

宋城股份（300144） 旅游

— 旧酒换新装,何以陈酿飘香

建议询价区间 40.30-47.50 元

投资要点:

1 公司简介

宋城品牌创立于上世纪九十年代。在当时全国一哄而上的以清明上河图为蓝本的“宋城”主题公园中,杭州宋城是唯一一家至今仍显现着充沛活力并形成以“主题公园+旅游文化演艺”的特色模式为基础的“宋城”品牌企业。在杭州这样一个富含自然与古人文景观的旅游城市植入主题公园理念的本身,就体现着公司管理层大胆创新的超前思维;而企业这十几年来所走过的不断改良求变的发展之路,无疑也是对管理层睿智勤奋的最好肯定。

公司全称杭州宋城旅游发展有限公司,实际控制人为黄巧灵先生及其家族,本次发行前黄巧灵家族直接和间接持有公司78.33%的股份。

2 公司经营分析

公司是中国文化30强之一,主要经营杭州宋城和杭州乐园,与之相配套,公司还下辖杭州宋城产业营销有限公司和杭州宋城艺术团有限公司2家子公司。当前公司主营业务收入的来自于3个方面:宋城景区门票及《宋城千古情》大型演出门票;杭州乐园门票;宋城景区和杭州乐园的部分物业租赁;动漫城当前对公司营收贡献尚未体现。

宋城景区位于杭州西湖风景区西南,是首批国家文化产业示范基地。景区以宋文化为主题,成功开创了演出文化与旅游经济良性互动的经营模式,打造了《宋城千古情》演出这一景区的招牌项目;同时,景区还设有七十二行老作坊、街边传统表演等日常观光项目,近距离体验式展现中国传统民俗及还原宋代市井风貌。逢传统佳节,景区每年还会举办新春庙会、火把节、泼水节、桂花节等庆典类活动。2007-2009年,景区分别接待游客222、210和258万人次,营收分别达到1.2、1.4和1.9亿元。2010年上半年,游客数量和营收分别已完成去年全年的63%和70%。

杭州乐园与宋城隔江相望,地处萧山湘湖湖畔,下设狂欢嘉年华区、水公园区、金矿小镇、荷兰花街、鹿特丹街5个区域,实际上是一个游乐类“主题公园群”。该乐园将以复制“主题公园+旅游文化演艺”模式为发展方向,逐步引入大型演艺节目《杭州之夜》并辅之以戏水狂欢节、极限运动节、绝对万圣节等大型文化创意主题活动来凸现文化内涵和与国内其他类似业态的大型游乐园展开差异化竞争。2009年和2010年上半年,乐园分别接待游客63和27万人次,实现营收6011万和2879万,利润1595万和579万。

3 募投项目分析和未来成长

本次计划公开发行4200万股,占发行后总股本的25%。所获资金将用于公

2010 年 11 月 23 日

主要数据

发行量(万股)	4200
发行后总股本(万股)	16800
大股东	黄巧灵家族
大股东持股比例(发行前)	78.33%
大股东持股比例(发行后)	62.66%

联系方式

研究员:	邱欢, 周海鸥
执业证书编	S0020208060732
电 话:	(86-21) 51097188-1928
电 邮:	qiujuan@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

司所属3大景区的改建、扩建及配套设施改造。

杭州动漫乐园改建项目（建设期12个月）：改变目前以承揽动漫节及其他展会为主的场馆租赁经营模式，对主题建筑进行功能改造和主题氛围包装，设置不同的主题区；同时建设童话大剧院和立体动漫电影馆，复制“主题公园+旅游文化演艺”模式，推出童话剧《海的女儿》、《白雪公主》等表演，锁定少年儿童为目标群。预计建设完工后贡献年收入约1.1亿元，净利润3000余万元。

杭州乐园改扩建项目（建设期18个月）：在不对现有经营产生显著影响的前提下，计划新建8000平方米的热带雨林游乐中心；同时对第一世界大剧院进行改造并推出《杭州之夜》大型演艺节目；生态园修缮；引进大型高科技游乐设备等。预计完工后贡献年收入约2.8亿元，利润1.1亿元。此外，2012年杭州地铁1号线将连通世界休闲博览会园区，将进一步为地处园区主体位置的杭州乐园和动漫馆提供客流的保障。

宋城景区基础设施及配套改造（建设期12个月）：对现有景区经营影响较小，主要包括金明池改建、增设2800平米游客服务区等；而完工后，《宋城千古情》的表演场地将由现有的2000座扩容至3189座。

以上项目计划耗资6亿余元，公司已在过去3年就以上项目先期投入了4亿元；此外，公司还计划自筹资金2.9亿和1.8亿元，分别用于海南天涯不夜城（建设期18个月）和宋城景区二期（建设期12个月）的建设。

4 未来发展关注点

旅游消费需求及区位：伴随着国家推动旅游业发展系列政策的出台、公民旅游消费的增长和对旅游中文化内涵诉求的上升，公司所处的位置在长三角1小时经济圈中的区位优势将得到进一步放大，并将依靠华东高速铁路网的不断完善而辐射更广阔的周边省市。但是，当前社会所面临的较为严重的通货膨胀和世博期间提前透支的旅游消费，都将给将来中短期的国内旅游消费需求带来一定的负面影响；而上海迪斯尼项目的未来开业，也将是公司将来所必须长期面对的客源分流的最大威胁。

“主题公园+旅游文化演艺”模式的复制延伸：公司未来着眼于将多年实践并不断完善的该模式复制于旗下的各景区经营中，这一模式有其先天低成本复制的优势，但低成本有时也会显现出准入门槛低的竞争劣势。在当前的同城和外区域旅游市场中，这一模式正被越来越多的同业所借鉴，一时间印象西湖、印象刘三姐、印象丽江、魅力湘西、大唐芙蓉等大型旅游地演艺项目百花齐放。虽然公司的演艺项目在当前市场还占据着一定的统治优势，若该模式的复制延伸未能很好的解决求新求变的问题，未来旅游演艺市场的同质化（从形式到内容）倾向势必给旅游者带来一定的“审美疲劳”。

母公司的经营：作为横跨文化旅游和地产两个行业的母公司宋城集团，其多年一直秉承着“泛地产”的战略发展模式，在两个产业间实现品牌互动和协同效应，实现了双丰收。集团公司未来在跨业经营上的新举措及其借助于上市公司平台的更深层次的运作，或许将是最大的看点。

5 估值及申购建议

公司本次计划发行4200万股人民币普通股，发行后总股本为12600万股。根据公司未来的发展规划结合行业的整体运行状况，我们预测公司2010-2012年实现EPS分别为0.93元、1.33元和1.91元。综合参考行业内类似业态公司的估值水平，我们认为给予宋城股份2011年32-37倍的市盈率较为合适，对应的估值区间为42.56-49.21，建议询价区间为40.30-47.50元，挂档40.30元30%，43.90元40%和47.50元30%。

图表：宋城股份盈利预测

(单位：万元)		2009A	2010H	2010E	2011E	2012E
营业收入		27,329.55	18,154.03	38,722.04	54,019.66	75,847.93
	同比增长率	38.23%		41.69%	39.51%	40.41%
营业成本		8,214.15	4,321.30	8,530.39	11,129.71	14,631.02
	毛利率	69.94%	76.20%	77.97%	79.40%	80.71%
减：营业税金及附加		975.73	642.15	1,355.27	1,890.69	2,654.68
销售费用		2,206.79	910.34	2,052.27	2,863.04	4,019.94
管理费用		2,687.68	1,704.37	3,678.59	5,131.87	7,205.55
财务费用		1,743.09	1,206.38	2,516.93	3,511.28	4,930.12
期间费用合计		7,613.29	4,463.24	9,603.07	13,396.88	18,810.29
减：资产减值损失		-86.20	22.37	46.47	64.82	91.02
加：公允价值变动净收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益		66.64	0.00	50.00	50.00	50.00
营业利润差额(合计平衡项目)		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润		11,654.95	9,347.12	20,592.11	29,478.25	42,365.60
	同比增长率	28.76%		76.68%	43.15%	43.72%
	营业利润率	42.65%	51.49%	53.18%	54.57%	55.86%
加：营业外收入		357.68	132.55	300.00	300.00	300.00
减：营业外支出		264.27	9.28	100.00	100.00	100.00
利润总额		11,748.36	9,470.39	20,792.11	29,678.25	42,565.60
	同比增长率	30.05%		76.98%	42.74%	43.42%
减：所得税		2,907.16	2,362.00	5,156.44	7,360.21	10,556.27
加：未确认的投资损失		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润		8,841.20	7,108.39	15,635.67	22,318.05	32,009.33
	同比增长率	31.90%		76.85%	42.74%	43.42%
	净利润率	32.35%	39.16%	40.38%	41.31%	42.20%
减：少数股东损益		141.70	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润		8,699.50	7,108.39	15,635.67	22,318.05	32,009.33
	同比增长率	35.58%		79.73%	42.74%	43.42%
基本每股收益(元)		0.70	0.56	0.93	1.33	1.91

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn