

中信证券研究部


姜娅
 首席消费产业
 分析师
 S1010510120056



杨清朴
 社会服务分析师
 S1010518070001

核心观点

公司发布半年报业绩预告：预计上半年净利约 7.3 亿元~8.3 亿元，同比增长 10%~25%，其中六间房出表对利润影响负面，但受出表等因素影响，19H 公司确认 1.65 亿一次性非经常性损益抵消部分影响，剔除六间房影响预计主业保持快速增长（含轻资产预计 20%左右）。

■ 旅游演艺主业预计 17%增长。19H 公司预计总体增长 10%-25%，18H 六间房贡献利润 1.88 亿元、19H 出表利润贡献减少，但受出表等因素影响，公司产生一次性收益 1.65 亿元，剔除六间房相关收益预计演艺主业 19H 增速区间约 15%-30%，高基数上克服大消费环境偏弱影响，逆势实现较好增长。具体拆分来看，我们预计杭州本部增约 10%；三亚项目 18Q2 岛内居民半价优惠政策刺激导致高基数，预计 19H 持平；丽江项目经历当地旅游业整顿后强势回升，预计增超 20%；桂林项目预计权益利润约 2000 万元以上。综合判断 19H 存量项目（本部+异地）同比增约 17%（见正文表 1）。

■ 六间房出表利润贡献减少但确认一次性收益，轻资产陆续确认。19H 轻资产结算预计约 8000 万至 1 亿（其中 Q2 预计约 3000 万，与 18Q2 基本持平），主要为明月山项目款项陆续得到确认。六间房 4 月 30 日出表后预计仍产生正收益贡献。19H 公司产生非经常性损益 1.65 亿，预计主要为六间房重组过程中公允价值变动收益以及公司向三六零转让 0.47% 股权获得投资收益（预计 4000 万元）。

■ 新项目开业期临近催化显著。公司进入新一轮项目扩张期，六间房出表影响也接近尾声，预计市场重新聚焦主业的过程中，公司市值有望上一平台。公司存量业务保持稳健增长，暑期三亚 2 号剧院和年底前杭州 3 号剧院预计建成投入运营，新项目陆续开业将带来新的增长点（桂林、张家界已经开业，20H 西安、上海、新郑项目计划开业，九寨有望恢复运营），公司将进入新一轮业绩快速增长周期。公司近几年股价持续受压，2019 年初以来涨幅也相对较弱（+14.02%vs 同期中信餐饮旅游指数+24.79%），存在一定补涨需求。

■ 风险因素：自然灾害影响；新项目及轻资产业务拓展不及预期；互联网演艺板块政策性风险；六间房和花椒管理层磨合期。

■ 投资建议：宋城新项目一贯保持开业当期盈利的优秀能力，因此新项目开业往往带来盈利预期和估值双升。我们认为，六间房出表的阶段性影响 2019 年将划一句号，后续存量项目预计保持稳增，新项目投产步伐稳健，未来 2-3 年公司将迎来确定性快速增长的周期。考虑项目密集开业前期筹备及爬坡期影响，我们调整 2019-21 年归母净利预测至 12.05 亿/14.08 亿/17.89 亿元，其中演艺主业 10.5 亿/13.9 亿/17.7 亿元、六间房 0.18 亿/0.22 亿/0.16 亿元，及考虑六间房重组产生的投资收益等；对应预计 2019-2021 年 EPS 为 0.83/0.97/1.23 元（原 2020/2021 年预测为 1.09/1.31 元），现价对应 19/20 年 PE 约 29/25 倍。维持“买入”评级。

宋城演艺	300144
评级	买入（维持）
当前价	24.21 元
总股本	1,453 百万股
流通股本	1,189 百万股
52 周最高/最低价	27.04/18.9 元
近 1 月绝对涨幅	13.72%
近 6 月绝对涨幅	24.20%
近 12 月绝对涨幅	1.48%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3024	3211	2896	3394	4065
营业收入增长率	14.4	6.2	-9.8	17.2	19.8
净利润(百万元)	1068	1287	1205	1408	1789
净利润增长率	18.3	20.6	-6.4	16.8	27.1
每股收益 EPS(基本)(元)	0.73	0.89	0.83	0.97	1.23
净资产收益率 ROE%	14.6	15.2	12.7	13.2	14.7
每股净资产（元）	5.05	5.83	6.59	7.43	8.52
PE	31	26	29	25	20
PB	4.5	3.9	3.5	3.2	2.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 7 月 12 日收盘价

表 1：公司 2019H1 分项目权益利润拆分预测（万元）

分项目	权益净利润					
	2019H	2018H	2017H	19 同比	18 同比	17 同比
宋城本部	21,361	19,688	18,750	8.5%	5.00%	25.00%
三亚千古情	14,500	14,524	10,832	-0.2%	34.10%	18.00%
丽江千古情	6,655	5,324	5,070	25.0%	5.00%	3.50%
九寨千古情	-500	-1,208	2,400	-	-	27.10%
桂林千古情	2,000	-570	-169	-	-	-
旅游演艺主业合计	44,016	37,758	36,884	16.6%	2.4%	-
六间房(经营性)	7,000	18,853	13,598	-62.9%	38.60%	8.10%
轻资产	9,000	5,600	3,500	60.7%	60.00%	-
其他业务(电商、投资收益等)	17,500	3,898	-1,192	349.0%	-	-
合计	77,516	66,108	52,790	17.3%	25.20%	21.10%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,024	3,211	2,896	3,394	4,065
营业成本	1,113	1,078	929	989	1,069
毛利率	63.19	66.43	67.93	70.86	73.71
营业税金及附加	30	32	39	51	61
销售费用	325	288	215	195	184
营业费用率	10.76	8.95	7.42	5.73	4.54
管理费用	212	273	292	476	586
管理费用率	7.00	8.51	10.09	14.03	14.41
财务费用	12	-1	-12	-13	-13
财务费用率	0.38	-0.03	-0.43	-0.38	-0.31
投资收益	22	84	59	37	31
营业利润	1,346	1,603	1,644	1,730	2,204
营业利润率	44.52	49.93	56.78	50.97	54.23
营业外收入	2	16	25	20	20
营业外支出	50	76	32	10	10
利润总额	1,297	1,542	1,637	1,740	2,214
所得税	228	265	315	328	420
所得税率	17.58	17.17	19.24	18.86	18.96
少数股东损益	2	-10	4	4	5
归属于母公司股东的净利润	1,068	1,287	1,205	1,408	1,789
净利率	35.31	40.08	41.59	41.47	44.02
每股收益(元)(摊薄)	0.73	0.89	0.83	0.97	1.23

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,460	1,550	1,962	1,718	1,889
存货	4	3	5	5	4
应收账款	33	67	82	90	100
其他流动资产	808	1,180	1,483	2,009	2,335
流动资产	2,306	2,800	3,532	3,822	4,329
固定资产	1,689	2,139	2,469	3,020	3,672
长期股权投资	34	1,055	2,655	2,655	2,655
无形资产	1,145	1,397	1,353	1,308	1,268
其他长期资产	3,581	3,425	1,482	1,776	2,082
非流动资产	6,449	8,017	7,958	8,759	9,678
资产总计	8,755	10,817	11,490	12,581	14,007
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	179	318	186	198	214
其他流动负债	1,080	800	594	494	411
流动负债	1,259	1,117	780	692	625
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	11	11	11	11
非流动性负债	18	11	11	11	11
负债合计	1,277	1,129	792	703	636
股本	1,453	1,453	1,453	1,453	1,453
资本公积	2,476	2,476	2,519	2,568	2,625
归属于母公司所有者权益合计	7,330	8,471	9,477	10,653	12,140
少数股东权益	147	1,217	1,221	1,225	1,230
负债股东权益总计	8,755	10,817	11,490	12,581	14,007

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,068	1,287	1,205	1,408	1,789
少数股东权益	2	-10	4	4	5
折旧和摊销	221	256	243	279	318
营运资金的变化	430	122	-646	-625	-406
其他经营现金流	44	-8	-223	-47	-40
经营现金流合计	1,764	1,647	582	1,018	1,666
资本支出	-538	-665	-1,171	-1,050	-1,180
投资收益	26	1	59	37	31
资产变卖	18	142	30	20	0
其他投资现金流	-441	-765	1,097	-49	-56
投资现金流合计	-935	-1,287	15	-1,043	-1,206
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-200	-200	0	0	0
股息支出	-167	-183	-241	-282	-358
其他融资现金流	0	122	55	62	69
融资现金流合计	-367	-262	-186	-219	-289
现金及现金等价物净增加额	463	98	412	-244	172

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	14.4	6.2	-9.8	17.2	19.8
营业利润增长率	17.3	19.1	2.6	5.2	27.4
净利润增长率	18.3	20.6	-6.4	16.8	27.1
毛利率	63.2	66.4	67.9	70.9	73.7
EBIT Margin	44.4	48.0	49.1	49.6	53.3
EBITDA Margin	51.7	56.0	57.5	57.8	61.1
净利率	35.3	40.1	41.6	41.5	44.0
净资产收益率	14.6	15.2	12.7	13.2	14.7
总资产收益率	12.4	13.4	11.7	12.4	14.0
资产负债率	14.6	10.4	6.9	5.6	4.5
所得税率	17.6	17.2	19.2	18.9	19.0
股利支付率	16.3	13.6	18.2	19.9	19.9

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。