



# 旅游“混搭”演艺第一股

## ——宋城股份（300144）研究报告——

### 内容摘要:

- **混搭旅游演艺，乐享政策助力。**“宋城”模式即“主题公园+旅游文化演艺”，其精髓是将当地的文化与旅游相结合。公司遵循“建筑为形、文化为魂”的经营理念，围绕“宋文化”主题，设计、投资、开发和经营的宋城景区（4A级旅游景区），景区内精心打造的《宋城千古情》成为公司的主要收入来源。产业符合国家消费大趋势，乐享政策助力。
- **“宋城”模式可复制，打开成长空间。**公司目前正在积极与三亚、北京、丽江、西双版纳、西安、九寨沟和张家界等一线旅游目的地城市的主管部门接洽，有望将“宋城”模式更多的旅游目的地进行复制。进展最快的是海南三亚，公司将在三亚投资建设一座主题公园，并推出与当地历史文化主题相关的大型演艺节目。
- **营销能力卓越，提升核心竞争力。**公司拥有专门的针对团队营销的全资子公司营销公司，以及专门针对散客营销的宋城旅游管理分公司和杭州乐园公司市场部。公司还专门设立了出租车营销网络、社区营销网络、消费场所营销网络和商务终端营销网络，并通过各种大型文化创意主题活动和电视媒体，进一步扩大营销覆盖面。
- **业绩预测与估值。**根据目前公司发展规划，我们预计公司稀释后 EPS 为 1.01 元、1.28 元。旅游业市盈率中值 30.93X(TTM, 整体法), 2010 年平均 PE (预测市盈率-未来 12 月(算术平均)) 为 78.66X。创业板公司上市首日涨幅平均 52.44%，最大金亚科技首日涨幅 209.73%，最小的是奥克股份跌破发行价-9.9059%。宋城股份发行价 53 元，我们认为宋城股份首日上市涨幅为 20-30%之间，价格对应为 63.6 元—68.9 元之间。

### 研究员

马凤桃  
执业证号: S1250200010002  
电话: 010-57631231  
邮箱: mft@swsc.com.cn

潘红敏  
执业证号: S1250110030182  
电话: 010-57631226  
邮箱: phm@swsc.com.cn

### 市场数据

原始股本(万股)	12600
拟发行股本(万股)	4200
总股本(万股)	16800
拟发行股份占总股本比例	25%

### 财务数据(2010.06)

EPS	0.56 元
BPS	2.48 元
流动比率	0.8
速动比率	0.8
每股经营现金流	1.29
净资产收益率(加权)	25.33%

科目	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	273.30	444.16	526.33
同比增长(%)	38.23%	62.5%	18.5%
净利润	87.00	169.65	227.36
同比增长(%)	35.58%	95.01%	34.02%
EPS(发行后摊薄:元)	0.518	1.01	1.28

## 目 录

<b>一、公司简介</b> .....	<b>1</b>
1.1 公司组织架构与股权结构.....	1
1.2 公司主要控股及参股公司.....	2
<b>二、公司所处行业情况及行业地位</b> .....	<b>2</b>
2.1 文化旅游产业乐享政策快成长.....	2
2.2 主题公园、演艺行业情况.....	4
2.3 公司主营业务分析.....	6
2.4 公司主要竞争优势.....	8
<b>三、募资项目分析</b> .....	<b>10</b>
3.1 杭州动漫园改造.....	11
3.2 杭州乐园改造.....	11
3.3 宋城景区基础设施及改造.....	11
<b>四、风险提示</b> .....	<b>11</b>
4.1 自然灾害重大事故风险.....	11
4.2 异地项目拓展进展不利的风险.....	12
<b>五、盈利预测与估值</b> .....	<b>12</b>

## 插图目录

图 1: 公司股权架构图 .....	1
图 2: 文化产值占 GDP 比重图 .....	4
图 3: 宋城景区 .....	6
图 4: 《宋城千古情》 .....	6
图 5: 杭州乐园水上乐园 .....	7
图 6: 公司营销模式 .....	9
图 7: 公司未来中长期计划 .....	10

## 表格目录

表 1: IPO 前后公司股权结构 .....	1
表 2: 宋城控股股东、南奥置业股权结构 .....	2
表 3: 公司控股及参股公司情况 .....	2
表 4: 2006-2008 年旅游人数和旅游收入情况表 .....	3
表 5: 2010 年 1-9 月主要城市接待情况 .....	3
表 6: 主题公园分类 .....	4
表 7: 世界十大主题公园运营情况 .....	5
表 8: 亚洲十大主题公园运营情况 .....	5
表 9: 旅游文化演艺节目主要分类 .....	6
表 10: 宋城景区近年来游客及收入情况 .....	7
表 11: 宋城景区近年来经营情况 .....	7
表 12: 杭州乐园经营情况 .....	8
表 13: 宋城景区与东方文化园经营对比 .....	8
表 14: 《宋城千古情》、《印象西湖》及《西湖之夜》对比 .....	9
表 15: 宋城千古情与同类演艺节目客流比较 .....	9
表 16: 募投项目一览表 .....	10
表 17: 公司业绩预测与估值 .....	12

## 一、公司简介

### 1.1 公司组织架构与股权结构

宋城股份由香湖绿谷（后更名为“杭州宋城集团控股有限公司”）、南奥置业、山水实业以及自然人黄巧灵、蔡建熙、刘萍、曾迎九作为发起人以整体变更方式发起设立股份有限公司，地处杭州，是国内最早进入主题公园与旅游文化演艺行业的公司之一。公司注册资本为 6,000 万元。

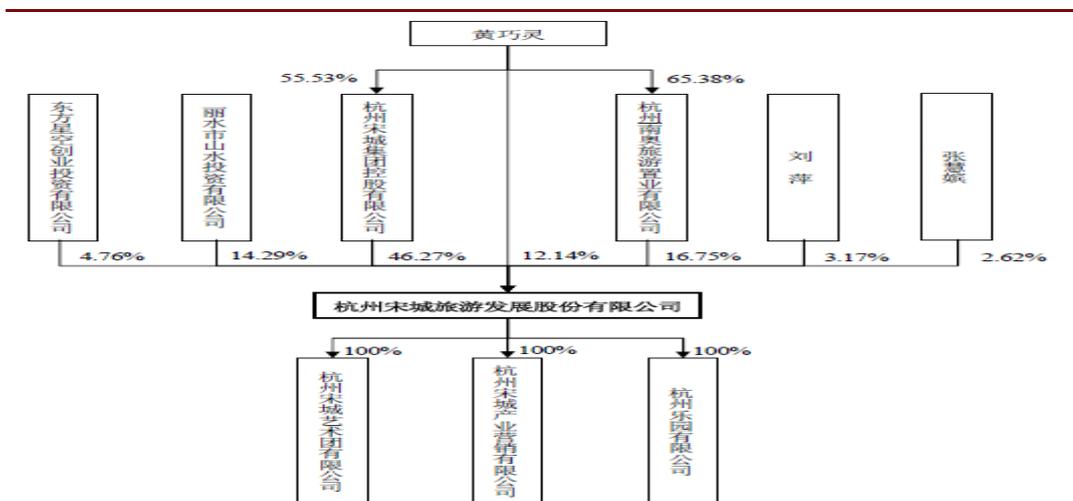
公司控股股东为宋城控股，持有公司 46.27% 的股权，实际控制人为董事长黄巧灵，直接及间接持有公司 48.78% 的股权。公司发行前总股本为 12,600 万股，此次计划通过 IPO 发行 4200 万股，占发行后总股本的 25%。拟投资项目资金需求约 60060 万。

表 1: IPO 前后公司股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量万(万股)	持股比例(%)	持股数量(万股)	持股比例(%)
发行前股东				
杭州宋城集团控股有限公司	5,830	46.27%	5,830	34.70%
杭州南奥旅游置业有限公司	2,110	16.75%	2,110	12.56%
丽水市山水投资有限公司	1,800	14.29%	1,800	10.71%
黄巧灵	1,530	12.14%	1,530	9.11%
东方星空创业投资有限公司（国有股东）	600	4.76%	180	1.07%
刘萍	400	3.17%	400	2.38%
张慧斌	330	2.62%	330	1.97%
全国社保基金理事会	—	—	420	2.50%
本次发行股份（社会公众股）	—	—	4,200	25.00%
合计	12,600	100.00%	16,800	100.00%

资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

图 1: 公司股权架构图



资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

**表 2: 宋城控股股东、南奥置业股权结构**

宋城控股股东	持股比例	备注
黄巧灵	55.53%	
刘萍	33.65%	黄巧灵弟弟黄巧龙之配偶
黄巧燕	4.21%	黄巧灵之妹
戴音琴	4.21%	黄巧灵之母 黄华路之妻
孙芳芳	2.40%	黄巧灵之妻
南奥置业股东	持股比例	备注
黄巧灵	65.38%	
黄巧龙	34.62%	黄巧灵弟弟

资料来源: 公司招股说明书, 西南证券研发中心

## 1.2 公司主要控股及参股公司

公司共有杭州乐园公司、宋城艺术团、营销公司 3 家全资子公司, 无其他控股和参股公司。

**表 3: 公司控股及参股公司情况**

名称	成立时间	注册资本	主营业务
杭州乐园有限公司	2007 年 12 月 26 日	5050 万	游乐类主题公园的开发经营
宋城艺术团有限公司	2005 年 5 月 26 日	100 万	歌舞、戏曲及杂技表演
营销公司	2005 年 11 月 10 日	500 万	景区门票销售、市场营销服务

资料来源: 公司招股说明书, 西南证券研发中心

## 二、公司所处行业情况及行业地位

公司经营模式为“主题公园+旅游文化演艺”, 混搭文化与旅游, 被称为“宋城”模式。而目前中国经济处于转型期, 一系列政策向着促消费转型, 提升消费力, 以消费拉动中国经济的增长成为政策的重要着眼点。公司因而乐享旅游和文化演艺两大产业的政策优惠和成长性。

### 2.1 文化旅游产业乐享政策快成长

近 10 年来, 我国 GDP 以年均 10% 以上的速度迅猛增长, 进入了人均 GDP3000 美元的新阶段。旅游人数与旅游收入呈现逐年增长的势头。2009 年, 国内游客总量达 19 亿人次, 为 2000 年的 2.55 倍, 国内旅游收入 9956 亿元, 为 2000 年的 3.14 倍。公民出境游也快速增长: 联合国世界旅游组织日前公布: 中国 09 年出境消费 437 亿美元, 超过法国, 跃居世界第 4, 仅次于德国、美国和英国。世界旅游组织估计, 到 2020 年, 中国的出境旅游人次将达到 1 亿人次。

“十二五”时期, 随着小康社会进程的稳步推进, 我国人均消费水平将持续增长, 消费方式将发生重大变化, 居民消费将由实物消费为主走上实物消费与服务消费并重的轨道, 居民消费结构将会发生重大变化。目前, 我国刚刚实现每年人均出游 1 次的目标, 而世界上的发达国家美、日、韩人均出游均在 7 次以上, 按照旅游经济发展规律, 我国旅游消费需求已经达到

爆发性增长的基线，随着公众假日、休息日、带薪休假等休息时间趋近于中等发达国家水平，一个巨大的旅游消费市场将在“十二五”时期加速形成，旅游将成为城镇居民生活的基本内容和刚性需求。

**表 4: 2006-2008 年旅游人数和旅游收入情况表**

项目	2008 年		2007 年		2006 年	
	人数	增长率	人数	增长率	人数	
旅游人数	国内(亿人次)	17.12	6.34%	16.1	15.49%	13.94
	入境(亿人次)	1.3	-1.52%	1.32	5.60%	1.25
	其中: 过夜人数	0.53	-3.64%	0.55	10.00%	0.5
	合计	18.42	5.74%	17.42	14.68%	15.19
项目	金额	增长率	金额	增长率	金额	
旅游收入	国内(亿元)	8749.3	12.59%	7770.62	24.73%	6229.74
	旅游外汇收入(亿美元)	408.43	-2.57%	419.19	23.48%	339.49
旅游总收入(万亿元)	1.16	5.45%	1.1	23.60%	0.89	

资料来源: 国家旅游局《中国旅游业统计公报》

**表 5: 2010 年 1-9 月主要城市接待情况**

	接待人数(人次)	同比增长(%)	接待人数(人次)	同比增长(%)	
<b>总计</b>	<b>38476309</b>	<b>20.02</b>			
北京	3665102	22.13	济南	150,578	11.8
天津	1,273,931	17.22	青岛	790,130	6.83
沈阳	404,986	8.49	武汉	578,532	38.45
大连	835,221	13.5	广州	4,893,587	14.59
长春	185,464	14.57	深圳	6,696,020	15.75
哈尔滨	184,569	-3.28	珠海	1,766,458	2.16
上海	5,465,392	41.75	中山	338,653	33.88
南京	868,910	14.64	桂林	1,094,573	21.78
无锡	536,223	25.28	海口	93,741	21.16
苏州	1,459,441	22.19	三亚	294,416	29.68
杭州	2,017,885	21.5	重庆	1,012,236	30.12
宁波	670,501	18.52	成都	540,475	31.9
黄山	740,106	14.34	昆明	588,885	9.68
厦门	755,599	12.34	西安	574,695	22.81

资料来源: 国家旅游局网站 西南证券研发中心

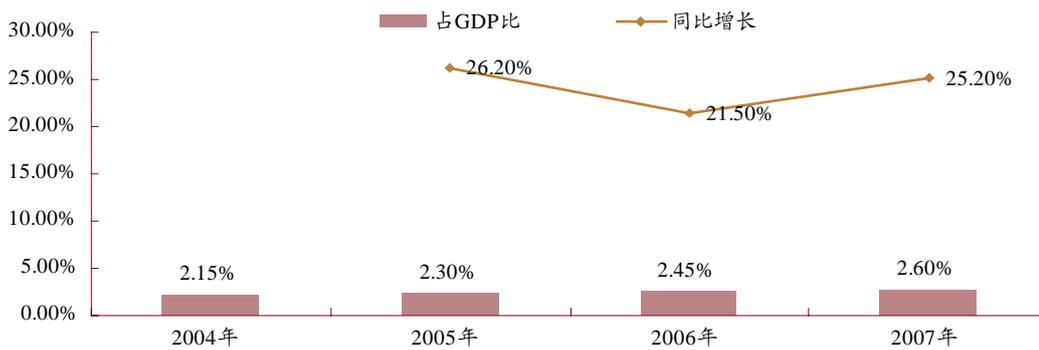
根据旅游业“十二五”规划初稿，我国旅游业将迎来发展黄金(1366.00,8.20,0.60%)期，保持高速发展态势。到 2015 年，国内旅游人数将达 33 亿人次，年均增长 10%；旅游业总收入年均增长 12%以上，旅游业增加值占全国 GDP 的比重提高到 4.5%，占服务业增加值的比重达到 12%。

2003 年，中国文化体制改革正式拉开序幕。2009 年 9 月国务院批准《文化产业振兴规

划》的出台，则标志着文化产业已经上升到国家战略层面。

2004 到 2008 年，文化传媒产业年均复合增长率为 18.9%。2008 年文化传媒产业规模达 4220 亿元，占 GDP 比重为 1.34%，预计 2010 年传媒产业规模有望超过 5620 亿元，占 GDP 比重有望达到 1.45%。可以想见，文化传媒业未来几年发展空间十分可观。

图 2: 文化产值占 GDP 比重图



资料来源：国家统计局，西南证券研发中心

## 2.2 主题公园、演艺行业情况

宋城景区、杭州乐园属于细分行业中的主题公园行业，公司核心产品《宋城千古情》属于细分行业中的演艺行业。

2009 年 9 月 26 日，国务院发布的《文化产业振兴规划》指出，要“加快建设具有自主知识产权、科技含量高、富有中国文化特色的主题公园”。行业扶持政策、总体旅游环境的改善、以及消费观念的升级都为主题公园行业带来积极影响。

我国主题公园行业最早出现于 20 世纪 80 年代。根据主题和体验内容的不同，我国主题公园主要分为文化类主题公园、游乐类主题公园、观光类主题公园和情景模拟类主题公园。公司主题公园的特点就是“主题公园+旅游文化演艺”。

表 6: 主题公园分类

类别	特征	主要代表
文化类	以历史文化为主题的主题公园	公司经营的宋城景区、西安的大唐芙蓉园、开封清明上河园、无锡吴文化博览园和杭州东方文化园等
游乐类	指通过向游客提供各种大型游乐设施的游乐服务，来满足游客休闲娱乐需求的主题公园	公司经营的杭州乐园、“欢乐谷”系列主题公园、苏州乐园、宁波凤凰山海港乐园、常州中华恐龙园以及芜湖方特欢乐世界等
观光类	以仿真或微缩的人造静态景观或以自然生态作为游览主题的主题公园	深圳世界之窗、锦绣中华、昆明世界园艺博览园和大连圣亚海洋世界等
情景模拟类	以各种影视作品中的场景、人物和故事体验为主题的主题公园	无锡三国影视基地、横店影视城

资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

**表 7: 世界十大主题公园运营情况**

公园名称	所在地	2007 年	2008 年	2009 年
迪斯尼神奇王国	美国佛罗里达	1,706	1,706	1,723
加州迪斯尼乐园	美国加利福尼亚	1,487	1,472	1,590
东京迪斯尼乐园	日本东京	1,391	1,429	1,365
巴黎迪斯尼乐园	法国巴黎	1,200	1,269	1,274
东京迪斯尼海洋公园	日本东京	1,241	1,250	1,200
迪斯尼艾波卡特中心	美国佛罗里达	1,093	1,094	1,099
迪斯尼好莱坞影视乐园	美国佛罗里达	951	961	970
迪斯尼动画世界	美国佛罗里达	949	954	959
日本大阪环球影城	日本大阪	871	830	800
爱宝乐园	韩国首尔	720	660	617

资料来源: 公司招股说明书, 西南证券研发中心

**表 8: 亚洲十大主题公园运营情况**

公园名称	所在地	2007 年	2008 年	2009 年
东京迪斯尼乐园	日本东京	1,391	1,429	1,365
东京迪斯尼海洋公园	日本东京	1,241	1,250	1,200
日本大阪环球影城	日本大阪	871	830	800
爱宝乐园	韩国首尔	720	660	617
海洋公园	中国香港	492	503	480
长岛温泉乐园	日本桑名	391	373	470
香港迪斯尼乐园	中国香港	415	450	460
横滨八景岛海洋天堂	日本横滨	477	456	450
乐天世界	韩国首尔	260	424	426
深圳欢乐谷	中国深圳	323	318	280

资料来源: 公司招股说明书, 西南证券研发中心

我国的旅游文化演艺节目最早出现在 20 世纪 80 年代, 根据表演场地和演出风格的不同, 我国的旅游文化演艺节目可以分为三类, 现代化剧场类、山水实景类和宫廷乐舞类。目前旅游文化演艺行业尚处于初级发展阶段, 行业集中度较低, 行业内企业的盈利能力差异较大, 企业的商业运作能力不强。

旅游市场规模的不断扩大、扶持性行业政策以及我国居民可支配收入的增长和消费观念的升级均有利于行业发展。

宋城景区与《宋城千古情》均获得了极佳的声誉与口碑。宋城景区是“国家首批文化产业示范基地”、中国十佳景区; 宋城景区和杭州乐园是 AAAA 级旅游区(点); 《宋城千古情》创造了中国文化演艺市场的奇迹, 它成了来杭游客眼中杭州城市的文化标志之一。《宋城千古情》上演至今, 已经迎来了两千多万观众, 创下了中国演出场次最多, 观众最多, 效益最好的旅游演出记录, 被称为与拉斯维加斯“O”秀、法国《红磨坊》同列“世界三大名秀”。

《宋城千古情》荣获第十一届中宣部精神文明建设“五个一工程”奖; 第七届中国舞蹈“荷

花奖”组委会特别奖;杭州市文艺创作突出贡献奖;第七届中国艺术节的代表展演剧目;2009 年全国文化体制改革经验交流会唯一受邀的文化演艺典型性发言民营企业等殊荣。

**表 9: 旅游文化演艺节目主要分类**

类别	特征	代表作品
现代化剧场类	属于室内舞台演出,通过综合运用各种现代化、高科技特效和道具、以歌舞、戏曲、杂技、武术等多种艺术表现形式进行表演	公司的《宋城千古情》、杭州的《西湖之夜》、丽江的《丽水金沙》、北京的《龙舞京城》、《功夫传奇》和上海的《ERA-时空之旅》等
山水实景类	属于露天演出,通常利用山水实景找寻舞台,以舞蹈的形式进行表演	桂林的《印象刘三姐》、杭州的《印象西湖》、丽江的《印象丽江》和江南嵩山的《禅宗少林·音乐大典》等
宫廷乐舞类	属于室内舞台演出,主要表演仿古宫廷歌舞,兴支过多运用现代化光、电和特效及道具	西安的《唐·长安乐舞》、《仿唐乐舞》和《梦回大唐》等

资料来源:公司招股说明书,西南证券研发中心

## 2.3 公司主营业务分析

公司收入主要来源于两园一戏,即宋城景区门票和杭州乐园门票,及《宋城千古情》演艺票。

### (1) 宋城景区

宋城景区位于西湖风景区西南边,杭州绕城公路旁。主要经营内容:门票、《宋城千古情》大型演艺节目、景区内物业租赁。《宋城千古情》是景区的灵魂,80%以上的进城游客必看的节目。

图 3: 宋城景区



资料来源:公司招股说明书 西南证券研发中心

图 4: 《宋城千古情》



资料来源:公司招股说明书 西南证券研发中心

此外,景区内还有七十二行老作坊(打铁铺、棉花铺、酒坊、染坊、陶泥坊、特色小吃等),各式各样的传统表演(越剧、木偶戏、皮影戏、布袋偶、铜锣说书、街头杂耍、燕青打擂、捉拿武松等),以及王员外家小姐抛绣球。此外,景区每年有举行新春庙会、火把节、泼水节、桂花节等,以丰富景区的文化内涵,吸引游客。近三年来,景区团体游客占比均超过 85%。

2009 年接待游客 258 万人次,预计 2010 年超过 380 万人次。09 年、10 年上半年,景区收入分别达 2.7 亿、1.8 亿元,游客人均贡献收入分别为 73 元、81 元;净利润分别为 7104、6530 万元。

**表 10: 宋城景区近年来游客及收入情况**

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月
宋城游客 (万人次)	223	210	258	162
游客同比增长		-5.80%	22.80%	32.50%
单位游客收入 (门票 80, 演艺票 160 元)	53	68	73	81
宋城收入	11724	14167	18760	13180
宋城成本	2570	2047	3600	1627
净利润 (估算值)	4520	6416	7104	6530

资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

**表 11: 宋城景区近年来经营情况**

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月
宋城游客 (万人次)	223	210	258	162
宋城收入	11724	14167	18760	13180
毛利率	78%	86%	81%	88%
净利润	4520	6416	7104	6530
销售净利润率	39%	45%	38%	50%
投资回报率	23%	32%	36%	33%

资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

## (2) 杭州乐园

杭州乐园位于萧山湘湖畔, 是休博园的重要组成部分, 乐园占地面积约 150 亩, 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。杭州乐园目前以散客为主。

**图 5: 杭州乐园水上乐园**


资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

该园 09 年、10 年上半年分别接待游客 63、27 万人次，收入分别为 6011 万、2879 万，游客人均贡献收入分别为 95 元、108 元，利润分别为 1595 万、579 万。

表 12: 杭州乐园经营情况

	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月
杭州乐园游客 (万人次)	48	63	27
游客增速		30.80%	27.60%
单位游客收入 (门票 120 元)	95	95	108
杭州乐园收入	4562	6011	2879
杭州乐园成本	2096	2917	1267
杭州乐园净利润	1595	579	

资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

## 2.4 公司主要竞争优势

### 2.4.1 混搭的经营模式

凭借创作、设计、营销和管理优势，秉承“建筑为形文化为魂”的经营理念，公司历经 10 余年打造的宋城景区已成为国内接待游客数量最多、盈利最好的主题公园，公司也凭借“宋城”品牌成为国内“主题公园+旅游文化演艺模式”佼佼者。

“主题公园+旅游文化演艺”的“宋城”模式可以克服单个主题公园体验层次少等经营劣势，且同时受益于密集出台的旅游行业和文化产业政策利好，也符合未来旅游消费升级的需求，未来行业发展前景广阔。

目前杭州地区拥有的文化类主题公园还有杭州东方文化园。公司凭借多年的从业经验、较好的管理优势，从游客人数以及营业收入来看，相对于同类竞争者，宋城都体现出显著的优势地位。

表 13: 宋城景区与东方文化园经营对比

项目	2009 年		2008		2007
	游客人数	增长率	游客人数	增长率	游客人数
宋城景区	257.61	22.76%	209.84	-5.76%	222.66
杭州东方文化园	70.9	-11.93%	80.5	-18.02%	98.2
	营业收入	增长率	营业收入	增长率	营业收入
宋城景区	18,759.84	32.41%	14,167.47	20.84%	11,724.33
杭州东方文化园	2,407.50	-0.54%	2,420.50	-16.56%	2,901.00

资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

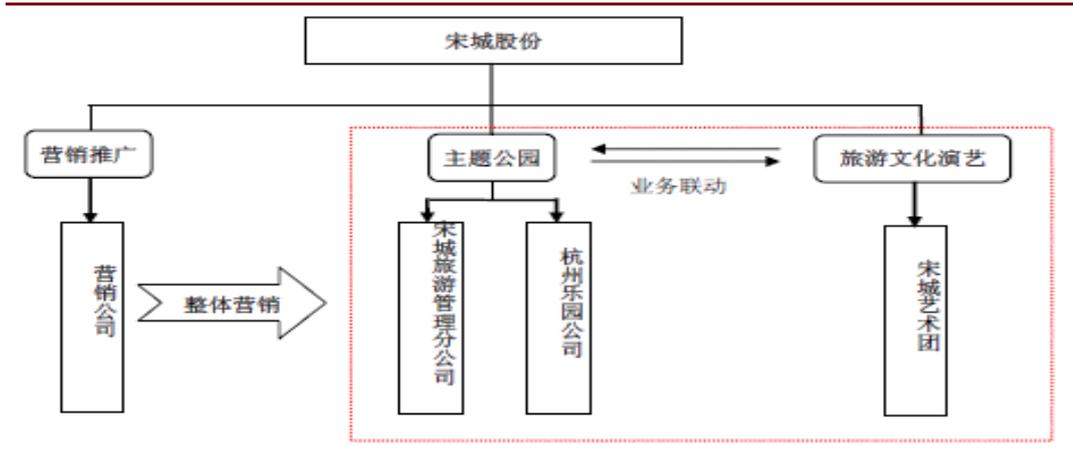
### 2.4.2 卓越的营销能力

公司拥有专门的针对团队营销的全资子公司营销公司，以及专门针对散客营销的宋城旅游管理分公司和杭州乐园公司市场部。公司还通过营销公司在停放市设立了 1 个营销中心(下辖 3 个办事处)，并在南京、苏州、上海、黄山等地设立了 4 个营销办事处，负责各自区域内旅

行社的市推广和网络维护。

截至 2010 年 6 月 30 日，营销公司签订合作协议的旅行社 1500 多家。公司还专门设立了出租车营销网络、社区营销网络、消费场所营销网络和商务终端营销网络，并通过各种大型文化创意主题活动和电视媒体，进一步扩大营销覆盖面。

图 6: 公司营销模式



资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

其营销能力带来的市场效果是显著的。没有绝对大牌导演与主角的《宋城千古情》与同城《西湖之夜》及张艺谋执导的《印象西湖》相比，在市场方面的表现说明了一切。

表 14: 《宋城千古情》、《印象西湖》及《西湖之夜》对比

	宋城千古情	印象西湖	西湖之夜
2009 年观众人数	184.14 万人次	约 36 万人次	约 80 万人次
2009 年演出场次	1331 场	约 365 场	约 900 场
座位数	约 2000 个 (2009 年)	约 1300 个 (2008 年)	约 800 个 (2008 年)

资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

表 15: 宋城千古情与同类演艺节目客流比较

项目	宋城千古情	印象西湖	西湖之夜
开始公演时间	1997 年	2007 年	2004 年
观众人数	2009 年	约 36 万人次	约 80 万人次
	2008 年	约 23 万人次	约 23 万人次
演出场次	2009 年	约 365 场	约 900 场
	2008 年	约 300 场	约 300 场
座位数量	2009 年	-----	-----
	2008 年	约 1,300 个	约 800 个
演出场所	剧场演出	露天演出	剧场演出
表演形式	融合了舞蹈、戏曲、杂技、武术、歌曲、马戏、民俗展示、茶艺表演等众多元素	舞蹈	舞蹈、杂技、武术、戏曲

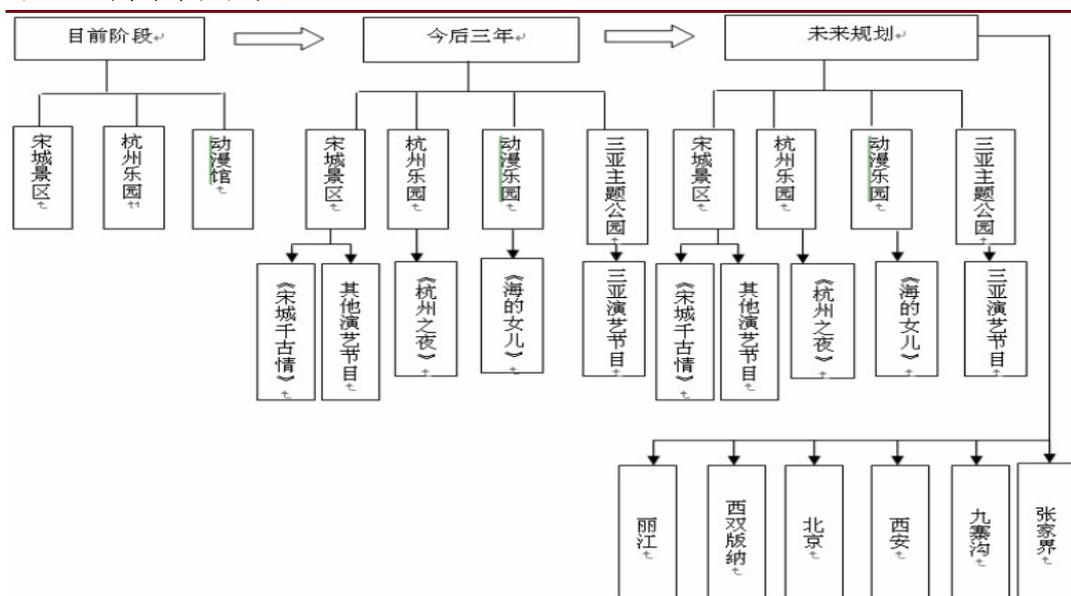
资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

### 2.4.3 异地复制快速成长的能力

“宋城”模式的精髓是将当地的文化与旅游相结合，将商业化运作体系与专业化管理模式贯穿开发、创作、推广和维护等全过程。公司目前正在积极与三亚、北京、丽江、西双版纳、西安、九寨沟和张家界等一线旅游目的地城市的主管部门接洽，有望在未来两年内实施上述地区布点的实质性举措。有望将“宋城”模式在更多高知名度的旅游目的地进行复制。

进展最快的是海南三亚，公司将在三亚投资建设一座主题公园，并推出与当地历史文化主题相关的大型演艺节目，该项目计划投资 2.9 亿元。预计在三亚项目落成之后，公司将拥有 4 个主题公园以及至少 4 套演艺节目，同时各主要乐园也均存在门票提价预期，演出场次也可能增加。

图 7: 公司未来中长期计划



资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

## 三、募资项目分析

公司本次公开发行人民币普通股 4200 万股，募集资金用于杭州动漫乐园改建项目、杭州乐园改扩建项目、宋城景区基础设施及配套改造项目。随着未来交通条件的改善（杭州地铁一号线、沪杭高铁）、景区门票提升、宋城景区的扩容以及募投项目建成投入运营，内生性增长及外延式扩张将共同助推公司业绩快速成长。

表 16: 募投项目一览表

项目名称	投资总额	拟用募集资金投入额	建设期
杭州动漫乐园改建项目	21,760	21,760	12 个月
杭州乐园改扩建项目	31,300	31,300	18 个月
宋城景区基础设施及配套改造项目	7,000	7,000	12 个月

资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

### 3.1 杭州动漫园改造

项目主要通过对公司拥有的动漫馆主体建筑进行功能改造和主题氛围包装,设置海洋娱乐区、森林游乐区和智慧树广场等主题区域。项目将通过引进各类适合少年儿童的游乐项目,创作并上演一台大型童话剧《海的女儿》,复制和推广“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式,将杭州动漫乐园打造成以动漫文化为主题、以少年儿童为目标群体的游乐类主题公园。项目建设总投资 21,760 万元,建设期 12 个月;建设期间动漫馆将停止对外营业,不再通过举办中国国际动漫节和对外出租场地来获取门票收入和租金收入。

预计建设完工后贡献年收入约 1.1 亿元,净利润 3000 余万元。

### 3.2 杭州乐园改造

实施该项目主要目的为适应游乐类主题公园整体发展趋势,增强杭州乐园的游乐功能,把杭州乐园建成以“主题公园+旅游文化演艺”为经营模式的“主题突出、晴雨皆宜、老少同乐”的游乐类主题公园。通过改造大剧院、上演大型旅游文化演艺节目《杭州之夜》来复制和推广“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式;通过对杭州乐园整体氛围进行包装,以突出园区的文化主题;通过建造热带雨林游乐中心、大白鲨探险之旅、幽灵船,引进悬挂式过山车、4D 动感电影等新一代大型游乐设备,增加杭州乐园项目的娱乐性和参与性;通过修缮生态园经营功能,扩大杭州乐园服务功能。项目建设总投资 31,300 万元,建设期 1.5 年。项目建成后,按运营期 10 年测算,杭州乐园公司预计运营期年均营业收入增至 27,720 万元,年均净利润约为 10,635 万元,投资回收期 6.9 年(含建设期)。

### 3.3 宋城景区基础设施及改造

针对目前宋城景区休闲娱乐功能需要改造升级、服务接待能力不足和基础设施老化的情况,该项目主要通过对金明池进行改造、增设 2800 平方米的游客服务区以及对宋城景区基础设施及配套设施统一整改。项目总投资估算为 7,000 万元,建设期 1 年。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。

## 四、风险提示

### 4.1 自然灾害重大事故风险

公司主营业务为主题公园和旅游文化演艺的投资、开发与经营,自然灾害或重大商情及事故将导致游客人数减少,从而直接对公司运营产生负面影响。

## 4.2 异地项目拓展进展不利的风险

公司异地复制项目能否成功，与旅游目的地城市的产业政策、旅游环境、公司对主题公园入旅游文化演艺节目的创作水平及采用的营销策略密切相关，存在一定的不可控因素。

## 五、盈利预测与估值

根据目前公司发展规划，假设募集资金项目-杭州动漫乐园改建及杭州乐园改建项目 2012 年投入运营；2012 年杭州地铁 1 号线接通杭州乐园和动漫乐园，同期募投项目完工，预计游客人数增长 50%。宋城景区 2010 年因世博园因素游客增长较快，2011 年游客维持现有水平，至 2012 年恢复增长；但宋城景区 2011 年 1 月 1 日起提价 20 元。我们预计公司 10、11 年稀释后 EPS 为 1.01 元、1.28 元。

旅游业市盈率中值 30.93X(TTM, 整体法)，2010 年平均 PE (预测市盈率-未来 12 月(算术平均)) 为 78.66X。创业板公司首发市盈率平均水平为 66 倍、最低市盈率为 37 倍、最高市盈率为 133 倍。宋城股份发行价为发行价为 53 元/股，对应的市盈率为 103.92 倍。

从万德数据看，旅游业公司上市首日平均涨幅 161.98%，最大涨幅三特索道 380.81%，最小 ST 九龙山 26.83%；创业板公司上市首日涨幅平均 52.44%，最大金亚科技首日涨幅 209.73%，最小的是奥克股份跌破发行价-9.9059%。

我们认为宋城股份首日上市涨幅为 20-30%之间，价格对应为 63.6 元—68.9 元之间。

表 17: 公司业绩预测与估值

科目 (百万元)	09A	10E	11E
EPS(摊薄:元)	0.518	1.01	1.28
营业收入	273.30	444.16	526.33
营业成本	157.41	277.6	131.6
管理费用	26.88	42.25	35.8
财务费用	17.43	24.27	0.72
营业利润	116.55	226.2	301.3
利润总额	117.48	226.2	301.3
净利润	87.00	169.65	227.36

资料来源: 西南证券研发中心

## 西南证券投资评级说明

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 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。本报告版权归西南证券所有, 未经书面许可, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

**西南证券研究发展中心**

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>