

## 业绩符合预期，六间房重组稳步推进

### 投资要点

- 事件：**公司发布2018年度业绩预告，预计2018年实现归母净利润12.3亿~13.9亿元，同比增长15%~30%，基本符合我们此前预期。
- 现有项目品质持续优化，盈利能力进一步提升。**1) 杭州宋城延续先发优势，升级改造各类软硬件设施，暑期《宋城千古情》单日演出场次达18场，此外公司正在计划整改推出3号剧院，预计2019年投入运营，演艺业务体量有望再上新台阶；**三亚项目**顺应国际旅游岛建设趋势，五年来的渠道拓展+品牌建设使其成为三亚地标性景区之一，2018全年实现了游客量和业绩的逆势增长。**丽江千古情**通过积极调整营销策略，在区域游客总量减少的背景下，散客、终端、电商全面发力，整体散客收入增长超过90%。**桂林项目**自8月开业以来运行良好已形成区域性品牌口碑。2) 近几年公司一直重视散客和终端市场，在销售渠道方面已形成了较为完善的综合覆盖团散客的开拓机制，各项目毛利率仍处于改善轨道，此外九寨“藏迷”预计2019年可现行业务，前期停业费用负担存在较大优化空间。
- 自建项目按计划释放，佛山项目由轻转重彰显公司发展信心：**1) **自建项目方面：**按照计划预计张家界、西安千古情将于2019年开业，上海世博园项目已于2018年9月27日启动，本轮自建项目平均资金投入约6亿元，参考2013-2014年三亚、九寨、丽江项目投放为公司开启业绩爆发期，预计或于2019年起贡献业绩，此外公司拟以4.5亿元受让佛山项目公司100%股权，后续自主打造“主题乐园”+“文化演艺”，其中一期投资7亿元。2) **轻资产项目方面：**炭河项目开业满一年，接待游客超400万人次，《炭河千古情》演出1000余场，营收超1.6亿元，表现超市场预期，2018年12月28日《明月千古情》顺利开业，宜春项目游客量和综合配套设施优于宁乡项目，业绩表现可期，轻资产项目按计划落地印证公司轻资产模式增长逻辑，其余轻资产项目亦稳步推进。后续预计将有2-3个/年速度投放，按照2.6亿元项目管理费按时间均摊假设，预计轻资产年均可贡献2-3亿元管理费收入，有望提升公司整体盈利能力。
- 六间房重组首次交割完成，打造西塘演艺小镇继续深耕演艺市场。**1) 密境和风股东于2018年12月28日已完成19.96%股权对六间房进行增资，宋城对重组公司持股比例76.96%，预计密境和风剩余80.04%股权将在六间房业绩审核完成后增资，预计可在2019年4月30日前完成，不考虑存量股转让问题则届时公司对重组公司持股40%，六间房可顺利出表。2) 2018年12月27日公司董事会审议通过浙江嘉善西塘演艺小镇项目，对应首期投资10亿元，目前已通过招拍挂获得首期约132亩的土地使用权，嘉善位处浙江紧邻沪、苏、皖，三省一市合计年旅游人次为23.26亿，人口总数2.16亿人，西塘项目将助力公司继续深耕长三角市场，形成全新利润增长点。
- 盈利预测与评级。**目前公司自建及轻资产项目进展顺利，演艺主业业绩贡献可持续，盈利能力仍存提升空间，由于六间房重组二次交割具体时间尚未确定，不考虑六间房重组出表，预计2018-2020年EPS分别为0.89元、0.99元、1.15元，对应PE22X、20X、17X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**新建项目进展或不及预期，六间房重组进度不及预期，成熟项目营收增速或不及预期。

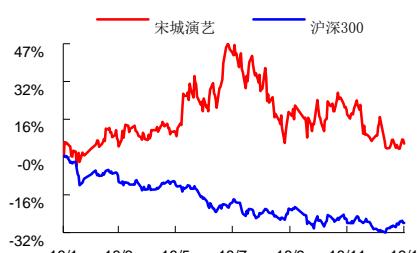
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3023.83	3424.38	3714.45	4196.10
增长率	14.36%	13.25%	8.47%	12.97%
归属母公司净利润（百万元）	1067.61	1297.47	1442.55	1666.91
增长率	18.32%	21.53%	11.18%	15.55%
每股收益EPS（元）	0.73	0.89	0.99	1.15
净资产收益率ROE	14.30%	15.16%	14.81%	14.99%
PE	27	22	20	17
PB	3.88	3.38	2.96	2.59

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：朱芸  
执业证号：S1250517070001  
电话：010-57758600  
邮箱：zhuz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	14.53
流通A股(亿股)	11.83
52周内股价区间(元)	17.67-27.04
总市值(亿元)	284.71
总资产(亿元)	99.06
每股净资产(元)	5.71

### 相关研究

- 宋城演艺（300144）：业绩表现稳健，自建+轻资产支撑高成长 (2018-10-29)
- 宋城演艺（300144）：存量项目成长+增量项目推进，内生盈利增强 (2018-08-24)
- 宋城演艺（300144）：存量项目支撑稳健成长，散客化助力盈利增强 (2018-07-16)
- 宋城演艺（300144）：剥离六间房专注主业，演艺龙头稳健成长 (2018-07-03)
- 宋城演艺（300144）：业绩平稳增长，演艺龙头多箭齐发 (2018-03-28)

**关键假设：**

由于六间房重组出表具有一定不确定性，我们对模型进行了调整，不考虑六间房重组公司出表情况。

假设 1：六间房直播业务稳健发展，毛利率水平维持 51%。

假设 2：假设公司成熟项目随所在地旅游收入实现平稳发展，杭州、三亚、丽江项目 2017-2020 年营收 CAGR 分别为 7.7%、14.1%、8.2%，参考杭州宋城毛利率提升情况，预计各项目毛利率逐年实现小幅提升

假设 3：预计轻资产项目按计划时间开业，2.6 亿项目管理费按开建至开业半年周期月度均摊确认。

**表 1：公司营收成本情况预测**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
现场演艺	收入	1431.4	1442.6	1653.3	2015.0
	增速	8.6%	0.8%	14.6%	21.9%
	毛利率	72.6%	74.3%	75.4%	75.5%
互联网演艺	收入	1240.1	1339.3	1433.1	1519.1
	增速	195.4%	8.0%	7.0%	6.0%
	毛利率	51.1%	51.1%	51.0%	51.0%
轻资产输出	收入	-	265.2	219.4	212.8
	增速	-		-17.3%	-3.0%
	毛利率	-	68.5%	68.1%	67.2%
计划策划费	收入	150.2	154.7	160.8	168.9
	增速	22.4%	3.0%	4.0%	5.0%
	毛利率	51.1%	54.0%	54.0%	55.0%
电子商务费	收入	120.4	138.4	161.9	192.7
	增速	101.0%	15.0%	17.0%	19.0%
	毛利率	64.9%	68.0%	69.0%	70.0%
其他业务	收入	81.8	84.3	85.9	87.7
	增速	5.3%	3.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	99.3%	98.0%	98.0%	98.0%
合计	收入	3023.8	3424.4	3714.4	4196.1
	增速	14.4%	13.2%	8.5%	13.0%
	毛利率	63.2%	64.2%	64.9%	65.6%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3023.83	3424.38	3714.45	4196.10	净利润	1069.27	1299.49	1444.80	1669.51
营业成本	1113.02	1226.17	1304.27	1442.40	折旧与摊销	221.36	289.30	298.66	308.26
营业税金及附加	30.38	59.31	57.24	61.54	财务费用	11.55	5.12	6.11	7.29
销售费用	325.30	310.38	330.49	366.57	资产减值损失	8.96	0.00	0.00	0.00
管理费用	211.79	191.77	208.01	234.98	经营营运资本变动	387.54	-190.90	34.21	89.25
财务费用	11.55	5.12	6.11	7.29	其他	65.34	-0.40	1.55	-1.49
资产减值损失	8.96	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1764.02	1402.60	1785.33	2072.81
投资收益	17.70	0.00	0.00	0.00	资本支出	-684.26	-120.00	-150.00	-180.00
公允价值变动损益	1.11	0.40	0.45	0.49	其他	-250.24	0.40	0.45	0.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-934.50	-119.60	-149.55	-179.51
<b>营业利润</b>	<b>1346.23</b>	<b>1632.04</b>	<b>1808.78</b>	<b>2083.81</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-48.85	-19.50	-23.66	-24.38	长期借款	-400.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1297.38</b>	<b>1612.54</b>	<b>1785.12</b>	<b>2059.44</b>	股权融资	0.13	0.00	0.00	0.00
所得税	228.11	313.05	340.32	389.93	支付股利	-145.26	-213.52	-259.49	-288.51
<b>净利润</b>	<b>1069.27</b>	<b>1299.49</b>	<b>1444.80</b>	<b>1669.51</b>	其他	178.38	-197.67	-6.11	-7.29
少数股东损益	1.66	2.02	2.25	2.60	筹资活动现金流净额	-366.75	-411.19	-265.60	-295.80
归属母公司股东净利润	1067.61	1297.47	1442.55	1666.91	<b>现金流量净额</b>	<b>455.15</b>	<b>871.81</b>	<b>1370.18</b>	<b>1597.51</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
货币资金	1460.16	2331.97	3702.14	5299.65	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	200.80	157.84	186.00	214.93	销售收入增长率	14.36%	13.25%	8.47%	12.97%
存货	4.17	4.59	2.89	4.40	营业利润增长率	17.25%	21.23%	10.83%	15.21%
其他流动资产	640.71	712.47	764.44	850.73	净利润增长率	16.67%	21.53%	11.18%	15.55%
长期股权投资	34.20	34.20	34.20	34.20	EBITDA 增长率	15.69%	21.99%	9.71%	13.52%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1919.20	1880.91	1863.26	1866.01	毛利率	63.19%	64.19%	64.89%	65.63%
无形资产和开发支出	3931.71	3807.39	3683.07	3558.75	三费率	18.14%	14.81%	14.66%	14.51%
其他非流动资产	563.73	557.04	550.35	543.66	净利率	35.36%	37.95%	38.90%	39.79%
<b>资产总计</b>	<b>8754.68</b>	<b>9486.41</b>	<b>10786.36</b>	<b>12372.34</b>	ROE	14.30%	15.16%	14.81%	14.99%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.21%	13.70%	13.39%	13.49%
应付和预收款项	799.54	611.50	707.93	880.73	ROIC	19.29%	22.27%	24.97%	29.59%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	52.22%	56.26%	56.90%	57.18%
其他负债	477.36	303.72	321.92	354.11	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1276.90</b>	<b>915.22</b>	<b>1029.86</b>	<b>1234.85</b>	总资产周转率	0.37	0.38	0.37	0.36
股本	1452.61	1452.61	1452.61	1452.61	固定资产周转率	1.74	2.03	2.21	2.51
资本公积	2476.31	2476.31	2476.31	2476.31	应收账款周转率	115.77	102.48	104.34	104.97
留存收益	3408.88	4492.82	5675.88	7054.28	存货周转率	251.53	279.85	275.18	280.36
归属母公司股东权益	7330.35	8421.74	9604.80	10983.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.25%	—	—	—
少数股东权益	147.43	149.45	151.70	154.29	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7477.78</b>	<b>8571.19</b>	<b>9756.50</b>	<b>11137.50</b>	资产负债率	14.59%	9.65%	9.55%	9.98%
负债和股东权益合计	8754.68	9486.41	10786.36	12372.34	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	流动比率	1.83	3.57	4.60	5.23
EBITDA	1579.14	1926.45	2113.55	2399.36	速动比率	1.83	3.57	4.60	5.23
PE	26.67	21.94	19.74	17.08	股利支付率	13.61%	16.46%	17.99%	17.31%
PB	3.88	3.38	2.96	2.59	<b>每股指标</b>				
PS	9.42	8.31	7.66	6.79	每股收益	0.73	0.89	0.99	1.15
EV/EBITDA	16.85	13.26	11.44	9.41	每股净资产	5.05	5.80	6.61	7.56
股息率	0.51%	0.75%	0.91%	1.01%	每股经营现金	1.21	0.97	1.23	1.43
					每股股利	0.10	0.15	0.18	0.20

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

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

### 行业评级

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

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权归西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn