

主题公园+文化演艺小行业、大增长，异地复制性明确

宋城股份（300144）深度报告

推荐（首次）

风险评级：一般风险

2013年10月24日

蒋孟钢

SAC 执业证书编号：

S0340109121961

电话：0769-22110785

邮箱：JMG@dgzq.com.cn

投资要点：

- 公司处于扩张期初期，门票收入 CAGR 增速高。宋城股份接待游客逐年实现较大幅度增长，扩张期特征明显，公司的门票收入在 07-12 年实现了 CAGR 的 37.1% 的增幅，通过旅客人数与门票收入的简单比较，我们推测公司门票票价年均提价约 5%-6%。
- 我国主题公园+文化演艺小行业，大增长。我们估算得出 12 年整个主题公园+文艺表演行业收入规模大约为 350 多亿元。相比较国家旅游局公布的 12 年我国旅游总收入超过 2 万 6 千亿元，或者景区收入 3000 亿元的收入，规模很小。有理由得出如下结论：主题公园+文化演艺行业目前规模很小，处于一个非常狭小的细分行业，我们认为其未来增长空间巨大。
- 三亚、丽江千古情等异地项目即将兑现，具有类似“迪士尼”的可复制性。复制性首先主要体现在旅行社资源的对接上，其次公司对于剧目表演的标准化与迪斯尼卡通表演形象的复制有异曲同工之妙。。三亚项目收益预期不低。丽江项目收益率相对稳健。其它异地项目，明后两年分别兑现收益。我们预计三亚项目 2013-2015 年 EPS 贡献度分别为-0.01/0.05/0.10 元；丽江项目 2014-2015 年 EPS 贡献度分别为 0.03/0.6 元。
- 杭州、烂苹果乐园“作秀”，地铁助推未来高成长性。地铁带来的时空距离的缩短，首先带来以前住在远距离的游客的消费增加，扩大了增量消费人流，其次由于交通的便利性，家庭的重复消费性凸显。
- 首次给予“推荐”评级。我们预测 2013-2015 年 EPS 分别为 0.51 元（+12%）、0.62 元（+20.%）、0.74（+21%）元，对应 PE 为 41 倍、35 倍、29 倍。

公司主要财务指标预测表

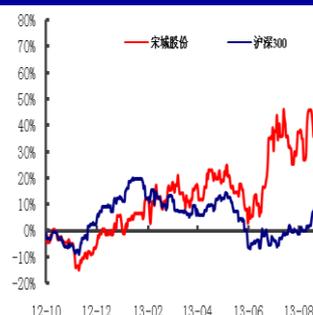
	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	586.16	650.63	913.43	1,050.44
同比%	16.18	11.00	40.39	15.00
归属母公司净利润(百万元)	256.55	286.92	343.54	415.79
同比%	15.45	11.84	19.74	21.03
毛利率%	69.65	69.40	66.20	69.10
ROE%	8.75	9.12	10.09	11.19
每股收益(元)	0.46	0.51	0.62	0.74
每股净资产(元)	5.21	5.64	6.10	6.66
市盈率(倍)	42.64	38.39	32.06	26.49
市净率(倍)	3.79	3.50	3.23	2.96

资料来源：东莞证券研究所，wind

主要数据 2013年10月23日

收盘价(元)	19.73
总市值(亿元)	110.14
总股本(百万股)	558
流通股本(百万股)	174
ROE (TTM)	9.33%
12月最高价(元)	21.94
12月最低价(元)	10.64

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，wind

相关报告

慎判断，据此入市，风险自担。

目录

1. 深耕主题公园表演与娱乐领域，未来市场空间广阔	4
1.1 公司处于扩张期初期，门票收入 CAGR 增速高	4
1.2 主题公园行业，亚洲称雄	5
1.3 我国主题公园+文化演艺小行业，大增长	6
1.4 主题公园发展空间受居民收入水平等 5 因素的影响	7
2. 三亚、丽江千古情等异地项目即将兑现，具有类似“迪士尼”的可复制性	7
2.1 三亚项目 13 年喜迎黄金周	7
2.2 丽江千古情明年开业，剧本设计靓丽	9
2.3 千古情景区复制性良好，即将兑现收益	9
2.4 新旅游法实施对公司利好是大概率事件	11
3. 懒城、第二剧场将成为宋城 14-15 年的新盈利点	11
3.1 第二剧场，公司明年主业高速增长有保证	11
3.2 懒城打造度假娱乐商业综合体	11
3.3 今年宋城票价调整对业绩略有提振，游客数略低于预期	11
4. 杭州、烂苹果乐园“作秀”，地铁助推未来高成长性	12
4.1 地铁开通带来增量人流及重复消费需求	13
4.2 票价逐年提升对客流影响有限，但长三角整体游乐园竞争激烈	13
4.3 杭州乐园和烂苹果暑假收入占比高，本地客流稳定	14
4.4 杭州乐园以作秀，过节来增加卖点	14
4.5 烂苹果乐园盈利能力极强，今年游客数将获得突破	15
5. 盈利预测及投资建议	16
6. 风险提示	16

插图目录

图 1: 宋城股份收入构成	4
图 2: 宋城股份利润构成	4
图 3: 宋城股份接待游客逐年增长	4
图 4: 宋城股份门票收入逐年增长	4
图 5: 亚洲 12 年前 20 家主题公园游客人数增长情况在各大洲中最好	5
图 6: 亚洲前 20 家主题公园中国接待游客数最多	6
图 7: 中国在亚洲前二十家主题公园中占比最大	6
图 8: 主题公园发展的 5factors	7
图 9: 三亚千古情景区如期开业	7
图 10: 古崖州节目	8
图 11: 洗夫人	8

图 12: 节目片段-泸沽湖女儿国	9
图 13: 节目片段-马帮传奇	9
图 14: 宋城景区为民营稀缺资源, 可以自由提升票价。	12
图 15: 杭州乐园主打游乐项目	13
图 16: 烂苹果乐园主打亲子体验	13
图 17: 长三角整体游乐园竞争压力较大	14
图 18: 杭州乐园万圣节活动	15
图 19: 烂苹果乐园泡泡秀	15

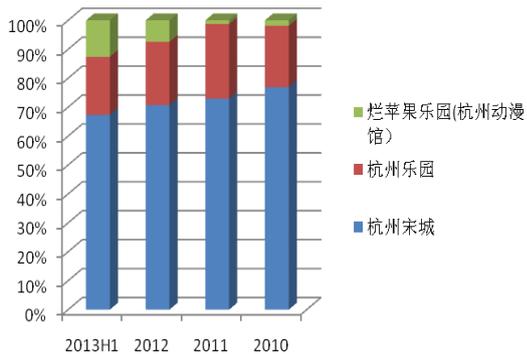
表格目录

表 1: 宋城主题公园+文化演义模式	4
表 2: 旅游大行业 vs 主题公园小分支(数据截止到 2012 年)	6
表 3: 三亚景区游客数量及盈利预测	10
表 4: 宋城景区游客数量及收入预测	12
表 5: 杭州乐园景区游客接待量及收入预测	13
表 6: 杭州乐园及烂苹果乐园园区格局	15
表 7: 烂苹果乐园景区游客数量及收入预测	15

1. 深耕主题公园表演与娱乐领域，未来市场空间广阔

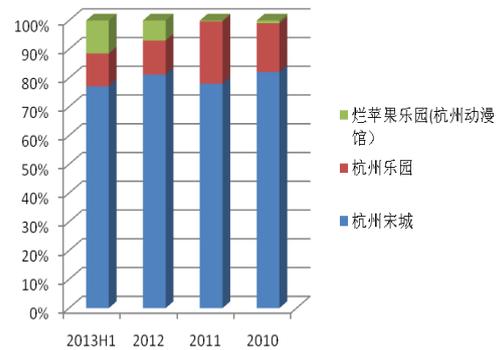
公司深耕旅游与文化娱乐领域，主要是经营各种类型的主题公园项目，现有业务包括宋城景区、杭州乐园、烂苹果乐园、三亚景区(13年三季度末开业)。其中12年共接待游客810万人次入园及观看表演，从过往财务数据来看，其主要利润来源目前仍旧来之于宋城景区的门票收入，但其收入占比呈逐年下降趋势。宋城景区的核心产品《宋城千古情》被国内外誉为世界三大名秀之一。

图 1：宋城股份收入构成



资料来源：wind, 东莞证券研究所

图 2：宋城股份利润构成



资料来源：wind, 东莞证券研究所

1.1 公司处于扩张期初期，门票收入 CAGR 增速高

目前公司处于扩张期，根据公司公布的相关计划安排，公司未来1-2年内将在泰安、三亚、丽江、石林、武夷山、九寨沟复制“主题公园+文化演艺”的模式，预计异地项目将先后在2013-2015年投入运营。

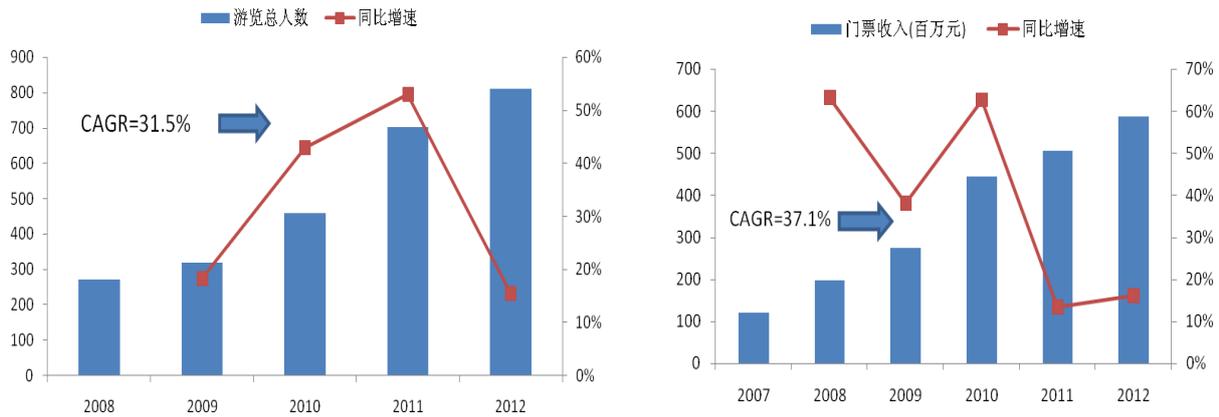
表 1：宋城主题公园+文化演艺模式

宋城的经营模式						
主题公园	宋城景区	杭州乐园	烂苹果乐园	三亚	丽江	泰安
商业、酒店	懒城酒店+民俗商业街	商业街	餐饮			
文艺演出	宋城千古情	吴越千古情	亲子表演	三亚千古情	丽江千古情	泰山千古情

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 3：宋城股份接待游客逐年增长

图 4：宋城股份门票收入逐年增长



资料来源：公司年报, 东莞证券研究所

资料来源：公司年报, 东莞证券研究所

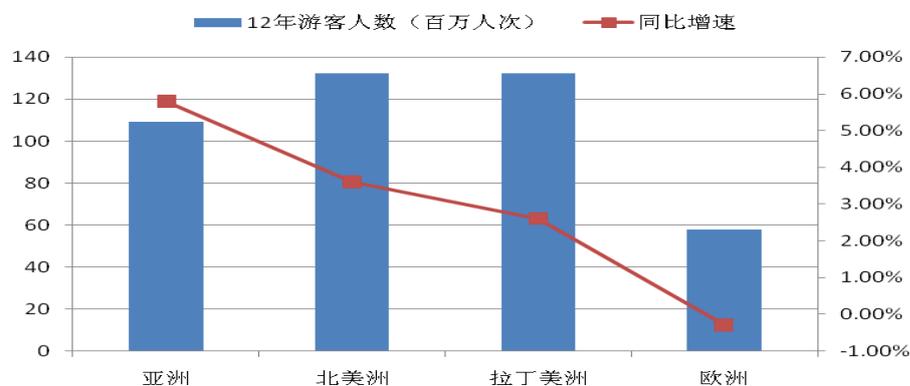
从上图我们可以看到，宋城股份接待游客逐年实现较大幅度增长，扩张期特征明显，其在08年到12年的5年间CAGR高达31.5%，于此同时公司的门票收入在07-12年实现了CAGR的37.1%的增幅，通过旅客人数与门票收入的简单比较，我们推测公司门票票价年均提价约5%-6%。

因此我们有理由认为因为公司的创作独创性等因素造成的旅游资源的相对稀缺性，公司在未来业务扩张期间演出票价仍旧存在一定刚性提价的空间，而提价反过来进一步提高公司利润率水平，并对公司扩张力度形成良性支撑。

1.2 主题公园行业，亚洲称雄

主题公园分为文化类、游乐类、观光类和情景模拟类四种，以游乐类为主。从销售额来看，北美仍是最大的主题公园市场，但从游客规模上来看亚洲已经拥有了超越北美的实力，中国则是增长的主要贡献点。

图 5：亚洲 12 年前 20 家主题公园游客人数增长情况在各大洲中最好

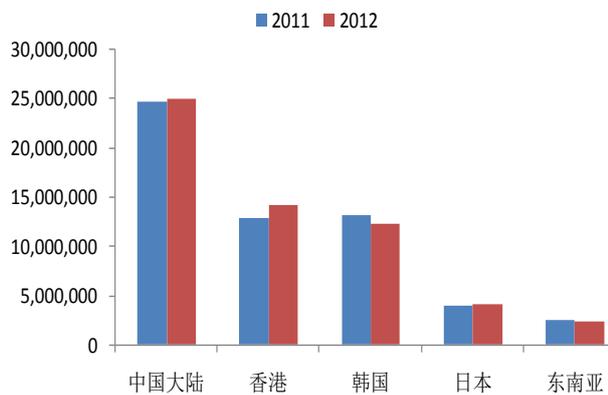


资料来源：东莞证券研究所, theme index

2012年北美前20大主题公园游客访问量1.32亿人次，同比增长3.6%。2012年，在经济相对较差的背景下，亚太地区前20大主题公园的游客规模仍达到1.09亿，同

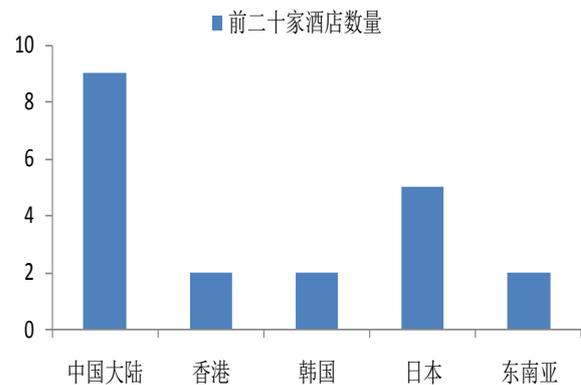
比增长 5.8%，增速较上年同期小幅上扬。其中，中国大陆地区增幅较小仅为 2.48%，而香港地区增幅为 9.96%，我们分析增速出现回调主要有三点原因：1、我国由于受 11 年大规模新开的游乐场透支了部分需求；2、18 大政治层面的影响，3、11 年基数较高的拖累，因此增速较去 11 年的两位数增长有所放缓，随着本届政府平稳交接，我国主题公园游客访问量有望继续恢复两位数增长。

图 6：亚洲前 20 家主题公园中国接待游客数最多



资料来源：公司年报, 东莞证券研究所

图 7：中国在亚洲前二十家主题公园中占比最大



资料来源：公司年报, 东莞证券研究所

1.3 我国主题公园+文化演艺小行业，大增长

从我国旅游行业的细分数据来看，我国 12 年接待游客总数为 26 亿人次，而主题公园+文化演艺这一个子行业接待游客仅为 3.5 亿人次，占比不到 15%，参观主题公园及附带的文化表演人数远低于自然景观的游客数量。且我国主题公园的主要收入来源为门票收入，住宿及其他附带消费占比很小不到 20%。

表 2：旅游大行业 vs 主题公园小分支(数据截止到 2012 年)

旅游行业 vs 主题公园 vs 自然景区	年收入	年游客人次	针对人群
旅游行业	26000 亿元	26 亿	国内、外游客
主题公园	350 亿元	3.5 亿	家庭游客、散客为主
自然景区	3000 亿元	25.5 亿	旅行团为主

资料来源：2012 年全国 A 级旅游景区发展报告，东莞证券研究所

我们接下来对主题公园整个细分行业的规模进行估算。首先我们假设主题公园实收的门票收入为 80 元每人次(主题公园的票面收入还需要支付票务代售点、旅行社 20-50%的票面价格的中介费用)，以万志兵估算的 12 年主题公园接待有数量 3.5 亿人次计算，我们可以计算得出 12 年整个行业收入规模大约为 350 多亿元。根据行业内的一般认识来看，在亚洲我国主题公园的市场发展潜力最大，每年至少有 5 亿人次的潜力。现阶段相比较国家旅游局公布的 12 年我国旅游总收入超过 2 万 6 千亿元，或者景区收入 3000 亿元的收入，根据假设条件，我们有理由得出如下结论：**主题公园+文化演艺行业目前规模很小，处于一个非常狭小的细分行业，伴随收入的提高及可复制的良好体验，我们认为其未来增长空间巨大。**

1.4 主题公园发展空间受居民收入水平等 5 因素的影响

主题公园行业空间受到五点因素的影响：居民收入水平、闲暇时间、文化习惯、主题公园的交通便利性，主题公园的稀缺性。我们认为，亚洲文化鼓励居民以家庭为单位游览为主，随着居民消费能力提高，交通便利性的提高，文化习惯的逐步西化，我国主题公园行业访问量有巨大的提高空间。我们根据 AECOM 提供的权威数据分析判断，至 2020 年，中国主题公园的访问量有望增长 2 倍以上，年均提高 20% 以上。

图 8：主题公园发展的 5 factors



资料来源：东莞证券研究所

2. 三亚、丽江千古情等异地项目即将兑现，具有类似“迪士尼”的可复制性

2.1 三亚项目 13 年喜迎黄金周

新《三亚千古情》喜迎黄金周，已经在 13 年 9 月 27 日开演。当地市场尚无直接竞争对手：三亚项目总投资 4.9 亿，分两期建设，全年将新增折旧 1000 万左右。12 年三亚全年过夜游客接待量已达 1100 万人，其中散客占 4 成以上。当地文化演艺项目较少，只有零星一两台，且总体档次不高。我们认为，“千古情”演艺项目进入三亚具有一定的先发优势，首先其节目编导为董事长亲自监制，节目成熟度保证性高。其次项目里面经费 2000 多万，是创作费用，在投入上保证出精品。因此我们预计 13 年账面略有亏损，14 年即可成为盈利增长点。

图 9：三亚千古情景区如期开业



资料来源：东莞证券研究所

三亚千古情项目也在重点发展散客市场，分散渠道风险。目前，宋城股份通过电子商务平台、酒店终端、广告营销三个方面加大宣传和营销力度，比如自建的独木桥旅游电子商务平台和与之合作的携程、驴妈妈等大型在线旅游网站推优惠活动；与三亚近 400 家酒店终端进行门票销售的合作，在三亚户外广告屏、新媒体营销上加大资金投入。

图 10：古崖州节目



资料来源：东莞证券研究所

图 11：洗夫人



资料来源：东莞证券研究所

10.1 期间三亚景区上座率良好。根据我们草根调研的情况来看，公司三亚千古情整个 10.1 黄金周期间的游客人数大约维持在每天 3000 人次左右，座位总数为 4700 个，上座率为日均 63.8%，作为一个新开业的人造景点+演艺场所来看，其经营情况良好，游客对表演水平及景区的完善度普遍评价较好，超过大多数游客预期。我们预计

节后上座率将有所下滑，但仍将在培育期内保持在 40%左右，并呈现稳步提升的态势，有望在未来半年内完成爬坡期，实现日均 60%以上的合理运营水平。

2.2 丽江千古情明年开业，剧本设计靓丽

我们预计《丽江千古情》14Q1 开演，丽江当地演艺市场成熟，丽江晚上演出供应量不足，《千古情》在同类剧场演艺节目中竞争优势突出；丽江项目总投资 3.4 亿，预计今年底正式开业。目前，丽江市场上《印象丽江》、《丽水金沙》等演艺节目已经较为成熟，从演出形式、演出时间和内容看，《丽江千古情》（夜场）的主要竞争对手是《丽水金沙》，与《印象丽江》（演出时间在白天）并无直接竞争。

图 12：节目片段-泸沽湖女儿国



资料来源：东莞证券研究所

图 13：节目片段-马帮传奇



资料来源：东莞证券研究所

丽江剧本和宋城千古情类似，为“序幕+四幕”，展现了殉情、女儿国文化（走婚），这也是外地游客最感兴趣的，表现力靓丽。目前展示出了演出模拟实景图：序幕纳西起源。二幕：女儿国传说 三幕：殉情文化 四幕：各民族合唱合舞（清晰的玉龙雪山背景，一般外地游客很难见到清楚的玉龙雪山）。

我们认为，丽江地区巨大的客流基量（1200 万+）、相对成熟的演艺市场环境为《丽江千古情》的开演提供了良好的客源基础。

异地项目人员配置规模较小。宋城千古情需要 170 多个演员及剧组人员。丽江节目只需 130 多人。

2.3 千古情系列景区复制性良好，即将兑现收益

复制性首先主要体现在旅行社资源的对接上。华东市场地接社资源有利于异地项目度过培育期，“千古情”演员可在异地项目中共享：目前与公司合作的旅行社大部分为华东地区较大的地接社，向公司杭州景区输送客源。这些旅行社也可作为三亚和丽江的组团社，为公司异地项目输送游客，实现双赢。

其次公司对于剧目表演的标准化与迪斯尼卡通形象异曲同工之妙。一个普通中专生经过短期培训就可以胜任公司的剧目表演。而迪斯尼的表演主题化，就是通过提供一种能淡化经济交易感的主题体验吸引消费者，提高他们购买商品的可能性。公司的主题公园+文艺表演的之路与迪斯尼卡通形象及表演有异曲同工之妙。

表 3：三亚景区游客数量及盈利预测

	2013E	2014E	2015E
接待量(万人次)	16	77	92
YOY		10.99%	12.69%
人均消费(元)	100	110	130
YOY		10.17%	7.69%
总收入(百万元)	1600	8470	11960
YOY		22.27%	21.36%
毛利率	30.00%	65.00%	70.00%
总成本(万元)	800	2965	3588
总利润(万元)	800	5505	8372
YOY			

资料来源：东莞证券研究所

三亚项目收益预期不低。三亚票价 130-140 元/人，按场次计价。新老搭配，人力成本方面，宋城平均 8-12 万/人。从我们估算的情况来看，三亚丽江一场三万块钱成本，包括了折旧+经营成本，一年的运营成本加折旧为 4000 万左右。共有 4700 个座位，目前为一天一场次，我们假设 14 年一期项目日均上座率按 45% 计算，门票结算价按照 100 元计算，14 年收入为约 7720 万元(年收入=门票结算价*座位数*上座率*365 天)。

丽江项目收益率相对稳健。丽江票价 130-140 元/人，按场次计价。新老搭配，人力成本方面，宋城平均 8-12 万/人。我们估算的情况来看，三亚丽江一场三万块钱成本，包括了折旧+经营成本，一年的运营成本加折旧为 3500 万左右。共有 3000 个座位，目前为一天一场次，我们假设 14 年一期项目日均上座率按 45% 计算，门票结算价按照 90 元计算(丽江市场散客较少)，14 年收入为约 4400 万元(年收入=门票结算价*座位数*上座率*365 天)，盈利情况稳健。

其它异地项目，明后两年分别兑现收益。九寨沟、泰安、武夷山和石林项目仍在建设当中；即便能够完工，由于一般第二年才开始盈利；今年会面临较大的财务压力；高管限售性股票将于今年年底解禁。预计公司不会将这些项目集中推出；丽江和三亚运营的经验也是后续项目推出的必要条件。因而预计剩余 4 个项目在 14 年 5 月至 15 年 5 月陆续运营。

异地项目人力成本实际支出并不高。根据我们调研了解情况来看，千古情异地项目运营成本将与宋城持平。首先成本中占比较大的人力成本实际并不比宋城高。只有领班是从宋城输出的老演员，而其他经过前期培训的本地演员及团队完全可以胜任一般的演艺任务。此外，各异地项目演出旺季时间并不相同，人员可以合理进行调配，提高人员利用效率。例如三亚项目的旅游旺季在冬季，而冬季是杭州地区的旅游旺季。因此未来在冬季，可以把杭州部分演员调配到三亚去。最后，异地演出规模相对较小，

宋城千古情需要 170 多个演员及剧组人员，而三亚等外地节目只需 130 多人，使得异地项目的运营人力成本较少

我们根据公司三亚、丽江项目的土地、剧场建设、剧本创作、营销管理费用等投资成本，结合当地消费水平、演艺票价、工资水平等估算，我们预计三亚项目 2013-2015 年 EPS 贡献度分别为-0.01/0.05/0.10 元；丽江项目 2014-2015 年 EPS 贡献度分别为 0.03/0.6 元。

2.4 新旅游法实施对公司利好是大概率事件

我们通过调研分析，认为旅游法对旅行社团客的冲击不会对公司有较大不利影响，反而有较大概率带来利好。目前，从旅游行政部门、旅行社、景点等各方都对旅游法能执行到什么程度心里没底。因为公司和旅行社是利益共同体，若旅游法严格执行，散客类型的游客对选择千古情这样的高品质的自费景点的意愿会越来越高，旅行社也会乐意合作；若旅游法执行不太严格，那公司和旅行社多年结成的利益联盟不会使得游客数量有大幅下降，顶多短期内略有影响。

3. 懒城、第二剧场将成为宋城 14-15 年的新盈利点

3.1 第二剧场，公司明年主业高速增长有保证

宋城第二剧院为 2014 年预计利润增长点：根据公司投资公告，投入 1.5 亿新建的“宋城千古情大剧院”项目已顺利开业。第二剧院首批设有 3000 个观众席（总规划 4700 席，未来将根据上座率情况增加），旨在有效解决《宋城千古情》旺季接待量瓶颈问题。今年由于上半年禽流感，下半年双台风等影响，9 月才初开演的第二剧场今年经济效益可能不佳；但第二剧场费用压力相对较小，明年可望开始贡献利润增量。主要由于第二剧院的适用折旧年限较长（20-30 年），且因表演内容相同，没有剧本及节目编排等费用。我们测算第二剧场今年营收将基本持平，在明年起才能承接旺季客源，有望弥补因一票制可能失去的散客。根据模型，新剧场将增厚 14 年~15 年 EPS 分别为 0.07 元/0.10 元。

3.2 懒城打造度假娱乐商业综合体

“南宋懒城”（二期的商业部分，现结合了集团配套的千古情酒店）目前已经进入最后装修阶段，未来将打造成为集餐饮、商铺、酒店等业态为一体的旅游休闲综合体。这部分主要是与集团合作，利用宋城景区已有的 300 余万客流量，营造度假氛围，打造度假目的地及文化商圈。

集团将在宋城景区周围推出 1200 间左右客房。作为客流增长起爆点，每天目标使约 2000 人留在周围。酒店是从一系列原学校建筑改造而成，基建投入成本较少。水街做成民宿的概念，酒吧的收费方式没有定论。商铺的规划：特色餐饮、酒吧，且需要时间来完成商圈成熟度，目前招商工作正在紧张进行中，但我们判断商圈的建设期相对较长，因此对短期利润贡献小。

3.3 今年宋城票价调整对业绩略有提振，游客数略低于预期

2013 年开始，宋城景区实行景区入园和《宋城千古情》一票制票价体系，景区入园观演普通票价统一调整为：280 元/人，提价幅度为 20 元/人，提价将推动有效票价小幅提升并带动今年业绩的提升，但对之前的入园散客有所冲击，但幅度不大。

图 14：宋城景区为民营稀缺资源，可以自由提升票价。



资料来源：东莞证券研究所

今年长三角地区上半年出现了禽流感疫情，下半年国庆又遭遇百年一遇的双台风，我们预计宋城景区受此不可抗力，以及一票制影响，13 年接待游客数量将会出现同比小幅下降。

就目前公司规划的未来发展方向而言，我们认为其主要靠增加游客时间来增加其他餐饮、娱乐、购物等附加消费的方式来实现收入提升。

表 4：宋城景区游客数量及收入预测

	2012	2013E	2014E	2015E
接待量(万人次)	369	355	394	444
YOY		-3.79%	10.99%	12.69%
人均消费(元)	107	118	130	140
YOY		10.28%	10.17%	7.69%
总收入(百万元)	39483	41890	51220	62160
YOY		6.10%	22.27%	21.36%
毛利率	79.83%	77.67%	76.72%	76.39%
总成本(万元)	7964	9354	11924	14675
总利润(万元)	31519	32536	39296	47485
YOY		6.10%	22.27%	21.36%

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

根据我们对宋城景区的了解，由于其是仿宋建筑主题公园，占地仅 100 亩，投资额也不高。但 2012 年入园游客达到 369 万人，比黄山等一线景区毫不逊色，独特优势在于主要靠强大的销售渠道和特色的表演项目。即使伴随着未来的公司全国布局的跨越式发展，由于其在长三角文化的独特地位，我们判断宋城景区未来 3 年内将保持 15% 以上的收入增长，其仍将是公司在大本营最重要的利润贡献点。

4. 杭州、烂苹果乐园“作秀”，地铁助推未来高成长性

4.1 地铁开通带来增量人流及重复消费需求

杭州乐园是游乐类主题公园，园区分为吴越千古情文化演艺区、大型游乐区、儿童游乐区、杭州乐园水公园、吴越古城等主题区；而烂苹果乐园定位表演及幼儿亲子乐园，均位于萧山区，距离中心市区较远，且以往只有公交车，单程需要 1 小时左右。

目前乐园已连接地铁，通车后市中心到杭州乐园只需要 20 分钟，我们判断地铁带来的时空距离的缩短，使得杭州及周边居民出现两个消费方式的改变：首先地铁开通带来以前住在远距离的游客的消费增加，扩大了增量消费人流，其次由于交通的便利性，家庭的重复消费性凸显，以上都将大大逐渐改善杭州乐园及烂苹果乐园的业绩。

图 15：杭州乐园主打游乐项目



资料来源：东莞证券研究所

图 16：烂苹果乐园主打亲子体验



资料来源：东莞证券研究所

4.2 票价逐年提升对客流影响有限，但长三角整体游乐园竞争激烈

票价逐年提升对客流影响有限。2012 年 1 月 1 日起杭州乐园门票价格从 120 元上涨到 160 元，提价后价格仍处于中等水平，且 12 年杭州乐园整改后各方面均有提高，对客流负面影响有限。因而我们认为短期内将享受提价和游客人数增加的双重增长。

表 5：杭州乐园景区游客接待量及收入预测

	2012	2013E	2014E	2015E
收入(万元)	12218	14725	17604	20086
YOY		20.52%	19.55%	14.10%
接待量(人次)	82	95	108	121
YOY		15.85%	13.68%	12.04%
人均消费(元)	149	155	163	166
YOY		4.03%	5.16%	1.84%
成本(万元)	7656	8857	9946	10947
毛利率	37.34%	39.85%	43.50%	45.50%

利润(万元)	4562	5868	7658	9139
YOY		28.62%	30.50%	19.35%

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所(12 年数据为推算值)

长三角整体游乐园竞争激烈。杭州乐园规模小、竞争压力较大。杭州乐园虽然是杭州地区唯一的主题游乐园。但二级客源市场上，有包括苏州乐园（170km）、欢乐谷（150km）、海港乐园（180km）和未来的迪士尼乐园（220km）等对手的竞争。长三角陆路交通已经打通，竞争比较激烈。

图 17：长三角整体游乐园竞争压力较大



资料来源：东莞证券研究所

4.3 杭州乐园和烂苹果暑假收入占比高，本地客流稳定

杭州乐园和烂苹果夏 7-8 月收入占全年一半以上，受禽流感影响较小。影响不大，因为主要是本地客源。160 元的票价，白天一票制。针对散客晚上吴越挂牌价 200 元以上，针对团客。白天和晚上是不同的目标客源。有旅行社反映晚上的结算价为 50-60 元。

烂苹果乐园于 2012 年 7 月 8 日开园，由于之前承办多届动漫节，已经享有较高的知名度，开园火爆。儿童消费弹性很小。根据第六次人口普查，杭州市儿童共 99.11 万人。每个儿童带来的大人约 2.1-2.2 人，保守按照人均访问 0.8 次测算，附近市场总量在 245.79-253.72 万人次。

4.4 杭州、烂苹果乐园以作秀，过节来增加卖点

我们通过分析观察华强城欢乐谷和宋城游乐项目在经营活动上的侧重点不同，得出以下观察结果：首先欢乐谷的模式是大资本开支、大投入，通过开发附近商业地产来弥补，文化产业的亏空。而宋城的思路主要是“作秀”和“过节”等演艺节目，来增加卖点，比如烂苹果乐园的泡泡秀，卡通秀。投入大量人力资本，做活动，带来非

常高的毛利率水平 40%以上。而反观欢乐谷各地项目基本投入 20-30 亿左右，而资本回报率一般都相对偏低。

图 18：杭州乐园万圣节活动



资料来源：东莞证券研究所

图 19：烂苹果乐园泡泡秀



资料来源：东莞证券研究所

而同类型的杭州乐园一年四季活动不断，有戏水狂欢节、泥浆“泡”妞节、万圣节等活动，活动简单易玩，演员基本本地化培训，并不聘请国外演员或者马戏节目。

表 6：杭州乐园及烂苹果乐园园区格局

景区	景区组成	票价(元)	毛利率	客户群体
杭州乐园	吴越千古情文化演艺区、大型游乐区、儿童游乐区、水公园、吴越古城	成人价 160 家庭套票 230-300	39.33%	大部分游乐设施对儿童身高有限制，成人
烂苹果乐园	海盗大街、四季花园、水母广场、深海广场、水果部落、荒诞小镇、爱的故事屋、魔法丛林、糖果小镇、黄金海岸	成人价 150 家庭套票 230-300	63.1%	1-10 岁儿童及家庭

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

4.5 烂苹果乐园盈利能力极强，今年游客数将获得突破

烂苹果乐园 13 年上半年毛利率高达 63.1%，在全公司中远高于杭州乐园的水平。我们认为主要是公司精准定位及基建投入及摊销成本较少这两个主要原因。

首先烂苹果乐园现在定位精准：就是亲子、家庭，因此主要依靠散客，其投入的广告及营销费用也较少。其次其摊销成本少，主要是由于其占地面积较小，以前是会展中心，现在作为室内主题公园改建投入少，属于轻资产而其固定资产也是分 35 年摊销。

表 7：烂苹果乐园景区游客数量及收入预测

	2012	2013E	2014E	2015E
收入(万元)	4150	6400	7020	7700
YOY		54.22%	9.69%	9.69%

人数	50	80	90	100
YOY		60.00%	12.50%	11.11%
人均消费(元)	83	80	78	77
YOY		-3.61%	-2.50%	-1.28%
成本(万元)	1470	2337	2562	2745
毛利率	64.59%	63.49%	63.51%	64.35%
利润(万元)	2680	4063	4458	4955
YOY		51.59%	9.72%	11.14%

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所(12 年数据为推算值)

另外烂苹果乐园的旺季在暑期客流占比超过 70%，针对淡旺季人力成本的不均。名烂苹果乐园会用暑期工，和大中专院校签协议，降低成本。以上综合来看，随着烂苹果乐园游客人数在今年(13 年)获得较大突破，以后逐年攀升，规模效应显现带来的英林能力未来仍有望进一步得到提升。

5. 盈利预测及投资建议

首次给予“推荐”评级：从分类主营来看，我们认为今年虽然受突发事件的不利影响，但公司今年宋城景区收入仍将保持平稳增长，而杭州本地的杭州乐园及烂苹果乐园将进入收获期，盈利能力将获得较大幅度的提升，预计 13 年利润同比分别增长 28%和 52%。

综上所述，我们推荐该股的主要逻辑是 1、我国主题公园+文化演艺具有小行业，大增长的发展特点。2、未来我国居民旅游消费习惯的改变及收入的增长 3、公司千古情系列演艺节目的可复制性。4、公司三亚/丽江及其他异地项目开局良好，成本可控。5、各景区持续开发深度游系列，增加客户粘性，单一客户 ARPU 不断提升。因此我们预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.51 元(+12%)、0.62 元(+20.%)、0.74(+21%) 元，对应 PE 为 41 倍、35 倍、29 倍。我们认为，公司 14 年后的业绩增长将主要依靠三亚、丽江等异地项目的经营培育，市场推广及业绩口碑将成为异地项目成功关键。首次给予“推荐”评级。

6. 风险提示

1、异地项目客流量低于预期。2、气候及疾病等不可抗力影响。

附表：财务报表预测与比例分析：

利润表：					现金流量表：				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	586	651	913	1,050	净利润	256	287	344	416
营业成本	178	199	309	325	折旧与摊销	105	80	95	97
营业税金及附加	22	24	34	39	财务支出	14	-28	-25	-28
销售费用	38	42	59	68	投资损失	-1	0	0	0
管理费用	62	69	97	112	净营运资本变动	22	-121	62	1
财务费用	-13	-28	-25	-28	经营活动现金流	396	218	476	486
资产减值损失	-0	0	0	0	资本支出	-680	-90	-3	-9
其他经营收益	1	0	0	0	其它投资	188	0	0	0
营业利润	300	343	438	534	投资活动现金流	-491	-90	-3	-9
利润总额	341	384	460	556	股权融资	0	0	0	0
减 所得税	85	97	116	140	债券融资	0	100	98	-176
净利润	256	287	344	416	股利分配及其它	-88	-44	-61	-76
减 少数股东损益	-0	0	0	0	筹资活动现金流	-88	56	37	-252
归母公司净利润	257	287	344	416	货币资金净变动	-184	185	510	225
资产负债表：					主要财务比率：				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,424	1,609	2,119	2,344	成长能力(YOY)				
应收账款	3	94	132	152	营业收入	16.18%	11.00%	40.39%	15.00%
预付账款	70	9	15	15	营业利润	7.04%	14.33%	27.60%	21.85%
存货	1	2	3	3	归母公司净利润	15.45%	11.84%	19.74%	21.03%
其它	7	23	24	24	盈利能力				
流动资产合计	1,506	1,738	2,293	2,540	销售毛利率	69.65%	69.40%	66.20%	69.10%
长期股权投资	0	0	0	0	销售净利率	43.77%	44.10%	37.61%	39.58%
固定资产合计	830	847	864	881	ROE	8.75%	9.12%	10.09%	11.19%
长期待摊费用	4	-1	0	-0	ROIC	7.23%	7.25%	7.20%	8.51%
其它	859	856	751	650	偿债能力				
非流动资产合计	1,693	1,702	1,614	1,531	资产负债率	7.25%	7.20%	8.51%	10.04%
资产总计	3,199	3,440	3,907	4,070	流动比率	6.37	5.95	4.61	7.37
短期借款	0	130	228	53	速动比率	6.37	5.95	4.60	7.36
应付账款	143	113	200	218	营运能力				
预收款项	11	12	19	19	资产周转率	0.19	0.20	0.25	0.26
其它	82	37	51	54	存货周转率	200.99	135.26	145.08	113.38
流动负债合计	236	292	498	345	应收账款周转率	133.38	13.30	8.06	7.38
长期借款	30	0	0	0	每股指标				
其它	40	30	50	54	每股收益	0.46	0.51	0.62	0.74
非流动负债合计	70	30	50	54	每股经营现金流	71.35	39.12	85.30	87.07
负债合计	266	342	552	403	每股净资产	5.21	5.64	6.10	6.66
实收资本	554	554	554	554	每股股利	0.15	0.13	0.15	0.19
资本公积	1,724	1,724	1,724	1,724	估值指标				
留存收益及其它	654	869	1,127	1,438	PE	45.99	41.40	34.58	28.57
所有者权益合计	2,932	3,148	3,405	3,717	PB	4.08	3.77	3.49	3.20
负债和权益总计	3,199	3,490	3,957	4,120	EV/EBITDA	26.95	26.59	20.69	17.46

资料来源：东莞证券研究所、wind

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼