

**谨慎推荐** (维持)

**宋城演艺 (300144) 深度报告**

风险评级: 中风险

现金流足、负债率低 新项目有望带来新一轮增长

2018年10月29日

**投资要点:**
**卢立亭**

SAC 执业证书编号:

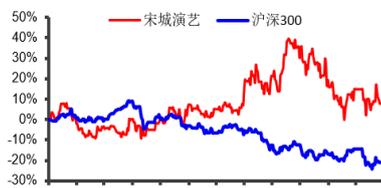
S0340518040001

电话: 0769-22110925

邮箱: luliting@dgzq.com.cn

**主要数据 2018年10月26日**

收盘价(元)	20.89
总市值(亿元)	303.45
总股本(亿股)	14.53
流通股本(亿股)	11.83
ROE(TTM)	15.64%
12月最高价(元)	27.04
12月最低价(元)	17.55

**股价走势**


资料来源: 东莞证券研究所, Wind

**相关报告**

- 现金流足、负债率低, 公司基本面优质。**公司上市以来, 经营性现金流量净额的年均增速快于同期净利润年均增速, 表明公司业务经营回款快, 现金流好。横向来看, 公司经营性现金流量净额与营收的比值居旅游板块首位, 经营性现金流量净额与净利润的比值在板块中排名靠前。公司自上市以来账上现金充足, 除了2013年的9.05亿元外, 其余各年货币资金均超过10亿元。负债率方面, 公司上市之后, 资产负债率维持在较低水平, 除了2015年的18.22%, 其余年份均低于15%。
- 重资产异地复制项目将陆续落地, 公司业绩有望持续释放。**桂林千古情项目2018年7月底开业以来经营表现良好, 首月游客体量是当年第一轮扩张项目开业当月的两倍, 表现超公司预期。西安千古情和张家界千古情预计将在2019年4-5月和2019年6-8月相继开业; 上海千古情2018年9月举行启动仪式, 预计2019年底或2020年初开业; 澳洲项目的前期审批程序预计2019年上半年可基本完成。随着异地复制项目的相继落地, 公司在一线旅游城市(桂林、张家界)、著名历史文化城市(西安)、一线大城市(上海)开启扩张模式, 若在这些城市复制成功, 将为日后进一步打开全国各类型市场积累宝贵经验, 同时推动公司业绩持续释放。
- 轻资产输出落子不断, 盈利能力强将增厚业绩。**公司的宁乡项目开业一年多以来取得了优异的经营成绩, 一揽子服务费收入的确认带动公司业绩增长。宜春明月山项目预计2018年10月开业、佛山听音湖项目预计2020年3月开业、黄帝千古情项目预计2020年3月开业, 将陆续为公司带来一次性服务费收入和后续管理费收入。轻资产项目资金投入少, 回款快, 盈利能力强, 有望进一步增厚公司业绩。
- 维持谨慎推荐评级。**桂林千古情业绩表现良好, 提高2019年新项目业绩增长预期, 预计公司2018、2019年的EPS为0.88元和1.08元, 对应PE分别为24倍和19倍, 维持谨慎推荐评级。**风险提示。**异地复制项目推进不及预期, 宏观经济不景气或抑制居民旅游消费, 行业竞争加剧, 天灾人祸等不可抗力事件的发生。

**主要财务指标预测表**

单位(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	3,024	3,197	2,528	2,990
YOY(%)	14.36%	5.72%	-20.92%	18.29%
归母公司净利润(百万)	1,063	1,278	1,571	1,405
YOY(%)	17.81%	20.27%	22.91%	-10.57%
毛利率(%)	63.19%	65.00%	66.00%	66.50%
ROE(%)	14.16%	14.91%	15.52%	15.5%
每股收益(元)	0.73	0.88	1.08	0.97
市盈率(倍)	29	24	19	22

资料来源: wind 资讯, 东莞证券研究所

## 目 录

1. 现金流足、负债率低，公司基本面优质	3
2. 六间房将出表，商誉减值风险解除	4
3. 重资产异地复制项目将陆续落地，助力公司业绩释放	5
3.1 桂林旅游市场快速增长，漓江千古情项目值得期待	7
3.2 张家界千古情竞争优势突出，业绩增长值得期待	8
3.3 西安千古情预计明年开业，公司业绩持续增长有保障	9
3.4 试水城市演艺，打造上海千古情	10
3.5 拟 20 亿元布局澳洲演艺市场，国际化战略取得重大进展	10
4. 轻资产输出风险较低，项目盈利能力强	11
4.1 宁乡项目大获成功，开启轻资产运营模式	12
4.2 打造佛山听音湖项目，进军珠三角市场	13
4.3 宜春明月情项目预计年底试运营，有望确认部分收入增厚业绩	13
4.4 黄帝千古情进入河南，继续扩大演艺版图	14
5. 投资建议：维持谨慎推荐评级	15
6. 风险提示	16

## 插图目录

图 1：2012-2017 年公司经营性现金流量净额与净利润的比值变化情况	3
图 2：2017 年公司经营性现金流量净额与营收的比值排名板块首位，接近 60%	3
图 3：公司上市以来负债率情况（单位：%）	4
图 4：2010-2017 年公司现金流量利息保障倍数均高于 10.	4
图 5：2013-2017 年我国旅游演艺演出场次增长情况	6
图 6：2013-2017 年我国旅游演艺观众数增长情况	6
图 7：公司未来三年将开业的重资产项目基本情况	11
图 8：公司已签约的轻资产项目基本情况	12

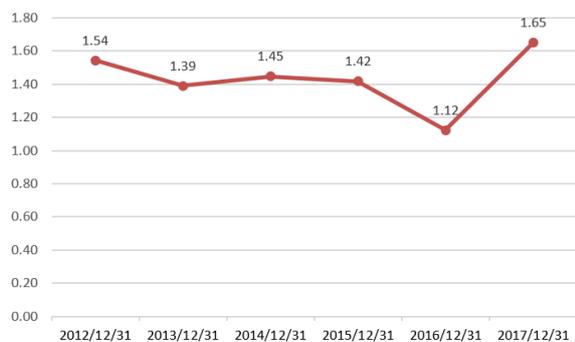
## 表格目录

表 1：2017 年全国旅游演出前十强	7
表 2：公司盈利预测简表	17

## 1. 现金流足、负债率低，公司基本面优质

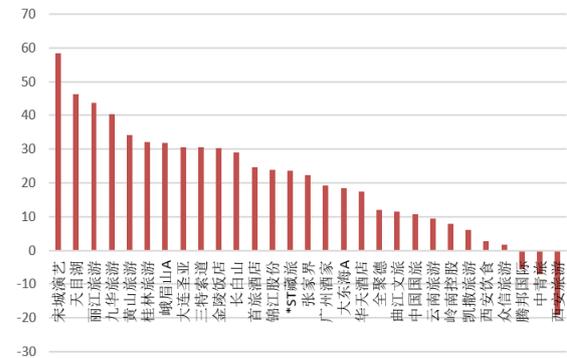
经营性现金流表现优异，在 A 股旅游板块中属佼佼者。纵向来看，2010-2014 年，公司的经营性现金流量净额从 2.5 亿元增长到 5.28 亿元，年均增速是 20.51%，增速快于同期公司营业总收入的年均增速。2015 年 8 月收购了六间房后，公司经营性现金流净额继续快速增长，从 2015 年年初的 5.28 亿元增长到 2017 年年末的 17.64 亿元，三年年均增速是 49.49%，增速快于营业总收入的年均增速。此外，公司上市以来，经营性现金流量净额的年均增速快于同期净利润年均增速，表明公司业务经营回款快，现金流好。横向来看，公司经营性现金流量净额与营收的比值居旅游板块首位，经营性现金流量净额与净利润的比值在板块中排名靠前。具体来看，公司 2012-2017 年的经营性现金流量净额和净利润均大于零，同时二者之比均大于 1，且大致呈上升态势，表现优于同板块 75% 的个股公司。公司自上市以来账上现金充足，除了 2013 年的 9.05 亿元外，其余各年货币资金均超过 10 亿元。2018 年半年报显示，公司的货币资金是 15.49 亿元，为新一轮外延扩张提供一定的资金保障。

图 1：2012-2017 年公司经营性现金流量净额与净利润的比值变化情况



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 2：2017 年公司经营性现金流量净额与营收的比值排名板块首位，接近 60%



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

公司经营性现金流多年来表现优异，主要与公司的商业模式有关。首先，公司处于旅游行业产业链的上游，属于上游的景区要素，对于下游的旅行社客户多采取预收价款的模式，对于散客采取现收价款或预收价款的模式，即公司在产业链的地位天然决定了公司在经营现金流方面的优势。其次，旅游演艺行业处于较快增长期向成熟期的过渡阶段，游客对旅游演艺的需求依然较大，旅游演艺行业还未走下坡路，因此对下游的议价能力更强。最后，公司一方面对存量旅游演艺项目进行改进、完善、升级，有效延长存量项目的生命周期；另一方面继续进行异地复制建设新项目，使得公司的市占率不断扩大，品牌力进一步增强，行业进入壁垒进一步提高，对下游议价能力继续增强。

公司上市之后，资产负债率维持在较低水平。除了 2015 年的 18.22%，其余年份资产负债率均低于 15%。2018 年半年报显示，公司的资产负债率是 14.14%。同时，公司的带息负债在全部投入资本中占比很低，2017 年为 2.66%；流动负债在总负债中的占比一直

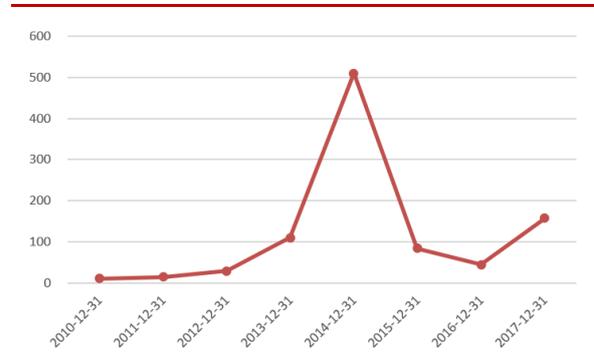
很高，2017 年达到 98.88%。在带息负债比例低、账上现金足的情况下，公司多年来财务费用率维持在低水平。此外，公司 2017 年的现金流量利息保障倍数为 335，现金到期债务比率是 882，流动比率和速动比率均为 1.83，偿债能力强。

图 3：公司上市以来负债率情况（单位：%）



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 4：2010-2017 年公司现金流量利息保障倍数均高于 10



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

## 2.六间房将出表，商誉减值风险解除

将与密境和风重组，重组后估值 85 亿元。2018 年 6 月 27 日，公司董事会通过了六间房和密境和风的重组议案。本次重组方案是，密境和风的全体股东拟以密境和风 100% 股权认购六间房新增的注册资本。密境和风的全体股东获得六间房的增发股权作为密境和风 100% 股权的对价。重组完成后，密境和风成为六间房的全资子公司。本次重组中，六间房的整体估值为 34 亿元，密境和风的整体估值为 51 亿元，与密境和风进行重组后的六间房（以下简称“重组后集团公司”）将不再作为宋城演艺的并表子公司。此外，为优化股权结构，宋城演艺拟向适格投资者转让部分六间房股权（“存量股”），并确保投资者最后获得重组后集团公司的股权（按重组前六间房的投前估值不低于 34 亿元、重组后集团公司投前估值不低于 85 亿元），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%。

原有方案调整为分批交割，估值不变。2018 年 8 月 29 日，公司董事会通过了对此重组方案的调整，将原有方案调整为分批交割。首先，2018 年，密境和风现有股东天津花椒壹号科技合伙企业(有限合伙)（以下简称“花椒壹号”）和天津花椒贰号科技合伙企业(有限合伙)（以下简称“花椒贰号”）先行以其持有的密境和风的 19.96% 股权对六间房进行增资，同时六间房取得密境和风 19.96% 股权（合称“首次交割”）。其后，2019 年，在首次交割完成的基础上以及宋城演艺聘请会计师事务所对六间房 2015—2018 年承诺业绩实现情况出具专项审核报告后，密境和风除花椒壹号和花椒贰号之外的现有股东以其持有的密境和风的 80.04% 股权对六间房新进行增资，同时六间房取得密境和风 80.04% 股权。上述方案调整中涉及的相关估值并未进行调整，即六间房的整体估值为 34

亿元，密境和风的整体估值为 51 亿元。此外，宋城演艺拟向适格投资者转让部分六间房股权的计划亦未进行调整。存量股转让完成后宋城演艺在重组后集团公司的持股比例将低于 30%。

本次重组方案调整不改变本次交易的实质，仅改变六间房出表时间，有利于公司业绩平稳过渡。根据《重组协议》存量股转让约定以及与潜在投资者的初步沟通情况，预计宋城演艺转让的六间房存量股约为 30%，据此计算适格投资者最终获得重组后集团的股权比例约为 12%。在本次重组的首次交割和六间房存量股转让完成后，截至 2018 年 12 月 31 日，宋城演艺将持有六间房 53.87% 股权，适格投资者合计持有六间房 23.09% 股权，密境和风原股东合计持有六间房 23.04% 股权。宋城演艺为六间房单一最大股东且持股比例超过 50%、对董事会拥有控制力，宋城演艺对六间房实质控制，继续对六间房并表。此外，2018 年 12 月 31 日之前花椒壹号、花椒贰号以合计 19.96% 的密境和风股权对六间房增资后，六间房持有密境和风 19.96% 股权，且六间房在密境和风董事会中不占席位，故六间房无法对密境和风并表。

剔除并表因素，六间房 2017 年业绩不达标对赌目标。2015 年，公司以增发和现金购买等方式收购了六间房 100% 股权，六间房当时的估值是 26 亿元，并表后公司形成了 24 亿元的商誉。交易对方承诺六间房 2015-2018 年的净利润分别是 1.51 亿元、2.11 亿元、2.75 亿元和 3.57 亿元。2015-2017 年，六间房的经营业绩均超过对赌目标。其中，六间房 2017 年的业绩是 2.85 亿元，完成 2.75 亿元的业绩承诺，但六间房的业绩中包含了当年收购并表的灵动时空的 4063.37 万元利润，若剔除并表因素，六间房内生业绩是 2.44 亿元，则业绩承诺不达标。因此，在直播行业竞争激烈、产品更新换代速度快、以及抖音、快手等短视频的猛烈冲击背景下，市场对六间房内生增长乏力表示担忧，认为巨额商誉减值风险加大。

六间房将出表，商誉减值风险解除。此次重组和交易，六间房估值 34 亿元，比收购时增值了 8 亿元。同时，预计公司向适格投资者转让 12% 的股权，本次重组、交易之后，公司将持有六间房 28% 的股权，由此将获得总计 5.8 亿元左右的投资收益。对于投资收益是分批确认还是一次确认仍存在不确定性，但总额不变。对于公司来说，此次重组和交易将导致六间房不再纳入公司合并报表，巨额商誉减值风险得以化解；股权转让交易使得公司获得长期股权收益，减少六间房出表给公司业绩带来的冲击，平滑年度业绩。长远来看，六间房的出表有利于公司集中精力发展现场演艺主业，充分发挥公司旅游演艺龙头的优势。

### 3.重资产异地复制项目将陆续落地，助力公司业绩释放

观众转化率仍有上升空间，旅游演艺市场有望延续良好发展势头。近年来，我国旅游演艺市场快速发展。2013-2017 年，我国旅游演出场次保持较快增长，其中 2016、2017 年的增速分别是 14.1% 和 19%，较 2013-2015 年的增速明显加快。我国旅游演出观众从 2013 年的 2789 万人次增长至 2017 年的 6821.2 万人次，年均增速达到 25.06%，其中 2017 年同比增长 26.5%，增速较 2016 年加快 12.9 个百分点。2017 年，我国旅游演艺票房收入

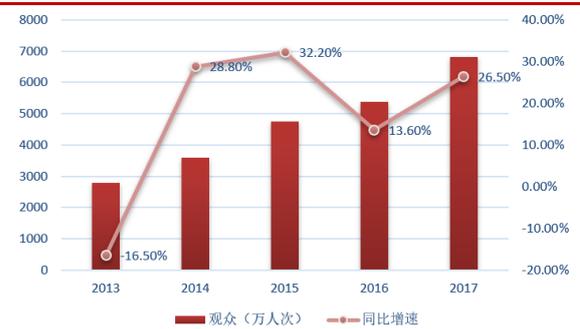
增长近 20%，达到历史最高值 51.46 亿元，增长势头强劲。

图 5：2013-2017 年我国旅游演艺演出场次增长情况



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 6：2013-2017 年我国旅游演艺观众数增长情况



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

从观众转化率（观众转化率=旅游演艺观众数/当地接待游客总数）的角度，我国旅游演艺观众转化率最高的是丽江，达到 21%，其次是三亚（14%）、阿坝州（10%）、峨眉山（7%）、拉萨（5%）、张家界（4%）、杭州（4%）、桂林（4%）、珠海（2%）和武夷山（2%）。而纽约的旅游演出观众转化率是 24%，高于我国转化率排名前列的城市。假设我国各地旅游演艺项目质量逐步提高，且游客转化率向纽约的游客转化率靠近，则我国各地的旅游演艺市场仍有很大的发展空间。根据奇创旅游咨询的报告，2014 年，我国旅游演艺行业的市场规模（包括票房收入、政府补贴、广告赞助、衍生产品、主体配套设施及其他服务性收入等与演出相关的其他收入）是 110 亿元，2020 年有望达到 232 亿元，年均增速达到 13.24%。

**品牌优势明显，千古情系列市占率高。**2018 年 10 月，道略文旅产业研究中心发布了“2017 中国旅游演艺排行榜”。公司的杭州宋城千古情、三亚千古情、丽江千古情、炭河千古情和九寨千古情均进入了“2017 中国旅游演出-主题公园类剧目票房前十名”，占据了该榜单的半壁江山。此外，公司打造的轻资产项目炭河千古情荣登“2017 中国旅游演出-新增剧目票房五强”之首。而公司则位列“2017 中国旅游演出机构十强”之首，可见公司的市场认可度、品牌优势明显。道略演艺产业研究中心数据显示，2013、2014 年公司千古情系列演出的市占率分别是 16.4%和 22.5%，而根据公司 2017 年现场演艺业务 14.31 亿元的收入，在 2017 年旅游演艺票房收入中占比 27.81%，市占率提升明显。

**盈利能力强，产品生命周期长。**以杭州大本营为例，杭州宋城景区自 1996 年开业至今已二十二年有余，2007 年至 2017 年近十一年的单体营业收入复合增长率为 19.97%，净利润复合增长率为 23.76%。毛利率方面，宋城景区自公司上市后的八年来平均毛利率为 80.57%，近三年平均毛利率为 80.26%；三亚千古情和丽江千古情则是公司第一轮拓展项目，开业时间并不长，但近三年的平均毛利率也已分别达到了 76.20%和 68.78%，且该两大景区整体毛利率继续呈现小幅波动上升趋势。净利率方面，由于宋城景区开业时间较长，需要定期进行景区维护与品质提升整改投入，其自公司上市后的八年来平均净

利率为 46.27%，近三年的平均净利率为 47.95%；三亚千古情和丽江千古情则近三年的平均净利率分别为 53.15%、49.55%。

表 1：2017 年全国旅游演出前十强

排名	2017 中国旅游演出机构十强	2017 中国旅游演出-主题公园类剧目票房前十强
1	宋城演艺发展股份有限公司	《宋城千古情》
2	广州长隆集团有限公司	《三亚千古情》
3	陕西旅游集团有限公司	《丽江千古情》
4	三湘印象股份有限公司	《魔幻传奇 II》
5	山水盛典文化产业股份有限公司	《炭河千古情》
6	华夏文化旅游集团股份有限公司	《闽南传奇》
7	魅力文旅发展有限公司	《秘境奇技》
8	万达文化产业集团有限公司	《九寨千古情》
9	本山控股有限公司	《大宋-东京梦华》
10	域上和美文化旅游股份有限公司	《神游传奇》

数据来源：道略演艺产业研究中心，东莞证券研究所

### 3.1 桂林旅游市场快速增长，漓江千古情项目值得期待

公司 2015 年 9 月 16 日公告称，拟与桂林旅游股份有限公司（以下简称“桂林旅游”）共同投资设立桂林漓江千古情演艺发展有限公司（以下简称“漓江公司”），在广西壮族自治区桂林市阳朔县打造“漓江千古情”项目，主要建设剧场、演艺、文化旅游、商业及生活配套设施等。漓江公司的注册资本是 2 亿元，其中宋城演艺占 70%，桂林旅游占 30%。具体来说，该项目将在龙河畔建设拥有 3500 个座位的剧场，并打造一条特色阳朔老街和冰雪主题馆。

从竞争者方面来看，漓江千古情最大的竞争对手是实景演出《印象-刘三姐》。《印象-刘三姐》于 2003 年 3 月开始公演，演出的受欢迎程度逐渐提高，剧场的座位数从最初的 1880 个逐步增加到超过 3000 个，演出场次日渐增加。2009 年，《印象-刘三姐》实现门票收入 2.6 亿元。演出获得成功的原因包括：（1）演出是有形的优美自然景观和无形的民族文化的完美结合，演出高雅，观赏性强，内涵丰富；（2）营销宣传方面，借助张艺谋导演的名声扩大演出的知名度，同时演出依靠其获得的“文化部创新奖”、“十大演出盛事”等奖项进行宣传；（3）演出是广西省重点旅游项目，与各地旅行社形成良好的合作，旅行社销售演出门票为演出带来大量的团客客人。根据道略演艺产业研究中心 2016

年4月份发布的2015年中国演艺排行榜,《印象-刘三姐》实现的票房收入排名第四。目前,赴桂林阳朔旅游的游客中,超过五成的游客会观看该演出,受欢迎程度高。

虽然《印象-刘三姐》在桂林阳朔的旅游演艺市场受欢迎程度高,但漓江千古情依然具备竞争优势。首先,公司在杭州、三亚、丽江和九寨沟的千古情项目制作精良,为公司赢得了良好的口碑和品牌知名度。其次,除了旅游演艺主业外,桂林千古情项目融入了创新内容。一是通过异业合作推出更多的年轻、时尚、休闲的业态丰富景区的文化内涵;二是在保证景区内的文化氛围外,还加强景区相应配套服务的创新建设,公司未来不仅有望在桂林千古情景区内打造酒吧一条街,同时有望在地方政府的支持下依托该区域阳朔县城内相对较好的交通配套,进一步打造一条全新的“阳朔东街”,公司希望通过一两年努力在桂林阳朔打造一座新的不夜城,预计2019年开始运营,届时将对桂林千古情演出带来引流的作用。建设不夜城是公司对于开放式运营的进一步尝试,通过引进品牌商户进行合作,加快基础建设,预计不夜城将对桂林项目的营收带来良性效益。最后,公司与桂林旅游公司合作,有利于其将漓江千古情演出与桂林旅游旗下的热门景区门票进行打包,凭借丰富的旅行社渠道获取客源,快速扩大漓江千古情在当地旅游演艺市场的占有率。

从桂林项目刚开业的两个月来看,桂林项目首月的游客体量基本上是当年第一轮项目开业当月的2倍,目前每天基本演出两场,上座率约65%。桂林景区近期持续对室外表演进行丰富、整体氛围进行改造,增加了景区细节化贴心服务、细化了景区指示系统,未来随着演出口碑的积累、知名度的提高,预计游客量将实现快速增长。

### 3.2 张家界千古情竞争优势突出,业绩增长值得期待

公司2016年5月18日发布公告称,公司与张家界市武陵源区人民政府签订了投资协议书,拟出资1.2亿元投资设立全资子公司张家界千古情演艺发展有限公司,在湖南省张家界市武陵源区打造“张家界千古情”项目。该项目于2016年5月正式签约,建设地点是张家界市武陵源区索溪峪镇文风居委会百花洲,总投资额将为6.45亿元人民币,公司将持有张家界项目100%股权。目前张家界项目稳步推进,预计2019年6-8月开业。

在竞争对手方面,奇创旅游研究的数据显示,张家界景区共有大型旅游演出8台,而旅游部门重点推荐《天门狐仙-新刘海砍樵》、《张家界-魅力湘西》和《武陵魂-梯玛神歌》。其中,以《张家界-魅力湘西》和《天门狐仙-新刘海砍樵》受欢迎程度最高,大约每3名游客就有1人观看《张家界-魅力湘西》,每4名游客就有1人观看《天门狐仙-新刘海砍樵》。而根据道略演艺产业研究中心2016年4月份发布的2015年中国演艺排行榜,我国旅游演出票房前十名分别是《宋城千古情》、《三亚千古情》、《印象-丽江》、《印象-刘三姐》、《丽江千古情》、《魔幻传奇》、《九寨沟千古情》、《长恨歌》、《张家界-魅力湘西》和《文成公主》。公司旗下的四台演出均榜上有名,且均排在《张家界-魅力湘西》之前,由此预计若公司进入张家界的旅游演艺市场,将给张家界原有的演艺项目带来冲击,公司有望在张家界的旅游演艺市场中强势发展。

此外,通过参考公司丽江千古情的运营状况,预计张家界项目的发展前景。于2014年3

月 21 日开业运营的丽江千古情距离丽江古城 6 公里，位于玉龙雪山脚下，地理位置优越。开业第二年（2015 年），丽江千古情接待游客人数同比大幅增长 181.82%，实现营业收入 1.71 亿元，同比高增 138%，进入全国旅游演出票房前五强；实现净利润 7175 万元；2016 年丽江千古情实现的营业收入和毛利润分别同比增长 30.03% 和 50.98%，业绩表现亮眼。同时，丽江千古情的主要竞争对手《印象-丽江》在丽江千古情开业运营之后业绩明显下滑，2015 年，《印象-丽江》演出场次同比减少 91 场，接待游客同比下滑 14.36%，净利润同比下滑 13.46%。2016 年，《印象-丽江》销售门票 154.28 万张，同比下降 23.62%；实现营业收入 1.66 亿元，同比下降 24.48%；实现净利润 6372.92 万元，同比大幅下降 28.39%；净利率为 38.56%，同比下滑 2.1 个百分点。《丽江千古情》之所以能剧烈冲击《印象丽江》主要是因为《丽江千古情》的高质量演出、良好口碑、多渠道推广、淡季推行优惠政策、提供免费公交接送等。因此，凭借优秀的剧目制作能力、先进的舞台表现技术、强大的品牌价值、以及多样化的门票销售渠道，公司的张家界千古情项目或将在张家界的旅游演艺市场获得稳定坚实的客户基础，看好其业绩成长前景。

### 3.3 西安千古情预计明年开业，公司业绩持续增长有保障

公司 2018 年 4 月 6 日公告称，公司拟出资 1 亿元投资设立全资子公司西安千古情演艺发展有限公司，在陕西省西安曲江大明宫国家遗址公园西侧打造“西安千古情景区”项目，总投资约 7 亿元人民币。

拟打造西安千古情，异地复制项目再下一城。西安千古情项目选址位于西安曲江大明宫国家遗址公园西侧，占地面积约为 100 亩，项目总投资 7 亿元人民币，资金来源于公司自筹资金。该项目建设内容包括大型演出《西安千古情》、约 3000 至 4000 座的特大型剧院、文化演艺表演广场、主题市井街、特色氛围街、室内科技馆、游客互动体验馆、商业及景区配套设施等。自从成功打造三亚、丽江和九寨千古情之后，公司的景区运营管理能力、营销推广能力和品牌效应均得到增强，在旅游演艺市场的占有率逐步提高，为公司持续复制异地项目奠定了良好的基础。目前，公司的上海、桂林、漓江项目稳步推进，同时确定建设澳大利亚黄金海岸项目，而本次决定打造西安千古情是公司继续进行外延扩张的重要一笔。

西安旅游市场热度高，项目前景值得期待。近年来，西安市的游客数保持快速增长的势头。2011-2014 年，西安市入境旅游人数的年均增速是 12.23%，国内游客人数的年均增速是 19.6%。2015-2016 年，西安市接待国内外游客数分别为 1.36 亿人次和 1.5 亿人次，分别同比快速增长 13.34% 和 10.29%；实现旅游业总收入分别为 1073.69 亿元和 1200 亿元，分别同比快速增长 13.02% 和 11.76%。2017 年，西安市接待游客 1.81 亿人次，同比快速增长 20.67%，增速同比明显加快。由此可见，作为历史文化名城的西安对游客具有较大的吸引力。此外，在目前“一带一路”国家战略实施进程中，西安是“丝绸之路经济带”的重要枢纽，西安的文化旅游地位在丝绸之路建设上也被提到了重要的高度。未来，随着以西安为核心的高铁网络不断完善、“一带一路”战略的贯彻落实，西安市凭借丰富的旅游资源将吸引更多游客前往。在西安市旅游业持续向好的背景下，公司的西

安千古情项目发展前景可期。公司方面表示，此次“西安千古情景区”项目的实施将进一步增强公司的品牌影响力和核心竞争力，有效扩充公司旅游演艺事业的版图和壁垒，填补自身项目在西部空白。

### 3.4 试水城市演艺，打造上海千古情

除了把千古情歌舞表演向旅游目的地输出，公司加速推进现场演艺项目向经济中心城市延伸。2015年11月，公司公告称拟与世博东迪投资管理有限公司共同投资建设上海世博大舞台项目，项目总投资为8.3亿元，设立的项目公司注册资本为1.5亿元，公司占股88%。该项目的建设是公司首次尝试把演艺业务落地于我国的一线城市。项目地处世博园区，地缘优势明显。该项目自签约以来，受到了上海市区各级政府及相关部门的高度重视和支持。

2018年9月27日，上海千古情项目在上海浦东世博园区举行了项目启动仪式。公司将凭借多年积累的丰富运作经验，推出具有国际水准、融合中国元素和东方魅力的大型歌舞《上海千古情》、国际歌舞秀《上海一秀》、大型沉浸式演出《我回上海滩》三台全新演艺作品。演出将用高科技国际化的舞台手段，讲述上海浦江风云、波澜壮阔的历史篇章，分为《申沪溯源》《上海1921》《黄金时代》《血肉磨坊》《风从海上来》等幕，体现上海红色文化、海派文化、江南文化，带给观众视觉冲击和心灵震撼。另外两台秀则在表现形式上有较大创新，《上海一秀》是一台大型歌舞秀，呈现上海“魔都”风情；另一个是沉浸式演出《我回上海滩》，公司用全新的先锋艺术方式，以及多维度、多空间的手段，让观众共同穿越回上世纪二三十年代的上海滩。

公司上海千古情剧院有3000个座位，上海一秀约1000个座位，体量较大。公司预计上海千古情2019年底或2020年初正式亮相，随后上海一秀和沉浸式演出陆续开演。公司表示，《上海千古情》的定价至少达到现有千古情项目的水平（300~320元）；同时，项目内还有其他演出，所以也会有更多价格体系，比如联票的方式，价格有上升空间。

### 3.5 拟20亿元布局澳洲演艺市场，国际化战略取得重大进展

除了加大国内业务的布局，公司还积极布局海外。公司多年来深耕旅游演艺领域，积累了成功经验，且公司近年来在业务规模、资本实力、品牌地位等方面实现了较大的发展，为布局海外市场奠定了基础。公司2016年11月9日公告称，公司全资控制的下属公司Songcheng (Australia) Entertainment PTY LTD拟在澳大利亚昆士兰州黄金海岸，一期总投资20亿元人民币建设澳大利亚传奇王国项目（以下简称“传奇王国项目”）。

首先，传奇王国项目选址于澳洲重要的旅游城市黄金海岸，有望分享该地区丰富的游客资源。黄金海岸是全球最受欢迎的旅游度假城市之一，随着2018年英联邦运动会在黄金海岸召开，前来旅游度假的国内外游客数有望进一步增加，市场对旅游度假产品的需求将更加旺盛。其次，项目地处黄金海岸的内兰区，距离冲浪者天堂约10公里，东望Metricon体育馆（2018年英联邦运动会场馆），西临内兰火车站及M1高速公路（联通

布里斯本与黄金海岸），南靠内兰布罗德海滩大道（通往沙滩的主干道），北濒内兰河（城市的主要河流）。同时，项目所在地离布里斯本机场 85 公里，黄金海岸机场 30 公里，交通十分便利。最后，黄金海岸的演艺市场基本属于空白，游客对于多元化旅游度假产品的需求高。公司在该地打造旅游演艺项目有望获得抢占市场份额的首发优势。

传奇王国项目包括入口广场、演艺剧场、澳洲传奇大型演出、澳洲土著文化村主题公园、狂野澳洲、神秘东方景区等板块。其中，入口广场将作为停车场和游客接待中心；演艺剧场将包含大型演出《澳洲传奇》等全球顶级的演艺秀；澳洲土著文化村将给游客带来澳洲的历史人文体验；狂野澳洲表演将展示中西部澳洲的自然景观；神秘东方则将向游客呈现中国和东南亚传统文化。综合来看，传奇王国项目汇集了澳洲本土以及东方文化，可以满足各个年龄段游客的多元化需求。该项目是集旅游、文化演艺、娱乐休闲为一体的综合性旅游度假项目，同时将充分利用黄金海岸现有成熟的功能设置和旅游配套，形成强大的市场吸引力。

由于澳洲项目涉及审批部门多、反馈周期较长，故前期审批程序预计 2019 年上半年可以基本完成。目前澳洲项目主要投入的是土地款 3 亿多人民币和其他前期费用约 500 万人民币。后续澳洲项目将分期投入，第一期主要用于打造澳洲传奇演出、澳洲土著文化村等；第二期会结合第一期的开业情况等适时推进。若项目建设顺利推进，则有利于提升公司的国际化形象和品牌知名度，助力公司国际化战略的进一步实施，有利于公司提高整体竞争力，扩展业务版图，向“世界演艺第一”的目标迈进。

未来，公司计划收购 1-2 个美国演艺集团，利用其人才、网络，并凭借公司自身的创作、模式，在海外多个城市演出。同时，未来 2-3 年公司计划自主投资，在东南亚布局 1-2 个项目，美国布局 2 个项目，欧洲布局 1 个项目，致力于实现“世界演艺第一”的目标。

图 7：公司未来三年将开业的重资产项目基本情况

外延重资产项目	开业时间	总投资额（亿元）	公司持股比例
桂林千古情	2018年7月	8.02	70%
西安千古情	2019年4-5月	7	80%
上海千古情	2019年底或2020年初	8.3	88%
张家界千古情	2019年6-8月	6.45	100%
澳洲项目	2020年	20.2	100%

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

#### 4.轻资产输出风险较低，项目盈利能力强

公司的轻资产输出项目选址多为非一线旅游城市。一方面，轻资产项目的主要收益是一揽子服务费，后续每年提取项目收入的 20% 作为管理费，管理费收入占比相对小，这在一定程度上规避非一线旅游城市后续游客增长乏力的风险；另一方面，轻资产输出的模

式能帮助公司在投资金额较低的情况下快速扩大市场份额，增强品牌知名度。

具体来看，根据会计政策，轻资产项目的收入是按照已完成工作量分阶段予以确认。通常情况下，轻资产项目签约至开业时公司已完成工作量的 70%-80%，因此确认收入的 70%-80%，项目开业后将陆续确认剩余的 20%-30%，这些收入主要是品牌使用费及千古情项目维护、改造、升级的费用，即一揽子服务费。后续每年按项目收入，提取 20% 作为公司输出经营管理的收入。

图 8：公司已签约的轻资产项目基本情况

外延轻资产项目	地理位置	预计开业时间	合作模式	合作时间
宁乡项目	炭河里国家遗址公园	2017/7/2	2.6亿元服务费以及每年获得年收入20%的管理费	5年
佛山听音湖项目	佛山市南海区西樵镇听音湖片区	2020/3/1	2.6亿元服务费以及每年获得年收入20%的管理费	10年
明月情景区	宜春市明月山温泉风景名胜景区	2018/10/1	2.7 亿元服务费用以及每年一定比例收入分成	10年
黄帝千古情项目	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	2020/3/26	2.6亿元服务费以及每年获得年收入20%的管理费	5年

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

#### 4.1 宁乡项目大获成功，开启轻资产运营模式

2016 年 6 月 21 日，公司的全资子公司杭州宋城旅游发展有限公司与宁乡县炭河古城文化旅游投资建设开发有限公司（以下简称“炭河旅游”）、宁乡县人民政府就“宋城-宁乡炭河里文化主题公园”项目签署《项目合作协议》。协议显示，该主题公园项目由炭河旅游全资投资建设，总投资额为 25 亿元。项目将依托炭河里国家遗址公园，建设西周王宫、西周作坊、西周渔猎、西周博览、西周遗址等景点，并打造旅游演艺剧目。公司在该项目中负责提供包括宋城品牌授权、规划设计、协助建设、剧目创作、互动体验项目设计、开业筹备等在内的一揽子服务，以及对项目进行日常经营管理。公司由此可获得一揽子服务费 2.6 亿元和每年项目可支配经营收入的 20% 作为管理费。该项目预计于 2016 年国庆节试营业，并于 2017 年 5 月 1 日正式开业。

通过此次合作，公司开启了全新的轻资产经营模式，将给合作伙伴提供品牌输出、人才管理、规划设计、艺术编创和委托经营等一揽子服务。除了提供演艺编创服务，公司对项目的介入能够为合作伙伴节约至少 30% 的费用，为其打造出当地文化的地标性产品。从收入提成来看，由于公司将长期受托管理项目，并输出管理人才，因此 20% 的分成比例略高于市场水平。公司方面表示，2016 年，宁乡项目确认了 1.17 亿元的收入，贡献的净利润在 6000 万元到 7000 万元之间，该项目的一揽子服务费在 2017 年全部确认完毕。

宁乡项目开业一年多以来，经营表现优异。截止 2018 年 6 月 30 日，公司首个轻资产项目宁乡炭河古城景区开园一周年，接待游客超 400 万人次，营业收入破 1.6 亿元，核心演出《炭河千古情》演出 1000 余场，刷新了湖南省大型旅游演出年场次最高、观众数量最多的两项纪录，创造出湖南乃至全国文化旅游界一个奇迹。公司推出的惠民活动给予宁乡居民每人一次免费观演机会，但根据 2018 年 5 月份的数据，已经来过景区的宁乡本地居民不足 10%。因此宁乡项目的客流并不是由当地居民支撑，这反映出周边游客旺盛的需求。宁乡项目的大获成功标志着公司轻资产运营模式成功落地，并得到游客、业界和政府的一致好评。

#### 4.2 打造佛山听音湖项目，进军珠三角市场

项目所在地旅游资源优良、交通便利，发展前景良好。公司 2018 年 6 月 13 日公告称，公司及旗下全资控制的霍城宋城旅游发展有限公司与佛山市南海区樵山建设投资有限公司签订了《宋城-西樵山岭南千古情景区项目合作协议书》。公司此前的公告显示，该旅游演艺项目位于佛山市西樵镇听音湖片区，占地面积约 62 亩。该听音湖片区位于珠三角经济圈与广佛经济圈的核心腹地，地处西樵山风景名胜区的西北麓。而西樵山风景名胜区是国家重点风景名胜区、国家 5A 级旅游景区，景区拥有六千多年的人文历史，独具历史文化景观资源的稀缺性，是全国开发岭南文化特色旅游产品的最佳地区之一。听音湖片区交通路网发达，可无缝直达佛山一环、广明高速、珠二环、佛开高速等多条高速路，实现 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，30 分钟内可到达多个轨道交通枢纽。未来，佛山地铁二号线将在片区内规划设置“听音湖站”，广珠铁路将设置“西樵客运站”。多维度的交通网络及轨道交通接驳，有利于西樵山风景名胜区的旅游市场价值不断提升。综合来看，项目所在地听音湖片区旅游资源质地优良，同时位于经济发达、旅游需求旺盛的珠三角，加之交通便利，发展前景值得期待。

轻资产模式再下一城，公司进入扩张快车道。本项目的盈利方式是，公司为南海区樵山建设投资有限公司提供一揽子服务（包括千古情节目导演、规划概念性方案设计、互动项目概念性设计、品牌授权和开业筹备）并收取一揽子服务费 2.6 亿元。此外，当项目进入正常运营阶段，公司将委派相关工作人员对该项目进行运营管理，并按照该项目门票年收入的 20% 收取管理费。至于项目日常运营的所有成本费用均由南海区樵山建设投资有限公司负责。因此，听音湖这一轻资产项目的中标，使得公司在不需投资大量资金的情况下进入珠三角旅游市场，扩大宋城在华南地区的知名度，快速高效地扩大宋城的旅游演艺版图。公司方面表示，目前，国内众多旅游文化休闲项目与公司积极接触，对宋城的品牌和专业运作能力有巨大的需求。公司将持续通过自主投资及轻资产输出模式不断增强公司的竞争能力和巩固行业地位，为公司的长远发展创造更大的经济效益。

#### 4.3 宜春明月情项目预计年底试运营，有望确认部分收入增厚业绩

项目所在地旅游资源优质，发展前景良好。公司 2018 年 6 月 14 日公告称，公司及旗下全资控制的霍城宋城旅游发展有限公司预中标宜春市明月情景区项目。公司公告显示，

本次预中标的项目所在地位于赣西中部的宜春市明月山温泉风景名胜区，距离宜春市区 15 公里。明月山拥有国家级风景名胜区、国家 5A 景区等多项桂冠，是集生态游览、休闲度假等为一体的山岳型风景名胜区。人文历史方面，中国佛教禅宗五大宗派之一的沩仰宗发源于此，嫦娥奔月、龙王菩萨的传说千古流传。而风景区内温汤的富硒温泉更是久负盛名，每年吸引大量游客前往。明月山温泉风景名胜区自然风光优美，文化资源丰富，具有发展旅游演艺的基础。公司将在当地优秀旅游资源的基础上，打造高质量的旅游演艺产品，助力景区提升旅游功能、品质和规格，增强景区对游客的吸引力。

品牌实力获认可，轻资产模式扩张不断。本项目的盈利方式是，公司为宜春市明月山旅游投资有限公司提供一揽子服务（包括千古情节目导演、规划概念性方案设计、互动项目概念性设计、品牌授权和开业筹备）并收取一揽子服务费 2.7 亿元。此外，当项目进入正常运营阶段，公司将委派相关工作人员对该项目进行运营管理，并按照该项目门票年收入收取管理费。该景区预计 2018 年年底开始试营业。此次合作，是公司继乡炭河里文化主题公园项目、西樵镇听音湖片区旅游演艺项目落地后的又一次复制推广，标志着公司这一全新模式已得到市场认可，开创了国内旅游演艺轻资产运营的先河。该项目位于我国中南部，有利于公司深入挖掘当地旅游市场，进一步扩大在旅游演艺市场上的占有率。轻资产经营模式将支撑起公司又一核心业务板块，将对公司今后的利润产生积极的影响，符合公司的长远发展规划。

#### 4.4 黄帝千古情进入河南，继续扩大演艺版图

2017 年 11 月 9 日，宋城演艺发展股份有限公司（以下简称“公司”）及旗下全资控制的霍城宋城旅游发展有限公司（以下简称“霍城宋城旅游”，以下合称“乙方”）与郑州竹桂园旅游景区开发有限公司（以下简称“竹桂园旅游”或“甲方”）、新郑市人民政府（以下简称“丙方”）就宋城·黄帝千古情景区项目签署《合作协议书》。项目的合作模式是由甲方与丙方指定的郑州宜居教育城龙腾建设发展有限公司组建河南龙桂文化旅游发展有限公司（以下简称合资公司），注册资金总额 5 亿人民币。甲方持有合资公司 80% 的股权（认缴 4 亿人民币）、丙方指定的郑州宜居教育城龙腾建设发展有限公司占有股份 20%（认缴 1 亿人民币）。合资公司负责宋城·黄帝千古情（暂定名）项目的投融资、开发建设及运营等工作。公司负责为甲方、丙方成立的合资公司所开发、运营的项目有偿提供一揽子的服务及日常运营服务等事宜。

本项目位于新郑市北部，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。新郑市位于商都郑州、九朝古都洛阳、北宋古都开封、魏都许昌四大古都之中，隶属郑州，自古以来就是贯通南北的重要交通要道。新郑在上古时期就有中华人文始祖轩辕黄帝在此建都，其历史悠久灿烂，文化底蕴深厚，有着 8000 年裴李岗文化、5000 年的黄帝文化、2700 多年的郑韩文化，是中国古代文明最早的发源地之一，是中原核心地带。公司参与此项目是基于当地丰富的文化旅游资源、完善的基础配套设施等因素的综合考量，管理团队对项目地进行了多次考察，力保双方整合各自资源进行优势互补，以成熟的商业模式、丰富的项目运作经验助力新郑市文化旅游产业的升级。此次合作将丰富和完善新郑市的旅游产品体系，整体提升该区的旅游功能、品质和规格，形成强大

的市场吸引力，将宋城·黄帝千古情项目打造成新郑乃至中原地区的文化地标之一。

品牌实力获认可，轻资产模式扩张不断。本项目的盈利方式是，公司为合资公司提供一揽子服务并收取一揽子服务费 2.6 亿元（包括品牌授权费及使用费、概念性方案规划设计费、剧目创作费、剧目编导费、开业策划费及为此项目属公司职责范围内的工作人员的劳务报酬、旅差费等其他成本支出）。此外，当项目进入正常运营阶段，公司将委派相关工作人员对该项目进行运营管理，并按照该项目景区收入的 20% 收取管理费。该景区将于 2020 年 3 月 26 日开业。此次合作，是公司继宁乡炭河里文化主题公园项目、西樵镇听音湖片区旅游演艺项目、宜春明月情景区项目后的又一单轻资产输出。公司首单轻资产项目宁乡项目业已开业并一炮打响，让市场见证了宋城演艺的能力和魅力。持续的签约更加印证了轻资产业务的常态化和可持续性，轻资产业务将成为支撑公司长期发展的又一品牌业务板块，将为公司带来可持续的利润增长空间，并有助于公司强化演艺事业网络、增加线下流量入口，进一步巩固并提升公司的行业地位和品牌知名度。

## 5.投资建议：维持谨慎推荐评级

**现金流足、负债率低，公司基本面优质。**公司上市以来，经营性现金流量净额的年均增速快于同期净利润年均增速，表明公司业务经营回款快，现金流好。横向来看，公司经营性现金流量净额与营收的比值居旅游板块首位，经营性现金流量净额与净利润的比值在板块中排名靠前。具体来看，公司 2012-2017 年的经营性现金流量净额和净利润均大于零，同时二者之比均大于 1，且大致呈上升态势，表现优于同板块 75% 的个股公司。公司自上市以来账上现金充足，除了 2013 年的 9.05 亿元外，其余各年货币资金均超过 10 亿元。2018 年半年报显示，公司的货币资金是 15.49 亿元，为新一轮外延扩张提供一定的资金保障。负债率方面，公司上市之后，资产负债率维持在较低水平，除了 2015 年的 18.22%，其余年份均低于 15%。

**六间房将出表，商誉减值风险将解除。**密境和风的全体股东拟以密境和风的 100% 股权认购六间房新增的注册资本，为优化股权结构，宋城演艺拟向适格投资者转让部分六间房股权，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%。此次重组和交易，六间房估值 34 亿元，比收购时增值了 8 亿元。同时，预计公司向适格投资者转让 12% 的股权，本次重组、交易之后，公司将持有六间房 28% 的股权，由此将获得总计 5.8 亿元左右的投资收益。对于投资收益是分批确认还是一次确认仍存在不确定性，但总额不变。对于公司来说，此次重组和交易将导致六间房不再纳入公司合并报表，巨额商誉减值风险得以化解；股权转让交易使得公司获得长期股权收益，减少六间房出表给公司业绩带来的冲击，平滑年度业绩。长远来看，六间房的出表有利于公司集中精力发展现场演艺主业，充分发挥公司旅游演艺龙头的优势。

**重资产异地复制项目将陆续落地，公司业绩有望持续释放。**桂林千古情项目 2018 年 7 月底开业以来经营表现良好，首月的游客体量是当年第一轮扩张项目开业当月的两倍，目前该项目每天演出两场，上座率 65%，表现超公司预期。西安千古情和张家界千古情预计将在 2019 年 4-5 月和 2019 年 6-8 月相继开业；上海千古情 2018 年 9 月举行启动仪

式，预计 2019 年底或 2020 年初开业；澳洲项目的前期审批程序预计 2019 年上半年可基本完成。随着异地复制项目的相继落地，公司在一线旅游城市（桂林、张家界）、著名历史文化城市（西安）、一线大城市（上海）开启扩张模式，若在这些城市复制成功，将为日后进一步打开全国各类型市场积累宝贵经验，同时推动公司业绩持续释放。

**轻资产输出落子不断，盈利能力强将增厚业绩。**公司的宁乡项目开业一年多以来取得了优异的经营成绩，一揽子服务费收入的确认带动公司业绩增长。宜春明月山项目预计 2018 年 10 月开业、佛山听音湖项目预计 2020 年 3 月开业、黄帝千古情项目预计 2020 年 3 月开业，将陆续为公司带来一次性服务费收入和后续管理费收入。轻资产项目资金投入少，回款快，盈利能力强，有望进一步增厚公司业绩。

## 6.风险提示

异地复制项目推进不及预期，宏观经济不景气或抑制居民旅游消费，行业竞争加剧，天灾人祸等不可抗力事件的发生。

表 2: 公司盈利预测简表

科目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	3024	3197	2528	2990
营业总成本	1701	1626	1257	1448
营业成本	1113	1,119	860	1,002
营业税金及附加	30	42	33	33
销售费用	325	256	202	227
管理费用	212	195	152	173
财务费用	12	5	3	4
其他经营收益	19	19	650	160
公允价值变动净收益	1	0	0	0
投资净收益	18	19	650	160
其他收益	5	20	20	20
营业利润	1342	1590	1921	1702
加 营业外收入	2	1	2	2
减 营业外支出	50	7	7	7
利润总额	1293	1584	1916	1697
减 所得税	228	277	335	289
净利润	1065	1307	1581	1409
减 少数股东损益	2	29	10	3
归母公司所有者的净利润	1063	1278	1571	1405
基本每股收益(元)	0.73	0.88	1.08	0.97
PE (倍)	29	24	19	22

数据来源: wind资讯, 东莞证券研究所

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市場给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn