

人工景区

宋城演艺 (300144.SZ)

首次覆盖

报告原因：年报点评

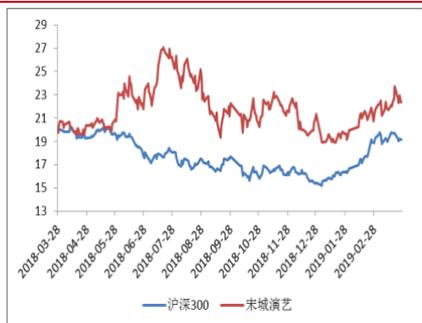
主要景区盈利能力增强，六间房超预期完成业绩承诺

增持

2019年3月29日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年3月29日

收盘价(元):	23.20
年内最高/最低(元):	27.04/18.90
流通A股/总股本(亿):	11.83/14.53
流通A股市值(亿):	274.50
总市值(亿):	337.00

基础数据：2018年12月31日

基本每股收益	0.89
摊薄每股收益:	0.89
每股净资产(元):	5.83
净资产收益率:	16.38%

分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件点评

- 公司发布2018年年度财务报告，期内净利润增速19.45%，较2017年略有提升；主要景区盈利能力增强，抵消营收增速下降的负面影响；六间房超预期完成业绩承诺。2018全年实现整体营收32.11亿元(+6.20%)，归母净利润12.87亿元(+20.57%)，扣非归母净利润12.80亿元(+15.62%)。
- 公司净利润增速(+19.45%)远超营业收入增速(+6.20%)，净利润率提升至39.78%(+4.42%)。受三亚、丽江景区带动，主要景区盈利能力提升，毛利率上升3.24%；报告期内归还银行贷款，财务费用率下降至-0.31%(-0.41%)；六间房营销结构优化，销售费用率下降至8.95%(-1.81%)；六间房超预期完成业绩承诺，超额业绩奖励使得管理费用率升至6.31%(+1.36%)。
- 杭州、三亚千古情项目业绩亮眼，合计贡献42.43%营业收入；新项目计划内推进，预计未来三年内陆续上线。杭州宋城景区在高基数下依旧贡献营收9.36亿元(+11.13%)，毛利率69.88%(-3.77%)；三亚景区营收4.27亿元(+25.5%)，毛利率上升至81.2%(+4.85%)；丽江景区业绩增长迅速，营收2.67亿元(+17.48%)，毛利率73.45%(+2.91%)，主要景区表现稳定。新项目落地可期，上半年西安中华千古情景区将正式开业，张家界景区奠基；下半年桂林千古情景区正式开业，上海项目开工建设，佛山景区股权受让明确，西塘项目奠基。新项目在未来三年内陆续上线，为公司创造新的利润增长点。
- 轻资产项目输出能力强，促进公司业绩内生增长。宁乡炭河千古情开园满一周年，累计接待游客超过400万人次，营业收入突破1.6亿元，演出场次超1000场，直接带动当地劳动力就业，同时拉动全域产业发展。后续开园的明月千古情表现符合预期，黄帝千古情如期取得建设用地，工程建设正常推进。未来轻资产项目持续扩张空间较大，预计逐渐成为业绩增长主力。
- 六间房超额完成业绩承诺，与密境和风重组交割有序进行。公司直播平台六间房2018年实现营收12.3亿元(-0.5%)，净利润4.11亿元(+42.2%)，超出业绩承诺的3.57亿元，主要来自销售费用大幅缩减。截至年底，平台签约主播人数超30万(+3.4%)，月均页面浏览量超7.15亿(+1.7%)，

总体月度活跃用户 5827 万 (+3.35%)，月人均 APRU 值达到 940 元 (+6.69%)。六间房在年底已和密境和风（花椒直播母公司）完成首次交割，预计 2019 年完成重组，重组之后宋城演艺持股比例将低于 30%，六间房不再并入报表，减小公司商誉减值的风险，所获得收益直接计入公司投资收益，有利于增厚业绩。

- **投资建议：**公司 2019 年西安、张家界景区项目逐渐开业，上海、新郑、佛山、澳洲黄金海岸项目如期开工，存量项目丰富，预计未来三年内逐渐贡献业绩。主要景区发挥稳定，轻资产项目成绩超预期且复制能力较强，互联网直播平台六间房出表重组有序推进。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.95\1.07\1.25，对应公司 3 月 29 日收盘价 23.20 元，2019-2021 年 PE 分别为 24.64\19.90\16.32，首次覆盖给予“增持”评级。

存在风险

- 同行竞争风险；安全事故风险；重组整合风险；新项目业绩不及预期风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3211	3789	4509	5366
收入同比(%)	6%	18%	19%	19%
归属母公司净利润	1068	1548	1320	1650
净利润同比(%)	21%	-1%	3%	10%
毛利率(%)	66.4%	66.0%	66.0%	66.0%
ROE(%)	13.2%	11.6%	10.6%	10.5%
每股收益(元)	0.89	0.95	1.07	1.25
P/E	25.23	24.64	19.90	16.32
P/B	3.83	3.29	2.93	2.61
EV/EBITDA	16.12	18.41	13.83	11.88

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,800	4,309	5,965	7,959	营业收入	3,211	3,789	4,509	5,366
现金	1,550	2,761	3,899	5,253	营业成本	1,078	1,288	1,533	1,824
应收账款	231	93	111	132	营业税金及附	32	379	676	966
其他应收款	164	0	0	0	销售费用	288	341	406	483
预付账款	18	23	25	30	管理费用	203	341	406	483
存货	3	4	4	3	财务费用	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动资产	834	1,428	1,926	2,540	资产减值损失	32	0	0	0
非流动资产	8,017	7,903	7,846	7,375	公允价值变动	10	4	4	4
长期投资	1,055	1,055	1,055	1,055	投资净收益	63	32	38	35
固定资产	2,139	2,004	1,868	1,733	营业利润	1,603	1,477	1,531	1,649
无形资产	1,397	1,304	1,217	1,136	营业外收入	16	0	0	0
其他非流动资产	3,425	3,540	3,705	3,451	营业外支出	76	0	0	0
资产总计	10,817	12,21	13,81	15,33	利润总额	1,542	1,477	1,531	1,649
流动负债	1,117	1,147	1,513	1,735	所得税	265	222	230	247
短期借款	0	0	0	0	净利润	1,278	1,255	1,301	1,402
应付账款	318	300	357	425	少数股东损益	(10)	(4)	(1)	(2)
其他流动负债	800	847	1,156	1,310	归属母公司净	1,287	1,259	1,302	1,404
非流动负债	11	11	11	11	EBITDA	1,866	1,719	1,733	1,865
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.89	0.95	1.07	1.25
其他非流动负债	11	11	11	11					
负债合计	1,129	1,158	1,524	1,746					
少数股东权益	1,217	1,213	1,212	1,210	主要财务比				
股本	1,453	1,697	1,697	1,697	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
资本公积	2,476	2,448	2,469	2,464	成长能力				
留存收益	4,522	5,695	6,909	8,218	营业收入	6.20%	18.00%	19.00%	19.00%
归属母公司股东权益	8,471	9,840	11,07	12,37	营业利润	19.09	-7.89%	3.65%	7.75%
负债和股东权益	10,817	12,21	13,81	15,33	归属于母公司	20.57	-2.17%	3.42%	7.84%
					获利能力				
					毛利率(%)	66.43	66.00%	66.00%	66.00%
					净利率(%)	40.08	33.23%	28.88%	26.17%
					ROE(%)	13.19	11.36%	10.59%	10.32%
					ROIC(%)	22.96	16.61%	14.97%	15.19%
					偿债能力				
					资产负债率	10.43	9.48%	11.03%	11.39%
					净负债比率	-4.88%	-14.77	-22.85	-28.10
					流动比率	2.51	3.76	3.94	4.59
					速动比率	2.50	3.75	3.94	4.59
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.33	0.35	0.37
					应收账款周转	64.04	47.29	44.07	44.07
					应付账款周转	12.94	12.27	13.73	13.73
					每股指标				
					每股收益(最新摊薄)	0.89	0.95	1.07	1.25
					每股经营现金流(最	1.13	1.03	1.02	1.12
					每股净资产(最新摊	5.83	6.79	7.64	8.57
					估值比率				
					P/E	25.2	24.64	19.90	16.32
					P/B	3.8	3.29	2.93	2.61
					EV/EBITDA	16.12	18.41	13.83	11.88

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,647	1,496	1,554	1,659
净利润	1,278	1,259	1,302	1,404
折旧摊销	256	229	222	217
财务费用	2	(1)	(1)	(1)
投资损失	(63)	(32)	(38)	(35)
营运资金变动	(120)	41	65	73
其他经营现金流	295	0	3	1
投资活动现金流	(1,287)	(359)	(368)	(165)
资本支出	0	(400)	(400)	(200)
长期投资	(1,021)	0	0	0
其他投资现金流	(266)	41	32	35
筹资活动现金流	(262)	198	(45)	(136)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	244	0	0
资本公积增加	0	(28)	21	(4)
其他筹资现金流	(262)	(18)	(65)	(132)
现金净增加额	98	1,336	1,141	1,359

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。