

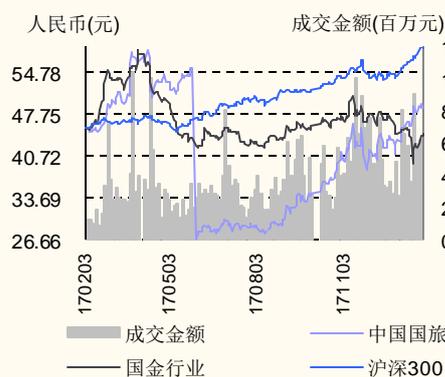
宋城演艺 (300144.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 20.09 元

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)	29,182.89
年内股价最高最低 (元)	21.87/17.67
沪深 300 指数	4074.25



相关报告

- 1.《宋城演艺三季报点评-三季报表现符合预期, 轻资产预计贡献业绩》, 2017.10.26
- 2.《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
- 3.《多维解析轻资产模式, “一轻一重” 拓展演艺发展》, 2017.6.15
- 4.《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

楼枫焯 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

西安项目合作模式创新, 预计 19 年 6 月前试营业

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	0.734	0.920	1.002
每股净资产 (元)	3.86	4.41	5.14	5.91	6.77
每股经营性现金流 (元)	0.62	0.69	0.94	1.06	1.21
市盈率 (倍)	65.20	33.71	27.38	21.84	20.05
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%	18.11%	25.41%	8.91%
净资产收益率 (%)	11.25%	14.09%	14.26%	15.56%	14.81%
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

事件简述

- 公司与西安世园投资 (集团) 有限公司于 2018 年 3 月 17 日签订了《中华千古情项目合作协议》。

经营分析

- **西安项目土地选址更改完成, 19 年 6 月前实现试运营:** 公司 17 年 4 月与西安曲江大明宫遗址区保护改造办公室签订的西安千古情景区项目合作协议, 选址大明宫遗址公园西侧, 由于涉及到历史遗址, 公司将选址更改为西安浐灞生态区世博园内, 占地面积约 100 亩。预计中华千古情与之前公告的西安千古情的剧场体量相似 (约 3000-4000 座的特大型剧院), 项目预计能够在 2019 年 6 月前实现试运营。
- 此次中华千古情与西安千古情项目实施存在的差异在于 1) **选址的不同**, 从大明宫遗址公园西侧更改为西安浐灞生态区世博园 (2012 年 4 月开园, 年接待人数超过 800 万人次), 新址距离大明宫遗址及机场约 30/20 分钟车程。2) **合作方式有所创新, 资产由重转轻:** 合作方世园集团负责项目建设、提供演出场所及其他配套基础设施, 成立项目公司 (宋城 80% 股权, 世园集团 20% 股权) 负责项目的筹备、运营管理工作, 通过每年 300 万的租金和投资收益将资产和资源、硬体和创意等要素进行有机结合, 实现双方发挥各自资源优势加快项目推进, 实现共赢发展。
- **西安作为历史文化旅游胜地, 当地客流量与历史底蕴能够丰富中华千古情内容和流量:** 2017 年共接待海内外游客 1.81 亿人次/+20.5%, 旅游总收入达 1633 亿元/+34.6%。西安是“丝绸之路经济带”的新起点和重要枢纽, “中华千古情景区”项目的实施将能够利用西安的悠久历史和文化底蕴进行因地制宜的创造, 填补了千古情在西部地区的空白。同时西安地区的演艺项目有《长恨歌》(2007 年 4 月开演, 大型实景演出。十年来累计演出 2400 场, 约接待 500 万)、西安华夏文旅大剧院 (室内演艺剧场, 可容纳 3000 人, 预计 3 月 31 日试营业)。宋城演艺在轻资产模式下能够充分发挥公司的千古情品牌和宣传推广优势吸引客流, 实现开业超预期。

盈利调整及投资建议

- 考虑轻资产 17E-19E 业绩为 10.7/13.4/14.6 亿元, 增速 18%/25%/9%, EPS 为 0.74/0.92/1.0 元, 对应 PE 为 27/22/20 倍, 维持买入评级。

风险提示

- 六间房业绩表现不及承诺, 存在商誉减值风险; 多个异地扩张项目的开业时间及市场表现不及预期; 20 年前有多个项目需要落地, 资金压力较大。

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	3,030	3,377	3,605	货币资金	1,020	1,483	1,005	1,645	2,492	3,445
增长率		81.2%	56.0%	14.6%	11.5%	6.8%	应收款项	12	24	60	61	68	73
主营业务成本	-307	-582	-1,014	-1,145	-1,166	-1,222	存货	2	3	5	5	5	5
%销售收入	32.8%	34.4%	38.4%	37.8%	34.5%	33.9%	其他流动资产	18	229	770	787	788	788
毛利	628	1,112	1,630	1,884	2,211	2,383	流动资产	1,053	1,739	1,839	2,498	3,353	4,312
%销售收入	67.2%	65.6%	61.6%	62.2%	65.5%	66.1%	%总资产	27.4%	24.9%	24.3%	28.6%	33.9%	38.3%
营业税金及附加	-34	-49	-34	-3	-3	-4	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	-354	-405	-433	%总资产	48.7%	26.7%	25.3%	22.5%	21.3%	20.9%
%销售收入	3.9%	6.3%	10.5%	11.7%	12.0%	12.0%	无形资产	786	3,178	3,476	4,016	4,178	4,339
管理费用	-103	-132	-169	-197	-219	-234	非流动资产	2,789	5,248	5,728	6,223	6,535	6,942
%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%	71.4%	66.1%	61.7%
息税前利润 (EBIT)	454	825	1,150	1,330	1,583	1,713	资产总计	3,842	6,987	7,567	8,722	9,888	11,253
%销售收入	48.6%	48.7%	43.5%	43.9%	46.9%	47.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	12	-1	-13	-8	3	17	应付款项	286	603	518	599	629	664
%销售收入	-1.3%	0.1%	0.5%	0.3%	-0.1%	-0.5%	其他流动负债	37	59	83	84	91	175
资产减值损失	-1	-1	-3	0	0	0	流动负债	323	662	601	683	720	838
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%	1.5%	1.8%	1.7%	负债	328	1,273	1,006	1,083	1,120	1,238
营业利润	472	828	1,148	1,342	1,616	1,760	普通股股东权益	3,444	5,603	6,404	7,472	8,590	9,828
营业利润率	50.5%	48.9%	43.4%	44.3%	47.9%	48.8%	少数股东权益	70	111	157	167	177	187
营业外收支	19	-3	12	-46	6	6	负债股东权益合计	3,842	6,987	7,567	8,722	9,888	11,253
税前利润	491	825	1,160	1,296	1,622	1,766	比率分析						
利润率	52.6%	48.7%	43.9%	42.8%	48.0%	49.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-127	-180	-243	-220	-276	-300	每股指标						
所得税率	25.8%	21.8%	21.0%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.648	0.434	0.621	0.734	0.920	1.002
净利润	365	645	916	1,076	1,346	1,466	每股净资产	6.175	3.857	4.409	5.144	5.914	6.766
少数股东损益	4	15	14	10	10	10	每股经营现金净流	0.924	0.618	0.693	0.935	1.063	1.206
归属于母公司的净利润	361	631	902	1,066	1,336	1,456	每股股利	0.100	0.150	0.100	0.150	0.150	0.150
净利率	38.6%	37.2%	34.1%	35.2%	39.6%	40.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.49%	11.25%	14.09%	14.26%	15.56%	14.81%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	9.40%	9.02%	11.92%	12.22%	13.52%	12.93%
净利润	365	645	916	1,076	1,346	1,466	投入资本收益率	9.59%	10.22%	13.05%	13.73%	14.33%	13.65%
少数股东损益	4	15	14	10	10	10	增长率						
非现金支出	150	164	183	168	176	183	主营业务收入增长率	37.78%	81.21%	56.05%	14.58%	11.46%	6.76%
非经营收益	-3	44	11	53	-8	-8	EBIT增长率	27.61%	81.62%	39.37%	15.63%	19.03%	8.21%
营运资金变动	4	45	-104	62	30	112	净利润增长率	17.11%	74.58%	43.10%	18.11%	25.41%	8.91%
经营活动现金净流	515	898	1,007	1,359	1,544	1,753	总资产增长率	11.19%	81.84%	8.31%	15.26%	13.37%	13.81%
资本开支	-464	-124	-688	-708	-481	-584	资产管理能力						
投资	116	-1,470	-554	0	0	0	应收账款周转天数	1.9	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4
其他	3	3	15	20	30	30	存货周转天数	1.8	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
投资活动现金净流	-345	-1,591	-1,227	-688	-451	-554	应付账款周转天数	258.1	139.2	71.7	70.0	70.0	70.0
股权募资	20	633	60	0	0	0	固定资产周转天数	644.4	378.9	247.5	210.0	193.8	186.1
债权募资	-30	600	-200	-5	0	0	偿债能力						
其他	-58	-95	-141	-26	-246	-246	净负债/股东权益	-29.04%	-15.45%	-11.81%	-18.52%	-25.80%	-32.10%
筹资活动现金净流	-68	1,138	-281	-31	-246	-246	EBIT利息保障倍数	-36.4	690.5	85.7	169.5	-478.6	-101.9
现金净流量	103	445	-501	640	847	953	资产负债率	8.54%	18.22%	13.29%	12.41%	11.33%	11.00%

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
	2	4	9	17	37
	0	6	7	11	30
	0	1	2	3	7
	0	0	0	1	1
	1.00	1.73	1.61	1.63	1.63

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	2016-12-21	买入	20.78	N/A
2	2017-01-19	买入	19.62	N/A
3	2017-02-09	买入	20.76	25.00~27.00
4	2017-03-14	买入	21.70	25.00~27.00
5	2017-04-26	买入	20.00	N/A
6	2017-06-15	买入	21.36	N/A
7	2017-08-16	买入	18.60	N/A
8	2017-10-26	买入	19.46	N/A

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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