宋城演艺（300144）

佛山项目轻转重，西塘项目打造产品 4.0

增持（维持）

2019 年 01 月 01 日

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn
研究助理 董晓洁
dongxj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,024	3,226	3,804	4,559
同比（%）	14.4%	6.7%	17.9%	19.9%
净利润（百万元）	1,068	1,282	1,506	1,740
同比（%）	18.3%	20.1%	17.5%	15.5%
每股收益（元/股）	0.73	0.88	1.04	1.20
P/E（倍）	29.05	24.19	20.59	17.83

事件：公司公告 1）决定以 4.49 亿元受让佛山千古情项目公司 100%股权，自主打造千古情项目。2）董事会通过西塘·宋城演艺谷项目投资。

投资要点

- **佛山项目由轻转重，长期看好项目区位与当地文化，自营增强业绩弹性。**
  - **投资体量与现金流影响较小。**佛山项目于 17 年 5 月中标，此次公司以 4.49 亿元的评估价（高于账面价 0.23 亿）收购项目公司全部股权，核心资产主要包括现金和土地，已收到的 2.34 亿轻资产费投入项目公司，实际需支付的现金对价仅 2.15 亿元，并且政府同意给项目公司提供扶持资金 3.7 亿元，现金流影响不大；项目计划用地约 90 亩，计划投资 7 亿元，扣除政府扶持基金后剩余需投资的实际金额仅 3.3 亿元，政府补贴也预计将于未来年度中逐步计提、增厚业绩。
  - **区位优势强，文化历史深厚，政策倾斜，长期看好。**佛山千古情项目位于粤港澳大湾区核心，5A 级景区西樵山风景名胜区拥有六千多年的人文历史，资源优势凸显；转让后，樵山投资也将在项目落地、办理证照、验收等方面提供全面、积极的支持。公司出于对此项目的长期看好将其转为重资产，项目更具竞争力的同时助力西樵山风景区旅游产业升级，符合多方利益。
  - **自营项目盈利能力强，提升业绩弹性。**宋城自营项目毛利率高、回收期短，此次交易为公司提供了长期业绩弹性。
- **西塘项目有序推进，演艺谷建设促进战略转型升级。**西塘项目于 18 年 1 月签约，公司现已获得西塘港南侧首期土地使用权（约 132 亩），首期投资预计 10 亿元，计划总占地约 350 亩。西塘位于长江三角洲经济核心地带，市场覆盖浙江、上海、江苏、安徽等多个省市，且是江南水乡六大古镇之一，具备区位和文化优势。西塘•宋城演艺谷将包括剧院集群、艺术街区、科技体验、休闲商业区等内容，以室内外表演为核心，并将举办艺术节、戏剧节、音乐节、狂欢节等具有国际水准和国际影响力的主题节庆活动，是宋城产品的 4.0 版本。公司正积极谋求从单一景区向全方位、多层次、立体化旅游目的地的战略升级。
- **战略明确，积极推进新项目开业。**公司进入新一轮项目落地期，宜春项目已于 12 月开业，反响良好；西安项目（2019 年）、张家界项目（2019 年）、上海项目(19 年底或 20 年)有望接连推出。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	21.35
一年最低/最高价	17.55/27.85
市净率(倍)	3.74
流通 A 股市值(百万元)	25261.25

基础数据

每股净资产(元)	5.71
资产负债率(%)	13.72
总股本(百万股)	1452.61
流通 A 股(百万股)	1183.20

相关研究

1、《宋城演艺（300144）：主业增速平稳，明年新项目有望陆续落地》2018-10-29
2、《宋城演艺（300144）：上半年业绩符合预期，新项目有望打开增长空间》2018-08-23
3、《宋城演艺（300144）：上半年业绩符合预期，聚焦主业拐点已现》2018-07-15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **六间房重组逐步推进。**12 月 26 日六间房股东信息有所变更，花椒壹号、贰号已分别持有六间房 15.36%和 7.68%的股权，宋城演艺持股 76.96%，重组逐步推进。
- **盈利预测：**由于目前六间房重组仍在推进中，暂不纳入盈利预测，预计 18-20 年归属净利 12.82（+20.1%）、15.06（+17.5%）、17.40（+15.5%）亿元，EPS 为 0.88、1.04、1.20 元，对应 PE 24、21、18 倍；扣除六间房后，现场演艺主业归属净利 9.41（+21%）、11.80（+25%）、15.12（+28%）亿元，对应 PE 33、26、21 倍。
- **风险提示：**宏观经济波动、项目进度低于预期、六间房重组进度低于预期等风险。

宋城演艺三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	**2306**	**2787**	**4017**	**4991**
现金	1460	2070	3123	4239
应收账款	33	17	44	28
存货	4	5	6	7
其他流动资产	808	696	843	716
非流动资产	**6449**	**6431**	**7040**	**7587**
长期股权投资	34	18	20	16
固定资产	1689	1858	2351	2857
在建工程	230	183	171	167
无形资产	1145	1201	1276	1358
其他非流动资产	3351	3171	3222	3188
资产总计	**8755**	**9218**	**11057**	**12577**
流动负债	**1259**	**616**	**1076**	**957**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	179	238	248	356
其他流动负债	1080	378	828	601
非流动负债	**18**	**14**	**23**	**29**
长期借款	0	1	8	14
其他非流动负债	18	14	15	15
负债合计	**1277**	**630**	**1099**	**986**
少数股东权益	147	150	188	256
归属母公司股东权益	7330	8438	9770	11335
负债和股东权益	**8755**	**9218**	**11057**	**12577**

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1764	1168	2038	2116
投资活动现金流	-935	-178	-817	-829
筹资活动现金流	-367	-381	-167	-171
现金净增加额	455	609	1054	1116
折旧和摊销	221	201	247	310
资本开支	538	55	588	557
营运资本变动	431	-292	274	24

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**3024**	**3226**	**3804**	**4559**
减:营业成本	1113	1147	1356	1680
营业税金及附加	30	31	36	44
营业费用	325	251	258	309
管理费用	212	233	273	327
财务费用	12	3	4	5
资产减值损失	9	9	11	12
加:投资净收益	18	22	23	22
其他收益	1	8	8	8
营业利润	**1346**	**1581**	**1896**	**2213**
加:营业外净收支	-49	-27	-30	-27
利润总额	**1297**	**1554**	**1867**	**2185**
减:所得税费用	228	269	323	378
少数股东损益	2	3	38	68
归属母公司净利润	**1068**	**1282**	**1506**	**1740**
EBIT	1293	1548	1859	2175
EBITDA	1514	1749	2106	2485

重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
每股收益(元)	0.73	0.88	1.04	1.20
每股净资产(元)	5.05	5.81	6.73	7.80
发行在外股份(百万股)	1453	1453	1453	1453
ROIC(%)	14.1%	15.2%	15.7%	15.8%
ROE(%)	14.3%	15.0%	15.5%	15.6%
毛利率(%)	63.2%	64.4%	64.4%	63.2%
销售净利率(%)	35.3%	39.7%	39.6%	38.2%
资产负债率(%)	14.6%	6.8%	9.9%	7.8%
收入增长率(%)	14.4%	6.7%	17.9%	19.9%
净利润增长率(%)	18.3%	20.1%	17.5%	15.5%
P/E	29.05	24.19	20.59	17.83
P/B	4.23	3.68	3.17	2.74
EV/EBITDA	19.69	16.57	13.28	10.84

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