旅游行业上市公司不同，宋城股份横跨主题公园和旅游文化演艺两个子行业，**难能可贵的是公司具有的“主题公园+旅游文化演艺”的成功模式，以及既懂文化演艺，又懂商业运营的强大运营能力。**公司以长达 14 年的旅游文化演艺经营经营，酝酿了毛利高达 85% 的旅游演艺业务，有力的费用控制、精简高效的管理营销队伍使期间费用率仅为 19.5%（2010 年数据），因而其净利率处于行业至高水平，37% 附近。

表 14、具有演艺业务的 A 股上市公司比较

		宋城股份	华侨城	丽江旅游
2010 年度 财务指标	净资产(亿元)	25.33	147.10	6.17
	总资产(亿元)	29.74	485.38	9.51
	收入规模(亿元)	4.45	173.18	1.90
	综合毛利率	76.28%	51.08%	77.38%
	净利润(万元)	16,333.79	332,853.36	10,389.45*
	净利率	36.73%	18.58%	24.20%
	ROE	32.54%	25.65%	18.53%
	PEG2	0.78	0.38	0.98
主营业务	景区经营	巩固宋城景区已有优势的基础上扩容，力争在 2013 年达到年接待量突破 550 万人次；整修升级杭州乐园、动漫乐园，营造新的盈利增长点	国内主题公园的先驱，2010 年接待旅客人数超过了 2000 万，旅游业务收入超过 46 亿元；将新增哈克儿童职业体验馆和欢乐海岸两条产品线	以玉龙雪山三条索道的垄断经营为主，预计 2010 年接待 270 万人次，创收 2.07 亿元
	演艺业务	以旅游文化演艺为龙头产品，牵起自主品牌“千古情”异地复制的大旗，在全国一线旅游景区积极布点混搭式主题公园和旅游文化演艺	公司力争打造文化演艺“航空母舰”演艺效果可圈可点，但是市场运作上仍然依附于主题公园，	自 2010 年 10 月开始并表印象丽江经营公司的 51% 的股权，增厚 2010 年度每股收益约 0.07 元；预计 2011 年贡献 2 亿元左右的营收、约 4800 万元营业利润
	其他版块业务	商品销售业务，2010 年度仅占总收入的 0.04% 景区租赁收入：2010 年度为 2,732 万元	旅游地产的实践者，2010 年度地产收入为旅游收入的 2.4 倍	酒店业务：2010 年收入 7,252.74 万元，2011 年扭亏，实现微利
总市值(亿元)		75.77	413.36	29.93

*丽江旅游的净利润、净利率及 ROE 考虑了从 2010 年 10 月开始并表的重组的印象丽江演艺收益

资料来源：Wind、公司公告、第一创业证券研究所整理



4、盈利预测和投资评级

未来三年，公司增长年年皆有新看点。宋城的短期增长着力于杭州市场现有主业的内生式发展，一是宋城景区扩容；二是新杭州乐园分期开幕及其提价驱动；三是杭州乐园内《吴越千古情》的开演；四是新增产品线——动漫馆开门迎客。公司升级改造的资产将在 2011、2012 年陆续释放产能，为公司贡献收益 0.62 元、0.78 元；增长率分别为 40%和 26%，相应 PEG 为 0.93。

中长期来看，公司业绩的高速增长在于公司在国内一线景区复制“主题公园+旅游文化演艺”的成功模式，力争有年均 2-3 台新演出面市，我们预计异地复制将为公司 2012 年、2013 年的 EPS 分别贡献 0.11 元、0.21 元。

综合来看，我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.62、0.89 和 1.11 元，对应公司目前价位分别为 31 倍、22 倍和 17 倍，考虑到公司短期内超出市场普遍预期的收入增长，以及异地复制项目的快速扩张，未来两年公司 PEG 仅为 0.78，我们给予宋城股份 2011 年 40 倍市盈率，则公司的合理价值区间为 25-30 元，给予公司“强烈推荐”评级。

表 15、模拟盈利预测（单位：万元）

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	27,329.5	44,475.7	59,667.7	88,393.3	114,213.6
增长率%	38.2%	62.7%	34.2%	48.1%	29.2%
杭州宋城景区	18,760	32,101	40,127	48,152	57,782
增长率%	32.4%	71.1%	25.0%	20.0%	20.0%
杭州乐园景区	6,011	8,856	18,597	28,825	34,590
增长率%	31.8%	47.3%	110.0%	55.0%	20.0%
杭州动漫馆门票	630	787	944	1,416	1,841
增长率%	#DIV/0!	24.9%	20.0%	50.0%	30.0%
其他演艺项目	0	0	0	10,000	20,000
增长率%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	100.0%
二、营业毛利	19,115.4	33,926.8	45,759.9	67,789.9	87,591.8
增长率%	26.7%	77.5%	34.9%	48.1%	29.2%
综合毛利率	69.9%	76.3%	76.7%	76.7%	76.7%
三、主业盈利	13,245.2	25,257.0	31,576.0	45,009.7	55,873.1
增长率%	28.1%	90.7%	25.0%	42.5%	24.1%
主业盈利/收入	48.5%	56.8%	52.9%	50.9%	48.9%
财务费用	1,743.1	2,389.1	1,181.7	1,317.9	1,646.3
付息债务费用率	4.4%	6.3%	3.1%	3.4%	4.3%
资产减值损失	-86.2	6.1	13.0	8.4	7.4
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	66.6	0.0	0.0	0.0	0.0
四、利润总额	11,748.4	21,798.3	30,385.9	43,988.2	54,533.4
减：所得税	2,907.2	5,464.6	7,596.5	10,997.0	13,633.3
实际税率	24.7%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
五、归属母公司净利	8,699.5	16,333.8	22,789.4	32,991.1	40,900.0
增长率%	35.6%	87.8%	39.5%	44.8%	24.0%
销售净利率%	31.8%	36.7%	38.2%	37.3%	35.8%
六、总股本(万股)	36,960.0	36,960.0	36,960.0	36,960.0	36,960.0
七、摊薄每股收益	0.24	0.44	0.62	0.89	1.11

资料来源：第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120