

日期: 2014年9月19日

行业: 旅游业



刘丽
021-53519888-1923
liuli@shzq.com
执业证书编号: S0870510120018

旅游、文化齐上阵， 构筑演艺娱乐 O2O 生态圈

基本数据 (最新)

股价 (元)	25.51
12mth A 股价格区间 (元)	16.10-27.94
总股本 (百万股)	557.78
无限售 A 股/总股本	35.06%
流通 A 股市值 (百万元)	4988.16
每股净资产 (元)	5.84
PBR (X)	4.37
DPS (Y13, 元)	0.10 (含税)

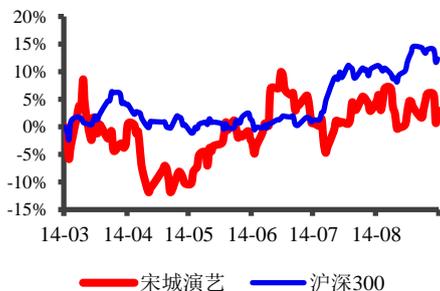
主要股东 (2014H1)

杭州宋城集团控股有限公司	34.70%
杭州南奥旅游置业有限公司	12.48%
黄巧灵	9.19%

收入结构 (2014H1)

杭州宋城景区	43.27%
杭州乐园景区	11.03%
烂苹果景区	8.35%
三亚千古情景区	19.79%
丽江千古情景区	6.59%
九寨千古情景区	3.19%
其他	7.79%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: LL14-CR02

首次报告日期: 2014年9月19日

相关报告:

投资摘要

“主题公园+旅游演艺”模式鲜明，异地复制成功落地

宋城演艺是我国最早进入主题公园与旅游演艺行业的公司之一，自“宋城景区-宋城千古情”开始，形成了带有鲜明创新特性的“主题公园+旅游文化演艺”的核心商业模式。目前，公司在杭州大本营拥有四大主题公园、两台演艺节目、一座中国演艺谷。同时，在国内一线旅游目的地的战略性布局已成功落地三单，一个全国性的旅游休闲大平台雏形初现。此外，公司还在泰山、石林、武夷山等其他国内一线旅游目的地进行了战略性布局，拟将成功模式继续复制，为未来的发展奠定资源基础。

延伸文化产业链，构筑演艺娱乐 O2O 生态圈

自2013年12月牵手大盛国际始，公司开始积极延伸文化产业链，分别投资了大盛国际（持股35%，电影制片发行）、本末文化（控股60%，微电影、影视广告、宣传片及影视前后期制作）、宋城娱乐（控股60%，综艺节目开发制作），向线上娱乐进军。

公司未来发展期冀对标迪士尼，在线下充分发挥其“以主题公园为载体、以文化演艺为核心、以创意节目和活动策划为主线”的核心竞争力，为游客提供丰富的实景体验和交互娱乐；延伸产业链，涉足影视、综艺等线上娱乐，并追求实现线上线下的融合互动、互相推进，构筑演艺娱乐O2O生态圈。

业绩预测及投资建议

宋城演艺未来两年的业绩增长将主要来源于三个已落地的异地复制项目；暂不考虑宋城娱乐对公司的贡献，我们预计公司2014年、2015年每股收益分别为0.78元和0.98元，当前对应的动态市盈率分别为32.57倍和26.10倍。我们看好其未来旅游、文化演艺与影视、综艺娱乐相辅相成的线上线下互动能力，给予其“谨慎增持”评级。

主要风险提示

自然灾害等不可抗力因素对旅游业务的影响；新项目建设风险。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	586.16	678.72	959.07	1,134.81
年增长率	16.18%	15.79%	41.31%	18.32%
归属于母公司的净利润	256.55	308.42	436.89	545.14
年增长率	15.45%	20.22%	41.65%	24.78%
每股收益 (元)	0.46	0.55	0.78	0.98
PER (X)	55.46	46.13	32.57	26.10

注: 股价采用 2014 年 9 月 18 日收盘价

目 录

一、公司概况：旅游演艺先行者，探求延伸文化产业链，构筑演艺娱乐 O2O 生态圈.....	4
1.1 “主题公园+旅游演艺”模式鲜明，异地复制成功落地.....	4
1.2 延伸文化产业链，构筑演艺娱乐 O2O 生态圈.....	4
二、杭州大本营——夯实根基.....	6
2.1 依托杭州著名旅游城市，游客资源丰富.....	6
2.2 宋城景区：宋文化主题公园与千古情演艺节目相得益彰.....	7
2.3 游乐类主题公园主打杭州本地市场.....	12
2.4 宋城·中国演艺谷：目标“中国百老汇”.....	14
三、卡位国内一线旅游目的地，优势模式有望落地开花.....	15
3.1 异地复制首单落地——三亚千古情.....	16
3.2 2014 年再添丽江、九寨沟两异地项目.....	17
3.3 接受福州新海岸委托邀请，输出管理创新突破.....	19
四、介入影视传媒领域，志在打造文化航母.....	20
五、公司竞争优势.....	22
5.1 身处大发展的旅游和文化产业，有望分享增长红利.....	22
5.2 独特可复制商业模式+营销优势+产业融合优势.....	22
六、盈利预测及投资建议.....	23
七、风险提示.....	24

图

图 1 宋城演艺股权结构图.....	5
图 2 杭州市国内旅游人数增长概况（1995-2013Y）.....	6
图 3 杭州市国内旅游总收入增长概况（1995-2013Y）.....	6
图 4 宋城演艺历年营业收入结构（2007-2014Y）.....	7
图 5 宋城演艺营业收入结构（2014 年上半年）.....	7
图 6 宋城演艺历年营业毛利结构（2007-2014Y）.....	8
图 7 宋城演艺营业毛利结构（2014 年上半年）.....	8
图 8 宋城景区导游图.....	9
图 9 宋城景区游客接待数（2007-2012Y）.....	10
图 10 宋城景区营业收入增长概况（2007-2013Y）.....	10
图 11 宋城景区毛利率（2007-2014Y）.....	11
图 12 杭州乐园营业收入增长概况（2008-2014Y）.....	13
图 13 杭州乐园子公司净利润增长概况（2010-2013Y）.....	13
图 14 杭州乐园景区业务毛利率（2008-2014Y）.....	13
图 15 杭州乐园子公司净利率（2010-2013Y）.....	13
图 16 烂苹果乐园营业收入概况（2012-2013Y）.....	14
图 17 烂苹果乐园毛利率（2012-2013Y）.....	14
图 18 丽江旅游人数增长概况（2005-2013Y）.....	17
图 19 九寨沟景区旅游人数增长概况（2002-2012Y）.....	18

表

表 1 宋城演艺业务板块大事件时间表	5
表 2 宋城景区票价调整 (2008-2013Y)	10
表 3 宋城景区门票价格	11
表 4 杭州乐园散客门票价格	12
表 5 烂苹果乐园门票价格	14
表 6 三亚千古情景区门票价格	17
表 7 丽江千古情景区门票价格	18
表 8 九寨千古情景区门票价格	19

一、公司概况：旅游演艺先行者，探求延伸文化产业链，构筑演艺娱乐 O2O 生态圈

1.1 “主题公园+旅游演艺”模式鲜明，异地复制成功落地

宋城演艺是我国最早进入主题公园与旅游演艺行业公司之一，自“宋城景区-宋城千古情”开始，形成了带有鲜明创新特性的“主题公园+旅游文化演艺”的核心商业模式。此模式植根于城市文化的根与魂，以建设主题公园为依托，以深挖当地历史文化为基础、以现代高科技为手段，打造具震撼感的艺术演出；同时，以常改常新的创作机制和紧跟潮流主题的策划能力，令此模式能够保持新鲜的活力和长久的吸引力。

目前，公司在杭州大本营拥有四大主题公园——以外地团客为主的文化类主题公园宋城景区、以本地散客为主的游乐类主题公园杭州乐园、烂苹果乐园和杭州浪浪浪水公园；两台演艺节目——宋城景区内的核心演艺节目《宋城千古情》和杭州乐园内的《大笑西游》；一座中国演艺谷。同时，在国内一线旅游目的地的战略性布局已成功落地三单：2013年9月开园的三亚千古情、2014年5月开园的丽江千古情、2014年5月开园的九寨千古情，成功将“主题公园+旅游文化演艺”的模式异地复制且初步告捷，初步建立起覆盖全国一线旅游休闲目的地的旅游演艺事业网络，一个全国性的旅游休闲大平台雏形初现。此外，公司还在泰山、石林、武夷山等其他国内一线旅游目的地进行了战略性布局，拟将成功模式继续复制，为未来的发展奠定资源基础。

1.2 延伸文化产业链，构筑演艺娱乐 O2O 生态圈

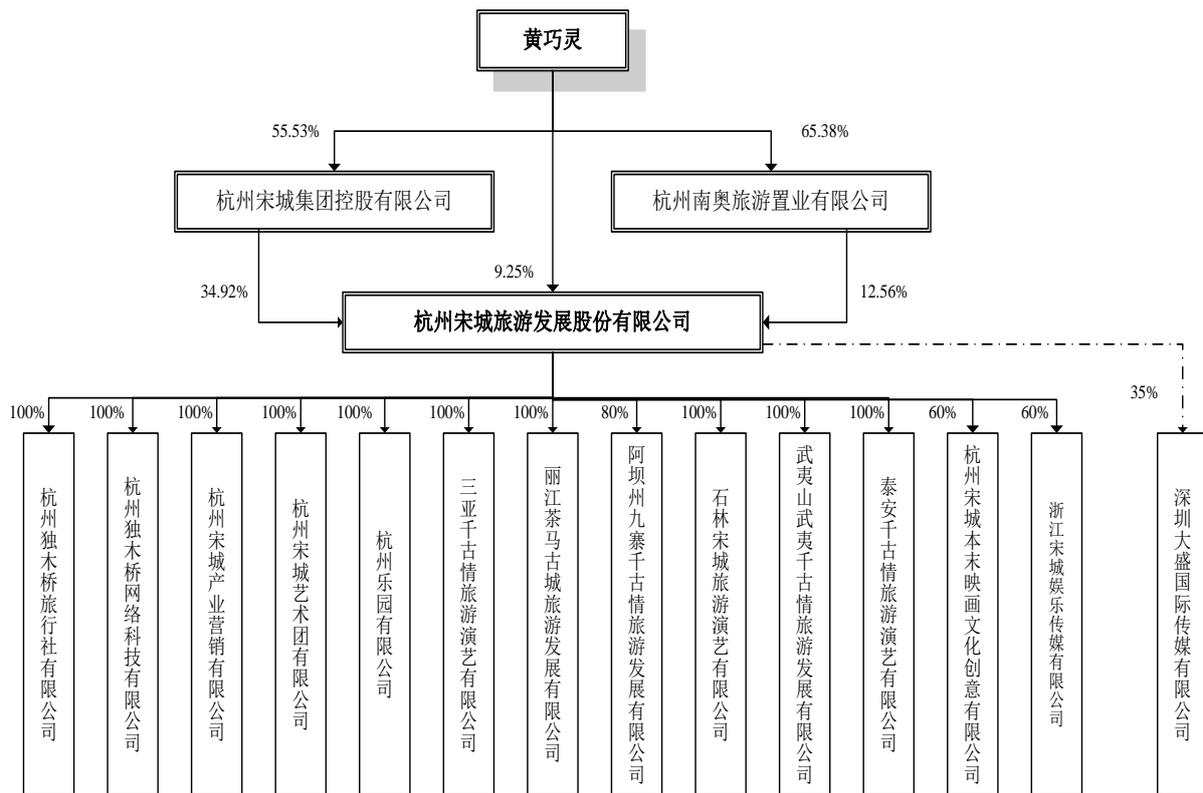
除了以所擅长的“主题公园+旅游文化演艺”模式经营实景娱乐之外，公司也关注到了在科技进步和文化消费大发展的浪潮下，以影视、网络游戏、在线视频为代表的线上娱乐异军突起。自2013年12月牵手大盛国际始，公司开始积极延伸文化产业链，分别投资了大盛国际（持股35%，电影制片发行）、本末文化（控股60%，微电影、影视广告、宣传片及影视前后期制作）、宋城娱乐（控股60%，综艺节目开发制作），向线上娱乐进军。

表 1 宋城演艺业务板块大事件时间表

时间	重大事件
旅游演艺板块	
1996年5月	宋城景区开园
1997年3月	《宋城千古情》公演
2008年3月	杭州乐园开园
2011年4月	杭州乐园整改后全新亮相
2012年7月	烂苹果乐园开园
2014年3月	丽江千古情景区开园
2014年5月	九寨千古情景区开园
2014年7月	杭州浪浪浪水公园独立开园
文化娱乐板块	
2013年12月	参股大盛国际
2014年3月	中国演艺谷开谷
2014年4月	投资控股本末文化
2014年7月	投资设立宋城娱乐

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理

图 1 宋城演艺股权结构图



数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

公司未来发展期冀对标迪士尼，在线下充分发挥其“以主题公园为载体、以文化演艺为核心、以创意节目和活动策划为主线”的核心

竞争力，为游客提供丰富的实景体验和交互娱乐，延伸产业链至文化娱乐，涉足影视、综艺等线上娱乐，并追求实现线上线下的融合互动、互相推进，构筑演艺娱乐 O2O 生态圈。

二、杭州大本营——夯实根基

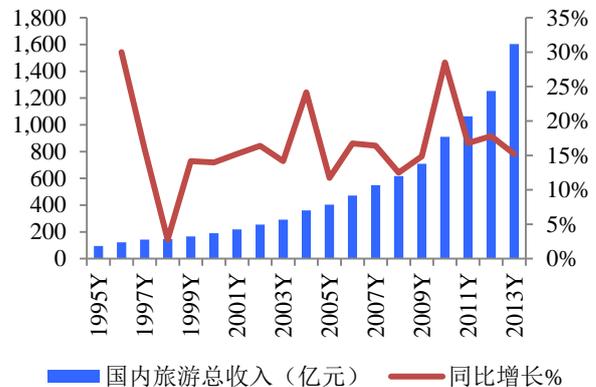
2.1 依托杭州著名旅游城市，游客资源丰富

截至公司三亚项目开园前，公司的主要收入和利润来源均来自杭州地区。杭州是中国著名的旅游城市，有闻名遐迩的世界文化遗产“西湖”等丰富的旅游资源；也是中国七大古都之一，自秦设县以来，已有 2200 多年的历史，五代吴越国和南宋都在此定都，自古就有“上有天堂，下有苏杭”的美誉。在 2013 年中国旅游百强城市排行榜中，杭州位列第三。2013 年全年，杭州市共接待游客（包括入境游）9,725 万人次，同比增长 13.5%（其中接待国内游客 9409.14 万人次，增长 14.2%；接待入境旅游者 316.01 万人次，下降 4.6%）；实现旅游总收入 1603.67 亿元，同比增长 15.2%。国内旅游者在杭州的人均逗留时间为 2.2 天（2012 年数据）。

图 2 杭州市国内旅游人数增长概况（1995-2013Y）



图 3 杭州市国内旅游总收入增长概况（1995-2013Y）



数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

宋城演艺杭州大本营依托于杭州这座著名的旅游城市经营，杭州旅游市场的持续快速增长也给予了公司良好的发展机遇。从公司“宋城景区+千古情演出”模式开始形成的 1997 年至 2013 年的 17 年间，杭州市接待国内外游客数的复合增长率为 9.5%，旅游总收入年复合增长率为 16.3%。从 2006 年开始杭州旅游人次年增长率超过 10%，2006-2013 年接待国内外游客数年复合增长率为 14.1%，旅游总收入

年复合增长率为 18.8%。杭州地区丰厚的游客基础，也为公司大本营的主题公园和旅游演艺带来了源源不断的客流，推动公司营收和利润的持续增长。

2.2 宋城景区：宋文化主题公园与千古情演艺节目相得益彰

“宋城景区+宋城千古情”是公司核心产品。随着异地项目的拓展，宋城景区对公司业绩的贡献度在下降，但目前仍是公司营收和利润的最大贡献者。2014 年上半年宋城景区的营业收入和营业毛利占公司总营收和总毛利的比例分别为 43.27%和 47.45%。

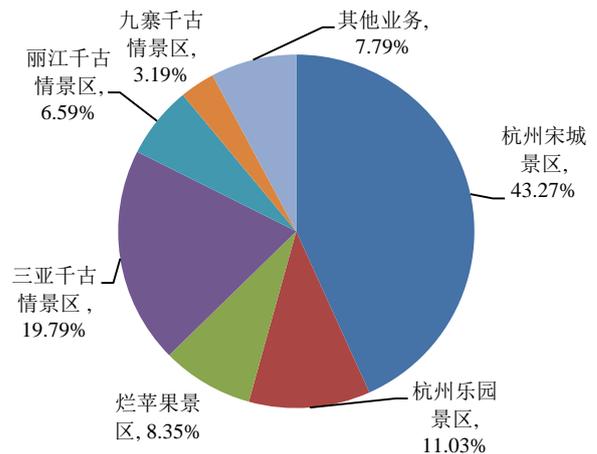
宋城景区是浙江省成立最早的文化类主题公园和首批国家 4A 级旅游区，位于浙江省唯一的国家级旅游度假区——杭州之江国家旅游度假区，于 1996 年 5 月 18 日开园；其核心旅游文化演艺产品《宋城千古情》在国内知名度较高，于 1997 年 3 月公演，开创了杭州地区文化演艺市场的先河，填补了杭州地区夜间旅游市场的空白。经过十多年发展，宋城景区主题公园与演艺节目相得益彰，成功塑造了“宋城”和“千古情”品牌。在“2012 年中国旅游百强景区”榜单中，杭州宋城居于第 14 位。在国际主题公园及景点行业权威组织 TEA 及顾问集团 AECOM 联合发布的《2013 年全球主题公园调查报告》排名中，宋城景区跃升至大陆第一、亚太第十，成为全国人气最旺的主题公园。

图 4 宋城演艺历年营业收入结构 (2007-2014Y)



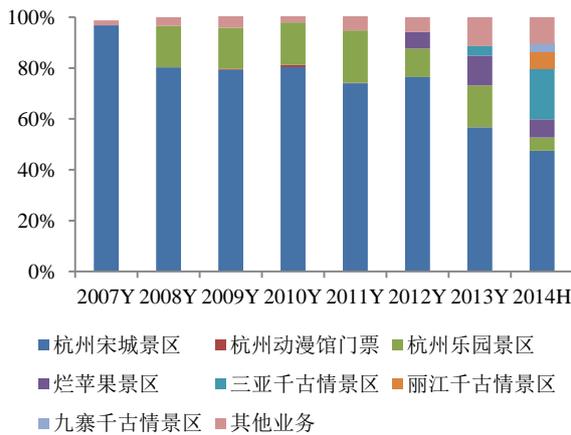
数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

图 5 宋城演艺营业收入结构 (2014 年上半年)



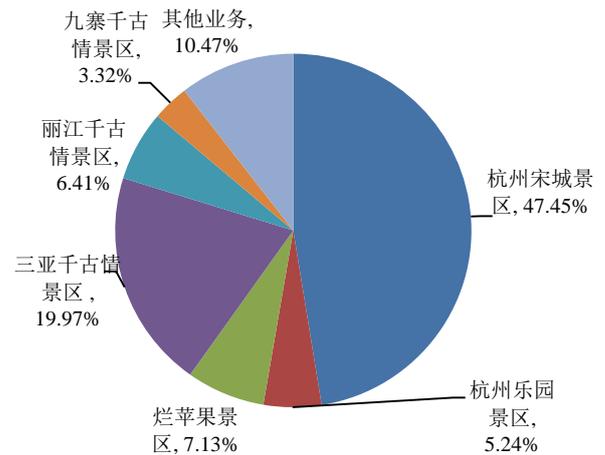
数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

图 6 宋城演艺历年营业毛利结构 (2007-2014Y)



数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

图 7 宋城演艺营业毛利结构 (2014 年上半年)



数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

宋城景区遵循“建筑为形、文化为魂”的主导思想，以宋代古建筑为主体，依据《清明上河图》力求真实再现宋代街市繁华景象，以《宋城千古情》为核心产品、以各种大型文化创意主题活动和奇人绝技、民俗表演为有益补充，围绕宋文化主题为游客提供独特历史文化体验。目前宋城景区分为：宋城千古情文化演艺区、高科技体验区、石井街、仙山佛窟区、文化广场区、城楼广场区、宋河区、戏水天地等主题区。其中，文化演艺区包括 4700 座的千古情大剧院和 3300 座的宋城大剧院、文化广场等，在此上演的核心旅游演艺节目《宋城千古情》是宋城景区的灵魂。节目依托于宋城景区，以杭州地区历史文化、神话传说和民间故事为主线，精选了《白蛇传》、《梁祝》和岳飞抗金等观众耳熟能详的故事元素，高度凝练了杭州古老传说和南宋历史的精粹。节目以舞蹈和戏曲为主要表现形式，融合了杂技、武术、歌曲、马戏、民俗展示和茶艺表演等多种艺术形式，并综合运用了声、光、电和各种现代化高科技特效及道具。

图 8 宋城景区导游图



数据来源：公司网站 上海证券研究所

为了让宋城景区保持对游客的吸引力，公司在多年发展中持续不断在对景区进行扩建完善、提升演出节目质量和档次：2012年，公司对宋城景区进行了整改扩建，注重运用高科技手段与景区氛围、演出效果有机结合，开放失落古城全室内高科技体验区、梁山好汉游乐区及四大佛窟等三大新区域，同时将景区游览面积扩大近两倍，大大增加了景区游览空间。2013年7月中旬，拥有4700座的新宋城千古情大剧院及新版《宋城千古情》正式亮相，从编导演服化道景美音以及接待规模等进行了全方位的升级换代，为未来较大规模提升景区演出接待游客的能力，尤其是黄金时间客源的扩容承载，提供了市场空间。

同时景区内配套以餐饮、民俗表演、节庆活动等项目，不断加强游客体验、提高游客满意度、提升景区人均消费。2013年，宋城景区推出春季火把狂欢节、夏季比基尼锅庄泼水狂欢节、秋季万神节等主题活动，并根据各个主题针对市场推出宋皇亲迎杭宁高铁首发团、杭州市民99元游宋城、赵姓市民免费游宋城、的哥的姐游宋城等专题活动。2014年对宋城景区进行了持续改进提升以及娱乐活动的策划开展：宋河东街、土豪家族、胭脂巷、非来巷、美食街、市井街六大主题街区华丽升级；大宋博文化体验馆、七十二行老作坊等崭新亮相；高科技体验区失落古城、仙山佛窟区整改提升；并倾心打造了《惊天烈焰》、《穿越快闪秀》、《大咖秀之南美争霸》、《岳飞点兵》、

《风月美人》等十大演艺秀，经典主题活动“火把狂欢节”全新亮相，互动性大大增强。创意十足的主题活动策划提升了国内游客以及杭州本地市民的关注度。

宋城景区每天 9:00 开园，至《宋城千古情》最后一场演出结束后 40 分钟闭园。《宋城千古情》每日的演出场次会因预定量而有所调整，一般集中于下午和晚间时段，年演出 1300 余场。

图 9 宋城景区游客接待数 (2007-2012Y)

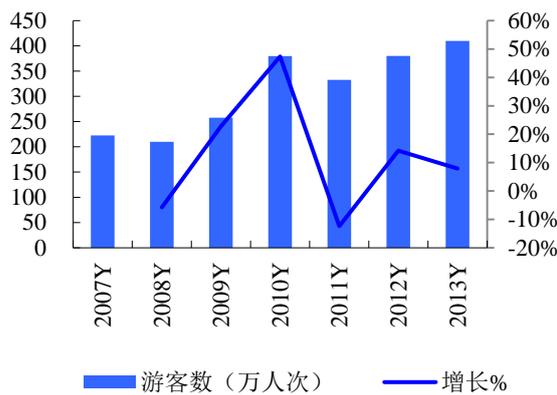
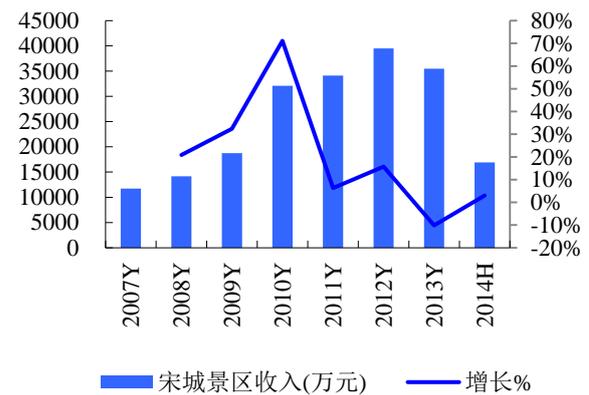


图 10 宋城景区营业收入增长概况 (2007-2013Y)



数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

宋城景区 2013 年接待游客数为 410 万人次（数据来源：2013TEA 全球主题公园报告），2009-2013 年五年的年复合增长率为 14.33%；2013 年景区实现收入 3.55 亿元，2009-2013 年五年的年复合增长率为 20.2%。

宋城景区收入的增长来源于景区游客数的增长和人均消费的增加。而人均消费增加的背后，则折射出公司对于票价的调整、游客结构的变化（观看演出否、散客/团队比例）以及这种结构变化背后公司营销策略的调整。2014 年上半年，宋城景区收入 1.69 亿元，同比增长 2.98%，增势放缓。我们认为，宋城景区过往的游客以外地团客为主，必然会面对新《旅游法》以及国内游客自助游趋势的挑战。公司也在通过景区的持续改进提升、以创意节目和活动策划保持景区活力等手段，不断提升散客重游率和占比，2014 年上半年宋城景区的散客增幅达 30% 以上，散客占比（53%）较上年同期提升 5.37 个百分点。

表 2 宋城景区票价调整 (2008-2013Y)

时间	调整内容
2008 年 3 月	团队联票价格提高 20 元/人，散客联票价格不变
2008 年 10 月	团队价格不变，散客联票价格提高 60 元/人
2010 年 3 月	散客和团队票价中分别新增两档价格较高的票价，并提升了部分原有票价

2011年1月	联票价格提升20元/人次
2013年1月	景区门票开始实行一票制(游览+观看),且联票提升20元/人次

数据来源: 公司招股说明书及定期公告, 上海证券研究所

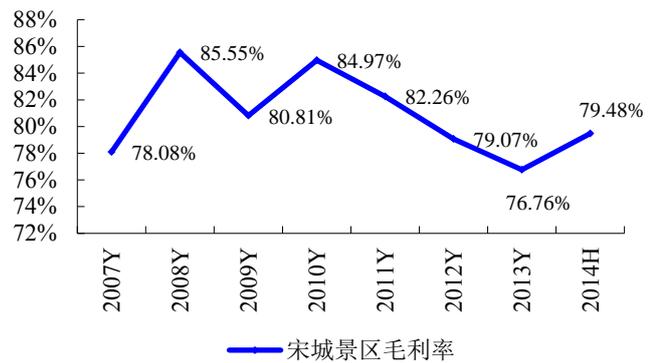
表 3 宋城景区门票价格

门票票种	门市价(元/人)	网购价(元/人)
成人票-嘉宾票	280	260
成人票-贵宾票	300	280
成人票-豪华票	480	480

数据来源: 公司网站

《宋城千古情》极具艺术观赏性的旅游演艺节目与富有历史文化氛围的主题公园经营相辅相成,从而实现了高附加值,盈利能力强劲。宋城景区成本主要由折旧费、工资及附加、劳务费等构成,景区毛利率均保持在80%左右,盈利能力强劲。

图 11 宋城景区毛利率(2007-2014Y)



数据来源: 公司定期公告 上海证券研究所

未来,公司仍将对宋城景区硬件持续升级,考虑公园集群的概念,在宋城片区打造3-4家小型公园,保持景区吸引力。我们认为,经过十多年的发展,公司宋城景区已成为成熟景区,未来的增长将来自于包括公司旗下宋城景区在内的大宋城休闲旅游度假区的整体经营,与中国演艺谷、以及周边控股股东宋城集团所投资的主题酒店相配合,再通过电子商务渠道等新兴营销手段不断优化团散客比例,打造真正的旅游休闲目的地。“宋城景区+宋城千古情”的成功实践形成了公司独特的商业模式,也奠定了日后异地复制的基础。

2.3 游乐类主题公园主打杭州本地市场

在杭州大本营，除了宋城景区外，公司还拥有三家主打杭州本地散客市场的游乐类主题公园：杭州乐园和浪浪浪水公园、烂苹果乐园。

(1) 杭州乐园和浪浪浪水公园

公司所经营的杭州乐园，于2008年3月开园，地处湘湖中心区域，地铁直达，交通便利，客源以杭州及周边地区散客为主。杭州乐园的改扩建为公司IPO募集资金项目之一，整改后的景区于2011年4月2日全新亮相。目前杭州乐园园区分为文化演艺区、大型游乐区、儿童游乐区、吴越古城等主题区。一年四季活动不断，有戏水狂欢节、南美狂欢季、万圣节等活动。杭州乐园还携手浙江卫视共同打造多季水上真人闯关游戏“闯关我最棒”节目，增加知名度。

杭州乐园曾于2012年2月推出大型歌舞《吴越千古情》，延续宋城景区“主题公园+旅游演艺”的经营模式。2013年开始，杭州乐园联合《吴越千古情》实行一票制组合拳经营模式，并于暑期旺季高调推出的“泥浆泡妞”、“比基尼泼水狂欢派对”、“杭州乐园雪碧冻感狂啤派对”三大主题活动。受益于一票制整合经营、多元化营销策略以及与上年同期相比晴好天气增多等正面因素影响，游客量和营业收入同比有较大幅度提高。2013年，杭州乐园实现主营收入1.48亿元，同比增长21.27%；杭州乐园子公司实现净利润6370.45万元，同比大幅增长112.35%

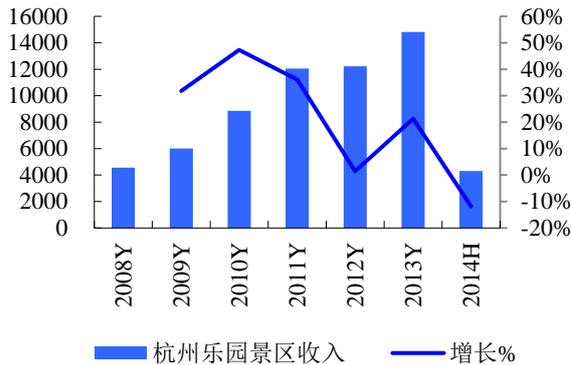
2014年上半年，因对主题乐园重新规划需要，公司停演《吴越千古情》，以大型爆笑穿越剧《大笑西游》予以替代，并结合主题活动“青春狂欢季”进行推广。上半年，杭州乐园游客人次有10%以上增幅，散客占比（85%以上）较上年同期提升5.77个百分点；但由于《大笑西游》不单独收费，导致其营业收入同比有所下降：实现主营收入4308.16万元，同比下滑11.86%。

表 4 杭州乐园散客门票价格

门票票种	门市价（元/人）	网购价（元/人）
成人票	160	145
大学生票	160	120
儿童票	80	80
水公园-成人日游票	150	135
水公园-成人夜游票	120	105
水公园-优惠票	100	100

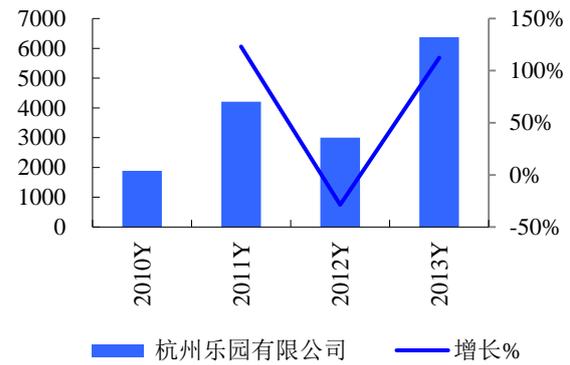
数据来源：公司网站

图 12 杭州乐园营业收入增长概况 (2008-2014Y)



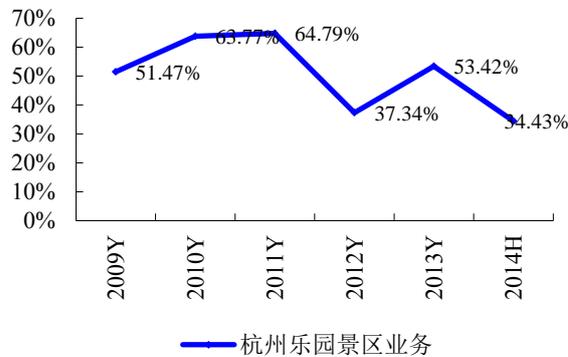
数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

图 13 杭州乐园子公司净利润增长概况 (2010-2013Y)



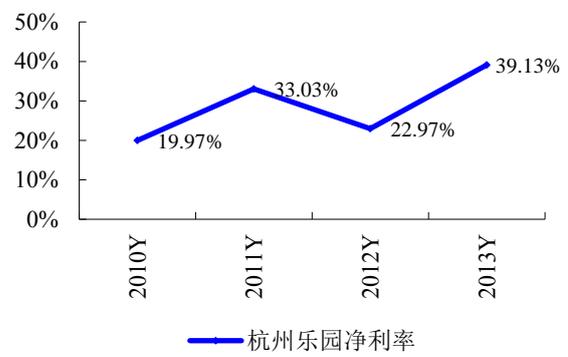
数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

图 14 杭州乐园景区业务毛利率 (2008-2014Y)



数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

图 15 杭州乐园子公司净利率 (2010-2013Y)



数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

2014 年公司将杭州乐园中的水公园单独运营——杭州浪浪浪水公园，于 6 月 20 日试营业。10 万平方米超大规模水世界，包括数十项风靡全球的超级水上游乐设备，并辅以《巴西水舞狂欢派对》、《南美狂欢大巡游》、《异域风情歌舞秀》等精彩演艺。2014 年水公园的主题活动为“巴西狂欢节”，运营期为暑期 7 月 1 日-8 月 31 日。

(2) 烂苹果乐园

烂苹果乐园是公司 IPO 募集资金项目之一，于 2012 年 7 月开幕，是一座融汇众多高科技互动游乐项目为一体的全室内高科技亲子主题乐园。

多家浙江省内知名少儿节目在烂苹果乐园取景拍摄，如浙江少儿频道《加油宝贝》、《小鬼当家》等节目，广泛提升了烂苹果乐园的知名度和美誉度。2013 年烂苹果乐园与央视合作推出“我和烂苹果的十八岁之约”；2014 年与浙江卫视热播综艺节目《爸爸回来了》联手，人气明星吴尊和女儿在园区内精彩互动，均带动了乐园名气和口碑的

大大提升。在乐园的完善方面，2014 年上半年，海盗街、四季花园等室外区域游乐互动项目大量增加，并在室内新建冰雪童话、淘气堡项目，《疯狂的水果》、《快乐小厨师》等二十大演艺秀更是精彩绝伦。同时，“福马总动员”、“奇幻泡泡节”、“冰雪总动员”等主题活动纷纷推出，并新增小朋友可参与的游戏、舞蹈、故事等，游客体验感、参与性、互动性不断增强。

烂苹果乐园定位为室内亲子乐园，仅在周六、周日以及法定节假日开放，既有效规避了不利天气因素的影响，又能最大程度的降低运营成本。该乐园自 2012 年 7 月开园以来经营情况良好：2012 年半年实现景区收入 4129.52 万元，净利润 1863.49 万元；2013 年初，公司提升烂苹果乐园门票至 150 元/人（提价幅度为 30 元/人），游玩门票价格提升以及乐园的逐步培育成长，2013 年实现景区收入 8236.49 万元，净利润为 5483.97 万元；2014 年上半年实现景区收入 3262.04 万元，同比增长 6.46%。

图 16 烂苹果乐园营业收入概况（2012-2013Y）

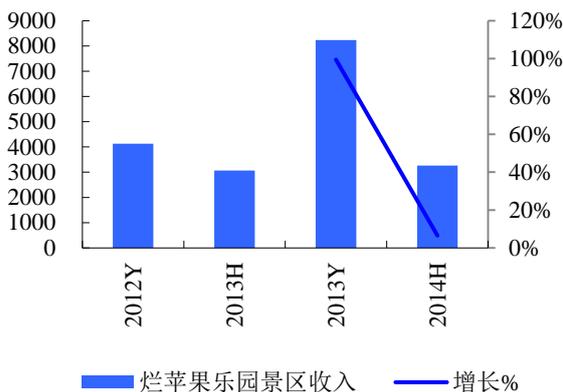
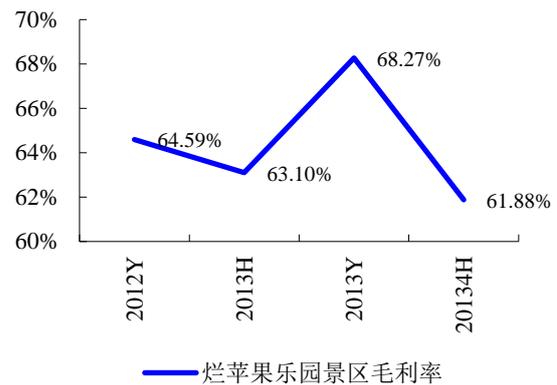


图 17 烂苹果乐园毛利率（2012-2013Y）



数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

表 5 烂苹果乐园门票价格

门票	门市价 (元/人)	网购价 (元/人)
亲子 (2 大 1 小)	300	275
亲子 (1 大 1 小)	230	210
成人票	150	135
夜游门票	80	70

数据来源：公司网站

2.4 宋城·中国演艺谷：目标“中国百老汇”

在杭州大本营，除了目前所拥有的四座主题公园外，公司也正利用自身优势向城市演艺和娱乐文化发展，着手打造中国式百老汇——

宋城·中国演艺谷，将单一的演出剧目向演艺集聚区和休闲目的地的方向转变。

演艺谷拥有 13 个综合性剧院，总座位数达上万个。按照公司的规划，演艺谷是集主题公园、文化演艺、商业娱乐一体化休闲目的地，将以“千古情系列演出”为王牌，以话剧、音乐剧、戏曲、杂技和各类表演形式为支撑，以影视创作和电影院线为补充，增加流行音乐会、街头表演艺术秀、舞蹈舞剧演出、国际文化交流等时尚元素，突破传统，定期组织专业及跨界跨领域的大型活动，聚集国内外优秀演出、艺术家、演艺上下游企业，建立配套完整的产业链条，为演艺企业发展提供人才、信息、基础设施等必备要素，并通过各种的演出、会展、节庆活动等手段搭建交流平台，成为中国文化演艺领域的高地。

2013 年 10 月 25-27 日拥有大量粉丝的小说《盗墓笔记》改编而成的话剧在“中国演艺谷”拉开全国巡演帷幕，成为演艺谷亮相杭州演艺市场的首秀，吸引了 6000 余名观众观看。

2014 年 3 月 26 日，中国演艺谷正式开谷。上半年，上演了魔幻惊悚话剧《盗墓笔记》、果陀剧场经典话剧《淡水小镇》、开心麻花爆笑喜剧《乌龙山伯爵》、爱丁堡前沿戏剧展多媒体形体剧《Leo·反转地心引力》等多台风格各异的话剧、音乐剧、肢体剧。

未来宋城·中国演艺谷将通过原创、购买、引进等多种模式上演各类文化演艺节目，进一步丰富演艺谷内涵，打造中国百老汇。城市演艺具有很强的重复消费属性和用户粘性，既包括多次反复观演，也包括在剧场周边的其他消费，还包括周边衍生品的消费。公司还将适时启动在上海、北京等一线城市的复制，打造旅游演艺之外的又一增长极。

三、卡位国内一线旅游目的地，优势模式有望落地开花

自宋城演艺上市以来，陆续公告了将在泰山、三亚、丽江、石林、武夷山、九寨沟等国内一线旅游目的地复制其“主题公园+旅游演艺”深度融合的经营模式，实现“千古情”系列的连锁经营。卡位国内一线旅游目的地，首先从客源基础上为公司的“主题公园+旅游演艺”提供了丰厚的游客基数。目前，公司在国内一线旅游目的地的战略性布局已成功落地三单：2013 年 9 月开园的三亚千古情、2014 年 5 月开园的丽江千古情、2014 年 5 月开园的九寨千古情，成功将“主题公园+旅游文化演艺”的模式异地复制且初步告捷，初步建立起覆盖全国一线旅游休闲目的地的旅游演艺事业网络，一个全国性的旅游休

闲大平台雏形初现。此外，公司还在泰山、石林、武夷山等其他国内一线旅游目的地进行了战略性布局，拟将成功模式继续复制，为未来的发展奠定资源基础。

3.1 异地复制首单落地——三亚千古情

宋城演艺第一个异地项目三亚千古情景区于2013年9月25日开园。三亚千古情景区位于三亚市迎宾大道区块，占地约80亩，总投资4.9亿元，通过复制“主题公园+旅游演艺”的模式深入挖掘三亚本土的特色文化。景区东临亚龙湾度假区、红树林保护区，西望凤凰国际机场、天涯海角景区，南濒鹿回头公园、三亚湾、大东海，北靠落笔洞植物园，地理位置优越。景区建设了南海女神广场、崖州古城、科技游乐馆、千古情大剧院、黎村和苗寨等六大主题游玩区，以及山上花黎、大象谷、鬼域惊魂、名人山等四大探险游览区。景区内海南非物质文化遗产手工作坊、海南特色工艺品集市、海南特色小吃等星罗棋布，景区内推出《古今穿越巡游》《冼夫人练兵》《穿越快闪》《上刀山下火海》等多个外景互动演出，以及新春狂欢节、锅庄狂欢节、火把节、黎族三月三、泼水节、冰雪节等民俗节庆活动。

三亚千古情演出和三亚宋城旅游区，打破了游客对三亚“文化沙漠”的一贯认识，填补了三亚旅游白天下海晚上闲聊的缺失，被看作是海南旅游产业转型的典范之作，成为海南省文化旅游产业发展的一个里程碑，极大地提升了三亚乃至海南旅游的文化含量。2014年上半年，三亚旅游区推出一系列充满个性和创意的娱乐活动。火把节、《小苹果快闪》、《醉鬼闹街》、“六·一”古城寻宝、百变COSER大狂欢、热曲快闪等络绎不绝，反响良好。同时，针对当地风俗民情和游客市场，辅之以众多优惠游园活动，收到良好的营销推广效果。

在景区演出的《三亚千古情》将落笔洞、鹿回头、海上丝路、冼夫人、鉴真、黄道婆、苏东坡等三亚本土文化元素，以高科技和舞台特效为手段重新串联，生动展示了三亚一万年的历史。演出在三亚千古情大剧院举行，该剧院拥有4700个座位。三亚千古情景区开园时间为每天下午15:00-22:00；《三亚千古情》固定场次为17:00-18:00、20:00-21:00，节假日再根据实际情况适当增加，填补了三亚夜游短板。

三亚千古情景区开园后，游客量和营收均超预期：截至2013年底，三亚景区共计接待入园和观演游客40万人次，三亚子公司实现营业收入3,455.39万元，首年盈利1,258.01万元。2014年上半年，三亚千古情景区接待游客和观众接近100万人次，散客占比60%，实现营业收入7731.34万元；净利润4000-5000万元。

表 6 三亚千古情景区门票价格

门票	门市价 (元/人)	网购价 (元/人)
成人票-贵宾席	260	240
成人票-豪华席	380	380

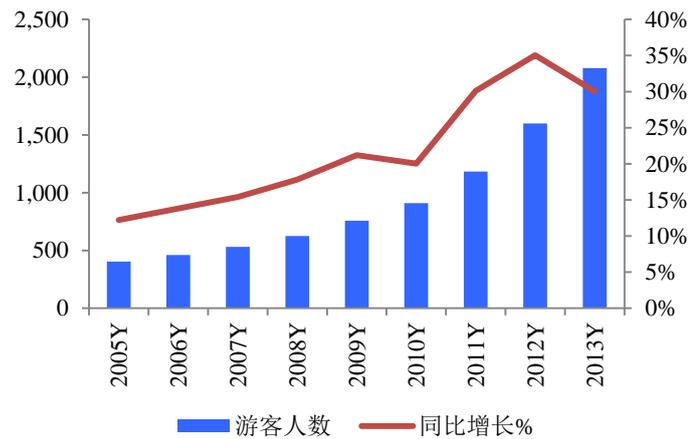
数据来源：公司网站

3.2 2014 年再添丽江、九寨沟两异地项目

2014 年上半年公司异地复制又有两单落地：3 月份丽江千古情演出和丽江宋城旅游区开业、5 月份九寨千古情演出和九寨宋城景区面世。

丽江市是全国唯一拥有三项世界遗产桂冠的地级市，是海内外知名的旅游热点城市。2013 年丽江游客人数达到 2079.58 万人次，同比增长 30.05%；2014 年前七月游客人数同比增长 25.81% 至 1414.05 万人次。

图 18 丽江旅游人数增长概况 (2005-2013Y)



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

在丽江，公司充分挖掘当地文化资源打造差异化、特色化的演艺和旅游产品，创新性地实施主题公园狼群战术，开展文化演艺百秀大战，在丽江首次打造五个公园十台秀的商业经营模式，在系列产品中实现不同文化特色的呈现。以大型歌舞《丽江千古情》、大型实景灾难剧《惊天烈焰》为代表的十大演艺“秀”以及二十大项目，充满丽江特色，紧贴市场，牢牢把握住了目标人群的心理和感受；茶马古城、那措寨、丽江乐园、艳遇谷、殉情谷五大主题公园集群的建成，既充分反映了丽江的文化特色和城市特质，又迎合了各个年龄段、各个层次游客的需求。丽江宋城旅游区开园时间为每天下午 14:00-22:00；《丽江千古情》固定场次为 17:00-18:00、20:00-21:00，节假日根据实际情

况适当增加。丽江项目3月21日推出后，于2014年上半年实现营业收入2573.43万元；净利润500-600万元；目前散客占比约45%。

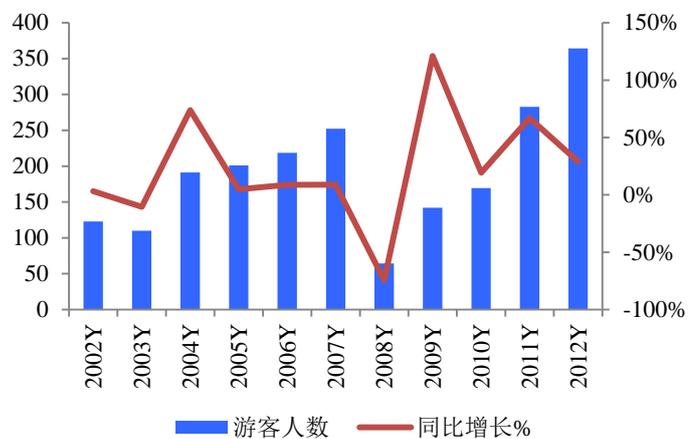
表 7 丽江千古情景区门票价格

门票	门市价(元/人)	网购价(元/人)
成人票-贵宾席	280	260
成人票-豪华席	380	380

数据来源：公司网站

九寨沟也是我国著名的旅游胜地，享有世界自然遗产等各种名誉。2012年九寨沟景区接待游客数364.29万人次。

图 19 九寨沟景区旅游人数增长概况（2002-2012Y）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

九寨千古情项目由公司与九寨沟天源酒店公司、成都搜罗公司共同投资建设，选址在九寨沟漳扎镇“中旅大酒店”（由合作方天源酒店经营）周边，公司所占股权比例为80%（合作方天源酒店公司和搜罗公司分别占15%和5%）。

九寨旅游区已于2014年5月1日开园，景区充满神秘藏羌文化色彩。作为当地唯一的主题公园，九寨旅游区以藏羌文化为主色调，有着世界上最高的色嫫女神造像、最大的转经筒、最神秘的唐卡谷，圣水街、藏碉、羌寨、马帮广场、茶马驿站、千佛洞、吐蕃集市等琳琅满目，堪称一座活着的藏羌古城，让每一个游客体验到原汁原味的藏羌风情。该项目的推出，改变了当地演艺市场小众分散、主题公园缺失的旅游格局，大大丰富和提升了九寨沟乃至四川省旅游的文化体验品质。

与景区配套的《九寨千古情》演出分为《藏密》、《九寨传说》、《古羌战歌》、《汉藏和亲》、《大爱无疆》、《天地吉祥》等篇章。美丽

的九寨传说，穿越灾难、崛起于危难的英雄史诗，轰轰烈烈的文成公主和松赞干布汉藏和亲，体现民族大爱无疆的 512 大地震，美妙的情歌羌族，在各个篇章中得以完美呈现，让观众在短时间内体验到神秘悠远、磅礴大气、静谧祥和、激励震撼等各种情愫，完美诠释了宋城演艺“给我一天，还你千年”的品牌精髓。《九寨千古情》也是全球首创的 5D 剧院实景演出，是迄今为止四川省投资最巨、科技含量最高、藏羌原生态文化容量最大的旅游演艺。5D 实景和高科技手段再现了阿坝州 512 汶川大地震的惨烈场面，山崩地裂、房倒屋塌，整个剧院和数千个座位强烈震动。九寨宋城旅游区开园时间为每天下午 15:30-22:00；《九寨千古情》演出场次提前三天才能确认，会根据预定量有所不同，一般集中在下午和晚间时段。为推广九寨千古情，公司与九寨沟管理局签订了《旅游战略合作协议》，以联合营销、广告置换的方式合作，合作时间为 2014 年 5 月 1 日—2017 年 4 月 30 日。2014 年上半年，九寨千古情景区开园一个多月时间，实现营业收入 1247.91 万元；净利润 100-200 万元；目前散客占比 30%。

表 8 九寨千古情景区门票价格

门票	门市价(元/人)	网购价(元/人)
门票(不含千古情演出)	160	
优惠联票-贵宾席	260	240

数据来源：公司网站

3.3 接受福州新海岸委托邀请，输出管理创新突破

公司于 2013 年 10 月 24 日公告，与福州新海岸公司签订《榕树湾文化演艺项目委托编导协议书》，将承接新海岸旗下榕树湾文化演艺项目的剧目编导相关事宜。公司将全权负责榕树湾项目剧院、舞台设备的规划指导和演出编导事宜。该项目预计于 2015 年 5 月 1 日公演，根据合作协议，新海岸应向公司支付创作编导费用 2600 万元。以委托编导这种有别于完全自主经营模式的轻资产模式扩张，将充分利用公司在旅游演艺行业所积累的丰富经验，为公司拓宽了盈利来源。

在旅游演艺主业方面，公司将继续贯彻“狼群战术、百秀大战”战略思路，以各大主题公园集群为载体，以演艺系列秀为核心，在以创意节目和活动策划为主线，整合各方资源，积极提升旅游演艺品牌，提升“千古情”系列文化内涵，力争将三亚、丽江、九寨沟三大项目打造成为精品旅游目的地，继续强化宋城演艺在中国旅游文化演艺市场的领导地位。三大已落地项目在未来两年将成为公司业绩增长的推动力量。

未来公司还将继续探索委托管理或者品牌输出等形式的拓展模式，实现硬件设施与软件管理的剥离，进一步提升品牌增值空间，为公司更轻更快发展拓宽思路。

四、介入影视传媒领域，志在打造文化航母

宋城演艺在将其“主题公园+旅游演艺”成功模式复制到全国的同时，开始积极探索与文化演艺上下游产业的融合。

战略投资大盛国际：公司于2013年12月10日公告与深圳大盛国际传媒有限公司签署战略合作框架协议，跨出产业链延伸的第一步。深圳大盛国际传媒有限公司于2010年成立，由中国电影业界著名制片人安晓芬女士创建，专业从事电影及影视娱乐相关业务，是一家以电影项目开发制作为核心，集制片、发行于一体的影视传媒机构。大盛国际自成立以来先后制作发行的影片有：《锦衣卫》、《叶问2》、《李献计历险记》、《飞越老人院》、《小时代》、《小时代：青木时代》等。目前，公司持有大盛国际35%股权，并与安晓芬签订了业绩对赌和补偿协议：安晓芬承诺大盛国际2013-2016年四年累计净利润总额不低于15695万元。若业绩未能实现对赌累计业绩，则安晓芬同时以所持宋城演艺股票、大盛国际股权补偿；若对赌期内任何一年，大盛国际产生亏损或累计实际业绩低于承诺业绩的60%，宋城演艺有权选择退出。未来大盛国际将以制片为核心，辐射到发行、宣传、营销和艺人经纪等其他业务，打通整个产业链。2014-2016年，大盛国际将在类型创新上发力，预计推出女性题材、中外合拍、魔幻题材三类约20部的电影，其中大、中、小型制作的比例保持在1:3:1呈纺锤体结构，同时通过前期资源和资金的累积，大制作影片将是未来发展的重头戏。

公司投资大盛国际，一方面可以探索公司现有业务跟影视传媒行业的融合发展，如在影片中的景区植入、推广、影视主题乐园等等；另一方面大盛国际安晓芬总裁在影视传媒界拥有20多年从业经验，业内资源深厚，公司看重大盛未来的发展潜力，从而能够获取投资收益。目前，大盛国际7部重磅影片启动，有望在2015年打造大盛年：其中3D魔幻电影《钟馗伏魔：雪妖魔灵》预计2015年2月19日公映，冲击羊年春节档；还包括《我是女王》、《只谈情，不说爱》、《头等舱》、《迎男而上》4部女性电影以及中美合拍片《飞虎月亮花》、现代魔幻电影《他的亡命之徒》。

2014年，公司持续介入文化传媒产业：

投拍电视剧：3月24日发布公告投资1100万元与海润影视共同

投拍电视剧《玻璃鞋》，并约定以固定回报的方式获益。《玻璃鞋》男女主角分别为当红偶像陈晓、周冬雨。该剧已于2014年3月底开机，预计2015上半年登陆湖南卫视金鹰独播剧场。公司将参与该剧监制，并拥有将该剧改编成舞台剧的优先权。此次以合作投资方式涉足电视剧内容领域，是公司影视拓展战略的又一尝试。

战略投资本末文化：4月22日，公司发布战略投资杭州本末文化创意有限公司的公告，公司将控股本末文化60%股权，并约定将在品牌道具、日常创意影像制作、剧目视频制作等方面加强合作。本次投资是公司打造文化航母战略的重要一步，未来本末文化将通过影像等方式帮助公司实现景区内容资源的沉淀，促进线下内容向线上内容的升级，进一步发挥公司内容资源优势。目前，公司通过本末已经开始在景区不断做一些搞笑的视频或者现场直播，包括幽默一刻、惊奇一刻、街头好玩等，充分发挥社会化营销的作用。

投资设立宋城娱乐：7月29日，公司发布公告称出资3000万元与七弦投资、黄巧灵、陈佃共同投资设立浙江宋城娱乐传媒有限公司，公司持有合资公司60%股权，七弦投资、黄巧灵、陈佃分别持有20%、10%、10%股权。合资公司成立后，将整合宋城演艺的景区设施资源、艺术总团人才资源、演艺编创策划资源以及外部相关资源进行综艺节目的开发和制作，以分享我国综艺产业的大发展，实现演艺产业与综艺产业的协同与融合。持股10%的陈佃先生为业内资深综艺节目制作人，在浙江卫视先后制作了《太可乐了》、《公民行动》、《闯关我最棒》、《为爱向前冲》、《爱情连连看》、《人生第一次》和《十足女神范》等多台综艺节目，并均取得同时段排名前列的收视率。投资宋城娱乐，一方面有助于公司进入综艺节目的开发和制作领域，分享我国综艺产业的大发展，实现演艺产业与综艺娱乐产业的协同与融合发展。综艺节目具备很高的广告价值和较强的盈利能力，有望成为公司新的盈利增长点。另一方面，从产业协同来看，综艺节目具备强大的衍生效应，能够与公司现有的景区、文化演艺、影视娱乐等业务形成良好的协同发展，有助于提升公司整体运营能力。根据公司规划，宋城娱乐将于明年首秀自制大型综艺节目，计划每季度都有不同类型的节目推出，并与国内一线卫视联合合作制作、播出。

宋城演艺期冀以迪斯尼为标杆打造文化航母，未来肯定还会在文化领域上下游产业链中寻求合作共赢，我们也可以从公司以及集团层面的运作窥得端倪：公司于2013年引入了证券业知名传媒分析师担任投资总监一职；大股东宋城集团旗下七弦投资专业从事大文化领域的股权投资，拥有一支在文化、传媒、旅游、TMT等领域具备丰富行业经验的管理团队，其投资案例中包括海润影视（借壳中科股份上

市)。未来,公司仍将以投资为手段,构筑演艺娱乐 O2O 生态圈,探索娱乐综艺、影视传媒、互联网大平台等大文化领域的深度融合,实现叠加效应。我国仍然分散的演艺市场格局和不断推进的国有院团改制政策红利也将有利于公司整合资源,做大做强。同时,公司也在筹备海外市场的投资拓展,向国际化发展。

五、公司竞争优势

5.1 身处大发展的旅游和文化产业,有望分享增长红利

我国旅游业正处于黄金发展时期。中国旅游业先天资源优势突出,政策支持、基础设施完善等后发优势正逐步发力;随着国民收入的逐步提升,旅游者消费升级趋势明确,个性化、特色化、多样化的旅游消费需求将推动旅游产业向纵深发展、起航腾飞,大众休闲旅游新时代开启。近年来,随着互联网、移动互联网的快速发展,使得旅游消费更加便捷,也将进一步刺激旅游需求。而挤出公费消费泡沫后的旅游业增长更健康,国内大众旅游市场仍将持续快速增长。由于旅游产业涉及“吃住行游购娱”多方面,带动能力强,推动旅游业健康快速发展,符合我国目前经济转型的需要。2013 年以来多项重磅旅游政策的出台发布,将从根本上解决包括带薪休假等长期制约旅游业发展的矛盾、问题,为推动我国旅游业持续健康发展提供法律保障,有利于进一步扩大旅游消费、激活国内旅游市场,有利于旅游业转型升级以及旅游企业的做大做强。

目前我国文化产业也因正受益于政策红利、消费升级和资本化浪潮而繁荣发展。根据西方发达国家经验,人均 GDP 在 10000~30000 美元期间是文化娱乐消费增长最快阶段。2010 年起,华东地区部分省市人均 GDP 先后突破 10000 美元,2013 年中国的人均 GDP 已经达到 6767 美元以上,我国正在逐步进入文化娱乐消费最快增长阶段。

宋城演艺身处旅游及文化产业,将有望分享两大行业繁荣增长红利。

5.2 独特可复制商业模式+营销优势+产业融合优势

独特可复制的商业模式——深度融合的“主题公园+旅游演艺”模式是公司核心竞争优势。正如我们在前文所述,此模式植根于城市文化的根与魂,以建设主题公园为依托,以深挖当地历史文化为基础、以现代高科技为手段,打造具震撼感的艺术演出;同时,以常改常新的创作机制和紧跟潮流主题的策划能力,令此模式能够保持新鲜的活

力和长久的吸引力。在国内一线旅游目的地三亚、丽江、九寨沟的成功落地也以证明了该模式的可复制性。目前，互联网思维正红得发紫，我们认为公司对演艺节目常改常新（“每天一小改，每月一中改，每年一大改”），真正体现了对用户体验满意度的重视，对产品不断的迭代，就是一种互联网思维的体现。

营销优势——在发展初期，除有过硬的产品外，强大的营销能力也成为公司独特模式获得成功的关键。目前，公司拥有专门针对团队营销的全资子公司营销公司，并与两千多家旅行社建立了长期的合作关系，市场推广在稳定华东线的基础上，向全国辐射，目前已实现全国市场网络的初步搭建，其广度和深度均具有显著的优势；同时，公司拥有强大的组团营销优势，开发及维护市场方面有着多年的实战经验，签约合作的企事业单位数千家。强大的策划和营销优势为公司的品牌推广和客源组织提供了有力的保障，进一步拓宽公司的市场销售体系，大幅增强了公司产品的渗透能力。公司打造的电子商务平台——独木桥旅游电子商务平台(www.51dmq.com)于2013年7月5日正式上线，真正实现了公司营销的转型升级，大大拓宽了产品销售渠道。同时该平台作为突破传统的旅游电子商务模式，全新打造了个性化旅游、文化体验线路，并以强大的景区经营能力形成线上线下完善的服务支撑，从而赢得更加广泛的市场容量。另外，公司还和同程网、驴妈妈旅游网、携程网等平台开展合作，有效增加了产品的网络曝光率和品牌认知度。“杭州独木桥旅游”于今年5月正式进驻天猫，力图打造宋城旅游的另一大电子商务直销渠道。目前，宋城演艺线上的分销和直销两大渠道铺设基本完成。

产业融合优势——公司将产业链延伸至文化娱乐，涉足影视、综艺等线上娱乐，构筑演艺娱乐 O2O 生态圈，探索娱乐综艺、影视传媒、互联网大平台等大文化领域，将推动公司业务线上线下的深度融合互动、相互推进。

六、盈利预测及投资建议

宋城演艺未来两年的业绩增长将主要来源于三个已落地的异地复制项目；暂不考虑宋城娱乐对公司的贡献，我们预计公司2014年、2015年营业收入分别为9.59亿元、11.35亿元，同比增速分别为41.31%和18.32%；归属净利润分别为4.37亿元、5.45亿元，同比增速分别为41.65%和24.78%；每股收益分别为0.78元和0.98元，当前对应的动态市盈率分别为32.57倍和26.10倍。我们看好其未来旅游、文化演艺与影视、综艺娱乐相辅相成的线上线下互动能力，给予其“谨慎

增持”评级。

七、风险提示

自然灾害等不可抗力因素对旅游业务的影响；新项目建设风险。

附表 1 宋城演艺损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	586.16	678.72	959.07	1,134.81
营业成本	177.88	198.13	261.23	291.19
营业税金及附加	21.92	25.01	35.29	41.76
销售费用	37.94	23.60	32.61	38.58
管理费用	62.45	75.97	107.42	121.42
财务费用	-13.15	-15.01	-25.00	-30.00
资产减值损失	-0.23	0.78	0.00	0.00
投资收益	1.10	10.66	5.00	25.00
营业利润	300.45	380.89	552.52	696.85
营业外收入	51.48	38.66	30.00	30.00
营业外支出	10.72	1.08	0.00	0.00
利润总额	341.20	418.46	582.52	726.85
所得税费用	84.79	109.70	145.63	181.71
净利润	256.41	308.76	436.89	545.14
少数股东损益	-0.13	0.34	0.00	0.00
归属于上市公司所有者的净利润	256.55	308.42	436.89	545.14
每股收益（元）	0.46	0.55	0.78	0.98

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

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）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。