

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)：19.46元

三季度表现符合预期，轻资产预计贡献业绩

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)	1,152.45
总市值(百万元)	28,267.75
年内股价最高最低(元)	25.16/18.33
沪深300指数	3976.95



相关报告

1. 《宋城演艺中报点评-各地项目表现有所差异，整体经营平稳实现有效...》，2017.8.16
2. 《五维解析轻资产模式，“一轻一重”拓演艺发展》，2017.6.15
3. 《宋城演艺一季报点评-一季报业绩增速26.28%，内生外延齐发...》，2017.4.26
4. 《宋城演艺公司点评-非公开发行解决资金缺口，全方位升级产品内容》，2017.3.14
5. 《宋城演艺公司跟踪报告-演艺龙头白马股，涅槃洗礼待重生》，2017.2.9

楼枫桦 分析师 SAC 执业编号：S1130517090005
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.434	0.621	0.718	0.813	0.936
每股净资产(元)	3.86	4.41	5.13	5.79	6.58
每股经营性现金流(元)	0.62	0.69	0.90	0.95	1.12
市盈率(倍)	65.20	33.71	27.03	24.02	20.70
行业优化市盈率(倍)	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00
净利润增长率(%)	74.58%	43.10%	15.62%	13.27%	15.08%
净资产收益率(%)	11.25%	14.09%	14.00%	14.05%	14.23%
总股本(百万股)	1,452.68	1,452.61	1,452.61	1,452.61	1,452.61

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩概述

■ 公司 2017 年前三季度实现营业总收入 23.14 亿元，比去年同期增长 17.6%；归属于上市公司股东的净利润 9.18 亿元，比去年同期增长 20.18%，扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 9.23 亿元，同比增长 22.66%。

经营分析

- 公司前三季度归母净利润增长 22.66%，母公司杭州集团增速相对较高：2017 年前三季度实现营业总收入 23.14 亿元/+17.6%；归属于上市公司股东的净利润 9.18 亿元/+20.18%，公司经营较为平稳，较 2017 年上半年表现基本持平。公司整体费用率 16.9%，同比提升 1.2pct，其中销售费用率提升 0.7pct，财务费用率下降 0.1pct，管理费用率上升 0.6pct，公司费用率水平相对较低，主要的费用来源于销售费用。公司毛利率为 48.1%，下降 1.1pct；净利率为 39.7%，上升了 0.9pct。其中母公司杭州集团营收增速为 80%，净利润增速为 72.2%，杭州部分增速相对较高，2017 年黄金周杭州宋城景区重启“我回大宋”主题活动，杭州 3-7 日宋城景区接待游客 48.93 万人次，10月4日达到接待量高峰 13.2 万人次，单日演出场次达到 16 场，单日门票收入达 1224.72 万元。
- 轻资产计入预收账款，预计增厚全年业绩：前三季度公司预收账款 3.48 亿元/+325.24%，现金及现金等价物净增加额为 2.95 亿元/+764.84%，预收账款和现金及现金等价物净增加额的增加主要由于轻资产项目的收入。预收账款净增加 2.66 亿元，轻资产项目收入目前以预收账款进行核算，若预收账款确认收入，假设轻资产项目的净利率为 60%，增厚业绩 1.60 亿元，净利润增长 40%。
- 九寨沟千古情因九寨沟地震影响暂停开放，业绩影响相对较小：由于 8 月发生九寨沟地震，目前九寨沟景区已暂时关闭，重新开业时间尚未确定。地震对于旅游市场的破坏力巨大，预计九寨沟千古情景区将需要两年左右的休整期。历史数据来看九寨沟千古情景区贡献业绩相对较小，占比约为 9%左右，对公司的经营影响不会太大。
- 多个异地千古情项目将于 2018-2020 年开业，拿下三个轻资产项目能够直接贡献公司业绩：1) 公司在桂林、西安两地的千古情项目均将于 2018 年开业，其中桂林项目于 6 月 23 日正式开工；张家界及上海项目预计 2019 年开业，澳洲传奇王国项目预计 2018 年上半年进入施工招投标阶段。参照公司前期的项目开发和经营进度来看，预期一年的项目培育期。由于张家界土地

审批问题，公司终止非公开发行方案，将以其他资金方式进行新项目的开展。2) 签下了宁乡、听音湖和明月情三个轻资产项目。**宁乡项目**：2017年7月2日开业，16/17E年服务收入分别为1.17/1.43亿元，17E/18E/19E管理收入分别为0.1/0.3/0.5。假设服务收入净利率为60%，**17E/18E/19E的业绩增厚分别为0.958/0.3/0.5亿元**。**听音湖项目**：2020年3月1日开业，假设2017-2020年结算款为0.6/0.6/0.7/0.7亿元，按照60%的净利率来算，**听音湖项目直接贡献17E-20E业绩0.36/0.36/0.42/0.42亿元**。**明月情项目**：假设服务收入按照40%/60%分摊，17E/18E服务收入为1.08/1.62亿元，按照20%的收入分成比例能够直接贡献18E/19E业绩为0.306/1.47亿元。假设服务收入净利率为60%，**明月情项目能够直接贡献17E/18E/19E业绩分别为0.648/1.278/1.47亿元**。预计三个轻资产项目**2017E/2018E/2019E贡献业绩1.97/1.94/2.39亿元**。

盈利预测及投资建议

- 在不计算宋城新项目和澳大利亚项目情况下，目前测算2017E/2018E/2019E的业绩为10.43/11.82/13.60亿元，增长幅度为16%/13%/15%，EPS为0.72/0.81/0.94元，对应目前的股价PE为27/24/21倍。在考虑三个轻资产项目的业绩增厚情况下，测算2017E/2018E/2019E的业绩为12.45/14.19/16.90亿元，增长幅度为38%/11%/16%，EPS为0.85/0.95/1.10元，对应目前的股价PE为23/20/18倍。维持买入评级。

风险提示

- 客流增长不及预期
- 海外项目由于人民币贬值导致资金需求扩大
- 九寨沟的重建不及预期

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)							
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
主营业务收入	935	1,695	2,644	2,972	3,195	3,434	货币资金	1,020	1,483	1,005	2,207	3,083	4,100	
增长率		81.2%	56.0%	12.4%	7.5%	7.5%	应收款项	12	24	60	60	65	69	
主营业务成本	-307	-582	-1,014	-1,232	-1,277	-1,275	存货	2	3	5	5	5	5	
%销售收入	32.8%	34.4%	38.4%	41.4%	40.0%	37.1%	其他流动资产	18	229	770	789	789	789	
毛利	628	1,112	1,630	1,740	1,918	2,158	流动资产	1,053	1,739	1,839	3,061	3,942	4,964	
%销售收入	67.2%	65.6%	61.6%	58.6%	60.0%	62.9%	%总资产	27.4%	24.9%	24.3%	35.1%	40.5%	45.2%	
营业税金及附加	-34	-49	-34	-3	-3	-3	长期投资	126	186	194	194	194	194	
%销售收入	3.7%	2.9%	1.3%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	1,873	1,865	1,911	1,961	2,110	2,356	
营业费用	-37	-107	-277	-297	-320	-343	%总资产	48.7%	26.7%	25.3%	22.5%	21.7%	21.5%	
%销售收入	3.9%	6.3%	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%	无形资产	786	3,178	3,476	3,451	3,429	3,409	
管理费用	-103	-132	-169	-193	-208	-223	非流动资产	2,789	5,248	5,728	5,658	5,786	6,012	
%销售收入	11.0%	7.8%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	%总资产	72.6%	75.1%	75.7%	64.9%	59.5%	54.8%	
息税前利润 (EBIT)	454	825	1,150	1,247	1,388	1,588	资产总计	3,842	6,987	7,567	8,719	9,728	10,976	
%销售收入	48.6%	48.7%	43.5%	42.0%	43.4%	46.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0	
财务费用	12	-1	-13	-4	12	26	应付款项	286	603	518	618	647	661	
%销售收入	-1.3%	0.1%	0.5%	0.1%	-0.4%	-0.8%	其他流动负债	37	59	83	84	89	172	
资产减值损失	-1	-1	-3	0	0	0	流动负债	323	662	601	702	737	833	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	600	400	400	400	400	
投资收益	7	5	14	20	30	30	其他长期负债	5	11	5	0	0	0	
%税前利润	1.3%	0.6%	1.2%	1.6%	2.1%	1.8%	负债	328	1,273	1,006	1,102	1,137	1,233	
营业利润	472	828	1,148	1,263	1,430	1,645	普通股股东权益	3,444	5,603	6,404	7,450	8,413	9,555	
%营业利润率	50.5%	48.9%	43.4%	42.5%	44.7%	47.9%	少数股东权益	70	111	157	167	177	187	
营业外收支	19	-3	12	6	6	6	负债股东权益合计	3,842	6,987	7,567	8,719	9,728	10,976	
税前利润	491	825	1,160	1,269	1,436	1,651	比率分析		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利润率	52.6%	48.7%	43.9%	42.7%	44.9%	48.1%	每股指标							
所得税	-127	-180	-243	-216	-244	-281	每股收益	0.648	0.434	0.621	0.718	0.813	0.936	
所得税率	25.8%	21.8%	21.0%	17.0%	17.0%	17.0%	每股净资产	6.175	3.857	4.409	5.128	5.792	6.578	
净利润	365	645	916	1,053	1,192	1,370	每股经营现金净流	0.924	0.618	0.693	0.899	0.952	1.120	
少数股东损益	4	15	14	10	10	10	每股股利	0.100	0.150	0.100	0.150	0.150	0.150	
归属于母公司的净利润	361	631	902	1,043	1,182	1,360	回报率							
净利率	38.6%	37.2%	34.1%	35.1%	37.0%	39.6%	净资产收益率	10.49%	11.25%	14.09%	14.00%	14.05%	14.23%	
							总资产收益率	9.40%	9.02%	11.92%	11.97%	12.15%	12.39%	
							投入资本收益率	9.59%	10.22%	13.05%	12.91%	12.81%	13.00%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	37.78%	81.21%	56.05%	12.39%	7.52%	7.47%	
							EBIT 增长率	27.61%	81.62%	39.37%	8.42%	11.31%	14.45%	
							净利润增长率	17.11%	74.58%	43.10%	15.62%	13.27%	15.08%	
							总资产增长率	11.19%	81.84%	8.31%	15.22%	11.57%	12.83%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	1.9	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	
							存货周转天数	1.8	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5	
							应付账款周转天数	258.1	139.2	71.7	70.0	70.0	70.0	
							固定资产周转天数	644.4	378.9	247.5	214.1	204.8	195.4	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-29.04%	-15.45%	-11.81%	-25.96%	-33.21%	-39.72%	
							EBIT 利息保障倍数	-36.4	690.5	85.7	343.5	-116.1	-60.7	
							资产负债率	8.54%	18.22%	13.29%	12.64%	11.69%	11.23%	

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	1	8	13	29	33
增持	0	2	2	12	16
中性	0	2	2	8	9
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.35	1.57	1.59

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	2016-11-10	买入	24.94	N/A
2	2016-12-21	买入	20.78	N/A
3	2017-01-19	买入	19.62	N/A
4	2017-02-09	买入	20.76	25.00~27.00
5	2017-03-14	买入	21.70	25.00~27.00
6	2017-04-26	买入	20.00	N/A
7	2017-06-15	买入	21.36	N/A
8	2017-08-16	买入	18.60	N/A

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 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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH