

市场价格 (人民币): 25.24 元

## 六大核心议题, 深度解析宋城远景

## 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)	36,663.82
年内股价最高最低(元)	27.04/17.57
沪深 300 指数	3515.08

## 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	22.22	27.34	24.34
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

## 投资逻辑

- 异地扩张逐步落地对于公司估值提升效果如何? ——回顾公司从杭州扩张到丽江和三亚后公司估值下移, 而当项目逐步开业实现经营成果后, 估值回归。当公司异地项目进入到大规模投入后市场将逐步转变预期, 估值提升。
- 澳洲项目, 走出去是否能够得到好的结果? ——竞合角度来看将有效填补当地市场空白, 同时黄金海岸旅游景气度较高, 年均达到 700 万过夜游客, 虽然城市本地和游客基数小于国内市场, 但较高的客单价使得项目能够受益。
- 六间房与花椒的结合对于公司来说是好是坏? ——六间房与花椒合并解决了公司高额商誉风险, 实现将六间房从全资子公司并表核算转变为以权益法核算的长期股权投资。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。同时此次重组能够贡献 12.5 亿元的现金流。
- 轻资产项目拓展是一次性买卖还是持续的现金流? ——从品牌角度来说, 公司持续不断轻资产输出使得千古情品牌溢价得到肯定, 原因是其在整个旅游演艺市场中从内容、开发和经营均表现优异。
- 旅游演艺行业中, 宋城演艺属于什么地位? ——从旅游演艺的产业链角度来说, 一般涉及到项目投资→内容制作→演艺产品出品→舞美设计→人员培训→艺术团/剧团管控→舞台搭建→后期运营→渠道营销管理。其他创作团队本身不具备前期投资和后期运营能力。千古情品牌在全国布点项目数量、质量、品牌知名度、产业链闭环设计上, 都略胜一筹。

## 投资建议

- 公司景区板块受益于存量增长和持续增量资产。存量项目通过景区更新和营销活动以及优化团散客比例实现利润增长 10%-15%。增量资产包括四个轻资产, 四个重资产项目。按照 19 年业绩来核算合理估值: 存量项目贡献业绩 8.93 亿元, 估值 35X, 轻资产项目贡献利润 3.55 亿元, 估值 20X, 六间房投资收益约 1 亿元, 估值 1X, 桂林项目 2019 年全年并表预计贡献业绩 0.6 亿元。综合来看公司的合理市值约为 406 亿元, 目前市值被低估。

## 风险

- 多个异地项目开发, 公司的定增方案终止, 资金的缺口仍在。
- 公司仍持有六间房与花椒合并新公司 30% 股权比例, 花椒目前仍未盈利
- 澳洲项目由于涉及到国外资产, 国内外的审批均相对较严。
- 公司 2018 年 8 月 6 日起有 7,347.34 万股限售股施行解禁, 占总股本 5.06%。

## 相关报告

1. 《宋城演艺公司点评-六间房重组剥离, 有望三年实现利润翻番》, 2018.6.28
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

## 内容目录

一、这个时间点为什么我们要推荐宋城演艺.....	4
二、异地扩张逐步落地对于公司估值提升效果如何? .....	7
二、澳洲项目,走出去是否能够得到好的结果? .....	10
三、六间房与花椒的结合对于公司来说是好是坏? .....	12
四、轻资产项目拓展是一次性买卖还是持续的现金流? .....	16
五、旅游演艺行业中,宋城演艺属于什么地位? .....	19
六、拆分轻资产和重资产的分部估值情况下公司合理估值为多少? .....	20
七、风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: 拆分公司各项业务的经营情况和盈利预测情况.....	5
图表 2: 回顾 2010-2014 年公司从开发三亚、丽江和九寨沟项目到落地的绝对估值 (PE (TTM)) 变化情况 .....	7
图表 3: 从公司相对于餐饮旅游板块和 A 股的估值情况来看市场一开始对于异地扩张抱怀疑态度 .....	8
图表 4: 2018-2020 年公司重资产项目的投资和开业情况一览表.....	8
图表 5: 2011-2018 年公司在建工程情况 (按季度来测算) /单位: 万元.....	9
图表 6: 澳洲传奇王国项目的项目选址情况.....	10
图表 7: 澳洲黄金海岸现有的娱乐项目的开业时间及票价情况.....	11
图表 8: 2017 年 (截止 9 月 30 日) 黄金海岸的国内及国际过夜游客人次情况及消费支出情况.....	11
图表 9: 六间房和花椒合并的过程解析.....	12
图表 10: 2013-2018E 秀场直播市场规模及其增速 (亿元/%) .....	13
图表 11: 18 年 3 月娱乐内容类直播 APP 活跃用户量 (万人) .....	14
图表 12: 2018Q1 中国在线直播平台用户粘性指数排名.....	14
图表 13: 2017 年 6-2018 年 2 月六间房 web 覆盖人数及环比增速 .....	14
图表 14: 2015-2017 年映客营收及毛利情况 (亿元) .....	15
图表 15: 15-17 年映客经营利润及经调整纯利 (亿元) .....	15
图表 16: 16-18Q1 映客 MAU、付费用户及主播数 (万人次) .....	15
图表 17: 截止 2017 年 12 月映客的用户群体收入水平较高,集中一二线城市 .....	15
图表 18: 宋城演艺的千古情品牌通过轻重资产扩张后的版图.....	16
图表 19: 宋城演艺和其他竞争者产业链对比.....	16
图表 20: 2016 年宋城千古情各地项目的游客人次及转化率情况.....	17
图表 21: 宋城演艺轻资产输出模式的基本情况分析.....	18
图表 22: 总结宁乡、佛山、明月情和黄帝项目的收入及利润拆分情况.....	18
图表 23: 2017-2020E 存量项目的收入及利润盈利预测.....	20

图表 24: 拆分公司各项业务的经营情况和盈利预测情况.....21

## 一、这个时间点为什么我们要推荐宋城演艺

### 1. 异地扩张逐步落地对于公司估值提升效果如何？

- 回顾公司从杭州大本营扩张到丽江和三亚后公司估值下移，而当项目逐步开业实现经营成果后，估值回归。
- 从无形资产和无形资产增加情况来看，当公司异地项目进入到大规模投入后市场将逐步转变预期，估值提升。

### 2. 澳洲项目，走出去是否能够得到好的结果？

- 竞合角度来看，澳洲黄金海岸本地主题公园主要是以器械类娱乐以及海洋亲子类主题为主，较少涉及人文特色类项目，特别是演艺市场基本属于空白，并且这些项目开业时间距今已久设施和主题已略显陈旧。宋城项目的落地将有效填补当地旅游市场的空白，并形成互补效应。
- 定价和客流基础来看，类似主题公园项目是 400 元-500 元左右的票价。同时黄金海岸的旅游市场景气度较高，年均达到 700 万过夜游客，虽然城市本地和游客基础小于国内市场，但较高的客单价使得宋城项目能够受益。

### 3. 六间房与花椒的结合对于公司来说是好是坏？

- 六间房与花椒的合并解决了公司高额商誉风险，实现将六间房从全资子公司并表核算转变为以权益法核算的长期股权投资。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。
- 六间房作为 PC 端秀场直播的领先者，占据一定的市场份额，但由于直播行业从秀场直播到移动直播再到用户逐渐下滑，直播行业的渗透率高点已经过去。2015 年直播行业热潮触发了宋城演艺布局 O2O 收购六间房，同样由于直播行业衰退导致宋城演艺剥离六间房资产确保上市公司的财务稳定，同时保留一定的持股比例共享线上娱乐行业的红利。
- 六间房和花椒的结合能够补齐各自短板，六间房主攻三四线，花椒的一二线用户规模大，同时六间房利润相对稳定。

### 4. 轻资产项目拓展是一次性买卖还是持续的现金流？

- 从品牌角度来说，公司持续不断的轻资产输出使得千古情的品牌溢价得到肯定，原因是其在整个旅游演艺市场中从内容、开发和经营均表现优异。
- 对公司来说，一方面提升了千古情景区的品牌影响力，获得管理及经营收入，一方面减轻了公司进行异地项目扩张的前期资本投入，以最少的投入来获得最大的经济回报。
- 从游客属性来说，公司重资产与轻资产存在客群的差异性，轻资产输出项目的客群主要为当地居民公司，与原有辐射游客的旅游目的地项目并不冲突。
- 对政府或政府直属旅游开发集团来说，地方知名度和土地出让金是其主要诉求：政府或开发集团的利益诉求无非以下几点：1) 借希望打造更有知名度的旅游吸引物来提升当地旅游的景气度；2) 培育目的地客流，聚集人气，提升土地溢价；3) 吸引更多外部投资者和地产开发商进驻，从而获得高额的土地出让金。

### 5. 旅游演艺行业中，宋城演艺属于什么地位？

- 从市场格局来看，宋城依据“主题公园+旅游演艺”能够做到持续重资产+轻资产异地扩张，同时成熟景区能够实现稳定增长，经营能力较强。

- 从旅游演艺的产业链角度来说，一般涉及到以下的环节：项目投资→内容制作→演艺产品出品→舞美设计→人员培训→艺术团/剧团管控→舞台搭建→后期运营→渠道营销管理。印象系列或者山水盛典系列由于导演/制片的创作背景使得其在旅游演艺的剧目创作、现场排演和舞美设计方面都有优势。三者都属于“演出创作+知识产权许可”的轻资产盈利模式，但其创作团队本身不具备前期投资和后期运营能力。
- 当旅游演艺 IP 足够强势时，品牌效应能够充分发挥。因此对于有演艺品牌植入需求的地方政府和开发集团来说，品牌的知名度亦是需要重点考虑的。千古情品牌在全国布点项目数量、质量、品牌知名度、产业链闭环设计上，都略胜一筹。

#### 6. 拆分轻资产和重资产的分部估值情况下公司合理估值为多少？

- 公司景区板块受益于存量增长和持续增量资产。存量项目能够通过景区更新和营销活动以及优化团散客比例实现利润增长 10%-15% 水平。增量资产包括四个轻资产，四个重资产项目提供新的业绩增长点。
- 在考虑轻资产的估值情况下，由于六间房预计 2018 年四季度实现资产剥离，未来三年将以投资收益的方式进行核算，按照 19 年业绩来核算合理估值：存量项目贡献业绩 8.93 亿元，估值 35X，轻资产项目贡献利润 3.55 亿元，估值 20X，六间房投资收益约一亿元，估值 1X，桂林项目 2019 年全年并表预计贡献业绩 0.6 亿元。综合来看公司的合理市值约为 406 亿元，目前市值被低估。

图表 1：拆分公司各项业务的经营情况和盈利预测情况

来源：公司公告，国金证券研究所

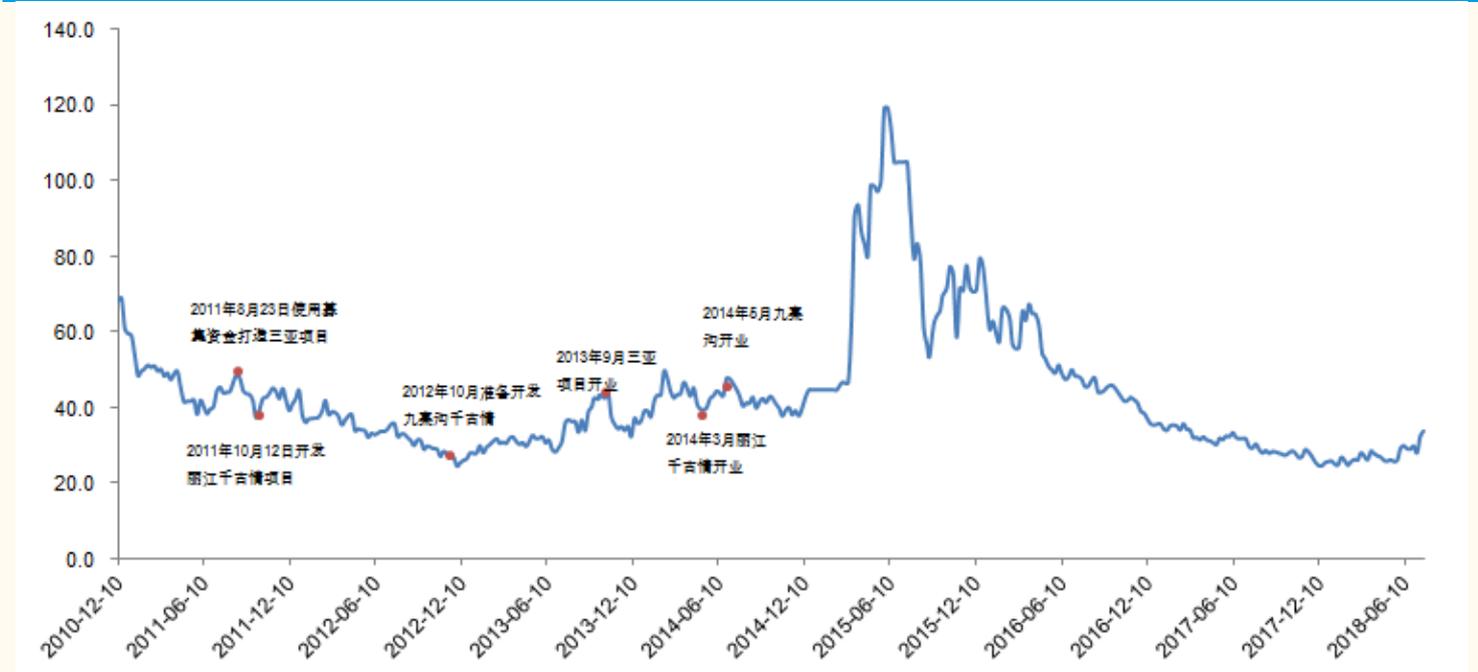
单位:亿元	2018E	2019E	2020E
净利润总计	16.88	14.08	16.9
YOY%	55%	-17%	20%
估值加总	308	406	511
1) 原有千古情贡献业绩	7.77	8.93	9.90
分部估值	35X	35X	35X
2) 六间房贡献业绩	2	0.00	0.00
分部估值	1X	1X	1X
3) 六间房投资收益	5.70	1.00	1.00
分部估值	1X	1X	1X
4) 轻资产业绩贡献	1.41	3.55	3.32
分部估值	20X	20X	20X
5) 新开重资产业绩贡献		0.6	2.8
分部估值	35X	35X	35X
<b>轻资产和重资产项目分项计算</b>			
<b>桂林项目（2018年7月开业）</b>			
收入		1.5	2
利润贡献		0.6	0.8
<b>张家界项目（2019年开业）</b>			
收入			1
利润贡献			0.4
<b>上海项目（2019年开业）</b>			
收入			2
利润贡献			0.8

西安项目 (2019 年开业)			
收入			2
利润贡献			0.8
<b>重资产业绩总贡献</b>		0.6	<b>2.8</b>
宁乡项目 (2017 年 7 月开业)			
管理收入 (20%提取)	0.7	0.9	1.1
利润贡献	0.5	0.6	0.8
听音湖项目 (2020 年 3 月开业)			
服务收入		1.3	1.3
管理收入 (20%提取)			0.3
业绩贡献		0.78	0.99
明月情项目 (2018 年 10 月开业)			
服务收入	1.35	1.35	
管理收入 (20%提取)	0.12	0.6	0.7
业绩贡献	0.894	1.23	0.49
黄帝千古情项目 (2020 年 3 月开业)			
服务收入		1.3	1.3
管理收入			0.3
业绩贡献		0.91	1.09
<b>轻资产业绩总贡献</b>	<b>1.41</b>	<b>3.55</b>	<b>3.32</b>
注:			
1) 轻资产项目服务收入为一次性收入, 但确认收入按照项目进程确认收入, 为计算方便假设开业前一年筹备期确认 50%, 开业当年确认 50%来计算。净利率假设为 70%。			
2) 轻资产项目的管理收入按照项目总收入 20%提取。净利率假设为 70%。			
3) 重资产项目开业第二年假设客单价为 100, 实际购票客流量为 100-200 万, 净利率假设为 40%, 后三年假设按照 20%线性增长。			
4) 重资产的估值给与 35X, 轻资产的估值给与 20X, 投资收益和六间房给与 1X 估值。			

## 二、异地扩张逐步落地对于公司估值提升效果如何？

- 1、回顾公司从杭州大本营扩张到丽江和三亚后公司估值下移，而当项目逐步开业取得经营成果后估值回归：2010 年宋城演艺上市，上市由于标的的稀缺性，估值相对较高。2011 年开启异地扩张规划后估值反而出现调整。
  - **三亚项目：2011 年 8 月 23 日**公司拟使用超募资金 49,000 万元，在海南省三亚市投资设立全资子公司投资建设三亚千古情旅游演艺项目。2011 年 11 月 15 日以 13,999.9 万元向集团子公司三亚不夜城置业有限公司购买的项目用地的土地证已办理完成，**2013 年 9 月三亚千古情项目开业**（筹划期限 2 年）。三亚是公司第一阶段三个异地项目（丽江、三亚和九寨）中规模和体量最大的，从公司公告三亚项目开发计划后市场并没有给公司估值正向的反馈，反而估值开始下滑，市场对于宋城从杭州向三亚丽江九寨异地扩张抱有一定的怀疑态度。
  - **丽江项目：2011 年 10 月 12 日**开发丽江千古情项目，2011 年 10 月 17 日签订了《关于在丽江玉龙新区进行项目投资的协议书》，2012 年 2 月 28 日，丽江茶马古城项目在项目地举行了开工典礼仪式，**2014 年 3 月 21 日丽江千古情正式开业**，筹划期限 29 个月。
  - **九寨沟项目：2012 年 10 月 23 日**准备开发九寨沟千古情项目，九寨沟千古情项目于**2014 年 5 月 1 日**开业，筹划期限是 19 个月。
- 2、公司的九寨沟、三亚以及丽江的异地千古情项目分别在**2013 年 5 月、2013 年 9 月及 2014 年 3 月**开业。开业落成之后的估值其实早就已经出现了复苏迹象。从公司公告项目开发时间来看，三亚、丽江和九寨沟分别在 2011 年 8 月-2012 年 10 月公告项目开发计划，2012 年 11 月达到了估值最低值 24.5X。从绝对估值变化情况来看在公司陆续公布异地项目后估值逐步下滑，但是绝对估值的变化忽略了 A 股环境的变化。

图表 2：回顾 2010-2014 年公司从开发三亚、丽江和九寨沟项目到落地的绝对估值 (PE (TTM)) 变化情况



来源：wind，国金证券研究所

- 3、考察宋城与餐饮旅游板块以及全部 A 股的估值走势来看，基本可以得出结论：1) 在公司从耕耘十几年的杭州大本营向异地扩张的时候，市场其实是抱有消极态度的，估值一路下坡。2) 随着 2013 年公司开始大规模进行项目投入后，估值开始回升，市场对于公司的认可开始发生一定的转变，开业之后相对估值达到了高位，叠加 2013 年 9 月开业的三亚千古情三个月实现盈利的契机，市场对于公司信心有所提振。3) 随着丽江和九寨沟开业

运营后上半年淡季旅游市场业绩表现无法达到三亚市场的奇迹，相对估值继续回落，估值的拔高发生在 2014 年年报公布后。桂林项目 2018 年 7 月 27 日正式营业，预计一年内能够实现正向利润，公司估值将随着业绩高速增长而得到提升。

图表 3：从公司相对于餐饮旅游板块和 A 股的估值情况来看市场一开始对于异地扩张抱怀疑态度



来源：wind，国金证券研究所

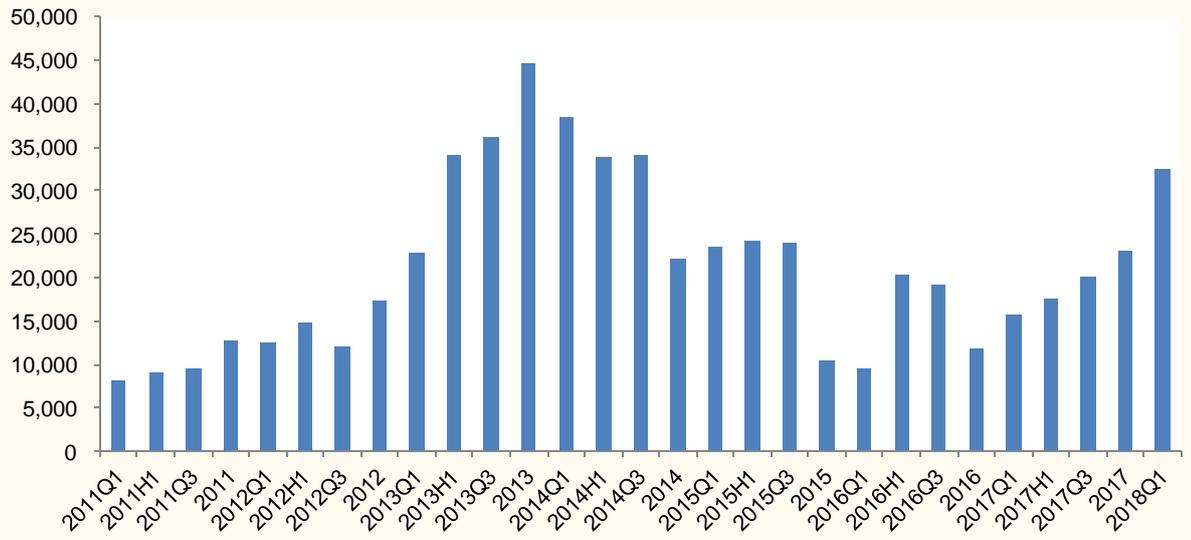
4、从无形资产和无形资产增加情况来看当公司异地项目进入大规模投入后市场将逐步转变预期，估值提升：从资产负债表的单季度数据来看目前澳大利亚项目的土地规模 44.89 万平方米，投资额 6416 万欧元（折合人民币 3.3 亿人民币），土地购买行为发生在 2016 年第四季度，同时 2017 年 Q2 无形资产增加了 1 个多亿，这部分无形资产的增加为国内异地项目的土地项目购买。从 2017 年半年报在建工程数据来看桂林项目开始动工（6 月 23 日）。从 2016 年 6 月 30 日以来年报所公告的在建工程数据来看，2016 年年报在建工程 1.1 个亿，而后在建工程开始增加，2017 年 Q1-Q4 分别是 1.6/1.76/2.0/2.3 亿元，相对于 Q1/Q2/Q3/Q4 的在建工程增加额分别是 0.5/0.16/0.24/0.3 个亿，2018Q1 为 3.25 亿元，增加 0.95 亿元，在建工程逐步提升。回顾三亚丽江以及九寨沟异地扩张的在建工程数据，2013Q1 是在建工程投入比较集中的阶段，也是估值开始回升的阶段。当公司投入资本打造异地项目后市场的猜疑情绪基本上出清，市场对于公司的态度会从负面质疑到考虑开业后的业绩增厚，这个转变也是意味着前面股价已经基本上消化了利空的情绪，底部反弹在业绩确定的情况下属于必然现象。从公司的项目规划开业时间来看 2018 年后公司的工程进度将逐步增加，随着资本的大量投入后市场对于异地复制的负面情绪基本出清。

图表 4：2018-2020 年公司重资产项目的投资和开业情况一览表

时间	外延项目	土地规模	土地成本	总投资额	持股比例	土地是否购买
2018 年 7 月	漓江千古情	161 亩	1.12 亿元	8.02 亿元	70%	是
2019 年	西安千古情	100 亩	-	7 亿元	80%	否
2019 年	上海千古情	-	-	8.3 亿元	88%	否
2019 年	张家界千古情	170 亩	1.07 亿元	6.45 亿元	100%	是（2017 年 12 月）
2020 年	澳洲项目	44.89 万平方米	3.3 亿元	20.2 亿元	100%	是

来源：wind，国金证券研究所

图表 5: 2011-2018 年公司在建工程情况 (按季度来测算) /单位: 万元



来源: wind, 国金证券研究所

## 二、澳洲项目，走出去是否能够得到好的结果？

1. 从杭州项目扩张到三亚丽江九寨沟项目，异地扩张从股价上来看其实是受到了一定的质疑的。此次扩张与 11 年三亚丽江等扩张不同的是公司拓展澳大利亚项目，将千古情项目走向国门，市场对于这个 20 亿元的大项目抱有一定的怀疑态度。澳洲项目主要包括三个演出项目：《东方秀》、《澳洲传奇》、《金矿魅影》，兼具东方和澳洲文化的演艺项目。

图表 6：澳洲传奇王国项目的项目选址情况



来源：公司公告，国金证券研究所

2. **澳洲传奇项目竞合分析：**项目选址为黄金海岸的内兰区，有 4 个成熟的主题公园，分别是华纳兄弟电影世界、海洋世界、梦幻世界、狂野水世界，票价基本上是 74.99-115 澳元，基本上是 400 元-500 元左右的票价。按照当地的物价水平和票价情况能够体现项目的价值。从这些主题公园特色来看，它们主要是以器械类娱乐以及海洋亲子类主题为主，较少涉及人文特色类项目，特别是演艺市场基本属于空白，并且这些项目开业时间距今已久设施和主题已略显陈旧。**宋城项目的落地将有效填补当地旅游市场的空白，并形成互补效应。**其次从旅游市场的客流量来看，黄金海岸的旅游市场景气度比较高，宋城项目能够受益于当地的物价水平和客流量。根据昆士兰州旅游局公布的数据显示，截止 2017 年 9 月来访黄金海岸的国内外过夜游客共计 522.1 万人次/+12.3%，其中中国游客为 30.5%/+3.4%，占据国际游客中 28.9%，是黄金海岸最大也是增速最快的国际游客来源。但从本地项目目前客流量的情况来说，目前据公开资料，狂野水上世界 2017 年的客流量为 118 万，和中国主题公园的旅游和本地客流基数存在较大差异。**如果公司能够提升园区演艺和游玩品质提升客单价达到当地其他主题公园水平即 400-500 元区间，那相对于其国内客单价 100 元的水平来说，能够弥补其澳洲项目客流基数的不足。**

图表 7: 澳洲黄金海岸现有的娱乐项目的开业时间及票价情况

项目	开业时间	门票价格 (澳元)	备注
梦幻世界	约 1981 年	85-115	2016 年 10 月 25 日 发生事故, 导致 4 人遇难
海洋世界	-	74.99-79.99	
华纳兄弟世界影城	1991 年	74.99-79.99	
狂野水上世界	1984 年开业, 2013 年全新开业	74.99-79.99	

来源: 网络公开信息, 国金证券研究所

3. 澳洲市场有较高的票价水平和客流量基础, 但是对于宋城的澳洲项目市场整体的悲观态度在于宋城这样的演艺节目是否能够吸引到外国游客或者在澳洲消费的内地游客。这个问题如果深究那就要去讨论国内外审美差异了。从国内游客来说, 第一旅行社对于国内游客的路线规划起到很大的作用, 其次宋城对于游客心理的把握能力较强, 内容和舞美均能够吸引游客。在黄金海岸区域打造以东方文化和澳洲风情为主的千古情项目能够同时吸引中国游客和外国游客, 兼具高票价和客流基础。

图表 8: 2017 年 (截止 9 月 30 日) 黄金海岸的国内及国际过夜游客人次情况及消费支出情况

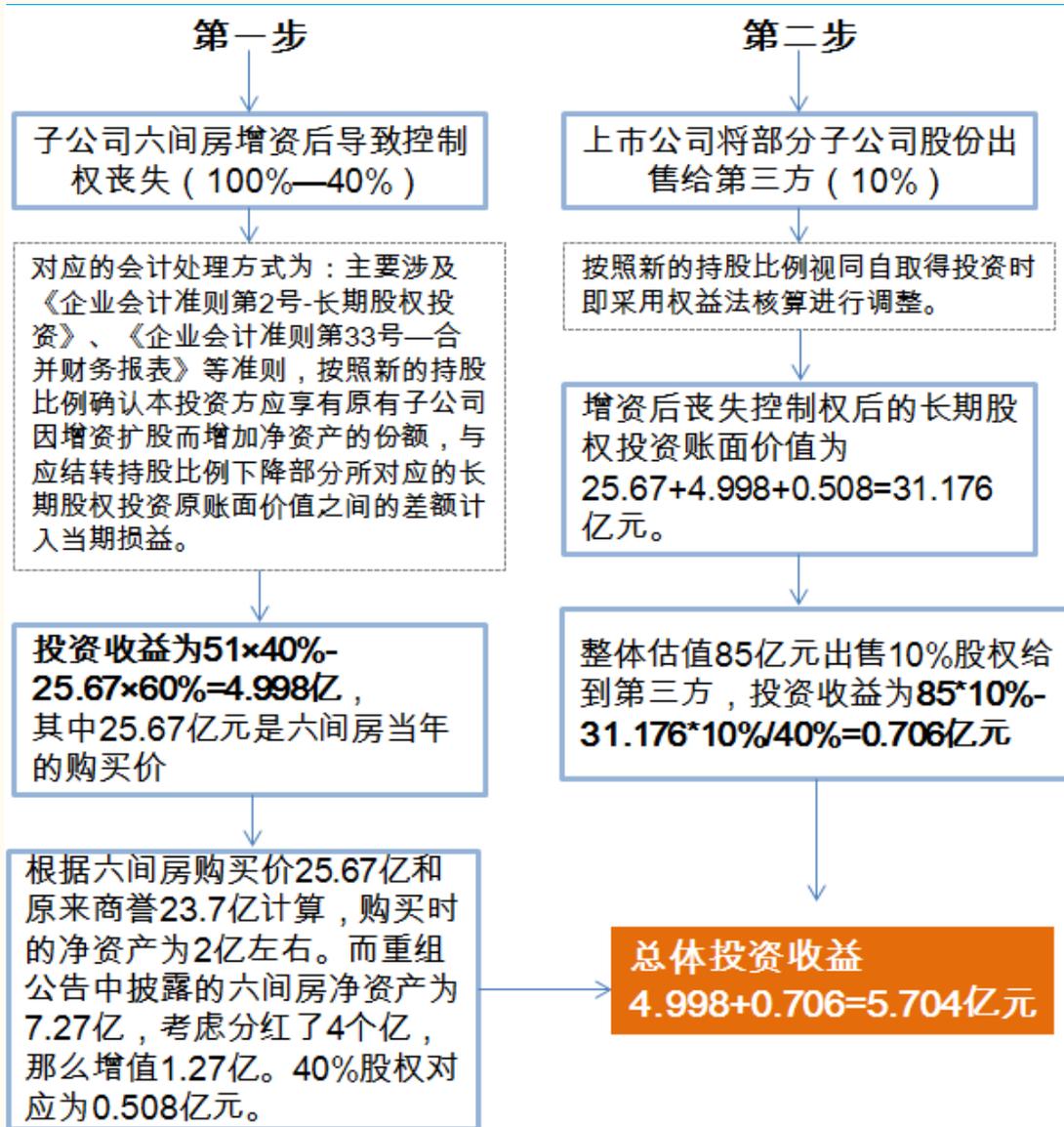
单位: 万人次	总游客数	度假	探亲	商务	旅游支出 (百万澳元)	人均消费额 (澳元)
国内过夜游客	416.4	219.6	135.0	483.0	3163.3	759.68
YOY%	14.3%	11.7%	12.6%	37.9%	3.7%	
3 年平均增速%	6.5%	3.7%	9.2%	12.4%	2.5%	
国际过夜游客	105.6	84.3	155.0	3.4	1224.3	1159.38
YOY%	4.2%	4.5%	10.4%	-0.3%	-4.1%	
3 年平均增速%	8.7%	9.4%	6.0%	2.9%	6.4%	
合计	522.1	304.0	150.5	51.6	4387.6	840.38
YOY%	12.1%	9.6%	12.4%	34.5%	1.4%	
3 年平均增速%	7%	5.2%	8.9%	11.6%	3.6%	

来源: 昆士兰州旅游局, 国金证券研究所

### 三、六间房与花椒的结合对于公司来说是好是坏？

- 1、六间房与花椒的合并解决了公司高额商誉风险，实现将六间房从全资子公司并表核算转变为以权益法核算的长期股权投资：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%。通过股权转让及股权置换的方式将六间房从全资控股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。

图表 9：六间房和花椒合并的过程解析

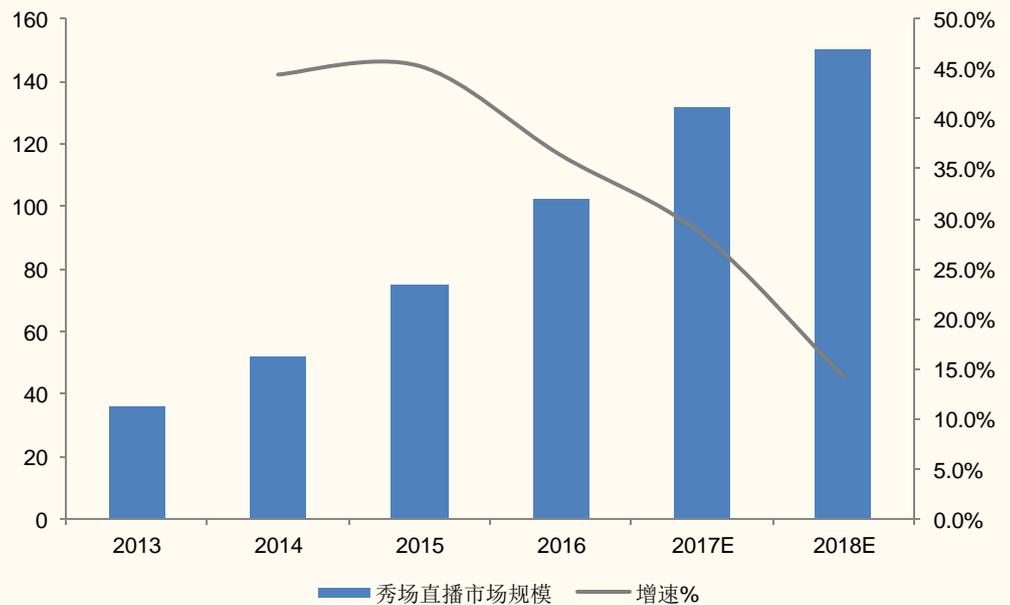


来源：网络公开信息，国金证券研究所

- 2、六间房作为 PC 端秀场直播的领先者，占据一定的市场份额，但由于直播行业从秀场直播到移动直播再到用户逐渐下滑，直播行业的渗透率高点已经过去：中国的娱乐直播行业最早从 PC 端开始，观众打赏为主流盈利模式，从 2014 年开始移动端替代 PC 端成为直播行业的主战场，移动用户群

体庞大和付费意愿高成为了移动直播快速发展的关键。但从 2016 年下半年直播行业出现了明显的下滑趋势，移动直播用户环比下滑明显。六间房在这一个市场中以 PC 端直播为主，石榴直播补充移动端用户，但市场不乐观让投资者比较担心在业绩承诺期后六间房的商誉减值，2015 年 8 月宋城演艺以 26 亿元收购六间房产生 24.2 亿元的商誉，同时给出了六间房 2015-2018 年度预测净利润分别为 1.51 亿元/2.11 亿元/2.75 亿元和 3.57 亿元。2017 年 3 月六间房以 3.8 亿元收购北京灵动时空 100% 股权，最终宋城演艺资产负债表中的商誉部分为 27.9 亿元。直播行业的热潮触发了宋城演艺布局 O2O 收购六间房，同样由于直播行业的衰退导致宋城演艺剥离六间房资产确保上市公司的财务稳定，同时保留一定的持股比例共享线上娱乐行业的红利。

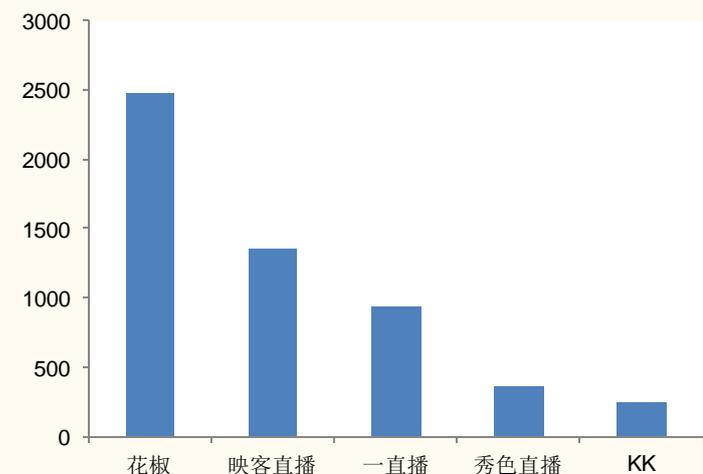
图表 10：2013-2018E 秀场直播市场规模及其增速（亿元/%）



来源：国金证券研究所

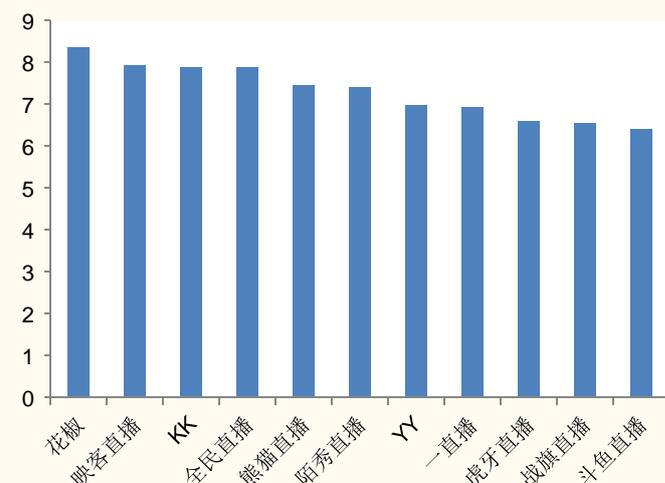
- 3、六间房和花椒的结合能够补齐各自短板，六间房主攻三四线，花椒的一二线用户规模大，同时六间房利润相对稳定：从六间房和花椒的结合来看秀场直播进入到下半场，强强联合是主旋律。六间房以 PC 端直播见长，花椒直播在移动端用户规模和粘性较强。同时从经营数据来看 PC 端秀场直播的付费用户和 ARPU 值相对稳定，利润水平较高，2017 年六间房实现净利润 2.85 亿元；花椒直播在移动端烧钱明显，尽管用户规模较大，但是盈利能力较弱，2017 净利润亏损 1.41 亿元，也许六间房与花椒直播的估值差异也是由于行业所处不同的阶段，PC 端直播市场相对稳定。

图表 11: 18 年 3 月娱乐内容类直播 APP 活跃用户量 (万人)



来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所

图表 12: 2018Q1 中国在线直播平台用户粘性指数排名



来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所

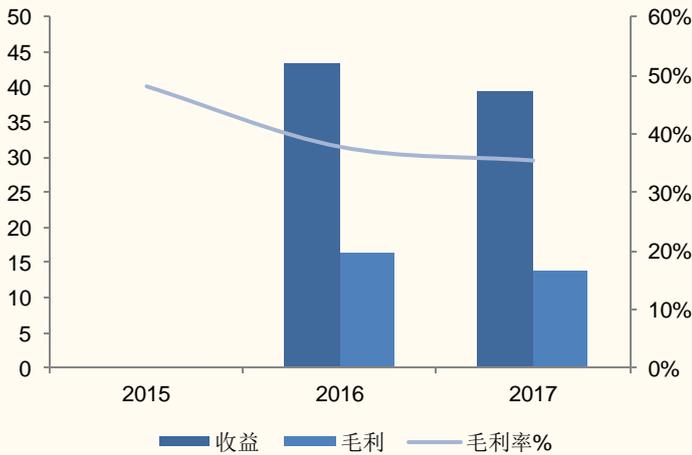
图表 13: 2017 年 6-2018 年 2 月六间房 web 覆盖人数及环比增速



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

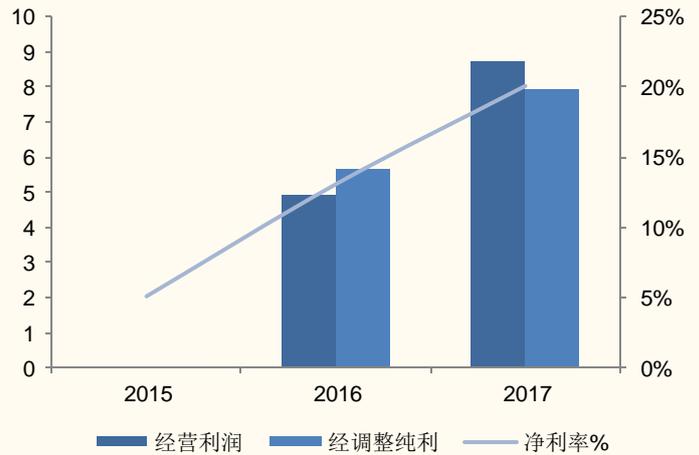
4、映客直播 6 月登陆港股, 从经营数据来看直播利润丰厚, 但从趋势上来看秀场直播面临一定的困境——模式和内容较为单一, 客流被分化明显, 直播板块纷纷诉求于登陆资本市场进行变现: 虎牙 5 月美股上市, 映客 6 月港股上市, 从盈利能力来看 2015-2017 年营业利润分别为 0.019/4.93/8.71 亿元, 经调整净利润为 0.0146/5.68/7.91 亿元, 2015 年成立的映客能够实现正向盈利。映客的盈利主要是由于用户群体收入水平较高, 在 MAU 和付费用户数较低的情况下人均消费金额较高, 同时宣传推广费用率相对较低, 获客成本持续下降, 创收能力和获客成本下降为映客的高利润关键。但是映客的一个风险在于月活用户数和主播数下滑明显, 这也是市场对秀场直播的主要担心, 由于直播元素相对单一, 产品同质化下流量被瓜分明显, 同时游戏直播、短视频等产品进一步瓜分了存量客流。

图表 14: 2015-2017 年映客营收及毛利情况 (亿元)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 15: 15-17 年映客经营利润及经调整纯利 (亿元)



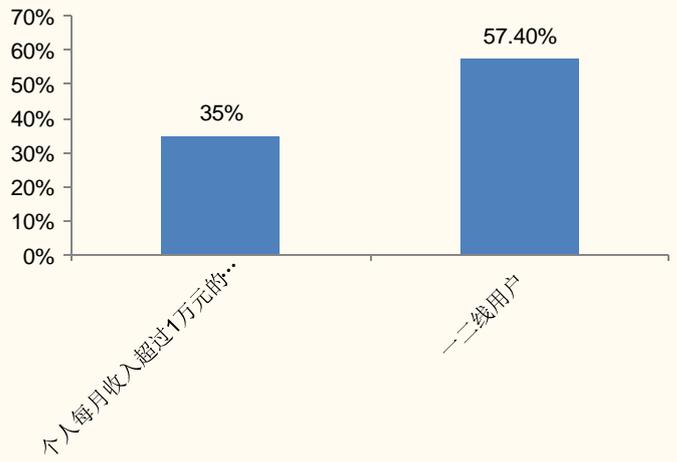
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 16: 16-18Q1 映客 MAU、付费用户及主播数 (万人次)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 17: 截止 2017 年 12 月映客的用户群体收入水平较高, 集中一二线城市



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

#### 四、轻资产项目拓展是一次性买卖还是持续的现金流？

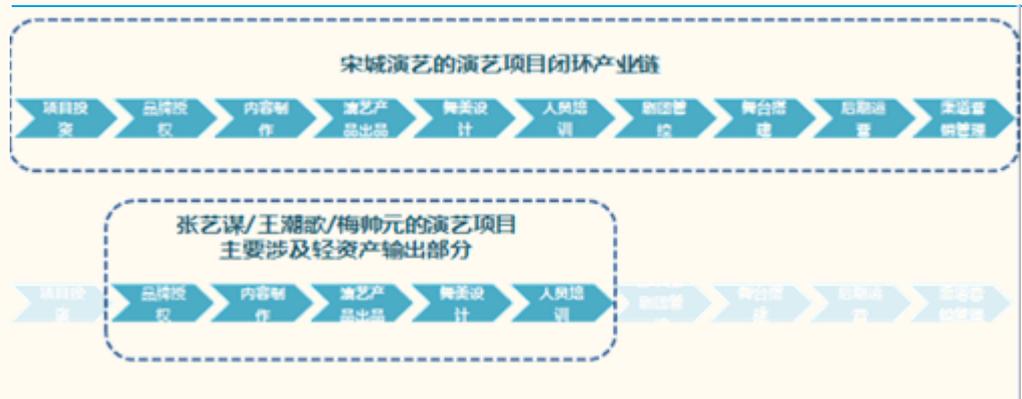
- 1、从品牌角度来说，公司持续不断的轻资产输出使得千古情的品牌溢价得到肯定，原因是其在整个旅游演艺市场中经营和内容上均表现优异：轻资产输出模式下能够快速实现千古情项目的全国扩张，资金投放少，运营压力小。旅游演出品牌主要以宋城系列、山水系列、印象系列和又见系列为代表。各个品牌拥有一定的知名度但区域布局相对局限，通过规模扩大和异地扩张来实现品牌的全国扩张是现如今的旅游演出品牌的发展方向。以轻资产方式进行品牌输出、管理输出有助于公司低投入低风险高收入的全国化经营，一方面提升了千古情景区的品牌影响力，获得管理及经营收入，一方面减轻了公司进行项目开发的前期资本投入，以最少的投入来获得最大的经济回报。

图表 18：宋城演艺的千古情品牌通过轻重资产扩张后的版图



来源：国金证券研究所

图表 19：宋城演艺和其他竞争者产业链对比

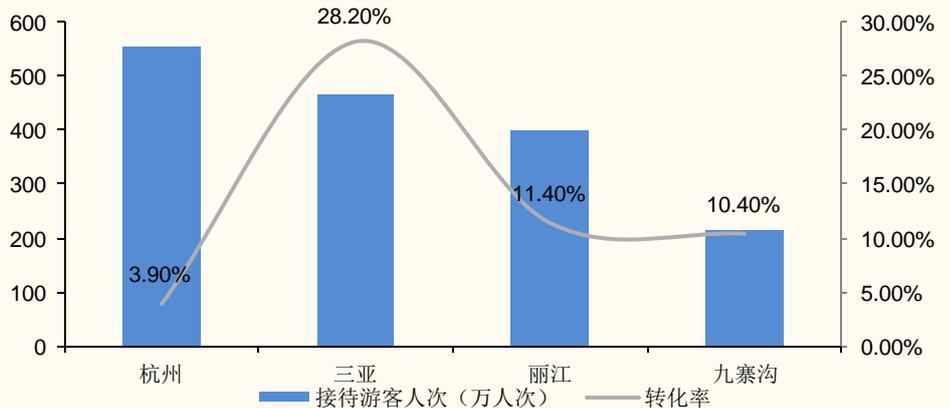


来源：国金证券研究所

- 2、从游客属性来说，公司重资产与轻资产存在客群的差异性，轻资产输出项目的客群主要为当地居民：旅游演艺的类别大致分为三类，辐射范围和客群不同：1) 超大和一线城市型，客群为当地居民+游客；2) 旅游目的地城

市，客群为游客；3) 区域型核心景点，客群为当地及周边居民。公司在轻资产输出的项目中，主要为第三类，即主要辐射客群为当地及周边居民，与原有辐射游客的旅游目的地项目并不冲突。2016 年按照公司年报所披露的经营数据来估算，杭州、三亚、丽江、九寨沟千古情项目分别接待游客约 555/465/400/215 万人次，城市转化率为 3.9%、28.2%（注：三亚为过夜游客人次，所以转化率相对较高）、11.4%及 10.4%。除杭州以外现有景区的转化率均达到了 10% 以上，在进行异地扩张的过程中，品牌影响力将逐步增强，千古情品牌的转化率将逐步提升。

图表 20：2016 年宋城千古情各地项目的游客人次及转化率情况



来源：公司年报，国金证券研究所

注：三亚的游客人次为过夜游客人次，故转化率较高，其他为接待游客人次。

3、公司目前已落四单轻资产项目，总包咨询费用分别为 2.6/2.6/2.7/2.6 亿，签约对象都为当地政府/政府直属旅游开发集团。此处，我们应当用旅游地产思路来理解这几个关联利益方。首先，这三单轻资产项目都有几个共性：

- a) 距离核心省会城市/城市群一个小时车程，客流为周边近郊本地居民为主：1) 湖南宁乡项目离长沙一个小时车程；2) 佛山听音湖项目 2 小时内畅达深圳、东莞、中山等珠三角核心城市及港澳地区，1 小时车程范围到达佛山、广州和肇庆，30 分钟内可到达多个轨道交通枢纽，港口、码头和机场。3) 江西宜春明月山景区距离宜春 50 分钟车程。
- b) 签约对象都为当地政府/政府直属旅游开发集团，地方知名度和土地出让金是其主要诉求：政府或开发集团的利益诉求无非以下几点：1) 借希望打造更有知名度的旅游吸引物来提升当地旅游的景气度；2) 培育目的地客流，聚集人气，提升土地溢价；3) 吸引更多外部投资者和地产开发商进驻，从而获得高额的土地出让金。在这一诉求的循环中，旅游景点也好，宋城演艺的千古情产品也罢，实则都为当地的土地溢价做铺垫，对于成片土地开发的规模交易来看，宋城的轻资产项目咨询费用并不算是高额的支出。

由此可见，在中国城镇化大举进行的情况下，次发达/欠发达地区的区域开发模式被包装成“特色小镇”的方式。而旅游及文化当道是较为捷径的路径。只要此类区域开发的背景和旅游地产的运作模式不变，那么宋城开辟轻资产的疆土依然非常广阔。

4、轻资产项目直接贡献公司业绩，成为公司新的利润增长点：2016 年 6 月宁乡项目签约，开启千古情品牌的轻资产输出模式，2016 年营业收入中宁乡项目服务收入为 1.17 亿元，根据公司为宁乡项目提供的劳务及项目完工进度来进行确认。宁乡项目 2017 年 7 月 2 日开业，开业后公司将根据项目实际的收入的 20%收取管理收入。2017 年将并表 1.43 亿元的服务收入以及下半年的管理收入。宁乡开业一周年接待游客 400 万客流，考虑到重复

核算的情况下按照全年 200 万游客人次，100 元人均消费水平来测算，20 第一年宁乡项目的管理收入为  $200*100*0.2=4000$  万元，同时从草根调研来看宁乡项目较为成功，吸引周边居民的能力较强。公司预计未来将持续签约新的轻资产项目，同时较为成熟的轻资产项目均能够贡献持续的经营提成收入。

图表 21：宋城演艺轻资产输出模式的基本情况分析

宋城演艺	宁乡项目	佛山听音湖项目	明月情景区项目	黄帝千古情项目
地理位置	炭河里国家遗址公园	佛山市南海区西樵镇听音湖片区	宜春市明月山温泉风景名胜区	新郑市北部，紧邻郑州，距郑州市火车站 12 公里，距郑州新郑国际机场 15 公里
投资额	3.09 亿元	—	—	—
合作时间	5 年	10 年	10 年	5 年
开业时间	2017.7.2	2020.3.1	2018.10.1	2020 年 3 月 26 日
座位数	2200	不少于 2500	—	—
建筑面积	14955 平方米	62 亩	150 亩左右	占地 260 亩，其中园区 100 亩
产品业态	剧场+演艺+主题公园	演艺剧场+主题公园	演艺剧场+主题公园	演艺剧场+主题公园
合作模式	管理输出：2.6 亿服务费用+年收入 20%管理费	管理输出：2.6 亿服务费用+年收入 20%管理费	2.7 亿元服务费用+一定比例收入分成	管理输出：2.6 亿服务费用+年收入 20%管理费

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：总结宁乡、佛山、明月情和黄帝项目的收入及利润拆分情况

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>A、宁乡项目</b>					
管理费收入	117	143	-	-	-
运营收入		27	74	90	108
收入小计	117	170	74	90	108
净利润	70	104	52	63	75
增速%		48.7%	-50.2%	20.5%	20.5%
<b>B、佛山项目（2020 年 3 月开业）</b>					
管理费收入				130	130
运营收入					30
收入小计				130	160
净利润				78	99
增速%					26.9%
<b>C、明月情项目（2018 年 10 月开业）</b>					
管理费收入			135	135	
运营收入			12	60	70
收入小计			147	195	70
净利润			89.4	123	49.0
增速%				37.6%	-60.2%
<b>D、黄帝项目（2020 年开业）</b>					
管理费收入				130	130
运营收入					30
收入小计				130	160
净利润				91	109
增速%					19.8%
<b>轻资产利润小计</b>	<b>70.20</b>	<b>104.42</b>	<b>141.41</b>	<b>354.66</b>	<b>332.50</b>

来源：国金证券研究所

## 五、旅游演艺行业中，宋城演艺属于什么地位？

- 1、从市场格局来看宋城依据“主题公园+旅游演艺”能够做到持续重资产+轻资产异地扩张，同时成熟景区能够实现稳定增长，经营能力较强：目前市场上成规模的演艺项目主要是千古情系列、印象系列和山水盛典系列。从运营情况来看宋城演艺以“主题景区+旅游演艺”的项目实现游客人次和利润高增长，而印象系列中的“印象刘三姐”和“印象丽江”均出现经营数据的下滑。市场往往在思考为什么宋城演艺能够做到规模和经营兼具，对此我们几点思考：
- a) 首先从旅游演艺的产业链角度来说，一般涉及到以下的环节：项目投资→内容制作→演艺产品出品→舞美设计→人员培训→艺术团/剧团管控→舞台搭建→后期运营→渠道营销管理。在旅游演艺领域，印象系列或者山水盛典系列由于导演/制片的创作背景使得其在旅游演艺的剧目创作、现场排演和舞美设计方面都有优势。三者都属于“演出创作+知识产权许可”的轻资产盈利模式，主营业务为旅游文化演艺项目的创作和版权运营，提供创意服务。即其创作团队本身不具备前期投资和后期运营能力。而由于艺术团人员招聘、舞台搭建和剧团管理在人员和资产上都偏重，所以亦不是导演背景出身的三位倾向的方式。而反过来看，宋城不管是在重资产投资、后期项目运营上都具备了现实成功案例的操作（杭州、三亚、丽江和九寨沟），杭州千古情和丽江千古情在当地的人次都远远超过杭州印象和丽江印象。从这点上可以看出在目的地市场高度竞争的情况下，后期运营能力对于项目盈利水平更为重要。
  - b) 从品牌的角度来看一般旅游演艺项目对于游客体验是锦上添花而不是能够纯粹吸引游客的目的地，对于一般的旅游演艺来说，其本身不能构成一个旅游目的性项目，一般只能依托 500 万人以上的特大城市、著名的旅游目的地城市，以及年客流量不低于 100 万以上的 4A 或 5A 级著名旅游景区。依附于这样大的市场，它才能做锦上添花的事，否则它不能独自形成核心吸引力，不能给城市和景区雪中送炭。而当旅游演艺的 IP 足够强势时，其渗透率的数据会优化，品牌效应能够充分发挥。因此对于有演艺品牌植入需求的地方政府和开发集团来说，品牌的知名度亦是需要重点考虑的。综上所述，宋城千古情在全国布点项目数量、质量、品牌知名度、产业链闭环设计上，都略胜一筹。
  - c) 游览模式上较为讨巧，能够有效的滞留游客：宋城模式为“主题乐园+旅游演艺”。演艺剧目和主题乐园能够形成互补，通过乐园和千古情两种模式的体验给到游客物超所值的游玩体验。其实从内容上宋城呈现相对于知名导演打造的“印象系列”和“山水系列”而言没有太大的优势，但是宋城通过民俗街、互动区和千古情等多种形式留住游客，多样化的产品类型相对于单一的文化输出来说更适合目前大众消费者的需求和消费观。

## 六、拆分轻资产和重资产的分部估值情况下公司合理估值为多少？

1. 公司景区板块受益于存量增长和持续增量资产，存量项目能够保证 10%左右的增长，增量资产提供新的业绩增长点：首先公司旗下杭州、三亚等几个存量项目能够实现稳定的增长，杭州区域的景区持续升级创造，通过活动促销带动景区增长，三亚项目受益于海南市场复苏。由于当地旅游市场高强度整顿丽江项目表现较弱，九寨沟项目由于地震影响暂停开放。增量主要来源于公司的轻资产输出和外延扩张，目前来说外延扩张逐步落地，桂林项目 7 月 27 日开业。同时公司目前签下轻资产项目四单，普遍品牌输出 2.6 亿元服务收入和景区经营收入 20%的管理收入能够为公司带来新的业绩增长点。以下对公司的存量、增量和六间房投资收益进行盈利拆分：
2. 存量项目能够通过景区更新和营销活动以及优化团散客比例实现利润增长 10%-15%水平：公司存量项目维持节目的更新频率（每月一小改，一年一大改），同时随着规模的扩大和消费群体的更迭，公司逐步对存量项目进行科技更新。2016 年 5 月拟以自有资金 1.6 亿元人民币与美国科技公司 SPACE 合资设立子公司 SONGCHENG SPACES（占股 80%，美方技术入股），主要运用于 VR 主题乐园、现场演艺、互联网视频等领域；2016 年 7 月成立杭州宋城科技发展有限公司，目标在机器人、无人机、VR、多媒体影响板块进行研究，将技术运用与演艺相结合，以新的消费体验为公司提供新的利润点；2017 年 3 月拟募集资金 3.12 亿元用于投入演艺科技提升科技互动项目，通过科技融合主题公园提升游客游玩体验。除了九寨沟地震影响外杭州、三亚和丽江项目均能够保持业绩增长 10%-15%。

图表 23：2017-2020E 存量项目的收入及利润盈利预测

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
1、杭州宋城旅游区营业收入	848.9	965.1	1074.4	1150.4
增长率 (YOY)	23.4%	13.7%	11.3%	7.1%
净利润	379.26	432.87	483.02	518.28
增长率 (YOY)	24.9%	14.1%	11.6%	7.3%
净利率%	44.7%	44.9%	45.0%	45.1%
2、三亚千古情营业收入	336.02	397.96	468.16	539.32
增长率 (YOY)	9.3%	18.4%	17.6%	15.2%
净利润	178.10	210.92	248.13	285.84
净利率%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%
增长率 (YOY)	10.2%	18.4%	17.6%	15.2%
3、丽江千古情营业收入	232.52	255.84	282.43	313.92
增长率 (YOY)	4.5%	10.0%	10.4%	11.2%
净利润	120.40	133.04	149.69	167.01
净利率%	51.8%	52.0%	53.0%	53.2%
增长率 (YOY)	0.6%	10.5%	12.5%	11.6%
4、九寨千古情营业收入 (持股比例 80%)	84.97	-	44.35	67.53
增长率 (YOY)	-43.1%	-	-	52.3%
净利润	31.44	-	15.52	23.63
净利率%	45.0%	-	35.0%	35.0%
增长率 (YOY)	-62.1%	-	-	52.3%
<b>【合计】存量项目利润加总</b>	<b>702.9</b>	<b>776.8</b>	<b>893.2</b>	<b>990.0</b>
<b>增长率 (YOY)</b>	<b>6%</b>	<b>11%</b>	<b>15%</b>	<b>11%</b>

来源：公司公告，国金证券研究所

3. 在考虑轻资产的估值情况下，我们来对估值做三个情况的假设，由于六间房预计 2018 年四季度实现资产剥离，未来三年将以投资收益的方式进行核算，按照 19 年业绩来核算合理估值：存量项目贡献业绩 8.93 亿元，估值 35X，轻资产项目贡献利润 3.55 亿元，估值 20X，六间房投资收益约

一亿元，估值 1X，桂林项目 2019 年全年并表（3200 个座位）预计贡献业绩 0.6 亿元。综合来看公司的合理市值约为 406 亿元，目前市值被低估。

图表 24：拆分公司各项业务的经营情况和盈利预测情况

来源：公司公告，国金证券研究所

单位：亿元	2018E	2019E	2020E
净利润总计	16.88	14.08	16.9
YOY%	55%	-17%	20%
估值加总	308	406	511
1) 原有千古情贡献业绩	7.77	8.93	9.90
分部估值	35X	35X	35X
2) 六间房贡献业绩	2	0.00	0.00
分部估值	1X	1X	1X
3) 六间房投资收益	5.70	1.00	1.00
分部估值	1X	1X	1X
4) 轻资产业绩贡献	1.41	3.55	3.32
分部估值	20X	20X	20X
5) 新开重资产业绩贡献		0.6	2.8
分部估值	35X	35X	35X
<b>轻资产和重资产项目分项计算</b>			
<b>桂林项目（2018 年 7 月开业）</b>			
收入		1.5	2
利润贡献		0.6	0.8
<b>张家界项目（2019 开业）</b>			
收入			1
利润贡献			0.4
<b>上海项目（2019 年开业）</b>			
收入			2
利润贡献			0.8
<b>西安项目（2019 年开业）</b>			
收入			2
利润贡献			0.8
<b>重资产业绩总贡献</b>		0.6	2.8
<b>宁乡项目（2017 年 7 月开业）</b>			
管理收入（20%提取）	0.7	0.9	1.1
利润贡献	0.5	0.6	0.8
<b>听音湖项目（2020 年 3 月开业）</b>			
服务收入		1.3	1.3
管理收入（20%提取）			0.3
业绩贡献		0.78	0.99
<b>明月情项目（2018 年 10 月开业）</b>			
服务收入	1.35	1.35	
管理收入（20%提取）	0.12	0.6	0.7
业绩贡献	0.894	1.23	0.49
<b>黄帝千古情项目（2020 年 3 月开业）</b>			

服务收入		1.3	1.3
管理收入			0.3
业绩贡献		0.91	1.09
<b>轻资产业绩总贡献</b>	<b>1.41</b>	<b>3.55</b>	<b>3.32</b>
注：			
1) 轻资产项目服务收入为一次性收入，但确认收入按照项目进程确认收入，为计算方便假设开业前一年筹备期确认 50%，开业当年确认 50%来计算。净利率假设为 70%。			
2) 轻资产项目的管理收入按照项目总收入 20%提取。净利率假设为 70%。			
3) 重资产项目开业第二年假设客单价为 100，实际购票客流量为 100-200 万，净利率假设为 40%，后三年假设按照 20%线性增长。			
4) 重资产的估值给与 35X，轻资产的估值给与 20X，投资收益和六间房给与 1X 估值。			

## 七、风险提示

1. 多个异地项目开发，公司的定增方案终止，资金的缺口仍在。从项目的后续投资额和进度预计 2018 年的项目资金需求约为 21.6 亿元，公司账上货币资金 13 亿元，同时 15 年 8 月长期借款 6 个亿（3 年期），18 年还需还款 2 个亿。项目以及还贷的资金缺口约为 10.6 亿元，这部分资金需求通过银行贷款会短期提升财务费用，非公开发行人会摊薄股本，降低 EPS，提升目前的估值水平。
2. 公司仍然持有六间房与花椒合并的新公司 30% 股权比例，六间房的业绩增长主要依靠付费用户的增量，年均 ARPPU 有所下降，将稀释因用户增加带来的业绩提升。同时花椒目前仍未盈利，合并后六间房的利润有可能被稀释。
3. 澳洲项目由于涉及到国外资产，国内外的审批均相对较严。
4. 由于存在六间房预计 2018 年四季度从合并报表中剥离的转变，因此 19 年净利润将出现下滑。
5. 公司 2018 年 8 月 6 日起有 7,347.34 万股限售股施行解禁，占总股本 5.06%，其中六间房 CEO 刘岩占 5,709.77 万股。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>1,695</b>	<b>2,644</b>	<b>3,024</b>	<b>2,908</b>	<b>2,451</b>	<b>2,611</b>
增长率		56.0%	14.4%	-3.8%	-15.7%	6.5%
<b>主营业务成本</b>	<b>-582</b>	<b>-1,014</b>	<b>-1,113</b>	<b>-991</b>	<b>-617</b>	<b>-583</b>
%销售收入	34.4%	38.4%	36.8%	34.1%	25.2%	22.3%
<b>毛利</b>	<b>1,112</b>	<b>1,630</b>	<b>1,911</b>	<b>1,917</b>	<b>1,834</b>	<b>2,028</b>
%销售收入	65.6%	61.6%	63.2%	65.9%	74.8%	77.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-49</b>	<b>-34</b>	<b>-30</b>	<b>-29</b>	<b>-25</b>	<b>-26</b>
%销售收入	2.9%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>营业费用</b>	<b>-107</b>	<b>-277</b>	<b>-325</b>	<b>-305</b>	<b>-172</b>	<b>-170</b>
%销售收入	6.3%	10.5%	10.8%	10.5%	7.0%	6.5%
<b>管理费用</b>	<b>-132</b>	<b>-169</b>	<b>-212</b>	<b>-189</b>	<b>-157</b>	<b>-164</b>
%销售收入	7.8%	6.4%	7.0%	6.5%	6.4%	6.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>825</b>	<b>1,150</b>	<b>1,343</b>	<b>1,394</b>	<b>1,481</b>	<b>1,668</b>
%销售收入	48.7%	43.5%	44.4%	47.9%	60.4%	63.9%
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>-13</b>	<b>-12</b>	<b>27</b>	<b>38</b>	<b>52</b>
%销售收入	0.1%	0.5%	0.4%	-0.9%	-1.6%	-2.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>5</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>570</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
%税前利润	0.6%	1.2%	1.4%	28.6%	6.2%	5.5%
<b>营业利润</b>	<b>828</b>	<b>1,148</b>	<b>1,342</b>	<b>1,991</b>	<b>1,619</b>	<b>1,820</b>
%营业利润率	48.9%	43.4%	44.4%	68.5%	66.1%	69.7%
<b>营业外收支</b>	<b>-3</b>	<b>12</b>	<b>-49</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>825</b>	<b>1,160</b>	<b>1,293</b>	<b>1,991</b>	<b>1,619</b>	<b>1,820</b>
利润率	48.7%	43.9%	42.8%	68.5%	66.1%	69.7%
<b>所得税</b>	<b>-180</b>	<b>-243</b>	<b>-228</b>	<b>-338</b>	<b>-275</b>	<b>-309</b>
所得税率	21.8%	21.0%	17.6%	17.0%	17.0%	17.0%
<b>净利润</b>	<b>645</b>	<b>916</b>	<b>1,065</b>	<b>1,652</b>	<b>1,344</b>	<b>1,511</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>631</b>	<b>902</b>	<b>1,063</b>	<b>1,650</b>	<b>1,341</b>	<b>1,507</b>
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
<b>净利润</b>	<b>645</b>	<b>916</b>	<b>1,069</b>	<b>1,652</b>	<b>1,344</b>	<b>1,511</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>非现金支出</b>	<b>164</b>	<b>183</b>	<b>203</b>	<b>165</b>	<b>174</b>	<b>179</b>
<b>非经营收益</b>	<b>44</b>	<b>11</b>	<b>33</b>	<b>-569</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>45</b>	<b>-104</b>	<b>431</b>	<b>-412</b>	<b>-172</b>	<b>71</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>898</b>	<b>1,007</b>	<b>1,737</b>	<b>836</b>	<b>1,247</b>	<b>1,660</b>
<b>资本开支</b>	<b>-124</b>	<b>-688</b>	<b>-520</b>	<b>-334</b>	<b>-339</b>	<b>-441</b>
<b>投资</b>	<b>-1,470</b>	<b>-554</b>	<b>-441</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>3</b>	<b>15</b>	<b>26</b>	<b>570</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,591</b>	<b>-1,227</b>	<b>-935</b>	<b>236</b>	<b>-239</b>	<b>-341</b>
<b>股权募资</b>	<b>633</b>	<b>60</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>600</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	<b>-210</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-95</b>	<b>-141</b>	<b>-174</b>	<b>-174</b>	<b>-218</b>	<b>-218</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,138</b>	<b>-281</b>	<b>-374</b>	<b>-385</b>	<b>-218</b>	<b>-218</b>
<b>现金净流量</b>	<b>445</b>	<b>-501</b>	<b>428</b>	<b>687</b>	<b>789</b>	<b>1,101</b>

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

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
<b>每股收益</b>	0.434	0.621	0.732	1.136	0.923	1.037
<b>每股净资产</b>	3.857	4.409	5.046	6.062	6.835	7.723
<b>每股经营现金净流</b>	0.618	0.693	1.196	0.575	0.858	1.143
<b>每股股利</b>	0.100	0.150	0.100	0.120	0.150	0.150
<b>回报率</b>						
<b>净资产收益率</b>	11.25%	14.09%	14.50%	18.74%	13.50%	13.43%
<b>总资产收益率</b>	9.02%	11.92%	12.14%	17.28%	12.79%	12.71%
<b>投入资本收益率</b>	10.22%	13.05%	14.41%	12.92%	12.19%	12.17%
<b>增长率</b>						
<b>主营业务收入增长率</b>	81.21%	56.05%	14.36%	-3.84%	-15.72%	6.54%
<b>EBIT 增长率</b>	81.62%	39.37%	16.81%	3.75%	6.26%	12.61%
<b>净利润增长率</b>	74.58%	43.10%	17.81%	55.25%	-18.75%	12.36%
<b>总资产增长率</b>	81.84%	8.31%	15.69%	9.07%	9.82%	13.04%
<b>资产管理能力</b>						
<b>应收账款周转天数</b>	2.3	2.4	3.2	3.3	3.4	3.5
<b>存货周转天数</b>	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>应付账款周转天数</b>	139.2	71.7	63.8	70.0	70.0	70.0
<b>固定资产周转天数</b>	378.9	247.5	203.8	218.8	267.0	257.0
<b>偿债能力</b>						
<b>净负债/股东权益</b>	-15.45%	-11.81%	-18.18%	-25.08%	-30.11%	-36.36%
<b>EBIT 利息保障倍数</b>	690.5	85.7	116.3	-51.5	-38.8	-31.9
<b>资产负债率</b>	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	4
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.33

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