



扩张大幕刚刚拉开，建议提前配置，重申买入评级

建议理由

宋城景区是中国最为成功的人造景区之一，即使与一线自然相比也毫不逊色。未来五年，公司计划将其成功模式复制到其他旅游城市。（1）我们认为宋城景区已有成功模式可以归结为8方面，每方面都可以异地复制，因而我们认为公司异地复制成功可能性极高；（2）敏感性分析显示，如果新项目保持现有宋城景区的成本结构，那么这些项目实现70%以上高毛利率的确定性也非常高；（3）在这些前提下，2011-2020年，公司的营业收入、净利润将实现7倍以上的增长。我们微调目标价为18.95元(原为18.07元)，上行空间31%。如果考虑长期增长因素，我们估计公司的合理价值约21.73元，较目标价进一步高出15%左右。由于公司扩张大幕刚刚拉开，当前股价具有吸引力，建议提前配置，重申买入。

推动因素

公司成功模式的可复制性是资本市场非常关注的问题。虽然我们提出的8大方面显示可复制性的确定性，但是仍然需要事实验证。宋城股份2月份新公演的《吴越千古情》将是验证这一要点的较好参照。我们也认为投资者应该紧密跟踪这一项目的进展。半年报以及三季报披露的游客人次以及人均消费数字将有可能是股价表现的催化因素。

估值

我们将各个项目的政府补贴包括在盈利预测中，因此将2012-2014年每股盈利预测上调9%/10%/9%至0.57/0.67/0.90元。在我们的基准预测下得出的目标股价（仍然基于EV/GCI vs. CROCI/WACC）为18.95元，较原目标价（18.07元）上调5%左右，主要反映盈利预测的调整，对应2012年市盈率33倍。公司当前隐含2012年市盈率25倍，与我们覆盖的A股旅游公司平均市盈率相当，但考虑到宋城股份更好的成长性，我们认为其应享受溢价。

主要风险

单个项目出现亏损；新项目建设进度慢于预期；政府补贴少于预期；未能找到更多合适的旅游城市以开发新项目。

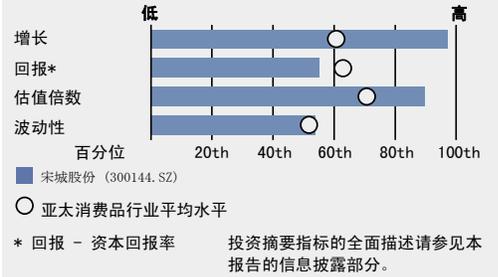
所属投资名单

亚太买入名单

行业评级：具吸引力

廖绪发, CFA 执业证书编号: S1420510120006
+86(21)2401-8902 xufa.liao@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
刘智景 执业证书编号: S1420511070001
+86(21)2401-8943 zhiqing.liu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要



主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	14.50
12个月目标价格 (Rmb)	18.95
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	2,436.0 / 385.8
外资持股比例 (%)	--

	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
每股盈利 (Rmb) 新	0.83	0.57	0.67	0.90
每股盈利调整幅度 (%)	50.0	9.3	10.0	8.8
每股盈利增长 (%)	145.5	(30.7)	17.4	33.4
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.60	0.57	0.67	0.90
市盈率 (X)	17.5	25.3	21.6	16.2
市净率 (X)	2.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA (X)	7.1	15.5	13.9	10.0
股息收益率 (%)	1.4	1.4	1.6	2.2
净资产回报率 (%)	8.5	11.1	12.1	14.8
CROCI (%)	31.9	25.8	21.3	20.3

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	2.1	(13.5)	2.6
相对于上证A股指数	0.3	(10.4)	23.5

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为5/11/2012收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

宋城股份：财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	资产负债表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入	504.5	673.8	953.7	1,365.5	现金及等价物	1,767.3	1,414.6	1,006.8	617.4
主营业务成本	(125.3)	(175.6)	(293.2)	(433.4)	应收账款	31.9	36.9	47.0	59.9
销售、一般及管理费用	(111.1)	(142.3)	(260.5)	(345.7)	存货	0.5	1.0	1.6	2.4
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	195.1	171.3	157.4	176.1
其它营业收入/ (支出)	(0.7)	0.0	0.0	0.0	流动资产	1,994.8	1,623.9	1,212.9	855.7
EBITDA	326.3	425.2	500.9	735.3	固定资产净额	655.6	1,050.0	1,473.9	1,966.4
折旧和摊销	(58.8)	(69.3)	(101.0)	(148.9)	无形资产净额	387.6	612.5	874.8	1,113.7
EBIT	267.5	356.0	400.0	586.4	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
利息收入	33.5	14.1	11.3	8.1	其它长期资产	3.6	0.3	0.3	0.3
财务费用	(20.3)	(3.5)	(3.5)	(3.5)	资产合计	3,041.5	3,286.6	3,561.9	3,936.1
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	96.6	102.8	118.1	132.1
其它	16.7	52.0	83.6	62.1	短期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	297.4	418.6	491.4	653.0	其它流动负债	170.5	203.7	226.0	274.2
所得税	(75.2)	(105.8)	(124.2)	(163.2)	流动负债	267.1	306.5	344.1	406.2
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	长期贷款	70.0	70.0	70.0	70.0
优先股股息前净利润	222.2	312.8	367.2	489.7	其它长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	70.0	70.0	70.0	70.0
非经常性项目前净利润	222.2	312.8	367.2	489.7	负债合计	337.1	376.5	414.1	476.2
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	222.2	312.8	367.2	489.7	普通股权益	2,704.5	2,910.1	3,147.8	3,459.9
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.83	0.57	0.67	0.90	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.83	0.57	0.67	0.90	负债及股东权益合计	3,041.5	3,286.6	3,561.9	3,936.1
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.60	0.57	0.67	0.90	每股净资产 (Rmb)	7.32	5.33	5.77	6.34
每股股息 (Rmb)	0.20	0.20	0.24	0.33					
股息支付率 (%)	24.2	34.3	35.3	36.3					
自由现金流收益率 (%)	(8.9)	(3.5)	(3.8)	(3.3)					
增长率和利润率 (%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	比率	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入增长率	13.4	33.6	41.5	43.2	GROCI (%)	31.9	25.8	21.3	20.3
EBITDA增长率	6.9	30.3	17.8	46.8	净资产回报率 (%)	8.5	11.1	12.1	14.8
EBIT增长率	5.9	33.1	12.4	46.6	总资产回报率 (%)	7.4	9.9	10.7	13.1
净利润增长率	36.0	40.8	17.4	33.4	平均运用资本回报率 (%)	29.5	23.7	19.1	19.0
每股盈利增长	145.5	(30.7)	17.4	33.4	存货周转天数	1.5	1.5	1.6	1.7
毛利率	75.2	73.9	69.3	68.3	应收账款周转天数	13.3	18.6	16.1	14.3
EBITDA利润率	64.7	63.1	52.5	53.8	应付账款周转天数	214.9	207.3	137.5	105.3
EBIT利润率	53.0	52.8	41.9	42.9	净负债/股东权益 (%)	(62.8)	(46.2)	(29.8)	(15.8)
					EBIT利息保障倍数 (X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	估值	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
优先股股息前净利润	222.2	312.8	367.2	489.7	基本市盈率 (X)	17.5	25.3	21.6	16.2
折旧及摊销	58.8	69.3	101.0	148.9	市净率 (X)	2.0	2.7	2.5	2.3
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA (X)	7.1	15.5	13.9	10.0
运营资本增减	(10.1)	0.7	4.5	0.4	企业价值/总投资现金 (X)	1.9	3.5	2.7	2.1
其它	24.0	23.8	13.9	(18.6)	股息收益率 (%)	1.4	1.4	1.6	2.2
经营活动产生的现金流	295.0	406.6	486.6	620.4					
资本开支	(655.0)	(685.3)	(787.2)	(880.4)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(0.1)	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(655.1)	(685.3)	(787.2)	(880.4)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(50.4)	(73.9)	(107.2)	(129.5)					
借款增减	(152.5)	0.0	0.0	0.0					
普通股发行 (回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(20.0)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(222.9)	(73.9)	(107.2)	(129.5)					
总现金流	(583.1)	(352.7)	(407.8)	(389.5)					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

廖绪发, CFA
xufa.liao@ghsl.cn

刘智景
zhijing.liu@ghsl.cn

目录

投资建议：扩张大幕刚刚拉开，建议提前配置，重申“买入”评级	4
把握宋城的增长曲线：2011—2020年7倍成长	6
估值：微调目标价至18.95元，并用长期方法验证	12
关键问题讨论	14
主要风险	17
附录1：我们建立的单项目模型，以及预测假设	19
附录2：宋城处于有利的行业大环境	22
附录3：公司财务预测	25
信息披露附录	26

本报告股价截至2012年5月10日收盘价。

图表1：我们覆盖的A股旅游公司估值表

代码	公司	评级	股价			市值 (百万元)	市盈率			EV/EBITDA		市净率
			10-May-2012	12个月 目标价格	潜在 空间		2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	
601888.SS	中国国旅	买入*	27.14	33.50	23%	23883	24X	18X	13X	13X	9X	4.3X
600754.SS	锦江股份	买入	16.69	20.80	25%	10068	26X	22X	18X	13X	11X	2.4X
300144.SZ	宋城股份	买入	14.47	18.95	31%	8022	25X	22X	16X	15X	14X	2.7X
002033.SZ	丽江旅游	中性	21.70	26.60	23%	2524	24X	20X	18X	12X	11X	4.2X
000888.SZ	峨眉山A	中性	19.13	20.40	7%	4499	25X	20X	17X	13X	11X	4.3X
002306.SZ	湘鄂情	中性	22.25	21.70	-2%	4450	32X	26X	22X	11X	10X	3.4X
600054.SS	黄山旅游	中性	15.14	15.90	5%	7136	19X	16X	13X	12X	10X	3.7X
600138.SS	中青旅	中性	17.00	17.00	0%	7061	23X	20X	17X	9X	8X	2.6X
000978.SZ	桂林旅游	卖出	8.21	7.60	-7%	2956	25X	25X	35X	14X	13X	1.9X
600258.SS	首旅股份	卖出	13.38	12.60	-6%	3096	26X	24X	18X	12X	12X	3.0X
均值							25X	21X	19X	12X	11X	3.3X
中位数							25X	21X	17X	12X	11X	3.2X

代码	公司	评级	EPS				Consensus EPS		ROE			CROCI		
			2011	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
601888.SS	中国国旅	买入*	0.78	1.14	1.51	2.10	1.14	1.49	20%	22%	25%	44%	42%	40%
600754.SS	锦江股份	买入	0.53	0.63	0.76	0.93	0.70	0.86	9%	11%	12%	16%	17%	18%
300144.SZ	宋城股份	买入	0.83	0.57	0.67	0.90	0.53	0.68	11%	12%	15%	26%	21%	20%
002033.SZ	丽江旅游	中性	0.84	0.91	1.07	1.21	0.81	1.05	18%	19%	20%	23%	22%	22%
000888.SZ	峨眉山A	中性	0.62	0.77	0.98	1.13	0.72	0.90	19%	20%	20%	20%	22%	24%
002306.SZ	湘鄂情	中性	0.47	0.69	0.85	1.01	0.75	0.97	11%	13%	14%	21%	25%	25%
600054.SS	黄山旅游	中性	0.54	0.78	0.96	1.16	0.75	0.89	20%	22%	24%	18%	19%	20%
600138.SS	中青旅	中性	0.64	0.75	0.86	1.01	0.92	1.02	12%	12%	13%	18%	17%	18%
000978.SZ	桂林旅游	卖出	0.19	0.33	0.33	0.23	0.33	0.38	8%	8%	5%	11%	9%	7%
600258.SS	首旅股份	卖出	0.42	0.51	0.56	0.72	0.58	0.70	12%	12%	15%	11%	11%	12%
均值									14%	15%	16%	21%	21%	21%
中位数									12%	12%	15%	19%	20%	20%

注：*该股位于我们的地区强力买入名单，货币为人民币
更多信息披露请至 <http://www.gs.com/research/hedge.html>

资料来源：万得、高华证券研究预测

投资建议：扩张大幕刚刚拉开，建议提前配置，重申“买入”评级

杭州宋城景区是宋城股份的旗舰景区，1996年在杭州郊区开业，1997年推出演艺节目《宋城千古情》。经过10多年成功经验的累积，宋城景区已经成为年接待游客超过300万人次的大景区。即使与黄山风景区、峨眉山风景区、南山景区等中国最一线的5A级景区相比，杭州宋城景区在收入规模、旅游人次等方面都毫不逊色。公司计划在未来5年向异地扩张，期望将杭州的成功模式复制到新的项目。因此，我们预计公司将在未来5年经历快速增长，重申买入评级。

我们在此将2012-14年每股盈利预测上调9%/10%/9%至0.57/0.67/0.90元，以将各个项目的政府补贴包括在预测之中，同时将12个月目标价上调5%至18.95元，上行空间31%。

图表 2: 即使与一线自然景区相比，宋城景区也毫不逊色

2010年	杭州宋城	黄山风景区	峨眉山风景区	玉龙雪山索道	乌镇景区	南山景区
营业收入(百万元)	321	497	255	112	488	421
人次(百万人次)	3.80	2.52	2.02	0.90	5.75	3.10
人均消费(元)	85	197	126	124	85	136
毛利率	85%	42%	44%	84%	84%	93%
毛利(百万元)	273	209	112	94	410	391

注：黄山、峨眉山景区需要向当地政府缴纳景区票房分成，如果扣除这一块成本，两个景区毛利率应该在80%以上。

资料来源：公司数据

公司成功模式可复制，新项目将保持高毛利率

我们认为，公司的成功可以归结为收入端和成本端的8大方面，而且这8个方面每个复制性都非常强，因此成功模式复制到异地的确定性是比较高的。同时，我们对4个已经宣布的景区进行了平均票价、上座率对于毛利率的敏感性分析。敏感性分析显示，在这些项目上座率稳定在70%左右水平时，毛利率将达到75%-85%的区间，而且这个毛利率水平是可以维持的。即使这些项目的上座率仅达到50%甚至以下的水平，在一定的票价下，毛利率仍然可以达到50%-60%的高水平。

把握宋城的增长曲线：2011—2020年7倍成长

公司将异地扩张作为其未来战略最为重要的部分，并已经在2011年宣布开建三亚、丽江、泰山以及石林等4个项目。同时，我们预计公司在2014-2015年将再建4个项目，与公司未来几年每年建设2-3个项目的目标一致。我们搭建了针对新建景区的单项目模型（请参见附录1），并应用合理的假设对宋城未来增长性进行评估。我们预计到2020年，公司各个景区接待游客量将合计1984万人次，其中新景区贡献1165万人次，占总人次59%。2020年游客量是2011年水平的4.5倍。而公司的营业收入、净利润等财务指标更因为票价持续提升等因素将有7倍以上的增长，宋城股份的净利润规模将在2020年达到17亿元左右的规模，届时公司的经营性现金流和自由现金流将达到21.3亿元和14.8亿元。

估值：微调目标价至18.95元

我们对宋城仍然沿用EV/GCI vs. CROCI/WACC估值方法，估值结果为18.95元，上行空间31%左右。但是，我们认为，该目标价尚未能完全反映公司的长期增长前景：（1）我们以2018年公司成熟期估得公司远景合理市值约为196亿元，折回到现在对应每股价值21.73元，较我们的目标价

高出 15%；（2）目标价位置，对应 2018 年 EV/EBITDA 为 10 倍左右，低于当前成熟景区 11 倍左右的中值水平，位于估值区间低端。

主要风险：单项目风险可控

单项目亏损的风险。为了衡量公司单项目的风险，我们针对 4 个已宣布项目进行了一项敏感性分析，以计算在不同平均票价以及每天场次组合下，各个项目在盈亏平衡点时需要达到的游客量。在开业时，三亚、丽江、泰山、石林盈亏平衡点需要的游客量，与当地一线景区相比，比例仅为 5%-13%，我们认为对于宋城这样一个营销、品牌实力俱佳的公司，是比较容易达到的，因此亏损的风险较小。同时，随着票价提升，每天场次增加，盈亏平衡点需要的人次有显著下降，显示随着景区在当地打开知名度、逐渐成熟之后，后续经营的风险越来越小；

项目建设进度慢于预期。虽然我们相信公司将能够处理多项目建设带来的挑战，但是如果建设进度显著慢于预期，宋城股份的股价表现将受负面影响；

政府补贴低于预期。在我们的预测中，政府补贴占 2012-2014 年收入的 8%/9%/5%，以及当年资本开支的 8%/11%/7%。如果公司实际申请得到的政府补贴显著低于预期，或者在时间点上慢于预期，我们的盈利预测将面临调整风险。

获得合适的项目储备的风险。除了已经公布开建的 4 个项目，宋城还与峨眉山以及武夷山当地政府签订了投资意向协议。另外，公司在年报或者半年报中还表达了对北京、张家界以及九寨沟等旅游城市的兴趣。但是，这些潜在项目最后能否上马仍然存在不确定性。如果公司不能获得合适的项目储备，有可能影响其总体扩张进度。

把握宋城的增长曲线：2011—2020年7倍成长

宋城股份扩张的主要内容是将其成功经验和模式复制到中国其他旅游城市，这是成熟自然景区所不具备的优势。在招股说明书中，宋城提出长期战略是实现公司品牌连锁经营，将杭州宋城景区的模式复制到其他项目。公司预计将在未来几年内每年建设2—3个新项目。2010年12月上市以来，公司已经宣布开建三亚、丽江、泰山以及石林四个异地项目。基于公司的规划，我们预计宋城将在2014—2015年再新建4个项目。

短期业绩预测：我们将2012—2014年业绩预测上调7%-8%。

我们对于每个异地项目预测了相当于投资总额6%左右的政府补贴，由此将2012-2014年净利润预测分别上调9%—10%，新的2012-2014年每股盈利预测为0.57/0.67/0.90元，并高出市场一致预期8%/-1%/4%，我们认为也主要是因为对于政府补贴和未来项目预测的差异导致。

图表3：我们对于营业外收入（政府补贴）的预测

单位：百万元人民币

	2012E	2013E	2014E	2015E	补贴合计	投资总额	补贴比例
营业外收入	52.00	83.64	62.05	63.15			
泰山	32.0	0.0	0.0	0.0	32.0	340.1	9%
三亚	0.0	29.4	0.0	0.0	29.4	480.0	6%
丽江	0.0	20.0	0.0	0.0	20.0	321.2	6%
石林	0.0	13.2	0.0	0.0	13.2	210.0	6%
其他项目1	0.0	0.0	20.0	0.0	20.0	333.7	6%
其他项目2	0.0	0.0	20.0	0.0	20.0	333.7	6%
其他项目3	0.0	0.0	0.0	20.0	20.0	333.7	6%
其他项目4	0.0	0.0	0.0	20.0	20.0	333.7	6%
其他	20.0	21.0	22.1	23.2			

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

长期前景：预计宋城未来8年营业收入、净利润都将有7倍以上的成长

宋城股份2012年起开始建设异地项目，开启了扩张大幕，我们预计公司将在未来8年之内经历快速增长，而且，新开区将在公司的各项指标中占据更加重要的地位：

- 景区人次：我们预计到2020年，公司各个景区接待游客量将合计1984万人次，其中新景区贡献1165万人次，占总人次59%。2020年游客量是2011年水平的4.5倍；
- 营业收入：由于公司各个景区的票价也有增长，因此我们对于营业收入的增长预测将快于景区人次。预计2020年，公司营业收入将达到37.2亿元人民币，是2011年5.05亿元的7.4倍；
- 净利润：我们预计2020年公司净利润将达17.4亿元，是2011年水平的7.8倍，增长倍数与营业收入相当，因为我们预计在各个景区成熟之后，公司整体净利润率与2011年相近。新景区净利润约占总利润的2/3。同时，净利润增速将在2016年之前保持在20%以上，由于2014年数个项目将开始成熟，当年利润增速达50%，将是未来几年增速最快的一年；
- 现金流：在渡过投资高峰期之后，公司将进入现金流充沛的阶段，预计到2020年，经营性现金流将达到21.3亿元，自由现金流将达到14.8亿元。

图表 4: 宋城股份的主要经营指标都将有数倍以上的增长

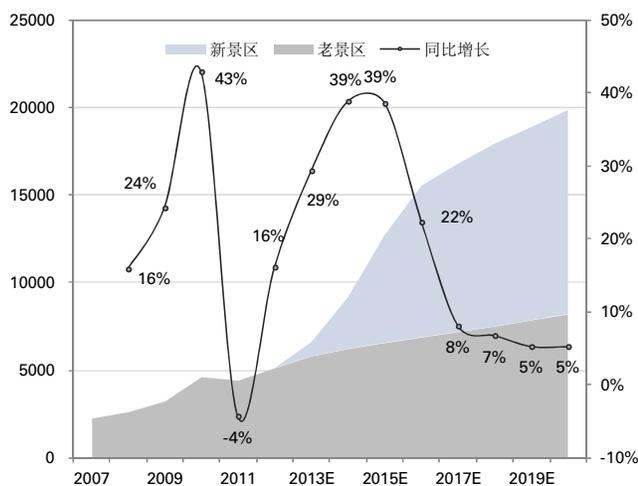
单位: 千人次、百万元人民币

	2011	2020E	CAGR	成长倍数
景区人次	4387	19839	18%	4.5 X
现有景区	4387	8188	7%	1.9 X
新景区	0	11651	N.A.	N.A.
营业收入	505	3718	25%	7.4 X
现有景区	505	1542	13%	3.1 X
新景区	0	2176	N.A.	N.A.
净利润	222	1741	26%	7.8 X
现有景区	222	597	12%	2.7 X
新景区	0	1145	N.A.	N.A.
经营性现金流	295	2127	25%	7.2 X
FCF	(406)	1483	N.A.	N.A.

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 5: 景区人次预测

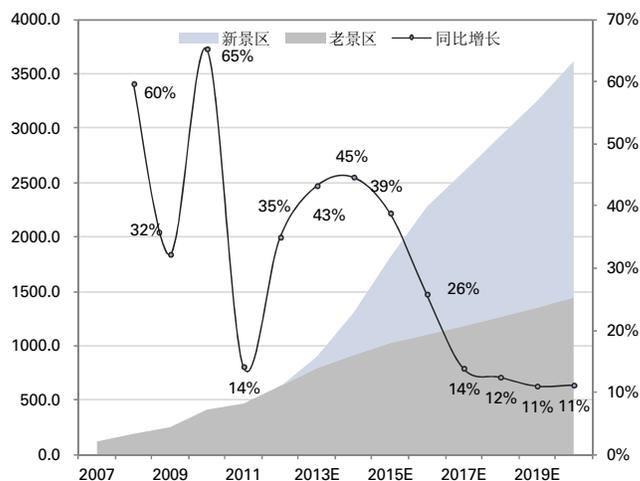
单位: 千人次



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 6: 营业收入预测

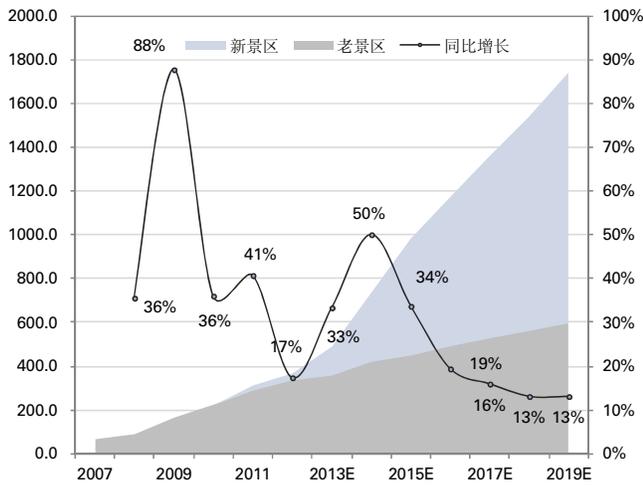
单位: 百万元人民币



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 7: 净利润预测

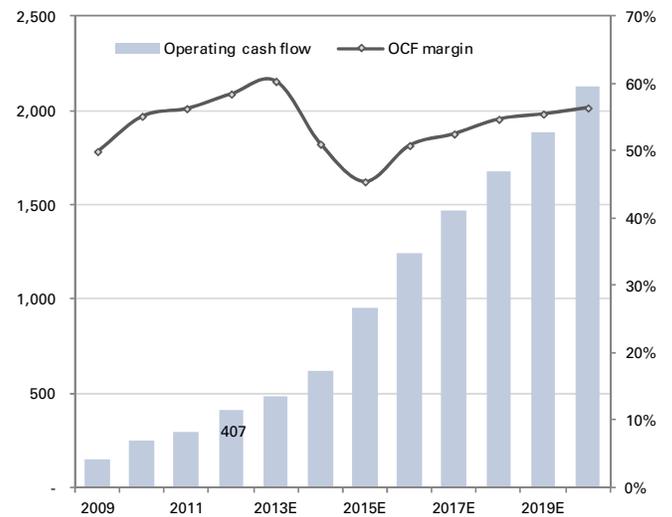
单位: 百万元人民币



资料来源: 高华证券研究预测

图表 8: 经营性现金流预测

单位: 百万元人民币



资料来源: 高华证券研究预测

我们的标准假设是:

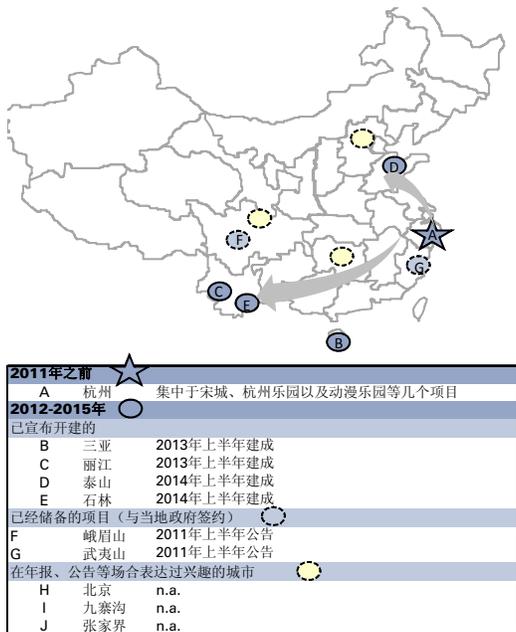
- 1) 公司将在 2013 年开业三亚 (上半年)、丽江 (年中) 2 个项目, 2014 年开业泰山 (上半年)、石林 (年中) 等 3 个项目, 2015 年开业其他 3 个项目, 异地项目最终达到 8 个 (图表 9), 并在此后停止建设新项目, 主要维护已有景区;
- 2) 除了三亚、丽江、泰山、石林四个已经宣布开建的项目, 我们预计公司 2014-15 年还将开建其他 4 个项目。这四个项目有可能是公司已经储备的项目 (峨眉山、武夷山), 或者公司已经在年报、半年报等场合表达过兴趣的地点 (北京、张家界、九寨沟), 或者其他一线景区。但由于公司一直宣称仅在一线旅游城市选址, 因此预计这些未宣布的项目所在城市, 旅游市场规模应与前四个已宣布景区相当。因此, 我们对于这四个项目的核心假设 (总投资、所在城市旅游人次、旅游人均消费等) 取前四个项目的平均值;
- 3) 2012-2015 年将是公司资本开支的高峰期, 资本开支将达到 6-8 亿元, 在 2015 年之后, 将资本开支的低谷, 主要资本开支将是针对已有景区维护性的投入, 数额约在收入的 15% 左右。

图表 9: 我们预计, 宋城股份将在 2015 年底之前开出 8 个异地项目

	基本假设	地方旅游经济	单位: 百万元 人民币	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15						
				资本开支					655					652					740					812					226
已经公告开工的项目	三亚	总资产	480	座位数	3000	三亚年游客量(百万)	10.2																						
		固定资产(建筑及设备)	316	员工数量	300	三亚旅游总收入(十亿)	15.7																						
		无形资产(土地)	144			人均消费(元)	1538																						
		其他投入	20	每座投资	0.16																								
	丽江	总资产	321	座位数	3000	丽江年游客量	11.1																						
		固定资产(建筑及设备)	213	员工数量	221	丽江旅游总收入(十亿)	15.2																						
		无形资产(土地)	94			人均消费	1369																						
		其他投入	14	每座投资	0.11																								
	泰山	总资产	340	座位数	3000	泰安年游客量	37.3																						
		固定资产(建筑及设备)	214	员工数量	230	泰安旅游总收入(十亿)	31.9																						
		无形资产(土地)	107			人均消费(元)	856																						
		其他投入	20	每座投资	0.11																								
	石林	总资产	210	座位数	3000	昆明年游客量	41.0																						
		固定资产(建筑及设备)	162	员工数量	165	昆明旅游总收入(十亿)	36.7																						
		无形资产(土地)	38			人均消费	894																						
		其他投入	11	每座投资	0.07																								
按照宋城计划预计开工的项目	其他项目1	总资产	334	座位数	3000	所在城市年游客量(百万)	24.9																						
		固定资产(建筑及设备)	226	员工数量	227	所在城市旅游总收入(十亿)	24.9																						
		无形资产(土地)	96			人均消费(元)	999																						
		其他投入	12	每座投资	0.11																								
	其他项目2	总资产	334	座位数	3000	所在城市年游客量(百万)	24.9																						
		固定资产(建筑及设备)	226	员工数量	227	所在城市旅游总收入(十亿)	24.9																						
		无形资产(土地)	96			人均消费(元)	999																						
		其他投入	12	每座投资	0.11																								
	其他项目3	总资产	334	座位数	3000	所在城市年游客量(百万)	24.9																						
		固定资产(建筑及设备)	226	员工数量	227	所在城市旅游总收入(十亿)	24.9																						
		无形资产(土地)	96			人均消费(元)	999																						
		其他投入	12	每座投资	0.11																								
	其他项目4	总资产	334	座位数	3000	所在城市年游客量(百万)	24.9																						
		固定资产(建筑及设备)	226	员工数量	227	所在城市旅游总收入(十亿)	24.9																						
		无形资产(土地)	96			人均消费(元)	999																						
		其他投入	12	每座投资	0.11																								

资料来源: 公司数据、国家旅游局、高华证券研究预测

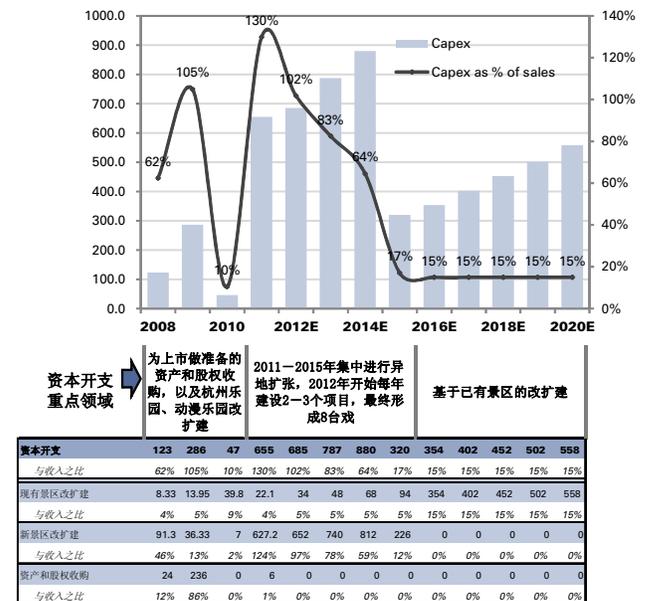
图表 10: 公司项目储备丰富, 将向全国扩张



资料来源: 高华证券研究

图表 11: 2012-2015 年将是公司资本开支高峰

单位: 人民币



资料来源: 高华证券研究预测

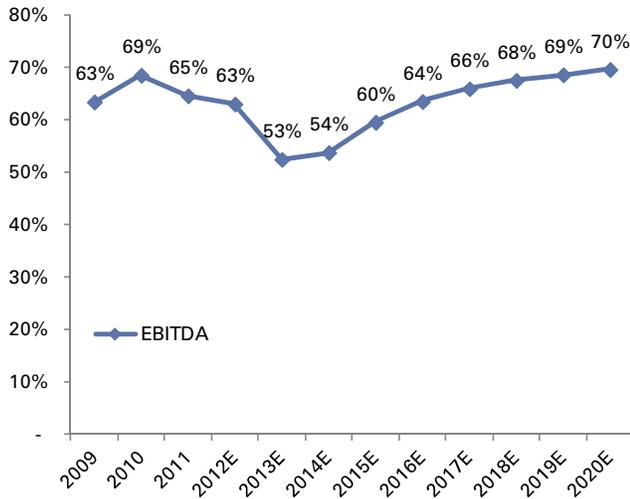
利润率趋势: 短期内将承压, 投资高峰期后回升

虽然公司未来十年将有高速增长, 但我们预计公司利润率在未来 3 年内将承受压力:

EBITDA: 公司 2009-2011 年 EBITDA 在 63%—69% 之间, 但一方面, 2012—2015 年公司新项目毛利率在开业之后难以短时间达到成熟水平 (70% 以上, 参见图 21—24), 另一方面, 新开项目有一性次的创作等费用, 因此, EBITDA 将明显受拖累, 特别是在 2013、2014 年开业集中期, EBITDA 将下降到 53%-54% 的低位。但在 2015 年之后将缓慢回升至 70% 左右的历史最高位;

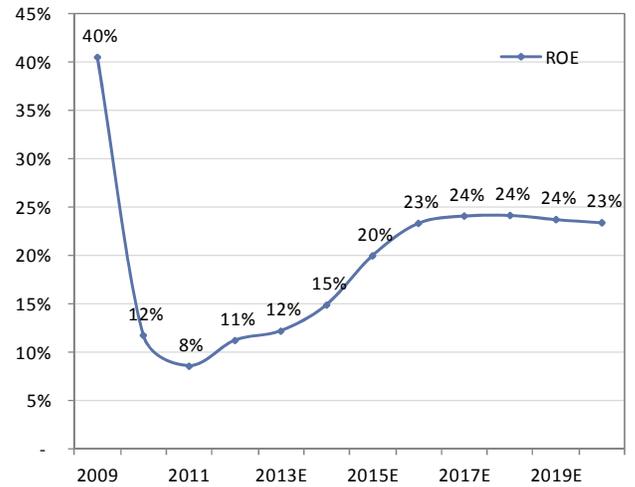
ROE: 公司 2010 年上市导致 ROE 被稀释, 2011 年之后募得的资金陆续投入使用, 并且由于我们预计公司每个项目都将有一定政府补贴, 新项目在净利润上的拖累较少, 因此预计 2012—2015 年 ROE 将持续提升, 到 2016 年之后 ROE 稳定在 23% 左右的位置;

图表 12: 我们预计 EBITDA 将恢复到 70%左右
2009-2020E



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

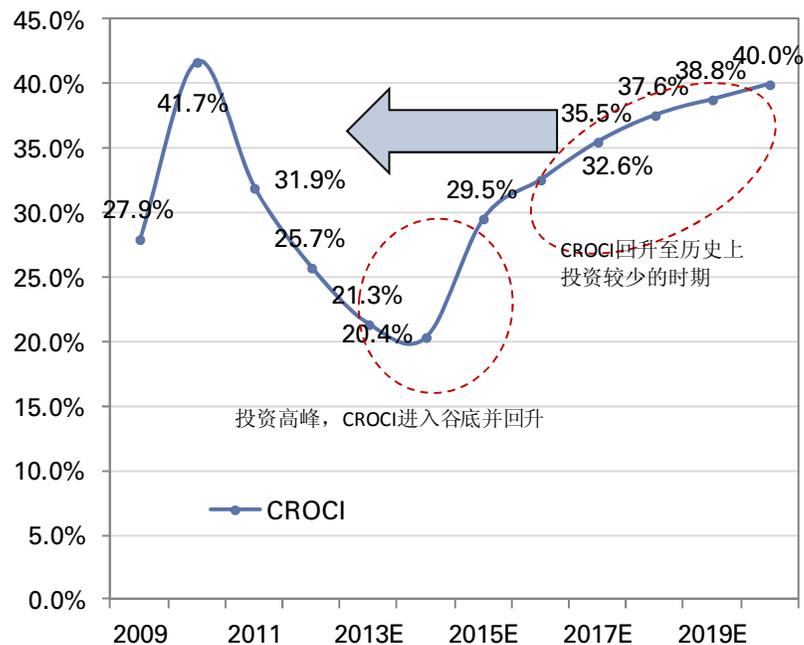
图表 13: ROE 将在 2016 年之后稳定
2009-2020E



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

CROCI: CROCI 用来衡量投入资本所带来的现金回报。在 2011—15 年资本投入期, 由于新项目难以在短期内产生与老景区相似水平的现金回报, 因而在图中可以观察到 CROCI 持续下滑至 20%左右的低位。随着新项目逐渐成熟, 产生现金的能力增强, 我们预计 CROCI 将逐渐爬升至 40%左右的高位, 这是公司在 2007、2010 年投资低谷期所曾经达到的高位。

图表 14: 我们预计 2015 年之后 CROCI 回升, 到 2020 年达到 40%的高位
2009-2020E



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

估值：微调目标价至 18.95 元，并用长期方法验证

我们对宋城仍然沿用 EV/GCI vs. CROCI/WACC 估值方法，将目标价上调 5% 左右至 18.95 元（原为 18.07 元），以反映盈利预测的调整，上行空间 31%。新目标价对应 2012 年市盈率 33 倍。但是，我们认为，该目标价尚未能完全反映公司的长期增长前景：（1）我们以 2018 年公司成熟期估计公司远景合理市值约为 196 亿元，折回到现在对应每股价值 21.73 元，较我们的目标价高出 15%；（2）目标价位置，对应 2018 年 EV/EBITDA 为 10 倍左右，低于当前成熟景区 11 倍左右的中值水平，位于估值区间低端。

图表 15: 宋城股份目标价计算过程

300144.SZ	
EV/GCI vs CROCI/WACC 估值	
预测所对应的 EV/GCI vs CROCI/WACC	1.56
覆盖公司 EV/GCI vs. CROCI/WACC 平均目标倍数	1.3
预测 2012 年 EV/GCI vs. CROCI/WACC 溢价/折价	20%
2012 年预测 CROCI/WACC	3.10
2012 年预测现金回报总额	398
2012 年预测现金投入总额	1859
对应的企业价值	9000
净负债和少数股东权益	-1345
对应的股票市值	10345
加权股本数	546
目标股价	18.95
预测对应的动态市盈率	33 X

资料来源：高华证券研究预测

估值讨论 1：公司市值的长期增长潜力：196 亿元

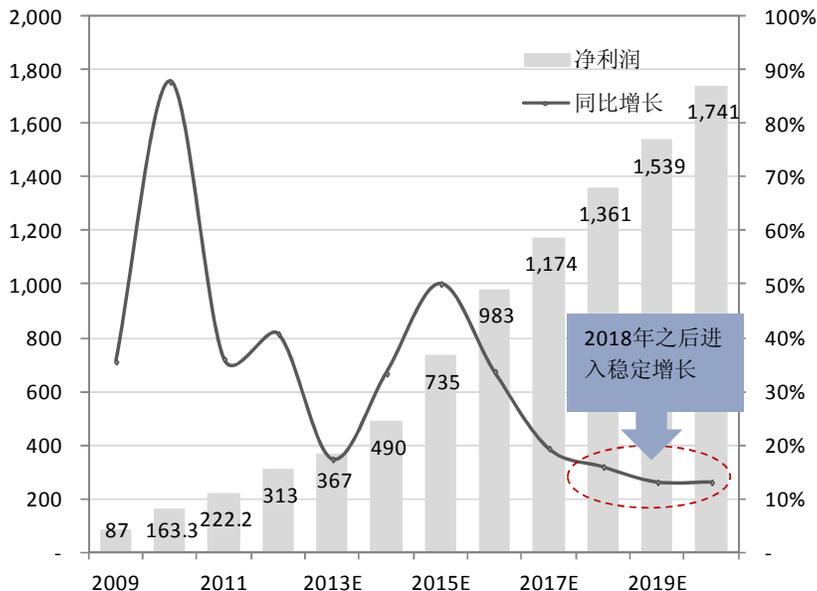
由于公司的增长故事较为长期，因此我们基于 2012 年盈利情况的目标价可能不能反映长期前景。那么，公司市值的长期增长潜力如何呢？这一长期市值如果完全反映，当前股价将如何表现呢？我们的基本思路是选择公司进入成熟稳定期之后的某年，计算合理市值，并折回到现在与当前目标价对比。

我们选择 2018 年为研究基期。有两方面理由：（1）从我们预测的宋城股份净利润增长曲线看，2018 年之后，公司净利润将进入 10%-15% 左右的稳定增长期；（2）使用 2018 年作为基期，我们将可以使用 PEG 作为计算市盈率的方法（需要使用 2018-2020 年利润增长率）。

公司市值的长期增长潜力：196 亿元。当前，黄山旅游、丽江旅游等 5 个成熟景区股票 PEG 平均值约为 1.30 倍，由于当前旅游股在市盈率估值上不算低，我们对 2018 年成熟期的宋城股份使用一定的 PEG 折价（1.1 倍左右），得到 2018 年公司合理市盈率为 14 倍，合理市值约为 196 亿元。

我们的 12 个月目标价并未完全反映长期增长。我们进一步将公司 2018 年合理市值折回到 2012 年，得到公司当前合理价值（考虑长期增长）为 21.73 元，相对于当前价格有 51% 的上行空间，相对于我们的 12 个月目标价也高出 15%，这表明我们的 12 个月目标价并未完全反映长期增长前景。

图表 16: 2018 年之后, 公司利润增长将进入稳定增长期
2009—2020 年, 净利润 (百万元人民币) 及同比增长



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 17: 当前成熟景区旅游股平均 PEG 约为 1.30 倍

		净利润CAGR (2012-2014E)	P/E (2012)	PEG
600054.SS	黄山旅游	21.6	19.6 X	0.91 X
002033.SZ	丽江旅游	15.1	23.6 X	1.56 X
000888.SZ	峨眉山	20.8	24.1 X	1.16 X
600138.SS	中青旅	15.5	22.7 X	1.47 X
600258.SS	首旅股份	19.1	26.9 X	1.41 X
平均值				1.30 X

资料来源: 高华证券研究预测

图表 18: 使用 PEG 得出的市盈率, 计算宋城股份合理价值为 21.73 元

单位: 百万元人民币	2012E	2018E
净利润	313	1361
应用市盈率	38X	14X
合理市值	11862	19622
隐含价值	21.73	
当前价格	14.49	
上行空间	50%	
资金成本 (CoE)	8.8%	

资料来源: 高华证券研究预测

估值讨论 2: 当前目标价反映 2018 年 EV/EBITDA 略有折价

另一个角度是, 宋城景区成熟之后, 产生现金流的能力以及现金流的增长性应与成熟景区当前的情况类似, 因此 EV/EBITDA 应该可比。我们 12 个月目标价对应的 2018 年市值 (权益资金成本 8.8%) 171 亿元, 其对应的 EV/EBITDA 为 10 倍左右, 而我们成熟景区当前的 EV/EBITDA 在 10-15 倍之间, 中值约为 11 倍。这意味着, 宋城成熟之后的 EV/EBITDA 水平略低于当前成熟景区的中值 (10%左右), 位于估值区间的低端, 也再次印证我们的目标价未能完全反映长期增长前景。

图表 19: 宋城股份 2018 年 EV/EBITDA vs. 成熟景区 2012 年水平

Ticker	Company	Price	Market cap	Net debt & MI	EV	EBITDA	EV/EBITDA
600054.SS	黄山旅游	15.36	7239.9	231.1	7008.8	609.6	11.5 X
000888.SZ	峨眉山	18.64	4383.9	-300.2	4684.1	317.6	14.7 X
600138.SS	中青旅	17.14	7119.1	1096.4	6022.7	954.3	6.3 X
600258.SS	首旅股份	13.74	3179.4	332.9	2846.5	284.1	10.0 X
002033.SZ	丽江旅游	21.48	3518.5	201.8	3316.7	304.5	10.9 X
中值							10.9 X
300144.SZ	宋城股份		17110	-3064.7	20175	2038.5	9.9 X

资料来源：高华证券研究预测

关键问题讨论

讨论 1: 宋城股份是否能够将成功模式复制到全国?

一直以来，围绕宋城异地扩张故事争论最多的问题，就是宋城股份能否将其成功模式复制到全国，这也在很大程度上造成了宋城股份目前市盈率估值与峨眉山、丽江旅游、桂林旅游、首旅股份处在 25 倍上下的同一水平。我们认为这是不合理的。

我们将宋城股份的成功归结为收入端和成本结构端的八大方面（参见图 20），我们在此仅重点强调 3 个方面：

- (1) 针对旅行社的 B2B 营销模式。当前中国旅游行业的客源结构仍然以团客为主，这一市场特征决定了得团客者得天下。宋城首先解决了与旅行社的利益关系，将票价的 50% 分给旅行社，相比之下，根据国家旅游局数据，2010 年旅行社旅游主业总体毛利率仅有 5%。经营宋城景区门票带来的高毛利，加上游客满意度较高，使得旅行社有充分的激励向游客推销宋城景区门票；其次，公司在营销方面非常重视与旅行社的长期关系，2011 年底签约合作旅行社超过 2400 家，庞大的旅行社基数为公司输送了稳定的客源。根据招股说明书的数据，2009 年杭州宋城景区 85% 游客为团客，而且如果按照与旅行社 50% 的分成比例，那么 2011 年公司为旅行社创造的市场空间相当于 3.4 亿元！同时，公司最大的旅行社客户销售比例仅为 2%，不存在过度依赖单个旅行社的状况；
- (2) 整合管理模式：所有戏目都为自有的团队自导自演自改，随时可以根据游客的体验以及建议对节目内容进行修改，这样保证了游客满意度，相比之下，竞争对手的一些项目导演团队与项目管理团队分离，导演团队离场即不对后期管理负责，有可能对后期游客满意度形成隐患；
- (3) 每天演出场次上下弹性较大，充分提高资源利用效率：我们认为这一方面是公司 CROCI 水平较高的最重要原因之一。由于《宋城千古情》是室内演艺，理论上每天可以 24 小时不间断演出，在旺季最大演出场次可达 8 场，最大程度上利用了公司在宋城的投入。历史数据来看，2010 年每天场次达到了 3.9 场，几乎是全国同类景区中最高水平。而在淡季，公司又可以将每天演出场次降至 1 场甚至不演，又节省了可变成本。

我们认为，公司在选址、控制投资规模、争取政府补贴、控制人工成本等方面都有非常独到的经验，这些方面也是杭州宋城景区单景区接待人次超过 300 万、毛利率高达 83% 的重要原因。

另外，我们还考察了这八个方面的可复制性，发现每个方面的可复制性都非常之强。因此，我们认为，公司将成功模式复制到异地项目的确定性是比较高的。

部分投资者关心成功复制的实际案例，但由于当前没有开业的异地项目，因此缺乏可以参考的标的。但我们认为，公司在 2012 年初在杭州开演的第二台戏——《吴越千古情》，将是公司成功模

式复制性的重要观察参考，因为第二台戏在演出设计、人员招聘、营销管理等方面考验公司多项目管理的能力。建议投资者积极跟踪公司后续发布的半年报、3季报等数字。

图表 20: 宋城景区成功的 8 个方面，并与印象系列以及一些失败案例对比

		宋城股份	印象	失败案例	
收入端	针对旅行社的B2B营销模式	<ul style="list-style-type: none"> 在营销上主要针对旅行社，让利幅度达50%以上，2011年底签约合作旅行社超过2400家。加上宋城表演观众口碑好，需求量大，旅行社销售宋城门票的积极性特别高，团客占游客总数85%以上。 同时，公司最大旅行社客户销售比例仅占不到2%，不存在过度依赖的状况。 	<ul style="list-style-type: none"> 可复制性 公司已经在江苏、上海、江西、安徽等地设立8个营销办事处，并将继续向全国辐射，为下一步扩张做准备。同时，公司目前在江浙等地建立的营销网络仍可以向未来的其他项目输送客源。 	<ul style="list-style-type: none"> 印象系列表演在艺术上的定位要高于宋城股份，部分观众反映看不懂，在某种程度上影响了旅行社推销的积极性； 印象系列各个作品由当地政府所属国有企业运营，未能形成共用的营销网络； 	
	整合管理，随时调整节目内容以迎合观众口味	<ul style="list-style-type: none"> 所有剧目都为公司自编自导自演自改，而且经常进行观众调查，根据观众建议、口味对节目内容进行修改； 	<ul style="list-style-type: none"> 仍将继续原有模式； 	<ul style="list-style-type: none"> 在2010年之前的大部分项目，导演组都只拿固定的导演费用，对后期运营不负责任； 一近期的项目开始参演，但日常运营参与程度仍然不高； 	
	选址：游客量最为密集的旅游城市	<ul style="list-style-type: none"> 一目前主要项目都位于杭州，每年游客数量超过6000万人次，是中国客源最为集中的旅游城市之一； 	<ul style="list-style-type: none"> 一已经储备的泰山、三亚、石林等项目都是中国游客量最大的几个城市； 	<ul style="list-style-type: none"> 一项目所处位置基本为主要旅游城市，如丽江、桂林、普陀山等地； 	<ul style="list-style-type: none"> 一演艺项目《楼兰大迁徙》选址在新疆某县，远离客源； 一《印象海南岛》选址在海口，是典型的失败项目；
	室内演艺，最大化每天场次，优化固定资产利用效率	<ul style="list-style-type: none"> 一室内演艺，理论上可以24小时不间断演出，在旺季可以根据旅游人次随时调整场次，最大化接待人次 	<ul style="list-style-type: none"> 一未来所有项目都为室内演艺项目； 	<ul style="list-style-type: none"> 一所有项目都为实景演出，受气候变化、周围景观影响很大，极大的限制了每天演出场次，在北方地区每年还有停演期； 	<ul style="list-style-type: none"> 一受天气影响，《泰山封禅大典》每年有3个月停演期；
成本端	控制投资规模	<ul style="list-style-type: none"> 一投入较少，宋城每年折旧成本仅为1000万左右； 	<ul style="list-style-type: none"> 一已经宣布的几个项目投资规模在2-5亿元之间，除土地款之外的其他资本开支在3亿元以下； 	<ul style="list-style-type: none"> 一投资规模也在5亿元以下； 	<ul style="list-style-type: none"> 一部分主题公园投资在10亿元以上，甚至高达数十亿，后期回收成本压力巨大；
	政府补贴部分抵消投资成本	<ul style="list-style-type: none"> 一宋城每年会收到当地政府的补助，2011年政府补助高达2000万元； 	<ul style="list-style-type: none"> 一目前各旅游城市政府都非常重视引进知名演艺项目，公司在与地方政府洽谈项目时，一般会要求政府补助作为投资条件； 	<ul style="list-style-type: none"> 一一般有政府补助； 	
	场次可变，在淡季时最小化可变成成本	<ul style="list-style-type: none"> 一在淡季时随时调低演出场次，最小化可变成成本； 	<ul style="list-style-type: none"> 一仍将继续原有模式； 	<ul style="list-style-type: none"> 一可以在淡季调低演出场次，但是由于公司在旺季时上调演出场次的空间不大，灵活性弱于宋城； 	
	控制人工成本	<ul style="list-style-type: none"> 一一般招聘专业演员，但核心演员数量控制在50-60名 	<ul style="list-style-type: none"> 一仍将继续原有模式； 	<ul style="list-style-type: none"> 一一般演员数量达到300-600名，但招聘当地群众演员以压低成本； 	<ul style="list-style-type: none"> 一部分政府政绩工程招聘大量演员，使得成本难以控制；

资料来源：高华证券研究

讨论 2: 毛利率随着票价提升、人次增长而提升的路径?

许多投资者关注宋城股份高毛利率的原因。我们在讨论 1 中已经指出，收入端、成本端的 8 大方面是杭州宋城景区成功的主要原因，而且这些因素可以复制到其他景区。对于某个特定的景区项目，我们认为，在既定成本结构下，项目毛利率提升的最主要驱动因素是随着项目的成熟，平均票价以及上座率的逐步提升。因此，我们对 4 个已经宣布的景区进行了平均票价、上座率对于毛利率的敏感性分析。敏感性分析显示，在这些项目上座率稳定在 70%左右水平时，毛利率将达到 75%-85%的区间，而且这个毛利率水平是可以维持的。即使这些项目的上座率低于我们的预期，在成熟时仅达到 50%甚至以下的水平，在一定的票价下，毛利率仍然可以达到 50%-60%的高水平（图表 21-24）。这表明，公司通过控制投资规模锁定成本，并持续受益于后续人均收入驱动的人均票价以及人次提升。

图表 21: 三亚项目毛利率提升路径

		平均票价														
		86	96	106	116	126	136	146	156	166	176	186	196	206	216	
上座率	72%	86	96	106	116	126	136	146	156	166	176	186	196	206	216	
	30%	5%	14%	22%	28%	34%	38%	42%	45%	48%	51%	53%	56%	57%	59%	
	35%	18%	26%	32%	38%	42%	46%	50%	52%	55%	57%	59%	61%	63%	64%	
	40%	28%	35%	40%	45%	49%	52%	55%	58%	60%	62%	64%	65%	67%	68%	
	45%	35%	41%	46%	51%	54%	57%	60%	62%	64%	66%	67%	69%	70%	71%	
	50%	41%	47%	51%	55%	58%	61%	63%	65%	67%	69%	70%	71%	72%	74%	
	55%	46%	51%	55%	59%	61%	64%	66%	68%	70%	71%	72%	73%	75%	75%	
	60%	50%	55%	58%	62%	64%	67%	68%	70%	72%	73%	74%	75%	76%	77%	
	65%	53%	58%	61%	64%	67%	69%	71%	72%	73%	75%	76%	77%	78%	78%	
	70%	56%	60%	64%	66%	69%	71%	72%	74%	75%	76%	77%	78%	79%	80%	
	75%	59%	63%	66%	68%	70%	72%	74%	75%	76%	77%	78%	79%	80%	81%	
	80%	61%	65%	68%	70%	72%	74%	75%	76%	78%	79%	79%	80%	81%	82%	
	85%	63%	67%	69%	71%	73%	75%	76%	77%	79%	79%	80%	81%	82%	82%	
90%	65%	68%	71%	73%	75%	76%	77%	78%	79%	80%	81%	82%	82%	83%		

注: 假设每天演出两场, 其他成本等假设与前述一致

资料来源: 高华证券研究预测

图表 22: 丽江项目毛利率提升路径

		平均票价														
		86	96	106	116	126	136	146	156	166	176	186	196	206	216	
上座率	76%	86	96	106	116	126	136	146	156	166	176	186	196	206	216	
	30%	28%	35%	40%	45%	49%	52%	55%	58%	60%	62%	64%	65%	67%	68%	
	35%	37%	43%	48%	52%	56%	58%	61%	63%	65%	67%	68%	70%	71%	72%	
	40%	44%	50%	54%	58%	60%	63%	65%	67%	69%	70%	72%	73%	74%	75%	
	45%	50%	55%	59%	62%	64%	67%	69%	70%	72%	73%	74%	75%	76%	77%	
	50%	55%	59%	62%	65%	67%	69%	71%	73%	74%	75%	76%	77%	78%	79%	
	55%	58%	62%	65%	68%	70%	72%	73%	75%	76%	77%	78%	79%	80%	80%	
	60%	61%	65%	68%	70%	72%	74%	75%	76%	78%	79%	79%	80%	81%	82%	
	65%	64%	67%	70%	72%	74%	75%	76%	78%	79%	80%	81%	82%	83%	83%	
	70%	66%	69%	72%	74%	75%	77%	78%	79%	80%	81%	82%	83%	83%	83%	
	75%	68%	71%	73%	75%	77%	78%	79%	80%	81%	82%	83%	83%	84%	84%	
	80%	70%	72%	74%	76%	78%	79%	80%	81%	82%	83%	83%	84%	84%	85%	
	85%	71%	74%	76%	77%	79%	80%	81%	82%	83%	83%	84%	85%	85%	86%	
90%	73%	75%	77%	78%	80%	81%	82%	83%	83%	84%	85%	86%	86%	86%		

注: 假设每天演出两场, 其他成本等假设与前述一致

资料来源: 高华证券研究预测

图表 23: 泰山项目毛利率提升路径

		平均票价														
		86	96	106	116	126	136	146	156	166	176	186	196	206	216	
上座率	64%	86	96	106	116	126	136	146	156	166	176	186	196	206	216	
	30%	3%	12%	20%	26%	32%	37%	41%	44%	47%	50%	52%	54%	56%	58%	
	35%	16%	24%	31%	36%	41%	45%	48%	51%	54%	56%	58%	60%	62%	63%	
	40%	26%	33%	39%	44%	48%	51%	54%	57%	59%	61%	63%	65%	66%	67%	
	45%	33%	40%	45%	49%	53%	56%	59%	61%	63%	65%	66%	68%	69%	70%	
	50%	40%	45%	50%	54%	57%	60%	62%	64%	66%	68%	69%	71%	72%	73%	
	55%	45%	50%	54%	58%	61%	63%	65%	67%	69%	70%	72%	73%	74%	75%	
	60%	49%	54%	57%	61%	63%	66%	68%	70%	71%	72%	74%	75%	76%	77%	
	65%	52%	57%	60%	63%	66%	68%	70%	71%	73%	74%	76%	77%	78%	78%	
	70%	55%	59%	63%	66%	68%	70%	72%	73%	74%	76%	77%	78%	79%	79%	
	75%	58%	62%	65%	68%	70%	72%	73%	75%	76%	77%	78%	79%	80%	80%	
	80%	60%	64%	67%	69%	71%	73%	75%	76%	77%	78%	79%	80%	81%	81%	
	85%	62%	66%	69%	71%	73%	74%	76%	77%	78%	79%	80%	81%	81%	82%	
90%	64%	67%	70%	72%	74%	76%	77%	78%	79%	80%	81%	81%	82%	83%		

资料来源: 高华证券研究预测

图表 24: 石林项目毛利率提升路径

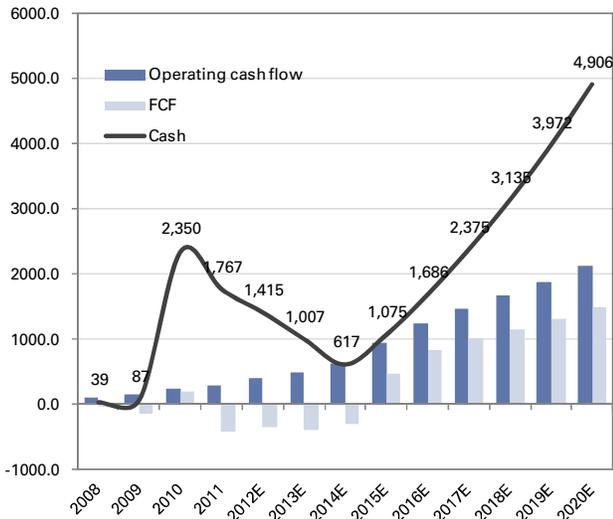
		平均票价														
		86	96	106	116	126	136	146	156	166	176	186	196	206	216	
上座率	72%	86	96	106	116	126	136	146	156	166	176	186	196	206	216	
	30%	26%	33%	39%	44%	48%	51%	54%	57%	59%	61%	63%	65%	66%	67%	
	35%	36%	42%	47%	51%	54%	57%	60%	62%	64%	66%	68%	69%	70%	71%	
	40%	43%	48%	53%	56%	60%	62%	64%	66%	68%	70%	71%	72%	73%	74%	
	45%	49%	54%	58%	61%	63%	66%	68%	70%	71%	72%	74%	75%	76%	77%	
	50%	53%	58%	61%	64%	67%	69%	71%	72%	73%	75%	76%	77%	78%	78%	
	55%	57%	61%	64%	67%	69%	71%	73%	74%	75%	77%	78%	79%	80%	80%	
	60%	60%	64%	67%	69%	71%	73%	75%	76%	77%	78%	79%	80%	81%	81%	
	65%	63%	66%	69%	71%	73%	75%	76%	77%	78%	79%	80%	81%	82%	82%	
	70%	65%	68%	71%	73%	75%	76%	78%	79%	80%	81%	82%	83%	83%	83%	
	75%	67%	70%	73%	74%	76%	77%	79%	80%	81%	81%	82%	83%	83%	84%	
	80%	69%	72%	74%	76%	77%	79%	80%	81%	82%	82%	83%	84%	84%	85%	
	85%	71%	73%	75%	77%	78%	80%	81%	82%	82%	83%	84%	84%	85%	85%	
90%	72%	74%	76%	78%	79%	80%	81%	82%	83%	84%	84%	85%	85%	86%		

资料来源: 高华证券研究预测

讨论 3: 多余现金如何使用?

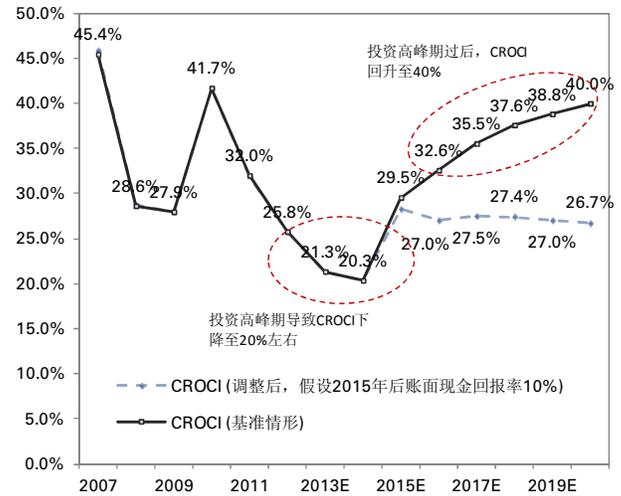
还有一个问题是, 在我们的基准预测下, 宋城股份将积累大量的现金(2020年现金为49亿元)。这些现金的使用将影响公司的总体 CROCI 水平。如果公司将这一部分现金进行财务投资, 并产生 10%左右的边际 CROCI (明显低于主业 40%左右的水平), 那么, 公司 2015 年之后 CROCI 将维持在 27%左右的水平。同时, 我们认为, 公司的现金将支持其在更多景区建设项目, 而且中国庞大的旅游市场能够容纳这些项目。

图表 25: 公司现金将在 2014 年之后快速累积 2008-2020E



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 26: 假设多余现金边际 CROCI 为 10%左右, 公司 CROCI 将在 2015 年以后稳定在 27%左右 2007-2020E



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

主要风险

风险 1: 单项目亏损的风险

公司在扩张过程中, 最主要的风险是某个项目不成功, 但我们认为这一风险较小。我们针对 4 个已宣布项目进行了一项敏感性分析, 以计算在不同平均票价以及每天场次组合下, 各个项目在盈亏平衡点时需要达到的游客量。在下面几个图中我们可以看到: (1) 在开业时, 三亚、丽江、泰山、石林盈亏平衡点各需要 46 万、37 万、35 万以及 17 万人次, 与当地一线景区相比, 比例仅为 5%-13%, 我们认为对于宋城这样一个营销、品牌实力俱佳的公司, 是比较容易达到的, 因此亏损的风险较小; (2) 同时, 随着票价提升, 每天场次增加, 盈亏平衡点需要的人次有显著下降, 显示随着景区在当地打开知名度、逐渐成熟之后, 后续经营的风险越来越小。

图表 27: 三亚项目盈亏平衡点需要旅游人次
单位: 千人次

		平均票价													
		86	96	106	116	126	136	146	156	166	176	186	196	206	216
每天场次	1.00	603	541	490	447	412	382	355	333	313	295	279	265	252	240
	1.10	607	544	493	450	415	384	358	335	315	297	281	267	254	242
	1.20	611	548	496	453	417	387	360	337	317	299	283	268	255	243
	1.30	615	551	499	456	420	389	363	339	319	301	285	270	257	245
	1.40	619	555	503	459	423	392	365	341	321	303	286	272	259	247
	1.50	623	558	506	462	426	394	367	344	323	305	288	274	260	248
	1.60	627	562	509	465	428	397	370	346	325	307	290	275	262	250
	1.70	631	566	512	468	431	399	372	348	327	309	292	277	264	251
	1.80	635	569	515	471	434	402	374	350	329	310	294	279	265	253
	1.90	639	573	519	474	436	404	377	352	331	312	296	281	267	255
	2.00	643	576	522	477	439	407	379	355	333	314	297	282	269	256
	2.10	647	580	525	480	442	409	381	357	335	316	299	284	270	258
	2.20	651	583	528	483	445	412	384	359	337	318	301	286	272	259
	2.30	655	587	532	486	447	414	386	361	339	320	303	288	274	261
	2.40	659	591	535	489	450	417	388	363	342	322	305	289	275	262
	2.50	663	594	538	492	453	419	391	366	344	324	307	291	277	264
	2.60	667	598	541	495	455	422	393	368	346	326	309	293	279	266
2.70	671	601	545	498	458	424	395	370	348	328	310	295	280	267	
2.80	675	605	548	501	461	427	398	372	350	330	312	296	282	269	
2.90	679	608	551	504	464	430	400	374	352	332	314	298	284	270	
3.00	683	612	554	507	466	432	402	377	354	334	316	300	285	272	

资料来源: 高华证券研究预测

图表 28: 丽江项目盈亏平衡点需要旅游人次
单位: 千人次

		平均票价													
		86	96	106	116	126	136	146	156	166	176	186	196	206	216
每天场次	1.00	442	396	358	327	301	279	260	243	229	216	204	194	184	176
	1.10	446	399	362	330	304	282	262	246	231	218	206	196	186	177
	1.20	450	403	365	333	307	284	265	248	233	220	208	197	188	179
	1.30	454	406	368	336	310	287	267	250	235	222	210	199	189	181
	1.40	458	410	371	339	312	289	270	252	237	224	212	201	191	182
	1.50	462	414	374	342	315	292	272	254	239	226	213	203	193	184
	1.60	466	417	378	345	318	294	274	257	241	227	215	204	194	185
	1.70	470	421	381	348	321	297	277	259	243	229	217	206	196	187
	1.80	474	424	384	351	323	299	279	261	245	231	219	208	198	189
	1.90	478	428	387	354	326	302	281	263	247	233	221	210	199	190
	2.00	482	431	391	357	329	305	284	265	249	235	223	211	201	192
	2.10	486	435	394	360	331	307	286	268	252	237	224	213	203	193
	2.20	490	439	397	363	334	310	288	270	254	239	226	215	204	195
	2.30	494	442	400	366	337	312	291	272	256	241	228	217	206	196
	2.40	498	446	404	369	340	315	293	274	258	243	230	218	208	198
	2.50	502	449	407	372	342	317	295	276	260	245	232	220	209	200
	2.60	505	453	410	375	345	320	298	279	262	247	234	222	211	201
2.70	509	456	413	378	348	322	300	281	264	249	236	224	213	203	
2.80	513	460	417	381	350	325	302	283	266	251	237	225	214	204	
2.90	517	464	420	384	353	327	305	285	268	253	239	227	216	206	
3.00	521	467	423	387	356	330	307	287	270	255	241	229	218	208	

资料来源: 高华证券研究预测

图表 29: 泰山项目盈亏平衡点需要旅游人次
单位: 千人次

		平均票价													
		86	96	106	116	126	136	146	156	166	176	186	196	206	216
每天场次	1.00	332	298	269	246	227	210	196	183	172	162	154	146	139	132
	1.10	336	301	273	249	230	213	198	185	174	164	156	148	140	134
	1.20	341	305	276	253	233	215	201	188	176	166	158	149	142	136
	1.30	345	309	280	256	235	218	203	190	179	169	159	151	144	137
	1.40	349	313	283	259	238	221	206	192	181	171	161	153	146	139
	1.50	353	317	287	262	241	223	208	195	183	173	163	155	148	141
	1.60	358	320	290	265	244	226	211	197	185	175	165	157	149	142
	1.70	362	324	294	268	247	229	213	200	188	177	167	159	151	144
	1.80	366	328	297	271	250	232	216	202	190	179	169	161	153	146
	1.90	370	332	301	275	253	234	218	204	192	181	171	163	155	147
	2.00	375	336	304	278	256	237	221	207	194	183	173	164	156	149
	2.10	379	339	307	281	259	240	223	209	196	185	175	166	158	151
	2.20	383	343	311	284	262	242	226	211	199	187	177	168	160	153
	2.30	387	347	314	287	264	245	228	214	201	189	179	170	162	154
	2.40	392	351	318	290	267	248	231	216	203	191	181	172	164	156
	2.50	396	355	321	294	270	250	233	218	205	193	183	174	165	158
	2.60	400	359	325	297	273	253	236	221	207	196	185	176	167	159
2.70	404	362	328	300	276	256	238	223	210	198	187	177	169	161	
2.80	409	366	332	303	279	258	241	225	212	200	189	179	171	163	
2.90	413	370	335	306	282	261	243	228	214	202	191	181	172	164	
3.00	417	374	339	309	285	264	246	230	216	204	193	183	174	166	

资料来源: 高华证券研究预测

图表 30: 石林项目盈亏平衡点需要旅游人次
单位: 千人次

		平均票价													
		86	96	106	116	126	136	146	156	166	176	186	196	206	216
每天场次	1.00	159	143	129	118	109	101	94	88	82	78	74	70	66	63
	1.10	163	146	133	121	111	103	96	90	85	80	76	72	68	65
	1.20	168	150	136	124	114	106	99	92	87	82	77	74	70	67
	1.30	172	154	139	127	117	109	101	95	89	84	79	75	72	68
	1.40	176	158	143	131	120	111	104	97	91	86	81	77	74	70
	1.50	180	162	146	134	123	114	106	99	93	88	83	79	75	72
	1.60	185	165	150	137	126	117	109	102	96	90	85	81	77	73
	1.70	189	169	153	140	129	119	111	104	98	92	87	83	79	75
	1.80	193	173	157	143	132	122	114	106	100	94	89	85	81	77
	1.90	197	177	160	146	135	125	116	109	102	96	91	87	82	79
	2.00	202	181	164	149	138	127	119	111	104	99	93	88	84	80
	2.10	206	184	167	153	141	130	121	113	107	101	95	90	86	82
	2.20	210	188	170	156	143	133	124	116	109	103	97	92	88	84
	2.30	214	192	174	159	146	136	126	118	111	105	99	94	89	85
	2.40	219	196	177	162	149	138	129	121	113	107	101	96	91	87
	2.50	223	200	181	165	152	141	131	123	115	109	103	98	93	89
	2.60	227	203	184	168	155	144	134	125	118	111	105	100	95	90
2.70	231	207	188	172	158	146	136	128	120	113	107	102	97	92	
2.80	236	211	191	175	161	149	139	130	122	115	109	103	98	94	
2.90	240	215	195	178	164	152	141	132	124	117	111	105	100	96	
3.00	244	219	198	181	167	154	144	135	126	119	113	107	102	97	

资料来源: 高华证券研究预测

图表 31: 四个项目开业时盈亏平衡点人次与当地一线景区人次对比
单位: 万人次

	三亚	丽江	泰山	石林
当地主要一线景区	南山景区	玉龙雪山景区	泰山景区	石林景区
一线景区游客量	354	282	346	320
宋城项目开业时盈亏平衡点人次	46	37	34	17
比例	13%	13%	10%	5%

注: 一线景区人次取 2011 年实际数据

资料来源: 公司数据、高华证券研究

风险 2：建设进度慢于预期

宋城股份的扩张是我们对于公司投资建议的主要论点，市场对于各个项目的建设进度也相当关注。对于管理层来说，同时建设 2—3 个项目、3 年内完成 8 个项目的确给管理工作带来巨大的挑战。虽然我们相信公司管理层将能够处理此类挑战，但是如果公司的建设进度显著低于预期，宋城的股价表现仍将受到负面影响。

风险 3：政府补贴少于预期或者慢于预期

在我们的盈利预测中，来自各个项目的政府补贴是比较重要的组成部分，大约占 2012-2014 年营业收入的 8%/9%/5%，以及资本开支的 8%/11%/7%。政府补贴使得公司的新项目更易度过刚开业时的艰难经营阶段。宋城将会为每个新项目申请补贴，而为了引进像宋城这样的旅游演艺项目，各地政府对于补贴此类项目也非常积极。而且，我们对于除泰山之外的其他项目政府补贴假设为占项目投资 6%，较已披露的泰山项目的水平（9%）低 50% 左右。但是，如果最后公司实际收到的政府补贴显著低于预期，我们的盈利预测将面临下调风险。

风险 4：获得合适项目储备的风险

基于公司在战略上的考虑，我们的基准假设包含了 4 个尚未确认建设的项目。虽然公司还有一些储备项目，但是，这些潜在项目最后能否上马仍然存在不确定性。如果公司不能获得合适的项目储备，有可能影响其总体扩张进度。

附录 1：我们建立的单项目模型，以及预测假设

宋城股份在招股说明书中披露了杭州宋城景区的主要成本结构，由于公司预计未来的新建景区将维持类似的成本结构，因此，杭州宋城景区的成本结构让我们得以搭建针对新建景区的单项目模型，借以评估每个项目的经济可行性。除成本外，我们在收入端的平均票价、每天场次以及上座率等指标也都参照了杭州宋城景区当前的水平，以及新项目所在城市的旅游市场状况。

图表 32: 我们建立了一个简单的单项目模型, 借以评估每个项目的经济可行性
单位: 百万元

某地项目	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入			67.8	164.0	214.9	280.1	321.5	369.1	423.8	486.5
演艺门票收入			54.2	131.2	171.9	224.1	257.2	295.3	339.0	389.2
平均票价			110	121	133	146	158	171	184	199
同比增长				10%	10%	10%	8%	8%	8%	8%
观众总人次 (千人)			493	1084	1292	1530	1627	1729	1838	1954
每天场次			1.5	1.7	1.8	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5
全年场次			411	602	662	729	772	819	868	920
位置			3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000
上座率			40.0%	60.0%	65.0%	70.0%	70.0%	70.4%	70.6%	70.8%
所在城市游客量 (百万)			11.91	13.34	14.94	16.73	18.74	20.61	22.67	24.94
项目人次占比			4.1%	8.1%	8.6%	9.1%	8.7%	8.4%	8.1%	7.8%
其他收入			13.6	32.8	43.0	56.0	64.3	73.8	84.8	97.3
营业税金及附加			2.0	4.9	6.4	8.4	9.6	11.1	12.7	14.6
税率			3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
折旧摊销			18.0	23.9	23.9	23.9	23.9	23.9	23.9	23.9
劳务费用			1.8	2.7	3.1	3.6	4.0	4.5	5.0	5.6
每场费用 (千元)			4.3	4.5	4.7	5.0	5.2	5.5	5.7	6.0
工资			22.6	23.9	25.4	26.9	28.5	30.2	32.0	34.0
每人年工资 (千元)			75.3	79.8	84.6	89.7	95.0	100.7	106.8	113.2
维护成本			2.0	4.9	6.4	8.4	9.6	11.1	12.7	14.6
占收入比重			3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
水电费			1.0	1.6	1.8	2.1	2.3	2.6	2.9	3.2
每场费用 (千元)			2.5	2.6	2.8	2.9	3.0	3.2	3.4	3.5
低值易耗品			0.8	1.3	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.6
每场费用 (千元)			2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.6	2.7	2.8
其他成本			1.4	3.3	4.3	5.6	6.4	7.4	8.5	9.7
占收入比重			2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
毛利率			30%	62%	69%	74%	76%	78%	79%	81%
创作费用			20							
营业外收入			29.4							
税前利润		0.0	27.6	97.4	142.0	199.4	235.1	276.3	323.7	378.3
所得税		0	6.9	24.4	35.5	49.9	58.8	69.1	80.9	94.6
净利润		0.0	20.7	73.1	106.5	149.6	176.3	207.2	242.8	283.7
现金流	-144.11	-252.7	-24.5	97.0	130.4	173.5	200.3	231.1	266.7	307.7
累计现金流	-144.11	-396.8	-421.4	-324.4	-194.0	-20.5	179.8	411.0	677.7	985.4
IRR										28%

资料来源: 高华证券研究预测

收入端假设:

(1) 接待人次。上座率和每天场次决定一个景区的总接待人次, 由于宋城景区的模式是可以针对不同的游客量水平调整每天场次, 因此, 我们认为在逻辑上, 先有上座率后有每天场次, 两者相互联系并决定了最终的游客量。我们认为对于每一个新开的宋城景区, 上座率都可以在第一年达到40%-50%的水平, 并在接下来的两年内很快达到60%-70%的高水平。景区之间唯一的不是, 旅游市场较小的城市, 每天场次开少一些。在几个目标旅游城市中, 我们认为上座率稳定之后的接待人次, 三亚和丽江将约为150万左右, 高于泰山和石林100万左右的规模, 因为我们认为三亚、石林两个城市的旅游人均消费高出泰山、石林50%以上, 这两个城市的游客对于旅游演艺消费的热情应该也高于其他城市。

图表 33: 上座率稳定时接待人次

(百万人次)	杭州宋城	三亚	丽江	泰山	石林	其他项目1	其他项目2	其他项目3	其他项目4
年份	2010	2016E	2017E	2017E	2017E	2017E	2018E	2018E	2018E
景区人次	3.80	1.53	1.63	1.10	1.06	1.15	1.15	1.15	1.15
城市旅游人次	65.8	16.7	20.4	51.4	55.0	28.84	31.25	28.84	33.75
份额	6%	9%	8%	2%	2%	4%	4%	4%	3%

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

(2) 人均票价。我们同样针对不同地区的旅游人均消费设定票价假设, 预计2014年, 三亚、丽江、泰山、石林4个项目开业当年或第二年, 其票价约为121、110、80、80元, 名义票价占人均

旅游消费比重略低于同期杭州宋城的水平。而且，票价与人均 GDP 的比重以及人均旅游消费的比重均保持稳定，表明我们对于票价每年涨幅的假设较为合理。

图表 34: 各个景区票价假设

单位：元

	杭州宋城	三亚	丽江	泰山	石林	其他项目1	其他项目2	其他项目3	其他项目4
2010	85								
名义票价占人均GDP比重	0.56%								
名义票价占人均旅游消费比重	12.57%								
2014	135	121	110	80	80	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
名义票价占人均GDP比重	0.57%	0.51%	0.46%	0.34%	0.34%				
名义票价占人均旅游消费比重	12.76%	10.00%	10.22%	11.88%	11.37%				
2020	158	199	181	134	137	134	122	122	124
名义票价占人均GDP比重	0.39%	0.49%	0.45%	0.33%	0.34%	0.33%	0.30%	0.30%	0.31%
名义票价占人均旅游消费比重	8.90%	9.82%	10.03%	11.88%	11.58%	10.18%	9.25%	9.25%	9.42%

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

(3) 另外，公司在申报新项目时都会向当地政府申请一定额度的政府补贴。由于大多数旅游城市政府都非常重视引入知名的旅游演艺项目，因此我们预计每个项目都会有一些政府补贴。例如，泰安旅游经济开发区管委会就对公司泰山项目补贴 3200 万元，约相当于泰山项目投资额的 9%。我们对于其他项目预计都有相当于投资额 6% 左右的政府补贴。

成本端假设：

与收入端假设不同，我们对于不同项目使用同一的成本结构假设。劳务费用、水电费、低值易耗品为每场固定费用，工资成本与项目员工数量挂钩，其他营业税金、维护成本等则与收入成固定比例。

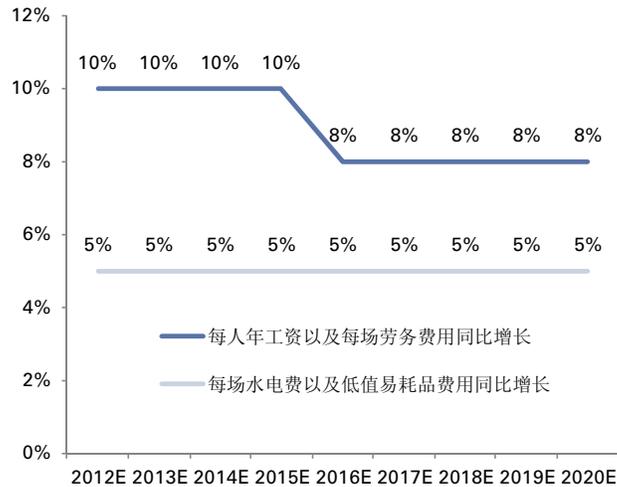
图表 35: 新建景区主要成本

每场成本(千元)	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
劳务费用每场费用		4.29	4.72	5.19	5.61	6.05	6.54	7.06	7.63
每场水电费		2.5	2.6	2.8	2.9	3.0	3.2	3.4	3.5
每场低值易耗品		2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.6	2.7	2.8
同比增长	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
工资(千元)									
每人年工资		81.1	89.2	98.1	105.9	114.4	123.6	133.5	144.1
同比增长	10%	10%	10%	10%	8%	8%	8%	8%	8%
其他成本占收入比例									
营业税金及附加		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
维护成本		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
其他成本		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

资料来源：高华证券研究预测

更加具体的，每人年工资以及每场劳务费用增速预计将与中国人均 GDP 增速大致相当，即 2015 年之前每年增长 10%，2016 年之后每年增长 8%。其他水电费、低值易耗品等成本则每年恒定增长 5% 左右。

图表 36: 主要成本增速假设
2012-2020E



资料来源：高华证券研究预测

附录 2：宋城处于有利的行业大环境

我们考察了宋城所处的行业大环境，（1）从旅游和演艺两个维度来看旅游演艺，这一行业的消费占比都非常小，有较大的提升空间，而且美日的经验验证，中国未来十年文化消费占人均 GDP 比重有显著提升，旅游演艺行业将是主要的受益行业之一；（2）从供给面来看，当前旅游演艺行业成功的案例仅有宋城股份和“印象系列”，其他失败案例难以进入盈利回报的良性经营周期，从而使得投资较之前理性。总体上，我们认为行业的大环境对宋城是比较有利的。

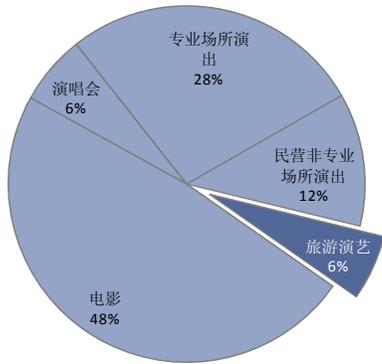
两个维度看旅游演艺行业：旅游演艺消费占比都比较小

宋城所在的行业被称为“旅游演艺行业”，顾名思义，是一个交叉行业，因此我们分别从演艺和旅游两个角度来看：

旅游演艺行业规模仅占演艺行业的 6%左右。2010 年，如果算上电影行业，中国演艺行业的总体规模约为 209 亿元，其中，旅游演艺规模为 12.4 亿元，仅占总体规模的 6%左右。如果将一个普通消费者一年内的演艺消费，分为在外地的旅游演艺消费以及其所在城市的在地消费，那么前者 6% 的占比是相当低的，我们认为有进一步的提升空间；

旅游演艺人次在旅游行业中的渗透率仅为 1%左右。如果保守假设旅游演艺人均消费为 50 元，那么 2010 年旅游演艺行业接待人次约为 2500 万人次，远远低于其他大类旅游消费（旅行社、星级酒店、经济型酒店、景区）1—3 亿的接待规模，且其在旅游行业接待总人次中的占比仅为 1%（图表 38）。

图表 37: 旅游演艺行业规模仅占演艺行业的 6%左右
2010 年



资料来源: 国家广电总局、道略咨询

图表 38: 旅游演艺人次在旅游行业中的渗透率仅为 1%左右

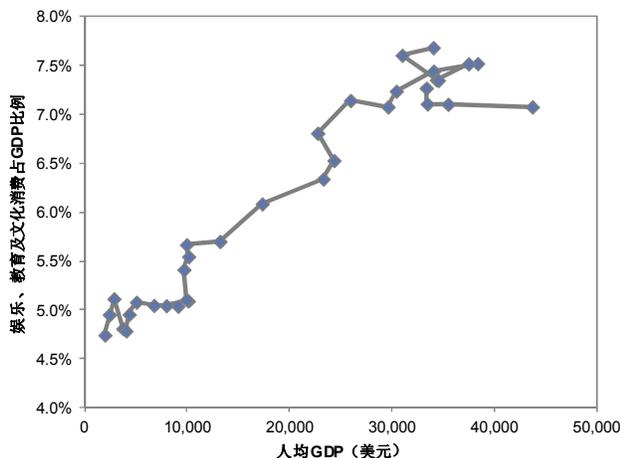
	2011 旅游全行业	2011 旅行社	2009 星级酒店	2011 经济型酒店	2011 119个重点景区	2010 旅游演艺
收入 (亿元)	18210	2356	1818	n.a.	94.7	12.4
人次 (百万人次)	2282	120	353	175	185	24.8
占总旅游人次比重 (渗透率)						1.1%

资料来源: 国家旅游局、道略咨询

需求、供给两方面都较为有利

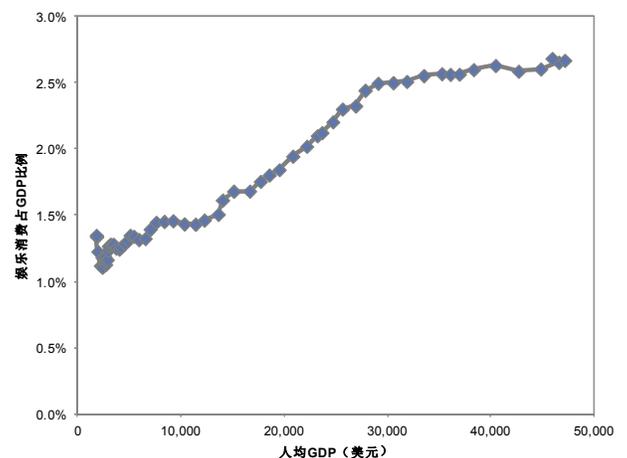
需求面: 中国居民未来十年文化消费将有显著提升, 旅游演艺将受益。我们回顾了美日两国文化消费升级的过程, 这两个国家人均 GDP 从 5000 美元到 2 万美元增长的过程中, 文化相关消费占人均 GDP 的比重经历了长期持续的提升。我们认为, 中国未来十年将进入这一个阶段, 文化消费将有显著提升, 而旅游演艺这一类体验性非常强的文化消费将是主要受益行业之一。

图表 39: 娱乐、教育及文化消费占 GDP 比例 (日本)
1970—2009 年



资料来源: CEIC

图表 40: 娱乐消费占 GDP 比例 (美国)
1948—2009 年



资料来源: CEIC

供给面: 较为成功的案例仅有宋城股份和张艺谋“印象系列”。近年来旅游演艺、实景演出已经成为各地媒体的热点, 也有实景演出是否投资过多的疑问。但是, 首先, 如果排除小型的演出, 投资上规模的演艺项目仍然较少, 其次, 在旅游人次、收入上做的较为成功的案例也仅有宋城股份和张艺谋的“印象系列”, 这表明旅游演艺项目的成功, 是演艺编排、营销、日常经营等各方面安排得当的结果, 而其他项目未能将旅游和演艺两方面较好的结合起来, 难以进入盈利回报的良性经营周期, 从而使得投资较之前理性。我们在后文将讨论杭州宋城景区成功的 8 个方面。

图表 41: 中国部分旅游演艺项目供给

单位: 百万元人民币

	项目	城市	导演	性质	是否有主题乐园	正式公演时间	总投资	收入	总人次	人均票价
全国范围内, 宋城景区和印象系列较为成功	宋城千古情	杭州	黄巧灵	剧场演出	有	1997	n.a.	341	332.7	103
	印象刘三姐	桂林	张艺谋	实景演出	无	2004/3	80	260	150	173
	印象·丽江	丽江	张艺谋	实景演出	无	7/23/2006	130	223	184	121
	印象西湖	杭州	张艺谋	实景演出	无	3/30/2007	100	100	83	120
	印象海南岛	海口	张艺谋	实景演出	无	4/14/2009	180	n.a.	n.a.	n.a.
	印象大红袍	武夷山	张艺谋	实景演出	无	3/30/2010	150	50	40	125
其他案例大多未将旅游和演艺较好结合	印象普陀	舟山	张艺谋	实景演出	无	12/31/2010	180	n.a.	n.a.	n.a.
	禅宗少林音乐大典	登封	梅帅元	实景演出	无	4/27/2007	170	25	23	109
	大宋东京梦华	开封	梅帅元	实景演出	有	4/5/2008	135	11	15	73
	井冈山	井冈山	梅帅元	实景演出	无	2008/10	100	n.a.	5.9	n.a.
	中华史书泰山封禅大典	泰山	梅帅元	实景演出	无	2010/4	120	29	30	97
	成吉思汗	呼伦贝尔	梅帅元	实景演出	无	7/26/2009	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	刘海砍樵	张家界	梅帅元	实景演出	无	9/18/2009	120	n.a.	n.a.	n.a.
	道解都江堰	都江堰	梅帅元	实景演出	无	6/4/2010	85	n.a.	10	n.a.
	鼎盛王朝康熙大典	承德	梅帅元	实景演出	无	6/18/2011	200	n.a.	n.a.	n.a.
	希夷之大理	大理	陈凯歌	实景演出	无	2011/7	250	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据、高华证券研究

预测

2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
4.6	4.4	5.1	6.6	9.2	12.7	15.5	16.8	17.9	18.8	19.8
444.8	504.5	673.8	953.7	1365.5	1880.7	2357.3	2682.7	3014.5	3345.5	3717.7
63%	13%	34%	42%	43%	38%	25%	14%	12%	11%	11%
321.0	341.2	397.9	480.4	544.8	606.4	649.4	695.5	744.8	797.6	854.2
88.6	120.5	213.2	257.1	292.9	333.0	366.7	398.7	431.2	463.5	498.7
	5.9	20.3	58.6	78.8	88.0	89.3	90.6	92.0	93.4	94.8
			0.0	39.4	91.9	116.1	145.8	167.4	192.2	220.6
			0.0	26.3	91.1	113.9	141.7	164.2	186.7	212.3
			67.8	164.0	214.9	280.1	321.5	369.1	423.8	486.5
			41.1	149.1	195.4	254.6	292.3	335.6	385.3	442.3
			0.0	14.2	98.6	123.4	153.5	174.6	198.6	225.8
					56.9	98.6	123.4	150.7	171.4	195.0
					28.5	98.6	123.4	150.7	171.4	195.0
					14.2	98.6	121.5	153.5	174.6	198.6
35.2	36.9	42.4	48.8	56.1	61.7	67.8	74.6	80.6	87.0	94.0
339.3	379.3	498.3	660.5	932.1	1259.9	1644.0	1916.1	2191.9	2464.3	2772.1
77%	12%	31%	33%	41%	35%	30%	17%	14%	12%	12%
76%	75%	74%	69%	68%	67%	70%	71%	73%	74%	75%
85%	82%	81%	82%	83%	83%	83%	83%	83%	83%	83%
51%	56%	66%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
		30%	40%	50%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
				4%	48%	55%	62%	64%	67%	69%
				9%	59%	65%	69%	72%	73%	75%
			27%	61%	67%	72%	74%	76%	77%	79%
			26%	67%	72%	76%	78%	79%	80%	81%
				-49%	50%	57%	63%	65%	67%	69%
				18%	48%	55%	61%	63%	65%	65%
					-21%	48%	55%	61%	63%	65%
					-61%	48%	55%	61%	63%	66%
163.3	222.2	312.8	377.9	515.4	735.2	982.9	1173.7	1361.1	1539.5	1741.3
88%	36%	41%	21%	36%	43%	34%	19%	16%	13%	13%
1.11	0.83	0.57	0.69	0.94	1.35	1.80	2.15	2.49	2.82	3.19
		0.53	0.68	0.86						
		8%	2%	10%						
163.3	222.2	312.8	377.9	515.4	735.2	982.9	1173.7	1361.1	1539.5	1741.3
144.6	190.4	211.9	235.7	248.7	261.7	276.2	304.8	328.9	348.8	369.3
18.7	31.8	75.6	103.2	117.5	133.6	147.1	160.0	173.0	186.0	200.1
		1.3	8.1	16.8	25.3	25.7	26.1	26.5	26.9	27.3
		0.0	19.4	70.8	103.2	145.5	171.5	201.4	235.9	275.7
		24.0	0.0	-19.6	30.7	45.6	64.1	76.8	91.6	108.6
		0.0	0.0	3.2	38.5	52.9	70.6	84.4	98.2	113.9
		0.0	11.5	71.6	101.3	140.0	163.8	191.3	223.0	259.4
		0.0	0.0	0.4	34.8	50.2	69.0	81.4	95.6	111.9
		0.0	0.0	6.0	6.2	33.3	48.4	65.2	77.2	90.9
		0.0	0.0	0.0	0.8	33.3	48.4	65.2	77.2	90.9
		0.0	0.0	0.0	-1.1	33.1	47.0	67.0	79.2	93.3



信息披露附录

申明

我们，廖绪发, CFA、刘智景，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分都不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运营率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

廖绪发, CFA: 中国传媒业、中国旅游业

中国传媒业: 皖新传媒、光线传媒、歌华有线、华录百纳、百视通、蓝色光标、中南传媒、中文传媒、省广股份、奥飞动漫、华谊兄弟、凤凰网、广电网络、天威视讯、时代出版、武汉塑料、华策影视

中国旅游业: 首旅股份、湘鄂情、中青旅、中国国旅、峨眉山 A、桂林旅游、黄山旅游、丽江旅游、锦江股份、宋城股份

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：宋城股份 (Rmb14.50)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报而定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出或 5-10%的股票评级为中性。但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。**无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征购股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 ©2012 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。