

公司研究/公告点评

2020年02月27日

社会服务/景点 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 28.18
合理价格区间(元): 32.02~32.76

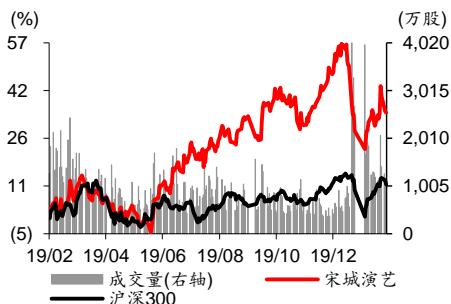
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1 《宋城演艺(300144 SZ,买入): 上海项目明年开业在即, 空间可期》2019.12
- 2 《宋城演艺(300144 SZ,买入): 主业较快增长, 新项目开业催化在即》2019.10
- 3 《宋城演艺(300144 SZ,买入): 存量项目持续扩容, 新演艺打开长期空间》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

2019 年如期增长, 疫情不改长期逻辑

宋城演艺(300144)

2019 年利润符合预期, 2020Q1 业绩可能受疫情拖累

公司发布 2019 业绩快报, 收入 26.15 亿/-18.56%, 归母净利 13.42 亿/+4.28%; 剔除六间房重组影响, 演艺主业收入 22.32 亿/+12.86%, 归母扣非净利 10.68 亿/+21.34%, 符合预期。剔除六间房估算 Q4 收入 4.1 亿/-4.2%, 扣非净利润 0.8 亿/+42%, 预计与三亚、杭州项目增长承压等因素有关。疫情对 2020Q1 业绩可能产生较大拖累, 保守测算 2020Q1 收入可能下滑 50% 以上。测算 2020 全年演艺主业利润较 2019 年同期基本持平。疫情不改中长期发展逻辑, 公司商业模式优秀, 异地项目稳步推进, 预计 19-21 年 EPS0.92/0.74/1.20 元, 目标价 32.02-32.76 元, 给予买入评级。

疫情对 2020Q1 业绩可能产生较大拖累

1 月 24 日起, 公司旗下旅游演艺项目已全部关园, 伴随疫情趋稳, 3 月起公司旗下各景区有望陆续恢复营业。2019Q1 估算公司演艺主业收入约 6.35 亿/净利润 2.8 亿, 保守预计各项目 3 月中下旬陆续恢复营业, 疫情可能影响公司 2-3 月业绩, 按营业天数均匀分摊, 对应 2020Q1 营收下滑幅度可能在 50% 以上; 考虑折旧摊销、人力成本等刚性费用, 估算 Q1 可能盈亏平衡。我们预计上海、西安项目仍有望在暑期前开业, 假设 2020Q2 起景区处恢复爬坡期, Q3、Q4 伴随需求有望反弹, 较 2019 年同期有所增长, 测算 2020 年公司演艺主业净利润约 10.57 亿, 较 2019 年基本持平。

2020 年仍有亮点可期

据公司公告, 据此前 2003 年宋城景区的经验, 非典后即迎来游客爆发性增长和高速反弹。此次疫情后旅游市场反弹同样可期。2020 年公司杭州宋城演艺王国全新亮相, 推出 399 元/人一日票 (原有千古情 320 元/人票价体系保留), 观看数十台丰富多元的演出剧目。从“一台剧目、一个公园、一张门票”的模式向多剧目、多种票型组合的演艺平台转变、升级。西安、上海、新郑项目将于本年度推出, 九寨项目亦将恢复运营, 佛山、西塘项目的建设按计划推动, 异地复制扩张步伐稳步推进。

演艺龙头优势巩固, 疫情不改长期发展逻辑, 维持买入

2 月 24 日公司收到三亚市发放的首批旅游企业减负奖补资金 828.5 万元, 彰显政府扶持态度。据国务院, 为帮助文旅企业纾困解难, 多部门出台涵盖资金支持/金融政策/税费减免/降低成本/政务服务等扶持政策, 我们认为后续不排除公司其他项目也收到类似补助, 对冲部分业绩下滑压力。原预计 2019-2021 年 EPS0.89/1.01/1.32 元, 疫情拖累 2020 年业绩, 调整至 0.92/0.74/1.20 元, 可比公司 2020 年平均 PE30 倍, 公司商业模式优秀, 持续推进异地项目, 长期发展逻辑未变, 三亚项目获首批补助彰显政府支持态度, 给予 20 年 43-44 倍 PE, 目标价 32.02-32.76 元, 给予买入评级。

风险提示: 疫情持续扩散、市场恢复进展低于预期、上海/西安等新项目开业延迟、暑期缩短不利公司旺季经营、公司业绩大幅下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,453
流通 A 股 (百万股)	1,176
52 周内股价区间 (元)	20.04-32.88
总市值 (百万元)	40,934
总资产 (百万元)	11,632
每股净资产 (元)	6.83

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,024	3,211	2,615	2,568	3,816
+/-%	14.36	6.20	(18.56)	(1.82)	48.60
归属母公司净利润 (百万元)	1,068	1,287	1,342	1,082	1,740
+/-%	18.32	20.57	4.28	(19.42)	60.83
EPS (元, 最新摊薄)	0.74	0.89	0.92	0.74	1.20
PE (倍)	38.34	31.80	30.50	37.84	23.53

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 宋城演艺分项目净利润新预测

单位: 百万	2017	2018	2019E	2020E	2021E
第一轮项目					
杭州项目 (1+3)	331.85	368.35	379.40	328.18	467.14
三亚千古情	178.15	248.62	249.95	216.21	296.00
丽江千古情	120.41	141.98	212.97	184.22	293.90
九寨千古情	31.44	-32.97	-15.00	26.30	80.00
18-19年项目					
桂林千古情		-1.09	48.49	46.31	92.51
张家界千古情			20.00	31.83	80.00
20年项目: 3个					
上海项目 (1+2)				-2.91	98.12
西安中华千古情				38.72	73.59
佛山听音湖					1.77
21年项目: 2个					
西塘演艺谷					60.00
珠海演艺谷					
电子商务手续费		69.40	79.81	87.79	96.56
轻资产项目		63.34	92.72	100.00	100.00
演艺主业合计	661.85	857.63	1068.34	1056.65	1739.59
YOY		29.58%	24.57%	-1.09%	64.63%

注: 假设2020年受到政府补贴等非经常性损益对利润的影响额约2500万元;

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表2: 盈利预测更改对比

核心项目净利润	更改依据	调整前			调整后		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
杭州千古情	2019Q4 增长低于预期; 2020年受疫情影响调低盈利预测, 调整方式为假设 Q1-Q4 利润占比分别为 15%/25%/35%/20%, 2020Q1 收入为 2019 年同期 40% 左右, Q2 去年同期的 70% 左右, 2020Q3/Q4 伴随消费反弹恢复至同期的 105%	414.41	445.74	467.14	379.40	328.18	467.14
三亚千古情	海南整体旅游市场承压, 2019Q4 增长低于预期; 2020年受疫情影响调低盈利预测, 其他假设同上	239.71	266.48	296	249.95	216.21	296.00
丽江千古情	2020年受疫情影响调低盈利预测, 其他假设同上	212.97	255.56	293.9	212.97	184.22	293.90
九寨千古情	2020年受疫情影响调低盈利预测, 其他假设同上, 因2020年刚恢复开业, 2020Q3/Q4 伴随消费反弹恢复至正常营业年份2016年的120%	-15	50.36	102.77	-15.00	26.30	80.00
桂林千古情	2020年受疫情影响调低盈利预测, 因为2018年新开项目, 仍处快速增长期, 预计2020Q3/Q4 伴随消费反弹恢复至正常营业年份2016年的120%	48.49	79.12	92.51	48.49	46.31	92.51
张家界千古情	因为2019年新开项目, 仍处快速增长期, 预计2020Q3/Q4 伴随消费反弹恢复至正常营业年份2016年的120%	20.00	83.72	142.00	20.00	31.83	80.00
轻资产项目	考虑收入确认节奏可能后延	92.72	160.35	217.97	92.72	100.00	100.00
主业净利润合计	疫情影响2020年业绩; 九寨、张家界项目受疫情影响快速增长时间可能缩短, 调低2021年盈利预测	1085.70	1473.59	2029.22	1068.34	1056.65	1739.59

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表3：可比公司估值

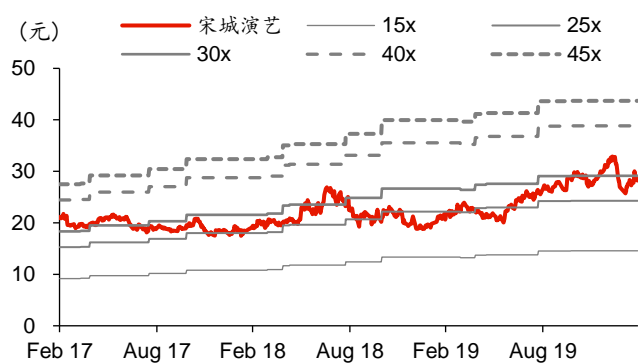
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE(TTM)	2020 PE	2021 PE
002607.SZ	中公教育	1246.43	60.17	52.37	39.87
600754.SH	锦江酒店	248.14	25.32	21.24	18.57
600258.SH	首旅酒店	168.60	21.76	17.16	15.02
601888.SH	中国国旅	1565.89	33.65	30.25	24.84
	平均值	807.27	35.23	30.25	24.57

注：交易日期截至2020年2月26日；以上公司盈利预测为Wind一致预期；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

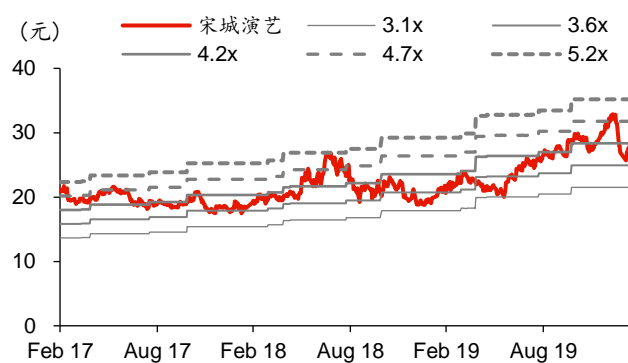
PE/PB - Bands

图表4：宋城演艺历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：宋城演艺历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,306	2,800	3,820	4,669	6,442
现金	1,460	1,550	2,559	3,385	5,018
应收账款	33.46	66.82	40.48	42.42	65.02
其他应收账款	153.74	164.07	113.36	119.15	182.97
预付账款	13.60	17.84	11.20	13.70	15.18
存货	4.17	3.27	2.60	3.07	3.35
其他流动资产	640.71	997.75	1,094	1,106	1,158
非流动资产	6,449	8,017	7,382	8,288	8,465
长期投资	34.20	1,055	3,436	3,436	3,436
固定投资	1,689	2,139	2,324	2,477	2,626
无形资产	1,145	1,397	1,410	1,421	1,433
其他非流动资产	3,581	3,425	211.47	953.43	970.38
资产总计	8,755	10,817	11,202	12,957	14,907
流动负债	1,259	1,117	868.88	939.24	1,172
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	178.62	317.62	183.81	239.23	260.55
其他流动负债	1,080	799.77	685.07	700.01	911.63
非流动负债	17.99	11.34	8.87	(139.82)	(277.37)
长期借款	0.00	0.00	0.00	(150.00)	(287.50)
其他非流动负债	17.99	11.34	8.87	10.18	10.13
负债合计	1,277	1,129	877.76	799.42	894.81
少数股东权益	147.43	1,217	1,235	1,291	1,400
股本	1,453	1,453	1,453	1,453	1,453
资本公积	2,476	2,476	2,476	2,476	2,476
留存公积	3,409	4,522	5,884	6,966	8,706
归属母公司股东权益	7,330	8,471	9,729	10,876	12,622
负债和股东权益	8,755	10,817	11,202	12,957	14,907

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,764	1,647	1,086	1,473	2,229
净利润	1,069	1,278	1,457	1,112	2,046
折旧摊销	221.36	256.29	267.76	302.01	334.27
财务费用	11.55	(1.09)	(20.00)	(35.87)	(57.13)
投资损失	(17.70)	(63.28)	(223.21)	0.00	(20.00)
营运资金变动	431.09	127.71	(215.09)	66.51	102.17
其他经营现金	48.44	50.04	(179.58)	28.56	(176.19)
投资活动现金	(934.50)	(1,287)	(97.71)	(533.34)	(515.45)
资本支出	538.24	664.95	500.00	450.00	450.00
长期投资	252.52	319.83	2,096	0.00	0.00
其他投资现金	(143.74)	(302.42)	2,498	(83.34)	(65.45)
筹资活动现金	(366.75)	(261.83)	20.18	(114.17)	(80.39)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(400.00)	0.00	0.00	(150.00)	(137.50)
普通股增加	(0.01)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.14	0.00	0.01	0.00	0.00
其他筹资现金	33.12	(261.83)	20.17	35.83	57.11
现金净增加额	455.15	89.79	1,009	825.71	1,634

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,024	3,211	2,615	2,568	3,816
营业成本	1,113	1,078	735.54	903.42	1,003
营业税金及附加	30.38	32.03	27.45	26.31	38.62
营业费用	325.30	287.54	130.77	205.42	228.94
管理费用	158.90	202.56	133.38	179.74	248.01
财务费用	11.55	(1.09)	(20.00)	(35.87)	(57.13)
资产减值损失	8.96	31.90	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.11	9.66	5.22	6.01	6.41
投资净收益	17.70	63.28	223.21	0.00	20.00
营业利润	1,346	1,603	1,841	1,295	2,381
营业外收入	1.61	15.54	0.00	25.00	25.00
营业外支出	50.46	76.34	96.55	5.00	5.00
利润总额	1,297	1,542	1,744	1,305	2,401
所得税	228.11	264.90	257.62	192.71	354.60
净利润	1,069	1,278	1,457	1,112	2,046
少数股东损益	1.66	(9.63)	17.61	56.22	108.64
归属母公司净利润	1,068	1,287	1,342	1,082	1,740
EBITDA	1,579	1,858	2,089	1,561	2,658
EPS (元, 基本)	0.74	0.89	0.92	0.74	1.20

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.36	6.20	(18.56)	(1.82)	48.60
营业利润	16.99	19.09	14.81	(29.66)	83.89
归属母公司净利润	18.32	20.57	4.28	(19.42)	60.83
获利能力 (%)					
毛利率	63.19	66.43	71.88	64.82	73.72
净利率	35.31	40.08	51.33	42.12	45.59
ROE	14.56	15.20	13.80	9.95	13.78
ROIC	19.75	19.76	31.90	21.43	39.06
偿债能力					
资产负债率 (%)	14.59	10.43	7.84	6.17	6.00
净负债比率 (%)	15.66	0	0	(18.76)	(32.13)
流动比率	1.83	2.51	4.40	4.97	5.50
速动比率	1.83	2.50	4.39	4.97	5.49
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.33	0.24	0.21	0.27
应收账款周转率	103.39	60.75	46.25	58.76	67.38
应付账款周转率	5.72	4.35	2.93	4.27	4.01
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.89	0.92	0.74	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	1.13	0.75	1.01	1.53
每股净资产(最新摊薄)	5.05	5.83	6.70	7.49	8.69
估值比率					
PE (倍)	38.34	31.80	30.50	37.84	23.53
PB (倍)	5.58	4.83	4.21	3.76	3.24
EV_EBITDA (倍)	24.74	21.02	18.71	25.03	14.70

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com