



**买入**

**102% ↑**

目标价格:人民币 46.00

300144.CH

价格:人民币 22.79

目标价格基础:67倍 16年市盈率

板块评级:增持

## 宋城演艺

### 千古情系列2015全面开花, 期待2016海内外战略扩张

2月28日, 宋城演艺发布2015年年度报告, 报告期内, 公司实现营业收入169,451.40万元, 同比增长81.21%, 归属于上市公司股东的净利润63,056.09万元, 同比增长74.58%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润63,435.22万元, 同比增长83.63%。基本每股收益为0.45元/股, 同比增长66.67%。公司内生增长强劲, 异地项目在今年有望延续高速增长态势, 桂林和上海两大项目将成为公司未来新的业绩增长点, 六间房盈利增长稳定。整体来看, 公司的业绩确定并有望持续高成长, 后续线下演艺的海内外扩张+线上演艺的内容延伸+基于IP的多维度泛文娱扩张+粉丝经济及VR/AR有望落地, 将带来市值成长空间, 建议现价买入。

#### 支撑评级的要点

- 千古情系列景区全线发力, 游客人次超预期增长, 异地项目步入收获期。公司2015年归属母公司股东的净利润为63,056万元, 扣除六间房并入的9,319万元后, 原来主业实现净利润为53,737万元, 同比增长48.78%。公司第四季度实现净利润9,138万元, 同比增长103.77%, 主要是六间房并表所致。
- 线上娱乐平台六间房超额完成业绩目标, 增厚公司净利润。2015年8月, 公司完成收购社交视频网站六间房。2015年, 六间房实现收入72,715.28万元, 净利润16,207.24万元, 超额完成1.5亿元的业绩承诺, 8月份并表后增厚公司净利润9,319万元, 超于预期。
- 影视娱乐板块快速起步, 并购基金助力泛娱乐资源整合。
- 战略目标明确, 打造“现场娱乐+互联网娱乐+旅游休闲+IP”四位一体的综合性娱乐生态圈。

#### 评级面临的主要风险

- 旅游行业系统风险; 六间房所处行业竞争加剧。

#### 估值

- 我们小幅上调2016-2018年每股收益预测至0.69元、0.89元、1.13元, 当前股价对应的市盈率估值分别为33倍、27倍、22倍, 目标价46.00元, 维持买入评级。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	935	1,695	2,652	3,404	4,194
变动(%)	38	81	56	28	23
净利润(人民币 百万)	357	635	999	1,296	1,643
全面摊薄每股收益(人民币)	0.640	0.437	0.688	0.892	1.131
变动(%)	16.7	(31.7)	57.2	29.7	26.8
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.684	0.851	1.019
调整幅度(%)			0.58	4.82	10.99
全面摊薄市盈率(倍)	35.6	52.1	33.1	25.5	20.1
价格/每股现金流量(倍)	24.1	36.2	22.0	19.0	16.0
每股现金流量(人民币)	0.95	0.63	1.04	1.20	1.42
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.1	32.1	19.7	15.0	11.4
每股股息(人民币)	0.112	0.059	0.093	0.121	0.153
股息率(%)	0.5	0.3	0.4	0.5	0.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

#### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(12.6)	3.8	(26.6)	82.1
相对深证成指	14.7	2.9	(1.6)	100.7

发行股数(百万)	1,453
流通股(%)	84
流通股市值(人民币 百万)	27,782
3个月日均交易额(人民币 百万)	338
主要股东(%)	
杭州宋城集团控股有限公司	32

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务: 景点

旷实\*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

\*梅林为本报告重要贡献者

### 点评:

1、千古情系列景区全线发力，游客人次超预期增长，异地项目步入收获期。公司2015年归属母公司股东的净利润为63,056万元，扣除六间房并入的9,319万元后，原来主业实现净利润为53,737万元，同比增长48.78%。公司第四季度实现净利润9,138万元，同比增长103.77%，主要是六间房并表所致。

1) 游客人次增长超预期：2015年，公司整体观演人数2,233.83万人次，大幅增长53.42%，成为公司业绩增长的主要驱动力。其中：宋城千古情观演人数增幅创近5年新高，8月16日更是创造了单日演出15场的奇迹；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。

2) 千古情系列业绩表现靓丽：杭州宋城千古情作为成熟景区，凭借出色的营销策划，2015年利润贡献仍保持较快增长，杭州乐园和动漫乐园则基本持平或略有下滑，预计整个杭州大本营贡献净利润约为2.4-2.6亿元，增长20%-30%；三亚千古情进入开业后的第三年，实现净利润1.40亿元，同比增长75%，成为净利润贡献最多的异地项目；丽江千古情和九寨千古情均为开业第二年，分别实现净利润7,175万元和6,431万元，增长势头强劲。

注：三亚千古情2013年9月开业；丽江千古情2014年3月开业；九寨千古情2014年5月开业。

图表 1. 公司分产品营业收入和毛利率情况

(万元)	营业收入	同比增长(%)	毛利率(%)	同比增减(%)
杭州宋城旅游区收入	70,075	14.91	70.15	1.30
三亚宋城旅游区收入	25,785	61.58	77.28	7.17
丽江宋城旅游区收入	17,120	131.56	62.92	11.01
九寨沟宋城旅游区收入	13,112	106.59	67.28	4.14
6.cn 互联网演艺平台收入	36,910		51.33	

资料来源：公司公告、中银证券

图表 2. 主要子公司的营业收入和净利润情况 (单位：万元)

公司名称	营业收入			净利润		
	2015	2014	同比增长(%)	2015	2014	同比增长(%)
杭州宋城艺术团有限公司	20,401	16,701	22.15	12,221	10,147	20
三亚千古情旅游演艺有限公司	25,785	15,958	61.58	14,043	8,030	75
丽江茶马古城旅游发展有限公司	17,120	7,393	131.56	7,175	922	678
阿坝州九寨千古情旅游发展有限公司	12,360	6,347	94.75	6,431	1,936	232
北京六间房科技有限公司	36,910			9,319		

资料来源：公司公告、中银证券

2、线上娱乐平台六间房超额完成业绩目标，增厚公司净利润。2015年8月，公司完成收购社交视频网站六间房。2015年，六间房实现收入72,715.28万元，净利润16,207.24万元，超额完成1.5亿元的业绩承诺，8月份并表后增厚公司净利润9319万元，超于预期。2015年，六间房月均页面浏览量达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年月均增长约45%，移动端月均访问量较2014年增长79.9%，年均月人均充值金额为702元。在内容层面，截至2015年底，六间房签约表演者超过8万人，较2014年末增长60%。

3、公司通过强强联合的方式在桂林和上海实现新项目的落地，有望成为新的业绩增长点。其中，与桂林旅游合作共建《漓江千古情》，继续在国内一线旅游目的地复制千古情项目。还与上海世博合作推出《上海千古情》等城市演艺作品，从旅游演艺拓展到城市演艺，预计两个项目将在 2017 年上半年开业，有望延续第一批异地项目成功的态势，成为公司新一批业绩爆发的增长点。

4、影视娱乐板块快速起步，并购基金助力泛娱乐资源整合。宋城娱乐首档素人版真人秀《全能极限王》获得同时段全国前三。本末映画发展迅速，通过持续与阿里系合作迅速提升行业知名度。2015 年 5 月和 2015 年 7 月，公司分别成立规模为 10 亿元的现场娱乐基金和规模为 30 亿元的互联网娱乐基金。报告期内，基金投资了嘻哈包袱铺、暖暖游戏、布卡动漫等数家行业龙头企业，迅速打响宋城演艺在现场娱乐和互联网娱乐的品牌，也为公司储备了一定的 IP 资源。

5、战略目标明确，打造“现场娱乐+互联网娱乐+旅游休闲+IP”四位一体的综合性娱乐生态圈。未来五年，公司致力于完成两个目标：1) 一是在品牌上，成为“世界演艺第一”，在规模上跻身“全球主题公园集团”前三；2) 成功打造“以演艺为核心的跨媒体跨区域的泛娱乐生态圈”。公司 2016 年工作计划如下：

- 1) 持续提升大本营及三亚、丽江、九寨等异地项目，确保持续高增长；
- 2) 做好阳朔、上海等项目的建设及剧目的策划和编创，争取于 2017 年上半年开业；
- 3) 投资收购与自主投资并举，2016 年将是公司海外战略落地之年，公司将加快海外现场娱乐及旅游项目兼并收购的步伐；
- 4) 加快整合资源，积极发挥两大基金的战略功能，通过收并购完善布局 O2O 娱乐生态圈；
- 5) 进一步推动线上线下协同与融合，多维度拓展互联网娱乐的边界。公司将围绕六间房平台，大力打造吉祥物、“偶像天团”等优质自有 IP，并逐步推出经纪业务和周边衍生品；
- 6) 以独木桥为核心，通过差异化竞争策略构建旅游 O2O 一站式产业链。

图表 3. 宋城演艺战略版图



资料来源：公司公告、中银证券

6、维持买入评级：公司内生增长强劲，异地项目在今年有望延续高增长态势，桂林和上海两大项目将成为公司未来新的业绩增长点，六间房盈利增长稳定。整体来看，公司的业绩确定并有望持续高成长，后续线下演艺的海内外扩张+线上演艺的内容延伸+基于IP的多维度泛文娱扩张+粉丝经济及VR/AR有望落地，将带来市值成长空间，我们小幅上调2016-2018年净利润为9.99亿、12.96亿、16.48亿的预测，当前股价对应的市盈率估值分别为33、27、22倍，建议现价买入。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	935	1,695	2,652	3,404	4,194
销售成本	(307)	(582)	(868)	(1,078)	(1,266)
经营费用	(13)	(107)	(207)	(342)	(468)
息税折旧前利润	615	1,005	1,577	1,985	2,459
折旧及摊销	(161)	(180)	(224)	(227)	(231)
经营利润(息税前利润)	454	825	1,354	1,758	2,228
净利息收入/(费用)	18	9	12	19	23
其他收益/(损失)	25	1	1	(3)	(3)
税前利润	487	830	1,360	1,764	2,236
所得税	(127)	(180)	(351)	(455)	(576)
少数股东权益	(4)	(15)	(10)	(13)	(16)
净利润	357	635	999	1,296	1,643
核心净利润	357	635	999	1,296	1,643
每股收益(人民币)	0.640	0.437	0.688	0.892	1.131
核心每股收益(人民币)	0.640	0.437	0.688	0.892	1.131
每股股息(人民币)	0.112	0.059	0.093	0.121	0.153
收入增长(%)	38	81	56	28	23
息税前利润增长(%)	28	82	64	30	27
息税折旧前利润增长(%)	31	63	57	26	24
每股收益增长(%)	17	(32)	57	30	27
核心每股收益增长(%)	17	(32)	57	30	27

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	487	830	1,360	1,764	2,236
折旧与摊销	161	180	224	227	231
净利息费用	(8)	(4)	(5)	(9)	(11)
运营资本变动	4	45	276	200	175
税金	(127)	(180)	(351)	(455)	(576)
其他经营现金流	11	43	4	12	14
经营活动产生的现金流	528	915	1,508	1,739	2,069
购买固定资产净值	(464)	(242)	(177)	(185)	(202)
投资减少/增加	119	(1,349)	5	0	0
其他投资现金流	(0)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(345)	(1,591)	(172)	(185)	(202)
净增权益	20	633	(0)	0	0
净增债务	(30)	600	0	(600)	0
支付股息	(56)	(84)	(114)	(181)	(234)
其他融资现金流	(2)	(11)	84	119	137
融资活动产生的现金流	(68)	1,138	(30)	(662)	(98)
现金变动	115	462	1,306	891	1,769
期初现金	905	1,020	1,483	2,612	3,382
公司自由现金流	183	(676)	1,336	1,553	1,867
权益自由现金流	152	(87)	1,335	953	1,866

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,020	1,483	2,612	3,382	5,016
应收帐款	5	16	15	19	24
库存	2	3	5	7	8
其他流动资产	26	237	259	269	280
流动资产总计	1,053	1,739	2,891	3,677	5,328
固定资产	1,873	1,865	1,812	1,769	1,735
无形资产	729	699	694	690	688
其他长期资产	185	2,681	2,689	2,692	2,695
长期资产总计	2,789	5,248	5,198	5,154	5,123
总资产	3,843	6,987	8,089	8,831	10,451
应付帐款	256	188	718	888	1,039
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	67	474	189	234	275
流动负债总计	323	662	906	1,122	1,314
长期借款	0	600	600	0	0
其他长期负债	5	11	0	0	0
股本	558	1,453	1,453	1,453	1,453
储备	2,887	4,150	5,008	6,122	7,534
股东权益	3,445	5,603	6,461	7,575	8,987
少数股东权益	70	111	122	134	150
总负债及权益	3,843	6,987	8,089	8,831	10,451
每股帐面价值(人民币)	6.18	3.86	4.45	5.21	6.19
每股有形资产(人民币)	4.87	3.38	3.97	4.74	5.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.83)	(0.61)	(1.38)	(2.33)	(3.45)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	65.8	59.3	59.5	58.3	58.6
息税前利润率(%)	48.6	48.7	51.0	51.6	53.1
税前利润率(%)	52.1	49.0	51.3	51.8	53.3
净利率(%)	38.2	37.5	37.7	38.1	39.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.3	2.6	3.2	3.3	4.1
利息覆盖率(倍)	362.6	692.4	1,184.3	1,589.4	2,061.8
速动比率(倍)	3.3	2.6	3.2	3.3	4.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	35.6	52.1	33.1	25.5	20.1
核心业务市盈率(倍)	35.6	52.1	33.1	25.5	20.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	71.9	105.2	66.9	51.5	40.7
市净率(倍)	3.7	5.9	5.1	4.4	3.7
价格/现金流(倍)	24.1	36.2	22.0	19.0	16.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.1	32.1	19.7	15.0	11.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	1.8	1.5	1.7	2.0	2.2
应收帐款周转天数	1.9	2.3	2.1	1.8	1.9
应付帐款周转天数	84.7	47.8	62.3	86.1	83.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	23.4	17.9	18.1	18.1	18.1
净资产收益率(%)	10.9	14.0	16.6	18.5	19.8
资产收益率(%)	9.2	11.9	13.3	15.4	17.2
已运用资本收益率(%)	13.8	16.9	20.2	23.7	26.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371