



## 轻资产项目再传捷报，异地扩张值得期待

### 投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 公司及旗下全资控制的霍城宋城旅游发展有限公司与郑州竹桂园旅游景区开发有限公司、新郑市人民政府就宋城·黄帝千古情景区项目签署《合作协议书》。
- **轻资产管理业务捷报频传, 持续发展、可复制属性凸显。** 公司拟为新郑市打造一台标志性旅游演出, 提供节目导演、规划概念性方案设计、互动项目概念性设计等一揽子服务, 同时授权品牌。项目整体金额达到 2.6 亿元, 预计将于 2020 年 3 月 26 日开业。新郑项目是公司继宁乡项目、西樵镇听音湖项目、宜春明月情景区项目后第四单轻资产输出项目。宁乡项目已经在今年上半年顺利试营业, 《炭河千古情》隆重试演。轻资产管理模式可复制性强、可持续性发展得到验证。我们认为公司未来将促进轻资产管理业务发展, 一方面为公司创造利润, 一方面提升公司品牌的影响力。
- **推出多样化活动, 公司现场演艺收入持续稳定增长。** 上半年四大景区演艺业务中, 杭州景区收入同比增长 22%, 一方面是今年杭州天气相比去年明显改善, 另一方面是公司颠覆了往年传统主题活动, 创办了“我回大宋”主题活动, 活动开展 71 天, 接待游客 270 万人次。三亚旅游市场环境整治以后出现了恢复性增长, 三亚景区收入同比增长 11%。丽江景区在当地监管趋严, 天气不利的情况下依然实现了 2% 的增长。九寨景区扩大市占率, 收入同比增长 11%, 8 月 8 日九寨地区发生 7.0 级地震, 鉴于九寨景区收入在公司营收占比较小, 地震对公司经营产生的影响有限。  
  
10 月 24 日公司与上海戏剧学院签订战略合作协议, 由上戏向公司输送各类演艺人才, 公司创作和设计优势将进一步巩固。
- **直播监管趋严, 在线娱乐业务保持稳健增长。** 公司收购六间房的业绩承诺为 2015-2018 年分别实现净利润 1.51 亿元、2.11 亿元、2.75 亿元、3.57 亿元。在直播行业监管趋严的背景下, 上半年六间房实现收入 5.9 亿元, 同比增长 12.6%, 净利润 1.36 亿元, 业绩符合预期。截至 2017 年上半年, 公司拥有签约主播 27 万, 月活跃用户已经达到 5481 万, 庞大的用户基础将保证在线娱乐业务稳步增长。
- **定增暂时中止, 异地扩张战略不变。** 公司于 2017 年 4 月报送定增事宜。由于

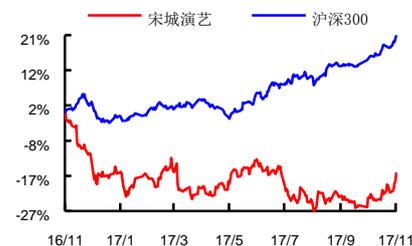
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2644.23	3105.52	3752.03	4752.94
增长率	56.05%	17.45%	20.82%	26.68%
归属母公司净利润 (百万元)	902.31	1072.24	1330.92	1638.64
增长率	43.10%	18.83%	24.12%	23.12%
每股收益 EPS (元)	0.62	0.74	0.92	1.13
净资产收益率 ROE	13.97%	14.49%	15.55%	16.41%
PE	34	28	23	19
PB	4.64	4.06	3.51	3.00

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: S1250517030001  
电话: 010-57758600  
邮箱: zhuzh@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)	11.52
52 周内股价区间(元)	18.33-25.16
总市值(亿元)	304.61
总资产(亿元)	84.06
每股净资产(元)	4.95

### 相关研究

张家界千古情项目土地手续等相关事项正在落实中，公司暂时中止定增项目，将根据事项进展，适时恢复定增项目审核。

根据半年报公司异地扩张项目持续推进，各大项目的景区规划和设计以及演出的策划和编创工作已基本完成。根据公司公告，公司预计桂林项目将于 2018 年开业，西安项目将于 2018 年末或 2019 年初开业，上海、张家界项目将于 2019 年开业。上海项目落地后公司将实现从旅游演艺向城市演艺的跨越，潜在市场空间广阔。第二批筹建中的澳洲、西安、桂林、张家界等复制项目都是海内外一线旅游核心地带，公司过去的成功经验将为异地项目推进提供支持，打开市场空间。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2017-2019 年实现归母净利润 10.72 亿、13.31 亿和 16.39 亿元，对应的 EPS 分别为 0.74 元、0.92 元和 1.13 元。“主题公园+旅游演艺”的模式市场空间广阔，公司是演艺行业龙头，核心创意团队经验丰富，异地项目扩张值得期待，轻资产模式也给公司业绩提供了弹性。考虑到公司现场演艺、互联网演艺在 A 股的稀缺性以及公司未来业绩增速，参考三湘印象、长白山、大连圣亚、黄山旅游、峨眉山 A 等可比公司估值，给予公司 2018 年 27 倍目标估值，对应目标价 24.84 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**自然灾害风险；直播行业发展不确定性；异地项目落地进度或不及预期。



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

**关键假设：**

假设 1：各主要景区 2017-2019 年门票销量分别为杭州（25%/15%/15%）、三亚（15%/15%/10%）、丽江景区（5%/25%/10%），毛利率分别保持在 70%、76%、72%。

假设 2：互联网演艺人均充值金额保持稳定，2017-2019 年期间活跃用户数量增速分别为 15%/30%/15%，毛利率保持在 50%。

假设 3：公司桂林项目于 2018 年下半年落地，毛利率达到 65%，上海项目、西安项目、张家界项目在 2019 年投入运营，毛利率分别为 60%、65%、65%。

假设 4：公司轻资产业务前期主要做项目建设，后期收取门票分成，2017-2019 年三年的毛利率分别为 51%、53%、53%。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
杭州宋城景区	收入	642.04	802.55	922.93	1061.37
	增速	-2.09%	25.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	68.45%	70.00%	70.00%	70.00%
三亚宋城景区	收入	302.61	348.00	400.20	440.22
	增速	19.60%	15.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	74.54%	76.00%	76.00%	76.00%
丽江宋城景区	收入	219.05	230.00	287.50	316.25
	增速	30.03%	5.00%	25.00%	10.00%
	毛利率	72.44%	72.00%	72.00%	72.00%
九寨宋城景区	收入	147.76	96.04	38.42	150.00
	增速	13.79%	-35.00%	-60.00%	290.45%
	毛利率	69.09%	69.00%	69.00%	69.00%
张家界项目	收入				100.00
	增速				-
	毛利率				65.00%
泰山千古情剧院	收入	3.10	3.41	3.75	4.13
	增速	-10.14%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	-87.10%	10.00%	10.00%	10.00%
西安项目	收入				100.00
	增速				-
	毛利率				65.00%
桂林项目	收入			114.00	228.00
	增速			-	100%
	毛利率			65.00%	65.00%
上海项目	收入				100.00
	增速				-
	毛利率				60.00%

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
六间房	收入	1090.21	1253.74	1629.86	1874.34
	增速	195.37%	15.00%	30.00%	15.00%
	毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
设计策划费	收入	122.66	249.00	226.00	242.02
	增速	618.99%	103.00%	-9.24%	7.09%
	毛利率	50.64%	122.01	105.84	113.69
电子商务手续费	收入	59.88	65.87	72.45	79.70
	增速	36.71%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	73.15%	73.00%	73.00%	73.00%
其他	收入	56.92	56.92	56.92	56.92
	增速	5.33%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	98.35%	98.00%	98.00%	98.00%
合计	收入	2644.24	3105.5	3752.0	4753.0
	增速	56.05%	17.45%	20.82%	26.68%
	毛利率	61.64%	61.70%	61.35%	61.58%

数据来源: Wind, 西南证券

### 可比公司估值:

上市公司中业务与宋城演艺具有可比性的有三湘印象、长白山、大连圣亚、黄山旅游、峨眉山 A, 选取这几家公司作为估值参考。宋城演艺当前市场价格对应 2018 年 PE 23 倍, 低于可比公司平均的 27 倍, 考虑到公司现场演艺、互联网演艺在 A 股市场的稀缺性以及公司未来业绩增速, 给予公司 2018 年 27 倍目标估值, 对应目标价 24.84 元。

表 2: 可比公司估值情况

股票代码	公司名称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				17E	18E	19E	17E	18E	19E
000863.SZ	三湘印象	6.61	91.33	0.44	0.5	0.62	15	13	11
603099.SH	长白山	14.26	38.03	0.32	0.41	0.50	45	35	29
600593.SH	大连圣亚	23.81	21.91	0.53	0.60	0.72	45	40	33
600054.SH	黄山旅游	14.68	109.70	0.53	0.64	0.73	28	23	20
000888.SZ	峨眉山 A	10.41	54.85	0.38	0.44	0.50	27	24	21
平均值							32	27	23
300144.SZ	宋城演艺	20.97	304.61	0.74	0.92	1.13	28	23	19

数据来源: Wind, 西南证券整理 (可比公司盈利预测为 wind 一致预期, 宋城演艺为西南证券预测)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2644.23	3105.52	3752.03	4752.94	净利润	916.47	1088.57	1351.18	1663.59
营业成本	1014.19	1189.33	1450.08	1826.14	折旧与摊销	203.35	378.44	428.95	477.96
营业税金及附加	34.26	40.37	48.78	61.79	财务费用	13.43	11.67	7.88	7.16
销售费用	276.61	310.55	337.68	475.29	资产减值损失	3.01	2.00	2.00	2.00
管理费用	169.13	201.86	225.12	304.19	经营营运资本变动	-485.76	375.66	-37.85	122.57
财务费用	13.43	11.67	7.88	7.16	其他	379.76	-23.00	-23.00	-23.00
资产减值损失	3.01	2.00	2.00	2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1030.25</b>	<b>1833.34</b>	<b>1729.16</b>	<b>2250.28</b>
投资收益	14.45	21.00	21.00	21.00	资本支出	-43.41	-600.00	-600.00	-500.00
公允价值变动损益	0.11	0.00	0.00	0.00	其他	-1183.84	98.99	4.86	16.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1227.25</b>	<b>-501.01</b>	<b>-595.14</b>	<b>-483.93</b>
<b>营业利润</b>	<b>1148.17</b>	<b>1370.74</b>	<b>1701.48</b>	<b>2097.37</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.62	6.84	8.44	7.91	长期借款	-200.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1159.79</b>	<b>1377.59</b>	<b>1709.92</b>	<b>2105.28</b>	股权融资	0.57	0.00	0.00	0.00
所得税	243.32	289.01	358.74	441.68	支付股利	-101.69	-145.51	-172.92	-214.63
净利润	916.47	1088.57	1351.18	1663.59	其他	27.83	-4.59	-7.88	-7.16
少数股东损益	14.16	16.33	20.27	24.95	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-273.28</b>	<b>-150.10</b>	<b>-180.80</b>	<b>-221.79</b>
归属母公司股东净利润	902.31	1072.24	1330.92	1638.64	<b>现金流量净额</b>	<b>-477.73</b>	<b>1182.23</b>	<b>953.23</b>	<b>1544.56</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1005.01	2187.24	3140.46	4685.02	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	77.13	79.70	100.87	125.76	销售收入增长率	56.05%	17.45%	20.82%	26.68%
存货	4.68	5.49	6.69	8.43	营业利润增长率	38.70%	19.39%	24.13%	23.27%
其他流动资产	752.18	659.35	777.70	932.82	净利润增长率	41.99%	18.78%	24.12%	23.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.24%	29.01%	21.44%	20.77%
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	1911.00	2245.94	2530.37	2665.79	毛利率	61.65%	61.70%	61.35%	61.58%
无形资产和开发支出	3397.06	3291.61	3186.17	3080.72	三费率	17.36%	16.88%	15.21%	16.55%
其他非流动资产	420.26	334.35	342.56	339.55	净利率	34.66%	35.05%	36.01%	35.00%
<b>资产总计</b>	<b>7567.34</b>	<b>8803.68</b>	<b>10084.83</b>	<b>11838.09</b>	ROE	13.97%	14.49%	15.55%	16.41%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.11%	12.36%	13.40%	14.05%
应付和预收款项	375.15	449.10	526.36	680.87	ROIC	17.47%	19.30%	23.49%	28.21%
长期借款	400.00	400.00	400.00	400.00	EBITDA/销售收入	51.62%	56.70%	56.99%	54.33%
其他负债	230.74	442.98	468.60	618.40	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1005.89</b>	<b>1292.09</b>	<b>1394.97</b>	<b>1699.27</b>	总资产周转率	0.36	0.38	0.40	0.43
股本	1452.61	1452.61	1452.61	1452.61	固定资产周转率	1.49	1.62	1.74	2.04
资本公积	2476.18	2476.18	2476.18	2476.18	应收账款周转率	152.54	143.82	141.71	146.02
留存收益	2486.52	3413.26	4571.26	5995.27	存货周转率	264.60	233.90	238.09	241.55
归属母公司股东权益	6404.17	7337.99	8495.99	9920.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.81%	—	—	—
少数股东权益	157.27	173.60	193.87	218.82	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6561.45</b>	<b>7511.59</b>	<b>8689.86</b>	<b>10138.82</b>	资产负债率	13.29%	14.68%	13.83%	14.35%
负债和股东权益合计	7567.34	8803.68	10084.83	11838.09	带息债务/总负债	39.77%	30.96%	28.67%	23.54%
					流动比率	3.06	3.30	4.07	4.44
					速动比率	3.05	3.30	4.06	4.44
					股利支付率	11.27%	13.57%	12.99%	13.10%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.62	0.74	0.92	1.13
					每股净资产	4.52	5.17	5.98	6.98
					每股经营现金	0.71	1.26	1.19	1.55
					每股股利	0.07	0.10	0.12	0.15
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1364.94	1760.85	2138.32	2582.49					
PE	33.76	28.41	22.89	18.59					
PB	4.64	4.06	3.51	3.00					
PS	11.52	9.81	8.12	6.41					
EV/EBITDA	21.50	16.04	12.75	9.96					
股息率	0.33%	0.48%	0.57%	0.70%					

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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告版权为西南证券所有，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	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn