

# 宋城演艺 (300144)

## 轻资产输出再下一城，中标听音湖片区 旅游演艺项目 买入（维持）

2017年5月30日

证券分析师 张艺

执业资格证书号码: S0600512070006

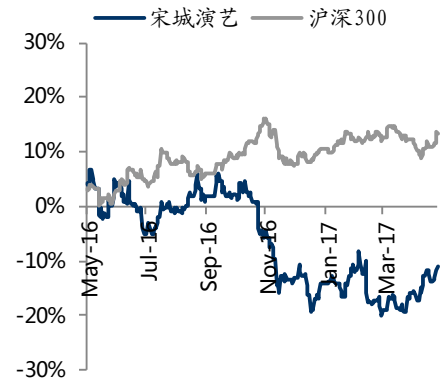
[yjs\\_zhangy@dwzq.com.cn](mailto:yjs_zhangy@dwzq.com.cn)

010-66211134

### 投资要点

- **事件:** 公司于2017年5月26日收到佛山市南海区樵山建设投资有限公司(“采购人”)发来的《中标通知书》,确认公司及旗下全资控制的公司霍城宋城旅游发展有限公司(“供应商”)为听音湖片区引入旅游演艺项目的中标供应商。
- **项目概况:** 项目位于佛山市南海区西樵镇听音湖片区,占地约62亩左右,以演艺剧场+主题景区为项目的主要内容,其中剧场座位数不少于2500个。本项目定位为佛山文旅龙头项目,目标打造成省内乃至全国的岭南文化旅游目的地。
- **与宁乡项目的比较:** 1. 同样提供一揽子服务,费用2.6亿元+每年管理费分成。一揽子服务包含品牌授权、剧目编创、规划设计、开业筹备等内容,两个项目定价均为2.6亿元。不同之处在于,宁乡项目《合作协议书》中明确规定公司每年可以从该项目年可支配经营收入中收取20%的管理费,而听音湖项目《中标通知书》中仅约定“中标后,供应商需利用自身品牌资源及指派团队协助项目公司运营管理项目,供应商有权根据其相应文件及项目公司考核标准收取相应的服务费。”我们认为听音湖项目因为处于项目中标阶段,未对每年管理分成比例做出明确规定,但轻资产输出服务的定价有显著的刚性特点,由此推测听音湖项目的分成比例将与宁乡项目基本保持一致。
- 2. 合作时间上来看,听音湖项目合作期更长。听音湖项目合作期为自景区开业之日起10年;而宁乡项目的合作期为项目正式开业后5年,期满后另行协商。
- 3. 从轻资产输出所依托的景区来看,听音湖项目的景区资源禀赋、文化内涵、区域经济基础和交通网络都更胜一筹。听音湖片区规划区域范围为东起白云路,西至官太路岭西段,南起白云洞景区,北至樵高路,项目投资约50亿元,总面积约3.7平方公里,其中核心区面积约2900亩。听音湖片区位于珠三角经济圈与广佛经济圈的核心腹地,地处国家重点风景名胜区、国家5A级旅游景区、国家森林公园、国家地质公园--西樵山风景名胜区的西北麓,西樵山素有“南粤名山”和“理学名山”的雅号,景区坐拥六千多年的人文历史,独具历史文化景观资源的稀缺性,是全国开发岭南文化特色旅游产品的最佳地区之一。听音湖片区交通路网发达,可无缝直达佛山一环、广明高速、珠二环、佛开高速等多条高速路,实现2小时内畅达深圳、东莞、中山等珠三角核心城市及港澳地区,30分钟内可到达多个轨道交通枢纽,港口、码头和机场,佛山地铁二号线在片区内规划建设“听音湖站”,广珠铁路设置“西樵客运站”。
- **投资建议与盈利预测:** 听音湖项目预计2020年3月1日开业,大部分收入将在2019和2020年确认,对公司短期业绩影响有限。预计公司2017-2019年EPS(摊薄)为0.75、0.99、1.30,PE(2017E)为28.59倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 游客量低于预期;竞争加剧;投资并购整合风险

### 股价走势



### 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 21.31       |
| 一年最低价/最高价   | 18.15/25.79 |
| 市净率(倍)      | 4.95        |
| 流通A股市值(百万元) | 24400       |

### 基础数据

|           |       |
|-----------|-------|
| 每股净资产(元)  | 4.59  |
| 资产负债率(%)  | 13.21 |
| 总股本(百万股)  | 1453  |
| 流通A股(百万股) | 1147  |

### 相关研究

1. 2017.4.6《宋城+唐大明宫,公司拟7亿打造西安千古情布局“一带一路”》
2. 2017.3.13《拟定增40亿元,围绕“六个宋城”构建跨媒体跨区域的泛娱乐生态圈》
3. 2017.3.7《六间房3.8亿收购灵动时空,构建数字娱乐产业集群》
4. 2017.2.27《业绩增43%符合预期,轻资产输出有望成为利润爆发点》
5. 2016.11.9《海外布局落地,拟20亿建澳大利亚传奇王国》
6. 2016.10.11《Q3业绩增长逾4成符合预期,海外布局即将落地》

宋城演艺三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |               |                |                |                | 利润表 (百万元)      |               |               |               |               |
|------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2016          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>1839.0</b> | <b>6779.1</b>  | <b>8184.0</b>  | <b>10088.0</b> | <b>营业收入</b>    | <b>2644.2</b> | <b>3510.4</b> | <b>4477.5</b> | <b>5744.8</b> |
| 现金               | 1005.0        | 5923.4         | 7092.6         | 8687.9         | 营业成本           | 1014.2        | 1296.9        | 1619.8        | 2020.9        |
| 应收款项             | 59.6          | 76.9           | 98.1           | 125.9          | 营业税金及附加        | 34.3          | 35.1          | 44.8          | 57.4          |
| 存货               | 4.7           | 6.4            | 8.2            | 10.4           | 营业费用           | 276.6         | 315.9         | 398.5         | 505.5         |
| 其他               | 769.7         | 772.3          | 985.0          | 1263.9         | 管理费用           | 169.1         | 218.7         | 270.0         | 337.2         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>5728.3</b> | <b>5932.4</b>  | <b>6131.8</b>  | <b>6329.1</b>  | 财务费用           | 13.4          | -6.6          | -37.1         | -50.9         |
| 长期股权投资           | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 投资净收益          | 14.5          | 5.0           | 5.0           | 5.0           |
| 固定资产             | 1911.0        | 2147.8         | 2379.8         | 2609.9         | 其他             | -2.9          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 无形资产             | 980.4         | 947.7          | 915.0          | 882.3          | <b>营业利润</b>    | <b>1148.2</b> | <b>1655.4</b> | <b>2186.5</b> | <b>2879.6</b> |
| 其他               | 2837.0        | 2837.0         | 2837.0         | 2837.0         | 营业外净收支         | 11.6          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>资产总计</b>      | <b>7567.3</b> | <b>12711.5</b> | <b>14315.8</b> | <b>16417.2</b> | <b>利润总额</b>    | <b>1159.8</b> | <b>1655.4</b> | <b>2186.5</b> | <b>2879.6</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>600.9</b>  | <b>777.3</b>   | <b>987.6</b>   | <b>1253.2</b>  | 所得税费用          | 243.3         | 413.8         | 546.6         | 719.9         |
| 短期借款             | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 少数股东损益         | 14.2          | 17.0          | 20.4          | 24.5          |
| 应付账款             | 210.5         | 273.9          | 348.3          | 441.5          | <b>归属母公司净利</b> | <b>902.3</b>  | <b>1224.5</b> | <b>1619.5</b> | <b>2135.2</b> |
| 其他               | 390.4         | 503.4          | 639.4          | 811.7          | EBIT           | 1150.0        | 1643.7        | 2144.4        | 2823.7        |
| <b>非流动负债</b>     | <b>405.0</b>  | <b>405.0</b>   | <b>405.0</b>   | <b>405.0</b>   | EBITDA         | 1330.5        | 1832.4        | 2346.2        | 3039.0        |
| 长期借款             | 400.0         | 400.0          | 400.0          | 400.0          |                |               |               |               |               |
| 其他               | 5.0           | 5.0            | 5.0            | 5.0            | <b>重要财务与估值</b> |               |               |               |               |
| <b>负债总计</b>      | <b>1005.9</b> | <b>1182.2</b>  | <b>1392.6</b>  | <b>1658.2</b>  | <b>指标</b>      | <b>2016</b>   | <b>2017E</b>  | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>  |
| 少数股东权益           | 157.3         | 171.7          | 189.1          | 209.9          | 每股收益(元)        | 0.62          | 0.75          | 0.99          | 1.30          |
| 归属母公司股东权益        | 6404.2        | 11357.6        | 12734.1        | 14549.1        | 每股净资产(元)       | 4.41          | 6.91          | 7.75          | 8.86          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>7567.3</b> | <b>12711.5</b> | <b>14315.8</b> | <b>16417.2</b> | 发行在外股份         | 1452.6        | 1642.6        | 1642.6        | 1642.6        |
|                  |               |                |                |                | (百万股)          | 1452.6        | 1642.6        | 1642.6        | 1642.6        |
|                  |               |                |                |                | ROIC(%)        | 14.3%         | 19.6%         | 26.7%         | 33.7%         |
|                  |               |                |                |                | ROE(%)         | 14.1%         | 10.8%         | 12.7%         | 14.7%         |
|                  |               |                |                |                | 毛利率(%)         | 61.6%         | 63.1%         | 63.8%         | 64.8%         |
|                  |               |                |                |                | EBIT Margin(%) | 43.5%         | 46.8%         | 47.9%         | 49.2%         |
|                  |               |                |                |                | 销售净利率(%)       | 34.1%         | 34.9%         | 36.2%         | 37.2%         |
|                  |               |                |                |                | 资产负债率(%)       | 13.3%         | 9.3%          | 9.7%          | 10.1%         |
|                  |               |                |                |                | 收入增长率(%)       | 56.0%         | 32.8%         | 27.5%         | 28.3%         |
|                  |               |                |                |                | 净利润增长率         |               |               |               |               |
|                  |               |                |                |                | (%)            | 43.1%         | 35.7%         | 32.3%         | 31.8%         |
|                  |               |                |                |                | P/E            | 34.31         | 28.59         | 21.61         | 16.39         |
|                  |               |                |                |                | P/B            | 4.83          | 2.73          | 2.43          | 2.13          |
|                  |               |                |                |                | EV/EBITDA      | 24.02         | 17.54         | 13.79         | 10.73         |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 免責聲明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

