

六间房重组出表，聚焦主业稳增长 买入（维持）

2018年07月01日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,024	3,592	4,243	4,916
同比(%)	14.4%	18.8%	18.1%	15.9%
净利润(百万元)	1,068	1,345	1,592	1,850
同比(%)	18.3%	26.0%	18.4%	16.2%
每股收益(元/股)	0.73	0.93	1.10	1.27
P/E(倍)	31.97	25.38	21.44	18.45

事件：2018年6月27日公司发布公告，公司全资子公司六间房拟与花椒直播重组，六间房将从宋城演艺表内剥离，交易尚需提交股东大会审议。

投资要点

- **交易方案：**花椒直播母公司密境和风全体股东拟以密境和风100%股权认购六间房新增注册资本，交易完成后花椒全体股东持有新主体60%股权。六间房整体估值34亿，密境和风整体估值51亿，重组后集团公司的整体估值为85亿元。
- **六间房将从宋城演艺表内剥离。**宋城演艺将于协议签署后向适格投资者转让六间房的部分存量股权，在新公司中持股比例将低于30%（新公司控股股东为花椒原控股股东奇虎三六零，与一致行动人合计持股39.07%），宋城任命新公司董事会5名董事中的2名。重组后的六间房将不再作为宋城演艺的并表子公司，并购六间房产生的23.7亿商誉以及并购灵动时空产生的3.71亿商誉也将减少为零。本次交易不构成重大资产重组。
- **六间房2018年业绩承诺依然有效。**15年六间房被宋城并购时曾出具业绩承诺，承诺15-18年扣非净利润分别不低于1.51、2.11、2.75、3.57亿元，六间房15-17年分别实现1.62、2.30、2.85亿元，均完成业绩承诺，18年业绩承诺不受本次重组影响。
- **投资收益增厚公司业绩，18年业绩有望增厚约5亿。**2015年宋城演艺以26亿元的价格全资收购六间房，本次重组六间房估值为34亿元，此次变现股权的收益率达到30%以上，对应投资收益约2亿，考虑到此前六间房已通过分红4亿元的股东决议，收益率接近50%。本次重组预计9-10月份左右完成，假设18年前三季度六间房仍并表。按18年业绩承诺3.57亿计算，出表的业绩影响约0.9-1.2亿，预计18年增厚业绩约5亿。同时分红和股权出售也将为公司带来超10亿现金流，助力公司主业发力。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.50
一年最低/最高价	17.55/24.79
市净率(倍)	4.48
流通A股市值(百万元)	27083.92

基础数据

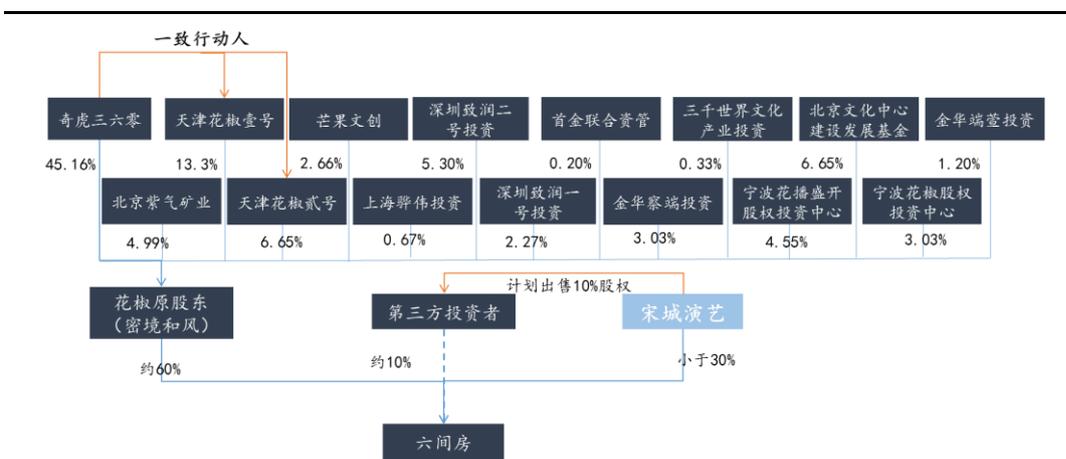
每股净资产(元)	5.25
资产负债率(%)	14.71
总股本(百万股)	1452.61
流通A股(百万股)	1152.51

相关研究

- 1、《宋城旅游：新项目陆续推进，产品优化、营销升级带动盈利能力提升》2018-04-26
- 2、《宋城演艺：业绩增长印证内生动力，新项目有望贡献新增速》2018-04-03
- 3、《宋城演艺：业务稳健增长，异地项目+轻资产输出项目储备充足成长性强》2017-08-16

- 直播平台强强联手，协同发展打开成长空间。**六间房和花椒直播分别在 PC 端和移动端直播中处于行业领先地位，截至 2018 年 3 月，六间房互联网演艺平台累计注册用户约为 6,100 万，签约表演者人数为 28.5 万名，花椒直播累计注册用户约为 1.4 亿。本次重组后双方将通过 1) 打通用户体系；2) 整合主播资源；3) 协同业务运营体系，共同挖掘用户价值，运营用户流量；4) 提升对主播经纪公司、CDN 及带宽提供方的议价能力。新主体拟聘任刘岩为公司的首任总经理，任期三年，其丰富的直播经验将助力强强联合的直播平台再上成长新台阶。同时也有利于进一步提升宋城演艺的股东价值，优化宋城演艺战略布局。假设六间房盈利能力持续、花椒微亏，则预计未来新主体有望每年为公司带来约 1 亿左右的投资收益。
- 宋城聚焦旅游演艺主业，业绩稳步高增长。**1) 杭州及三亚等存量演艺产品、营销持续升级，推动量价双升。2) 新项目陆续进入收获期，助力业绩稳步增长：桂林漓江千古情按照既定建设计划进行，预计 18 年内有望开业；陕西中华千古情奠基；张家界千古情取得项目用地将于近期全面开工；世博大舞台取得设计文件批复；澳洲项目进入评审阶段。3) 轻资产项目岭南、黄帝千古情陆续动工；明月山千古情有望于 18 年开业。旅游演艺主业突出，思路清晰助力稳增长。
- 盈利预测：**本次交易尚待股东大会审议，暂不调整盈利预测，预计 18-20 年归属净利润为 13.45、15.92、18.50 亿元，同比增速 26.0%、18.4%、16.2%，EPS 分别为 0.93、1.10、1.27 元，对应 PE 分别为 25、21、18 倍。我们预计扣除六间房业绩及可能的投资收益，公司主业利润约 9.95、12.25、14.73 亿元，主业增速在 20% 以上；若考虑六间房分红和出售股权收益、1-10 月并表以及未来按 30% 确认投资收益，则预计 18-20 年归属净利约为 18.45、13.28、15.73 亿元，对应 EPS 约为 1.27、0.91、1.08 元。
- 风险提示：**交易仍需要不确定性的风险；旅游行业波动、政策变化的风险。

图 1：重组、出售股权后六间房股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：2017 年六间房、密境和风财务状况（亿元）

	六间房	密境和风
资产总额	10.08	7.41
应收账款总额	0.29	0.05
负债总额	2.80	3.31
净资产	7.27	4.10
营业收入	12.40	24.19
营业成本	5.98	21.04
净利润	2.89	-1.41

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

宋城演艺三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2306	2522	3695	4798	营业收入	3024	3592	4243	4916
现金	1460	1793	2781	4043	减:营业成本	1113	1298	1516	1719
应收账款	33	23	46	33	营业税金及附加	30	34	41	47
存货	4	6	6	8	营业费用	325	387	459	546
其他流动资产	808	700	862	715	管理费用	212	253	300	358
非流动资产	6449	6903	7558	7984	财务费用	12	11	13	15
长期股权投资	34	18	21	17	资产减值损失	9	9	11	12
固定资产	1689	2277	2827	3231	加:投资净收益	18	19	20	21
在建工程	230	236	212	189	其他收益	1	0	0	0
无形资产	1145	1201	1276	1358	营业利润	1346	1619	1924	2239
其他非流动资产	3351	3171	3222	3188	加:营业外净收支	-49	-27	-30	-27
资产总计	8755	9425	11253	12782	利润总额	1297	1592	1894	2211
流动负债	1259	745	1130	951	减:所得税费用	228	239	284	332
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	2	8	18	30
应付账款	179	292	251	368	归属母公司净利润	1068	1345	1592	1850
其他流动负债	1080	453	879	583	EBIT	1293	1587	1888	2202
非流动负债	18	23	31	32	EBITDA	1514	1806	2174	2552
长期借款	0	10	16	18					
其他非流动负债	18	14	15	15	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1277	768	1160	984	每股收益(元)	0.73	0.93	1.10	1.27
少数股东权益	147	155	173	203	每股净资产(元)	5.05	5.85	6.83	7.98
归属母公司股东权益	7330	8501	9919	11595	发行在外股份(百万股)	1453	1453	1453	1453
负债和股东权益	8755	9425	11253	12782	ROIC(%)	14.1%	15.8%	16.1%	16.1%
					ROE(%)	14.3%	15.6%	16.0%	15.9%
					毛利率(%)	63.2%	63.9%	64.3%	65.0%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	35.3%	37.4%	37.5%	37.6%
经营活动现金流	1764	1389	2078	2206	资产负债率(%)	14.6%	8.2%	10.3%	7.7%
投资活动现金流	-935	-678	-913	-757	收入增长率(%)	14.4%	18.8%	18.1%	15.9%
筹资活动现金流	-367	-377	-178	-186	净利润增长率(%)	18.3%	26.0%	18.4%	16.2%
现金净增加额	455	333	987	1263	P/E	31.97	25.38	21.44	18.45
折旧和摊销	221	219	286	350	P/B	4.66	4.02	3.44	2.94
资本开支	538	526	634	435	EV/EBITDA	21.75	17.94	14.46	11.84
营运资本变动	431	-175	189	-18					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

