

证券研究报告—动态报告/公司快评
社会服务
宋城演艺 (300144)
买入
景点
重大事件快评

(维持评级)

2019年07月15日

预计 19H 演艺主业稳定增长，六间房扰动影响扣非表现

证券分析师: 曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003
证券分析师: 钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003
联系人: 姜甜	0755-81981367	jiangtian@guosen.com.cn	

事项:

宋城演艺 7 月 13 日发布公司 2019 年半年度业绩预告, 公司预计 2019 年上半年实现盈利 73,172.30 万元-83,150.34 万元, 较上年同期增长: 10% - 25%。

国信社服观点: 1) 公司 19 年中报扣非主业业绩平稳预计主要受六间房持股比例下滑等带来业绩贡献明显下滑影响, 旅游演艺主业中报扣非业绩增长在 15-20%之间, 整体预计仍符合预期; 2) 轻资产结算进度差异带来 Q1、Q2 演艺主业业绩增速分化, 三大存量项目 Q2 整体仍然稳健增长。3) 预计 2019 年全年旅游演艺主业稳定增长, 维持全年主业预计, 新一轮项目逐步落地助力 2020-2022 业绩腾飞。4) 风险提示: 长期股权投资减值风险; 新项目可能低于预期, 股东减持风险等。5) 投资建议: 维持 19-21 年 EPS0.91/0.96/1.28 元, 对应 PE 估值 26/25/19x, 其中演艺主业业绩 10.70/13.38/17.96 亿元 (18 年 8.76 亿元), 对应 EPS0.74/0.92/1.24 元, PE33/26/20x。今年预计公司主业稳健, 下半年随着三亚二号剧院 7 月底上线和年底杭州三号剧院上线, 未来存量项目增速有望略提升。同时, 公司 2020-2022 年新项目落地有望带来业绩持续增长, 中线业绩增长确定性较强, 商业模式较有支撑, 维持中线买入评级。

评论:

■ 中报预增 10-25%, 扣非业绩增长平稳与六间房相关, 旅游演艺主业增长预计符合预期

宋城演艺发布 2019 年上半年业绩预告, 预计上半年实现盈利 7.32~8.32 亿元, 同比增长 10%~25%, 据此测算中值 7.81 亿元, 同比增长 18%。同时, 公司表示上半年非经常性损益约 1.65 亿元, 据此若按中值附近测算公司扣非后业绩略有下滑 3%左右, 部分市场投资者对此存有疑虑。

首先, 公司 19 年中报扣非主业业绩平稳预计主要受六间房持股比例下滑等带来业绩贡献明显下滑影响。2018 年上半年, 六间房贡献业绩 1.89 亿元。2019Q1, 六间房收入和业绩保持平稳, 但因 2018 年底花房首次换股完成, 公司对六间房的持股比例从 100%降至约 77%, 导致其归母业绩贡献下滑约 23%。2019 年 4 月底, 六间房出表, 公司对六间房的持股比例从 77%降至 39.53%。假设六间房业绩平稳或并表花椒后略有下滑, 叠加六间房持股比例调整影响, 我们预计 2019 年上半年六间房的业绩贡献大约在 1 亿元上下, 同比去年同期 1.89 亿预计明显下滑, 直接拖累主业业绩增长。此外, 从非经常性损益的角度, 公司上半年非经常性损益约 1.65 亿元, 其中 2019Q1 非经常损益在 1000 万左右, 剩余约 1.55 亿预计主要系六间房出表带来的投资收益贡献。

其二, 公司 2019 年上半年旅游演艺主业扣非业绩增长在 15-20%之间, 预计整体符合预期。从旅游演艺主业增长来看, 剔除上述六间房业绩贡献扰动及其他非经常性损益的扰动, 我们以中报预告的中值附近为基准, 据此推算公司 2019 年上半年旅游演艺主业扣非业绩增长在 15-20%之间, 预计整体符合预期。

其三，轻资产结算进度差异带来 Q1、Q2 演艺主业业绩增速分化，三大存量项目 Q2 整体仍然稳健增长。分析公司旅游演艺主业 Q1 和 Q2 的变化，结合我们一季报时的跟踪及去年上半年的业绩情况，2019Q1 我们估算 Q1 旅游演艺主业业绩同比大增约 38%，考虑公司中报旅游演艺主业扣非增长 15-20%，若直接据此推算，2019Q2 公司旅游演艺主业业绩增速可能下滑。但是，这其实与公司去年上半年和今年上半年轻资产确认的节奏相关。结合我们的持续跟踪，2018 上半年轻资产主要集中在 18Q2 确认，18Q1 确认非常有限，而今年受宜春项目 2018 年 12 月底开业影响，轻资产主要在 19Q1 体现，19Q2 确认较为有限，导致 19Q2 轻资产确认同比预计明显下滑，从而直接拖累 Q2 旅游演艺主业的增速。若不考虑轻资产，公司存量项目 Q2 业绩仍然稳健增长。

表 1: 宋城演艺 2019 年上半年各项目增长估算情况

分项目	2019 年上半年业绩增长情况估算说明
杭州	预计上半年业绩个位数增长，其中 Q2 因华东雨水天气影响略逊于 Q1，但仍正增长
三亚	预计上半年业绩微增，因海南区域淡季客流承压影响，Q2 略逊于 Q1，估计平稳
丽江	19H 整体预计高速增长
九寨	九寨地震后停业关闭中，预计继续微亏
桂林	上半年预计贡献盈利 1500-2000 万左右
轻资产	18H 轻资产业绩贡献预计主要系 18Q2 确认，19H 轻资产主要体现在 19Q1 确认，故 19Q2 轻资产确认业绩同比大幅下滑，整体来看 19H 轻资产业绩预计平稳增长。
旅游演艺主业	2019 年上半年扣非主业增长 15-20%，Q1、Q2 轻资产确认差异导致增速分化，存量项目 Q2 整体仍稳定增长
六间房	18H 贡献业绩 1.89 亿，19H 因持股比例下滑等，业绩贡献估算约 1 个亿+，同比大幅下滑

资料来源:公司公告等，国信证券经济研究所整理估算

■ 预计 2019 年全年旅游演艺主业稳定增长，新一轮项目逐步落地助力 2020-2022 业绩腾飞

展望 2019 年下半年，考虑三亚项目二号剧院预计有望在暑期投入使用，叠加 6-9 月全岛免税购物节等有助于提振海南市场人气，我们预计三亚项目下半年或有望好转。与此同时，杭州本部今年 Q4 有望上线三号剧院和其他配套小剧院，有助于杭州大本营中长期持续成长。桂林项目不断优化下有望持续较快成长。

表 2: 宋城演艺目前在手演艺项目一览

分类	项目名称	开业时间	说明
	杭州宋城千古情	1997 年	杭州本部，占地不到 100 亩，多年来一直是公司业绩核心，现有 2 家剧院开业，预计 19 年新开 1 家大剧院和 2 家 500 人座位以上的剧院。
	三亚千古情	2013 年 10 月	项目占地面积 80 亩，建设了千古情景区、冰雪世界、热带动物园、水公园等主题公园，目前第二剧院正在积极推进中，预计 2019 年有望推出。
	丽江千古情	2014 年 3 月	距丽江古城 6 公里，以大型歌舞《丽江千古情》为核心内容，同时还包括丽江恋歌等露天剧院等。
	九寨千古情	2014 年 5 月	出资 8700 万元以股权受让及现金增资的方式收购项目。2017 年 10 月推出“千古情一日游”套餐，并对门票价格进行提升，2017 年 8 月因地震关闭，近两年一直处于关闭状态，预计 2020 年有望恢复。
	桂林漓江千古情	2018 年 7 月	与桂林旅游合资成立子公司桂林漓江千古情有限公司实现对项目的管理，预留了 3 个剧院的位置。
自主投资项目	张家界千古情	预计 2019 年 6 月底	总投资约 6 亿人民币。主要建设内容包括剧场、演艺、文化旅游主题公园、商业及生活配套设施 2017 年 12 月取得项目用地，以及开工前的准备工作。
	西安中华千古情	预计 2020 年春节	西安浐灞生态区世博园内，其中世园集团持股 20%，宋城持有股 80%
	上海世博大舞台项目	预计 2020 年上半年	与上海世博东迪文化发展有限公司共同出资设立上海宋城世博演艺发展有限公司，进而对项目进行管理，计划建设 4 个剧院，采取 4 种表现形式，对于城市演艺外推具有极强的借鉴意义。
	佛山千古情	预计 2020 年	在佛山西樵镇听音湖片区引入旅游演艺项目，以演艺剧场+主题景区为项目的主要内容，其中剧场座位数不少于 2500 个。
	西塘·中国演艺小镇	预计 2021 年	项目拟投资额达到 200 亿元，规划用地约 5000 亩，是宋城集团在以往“主题公园+旅游演艺”核心模式上提升的超级综合项目。
	澳洲黄金海岸项目	预计 2021 年中下旬	澳大利亚传奇王国，位于澳大利亚昆士兰州的黄金海岸城市，目前正在持续推进规划审批等前期工作。
轻资产，设计创作编排等每个项目收入 2.6 亿+ 门票收入 20%分成	长沙·宁乡炭河里文化主题公园	2017 年 7 月	以管理输出的轻资产模式开拓景区并开展旅游演艺项目。截止 2017 年底，《炭河千古情》演出场次近 500 场，游客量超 200 万人次。2017 年 10 月 7 日《炭河千古情》连演七场，接待量达 5.6 万人次，创下湖南省旅游演出场次、观众数量两项新纪录。
	江西宜春明月千古情景区	2018 年 12 月	位于赣西中部的宜春市明月山温泉风景名胜，距离宜春市区 15 公里，总投资 10 亿元。
	郑州·黄帝千古情景区	预计 2020 年 3 月	新郑黄帝千古行，投资 5 亿元，占地约 200 亩。标志着宋城演艺异地复制、轻资产输出等各种模式的全面成熟。

资料来源:公司公告、公司官网或地方媒体报道等，国信证券经济研究所整理

张家界项目 6 月 28 日正式开业，位于张家界武陵源核心景区，距离武陵源核心景区标志门仅不到 4km，车程 10 分钟，地理位置优越。园区占比面积约 170 亩，配有室内剧院（2 号剧院在建）、室外演出、主体游乐设施、两个停车场等，可丰富游客体验、有效延长游客游览时间。自 6 月 28 日开演至 7 月 8 日，11 天合计上演 35 场、观众十余万人，单日最高上演 5 场，创下同期张家界大型旅游演艺演出场次、观众人数两项新纪录。7 月 9 日，位于张家界千古情景区旁的“爱在湘西”大剧院开工，以原生态民族歌舞为表现方式，计划明年建成后独立对外运营。整体来看，我们参考公司过往项目经验，预计张家界项目 2019 年基本打平，2020 年后逐步贡献较快盈利增长。

综合来看，考虑上半年公司旅游演艺扣非增长 18%，叠加去年 Q4 因淡季改造和部分费用扰动因素影响，Q4 旅游演艺主业基数相对较低，我们仍然维持 2019 年旅游演艺主业 20% 左右增速的判断，保持稳健增长。

展望未来 3 年，考虑西安、新郑（轻资产）、上海项目有望于 2020 年上半年营业，其他佛山、西塘等项目也积极推进中。参考上轮扩张经验：新项目集中开业第 1-2 年收入高增长，而业绩多在第 2-3 年爆发，若公司目前储备项目如期开业，我们乐观预计 2021-2022 年演艺利润有望翻番，中线估值有支撑。同时，借鉴法国狂人国 40 年长盛不衰案例，公司目前积极探索多剧院演艺集群，开启存量新成长。从项目空间来看，除了公司已经公告储备项目外，参考过往项目成功经验，我们认为公司未来在经济有支撑、人口密集区域及一线旅游目的地均有一定空间，中长线公司未来全国总布点数有望上看 18-20 个。综合来看，我们看好公司新一轮项目和演艺集群模式等带来未来 3 年业绩增长有支撑逻辑不变。

■ 2019 年存量主业预计稳健成长，新一轮项目助力业绩腾飞，维持中线“买入”评级

我们维持 19-21 年 EPS0.91/0.96/1.28 元，对应 PE 估值 26/25/19x，其中演艺主业业绩 10.70/13.38/17.96 亿元（18 年 8.76 亿元），对应 EPS0.74/0.92/1.24 元，PE33/26/20x。中报业绩预告显示存量旅游演艺稳健增长，今年预计公司主业稳健，下半年随着三亚二号剧院 7 月底上线和年底杭州三号剧院上线，未来存量项目增速有望略提升。同时，公司 2020-2022 年新项目落地有望带来业绩持续增长，中线业绩增长确定性较强，商业模式较有支撑，维持中线买入评级。

■ 风险提示

长期股权投资减值风险；新项目进度和培育情况可能低于预期；政策利好可能低于预期，股东减持风险；区域市场竞争加剧等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 19-7-12	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601888	中国国旅	买入	87.71	1.61	2.31	2.57	54.42	38.00	34.19	10.55
300144	宋城演艺	买入	24.21	0.89	0.91	0.96	27.32	26.47	25.17	4.15
603043	广州酒家	买入	31.42	0.95	1.10	1.33	33.07	28.56	23.62	6.51
002607	中公教育	增持	12.68	0.19	0.26	0.35	67.83	48.99	36.09	26.47
300662	科锐国际	买入	38.11	0.65	0.90	1.17	58.29	42.45	32.54	9.42
600258	首旅酒店	买入	17.36	0.88	0.93	1.13	19.83	18.58	15.35	2.10
600754	锦江股份	买入	24.41	1.13	1.18	1.34	21.60	20.63	18.22	1.85
002707	众信旅游	增持	5.85	0.04	0.30	0.36	142.68	19.50	16.25	2.42
000796	凯撒旅游	增持	6.78	0.24	0.36	0.42	28.04	18.86	16.21	2.46
600138	中青旅	买入	12.92	0.83	0.90	1.05	15.65	14.28	12.32	1.53
002159	三特索道	买入	15.08	0.97	0.28	0.54	15.52	53.08	27.91	2.18
603136	天目湖	增持	21.21	1.29	1.46	1.76	16.44	14.53	12.05	2.98
600054	黄山旅游	增持	9.70	0.78	0.51	0.55	12.44	19.06	17.64	1.73
000888	峨眉山 A	增持	5.98	0.40	0.39	0.42	15.06	15.20	14.15	1.33
000978	桂林旅游	增持	5.52	0.22	0.28	0.33	24.72	20.04	16.85	1.27
002033	丽江旅游	增持	5.93	0.35	0.24	0.26	17.00	24.45	22.45	1.34

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1550	1890	1680	1857
应收款项	231	185	218	273
存货净额	3	3	3	4
其他流动资产	909	540	635	797
流动资产合计	2800	2789	2809	3367
固定资产	2286	2781	3279	3727
无形资产及其他	1397	1357	1318	1278
投资性房地产	3279	3279	3279	3279
长期股权投资	1055	1364	2029	2694
资产总计	10817	11571	12714	14345
短期借款及交易性金融负债	0	67	89	52
应付款项	318	210	208	241
其他流动负债	800	491	433	500
流动负债合计	1117	768	730	793
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	11	11	14	15
长期负债合计	11	11	14	15
负债合计	1129	779	743	808
少数股东权益	1217	1192	1183	1172
股东权益	8471	9600	10788	12364
负债和股东权益总计	10817	11571	12714	14345

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.89	0.91	0.96	1.28
每股红利	0.13	0.14	0.14	0.19
每股净资产	5.83	6.61	7.43	8.51
ROIC	17%	10%	14%	18%
ROE	15%	14%	13%	15%
毛利率	66%	61%	65%	68%
EBIT Margin	50%	38%	51%	55%
EBITDA Margin	57%	48%	61%	64%
收入增长	6%	-16%	18%	25%
净利润增长率	21%	3%	5%	33%
资产负债率	22%	17%	15%	14%
息率	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%
P/E	27.3	26	25	19
P/B	4.2	3.7	3.3	2.8
EV/EBITDA	19.9	27.7	18.5	14.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3211	2701	3176	3984
营业成本	1078	1066	1102	1277
营业税金及附加	32	27	32	40
销售费用	288	338	219	253
管理费用	203	256	215	239
财务费用	(1)	(60)	(58)	(58)
投资收益	63	258	59	59
资产减值及公允价值变动	(22)	(11)	(14)	(16)
其他收入	(50)	310	0	0
营业利润	1603	1632	1712	2276
营业外净收支	(61)	11	11	11
利润总额	1542	1644	1723	2288
所得税费用	265	345	336	446
少数股东损益	(10)	(30)	(10)	(13)
归属于母公司净利润	1287	1328	1397	1855

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1287	1328	1397	1855
资产减值准备	23	(18)	2	2
折旧摊销	214	282	331	379
公允价值变动损失	22	11	14	16
财务费用	(1)	(60)	(58)	(58)
营运资本变动	(250)	(20)	(183)	(113)
其它	(31)	(8)	(11)	(14)
经营活动现金流	1266	1577	1550	2125
资本开支	(539)	(731)	(805)	(805)
其它投资现金流	(8)	(64)	(102)	(164)
投资活动现金流	(1568)	(1104)	(1572)	(1633)
权益性融资	122	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(183)	(199)	(210)	(278)
其它融资现金流	637	67	22	(37)
融资活动现金流	392	(133)	(187)	(315)
现金净变动	90	340	(210)	177
货币资金的期初余额	1460	1550	1890	1680
货币资金的期末余额	1550	1890	1680	1857
企业自由现金流	760	333	637	1212
权益自由现金流	1397	447	706	1222

相关研究报告

- 《宋城演艺-300144-演艺王者重聚主业，二轮扩张再显峥嵘》 ——2019-06-17
- 《宋城演艺-300144-重大事件快评：六间房出表落定，聚焦主业有望二次腾飞》 ——2019-04-30
- 《宋城演艺-300144-2019 年一季报点评：一季度演艺主业增长靓丽，全国演艺版图徐徐拉开》 ——2019-04-25
- 《宋城演艺-300144-2018 年年报点评：18 年财报符合预期，19Q1 预计演艺主业增势良好》 ——2019-03-28
- 《宋城演艺-300144-重大事件快评：重新加大自营，商业模式升级，公司发展进入新阶段》 ——2019-01-02

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032