

消费升级与娱乐研究中心

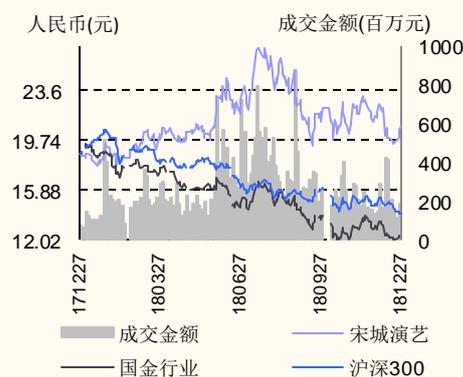
宋城演艺 (300144.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 20.88 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,183.20
总市值(百万元)	30,330.45
年内股价最高最低(元)	27.04/17.57
沪深 300 指数	2990.51



相关报告

- 1.《宋城演艺三季报点评-Q3 业绩表现符合预期, 轻重资产结合扩张穿...》, 2018.10.28
- 2.《宋城演艺公司点评-六间房重组方案调整, 剥离推迟到 19 年完成》, 2018.8.30
- 3.《宋城演艺中报点评-三亚及丽江项目表现优异, 轻资产预收账款创新...》, 2018.8.23
- 4.《六大核心议题, 深度解析宋城远景-六大核心议题, 深度解析宋城远...》, 2018.8.1
- 5.《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

楼枫焯 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005 (8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 分析师 SAC 执业编号: S1130518080001
bianlijuan@gjzq.com.cn

佛山项目由轻转重, 打造西塘演艺谷项目

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	0.898	1.223	1.006
每股净资产(元)	4.41	5.05	5.82	6.90	7.75
每股经营性现金流(元)	0.69	1.20	0.94	0.86	1.12
市盈率(倍)	33.71	25.50	23.25	17.07	20.76
净利润增长率(%)	43.10%	17.81%	22.66%	36.29%	-17.76%
净资产收益率(%)	14.09%	14.50%	15.41%	17.74%	12.98%
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

- 公司以 4.49 亿元受让宋城·西樵山岭南/佛山千古情景区项目公司 100% 股权, 并后续自主打造, 投资 7 亿元。政府给予项目扶持资金 3.7 亿元。
- 拟在嘉善县西塘镇首期投资 10 亿建设西塘·宋城演艺谷项目, 已通过招拍挂摘得位于西塘镇西塘港南侧首期约 132 亩土地使用权, 项目总占地 350 亩。

经营分析

- 佛山千古情项目由轻转重, 重资产项目对公司的现金流影响较小: 考虑到公司在珠三角、粤港澳大湾区的战略地位, 公司将原通过轻资产模式合作的佛山千古情项目调整为自主打造的重资产项目, 总投资额为 7 亿元。通过 4.49 亿元受让净资产为 4.26 亿元的项目公司, 同时将已支付的 2.34 亿轻资产费用投入到项目, 政府给予 3.7 亿元的专项资金支持, 整体来看项目由重转轻对于公司的现金流不存在负担, 考虑到政府补贴后现金流净流入为 1.55 亿元。听音湖片区定位为国家级旅游文化产业集聚示范区、全国岭南文旅特色小镇、区域综合服务中心, 距离佛山中心区约 20 公里, 距离广州南站约 33 公里, 预计未来地铁 2 号线可达西樵山西门牌坊, 交通和商业配套较全。
- 打造西塘演艺谷项目, 首期投资 10 亿元打造约 132 亩的演艺项目: 宋城立足长三角尝试模式的全新升级, 西塘的休闲度假属性与演艺综合体的叠加较为融合, 2017 年西塘接待游客人次 918.04 万人次/+17.9%以西塘为江南水乡古镇属性叠加演艺文化来辐射长三角区域的高消费群体, 作为 4.0 版本的首次尝试公司再次围绕江浙沪进行培育。西塘项目与宋城过去的项目主要区别在于综合体的打造和文化属性的叠加, 以宋城的主题公园和旅游演艺优势叠加集团的酒店综合体优势来打造西塘演艺小镇模式。
- 公司内生线下景区发展相对稳定, 新增项目贡献未来三年的业绩增量: 公司存量景区业务发展稳定, 渗透率看演艺项目尚有发展空间。西安 (2019 年 6 月前)、上海 (预计 2020 年)、张家界项目 (预计 2019 年)、佛山项目、西塘项目陆续开业能够增厚公司业绩, 轻资产项目 (明月千古情 2018 年、黄帝千古情 2020 年) 在未来三年前期建设和后期开业运营能够有 2.6 亿元品牌授权收入及营收 20% 的管理收入贡献。

盈利调整及投资建议

- 不考虑新开重资产项目 18E-20E 业绩为 13/17.8/14.6 亿元, 增速 23%/36%/-18%。从公司内生发展来看, 不考虑六间房的业绩及投资收益并表情况下公司未来三年 18-20E 线下景区能够实现业绩为 9.2/13/16 亿元, 增速为 19%/43%/20%, 对应 PE 为 33/23/19 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, 工程压力较大; 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	3,264	2,778	2,569
增长率		56.0%	14.4%	7.9%	-14.9%	-7.5%
主营业务成本	-582	-1,014	-1,113	-1,169	-789	-571
%销售收入	34.4%	38.4%	36.8%	35.8%	28.4%	22.2%
毛利	1,112	1,630	1,911	2,095	1,989	1,998
%销售收入	65.6%	61.6%	63.2%	64.2%	71.6%	77.8%
营业税金及附加	-49	-34	-30	-33	-28	-26
%销售收入	2.9%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-107	-277	-325	-277	-194	-154
%销售收入	6.3%	10.5%	10.8%	8.5%	7.0%	6.0%
管理费用	-132	-169	-212	-277	-222	-193
%销售收入	7.8%	6.4%	7.0%	8.5%	8.0%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	825	1,150	1,343	1,508	1,544	1,625
%销售收入	48.7%	43.5%	44.4%	46.2%	55.6%	63.3%
财务费用	-1	-13	-12	23	28	37
%销售收入	0.1%	0.5%	0.4%	-0.7%	-1.0%	-1.4%
资产减值损失	-1	-3	-9	-5	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	1	7	0	0
投资收益	5	14	18	32	570	100
%税前利润	0.6%	1.2%	1.4%	2.1%	26.6%	5.7%
营业利润	828	1,148	1,342	1,565	2,141	1,761
营业利润率	48.9%	43.4%	44.4%	48.0%	77.1%	68.5%
营业外收支	-3	12	-49	-6	0	0
税前利润	825	1,160	1,293	1,559	2,141	1,761
利润率	48.7%	43.9%	42.8%	47.8%	77.1%	68.5%
所得税	-180	-243	-228	-265	-364	-299
所得税率	21.8%	21.0%	17.6%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	645	916	1,065	1,294	1,777	1,462
少数股东损益	15	14	2	-10	0	0
归属于母公司的净利润	631	902	1,063	1,304	1,777	1,462
净利率	37.2%	34.1%	35.2%	40.0%	64.0%	56.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	645	916	1,069	1,294	1,777	1,462
少数股东损益	15	14	2	-10	0	0
非现金支出	164	183	203	184	232	280
非经营收益	44	11	33	-34	-570	-100
营运资金变动	45	-104	431	-77	-191	-21
经营活动现金净流	898	1,007	1,737	1,367	1,248	1,621
资本开支	-124	-688	-520	-627	-1,152	-747
投资	-1,470	-554	-441	-210	0	0
其他	3	15	26	39	570	100
投资活动现金净流	-1,591	-1,227	-935	-798	-582	-647
股权募资	633	60	0	0	0	0
债权募资	600	-200	-200	-202	0	0
其他	-95	-141	-174	-174	-218	-218
筹资活动现金净流	1,138	-281	-374	-376	-218	-218
现金净流量	445	-501	428	193	448	756

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	1,653	2,101	2,857
应收账款	24	60	187	312	264	242
存货	3	5	4	5	3	2
其他流动资产	229	770	654	927	921	918
流动资产	1,739	1,839	2,306	2,897	3,289	4,019
%总资产	24.9%	24.3%	26.3%	29.6%	29.6%	32.7%
长期投资	186	194	325	325	325	325
固定资产	1,865	1,911	1,919	2,409	3,299	3,740
%总资产	26.7%	25.3%	21.9%	24.6%	29.7%	30.4%
无形资产	3,178	3,476	3,999	4,093	4,125	4,152
非流动资产	5,248	5,728	6,449	6,892	7,814	8,282
%总资产	75.1%	75.7%	73.7%	70.4%	70.4%	67.3%
资产总计	6,987	7,567	8,755	9,789	11,103	12,301
短期借款	0	0	200	0	0	0
应付款项	603	518	969	1,066	840	724
其他流动负债	59	83	90	110	91	161
流动负债	662	601	1,259	1,176	931	885
长期贷款	600	400	0	0	0	0
其他长期负债	11	5	18	15	15	15
负债	1,273	1,006	1,277	1,191	946	900
普通股股东权益	5,603	6,404	7,330	8,460	10,019	11,263
少数股东权益	111	157	147	137	137	137
负债股东权益合计	6,987	7,567	8,755	9,789	11,103	12,301

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.434	0.621	0.732	0.898	1.223	1.006
每股净资产	3.857	4.409	5.046	5.824	6.897	7.754
每股经营现金净流	0.618	0.693	1.196	0.941	0.859	1.116
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%	15.41%	17.74%	12.98%
总资产收益率	9.02%	11.92%	12.14%	13.32%	16.01%	11.88%
投入资本收益率	10.22%	13.05%	14.41%	14.55%	12.62%	11.83%
增长率						
主营业务收入增长率	81.21%	56.05%	14.36%	7.93%	-14.88%	-7.52%
EBIT增长率	81.62%	39.37%	16.81%	12.22%	2.44%	5.24%
净利润增长率	74.58%	43.10%	17.81%	22.66%	36.29%	-17.76%
总资产增长率	81.84%	8.31%	15.69%	11.81%	13.43%	10.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.3	2.4	3.2	5.5	5.5	5.5
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	232.5	376.9	456.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.45%	-11.81%	-18.18%	-22.82%	-23.73%	-27.77%
EBIT利息保障倍数	690.5	85.7	116.3	-64.6	-54.9	-43.7
资产负债率	18.22%	13.29%	14.59%	12.17%	8.52%	7.32%

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	3	5	23	26	75
增持	0	0	5	9	24
中性	0	1	3	4	8
减持	0	0	1	1	1
评分	1.00	1.33	1.44	1.50	1.40

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	2017-01-19	买入	19.53	N/A
2	2017-02-09	买入	20.83	25.00~27.00
3	2017-03-14	买入	21.70	25.00~27.00
4	2017-04-26	买入	20.00	N/A
5	2017-06-15	买入	21.36	N/A
6	2017-08-16	买入	19.18	N/A
7	2017-10-26	买入	19.46	N/A
8	2018-03-20	买入	20.09	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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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