

宋城演艺 (300144) \ 休闲服务

——剥离后持股六间房 39.53%，投资收益贡献 2019 年利润

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：22.57 元

事件：1) 2018年12月28日，密境和风与六间房进行第一次交割，完成后宋城演艺持有六间房的股权比例为76.96%；2) 2019年4月29日，六间房和密境和风进行第二步交割，已完成工商变更登记。六间房的注册资本由2598.671万元增加至5000万元，同时公司将所持有的六间房0.47%的股权转给奇虎三六零，完成后公司仅持有六间房39.53%股权，对六间房已不具备控制，不再将其纳入公司合并报表范围。

投资要点：

➤ **六间房和花椒重组完成，聚焦现场演艺主业。**去年年末完成第一步交割后，市场对于第二步交割翘首以待。从年报的数据来看，六间房超额完成业绩承诺，实现净利润4.11亿元，这为此次第二次交割的顺利完成奠定了坚实的基础。目前公司仅持有六间房39.53%股权，奇虎三六零合计共持有六间房39.54%的股权，后期公司将暂时保留现持有的六间房存量股。六间房剥离后公司聚焦演艺主业，以“轻资产+重资产”双轮驱动的模式打开全国市场。

➤ **重组带来投资净收益约超过5亿元。**2015年公司收购六间房100%的股权，估值26亿元，而此次与密境和风重组，六间房的整体估值为34亿元，由估值提升带来的投资收益影响约在4.5亿元左右；5月-12月六间房出表，净利润的39.53%计入对联营企业合营企业的投资收益处理，影响约在1亿元左右。合计对2019年净利润的影响超过5亿元。

➤ **张家界千古情开园在即，我们测算对2019年收入影响约4500万。**张家界千古情毗邻武陵源核心景区、宝峰湖、黄龙洞景区，2018年武陵源区待游客量达到3028万人次，参考桂林千古情的客流转化和客单价，我们预期下半年开园后张家界千古情接待游客人次约150万，收入影响约4500万。

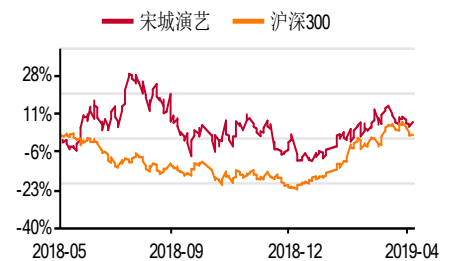
➤ **维持“推荐”评级。**我们预计2019年至2021年的EPS分别为1.16元、0.94元和1.19元，对应当前股价PE分别为19倍、23倍和19倍。

➤ **风险提示：**项目推进不达预期的风险、突发事件带来旅游限制的风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,453/1,183
流通A股市值 (百万元)	26,705
每股净资产 (元)	6.36
资产负债率 (%)	13.18
一年内最高/最低 (元)	27.85/18.58

一年内股价相对走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

江甜丽 研究助理

电话：051082832787

邮箱：jiangtl@glsc.com.cn

相关报告

- 《宋城演艺 (300144) \ 休闲服务行业》
《三亚和丽江增速大幅提升，六间房表现超预期》
- 《宋城演艺 (300144) \ 休闲服务行业》
《业绩增长符合预期，储备项目丰富》
- 《宋城演艺 (300144) \ 休闲服务行业》
《线上线下增长平稳，项目建设井喷期到来》

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,023.83	3,211.19	2,896.95	3,166.17	3,727.35
增长率 (%)	14.36%	6.20%	-9.79%	9.29%	17.72%
EBITDA (百万元)	1,517.12	1,771.79	2,270.51	1,990.86	2,434.76
净利润 (百万元)	1,067.62	1,287.19	1,685.69	1,368.51	1,725.30
增长率 (%)	18.32%	20.57%	30.96%	-18.82%	26.07%
EPS (元/股)	0.73	0.89	1.16	0.94	1.19
市盈率 (P/E)	30.08	24.95	19.05	23.47	18.62
市净率 (P/B)	4.38	3.79	3.16	2.79	2.42
EV/EBITDA	20.11	17.77	13.28	14.49	11.30

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,364.2	1,455.56	2,602.16	3,812.42	5,043.74	营业收入	3,023.8	3,211.1	2,896.9	3,166.1	3,727.3
应收账款+票据	187.20	230.90	108.11	262.40	173.78	营业成本	1,113.0	1,078.0	932.82	1,003.6	1,118.2
预付账款	13.60	17.84	7.21	19.75	10.29	营业税金及附加	30.38	32.03	31.85	34.81	40.97
存货	4.17	3.27	4.00	4.00	4.00	营业费用	325.30	287.54	260.73	262.79	279.55
其他	541.74	891.15	600.00	600.00	600.00	管理费用	211.79	202.56	199.89	202.63	212.46
流动资产合计	2,209.9	2,705.32	3,428.08	4,805.17	5,938.41	财务费用	11.55	-1.09	-30.28	-55.46	-78.77
长期股权投资	34.20	1,055.42	1,155.42	1,275.42	1,425.42	资产减值损失	8.96	31.90	14.62	14.62	14.62
固定资产	1,688.7	2,139.37	1,916.32	1,829.87	1,597.06	公允价值变动收益	1.11	9.66	0.00	0.00	0.00
在建工程	230.45	146.36	746.36	1,100.00	1,500.00	投资净收益	4.20	3.26	600.00	120.00	150.00
无形资产	1,144.8	1,397.37	1,365.45	1,333.52	1,301.59	其他	0.00	-70.57	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3,346.7	3,268.88	3,257.94	3,247.01	3,236.07	营业利润	1,328.1	1,522.5	2,087.3	1,823.0	2,290.3
非流动资产合计	6,444.9	8,007.40	8,441.48	8,785.81	9,060.14	营业外净收益	-35.35	-0.78	-32.68	-32.68	-32.68
资产总计	8,654.8	10,712.7	11,869.5	13,590.9	14,998.5	利润总额	1,292.7	1,521.7	2,054.6	1,790.4	2,257.6
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	226.50	257.78	363.66	417.60	526.91
应付账款+票据	178.62	317.62	51.64	345.67	96.98	净利润	1,066.3	1,263.9	1,690.9	1,372.8	1,730.7
其他	990.77	706.67	638.50	793.08	818.61	少数股东损益	1.66	-9.63	5.29	4.30	5.42
流动负债合计	1,169.3	1,024.29	690.14	1,138.75	915.59	归属于母公司净利	1,067.6	1,287.1	1,685.6	1,368.5	1,725.3
长期带息负债	0.00	0.00	-200.00	-300.00	-400.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	7.67	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	7.67	0.00	-200.00	-300.00	-400.00	营业收入	14.36%	6.20%	-9.79%	9.29%	17.72%
负债合计	1,177.0	1,024.29	490.14	838.75	515.59	EBIT	10.60%	16.96%	33.24%	-14.33%	25.66%
少数股东权益	147.43	1,217.35	1,222.65	1,226.95	1,232.37	EBITDA	10.35%	16.79%	28.15%	-12.32%	22.30%
股本	1,452.6	1,452.61	1,452.61	1,452.61	1,452.61	归属于母公司净利	43.10%	20.57%	30.96%	-18.82%	26.07%
资本公积	2,476.3	2,476.31	2,476.31	2,476.31	2,476.31	获利能力					
留存收益	3,401.4	4,542.16	6,227.85	7,596.36	9,321.66	毛利率	63.19%	66.43%	67.80%	68.30%	70.00%
股东权益合计	7,477.7	9,688.43	11,379.4	12,752.2	14,482.9	净利率	35.26%	39.36%	58.37%	43.36%	46.43%
负债和股东权益总	8,654.8	10,712.7	11,869.5	13,590.9	14,998.5	ROE	14.56%	15.20%	16.60%	11.87%	13.02%
						ROIC	19.44%	22.63%	21.54%	16.51%	20.52%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债	13.60%	9.56%	4.13%	6.17%	3.44%
净利润	1,087.4	1,235.05	1,115.50	1,277.32	1,605.23	流动比率	1.89	2.64	4.97	4.22	6.49
折旧摊销	221.36	256.29	251.29	261.05	261.05	速动比率	1.42	1.77	4.09	3.69	5.83
财务费用	16.61	2.30	-35.43	-60.61	-83.92	营运能力					
存货减少	0.17	0.90	-0.73	0.00	0.00	应收账款周转率	90.37	48.05	-199.43	44.17	-848.12
营运资金变动	430.92	126.81	90.42	281.78	-125.08	存货周转率	266.94	329.85	233.20	250.92	279.55
其它	16.13	31.04	14.62	14.62	14.62	总资产周转率	0.35	0.30	0.24	0.23	0.25
经营活动现金流	1,772.6	1,652.40	1,435.67	1,774.16	1,671.90	每股指标(元)					
资本支出	538.24	664.95	600.00	500.00	400.00	每股收益	0.73	0.89	1.16	0.94	1.19
长期投资	1,432.4	1,637.21	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.22	1.14	0.99	1.22	1.15
其他	1,036.1	1,014.96	475.49	-24.51	-24.51	每股净资产	5.05	5.83	6.99	7.93	9.12
投资活动现金流	-934.50	-	-124.51	-524.51	-424.51	估值比率					
债权融资	-200.00	-200.00	-200.00	-100.00	-100.00	市盈率	30.08	24.95	19.05	23.47	18.62
股权融资	0.00	121.50	0.00	0.00	0.00	市净率	4.38	3.79	3.16	2.79	2.42
其他	-166.75	-183.33	35.43	60.61	83.92	EV/EBITDA	20.11	17.77	13.28	14.49	11.30
筹资活动现金流	-366.75	-261.83	-164.57	-39.39	-16.08	EV/EBIT	23.55	20.78	14.93	16.67	12.66
现金净增加额	463.73	94.94	1,146.59	1,210.26	1,231.32						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810