



买入

12% ↑

目标价格: 人民币 26.40

300144.SZ

价格: 人民币 23.64

目标价格基础: 33倍12年市盈率

板块评级: 增持

宋城股份

夯实杭州大本营、异地项目前景看好

宋城股份是国内主题公园与旅游文化演艺的领先者之一, 依托“主题公园+旅游文化演艺”模式拟用3年时间打造全国7-8台演出的演艺连锁品牌。我们看好公司民营体制优势、渠道优势、多年旅游文化产业成功运营经验以及异地拓展前景。公司2011年实现每股收益0.60元, 我们预测公司2012-14年每股收益0.80、0.99、1.30元, 首次评级买入, 给予目标价格26.40元。

支撑评级的要点

- **宋城景区由单一型向混合型方向发展:** 宋城二期开业, 增加了民俗活动、餐饮购物、4-5个体验中心、游乐空间等; 满足了游客的观光和体验需求, 可以容纳和吸引更多更广的游客, 增加景区停留时间和人均消费, 为宋城景区开创新的盈利增长点。
- **杭州乐园受益提价, 推出《吴越千古情》节目:** 2012年1月1日起, 杭州乐园门票提价40元, 2月14日推出《吴越千古情》, 基于提价效应和客流量增长, 杭州乐园将较好地增厚2012年公司业绩。
- **动漫乐园今年三季度开业:** 公司应用动漫主题和科技手法, 以青年和儿童为目标群体, 进一步完善公司的游乐服务链, 使公司的主要客户群体实现从少儿到成人的全面覆盖, 预计将于三季度正式开业。
- **2012-2013年异地项目陆续开业, 长期前景看好:** 公司选址三亚、泰山、石林、丽江、武夷山、峨眉山等国家5A级风景区, 未来3年每年会择机推出2-3个项目, 预计三亚项目将于今年四季度推出, 丽江、泰山项目将于2013年推出。

评级面临的主要风险

- 异地项目市场风险; 游乐设施安全风险; 自然灾害、疫情等。

估值

- 我们预测公司2012-2014年每股收益分别为0.80、0.99、1.30元, 首次给予**买入**评级, 基于33倍12年市盈率, 给予目标价26.40元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	445	505	632	840	1,085
变动(%)	63	13	25	33	29
净利润(人民币 百万)	163	222	294	367	480
全面摊薄每股收益(人民币)	0.442	0.601	0.796	0.993	1.298
变动(%)	40.8	36.0	32.4	24.7	30.8
核心每股收益(人民币)	0.439	0.601	0.796	0.993	1.298
变动(%)	42.7	36.8	32.4	24.7	30.8
全面摊薄市盈率(倍)	53.5	39.3	29.7	23.8	18.2
核心市盈率(倍)	53.8	39.3	29.7	23.8	18.2
每股现金流量(人民币)	1.70	1.10	0.96	1.23	1.49
价格/每股现金流量(倍)	13.9	21.5	24.7	19.3	15.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.6	22.0	15.6	12.4	9.6
每股股息(人民币)	0.300	0.200	0.265	0.330	0.428

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0	8	6	7
相对新华富时A50指数	(13)	6	(3)	19

发行股数(百万)	370
流通股(%)	32
流通股市值(人民币 百万)	2,776
3个月日均交易额(人民币 百万)	36
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
杭州宋城集团控股有限公司	35

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年3月13日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 旅游

冯雪*

(8610) 6622 9323

tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120022

* 旷实为本报告重要贡献者

目录

投资摘要.....	3
估值.....	5
一、公司概况.....	6
二、主业分析.....	8
三、公司的核心竞争优势.....	15
四、风险因素：.....	18
五、投资建议.....	19
六、盈利预测以及假设.....	20
七、附录——杭州旅游市场潜力巨大.....	21
研究报告中所提及的有关上市公司.....	27

投资摘要

宋城股份于 2000 年 11 月整体变更设立，2010 年 12 月创业板上市。控股股东宋城集团成立于 1997 年 11 月，持有公司 3.696 亿总股本的 34.70%。实际控制人黄巧灵先生为公司董事长，直接及间接持有 56.37% 股权，黄巧灵先生及其家族合计共持 58.75% 股权。

公司主营业务为主题公园和旅游文化演艺的投资、开发和经营，主要业务板块包括了文化类主题公园宋城景区（核心产品为旅游文化演艺节目《宋城千古情》）和游乐类主题公园杭州乐园（演艺节目《吴越千古情》）以及以动漫为主题的烂苹果乐园。公司还将宋城模式不断在异地进行复制和拓展，包括三亚、泰山、丽江等“千古情”系列以及石林的《阿诗玛》等演艺节目。

公司总体战略目标是：不断丰富主题公园的游览和娱乐商业体验内容；进一步拓展团队游客和终端商务散客市场的营销渠道；在一线旅游目的地推出新的主题公园和演艺产品，将公司打造成我国最具竞争力和成长性的旅游文化企业之一，成为中国旅游文化行业的第一品牌。

2011 年公司实现营业收入 50,453.22 万元，比上年同期增长 13.44%；归属于母公司的净利润为 22,221.86 万元，比上年同期增长 36.05%，实现每股收益 0.6 元。预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.80 元、0.99 元、1.30 元，对应公司目前股价的市盈率分别为 30 倍、24 倍、18 倍，我们给予**买入**评级。

1、 宋城景区：客流量稳定增长，演艺节目渗透率高

宋城景区的游客数量从 2007 年的 223 万人次增加到 2011 年的 333 万人次，年度复合增长率 11%，呈现稳定增长趋势。入园游客中，观看《宋城千古情》的游客比例稳定在 68-70% 左右。

2012 年新建的宋城二期开业，丰富了园区景致，增加了约 2 万平方米的商铺、民俗活动、游乐空间等。宋城将由单一景区向混合型方向发展。我们认为，宋城二期的扩建使宋城景区为游客创造更舒适的游览空间，满足了游客的观光和体验需求，为宋城景区开创了新的盈利增长点。

2、 杭州乐园：2012 年初门票提价，新推出《吴越千古情》

2012 年 1 月 1 日，杭州乐园开始提价，其具体方案如下：全价票提至 160 元/人，提价幅度为 40 元/人；半价票提至 80 元/人，提价幅度为 20 元/人；1.2 米以下儿童继续免票。

2012 年 2 月新推出了《吴越千古情》演出。杭州乐园与宋城景区实行差异价格经营，主要定位中低端人群。尽管提价，但价格在杭州景区中相对还是较低，对于杭州乐园的客流影响有限。基于新推出的演艺节目刺激人气和 2011 年一季度闭园整修，预计 2012 年可以继续保持较快的游客增长率。我们认为，基于客流量的增加以及提价效应，杭州乐园将是公司 2012 年利润的重要增长点。

3、 烂苹果乐园：动漫文化主题公园，实现目标人群全覆盖

烂苹果乐园位于杭州市休博园区，杭州乐园斜对面，总建筑面积约 4 万平米，运用科技手法来展现动漫文化，目标群体主要是青年和儿童。动漫乐园将完善公司的游乐服务链，使公司的主要客户群体实现从少儿到成人的市场全面覆盖。动漫乐园预计今年三季度将正式开业，目前预计票价在 100-120 元/人次左右。

4、 2012-2013 年异地项目依次开业，长期前景看好

公司不断将“主题公园+文化演艺”的模式进行复制和异地拓展。其中，三亚、丽江、石林、泰山等 5A 级风景区项目已经正式落地，后续还有武夷山、张家界、九寨沟等项目在跟进。这些景区都是 5A 级景区中最有名气的一线景区，经过多年培育，客流量稳定，人均停留时间较长，游客人均消费高，这将有利于公司迅速打开市场，尽快实现异地项目盈利。基于公司强大的旅行社网络以及营销能力，我们看好异地项目中长期成长性。

综上所述，我们认为宋城股份的投资逻辑主要基于以下几方面：

- 1) 旅游演艺行业将文化的高附加值在旅游产品中得以体现，使其享受了旅游业和文化产业的双重行业优势，文化和旅游行业都是国家重点发展行业、符合大众旅游的发展趋势。
- 2) 公司的模式实质是“建筑为形，文化为魂”，打文化牌，做旅游事。演艺行业的核心是人（演员、编剧、导演等），轻资产模式能够撬动很高的利润率和良好现金流。
- 3) 公司跟同行相比具有资金优势，从而带来先发优势；另外，公司深耕旅游演艺多年，在节目的创作和编排、管理和营运机制等方面具有优势。国内大部分旅游文化演艺节目为了树立当地旅游形象，侧重于旅游资源的宣传和推广，而较少关注成本管理、市场营销等商业化手段的运用，尚未体现出旅游文化演艺高附加值的特点。
- 4) 宋城股份可以平衡节目的艺术品质和商业价值，节目保持一定艺术水准，又可以得到大众游客的喜欢，盈利能力领先于国内旅游演艺市场。
- 5) 异地重资产扩张具有安全边际（全国一流的景区三亚、丽江、泰山、武夷、峨眉等地拿下多块核心旅游用地，资源具有稀缺性、附加值高）。

估值

以3.696亿总股本计算,我们预测公司2012-2014年每股收益分别为0.80元、0.99元和1.30元,2012-2014年年均复合增速约为27%。

目前A股主要旅游类上市公司包括丽江旅游、桂林旅游、中青旅、中国国旅、首旅股份、西藏旅游、黄山旅游等,分别按照总市值对它们进行加权平均(见图表1)。

旅游业尤其是大众旅游在国内持续渗透,景气度不断攀升。公司主要依托“旅游演艺+主题公园”的模式,不同于一般的自然或人文景观,公司将文化的高附加值在旅游产品中得以体现,使其享受了旅游业和文化产业的双重优势,属于旅游行业中较为高端的模式,高盈利与高溢出效应并存。一方面,在初期高投入之后,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,且衍生业务将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和协同效应突出,一旦口碑聚集,可以不断丰富业务和产业链发展。

公司将宋城模式不断复制,未来3年宋城景区和杭州乐园将持续增长,异地每年2-3个项目正式开业,业绩成长和增速可期;基于2012年每股收益33倍市盈率,我们给予公司26.40元目标价,首次评级**买入**。

图表1.可比上市公司估值对比(2012年3月13日收盘价)

公司名称	代码	总市值 (人民币百 万元)	总股本 (百万股)	收盘价 (人民 币)	全面摊薄每股收益(人民币)				PE(倍)				净利润年均 复合增长(%) 2011-2013E
					2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
A股旅游类上市公司:													
黄山旅游	600054.SS	7,942.2	471.35	16.85	0.49	0.62	0.76	0.90	34.4	27.2	22.3	18.8	20.2
桂林旅游	000978.SZ	3,172.5	360.10	8.81	0.21	0.25	0.32	0.38	42.4	35.4	27.2	22.9	24.3
中青旅	600138.SS	7,285.2	415.35	17.54	0.64	0.73	0.91	1.02	27.4	23.9	19.3	17.2	17.9
峨眉山A	000888.SZ	4,677.9	235.19	19.89	0.47	0.60	0.75	0.93	42.4	33.4	26.6	21.4	24.8
三特索道	002159.SZ	1,915.2	120.00	15.96	0.25	0.36	0.47	0.59	63.8	43.9	34.0	26.9	27.8
首旅股份	600258.SS	3,436.3	231.40	14.85	0.81	0.47	0.57	0.69	18.3	31.6	26.0	21.5	21.2
世纪游轮	002558.SZ	1,691.6	59.50	28.43	0.84	0.73	0.92	1.20	33.8	38.8	31.0	23.7	28.0
西藏旅游	600749.SS	2,536.3	189.14	13.41	0.13	0.07	0.15	0.23	104.2	184.7	92.0	58.9	77.1
中国国旅	601888.SS	24,763.2	880.00	28.14	0.47	0.79	1.15	1.49	59.9	35.5	24.6	18.9	37.0
丽江旅游	002033.SZ	3,633.2	163.80	22.18	0.09	0.66	0.82	0.98	246.4	33.7	27.0	22.6	22.1
金陵饭店	601007.SS	2,337.0	300.00	7.79	0.38	0.35	0.41	0.52	20.8	22.2	19.1	15.0	21.7
华天酒店	000428.SZ	3,594.6	718.93	5.00	0.25	0.22	0.24	0.28	20.0	22.5	21.2	18.0	11.8
锦江股份	600754.SS	10,930.7	603.24	18.12	0.63	0.53	0.69	0.85	28.7	34.1	26.3	21.3	26.7
总市值加权平均					0.48	0.60	0.80	1.00	52.94	37.13	26.74	21.12	28.67
宋城股份	300144.SZ	8,842.0	369.60	23.64	1.26	0.60	0.80	0.99	18.8	39.4	29.6	23.9	28.5

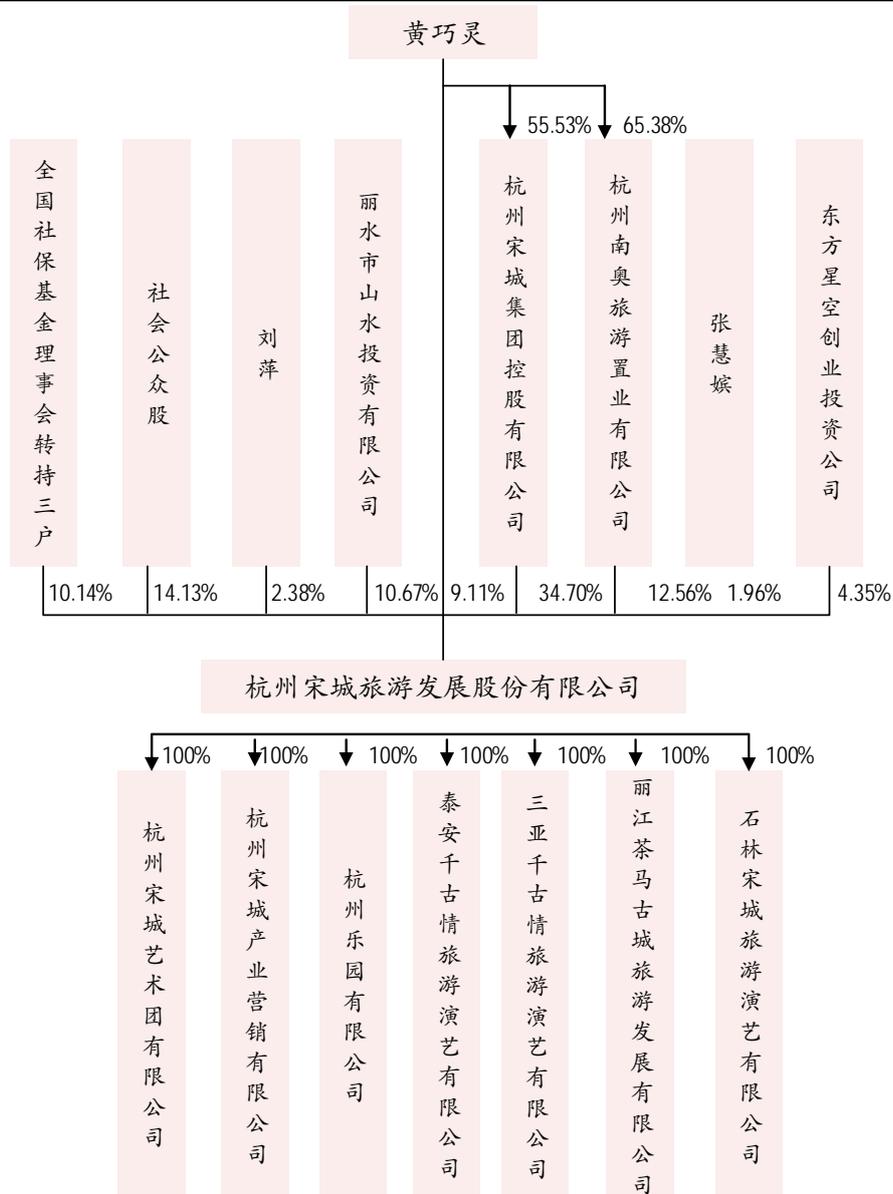
资料来源:万得资讯,彭博资讯,中银国际研究

一、公司概况

宋城股份于2000年11月整体变更设立，2010年12月创业板上市。控股股东宋城集团成立于1997年11月，持有公司3.696亿总股本的34.70%。实际控制人黄巧灵先生为公司董事长，直接及间接持有56.37%股权，黄巧灵先生及其家族合计共持58.75%股权。

公司与实际控制人之间的产权以及关系控制图如下：

图表2.公司产权控制图



资料来源：公司公告

公司主业为主题公园和旅游文化演艺的投资、开发和经营。宋城团队近十六年经营《宋城千古情》大型歌舞演出，2010年和2011年观众人数分别达到300万人次和263万人次，是目前国内年接待规模最大的独立演出，2011年7月获“中国旅游百强景区”称号。从1994年启动“清明上河图”仿宋景区策划，至1996年5月开园，再至1997年3月末正式推出《宋城千古情》演出，再至2003年前后宋城大剧院落成，公司摸索出一套稳健、有效的商业模式：“主题公园为导入、文化演艺为核心”。

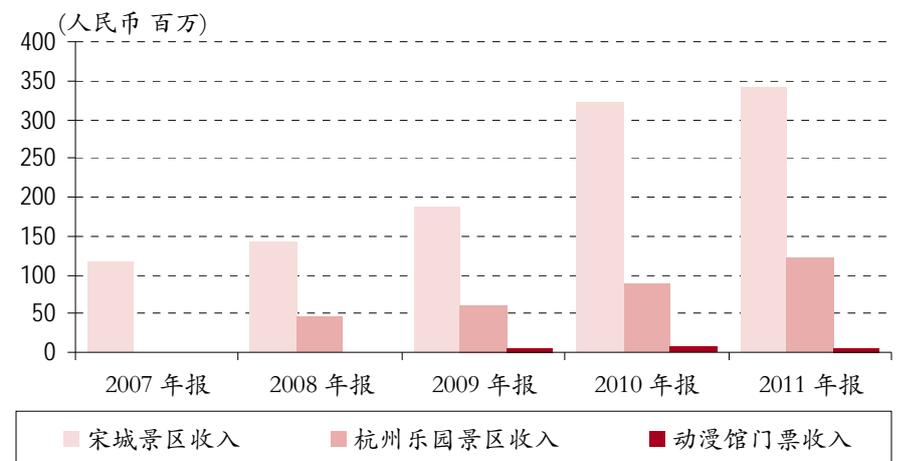
业务板块包括杭州本地的3大公园、2台演出，杭州以外的三亚、泰山、石林、丽江等地宋城模式的项目。依托资本先发优势，期待在未来2-3年内完成全国一线旅游目的地7-8台演出的整体布局，打造全国连锁品牌。

二、主业分析

公司的核心经营模式是将“主题公园和旅游文化演艺”深度融合，剧本融入当地特色文化，提高了旅游产品的文化内涵和商业附加值。

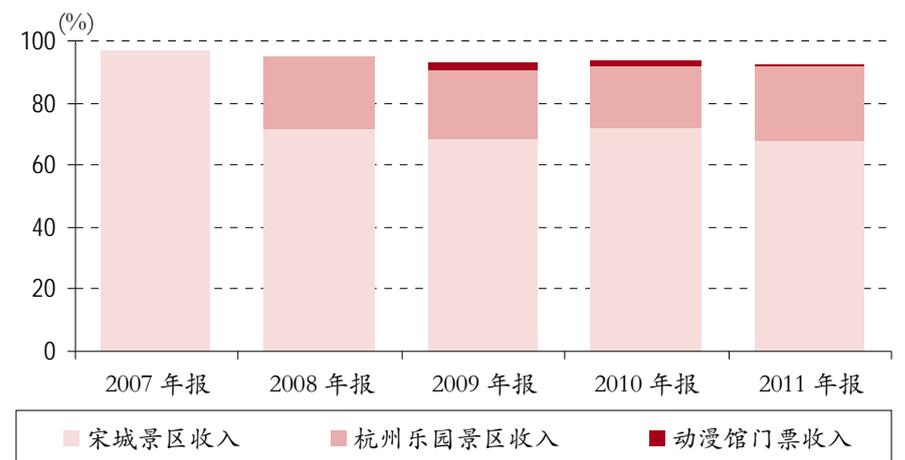
公司 2012 年的主要经营策略是继续夯实杭州大本营，不断拓展外地项目。杭州板块主要有宋城景区（《宋城千古情》演出）、杭州乐园（《吴越千古情》演出）和动漫乐园。目前公司营业收入均来自杭州本地，其中，宋城景区基本上占公司 70%左右的营业收入，但其占比呈现不断下降的趋势。随着杭州乐园以及动漫乐园（预计今年三季度正式开业）的客流和收入增长，预计宋城景区的收入占比还会逐渐下滑。

图表 3.2007-2011 年杭州本地营业收入



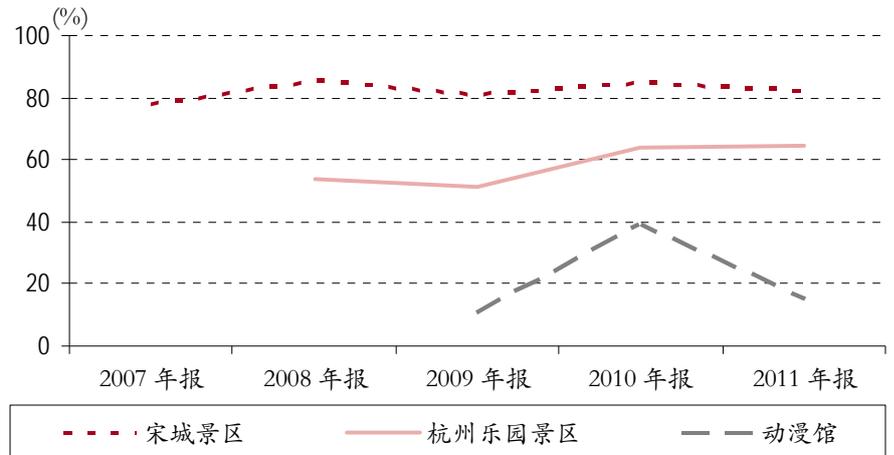
资料来源：公司数据

图表 4.2007-2011 年公司营业收入构成



资料来源：公司数据

公司毛利率按照不同景区进行分解，2007-2011 年宋城景区的毛利率一直稳定在 80%以上的水平，明显高于杭州乐园（50-60%）和动漫乐园。这主要是因为宋城景区经过多年培育的演艺节目《宋城千古情》，其客流量已成规模、观看人数稳定增长，而且演艺节目属于轻资产模式（主要是由演艺场次、票价驱动）。杭州游乐园属于重资产模式，依靠各种娱乐设备吸引游客前往，仅依靠门票收入，因此利润率较低。预计随着《吴越千古情》的逐渐成熟，公司整体毛利率水平应有进一步的提高。

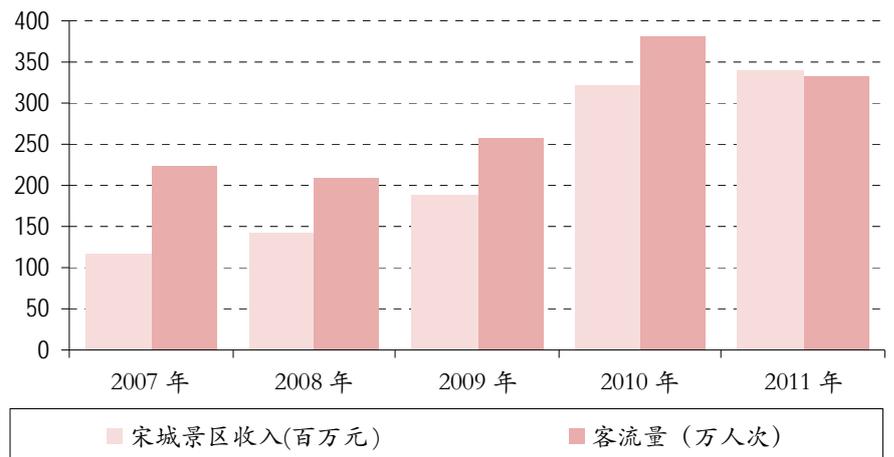
图表 5.2007-2011 年公司按产品分类毛利率


资料来源：公司数据

1、宋城景区

宋城景区依靠其深蕴“宋文化”的独特景观，编排新颖且不断创新的演艺节目《宋城千古情》，以及各类民俗表演等内容，吸引众多海内外游客。2007-2010年，宋城景区的客流量分别达到 222.66、209.84、257.61、379.70 万人次（基于上海世博会效应），年营业收入分别实现 11,724.33、14,167.47、18,759.84、32,101.00 万元。

2011 年公司继续推进对宋城景区核心产品《宋城千古情》的提升，完成对《金戈铁马》和《魅力杭州》两幕改版；推出了首届河灯节、水乡民乐、水上越剧等项目，民俗项目新增《婚庆游街》、《包公巡视》等走街节目。2011 年宋城景区客流量达到 332.7 万人次，同比 2010 年下降了 12%，观看《宋城千古情》游客 262.7 万人次。2011 年宋城景区实现营业收入 3.41 亿元，相对于 2010 年同比增长 6.3%。从 2007 年到 2011 年，宋城景区游客观看《宋城千古情》演出的比例在稳步攀升，其百分比从 2007 年的 67% 上升到 2011 年的 79%。我们认为这主要有两方面原因：首先，《宋城千古情》经过不断的改进和创新，节目质量和舞台效果不断提高，其知名度和影响力越来越大，这吸引了更多的游客愿意观看演出，而且市场反馈良好；其次，公司不断加强与旅行社的渠道营销，广告营销（包括上海、杭州等地的公交广告，社区广告等），这些都有力地提高了《宋城千古情》的渗透度。

图表 6. 宋城景区 2007-2011 年客流量及收入


资料来源：公司数据

2007-2010 年，《宋城千古情》平均上座率维持在 67%-68%左右。2011 宋城千古情全年演出 1,240 多场，上座率 70%左右（剧院座位 3,000 个左右）。2012 年宋城二期开业，新增加了不少景致，使其由单一的乐园向混合型综合游乐园转变。同时，公司不断加强营销和广告力度，拓展旅行社资源（目前宋城景区的客源主要是以团队客为主，占比大约 80%-85%），预计宋城景区的游客数量能保持平稳增长。

宋城景区的营业收入目前主要依靠门票收入和《宋城千古情》演出收入，2007-2010 年游客人均消费分别为 53、68、73、85 元，2011 年增至 102 元。

2012 展望：宋城二期开业

2012 年公司将继续夯实宋城景区，丰富两岸水边景致，另外增加了一个综合体（大约 2 万平方米左右的商铺面积）和一些民俗活动、团餐、4-5 个体验中心、购物空间、游乐空间等。宋城景区将由单一景区向混合型方向发展，新建了 4 个剧院，致力于打造杭州的“百老汇”，剧院将播放佛乐、歌舞剧、越剧等，预计今年 5 月份正式开业。

宋城二期总投资约 2 个多亿元，推出二期主要有以下几方面的原因：

- A. 宋城景区现有客流量有瓶颈，要实现未来 3-5 年 550 万人次的目标，需要培育新的看点，延长游客在景区的停留时间和人均消费；
- B. 宋城景区以前只有 5,000 万平米商业面积，现在开发了二期，拓宽了区域，可以容纳更多客流；
- C. 公司有较强的活动策划能力和执行能力，宋城二期是一个尝试，公司希望通过不断的节目和内容创新来丰富景区文化，在外延式拓展的同时实现内涵式发展。

我们认为，宋城二期的扩建使宋城景区为游客创造了更舒适的游览空间，满足了游客的观光和体验需求，为宋城景区开创了新的盈利增长点。

2、杭州乐园

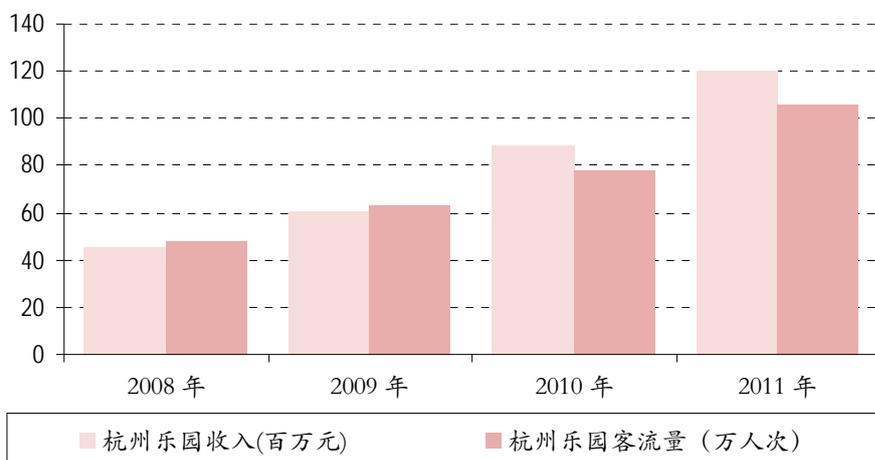
杭州乐园位于杭州市萧山区，占地 10 万平方米，于 2007 年底正式营业。杭州乐园于 2010 年 12 月 1 日闭园整改，并于 2011 年 4 月 2 日重新亮相。整改后的杭州乐园陆续推出玛雅部落、冒险岛、失落丛林、童话王国、水公园、吴越古城等区块。同时，杭州乐园还与浙江卫视合作打造“闯关我最棒”，起到了良好的宣传与口碑效应。园区内增加卡通、魔术、杂技、街舞等与游客互动类表演。主题突出、项目丰富以及人气活动提升了园区形象，大大提高了景区的知名度和接待游客人数。

杭州乐园的客源主要来自杭州本地及周边地区的散客，散客占比大约 80% 左右，区域性特征较为明显。杭州乐园 2008-2010 年游客人数分别为 48.2、63.04、77.50 万人次，营业收入分别为 4,561.61、6,010.86、8,856 万元，游客数量与营业收入均保持了年均 20%-30% 的增幅。

杭州乐园目前的营业收入主要由两部分组成：一部分是门票收入（门票价格 2012 年起从 120 元提高到 160 元），另一块是水公园夜游单独收费 50 元。由于杭州乐园主要是以散客为主，因此，其门票的折扣率较低，游客在园中的人均花费较高。经过计算，其人均花费从 2009 年的 95 元提高到 2011 年的 114 元，增幅达到 20% 左右，随着杭州乐园 2012 年提价，我们预计 2012 年人均消费至少能提高到 125 元左右。

2011 年前 3 个月杭州乐园整改闭园的情况下，杭州乐园全年入园游客达 106 万人次，经营期的 9 个月与 2010 全年相比，游客人数增长 36.77%。2011 年杭州乐园实现营业收入 1.21 亿元，相对于 2010 年同比增长 36.1%。

图表 7.2008-2011 年杭州乐园客流量与营业收入



资料来源：公司数据

2012年展望：门票提价以及推出《吴越千古情》

A. 2012年1月1日起，杭州乐园提高了门票价格，具体提价方案如下：

全价票提至160元/人，提价幅度为40元/人；半价票（现役军人、残疾人、70岁以上老人、30年教龄的教师、1.2米-1.5米的儿童，凭有效证件）提至80元/人，提价幅度为20元/人；1.2米以下儿童继续免票。

B. 2012年2月15日，公司在杭州乐园推出《吴越千古情》演艺节目。《吴越千古情》完善了杭州乐园“主题公园+旅游文化演艺”经营模式。该剧以吴越文化为根基，围绕吴越争霸、西施范蠡的爱情故事，利用声、光、电、水、气等多种舞台技术，呈现出较好的舞台效果。

2011年前3个月杭州乐园整改闭园的情况下，全年入园游客达106万人次，我们认为杭州乐园新推出的《吴越千古情》节目，对于《宋城千古情》的影响很小，原因如下：

A. 《宋城千古情》定价比较高，偏向中高端游客；《吴越千古情》定价较低，偏向中低端游客，其定位是和《印象西湖》、《西湖之夜》等竞争中低端客户。

B. 《吴越千古情》在萧山地区，离杭州市区较远，离宋城景区更远。在萧山推出《吴越千古情》，可以吸引在萧山过夜的商务客人来看演出（萧山有很多工业企业，商务客人较多）

C. 宋城景区团客占比80%-85%，而杭州乐园景区散客占比80%左右，它们两者的客源结构不同。

D. 《宋城千古情》经过多年积累，已经形成了较好的客户美誉度。《吴越千古情》今年2月15日刚推出，目前处于试营运阶段，2-3个月后会展开大面积的市场推广营销活动，把客流提升上去。

由于杭州乐园与宋城景区实行差异价格经营，主要定位中低端人群。尽管提价，但价格还是较低，对于客流的影响有限。另外，预计2012年年底之前，杭州地铁1号线将正式通车，1号线的起始站湘湖站位于杭州乐园附近，开通后将改善目前杭州乐园附近的交通状况，进一步提升客流量。

我们认为，基于客流量的增加以及提价效应，杭州乐园将是公司2012年利润的重要增长点。

3、动漫乐园：实现不同年龄游客的全覆盖

动漫乐园位于杭州市休博园区，总建筑面积大约4万平米。公司希望将它建成一个以动漫文化为主题，用动漫和科技的手法，以丛林、海洋及阳光沙滩为氛围背景，以小主人公“烂苹果”的经历为故事线，以青年和儿童为目标群体，将其打造成为魔幻的亲子乐园、成人的童话世界，从而进一步完善公司的游乐服务链，使公司的主要客户群体实现从少儿到成人的市场全面覆盖。

动漫乐园预计今年三季度将正式开业，目前预计票价在100-120元/人次左右，具体票价还待定。

4、异地拓展项目 2012-2013 年陆续开业，长期前景看好

公司充分抓住目前国内对旅游和文化产业大力扶持的政策机会，在杭州之外的国内其他一线旅游城市布点，不断将“主题公园+文化演艺”的模式进行复制和异地拓展，并且选择的都是国家 5A 级风景区，客流有保障。其中，三亚、丽江、石林、泰山等 5A 级风景区项目已经正式落地，后续还有峨眉、武夷等项目在跟进。关于公司的异地拓展，我们有以下几个观点：

- A. 预计公司将在 2012 年底到 2013 年初，至少在异地推出 2 台新的演出，具体的推出时间会结合市场时机、淡旺季等因素。
- B. 公司计划三年时间异地拓展 7-8 个项目，按照每年 2-3 个景区去进行推广，平均每个项目大约 3 亿元左右投入，基于公司较强的现金流以及后续融资能力，预计资金问题不大。
- C. 异地项目的建设周期大约 1 年。按照目前的进度，我们预计今年年底和明年年初，推出三亚和丽江项目的可能性最大。
- D. 公司每台演出需要大概 100 个演员。预计今年年底到明年年初推出 2 台节目，大约需要 200 个演员。公司已经和各大专业校开展合作，为演员做储备。同时，三亚和丽江的剧本基本已经写好，预计正式演出前半年开始排练。异地项目会计上的培育期大约 1 年左右。项目全部的投资回收期大约是 6 年。

图表 8. 公司已经公告的异地项目

项目名称	项目地点	项目面积	项目内容	投资金额	预计开业时间	项目所在地游客人数
三亚项目	三亚市迎宾大道西北区块	80 亩	主题公园+《三亚千古情》	4.9 亿元	2012 年四季度	2011 年接待过夜人数 1,021.07 万人次，旅游总收入 160.71 亿元，同比增长 15.1% 同比增长 15.7%
丽江项目	丽江市玉龙县，靠近丽江古城	140 亩	主题公园+《丽江千古情》	3.34 亿元	2013 年	2011 年接待游客 1,184.05 万人次，同比增长 30.12%，旅游总收入 152.22 亿元，同比增长 35.36%
石林项目	云南省昆明市石林县旅游度假区中区景区	67 亩	主题公园+演艺节目《阿诗玛》	2.2 亿元	2013 年	2010 年接待游客 277.79 万人次，同比增长 3.1%，旅游收入 4.32 亿元，同比增长 17.1%。
泰山项目	山东省泰安旅游经济开发区内天平湖西岸天平湖西岸	500 亩	主题公园+《泰山千古情》	3.5 亿元	2013 年初	2011 年接待游客 3,727 万人次，同比增长 22.20%；旅游收入 318.7 亿元，同比增长 25.7%
峨眉山项目	待定	100 亩	《峨眉千古情》	约 2 亿元	待定	2011 年接待游客 542 万人次，同比增长 20%；旅游收入 65.9 亿元，同比增长 32%
武夷山项目	武夷山市战备路西侧与武夷学院毗邻	350 亩	主题公园+演艺节目《武夷千古情》	待定	待定	2011 年接待游客总人数 1,573.47 万人次，同比增长 19.4%；旅游收入 191.18 亿元，同比增长 22.6%

资料来源：公司公告，中银国际研究

对于公司的异地拓展，我们认为其选址和节目的推出具有一定的内在逻辑：

首先，公司选择的景区都是 5A 级风景区，而且可以说是 5A 级景区中最顶尖、最有名气的景区。我们认为这些景区经过多年培育，已经形成了相当稳定的客流，有利于公司迅速打开市场，尽快盈利。例如，峨眉山景区 2011 年游客接待量达到 542 万人次；丽江 2011 年游客接待量达到 1,184 万人次；三亚 2011 年接待游客总数达到 1,021 万人次；石林 2011 年接待游客达到 278 万人次；

其次，公司选择的景区都是人均停留时间较长的景区，比如三亚、丽江、武夷山、峨眉山等地，2010 年人均停留时间均在 2-3 天左右。较长的人均停留时间

既避免了和已有演艺节目的竞争（比如观众可以既看印象系列的节目，也可以看千古情系列节目），同时又增加了游客在主题公园的停留时间和消费。

基于公司强大的旅行社网络以及营销能力，我们长期看好其异地项目的客流增长，以三亚为例：

- A. 游客人均消费水平较高：三亚游客的平均消费水平高，相对都是中高端客户，有意愿和经济实力为更高品质的旅游而多花钱（比如多花 200-300 元游览一个主题公园+看一场演出）。因此，这将有利于公司短期打开业绩增长空间。
- B. 公司营销经验丰富：目前宋城景区 80%-85%都是团客，而杭州乐园 80%都是散客，公司在团客和散客的营销方面都有比较丰富的经验。据统计，三亚目前散客占比 55%，团队占比大约 45%。凭借公司的营销网络，可以先获取团队这一块客流，再进一步争取散客流。
- C. 旅行社资源丰富：三亚的旅游市场竞争已经很激烈，但是中国目前的旅游市场更多地是中介（旅行社）在主导和参与。虽然三亚现有的旅游产品已经很多，但是公司目前已经和 2,400 多家旅行社开展业务合作，旅行社也需要好的产品来获取利润。因此，只要公司做出好的产品，客流培育期应该很快。

按照类似的模式和逻辑，也很看好公司在丽江的项目前景。2011 年丽江客流量规模达到 1,184 万人，过去 5 年复合增长率接近 20%，庞大的游客规模为项目发展奠定了良好的客源基础；同时，目前《印象丽江》节目是在白天演出，《丽江千古情》项目推出后，能够填补丽江的夜间演艺类旅游产品的空缺，满足不同层次的游客需求，我们看好其长期发展。

三、公司的核心竞争优势

公司一直坚持的“主题公园+旅游文化演艺”经营模式体现了景区的协同效应和高附加值效应，体现了公司最核心的竞争力。公司的主题公园+文化演艺，其实质是“建筑为形，文化为魂”。公司依托的是主题公园这个载体，在公园建筑中体现当地文化的内容，在演艺节目中贯串当地文化的内涵，多角度地展现当地的风土人情和历史文化。

3.1. 专业创作优势

公司拥有独立完整的规划设计和创作演出团队，通过制度保障规划和演出质量，不依赖个别人才。公司在旅游文化演艺的创作编排过程中，能够根据行业市场的变化，不断融入自身的灵感和原创性的内容，每年保持修改，及时获取和融合新鲜元素，使节目与时俱进，呈现鲜明的特质。这主要体现在以下几个方面：

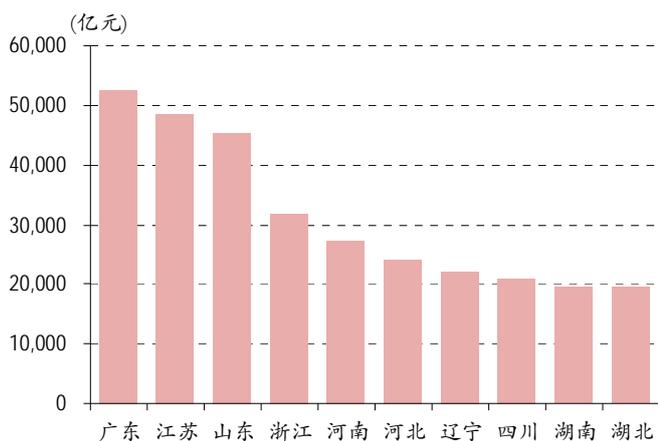
- A. 《宋城千古情》的投资方、剧目编排方(导演组)是一体的。编导团队包括总裁、副总裁、市场部老总、艺术总监等，团队成员稳定，流动性小。编导团队决定节目思路，艺术总监全面负责宋城千古情节目的整改，这样的架构便于对节目内容进行编排和不断反馈、改进、创新——“一月一小改、一年一大改”、“常演常新”。同时，宋城艺术团业已实现较好的人才梯队建设。
- B. 内容大众化、商业化：公司注重演艺作品的“大众化”和“商业化”。千古情系列节目内容主要依托舞蹈、杂技等形式，结合高科技表现手法，展现历史文化、风土人情、神话传说等，受众面宽广，老少皆宜。室内演出的形式，一方面保证了每年的演出时间，提高了游客的舒适度和满意度。除应有的价差利润外，良好的观众口碑也是公司与旅行社、地陪导游维持良好的常年合作关系的重要原因。

3.2 位于长三角区域，交通方便，经济发达

公司大本营杭州，是浙江省省会城市，位于长三角区域，经济发达。长三角一直是我国经济最发达的地区之一，按照2011年各省GDP排名，江苏和浙江分别排第二和第四，属于中国最富裕的省份。按照人均GDP排名，上海、江苏、浙江均排名前五，显示了长三角居民强大的经济实力。

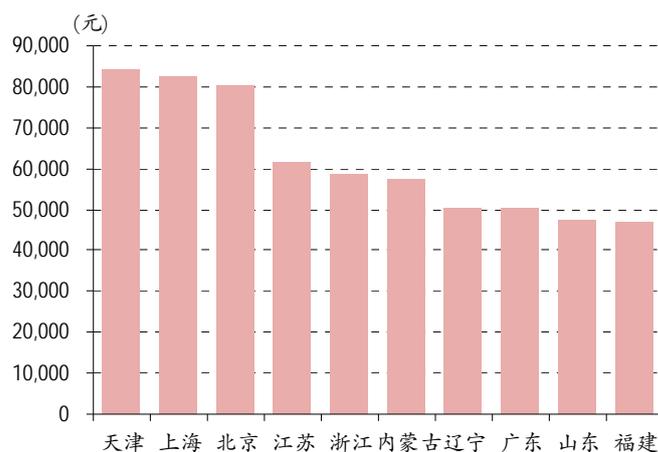
由于公司的宋城景区和杭州乐园均属于旅游休闲乐园，尤其是杭州乐园，散客比例达到80%以上，且很多属于杭州本地或者长三角地区的回头客。基于长三角强大的经济增长以及杭州便捷的交通网络，预计公司在杭州的两大核心景区（宋城景区+杭州乐园）客流仍然能够保持稳定增长。

图表 9.2011 年全国各省市 GDP 排名前十



资料来源：国家统计局

图表 10.2011 年全国人均 GDP 排名前十



资料来源：国家统计局

3.3 营销网络宽广，旅行社资源广阔

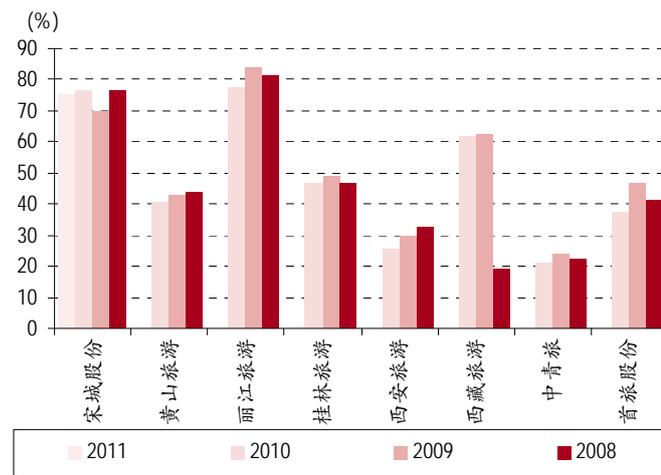
- 公司拥有专门针对团队营销的全资子公司营销公司，通过营销公司在杭州设立了 1 个营销中心（下辖嘉兴、宁波、台州、绍兴、金华 5 个营销办事处），并在南京、苏州、合肥、扬州、徐州、上海、黄山、南昌等地设立了 8 个营销办事处。
- 截至 2011 年底，营销公司签订合作协议的旅行社已增至 2,420 家左右，其广度和深度均具有显著的优势，市场推广在稳定华东线的基础上，向全国辐射。
- 公司拥有强大的组团营销优势，深耕旅游市场多年，实战经验丰富，签约合作的企事业单位数千家。

公司拥有强大的策划和营销能力，为公司的品牌推广和客源组织提供了有力的保障，拓宽了公司的市场销售体系，增强了公司产品的渗透能力，保证了客流的持续稳定增长。

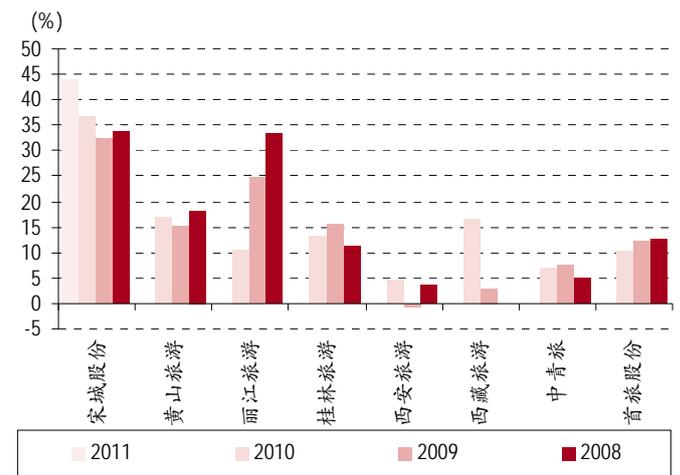
3.4 公司盈利能力强

公司 2011 年合计实现营业收入 5.05 亿元，比上年同期增长 13.44%。总体来看，我们认为公司 2011 年收入增长的核心基石还是年内宋城景区价格的提升以及杭州乐园游客人数的增长。

基于公司较强的管理能力和盈利能力，公司的毛利率和净利率一直稳定在国内同类上市公司前茅。同时，随着公司规模不断扩大，规模效应不断体现，尤其是公司不断复制的千古情系列演艺节目，极大地提升了公司的利润水平。

图表 11.2008-2011 年国内景区公司毛利率比较


资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 12.2008-2011 年国内景区公司净利率比较


资料来源：万得资讯，中银国际研究

公司近日发布了 2012 年一季度业绩预增公告：预计公司 2012 年一季度实现净利润 3,130 万元-3,450 万元，比去年同期增长 18%-30%，主要增长原因如下：

- A. 经营方面：杭州乐园景区于 2012 年 1 月 1 日开始提价 40 元/人，且去年一季度杭州乐园因募投项目改造未开园，同期相比增长幅度明显；宋城景区预计游客人数比去年同期略有增长。
- B. 政府补贴：预告期内，预计将收到中央补助文化产业发展专项资金 1,000 万元，比去年同期收到的政府补助减少约 800 万元。

尽管一季度是公司经营的相对淡季，公司仍然保持了较好的业绩增长势头。

3.5 激励机制完善、人才厚度强

- A. 公司采取市场化的激励机制和内部人才选拔机制，建立了稳定高效的创作、设计和营销团队：通过监督机制保证公园品质和演艺产品质量以支持公司同时经营多个主题公园和大型旅游文化演艺节目。
- B. 公司与浙江旅游职业学院合作成立“浙江旅游职业学院宋城学院”，使公司的人才储备和培训机制更加完善。
- C. 公司同全国多所艺术学校建立合作关系，广泛选拔人才和演员，降低了演出成本的同时，保证了人才厚度。

3.6 行业壁垒高，资金投入大，公司具有先发优势

旅游文化演艺产业的进入壁垒较高，主要体现在资金和营运经验。通常，室内大剧院建造需要花费亿元以上(实景演出的成本相对较少)，主题公园的修建需要创意、资金、科技等手段相结合，投入大、建造期长、回收期长。主题公园建成后，后续的管理、维护营运、客流培育等都有很强的经验和渠道壁垒，宋城股份在这些方面都有比较优势和先发优势。

四、风险因素：

A. 异地项目市场风险：

去年公司以高效实际行动促成多个异地项目落地，彰显其全国连锁的战略决心，同时选址严格和渠道建设提速也有助于提高项目成功率、缩短回收期。但毕竟目前仍未有异地项目正式投入运营，后续在剧目口碑、客流增速、地接社/导游接洽、市场竞争等方面存在一定的不确定性。

B. 大型游乐设施安全风险：

大型机械及高科技游乐设施是杭州乐园、动漫乐园等游乐类主题公园的重要组成部分，存在发生运营故障或事故的风险。

C. 旅游行业系统性风险：

自然灾害、疫情等影响居民出游意愿、旅游目的地接待能力的旅游行业系统性风险。

五、投资建议

公司注重于旅游与文化产业的融合和协同，宋城景区“主题公园+文化演艺”的模式已经成熟，杭州乐园经过改建和推出《吴越千古情》，客流量、营业收入、影响力等将得到进一步提升。未来三年，公司将这种模式在三亚、泰山、丽江、石林等地进行持续的复制和扩展。公司拥有良好的营销渠道优势和旅游产业运作经验，我们认为公司的良好发展态势未来仍将持续。

公司 2011 年实现每股收益 0.6 元，我们预测公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.80 元、0.99 元、1.30 元，对应公司目前股价的市盈率分别为 30 倍、24 倍、18 倍，我们给予“买入”评级。

六、盈利预测以及假设

我们对于宋城的估值基于以下基本假设：

- 1) 假设经济基本面不发生重大变化、旅游行业基本增长趋势不变。
- 2) 宋城景区：2009-2011 年游客人数分别为 258、380、332.7 万人次，预计 2012-2014 年的游客人数年度复合增长率约为 16%；2010-2011 年进入宋城景区游客观看《宋城千古情》的比例大约 80%，我们预计该比例在 2012-2014 年会有一定幅度提升；2011 年入园游客人均消费 113 元，随着二期餐饮、购物等旅游要素的丰富，2012-2014 年人均消费会有小幅提升；宋城景区 2011 年毛利率为 84.7%，假定 2012-2014 年毛利率维持在 84-86% 左右；(预计原有宋城景区 2012-2014 年的毛利大于 85%。按照目前宋城二期投入 2 亿元左右估算，二期每年折旧摊销大概 700-800 万元，拉低了大约 1%-2% 的毛利率，因此我们将宋城景区 2012-2014 年的毛利率假定在 84-86% 左右。)
- 3) 杭州乐园及《吴越千古情》：2009-2011 年游客人数分别为 63、79、106 万人次，预计 2012-2014 年的游客人数年复合增长约 15%；2011 年入园游客人均消费 114 元，基于 2012 年 1 月 1 日杭州乐园门票提价 40 元，我们假定 2012-2014 年人均消费提升至 125 元；杭州乐园 2010-2011 年毛利率大约为 65%，由于 2012 年新推出演艺节目《吴越千古情》，将提升杭州乐园景区的毛利率水平，我们假定 2012-2014 年毛利率维持在 75% 左右。(类比宋城景区，演艺节目毛利较高，一般都是 80% 左右甚至更高，但是基于《吴越千古情》的剧院以及相关演艺设备的折旧摊销，预计每年 500-600 万元，我们预计其拉低了杭州乐园毛利率 3-4% 左右。)
- 4) 动漫乐园：假定动漫乐园 2012 年三季度开业，人均消费在 100 元左右，20% - 30% 的毛利率水平。
- 5) 三亚景区：假定今年四季度开业，2013-2014 年毛利率 47.8%、58.9%。

综合来看，公司 2012-2014 年的毛利率维持在 80% 左右。

图表 13.2012-2014 年公司盈利预测表

(人民币, 万元)		2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
宋城景区	营业收入	14,167	18,760	32,101	34,123	42,016	49,982	57,697
	同比增长(%)		32.4	71.1	6.3	23.1	19.0	15.4
	毛利率(%)	85.5	80.8	85.0	82.3	84.2	85.2	86.2
杭州乐园	营业收入	4,562	6,011	8,856	12,052	16,648	18,961	21,898
	同比增长(%)		31.8	47.3	36.1	38.1	13.9	15.5
	毛利率(%)	0.0	54.1	51.5	63.8	74.5	75.3	75.9
动漫乐园	营业收入		630	787		374	2,313	3,634
	同比增长(%)			24.9			517.7	57.1
	毛利率(%)		10.8	39.2		(2.0)	20.0	30.0
天涯不夜城	营业收入				0	500	5,000	13,600
	同比增长(%)						900.0	172.0
	毛利率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	(12.1)	47.8	58.9
其他	营业收入	1,042	1,929	2,732	4,277	3,639	7,733	11,633
	同比增长(%)		85.1	41.6	56.6	(14.9)	112.5	50.4
	毛利率(%)	48.4	55.8	65.5	82.8	79.8	81.4	83.1
收入合计		19,771	27,330	44,476	50,453	63,178	83,989	108,462
同比增长(%)			38.2	62.7	13.4	25.2	32.9	29.1
毛利率合计 (%)		76.3	69.9	76.3	75.2	79.9	77.0	78.1
销售费用率 (%)		12.3	8.1	6.8	7.7	7.7	7.7	7.7
管理费用率 (%)		8.2	9.8	9.1	9.6	8.6	8.6	8.5
财务费用率 (%)		6.3	6.4	5.4	(2.6)	(2.5)	(1.6)	(1.1)
实际所得税率 (%)		25.8	24.7	25.1	25.0	25.0	25.0	25.0

资料来源：公司数据

七、附录一 杭州旅游市场潜力巨大

旅游业在国内属于朝阳产业，发展潜力巨大，随着中国经济的不断发展，人们对于生活品质的要求越来越高，大众的旅游需求越来越强。

2006-2010年，我国国内旅游人数年均增长12%，入境过境旅游人数年均增长3.5%，出境旅游人数年均增长19%，全国旅游业总收入年均增长15%。居民人均出游率达1.5次，旅游直接就业达1,350万人，旅游消费对社会消费的贡献超过10%。2011年中国国内旅游人数达26.4亿人次，居民出游率近2次/人。但与发达国家相比，中国居民年均出游次数依然较少，旅游业未来发展空间巨大。预计到2015年，中国国内旅游人数将达到33亿人次，到2050年将达到50亿人次。

同时，人们的旅游偏好逐渐从那种走马观花的纯粹观光游向休闲游转变，具有文化内涵的高附加值旅游景区和产品逐渐得到人们的青睐。

A. 从市场需求来看，旅游业的发展逐渐从政策刺激进入常态化发展阶段。首先，对于城镇居民来讲，无论从人数还是消费上，城镇居民占我国国内旅游的比重都在稳步上升，特别是城镇居民旅游消费已占国内旅游收入的3/4。城镇居民旅游花费占其可支配收入的比重，基本稳定在10%左右，这表明旅游已经成为城镇居民的日常生活方式。城镇居民的旅游消费将呈现出一个常态化的稳定增长机制。

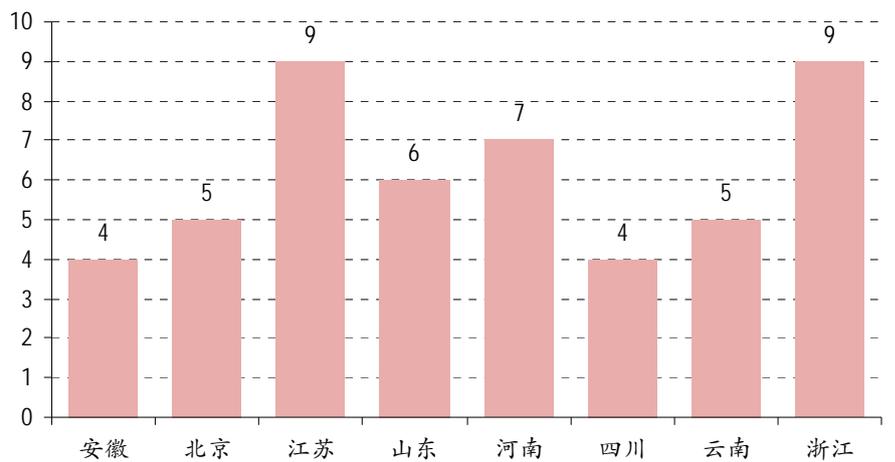
其次，对于农村居民来讲，其旅游消费的潜力还没有释放，旅游经济的外生增长主要是农村居民消费率的提高以及城镇化率的不断提升。

宋城股份的特点就是能够抓住大众旅游消费的需求。我们认为，尽管都市白领开始流行“自由行”、“背包游”等旅游方式，但是基于全国因素，以旅行团为主的方式在一定时间内仍然会主导国内大众旅游市场，而这也正是宋城股份的营销和渠道优势所在。

B. 从自然和人文条件看，浙江文化灿烂，人文荟萃，经济发达，名胜古迹众多，旅游资源丰富，尤其是优质旅游资源在全国名列前茅。经过对于最优质景区（国家5A级风景区）的统计，浙江拥有9个5A级风景区，和江苏并列全国第一。

杭州作为浙江省会城市，经济发达，交通便捷，拥有3个国家5A级景区（西湖景区、千岛湖景区、西溪湿地景区）。公司目前最核心的宋城景区，就位于西湖景区周边，“游西湖、看宋城”已经成为很多游客来杭州旅游不可缺少的组成部分，公司可以充分享受优质旅游资源所带来的协同效应。杭州一直致力于打造开放式旅游模式，旅游的本质其实就包含了开放性和融合性，

杭州因为其丰厚的旅游资源和知名度，几乎能满足不同旅游需求的各种游客，包括旅行团、自由行、背包族等。杭州市也努力通过打造具有地方特色的旅游口号、旅游形象宣传片等吸引海内外游客前往。2008-2011年，杭州接待的游客人数从4,700多万人次增长到7,487.27人次，年复合增长率达到16.79%。

图表 14.主要旅游省份 5A 级风景区数量


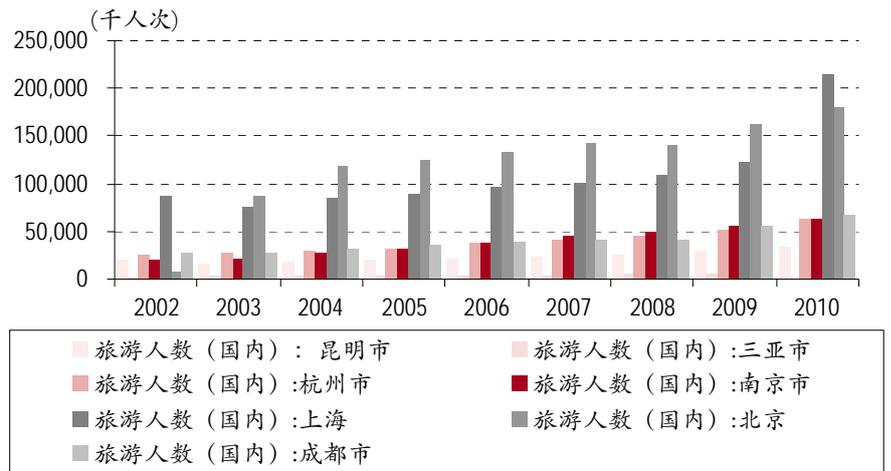
资料来源：国家旅游局，中银国际研究

杭州因其丰富而且富含历史底蕴的旅游资源，每年吸引了大量的国内外游客前往。其国内旅游人次、入境旅游人次、国内旅游收入、入境旅游收入等指标一直在全国名列前茅，显示了其发达的旅游产业以及后续的增长潜力。同时，得益于发达的经济和交通，杭州的人均旅游消费从 1999 年的 752.1 元上升到 2011 年的 1,591 元，年度复合增长率达到 6.44%。

图表 15.1999-2011 年杭州旅游人均消费

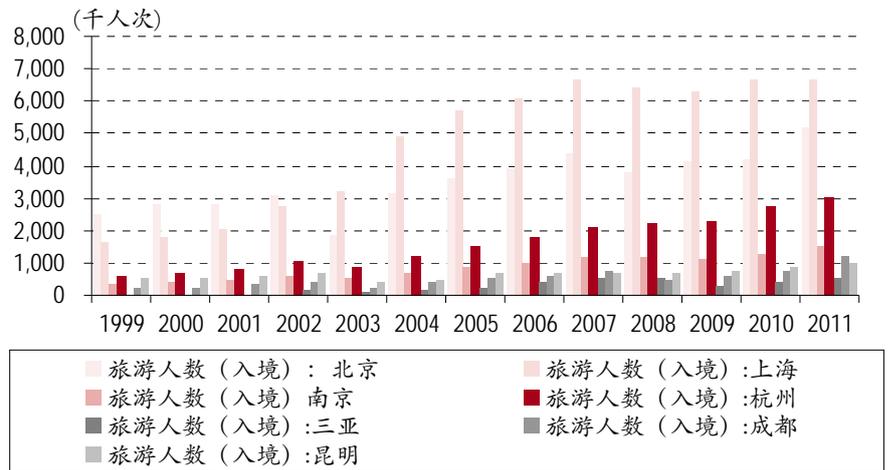

资料来源：国家旅游局，中银国际研究

图表 16.主要旅游城市国内旅游人次



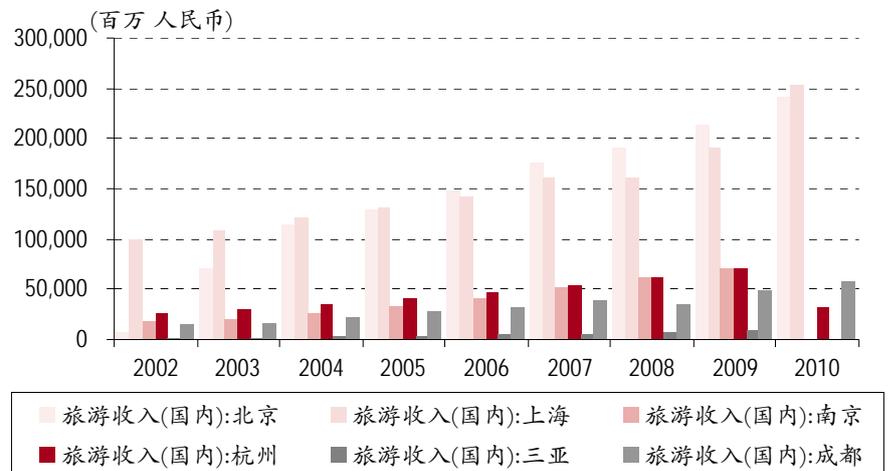
资料来源: 国家旅游局, CEIC

图表 17.主要旅游城市入境旅游人次



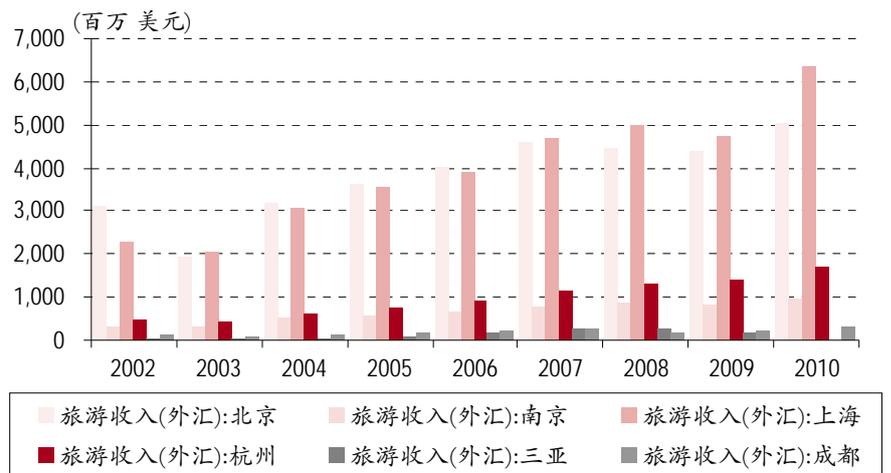
资料来源: 国家旅游局, CEIC

图表 18.主要城市国内旅游收入



资料来源: CEIC

图表 19.主要城市入境旅游收入



资料来源: CEIC

八、国内旅游演艺小市场、高成长

旅游演艺是新兴行业，具有非常远大的市场空间，旅游市场总规模为 14 万亿元，2010 年全国演出总销售为 60 亿元，旅游演艺占到了 36 亿。据统计，目前国内 1,000 万投资以上的旅游演艺项目已经达到了 200 多场，每年以几何倍增的方式增长，以后将会成为每个城市或旅游景区必建的项目。

随着旅游消费者观念从最初的景观游到文化体验游的转变，迫使每个景区必须加速景区文化演出市场的建设。可以预言，“十二五”期间，我国的文化产业和旅游演艺将会有一个量的突破和质的飞跃。

就旅游演艺行业而言，高盈利与高溢出效应并存。一方面，在初期高投入之后，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，且衍生业务将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，旅游演艺行业备受政府和社会资本青睐。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	445	505	632	840	1,085
销售成本	(105)	(125)	(127)	(193)	(237)
经营费用	(34)	(52)	(39)	(60)	(100)
息税折旧前利润	305	327	466	586	748
折旧及摊销	(53)	(59)	(88)	(108)	(117)
经营利润(息税前利润)	253	268	378	478	630
净利息收入/(费用)	(24)	13	16	13	12
其他收益/(损失)	(11)	16	(1)	(2)	(2)
税前利润	218	297	392	489	640
所得税	(55)	(75)	(98)	(122)	(160)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	163	222	294	367	480
核心净利润	162	222	294	367	480
每股收益(人民币)	0.442	0.601	0.796	0.993	1.298
核心每股收益(人民币)	0.439	0.601	0.796	0.993	1.298
每股股息(人民币)	0.300	0.200	0.265	0.330	0.428
收入增长(%)	63	13	25	33	29
息税前利润增长(%)	91	6	41	27	32
息税折旧前利润增长(%)	77	7	42	26	28
每股收益增长(%)	41	36	32	25	31
核心每股收益增长(%)	43	37	32	25	31

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	218	297	392	489	640
折旧与摊销	53	59	88	108	117
净利息费用	24	(13)	(16)	(13)	(12)
运营资本变动	(3)	(10)	(38)	(31)	(55)
税金	(55)	(75)	(98)	(122)	(160)
其他经营现金流	14	37	25	22	21
经营活动产生的现金流	250	295	353	453	551
购买固定资产净值	(47)	(655)	(341)	(323)	(356)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(47)	(655)	(341)	(323)	(356)
净增权益	2,128	0	0	0	0
净增债务	(18)	(153)	(230)	0	0
支付股息	(75)	(50)	(74)	(98)	(122)
其他融资现金流	25	(20)	(19)	(16)	(23)
融资活动产生的现金流	2,060	(223)	(322)	(113)	(146)
现金变动	2,264	(583)	(310)	17	50
期初现金	87	2,350	1,767	1,457	1,474
公司自由现金流	204	(360)	12	130	196
权益自由现金流	210	(533)	(226)	123	189

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	2,350	1,767	1,457	1,474	1,524
应收帐款	2	5	7	9	11
库存	1	0	1	1	1
其他流动资产	19	222	242	302	367
流动资产总计	2,371	1,995	1,707	1,785	1,903
固定资产	353	656	866	1,002	1,232
无形资产	251	388	427	505	510
其他长期资产	0	4	6	5	5
长期资产总计	603	1,047	1,299	1,512	1,748
总资产	2,974	3,042	3,006	3,297	3,651
应付帐款	34	71	56	70	73
短期债务	150	160	0	0	0
其他流动负债	26	36	36	52	63
流动负债总计	210	267	92	122	135
长期借款	232	70	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	168	370	370	370	370
储备	2,365	2,335	2,544	2,805	3,146
股东权益	2,533	2,704	2,914	3,175	3,515
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,974	3,042	3,006	3,297	3,651
每股帐面价值(人民币)	15.08	7.32	7.88	8.59	9.51
每股有形资产(人民币)	13.58	6.27	6.73	7.22	8.13
每股净负债/(现金)(人民币)	(11.72)	(4.16)	(3.94)	(3.99)	(4.12)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	68.6	64.8	73.7	69.8	68.9
息税前利润率(%)	56.8	53.2	59.8	57.0	58.1
税前利润率(%)	49.0	58.9	62.1	58.3	59.0
净利率(%)	36.7	44.0	46.6	43.7	44.2
流动性					
流动比率(倍)	11.3	7.5	18.6	14.6	14.1
利息覆盖率(倍)	10.1	13.2	45.7	63.7	92.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	11.3	7.5	18.6	14.6	14.0
估值					
市盈率(倍)	53.5	39.3	29.7	23.8	18.2
核心业务市盈率(倍)	53.8	39.3	29.7	23.8	18.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	58.8	42.9	32.4	26.0	19.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.6	3.2	3.0	2.8	2.5
价格/现金流(倍)	13.9	21.5	24.7	19.3	15.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.6	22.0	15.6	12.4	9.6
周转率					
存货周转天数	1.6	1.5	1.5	1.3	1.4
应收帐款周转天数	1.4	2.5	3.4	3.3	3.4
应付帐款周转天数	22.0	38.0	36.8	27.4	24.0
回报率					
股息支付率(%)	30.9	33.3	33.3	33.3	33.0
净资产收益率(%)	11.7	8.5	10.5	12.1	14.3
资产收益率(%)	10.3	6.7	9.4	11.4	13.6
已运用资本收益率(%)	14.2	10.3	13.7	16.4	19.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

黄山旅游 (600054.SS/人民币 16.85, 未有评级)

桂林旅游 (000978.SZ/人民币 8.81, 持有)

中青旅 (600138.SS/人民币 17.54, 买入)

峨眉山 A (000888.SZ/人民币 19.89, 未有评级)

三特索道 (002159.SZ/人民币 15.96, 未有评级)

首旅股份 (600258.SS/人民币 14.85, 持有)

世纪游轮 (002558.SZ/人民币 28.43, 未有评级)

西藏旅游 (600749.SS/人民币 13.41, 未有评级)

中国国旅 (601888.SS/人民币 28.14, 买入)

丽江旅游 (002033.SZ/人民币 22.18, 买入)

金陵饭店 (601007.SS/人民币 7.79, 未有评级)

华天酒店 (000428.SZ/人民币 5.00, 未有评级)

锦江股份 (600754.SS/人民币 18.12, 买入)

以 2012 年 3 月 13 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371