

宋城演艺 (300144.SZ) 旅游景点行业

评级: 买入 维持评级

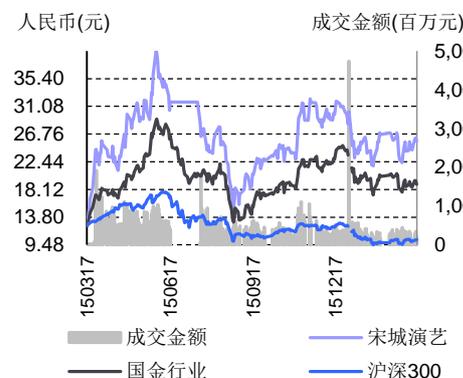
公司点评

市场价格(人民币): 25.60元

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)	37,188.62
年内股价最高最低(元)	39.70/12.49
沪深300指数	3090.03



相关报告

1. 《宋城演艺 2015 年报点评-人次业绩高速增长, 异地海外拓发展》, 2016.3.1
2. 《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@gjzq.com.cn

张斌

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

迪斯尼不卖裸票, 带来新契机! 宋城超预期增长, 玩转新逻辑!

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	0.99	1.12
每股净资产(元)	6.18	3.86	4.50	5.23	6.20
每股经营性现金流(元)	0.95	0.63	1.15	1.28	1.39
市盈率(倍)	46.51	65.20	33.51	26.34	23.38
行业优化市盈率(倍)	59.97	129.46	92.33	92.33	92.33
净利润增长率(%)	21.30%	74.58%	79.93%	27.21%	12.65%
净资产收益率(%)	10.49%	11.23%	17.36%	18.99%	18.04%
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

- 公司业绩预告显示一季度业绩 1.81 亿-2.1 亿, 同比增长 90%-120%。一季度通常占全年业绩的 14%-16%, 除去六间房平滑利润贡献 (2.21/4=0.55 亿元), 景区业务 1.25-1.55 亿元。推算全年内生增长的景区业绩可达到 8.33-10.3 亿, 再加上六间房的 2.21 亿之后, 全年业绩在 10.54 亿-12.51 亿范围浮动, 景区业务超预期增长。

投资逻辑

- 迪斯尼禁售裸票原则促使合作旅行社积极打包江浙沪产品进行销售, 宋城杭州大本营受益最大。宋城本部满足以下四个条件 1) 与旅行社渠道关系较好, 2) 对旅行社的溢价盈利空间较大, 3) 符合亲子出游的团客游览特征, 4) 产品组合对游客吸引力较大的景点, 所以我们判断宋城本部会成为迪斯尼旅行社渠道的溢出客流中最大的受益者。
- 根据纽约演出市场 23% 的渗透率为例, 目前杭州市场的渗透率仍偏低, 距离千古情系列的杭州市场空间(1000 万)还有一倍增长空间。
- 同时杭州内部承载力大幅提升, 湘湖千古情景区 2016 年 3 月开幕, 本部共计三个剧院共达 12000 个座位可同时演出。景区距离杭州城站半小时车程, 与周边其他产品协同度更高, 对散客的吸引力大幅增强。
- 团散客比例的结构优化将带动客单价的提升, 成为游客人次增速放缓后提升收入的重要途径。对比于 2014 年的团散客比例, 目前各地项目的散客比例都有 5%-10% 不等的提升。事件营销和真人秀节目带动作用大。
- 三亚休闲消费类景点项目增值客单价, 因休闲消费类项目主要依赖于散客渠道, 因此票价的折算价远高于门票, 增量对业绩的弹性带动会更大。“一区四园”模式将有可能延伸至丽江及九寨项目。

盈利调整和投资建议

- 我们对景区游客按照新的团散客比例和团散客结算价做了测算, 并将三亚千古情中商业消费类的增量新增计算入内, 对盈利重做了调整。
- 测算 2016E/2017E/2018E 的业绩为 **11.35/14.43/16.26 亿**, 增长幅度为 **80%, 27%, 13%**
- 目前股价对应 PE 为 **36/28/25 倍**, EPS 为 **0.78/0.99/1.12 元**。维持买入评级

投资逻辑：

1. 杭州受益于迪斯尼溢出效应，湘湖景区新开业推动本部业绩

1.1 行业增长空间尚有一倍：旅游人次转换演出观看渗透率低，杭州旅游演出市场空间还有一倍

- 以发达的旅游目的地纽约为例，目前其旅游人次转换演出观看演出的渗透率目前为 23%。根据杭州 2015 年发布的旅游人次为 1.04 亿人次，假设渗透率的天花板为 23%，则为 2400 万观演人次。杭州目前有印象西湖和宋城千古情两个品牌，假设市场占有率为对半开，则杭州宋城千古情的天花板约为 1200 万人次。因公司的观影人次统计口径需与 2013 年实行一票制前一致，所以 2015 年杭州实际观影人次约为 378 万，预计 2016 年将到达 519 万，距离天花板的 1200 万人次尚有一倍的行业增长空间。

1.2 内部承载力大幅提升：湘湖千古情景区盛大开幕，共计三个剧院同时演出

- 距离城站半小时地铁通达，大大提升对散客的吸引力：杭州湘湖宋城景区是 2016 年宋城演艺打造的又一大主题公园，位于杭州宋城旅游区（湘湖片区）内，地铁一号线，湘湖站直达，与杭州城站地铁站相距车程半小时，相比于之江路的宋城景区，湘湖景区的地理位置更为优越，
- 周边产品配套完善，目的地吸引力加强：依托于宋城杭州乐园、宋城浪浪浪水公园、宋城烂苹果乐园、宋城第一世界大酒店、宋城云曼温泉等的强大配套，地处湘湖中心区域。杭州湘湖宋城景区的开业和《宋城千古情》的同步上演，丰富了杭州宋城旅游区（湘湖片区）的产品结构，进一步加强了文化演艺的核心竞争力，是长三角地区又一综合性主题公园和旅游目的地。
- 三个剧院同时演出，承载力大幅提升为迪斯尼外溢客流做好准备：杭州目前共有三个景区一号剧院（4500 个座位）、二号剧院（4000 个座位）和湘湖景区剧院（3000 个座位）同时进行演出接待，承载力可高达约 12000 人次/场。

1.3 迪斯尼禁售裸票原则促使合作旅行社积极打包江浙沪产品进行销售，宋城杭州大本营受益最大

- 迪斯尼将于 2016 年 6 月开业，3 月 28 日开始售票。目前公布有 30 家旅行社（包含 OTA 渠道），各家旅行社都被规定，只能售卖迪士尼的打包产品，禁止向消费者售卖迪士尼乐园的“裸票”（单纯门票）。
- 迪斯尼的门票授权方式促使旅行社积极打包江浙沪相关产品进行销售，将不同类型景点与迪士尼乐园组合成线路。在江浙沪的景点中，满足条件 1) 与旅行社渠道关系较好，2) 对旅行社的溢价盈利空间较大，3) 符合亲子出游的团客游览特征，4) 产品组合对游客吸引力较大的景点为宋城杭州大本营的各个项目，包括宋城千古情、湘湖千古情、烂苹果乐园、水上乐园和杭州乐园。在迪斯尼效应向长三角客流外溢的影响下，我们判断宋城本部会成为最大的直接受益者。

1.4 事件营销活动促使团散比结构优化，客单价进一步提升

- 团散客比例的结构优化将带动客单价的提升，成为游客人次增速放缓后提升收入的重要途径。对比于 2014 年的团散客比例，目前各地项目的散客比例都有 5%-10%不等的提升。
- 杭州本部一直通过节事活动和真人秀营销手段拓宽散客市场。每个月都会举办 1-2 两场的节事活动作为市场营销手段，并吸引知名真人秀节目如《奔跑吧兄弟》（20150807 期）和极限挑战（第二季）为景点

进行影视渠道营销。

2. 三亚休闲消费类景点项目增值客单价，“一区四园”模式将延伸至丽江及九寨项目

- 三亚项目在 2015 年相继推出冰雪世界、水乐园和动物世界等休闲消费类项目，单独收费，也可与千古情演出门票进行不同的套餐搭配。此类项目一可利用庞大的客流进行导流消费，二可缓解景区承载压力。因其建设成本和折旧摊销相对较小，对景区来说休闲商业消费的增量可降低对门票经济的依赖。
- 一般主题公园项目在开业 3-5 年之后进入增长的成熟期，休闲消费类项目的增加改变了景区公园依赖于人次增长的逻辑，在另一变量“客单价”上做文章。因休闲消费类项目主要依赖于散客渠道，因此票价的折算价远高于门票，增量对业绩的弹性带动会更大。
- 随着三亚项目的成熟，公司总业绩的淡旺季将会越来越平滑。
- 在三亚试点成功的基础上，公司不排除将此类模式拓展到丽江和九寨沟项目。

盈利调整和投资建议

- 我们对景区游客按照新的团散客比例和团散客结算价做了测算，并将三亚千古情中商业消费类的增量新增计算入内，对盈利重做了调整。
- 测算 2016E/2017E/2018E 的业绩为 **11.35/14.43/16.26** 亿，增长幅度为 **80%，27%，13%**
- 目前股价对应 PE 为 **36/28/25** 倍，EPS 为 **0.78/0.99/1.12** 元。

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	3,125	3,970	4,534	货币资金	905	1,020	1,483	6,068	7,279	8,897
增长率		37.8%	81.2%	84.4%	27.1%	14.2%	应收款项	11	12	24	41	47	52
主营业务成本	-198	-307	-582	-907	-1,139	-1,313	存货	1	2	3	5	6	6
%销售收入	29.2%	32.8%	34.4%	29.0%	28.7%	29.0%	其他流动资产	347	18	229	91	114	131
毛利	481	628	1,112	2,219	2,831	3,221	流动资产	1,264	1,053	1,739	6,204	7,445	9,087
%销售收入	70.8%	67.2%	65.6%	71.0%	71.3%	71.0%	%总资产	36.6%	27.4%	24.9%	69.6%	72.9%	77.1%
营业税金及附加	-25	-34	-49	-102	-129	-146	长期投资	0	126	186	186	186	186
%销售收入	3.7%	3.7%	2.9%	3.3%	3.3%	3.2%	固定资产	1,503	1,873	1,865	1,834	1,888	1,827
营业费用	-24	-37	-107	-322	-419	-498	%总资产	43.5%	48.7%	26.7%	20.6%	18.5%	15.5%
%销售收入	3.5%	3.9%	6.3%	10.3%	10.6%	11.0%	无形资产	684	786	3,178	693	686	679
管理费用	-76	-103	-132	-353	-447	-508	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%	11.3%	11.3%	11.2%	%总资产	63.4%	72.6%	75.1%	30.4%	27.1%	22.9%
息税前利润 (EBIT)	356	454	825	1,441	1,836	2,068	资产总计	3,456	3,842	6,987	8,916	10,207	11,781
%销售收入	52.5%	48.6%	48.7%	46.1%	46.2%	45.6%	短期借款	30	0	0	0	0	0
财务费用	15	12	-1	0	0	0	应付款项	202	286	603	747	940	1,083
%销售收入	-2.2%	-1.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	41	37	59	324	354	374
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0	流动负债	273	323	662	1,071	1,294	1,457
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	4	4	5	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	1.3%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	负债	273	323	1,262	2,271	2,494	2,657
营业利润	370	472	828	1,445	1,840	2,073	普通股股东权益	3,137	3,444	5,614	6,534	7,601	9,012
营业利润率	54.5%	50.5%	48.9%	46.2%	46.3%	45.7%	少数股东权益	46	70	111	111	111	111
营业外收支	38	19	-3	6	6	6	负债股东权益合计	3,456	3,837	6,987	8,916	10,207	11,781
税前利润	408	491	825	1,451	1,846	2,079							
利润率	60.1%	52.6%	48.7%	46.4%	46.5%	45.9%	比率分析						
所得税	-110	-127	-180	-316	-402	-453		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	26.9%	25.8%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%	每股指标						
净利润	298	365	645	1,135	1,443	1,626	每股收益	0.534	0.648	0.434	0.781	0.993	1.119
少数股东损益	0	4	15	0	0	0	每股净资产	5.623	6.175	3.864	4.498	5.233	6.204
归属于母公司的净利润	298	361	631	1,135	1,443	1,626	每股经营现金净流	0.770	0.947	0.630	1.146	1.284	1.385
净利率	43.9%	38.6%	37.2%	36.3%	36.3%	35.9%	每股股利	0.100	0.150	0.000	0.150	0.150	0.150
		21.30%	74.58%	79.93%	27.21%	12.65%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.49%	10.49%	11.23%	17.36%	18.99%	18.04%
净利润	309	365	645	1,135	1,443	1,626	总资产收益率	8.62%	9.41%	9.02%	12.72%	14.14%	13.80%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	8.10%	9.59%	10.20%	14.37%	16.11%	15.67%
非现金支出	114	162	181	198	213	227	增长率						
非经营收益	-9	-3	44	-7	-11	-11	主营业务收入增长率	15.79%	37.78%	81.21%	84.42%	27.05%	14.19%
营运资金变动	15	4	45	314	193	140	EBIT 增长率	24.49%	27.61%	81.62%	74.69%	27.34%	12.69%
经营活动现金净流	429	528	915	1,640	1,838	1,983	净利润增长率	16.57%	21.30%	74.58%	79.93%	27.21%	12.65%
资本开支	-603	-464	-124	2,342	-255	-154	总资产增长率	8.03%	11.03%	82.09%	27.61%	14.47%	15.43%
投资	1,854	450	-671	0	0	0	资产管理能力						
其他	11	3	3	4	4	5	应收账款周转天数	2.1	1.9	2.3	1.8	1.3	1.2
投资活动现金净流	1,262	-12	-792	2,345	-251	-150	存货周转天数	2.3	1.8	1.5	2.0	1.8	1.8
股权募资	21	20	633	0	-161	0	应付账款周转天数	296.1	258.1	139.2	250.0	250.0	250.0
债权募资	-40	-30	600	600	0	0	固定资产周转天数	568.1	644.4	378.9	196.0	154.6	126.5
其他	-87	-58	-95	0	-215	-215	偿债能力						
筹资活动现金净流	-106	-68	1,138	600	-376	-215	净负债/股东权益	-27.50%	-29.04%	-15.42%	-73.25%	-78.82%	-84.37%
现金净流量	1,585	449	1,261	4,585	1,211	1,618	EBIT 利息保障倍数	-23.7	-36.4	690.5	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
							资产负债率	7.91%	8.41%	18.06%	25.47%	24.43%	22.56%

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

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
2	2016-03-01	买入	22.30	35.00~42.00

来源：国金证券研究所

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



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 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 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%以上。

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