

宋城演艺 (300144.SZ) 旅游景点行业

评级：买入 上调评级

公司点评

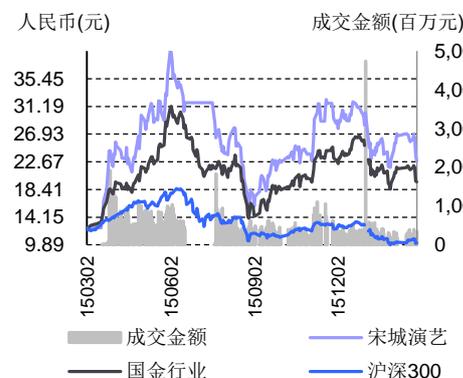
市场价格 (人民币): 22.79 元

人次业绩高增长, 异地海外拓发展

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,219.06
总市值 (百万元)	33,106.59
年内股价最高最低 (元)	39.70/12.49
沪深 300 指数	2948.03



相关报告

1. 《轻重资本合力闭环生态文旅娱商搭建航母平台-宋城演艺公司研究》，2015.12.3

楼枫桦

联系人
(8621)60933978
loufy@gjq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjq.com.cn

公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	0.65	0.43	0.78	0.96	1.08
每股净资产 (元)	6.18	3.86	4.50	5.20	6.13
每股经营性现金流 (元)	0.95	0.63	1.07	1.21	1.32
市盈率 (倍)	46.51	65.20	29.15	23.82	21.04
行业优化市盈率 (倍)	59.97	129.46	86.11	86.11	86.11
净利润增长率 (%)	21.30%	74.58%	80.10%	22.37%	13.22%
净资产收益率 (%)	10.48%	11.23%	17.38%	18.41%	17.66%
总股本 (百万股)	557.78	1,452.68	1,452.68	1,452.68	1,452.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

宋城演艺公司实现营业收入 16.9 亿元, 比上年同期增长 81.21%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 6.34 亿元, 比上年同期增长 83.63%; 毛利率超过 70%。除去六间房自八月份的并表因素, 内生增长业绩也达到 56% 的高增速。

经营分析

- **国内大基数下实现人次业绩双增长:** 2015 年公司千古情系列演出整体观演人数 2,233.83 万人次, 大幅增长 53.42%。
- **千古情 IP 异地项目大放异彩, 一线和海外市场加速拓展步伐:** “千古情”的 IP 品牌是宋城演艺高成长性的重要引擎。16-17 年异地拓展步伐加剧, 桂林、上海和武夷山项目预计 17 年开业, 城市演艺系列陆续进军一线城市 (北京和广州) 以及海外市场 (拉斯维加斯和夏威夷)。
- **杭州宋城千古情——迎合市场热点大幅度营销, 16 年迎来迪斯尼和 G20 催化剂:** 杭州宋城千古情 2015 年人次预估突破 700 万, 日演出最高达到 15 场。总部收入 (包括烂苹果乐园、杭州乐园和水乐园) 亦有大幅提升, 突破七亿, 同比实现 14.9% 的增长。测算宋城千古情、杭州乐园和烂苹果乐园的净利润分别达到 1.37 亿, 0.32 亿和 0.18 亿。
- **三亚千古情——异地项目中表现最为优异, 毛利率最高 (77%), 一区四园套餐吸引力大:** 三亚宋城景区 2015 年人次预估突破 350 万, 同比增长 87.56%。收入实现 2.57 亿, 预估净利润 0.93 亿。
- **丽江千古情——人次增长最快, 市占率有望进一步提升:** 2015 年人次预估达到 340 万, 同比增长 180%, 2015 年收入达到 1.71 亿, 预估净利润 0.42 亿。
- **九寨千古情——市场竞争格局缓解, 有效票价提升:** 九寨千古情观演人数同比增长近 60%, 达到 150 万, 营业收入 1.31 亿, 预估净利润 0.41 亿。
- **六间房超额完成业绩目标, 并表拉动效益明显:** 六间房于 8 月份实现并表, 预告期内六间房业务保持高速增长, 月均页面浏览量达 5.34 亿, 注册用户数达 3,518 万, 网页端月均访问用户达到 2,857 万, 较 2014 月均增长约 45%, 移动端月均访问量较 2014 年增长 79.9%。超额完成全年业绩目标, 对公司业绩产生了积极影响。同时, 公司通过线上六间房线下千古情的互动模式形成了娱乐演艺的闭环生态圈, 实现了中国演艺产业“互联网+”的历史

性突破。

- **继续完善 IP 娱乐生态圈，海外拓展战略等待落地：**公司依然需要通过收购或自创的方式扩张核心 IP 的所有权，围绕现场娱乐、互联网娱乐和文化创意三大板块持续布局。16-17 年公司将加大海外扩张计划，将为公司带来新的业绩增长空间和催化剂影响。

投资建议

- 2015 年 EPS 为 0.43，在不纳入未开业异地项目的业绩贡献情况下，16-18 年 EPS 为 0.78/0.96/1.08。对应于目前大盘回调形成的低位，16-18 年市盈率为 29/23/21 倍。鉴于公司的确定性业绩、高成长性和强拓展能力，给予买入评级，建议积极配置。

公司业绩点评

1. 千古情 IP 品牌规模化，演艺业务人次业绩双增长

- **国内大基数下实现人次业绩双增长：**2015 年公司千古情系列演出整体观演人数 2,233.83 万人次，大幅增长 53.42%，依然保持全国第三大主题公园集团的地位（仅次于华侨城和长隆集团）。其中：宋城千古情观演人数增幅创近 5 年新高；三亚千古情观演人数同比增长 87.56%，连续第二年保持高速增长；丽江千古情观演人数同比增长 181.82%，成为增长最快的项目；九寨千古情观演人数同比增长近 60%，成为当地最具竞争力的演艺企业。

- **杭州宋城千古情：迎合市场热点大幅度营销，16 年迎来迪斯尼和 G20 催化剂。**
 - 杭州宋城千古情 2015 年人次预估突破 700 万，日演出最高达到 15 场。总部收入（包括烂苹果乐园、杭州乐园和水乐园）亦有大幅提升，突破七亿，同比实现 14.9% 的增长。测算宋城千古情、杭州乐园和烂苹果乐园的净利润分别达到 **1.37 亿**、**0.32 亿**和 **0.18 亿**。
 - 杭州宋城景区迎合市场热点营销策划个性化营销手段和节事活动，业绩增幅创近五年来新高。公司打造的电子商务平台——宋城独木桥完成微信购票、直通车、周边游产品融合等工作，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。
 - 2016 年 6 月迪斯尼开园，9 月召开 G20 会议，都将成为本部园区业绩增长的催化剂。杭州距离上海一小时车程，未来将承接上海作为一线主题公园目的地的客流溢出效应，吸纳以亲子游、度假散客为主的客群，在将来有利于景区进一步改善团散比例，提高有效票价率，在人次平稳增长的年限内保持高业绩增长。

- **三亚千古情：异地项目中表现最为优异，毛利率最高，一区四园套餐吸引力大。**
 - 三亚宋城景区 2015 年人次预估突破 350 万，同比增长 87.56%。收入实现 **2.57 亿**，预估净利润 **0.93 亿**。
 - 三亚本地休闲类项目项目较少，秀场+休闲项目独树一帜，每天两场，旺季（节假日）每天三场，平均上座率可以达到 60% 以上，旺季可以达到 90%。对城市过夜游客的渗透率较高，目前维持在 10%-15%，将来预计可达 20%。
 - 三亚景区在异地项目中表现最为优异，毛利率最高（77%），演艺+动物园+冰雪世界+水乐园打造“一区四园”，15 年受益于第二期休闲项目的开业（动物园和 16 年将进入开业的第三个年份，进入快速发展阶段。

- **丽江千古情：人次增长最快的景区，市占率有望进一步提升。**
 - 丽江宋城景区 2015 年人次预估达到 340 万，同比增长 180%，因其处于开业第二年，成为所有项目中增长最快的景区。2015 年收入达到 **1.71 亿**，预估净利润 **0.42 亿**。
 - 丽江当地演艺项目竞争激烈，位于古城边缘，对散客拉动受限，目前每天两场，平均上座率达到 50%~60%。但从市场占比来看，已慢慢与最大的竞争项目齐平占有率。未来可望成为当地最大市占率的演艺项目，并通过提升游客渗透率和单客价提升收入。

- **九寨千古情：市场竞争格局缓解，有效票价提升。**

- 九寨千古情观演人数同比增长近 60%，达到 150 万，营业收入 1.31 亿，预估净利润 0.41 亿。
- 最大竞争者《藏谜》已被收购，竞争格局缓解千古情系列市场占有率提升，有效票价得到提升。但九寨受气候影响，项目有四个月停演。
- 千古情 IP 异地项目大放异彩，一线和海外市场加速拓展步伐：“千古情”的 IP 品牌是宋城演艺高成长性的重要引擎。16-17 年异地拓展步伐加剧，桂林、上海和武夷山项目预计 17 年开业，城市演艺系列陆续进军一线城市（北京和广州）以及海外市场（拉斯维加斯和夏威夷）。

2. 六间房超额完成业绩，与千古情实现互联网+演艺的闭环生态。

- 六间房超额完成业绩目标，并表拉动效益明显：六间房于 8 月份实现并表，预告期内六间房业务保持高速增长，月均页面浏览量达 5.34 亿，注册用户数达 3,518 万，网页端月均访问用户达到 2,857 万，较 2014 月均增长约 45%，移动端月均访问量较 2014 年增长 79.9%。超额完成全年业绩目标，同时，公司通过线上六间房线下千古情的互动模式形成了娱乐演艺的闭环生态圈，实现了中国演艺产业“互联网+”的历史性突破。

3. 继续完善 IP 娱乐生态圈，海外拓展战略等待落地。

公司依然需要通过收购或自创的方式扩张核心 IP 的所有权，围绕现场娱乐、互联网娱乐和文化创意三大板块持续布局。16-17 年公司将加大海外扩张计划，将为公司带来新的业绩增长空间和催化剂影响。

4. 业绩预测及估值：给予买入评价，建议积极配置。

2015 年 EPS 为 0.43，在不纳入未开业异地项目的业绩贡献情况下，16-18 年 EPS 为 0.78/0.96/1.08。对应于目前大盘回调形成的低位，16-18 年市盈率为 29/23/21 倍。鉴于公司的确定性业绩、高成长性和强拓展能力，给予买入评级，建议积极配置。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	679	935	1,695	2,782	3,453	3,944	货币资金	905	1,020	1,483	5,972	7,094	8,643
增长率		37.8%	81.2%	64.2%	24.1%	14.2%	应收款项	11	12	24	36	41	45
主营业务成本	-198	-307	-582	-793	-987	-1,142	存货	1	2	3	4	5	6
%销售收入	29.2%	32.8%	34.4%	28.5%	28.6%	29.0%	其他流动资产	347	18	229	79	99	114
毛利	481	628	1,112	1,989	2,466	2,802	流动资产	1,264	1,053	1,739	6,092	7,239	8,808
%销售收入	70.8%	67.2%	65.6%	71.5%	71.4%	71.0%	%总资产	36.6%	27.4%	24.9%	69.2%	72.4%	76.6%
营业税金及附加	-25	-34	-49	-63	-97	-112	长期投资	0	126	186	186	186	186
%销售收入	3.7%	3.7%	2.9%	2.3%	2.8%	2.8%	固定资产	1,503	1,873	1,865	1,834	1,888	1,827
营业费用	-24	-37	-107	-108	-135	-154	%总资产	43.5%	48.7%	26.7%	20.8%	18.9%	15.9%
%销售收入	3.5%	3.9%	6.3%	3.9%	3.9%	3.9%	无形资产	684	786	3,178	693	686	679
管理费用	-76	-103	-132	-334	-414	-473	非流动资产	2,191	2,789	5,248	2,712	2,762	2,694
%销售收入	11.2%	11.0%	7.8%	12.0%	12.0%	12.0%	%总资产	63.4%	72.6%	75.1%	30.8%	27.6%	23.4%
息税前利润 (EBIT)	356	454	825	1,483	1,820	2,063	资产总计	3,456	3,842	6,987	8,805	10,000	11,502
%销售收入	52.5%	48.6%	48.7%	53.3%	52.7%	52.3%	短期借款	30	0	0	0	0	0
财务费用	15	12	-1	5	5	5	应付款项	202	286	603	646	804	930
%销售收入	-2.2%	-1.3%	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	41	37	59	312	335	353
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0	流动负债	273	323	662	958	1,140	1,283
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	600	1,200	1,200	1,200
投资收益	0	7	5	1	3	5	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	1.3%	0.6%	0.1%	0.2%	0.2%	负债	273	323	1,262	2,158	2,340	2,483
营业利润	370	472	828	1,489	1,828	2,073	普通股股东权益	3,137	3,445	5,614	6,535	7,549	8,908
营业利润率	54.5%	50.5%	48.9%	53.5%	52.9%	52.6%	少数股东权益	46	70	111	111	111	111
营业外收支	38	19	-3	25	25	25	负债股东权益合计	3,456	3,838	6,987	8,805	10,001	11,502
税前利润	408	491	825	1,514	1,853	2,098	比率分析						
利润率	60.1%	52.6%	48.7%	54.4%	53.7%	53.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-110	-127	-180	-379	-463	-524	每股指标						
所得税率	26.9%	25.8%	21.8%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.534	0.648	0.434	0.782	0.957	1.083
净利润	298	365	645	1,136	1,390	1,573	每股净资产	5.623	6.176	3.865	4.499	5.197	6.132
少数股东损益	0	4	15	0	0	0	每股经营现金净流	0.770	0.947	0.630	1.070	1.212	1.325
归属于母公司的净利润	298	361	631	1,136	1,390	1,573	每股股利	0.150	0.100	0.150	0.150	0.150	0.150
净利率	43.9%	38.6%	37.2%	40.8%	40.2%	39.9%	回报率						
							净资产收益率	9.49%	10.48%	11.23%	17.38%	18.41%	17.66%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.62%	9.41%	9.02%	12.90%	13.90%	13.68%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	8.10%	9.59%	10.20%	14.18%	15.41%	15.14%
净利润	309	365	645	1,136	1,390	1,573	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	15.79%	37.78%	81.21%	64.16%	24.13%	14.22%
非现金支出	114	162	181	198	213	227	EBIT 增长率	24.49%	27.61%	81.62%	79.79%	22.68%	13.35%
非经营收益	-9	-3	44	-20	-26	-27	净利润增长率	16.57%	21.30%	74.58%	80.10%	22.37%	13.22%
营运资金变动	15	4	45	218	157	122	总资产增长率	8.03%	11.05%	82.08%	26.01%	13.58%	15.02%
经营活动现金净流	429	528	915	1,531	1,734	1,896	资产管理能力						
资本开支	-603	-464	-124	2,361	-236	-135	应收账款周转天数	2.1	1.9	2.3	1.8	1.3	1.2
投资	1,854	450	-671	0	0	0	存货周转天数	2.3	1.8	1.5	2.0	1.8	1.8
其他	11	3	3	1	3	5	应付账款周转天数	296.1	258.1	139.2	250.0	250.0	250.0
投资活动现金净流	1,262	-12	-792	2,362	-233	-130	固定资产周转天数	568.1	644.4	378.9	220.2	177.8	145.4
股权募资	21	20	633	0	-161	0	偿债能力						
债权募资	-40	-30	600	600	0	0	净负债/股东权益	-27.50%	-29.03%	-15.42%	-71.80%	-76.94%	-82.52%
其他	-87	-58	-95	-3	-218	-218	EBIT 利息保障倍数	-23.7	-36.4	690.5	-309.1	-379.2	-429.8
筹资活动现金净流	-106	-68	1,138	597	-379	-218	资产负债率	7.91%	8.41%	18.06%	24.51%	23.40%	21.59%
现金净流量	1,585	449	1,261	4,490	1,122	1,548							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-12-03	增持	27.80	35.00~42.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD