

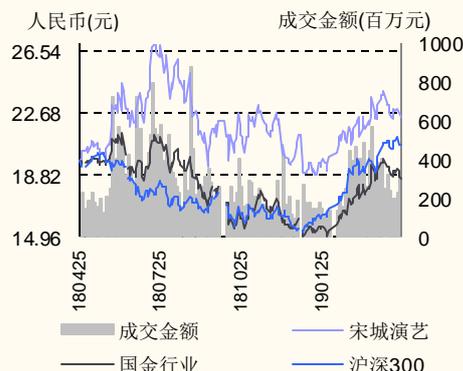
宋城演艺 (300144.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 22.54 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)	32,741.78
年内股价最高最低 (元)	27.04/18.90
沪深 300 指数	3900.33



相关报告

- 1.《宋城演艺季报点评-19年Q1业绩表现亮眼，静待六间房重组落地》，2019.4.25
- 2.《宋城演艺年报点评-18年成熟项目表现优异，19Q1业绩增幅1...》，2019.3.28
- 3.《宋城演艺公司点评-18年业绩符合预期，项目扩张周期弹性较大》，2019.1.23
- 4.《宋城演艺公司点评-佛山项目由轻转重，打造西塘演艺谷项目》，2018.12.28
- 5.《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

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

六间房重组脱表完成，聚焦景区业绩高弹性

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.735	0.886	1.210	1.060	1.123
每股净资产 (元)	5.05	5.83	6.94	7.90	8.92
每股经营性现金流 (元)	1.21	1.13	0.92	1.22	1.43
市盈率 (倍)	25.39	24.09	18.63	21.26	20.07
净利润增长率 (%)	18.32%	20.57%	36.52%	-12.39%	6.00%
净资产收益率 (%)	14.56%	15.20%	17.43%	13.41%	12.59%
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

事件概述

- 2019年4月6日，六间房就与密境和风重组交易的第二次交割事项召开股东会，六间房新一届董事会由5名董事组成，其中3名由奇虎软件任命，2名由宋城演艺任命，周鸿祎任董事长，刘岩任总经理。4月29日六间房和密境和风已完成工商变更登记。同时4月25日公司与奇虎三六零软件（北京）有限公司达成股权转让协议，公司将所持有的六间房0.47%股权转让给奇虎三六零软件（北京）有限公司，交易完成后公司将持有六间房39.53%股权。公司对六间房已不具备控制，不再将其纳入公司合并报表范围。

经营分析

- 六间房重组节奏及结果符合预期，公司将六间房脱表，商誉风险解除：六间房与花椒完成最终的重组方案，重组后公司持有六间房39.53%股权，奇虎三六零持有39.54%，公司为二股东。同时六间房新一届董事会席位中宋城占两位，公司对六间房不具备控制，六间房不再纳入公司合并报表范围中（上市公司未拥有被投资单位50%以上表决权，不能控制被投资单位的财务和经营政策，无法任免被投资单位董事会的多数成员，不在被投资单位董事会上有半数以上投票权，故重组后集团公司不再纳入宋城演艺的财务报表并表范围）。六间房脱表后公司因收购六间房所产生的27.9亿元商誉将风险消除，这部分的资产将以长期股权投资的科目并入宋城演艺的财报中。
- 重组后产生投资收益能够19年贡献宋城业绩，收入端19年将出现较大的波动性，只并表约四个月的六间房营收表现，未来六间房与秘境和风的重组新公司将以投资收益的形式影响公司的利润数据：19年存在六间房重组后不纳入合并报表及核算投资收益的影响，综合核算下预计六间房对公司19年利润影响约为2亿元。
- 2019年7月张家界项目预计开业，2020年预计开业西安及张家界项目，2021年预计落地轻转重项目佛山及西塘项目，2022年预计开业澳洲项目，同时公司后续明月情项目及黄帝项目存在轻资产一次性授权费用确认。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。公司四个地区的景区业务发展稳定，渗透率角度看演艺项目尚有发展空间，公司现有的景区业务整体增速保持稳定。

盈利预测及投资建议

- 考虑六间房19年脱表、重资产开业等19E-21E业绩为17.6/15.4/16.3亿元。从公司内生发展来看19-21E线下景区业绩为12.31/14.44/15.33亿元，增速41%/17%/6%，PE27/23/21倍，维持买入评级。

风险提示

- 异地扩张的开业时间及市场表现不及预期；2021年前有多个项目落地，工程压力较大；资产重组项目落地时间不及预期；六间房转让不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,644	3,024	3,211	2,971	3,309	3,518
增长率		14.4%	6.2%	-7.5%	11.4%	6.3%
主营业务成本	-1,014	-1,113	-1,078	-798	-978	-1,032
%销售收入	38.4%	36.8%	33.6%	26.9%	29.5%	29.3%
毛利	1,630	1,911	2,133	2,173	2,332	2,485
%销售收入	61.6%	63.2%	66.4%	73.1%	70.5%	70.7%
营业税金及附加	-34	-30	-32	-30	-33	-35
%销售收入	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-277	-325	-288	-238	-265	-281
%销售收入	10.5%	10.8%	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%
管理费用	-169	-212	-203	-190	-218	-239
%销售收入	6.4%	7.0%	6.3%	6.4%	6.6%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	1,150	1,343	1,611	1,715	1,815	1,929
%销售收入	43.5%	44.4%	50.2%	57.7%	54.9%	54.9%
财务费用	-13	-12	1	10	13	16
%销售收入	0.5%	0.4%	0.0%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-3	-9	-32	-10	-12	-13
公允价值变动收益	0	1	10	0	0	0
投资收益	14	18	63	500	100	100
%税前利润	1.2%	1.4%	4.1%	23.6%	5.4%	5.1%
营业利润	1,148	1,346	1,603	2,147	1,875	1,986
营业利润率	43.4%	44.5%	49.9%	72.3%	56.7%	56.5%
营业外收支	12	-49	-61	-30	-20	-20
税前利润	1,160	1,297	1,542	2,117	1,855	1,966
利润率	43.9%	42.9%	48.0%	71.3%	56.1%	55.9%
所得税	-243	-228	-265	-360	-315	-334
所得税率	21.0%	17.6%	17.2%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	916	1,069	1,278	1,757	1,540	1,632
少数股东损益	14	2	-10	0	0	0
归属于母公司的净利润	902	1,068	1,287	1,757	1,540	1,632
净利率	34.1%	35.3%	40.1%	59.2%	46.5%	46.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	916	1,069	1,278	1,757	1,540	1,632
少数股东损益	14	2	-10	0	0	0
非现金支出	206	230	288	284	381	492
非经营收益	11	33	-46	-470	-80	-80
营运资金变动	-104	431	128	-228	-68	32
经营活动现金净流	1,030	1,764	1,647	1,344	1,772	2,076
资本开支	-688	-520	-523	-832	-1,420	-1,220
投资	-554	-441	-765	-2	0	0
其他	15	26	1	500	100	100
投资活动现金净流	-1,227	-935	-1,287	-334	-1,320	-1,120
股权募资	60	0	122	0	0	0
债权募资	-200	-200	-200	-11	0	0
其他	-141	-174	-192	-145	-145	-145
筹资活动现金净流	-281	-374	-270	-157	-145	-145
现金净流量	-478	455	90	852	307	811

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,005	1,460	1,550	2,402	2,710	3,520
应收账款	60	187	231	186	196	197
存货	5	4	3	4	5	5
其他流动资产	770	654	1,016	1,007	1,011	1,012
流动资产	1,839	2,306	2,800	3,598	3,921	4,734
%总资产	24.3%	26.3%	25.9%	29.6%	29.0%	31.5%
长期投资	194	325	1,340	1,340	1,340	1,340
固定资产	1,911	1,919	2,286	2,716	3,666	4,316
%总资产	25.3%	21.9%	21.1%	22.4%	27.2%	28.7%
无形资产	3,476	3,999	4,294	4,389	4,471	4,542
非流动资产	5,728	6,449	8,017	8,545	9,577	10,298
%总资产	75.7%	73.7%	74.1%	70.4%	71.0%	68.5%
资产总计	7,567	8,755	10,817	12,144	13,498	15,032
短期借款	0	200	0	0	0	0
应付款项	518	969	1,024	747	716	759
其他流动负债	83	90	93	96	87	92
流动负债	601	1,259	1,117	843	803	850
长期贷款	400	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	18	11	0	0	0
负债	1,006	1,277	1,129	843	803	850
普通股股东权益	6,404	7,330	8,471	10,083	11,478	12,964
少数股东权益	157	147	1,217	1,217	1,217	1,217
负债股东权益合计	7,567	8,755	10,817	12,144	13,498	15,032

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.621	0.735	0.886	1.210	1.060	1.123
每股净资产	4.409	5.046	5.832	6.941	7.901	8.925
每股经营现金净流	0.709	1.214	1.134	0.925	1.220	1.429
每股股利	0.100	0.120	0.000	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	14.09%	14.56%	15.20%	17.43%	13.41%	12.59%
总资产收益率	11.92%	12.19%	11.90%	14.47%	11.41%	10.86%
投入资本收益率	13.05%	14.42%	13.17%	12.10%	11.37%	10.82%
增长率						
主营业务收入增长率	56.05%	14.36%	6.20%	-7.49%	11.40%	6.30%
EBIT增长率	39.37%	16.81%	14.67%	6.93%	5.59%	6.29%
净利润增长率	43.10%	18.32%	20.57%	36.52%	-12.39%	6.00%
总资产增长率	8.31%	15.69%	23.56%	12.26%	11.15%	11.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.4	3.2	5.7	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	1.4	1.5	1.3	1.7	1.7	1.7
应付账款周转天数	71.7	63.8	84.0	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	247.5	203.8	243.2	309.6	377.1	417.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.81%	-18.18%	-17.10%	-22.20%	-22.18%	-25.57%
EBIT利息保障倍数	85.7	116.3	-1,417.6	-166.7	-136.1	-118.7
资产负债率	13.29%	14.59%	10.43%	6.94%	5.95%	5.66%

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	8	19	27	33	65
增持	7	13	18	21	34
中性	2	3	4	4	7
减持	0	0	0	0	1
评分	1.65	1.54	1.53	1.50	1.48

来源：朝阳永续

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	2018-08-01	买入	25.80	28.00~30.00
2	2018-08-23	买入	23.37	N/A
3	2018-08-30	买入	22.60	N/A
4	2018-10-28	买入	20.89	N/A
5	2018-12-28	买入	20.88	N/A
6	2019-01-23	买入	19.60	N/A
7	2019-03-28	买入	22.91	N/A
8	2019-04-25	买入	22.43	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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH