

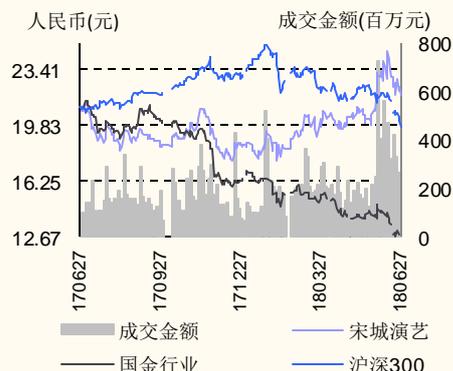
宋城演艺 (300144.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 21.80 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,152.51
总市值(百万元)	31,666.85
年内股价最高最低(元)	24.54/17.57
沪深 300 指数	3459.26



相关报告

1. 《宋城演艺季报点评-18Q1 业绩增长平稳, 毛利提升带动利润增长》, 2018.4.26
2. 《宋城演艺年报点评-17 年年报符合预期, 18 年增量项目贡献业绩》, 2018.3.28
3. 《宋城演艺公司点评-西安项目合作模式创新, 预计 19 年 6 月前试营...》, 2018.3.20
4. 《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
5. 《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

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

六间房重组剥离, 有望三年实现利润翻番

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.621	0.732	1.136	0.923	1.037
每股净资产(元)	4.41	5.05	6.06	6.84	7.72
每股经营性现金流(元)	0.69	1.20	0.58	0.86	1.14
市盈率(倍)	33.71	25.50	19.19	23.62	21.02
净利润增长率(%)	43.10%	17.81%	55.25%	-18.75%	12.36%
净资产收益率(%)	14.09%	14.50%	18.74%	13.50%	13.43%
总股本(百万股)	1,452.61	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

- 密境和风全体股东拟以密境和风 100% 股权认购公司子公司六间房新增的注册资本。六间房整体估值为 34 亿元, 密境和风整体估值为 51 亿元, 与密境和风进行重组后的六间房将不再作为宋城演艺的并表子公司。宋城演艺拟向适格投资者转让部分六间房股权确保投资者最后获得重组后集团公司的股权, 完成转让后宋城演艺在重组后集团公司的持股比例将低于 30%。

经营分析

- 六间房重大资产重组, 与花椒直播合并, 资产重组预计贡献宋城演艺 5-6 个亿的投资收益: 花椒股东以密境和风 100% (估值 51 亿元) 增资六间房 (34 个亿), 公司持有重组后新公司 40% 股权, 花椒全体股东持有 60% 股权。考虑到控制权的问题, 公司转让六间房部分股权实现公司在重组后新公司的持股比例低于 30%, 通过股权转让及股权置换的方式将六间房从全资子公司纳入合并范围转变为权益法核算投资收益, 进行资产重组和股权转让预计能够贡献公司 18 年净利润约 5.7 亿元体量。同时考虑到六间房通过分红 4 亿元的股东会决议, 同时转让股权约为 8.5 亿元现金流, 此次重组能够贡献 12.5 亿元的现金流。
- 花椒与六间房的合并将补足移动和网页 PC 端的直播板块, 花椒 17 年净利润为 -1.4 亿元, 18 年上半年预计实现利润扭亏为盈: 花椒直播上线于 2015 年, 有别于秀场直播的优势在于: 场景多元化、全民参与感和明星互动等特点, 截止 18 年 3 月, 花椒直播累计注册用户约为 1.4 亿, 17 年第四季度 2.13% 活跃用户占比位于直播 APP 第一。同时重组后新公司将由刘岩出任 CEO, 整合两大平台的资源和优势, 实现花椒直播正向盈利。公司将持有约 30% 的重组后公司股权, 将以投资收益方式核算, 18 年六间房净利润 3.57 亿元的业绩承诺保留。
- 预计重组后产生投资收益能够在 18 年并表, 新开业及轻资产能够为公司业绩带来增量: 18 年存在六间房重组后不纳入合并报表及核算投资收益的影响, 综合核算下预计 18 年实现净利润 16 亿元, 其中 5.7 亿元为重组投资收益, 六间房并表部分约为 2 个亿。不考虑投资收益 18PE 约为 28X, 19-20E 年剔除投资收益, 新开业及轻资产项目能够实现公司净利增速在 20% 以上。

盈利调整

- 18E-20E 业绩为 16.5/13.4/15.07 亿元, 增速 55%/-18%/12%, EPS 为 1.14/0.92/1.04 元, 对应 PE 为 19/24/21 倍, 维持买入评级。

风险提示

- 多个异地扩张项目的开业时间及市场表现不及预期; 2020 年前有多个项目需要落地, 资金压力较大; 资产重组项目落地时间不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,695	2,644	3,024	2,908	2,451	2,611
增长率		56.0%	14.4%	-3.8%	-15.7%	6.5%
主营业务成本	-582	-1,014	-1,113	-991	-617	-583
%销售收入	34.4%	38.4%	36.8%	34.1%	25.2%	22.3%
毛利	1,112	1,630	1,911	1,917	1,834	2,028
%销售收入	65.6%	61.6%	63.2%	65.9%	74.8%	77.7%
营业税金及附加	-49	-34	-30	-29	-25	-26
%销售收入	2.9%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-107	-277	-325	-305	-172	-170
%销售收入	6.3%	10.5%	10.8%	10.5%	7.0%	6.5%
管理费用	-132	-169	-212	-189	-157	-164
%销售收入	7.8%	6.4%	7.0%	6.5%	6.4%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	825	1,150	1,343	1,394	1,481	1,668
%销售收入	48.7%	43.5%	44.4%	47.9%	60.4%	63.9%
财务费用	-1	-13	-12	27	38	52
%销售收入	0.1%	0.5%	0.4%	-0.9%	-1.6%	-2.0%
资产减值损失	-1	-3	-9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	5	14	18	570	100	100
%税前利润	0.6%	1.2%	1.4%	28.6%	6.2%	5.5%
营业利润	828	1,148	1,342	1,991	1,619	1,820
营业利润率	48.9%	43.4%	44.4%	68.5%	66.1%	69.7%
营业外收支	-3	12	-49	0	0	0
税前利润	825	1,160	1,293	1,991	1,619	1,820
利润率	48.7%	43.9%	42.8%	68.5%	66.1%	69.7%
所得税	-180	-243	-228	-338	-275	-309
所得税率	21.8%	21.0%	17.6%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	645	916	1,065	1,652	1,344	1,511
少数股东损益	15	14	2	2	3	4
归属于母公司的净利润	631	902	1,063	1,650	1,341	1,507
净利率	37.2%	34.1%	35.2%	56.8%	54.7%	57.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	645	916	1,069	1,652	1,344	1,511
少数股东损益	15	14	2	2	3	4
非现金支出	164	183	203	165	174	179
非经营收益	44	11	33	-569	-100	-100
营运资金变动	45	-104	431	-412	-172	71
经营活动现金净流	898	1,007	1,737	836	1,247	1,660
资本开支	-124	-688	-520	-334	-339	-441
投资	-1,470	-554	-441	0	0	0
其他	3	15	26	570	100	100
投资活动现金净流	-1,591	-1,227	-935	236	-239	-341
股权募资	633	60	0	0	0	0
债权募资	600	-200	-200	-210	0	0
其他	-95	-141	-174	-174	-218	-218
筹资活动现金净流	1,138	-281	-374	-385	-218	-218
现金净流量	445	-501	428	687	789	1,101

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,483	1,005	1,460	2,147	2,936	4,037
应收账款	24	60	187	66	56	61
存货	3	5	4	4	3	2
其他流动资产	229	770	654	714	708	708
流动资产	1,739	1,839	2,306	2,931	3,704	4,808
%总资产	24.9%	24.3%	26.3%	30.7%	35.3%	40.6%
长期投资	186	194	325	325	325	325
固定资产	1,865	1,911	1,919	2,073	2,223	2,469
%总资产	26.7%	25.3%	21.9%	21.7%	21.2%	20.8%
无形资产	3,178	3,476	3,999	4,017	4,032	4,049
非流动资产	5,248	5,728	6,449	6,618	6,783	7,045
%总资产	75.1%	75.7%	73.7%	69.3%	64.7%	59.4%
资产总计	6,987	7,567	8,755	9,549	10,486	11,853
短期借款	0	0	200	0	0	0
应付款项	603	518	969	515	343	337
其他流动负债	59	83	90	78	61	142
流动负债	662	601	1,259	593	404	479
长期贷款	600	400	0	0	0	0
其他长期负债	11	5	18	0	0	0
负债	1,273	1,006	1,277	593	404	479
普通股股东权益	5,603	6,404	7,330	8,806	9,929	11,218
少数股东权益	111	157	147	149	152	156
负债股东权益合计	6,987	7,567	8,755	9,549	10,486	11,853

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.434	0.621	0.732	1.136	0.923	1.037
每股净资产	3.857	4.409	5.046	6.062	6.835	7.723
每股经营现金净流	0.618	0.693	1.196	0.575	0.858	1.143
每股股利	0.100	0.150	0.100	0.120	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	11.25%	14.09%	14.50%	18.74%	13.50%	13.43%
总资产收益率	9.02%	11.92%	12.14%	17.28%	12.79%	12.71%
投入资本收益率	10.22%	13.05%	14.41%	12.92%	12.19%	12.17%
增长率						
主营业务收入增长率	81.21%	56.05%	14.36%	-3.84%	-15.72%	6.54%
EBIT增长率	81.62%	39.37%	16.81%	3.75%	6.26%	12.61%
净利润增长率	74.58%	43.10%	17.81%	55.25%	-18.75%	12.36%
总资产增长率	81.84%	8.31%	15.69%	9.07%	9.82%	13.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.3	2.4	3.2	3.3	3.4	3.5
存货周转天数	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
应付账款周转天数	139.2	71.7	63.8	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	378.9	247.5	203.8	218.8	267.0	257.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.45%	-11.81%	-18.18%	-25.08%	-30.11%	-36.36%
EBIT利息保障倍数	690.5	85.7	116.3	-51.5	-38.8	-31.9
资产负债率	18.22%	13.29%	14.59%	6.21%	3.86%	4.04%

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	0	0	0	0	37
增持	0	0	0	0	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.21

来源：贝格数据

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	2016-08-24	买入	23.99	N/A
2	2016-10-11	买入	25.08	30.00~35.00
3	2016-11-10	买入	24.94	N/A
4	2016-12-21	买入	20.78	N/A
5	2017-01-19	买入	19.53	N/A
6	2017-02-09	买入	20.83	25.00~27.00
7	2017-03-14	买入	21.70	25.00~27.00
8	2017-04-26	买入	20.00	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