

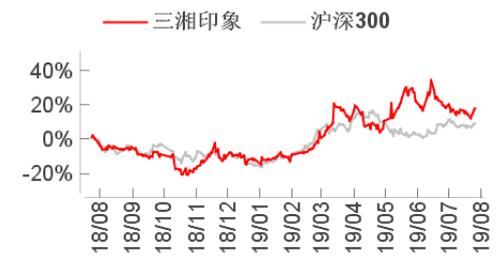
上海绿色科技地产开发商，“文化+地产”协同发展



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2019年07月26日)	5.25元
目标价格	6.02元
52周最高价/最低价	5.98/3.53元
总股本/流通A股(万股)	137,127/117,974
A股市值(百万元)	7,199
国家/地区	中国
行业	中小市值
报告发布日期	2019年07月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.94	-1.32	13.39	16.67
相对表现	-1.61	3.01	-14.18	-7.56
沪深300	1.33	1.69	-0.79	9.11



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 陈宇哲
021-63325888*3139
chenyuzhe@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860516120001

证券分析师 竺劲
021-63325888*6084
zhujing1@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514060003

核心观点

- **地产业务见底回升,盈利增长迎来拐点。**三湘印象是上海绿色科技地产开发商,深度挖掘文化内核,拓展“文化+地产”双主业。2019Q1公司实现营业收入13.1亿元,同比增长649.0%,实现归母净利润3.8亿元,同比增长579.2%。Q1单季,公司营收已实现2018全年的80%。我们认为,除了2018年的销售金额结转外,2019年的新增销售有望帮助公司实现持续地增长,房地产业务已触底回升。
- **打造绿色智能生活服务,在手项目加速去化。**公司目前的待售楼盘聚焦于核心区域,包括上海,杭州城东新城及河北燕郊,主打改善型产品,带有绿色科技建筑设计标识,未来有望迎来加速去化。其中杭州海尚观邸拥有可供出售面积12万方;浦东前滩三湘印象名邸项目规划建筑面积5.4万方,2019年有望完成建设并实现销售。同时,河北燕郊项目也在推进加速,假设未来几年燕郊项目实现快速去化,将有望增加累计近18亿投资收益,成为房地产业务的主要利润来源。
- **打造“国内高端文化旅游演艺内容创制机构”并加大文旅地产拓展。**观印象的旅游文化演艺产品涵盖山水实景演出和情境体验剧两大类型,拥有“印象”、“又见”、“最忆”、“归来”四大演出品牌系列,目前已公演以及制作、签约项目累计达到17个。预计未来将有5个签约项目加速推进,加快实现公演以贡献收入。同时公司以3亿元参股维康金杖,将与其在长三角地区展开合作,共同打造以文创产业为核心的国际旅游度假区和相关休闲度假产品,推动地区文化旅游产业升级,向文旅产业园区转型加速。

财务预测与投资建议

- **首次覆盖给予买入评级,给予目标价6.02元。**我们预测公司2019-2021年每股EPS为0.86/0.96/1.03元,短期参考可比公司平均估值,给予19年7倍PE,对应目标价6.02元,给予买入评级。

风险提示

- 房地产业务发展低于预期、拿地节奏低于预期、文化行业业务低于预期。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,474	1,633	4,593	5,291	4,618
同比增长(%)	-63.1%	-34.0%	181.3%	15.2%	-12.7%
营业利润(百万元)	361	(359)	1,486	1,684	1,808
同比增长(%)	-71.5%	-199.2%	514.5%	13.3%	7.4%
归属母公司净利润(百万元)	265	(456)	1,174	1,322	1,415
同比增长(%)	-62.4%	-271.8%	357.6%	12.6%	7.1%
每股收益(元)	0.19	(0.33)	0.86	0.96	1.03
毛利率(%)	34.7%	40.4%	52.5%	51.3%	52.8%
净利率(%)	10.7%	-27.9%	25.5%	25.0%	30.6%
净资产收益率(%)	4.2%	-7.6%	18.9%	17.7%	16.0%
市盈率	27.1	(15.8)	6.1	5.4	5.1
市净率	1.1	1.3	1.1	0.9	0.8

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测,每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格,据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 上海绿色科技地产开发商，深度挖掘文化内核，拓展“文化+地产”双主业 ...	5
1.1 地产销售集中于上海，配套租赁与施工，植入文化元素.....	5
1.2 地产业务见底回升，盈利增长迎来拐点	6
1.3 收购“观印象”+入股“维康金杖”深化转型，增持回购增添股东信心.....	8
2. 打造绿色智能生活服务，在手项目加速去化迎来增长拐点	13
2.1 项目区域结构不变，异地销售面积占比提升	13
2.2 全面推行绿色建筑，杭州、浦东项目销售火爆	13
2.3 河北燕郊推进加速，有望成为未来 3 年主要利润来源.....	15
3. 打造“国内高端文化旅游演艺内容创制机构”，加大文创地产拓展力度	17
3.1 业绩承诺未达成，计提商誉减值 11.5 亿.....	17
3.2 国内文化旅游演艺平台头部企业，制作收入是主要来源	18
3.3 入股维康金杖打造休闲度假产品，加注文旅产业园区	20
盈利预测与投资建议	23
盈利预测	23
投资建议	24
风险提示.....	24

图表目录

图 1: 2015-2018 年公司收入结构变化 (亿元)	5
图 2: 2018 年公司主营业务收入占比 (%)	5
图 3: 2015-2019Q1 公司房地产业务营收与增速	7
图 4: 2015-2019Q1 公司归母净利润与增速	7
图 5: 2015-2019Q1 公司各项业务毛利率情况 (%)	7
图 6: 2015-2019Q1 公司净利率与扣非净利率 (%)	7
图 7: 2016-2019Q1 年公司合同金额大幅提升, 而三费仍明显改善	8
图 8: 公司股东及控股子公司概况	10
图 9: 2016-2018 年公司项目区域集中于上海	13
图 10: 2018 年河北燕郊项目占未售项目面积比例已达 73.5%	13
图 11: 公司绿色建筑设计之一: 光伏发电与建筑一体化	13
图 12: 公司拥有 16 大绿色地产科技系统	14
图 13: 杭州三湘印象海尚观邸住宅项目获国家健康建筑三星级设计标识证书	14
图 14: 2018.08-2019.07 燕郊房价均价走势	15
图 15: 燕郊区域位置优越, 与北京城市副中心通州仅一河之隔	16
图 17: 2016-2018 年观印象营业收入情况	17
图 18: 2015-2018 年观印象业绩承诺与实际完成情况对比	17
图 16: 观印象文旅演艺品牌系列	18
图 20: 2016-2018 年观印象收入结构变化 (%)	20
图 21: 2016-2018 年观印象毛利率与净利率 (%)	20
图 19: 《印象刘三姐》	20
表 1: 2018 年公司在售项目及待售项目详细情况	5
表 2: 2018 年公司房屋租赁项目情况	6
表 3: 观印象公演与签约项目情况	8
表 4: 2019 年 5 月公司前十大股东持股比例	9
表 5: 2015-2019 年公司共发布 6 次增持计划公告	10
表 6: 2016-2019 年公司实控人、董事、高管增持情况	11
表 7: 2018-2019 年公司回购次数及情况	11
表 8: 观印象盈利模式	18
表 9: 2016-2018 制作收入变化与项目数量相关	19
表 10: 维康金杖在手项目内容与进展	21
表 11: 可比公司估值表	24

1. 上海绿色科技地产开发商，深度挖掘文化内核，拓展“文化+地产”双主业

1.1 地产销售集中于上海，配套租赁与施工，植入文化元素

以上海本地住宅销售为中心，配套周边店铺+商场租赁与建筑施工。三湘印象成立于 1996 年，主营房地产开发销售，并从事电影制片发行和演出等一系列文旅业务。公司以“加快发展文化产业，稳步发展房地产业，推动两大产业协同融合”为发展战略，明确绿色科技地产与文化精品 IP 双向赋能的发展思路。

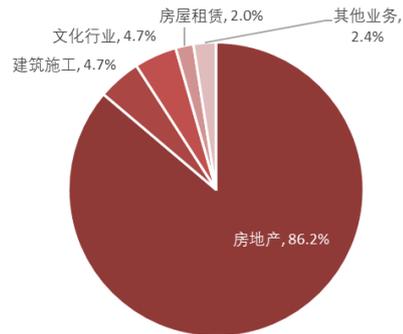
公司房地产板块主要以绿色建筑开发运营为发展方向，逐步从“绿色科技建筑技术集成商”迭代升级为“绿色智能生活服务商”。过去成功打造了极具影响力的“花城系列”、“海尚系列”和“印象系列”等标准化产品体系为实现对绿色建筑的全过程管理，公司旗下拥有建筑安装、建材加工、装饰设计、物业管理等产业链，形成了以绿色设计为龙头，集绿色建造、绿色装饰、绿色运营等为一体的管理模式。公司注入文化产业后，注重在地产开发中植入文化元素，实现“宜居”到“雅居”的升级，有力提升了产品溢价能力。从收入结构来看，目前公司仍以房地产业务收入为主，2018 年收入占比达 86.2%，文化行业业务收入占比较小。

图 1：2015-2018 年公司收入结构变化（亿元）



数据来源：wnd，东方证券研究所

图 2：2018 年公司主营业务收入占比（%）



数据来源：wind，东方证券研究所

存量项目持续销售，新增项目拉动增长。2018 年，公司拥有 7 个在售住宅项目、5 个房屋租赁项目和 2 个待售项目，预计杭州、浦东前滩与燕郊项目将成为未来业绩的主要增长点。公司的在售项目包括上海三湘海尚城、七星府邸、海尚云邸、海尚名邸、海尚福邸、四季花城和杭州海尚观邸，而印象名邸与森林海尚城这 2 个待售项目有望从今年开始创造销售和盈利，成为未来收入与利润的主要增长点。截至 18 年报告期，公司所有项目可供出售面积合计 250.2 万平方米，其中未销售面积共计 160.2 万方。

表 1：2018 年公司在售项目及待售项目详细情况

项目名称	项目地区	可供出售	2018 年度	销售金额 (亿元)	未销售面积 (万方)	预计售价 (元/平米)
		面积 (万方)	预售面积 (万方)			
上海三湘海尚城	上海宝山	18.5	0.3	0.5	3.2	2.5

三湘七星府邸	上海杨浦	2.7	0.3	1.9	0.2	6.7
三湘海尚云邸	上海崇明	19.4	1.4	3.7	13.3	3.3
三湘海尚名邸	上海嘉定	17.1	0.1	0.0	2.3	2.2
三湘海尚福邸	上海浦东	4.9	3.0	20.2	1.9	6.7
三湘四季花城	上海松江	52.3	0.8	1.0	4.3	4.6
海尚观邸	浙江杭州	12.0	0.1	0.6	11.8	2.8
三湘印象名邸	上海浦东	5.4	0.0	0.0	5.4	10.0
三湘森林海尚城	河北燕郊	117.9	0.0	0.0	117.9	2.2
合计		250.2	6.0	27.9	160.2	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：海尚观邸、印象名邸与森林海尚城的可供出售面积为规划建筑面积，与后期披露的可供出售面积可能存在差异

此外，公司还有 5 个房屋租赁项目，包含商场和店铺，分别为三湘世纪花城、商业广场、财富广场、海尚城和海尚名邸，共计建筑面积 7 万方。

表 2：2018 年公司房屋租赁项目情况

项目名称	业态	地区	建筑面积 (万方)	出租率 (%)
三湘世纪花城	商场+店铺	上海	1.7	100
三湘商业广场	商场	上海	2.1	100
三湘财富广场	店铺	上海	1.7	100
三湘海尚城	店铺	上海	1.4	100
三湘海尚名邸	店铺	上海	0.2	100
合计			7.0	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 地产业务见底回升，盈利增长迎来拐点

营业收入企稳回升，归母净利实现扭亏。2018 年，公司实现营业收入 16.3 亿元，同比下滑 34.0%，其中房地产业务实现营业收入 14.1 亿元，同比下滑 27.7%。同期公司实现归母净利润-4.6 亿元，同比下滑 271.9%；实现扣非净利润-10.35 亿元，同比下滑 541.5%。2019Q1 公司实现营业收入 13.1 亿元，同比增长 649.0%，实现归母净利润 3.8 亿元，同比增长 579.2%，实现扣非净利润 2.1 亿元，同比增长 359.3%。

过去 3 年公司的主要收入来源为房地产业务，呈逐年下滑趋势，但 19 年 Q1 出现明显回升。从营业收入的历史数据来看，公司收入波动与房地产行业周期相关性较高，主要是销售面积与价格的波动影响导致。公司公告称，随着政府 2017 年房地产调控政策升级、2018 年提出“降杠杆、控风险，追求健康持续发展”和因城施策的举措，2017 年开始公司项目所在地政府严控商品房预售许可证审批核发，公司部分开发项目位于所属区域的核心地段、核心位置，受房地产调控影响最为显著，不能按原定计划取得预售许可证、实现销售，致使公司 2017 年房地产合同销售金额下滑从而导致 2018 年可结转销售收入同步下滑。2018 年公司部分竣工房地产项目同样受项目所在地政府严控商品房预售许可证审批核发影响，也未能按原定计划实现销售，造成 2018 年销售收入下滑。

图 3：2015-2019Q1 公司房地产业务营收与增速

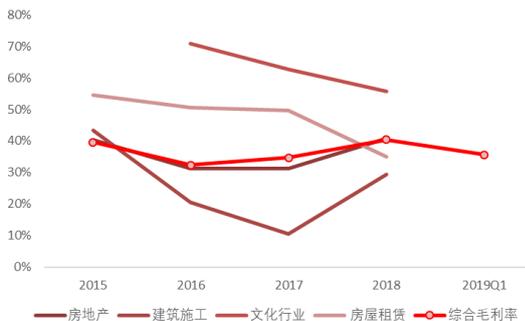

数据来源：wind，东方证券研究所

图 4：2015-2019Q1 公司归母净利润与增速

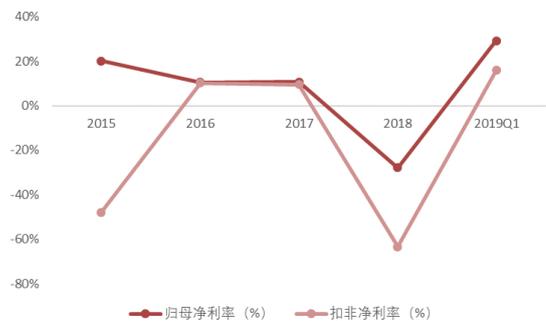

数据来源：wind，东方证券研究所

19 年 Q1 单季，公司营收已实现 2018 全年的 80%。我们认为，除了 18 年的销售金额结转外，19 年的新增销售有望帮助公司实现较快增长，房地产业务已触底回升。从归母净利润来看，由于公司 18 年对子公司观印象计提了 11.5 亿的商誉减值，在获得 6.4 亿补偿额后，合计亏损 4.6 亿元。若不考虑观印象的利润贡献，公司的房地产业务板块 2018 年实现的净利润约为 0.2 亿元。但 19 年 Q1 单季公司的归母净利润就实现了 3.8 亿元，高于 17/18 全年。我们认为，利润的主要来源是房地产板块，公司的盈利增长拐点已经出现。

毛利率维持稳定，净利率近年来创新高。2018 年，公司实现综合毛利率 40.4%，同比提升 5.7 个百分点，实现净利率-30.5%，同比降低 39.6 个百分点。分业务来看，2018 年房地产业务实现毛利率 40.75%，同比提升 9.5 个百分点，建筑施工实现毛利率 29.4%，同比提升 18.9 个百分点，文化行业实现毛利率 55.6%，同比降低 7.1 个百分点，房屋租赁实现毛利率 35.0%，同比降低 14.7 个百分点。2019 年 Q1，公司实现综合毛利率 35.6%，净利率 28.1%，为 2011 年以来最高点。从历史数据来看，公司的毛利率一直维持稳定在 30%-40%之间，净利率逐年降低后快速反弹，主要的原因在于三费的改善在 Q1 十分明显。

图 5：2015-2019Q1 公司各项业务毛利率情况 (%)


数据来源：wind，东方证券研究所

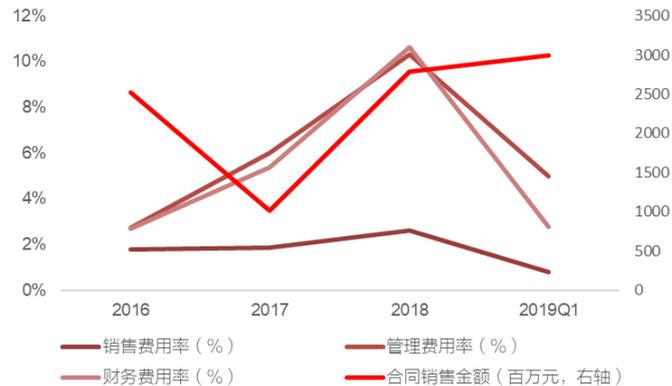
图 6：2015-2019Q1 公司净利率与扣非净利率 (%)


数据来源：wind，东方证券研究所

2018 三费提升，2019Q1 三费明显改善。2018 年，公司实现销售费用率 2.6%，管理费用率 10.3%，财务费用率 10.6%，三费合计 23.6%，同比 17 年提升 10.4 个百分点。2019 年 Q1，公司实现销售费用率 0.8%，管理费用率 5.0%，财务费用率 2.8%，三费合计 8.57%，改善明显。三费中改善最明显的是财务费用，2019 年 Q1 公司实现财务费用 0.4 亿元，比上年同期减少 0.2 亿元，而营

业收入比上年同期增加了 11.3 亿元，因此财务费用率大幅降低。销售费用与管理费用相较于 2018 年 Q1 虽略有提升，但仍因收入规模大幅增长而使得费用率降低。收入增长的主要原因是去年的地产销售项目单价较高，Q1 结算面积增长较多，因此结算金额同比增长较快；同时公司的营销费用也主要集中在去年，因此 Q1 并未因为新增项目推广费用而提高营销费用。根据公司公告，截至 2019 年 5 月 31 日，公司已实现存货销售 29.94 亿元，超过了 18 年全年。综合来看，Q1 费用率出现明显改善。我们判断，未来随着公司的去化率快速提升，在售项目平均单价提高后，收入仍将维持较高水平，费用率有望稳步降低。

图 7：2016-2019Q1 公司合同金额大幅提升，而三费明显改善



数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 收购“观印象”+入股“维康金杖”深化转型，增持回购增添股东信心

2016 年公司定增购买“观印象”，转型地产+文旅。2016 年，公司以发行股份及支付现金的方式购买观印象艺术发展有限公司 100% 的股权，对价合计 19 亿元。其中向观印象全体股东发行 9.5 亿元股份，并支付现金 9.5 亿元，发行价格为锁定价 6.5 元/股。发行对象包括观印象全体股东，及配套资金认购方：黄辉、李建光、池宇峰、上海云锋新创股权投资中心（有限合伙）、钜洲资产管理(上海)有限公司、宁夏裕祥鸿儒投资管理合伙企业（有限合伙）、兴业全球基金管理有限公司（兴全定增 111 号特定多客户资产管理计划）、光大保德信基金管理有限公司（光大保德信-诚鼎三湘战略投资资产管理计划）。

观印象主营业务为旅游文化演艺的策划、创意和制作，是目前国内最负盛名、最为成功的文化演出编创和版权运营机构之一。经过十多年的积淀，观印象潜心 IP 开发创作，逐步打造成为久负盛名的文旅演艺品牌，成功开创了“印象”、“又见”、“最忆”和“归来”四大系列 IP 以及一个漂移式多维体验单品剧目《知音号》。大多数作品都选址于 5A 级核心景区，创作者们利用不可复制的原生态自然之美，深度挖掘当地历史文脉，打造出丰富、唯美的文化娱乐盛世。目前已公演以及制作、签约项目累计达到 17 个。2018 年观印象系列演出观演人数近 550 万人次，票房收入近 8 亿元。据文旅中国 2018 博览会发布数据显示，2017 年中国旅游演出-实景类剧目票房十强中，观印象一家占据五席，被誉为年度票房之王；三湘印象荣获“2017 年中国旅游演出机构十强”。

表 3：观印象公演与签约项目情况

序号	项目名称	项目所在地	项目状态
----	------	-------	------

收购完成前	1	印象刘三姐	广西桂林阳朔	已公演
	2	印象丽江	云南丽江	已公演
	3	印象大红袍	福建南平武夷山	已公演
	4	印象普陀	浙江舟山	已公演
	5	印象武隆	重庆武隆	已公演
	6	又见平遥	山西平遥	已公演
	7	又见五台山	山西五台山	已公演
收购完成后	8	又见敦煌	甘肃敦煌	已公演
	9	最忆是杭州	浙江杭州	已公演（老项目改版）
	10	知音号	湖北武汉	已公演
	11	又见马六甲	马来西亚	已公演
	12	归来三峡	重庆奉节	已公演
	13	归来遵义·长征之路	贵州遵义	制作中
	14	最忆韶山冲	湖南韶山	制作中
	15	映像滇池	云南昆明	制作中
	16	印象太极	河南焦作	制作中
	17	腾冲火山	云南腾冲	已签约

数据来源：公司公告，东方证券研究所

上海三湘投资控股有限公司是三湘印象的控股股东，其实际控制人为黄辉。三湘投资持有上市公司20.64%股权，同时黄辉也是上市公司原董事长。2018年6月，经过董事会换届选举，原上市公司总经理许文智担任公司新一任董事长职务，黄辉仍是公司实际控制人。截至最新报告期，黄辉个人持有上市公司12.89%股权，通过三湘投资控股间接持有公司18.58%股权，合计31.47%。黄卫枝与黄辉系亲兄妹关系，其持有公司11.06%股权。根据公司18年报披露，现任董事长许文智持有上市公司867.6万股，占0.6%。

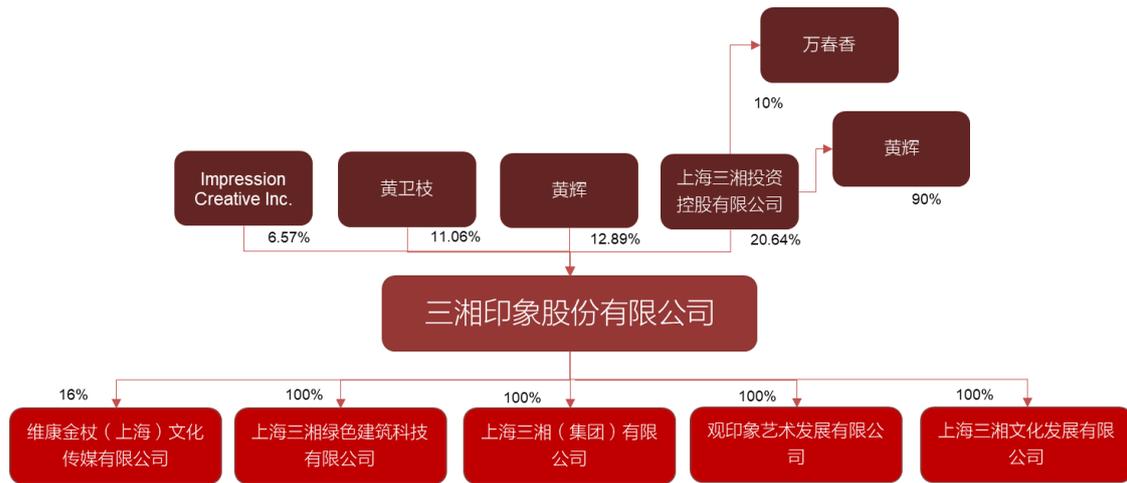
表 4：2019 年 5 月公司前十大股东持股比例

排名	股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
1	上海三湘投资控股有限公司	28308	20.64%
2	黄辉	17681	12.89%
3	黄卫枝	15161	11.06%
4	Impression Creative Inc.	9010	6.57%
5	上海观印向投资中心(有限合伙)	5605	4.09%
6	钜洲资产管理(上海)有限公司	3846	2.80%
7	李建光	3077	2.24%
8	芮永祥	3015	2.20%
9	兴业全球基金-上海银行-兴全定增 111 号特定多客户资产管理计划	2745	2.00%
10	上海中鹰投资管理有限公司	2056	1.50%
	合计	90505	66.00%

数据来源：wind，东方证券研究所

入股维康金杖，加强文旅产业园区发展。2018 年公司加大转型力度，加大资本投入，入股美国维亚康姆中国重要战略合作伙伴维康金杖，未来将与维康金杖在长三角地区共同打造多元化的休闲度假产品。2018 年 2 月，公司与维康金杖（上海）文化传媒有限公司签订《关于开展文化旅游相关领域投资的战略合作框架协议》，拟推动优秀旅游演艺项目的投资和管理；具有稀缺性特质的文旅项目的整体投资和运营；共同整合文旅项目和旅游演艺项目，深度挖掘用户资源，加强旅游地产方面的合作。

图 8：公司股东及控股子公司概况



数据来源：wind，东方证券研究所

实控人与高管持续增持，积极回购凸显信心。2015 年 7 月至 2019 年 1 月，公司共计发布 6 次实控人与高管增持计划，其中包括控股股东三湘控股、实际控制人黄辉和前任董秘、现任董事罗筱溪。其中实控人黄辉共计增持 8 次，合计 1041 万股，增持金额为 5976 万元，平均价格为 5.74 元/股。具体情况如下：

表 5：2015-2019 年公司共发布 6 次增持计划公告

日期	增持人员	职务	增持计划内容
2015.07.10	黄辉、其他董事及高管	实控人及董事、高管	若复牌后 6 个月之内股价低于 7.52 元/股，黄辉增持不超过 1 亿，其他董事高管也从二级市场增持
2017.05.10	黄辉	实控人、董事长	17 年 5 月 10 日起 6 个月内，以不超过 9 月/股的价格累计增持不低于 200 万股并不超过 2765.97 万股。（0.1446%-2%）
2017.07.17	三湘控股	控股股东	补充计划：6 个月内，三湘控股计划增持不低于 500 万股并不超过 2765.97 万股。（0.3615%-2%）
2017.12.14	黄辉	实控人、董事长	2017 年 12 月 14 日-2018 年 6 月 14 日，以不超过 9 月/股的价格累计增持不低于 500 万股，占当时总股本的 0.3619%；连续 12 个月内，三湘控股与黄辉合计增持数将不超过总股本的 2%
2018.06.16	黄辉	实控人、董事长	增持完毕
2018.07.03	罗筱溪	总经理兼董事会秘书	拟自 2018 年 7 月 3 日起 12 个月内，增持公司股份金额不低于 3300 万元，不超过 1 亿元。

2019.01.03	黄辉	实控人、董事长	原总经理兼董秘罗筱溪未实施完成的增持部分拟转移至黄辉，拟增持不低于1205万元，不高于7905万元。				
------------	----	---------	--	--	--	--	--

数据来源：公司公告，东方证券研究所，注：职务为增持行为发生当期增持人所处职务，部分增持人现下所处职务存在变更的情况。

表 6：2016-2019 年公司实控人、董事、高管增持情况

日期	增持人员	职务	增持数量 (万股)	增持金额 (万元)	增持均价 (元/股)	增持后持股数 (万股)	增持后持股比例 (%)
2016.01.28	许文智	董事、总经理	5	37	7.5	1003	1.05%
2016.01.28	肖欢天	副总经理	3	22	7.3	126	0.13%
2016.01.29	芮永祥	副董事长	15	113	7.5	15	0.02%
2016.02.29	陈劲松	董事	5	36	7.2	410	0.43%
2017.05.10	许文智	董事、总经理	12	86	7.1	966	0.70%
2017.05.10	徐玉	副总经理兼董秘	5	36	7.1	248	0.18%
	黄辉	实控人、董事长	72	507	7.1	16711	12.08%
2017.05.11	黄辉	实控人、董事长	50	363	7.3	16761	12.12%
2017.05.25	黄辉	实控人、董事长	27	193	7.2	16788	12.14%
2017.07.14	黄辉	实控人、董事长	52	377	7.2	16840	12.18%
	三湘控股	控股股东	204	1466	7.2	33182	23.99%
2017.09.06	黄辉	实控人、董事长	100	713	7.1	16940	12.26%
2017.12.19	黄辉	实控人、董事长	124	657	5.3	17064	12.35%
2018.01.31	黄辉	实控人、董事长	377	1943	5.2	17441	12.62%
2019.01.03	罗筱溪	原总经理、董秘	476	2095	4.4	476	0.35%
2019.05.13	黄辉	实控人、董事长	240	1223	5.1	17681	12.89%

数据来源：公司公告，东方证券研究所，

注：职务为增持发生当期增持人所处职务，与如今职务存在不同的可能性。持股比例为当下持股数量除以当下公司总股本，以公告披露为准。

同时公司于 2018 年 10 月发布以集中竞价方式回购公司股份的预案，拟不低于 1 亿元、不超过 2 亿元（含）回购公司股份，回购价格不超过 10 元/股。回购的股份拟用于实施员工持股计划或股权激励计划。回购期限自股东大会审议通过后不超过 7 个月。截至 2019 年 5 月 31 日，公司股份回购已实施完毕，累计回购股份 2083.77 万股，占总股本的 1.52%，共支付金额 1.02 亿元，平均回购成本为 4.89 元/股。

我们认为，公司管理层持续地增持以及通过自有资金不断回购的举措充分反应了他们对于公司未来成长的信心和坚定的信念，这也将有助于刺激公司的管理层和未来潜在被激励的对象能够更加聚焦在公司的业绩增长上，给股东增添信心。

表 7：2018-2019 年公司回购次数及情况

回购时间	累计回购 股数 (万股)	累计回购 金额 (万元)	最高成交 (元/股)	最低成交 (元/股)	均价 (元/股)	累计占总股本比例 (%)
2018.12.20	76	294	3.9	3.8	3.9	0.00
2018.12.28	194	761	4.0	3.8	3.9	0.00

2019.01.31	353	1386	4.0	3.8	3.9	0.00
2019.02.28	353	1386	4.0	3.8	3.9	0.00
2019.03.29	873	3904	5.1	3.8	4.5	0.01
2019.04.30	1220	5614	5.1	3.8	4.6	0.01
2019.05.09	1452	6740	5.1	3.8	4.6	0.01
2019.06.01	2084	10189	5.8	3.8	4.9	0.02

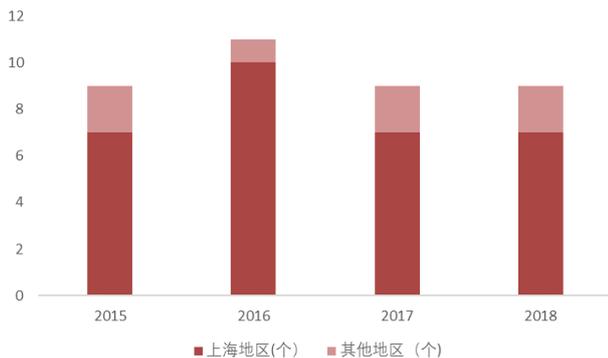
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2. 打造绿色智能生活服务，在手项目加速去化迎来增长拐点

2.1 项目区域结构不变，异地销售面积占比提升

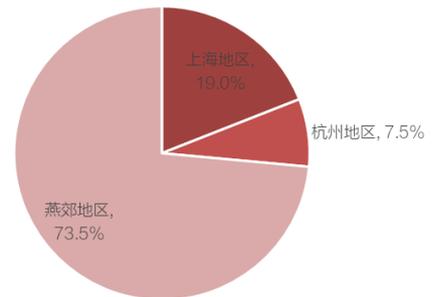
项目集中度较高，以上海为主，但从未销售面积来看异地占比大幅提升，有望成为未来地产板块主要收入来源。根据年报统计，2016 年公司共有 11 个在售或在拟建项目，其中 7 个来自上海，上海的未售面积占比为 100%。截至 2018 年 Q1，公司项目储备总建筑面积达 250.2 万平方米，未售面积达 160.2 万平方米，其中河北燕郊项目未售面积占比为 73.5%。我们认为，随着燕郊项目逐渐开售，异地销售占比将逐渐提升。

图 9：2016-2018 年公司项目区域集中于上海



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：2018 河北燕郊项目占未售项目面积比例已达 73.5%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2 全面推行绿色建筑，杭州、浦东项目销售火爆

美好生活与环保意识使人们对绿色建筑需求增加，公司始终坚持以绿色为主打特色。为应对能源危机、人口增长等问题，绿色、低碳等可持续发展理念在全球不断获得推广，公司以人、建筑和自然环境的协调发展为目标，注重提高建筑物资源利用效率，降低建筑对环境的影响，全面推行绿色建筑，坚持绿色、健康、智能的技术体系：被动节能、主动增能、健康智能，形成了在建筑节能、环保、雾霾防治、智能家居、运营管理等多方面行业领先的品质优势，引领绿色生活。

图 11：公司绿色建筑设计之一：光伏发电与建筑一体化



数据来源：公司公告，东方证券研究所

随着房地产整个行业升级的内在需要日益紧迫，同时资源节约型、环境友好型的绿色建筑在面向未来的文旅目的地建设中也更受青睐，因此从长期来看，公司在绿色科技地产领域发展前景良好。

图 12：公司拥有 16 大绿色地产科技系统



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司两个核心项目杭州海尚观邸与浦东前滩三湘印象名邸均位于核心区域，未来有望迅速去化。根据公司 18 年报披露，在售项目杭州海尚观邸拥有可供出售面积 12 万方，报告期末剩余可售面积为 11.8 万方，实际投资额 30 亿元，已接近预期总投资额，预计 19 年将陆续完成建设并实现销售。同时，浦东前滩三湘印象名邸项目规划建筑面积 5.4 万方，实际投资额 24 亿元，已超过预算总投资额，预计 19 年陆续完成建设并实现销售。杭州三湘海尚观邸住宅项目获国家健康建筑三星设计标识证书，这是三湘印象获得的第一个健康建筑三星项目。该项目也是全国为数不多的，同时获得《绿色建筑评价标准》《健康建筑评价标准》两项标准最高级“三星设计标识”建筑项目。

图 13：杭州三湘印象海尚观邸住宅项目获国家健康建筑三星设计标识证书



数据来源：公司官网，东方证券研究所

2019年，公司力争“三湘印象名邸（上海浦东）”项目实现销售、“海尚观邸（浙江杭州）”项目实现清盘，并提升公司其他存量项目的销售去化率。报告期内94.76亿元的存货，其中78.27%（约合74.17亿元）的待销售楼盘都是位于城市核心区域，或是国家级高新技术产业开发区。如：三湘印象名邸（上海浦东），处于浦东前滩（紧邻2010年世博会会址）核心区域；三湘海尚福邸（上海浦东）、三湘森林海尚城（河北燕郊）都在国家高新技术产业开发区内；截至2019年5月31日，三湘海尚福邸（上海浦东张江）在取得预售许可证后迅速售罄；海尚观邸（浙江杭州）已取得预售许可证也销售火爆，两个项目的存货销售了29.94亿元，存货周转速度已经得到迅速提升。目前公司正在加紧对其余项目预售许可证的申领工作。我们预计，随着预售许可证逐步发放，公司在售项目聚焦于核心区域，又带有绿色科技建筑设计标识，有望迎来加速去化，提升公司收入规模与利润体量。

2.3 河北燕郊推进加速，有望成为未来3年主要利润来源

“三湘森林海尚城（河北燕郊）”项目是公司另一个主打的绿色建筑。“三湘森林海尚城（河北燕郊）”总规划建筑面积117.93万平方米，可售面积90.41万平方米，预计总投资54.2亿元，平均开发成本约为6000元/平左右。公司于2011年10月31日通过公开招拍挂中标取得了位于燕郊高新区燕高北路两侧六宗国有建设用地使用权，并于2011年11月8日与三河市国土资源局签订《国有建设用地使用权出让合同》。六宗地块，宗地编号分别为YJ2011-014、YJ2011-015、YJ2011-016、YJ2011-017、YJ2011-018、YJ2011-019。目前，14号商服地块规划建筑面积15.76万平方米，其中4号楼、5号楼已主体结构封顶，1至3号楼正在全面施工；15号住宅地块规划建筑面积16.86万平方米，目前正在全面施工。16-19号住宅地块处于方案深化设计阶段和办理前期手续阶段。公司力争2019年14号与15号地块部分达到预售条件，早日实现销售。

燕郊房价企稳回升，有望实现快速去化。2019年7月，燕郊地区房价月均价为19336元/平，较18年年底上涨853元/平，提升4.6%，整体楼市回暖迹象明显。根据公司公告，预计燕郊项目售价为2.2万元/平米，可售面积为90.41万平米，我们预计未来几年公司有望实现燕郊项目快速去化，带来累计约18亿投资收益，成为房地产业务的主要利润来源。

图 14：2018.08-2019.07 燕郊房价均价走势



数据来源：房天下，东方证券研究所

燕郊区域地理位置优越，融合印象系列演艺，项目价值有望进一步提升。燕郊区域与北京城市副中心通州仅一河之隔，距离天安门直线距离35公里左右，相较其他环京片区，其地缘优势不言而喻。从

北京东大桥到北京平谷区地铁 22 号线正在建设之中，该项目离最近的规划地铁站点约为 2 公里。随着京津冀一体化推进速度的加快，燕郊高新区未来将成为环首都地区新兴区域中心城市，燕郊项目价值将进一步提升。张艺谋先生为了创新艺术，将建筑、文化、人居凝固为艺术，而成为森林海尚的股东之一，亲自为该项目设计了整体规划方案，并设想亲自在森林海尚导演一台“印象系列”的演艺作品，实现艺术、建筑的完美融合。

图 15：燕郊区域位置优越，与北京城市副中心通州仅一河之隔



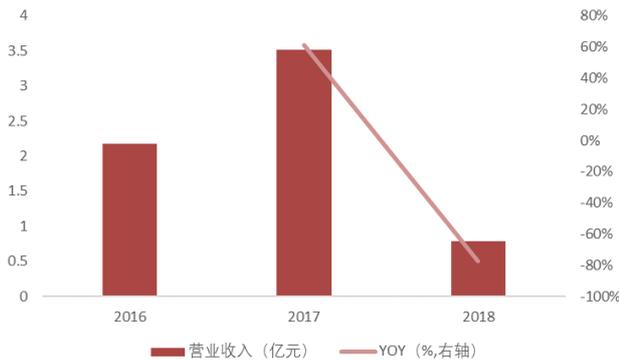
数据来源：网络图片，东方证券研究所

3. 打造“国内高端文化旅游演艺内容创制机构”，加大文创地产拓展力度

3.1 业绩承诺未达成，计提商誉减值 11.5 亿

2018 年计提商誉减值，观印象股东作出补偿。2018 年，观印象实现营业收入 7880 万元，净利润 3618 万元，扣非净利润 2800 万元，未完成业绩承诺，公司因此对其进行了商誉减值计提共计 11.5 亿元，而观印象股东根据协议补偿 6.4 亿元。公司收购观印象时，其股东作出了业绩承诺，承诺观印象 2015-2018 年度实现的扣除非经常性损益前后归母的净利润分别不低于 1/1.3/1.6/1.63 亿元，而根据公告显示，观印象 2015-2018 年实现的扣非净利润为 1.02/1.25/1.3/0.28 亿元，连续 3 年未完成业绩承诺。

图 16: 2016-2018 年观印象营业收入情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 17: 2015-2018 年观印象业绩承诺与实际完成情况对比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

旅游行业增速放缓、地方政府投资意愿降低、签约项目数量降低是观印象低于预期的主要原因。2013-2017 年，我国旅游演艺行业快速发展，演艺节目台数从 187 台增加到了 268 台，增长了 43%；旅游演艺观众人数从 2,789 万人次增加到 6,821 万人次，增长了 145%；旅游演艺票房收入从 22.6 亿元增长到 51.5 亿元，增长了 128%，但 2018 年增速出现了放缓。同时，随着国家持续加强地方政府性债务管理，政府投资意愿降低。由于观印象主营的文旅项目的投资主体大多为地方政府背景的投资平台，宏观环境变化对观印象业务发展的影响较大，导致观印象 2018 年签约数量和在手项目数量下降。

除了 2018 年业绩低于预期以外，2016-2017 年观印象的业绩承诺虽然没有完成，但利润水平与承诺值十分接近。我们认为主要是由于一些非经常性因素导致。具体来看，2016 年度，筹办杭州 G20 峰会的演出导致《印象西湖》2016 年度全年停演，造成当年未取得观印象门票分成和维护费（约 500 万元），从而导致当期业绩略低于承诺业绩。杭州印象西湖文化发展有限公司于 2015 年 11 月停演《印象西湖》，并于 2017 年 5 月以改版后的演出项目《最忆是杭州》正式对外公演。2017 年度，桂林广维文华旅游文化产业有限公司破产重整造成观印象艺术发展有限公司确认长期股权投资减值损失 4712 万元。

3.2 国内文化旅游演艺平台头部企业，制作收入是主要来源

公司文化板块主要以观印象艺术发展有限公司为业务平台，以打造“国内高端文化旅游演艺内容创制机构”为主航道。观印象以“讲好中国故事、展示文化魅力、助推区域发展”为愿景，致力于旅游文化演艺的策划、创意、制作和投资业务，是目前国内最负盛名、最为成功的文化演出编创和版权运营机构之一。目前，观印象的旅游文化演艺产品涵盖山水实景演出和情境体验剧两大类型，拥有“印象”、“又见”、“最忆”、“归来”四大演出品牌系列，目前已公演以及制作、签约项目累计达到 17 个。经典代表作有 G20 峰会文艺演出《最忆是杭州》、中国第一部山水实景演出《印象刘三姐》、中国第一部室内情景体验剧《又见平遥》、中国第一部漂移式多维体验剧《知音号》、国家“一带一路”倡议下首个丝路文旅项目《又见敦煌》以及首个走出国门的海上丝路文旅项目《又见马六甲》等。

图 18：观印象文旅演艺品牌系列



数据来源：公司公告，东方证券研究所

观印象目前的盈利模式为“演出创作”+“知识产权许可”+“股东权益分红”模式，主要收入来源于演出艺术创作、内容维护、演出票务分成以及股东权益分红等。

表 8：观印象盈利模式

收入来源	收入类型	盈利模式
演出创作	固定收入	观印象与演出投资方达成演出项目制作的意向后，即与之签订《合作框架协议》，在景区当地成立演出项目公司。项目公司由投资方控股，观印象一般持有少数股权。除按照为演出提供的整体创作收取固定的制作费用外，观印象还会就项目制作中提出的其他类建议、咨询服务收取服务费，服务费按项目制作总开支的一定比例一次性收取。

维护收入	按合同约定收取	演出公演后，观印象创作团队会定期到演出现场对项目进行维护，并按照约定向项目公司收取维护费用。
票房收入	票房分成	观印象一般在与投资运营方签订的《合作框架协议》中约定，演出项目版权归观印象所有。在演出制作完成后，观印象不参与演出项目的实际运营，而是授权演出项目公司运营该项目的演出工作。作为知识产权许可的回报，观印象享有每年票务销售收入的一定比例作为“版税”。
其他收入	旅游纪念品收入分成	根据销售收入按比例分成收取。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

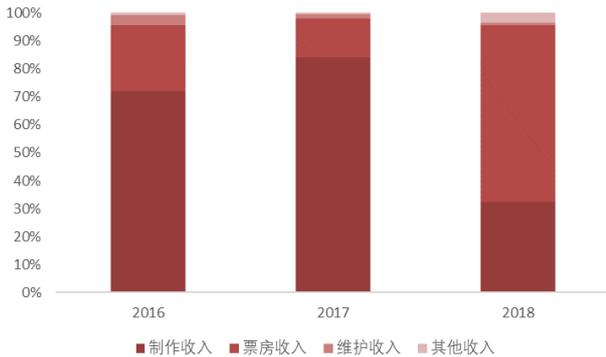
制作收入与票房收入为观印象主要收入来源。2017年，观印象共实现营业收入3.5亿元，其中制作收入3亿元，票房收入4800万元，这两项收入占总收入的98%以上。过去三年，票房收入规模较为稳定，平均收入在5000万元上下，而制作收入的波动较大。制作收入的高低与当年制作的项目数量和-content相关。2018年，观印象制作收入增速出现放缓，主要原因是其文旅项目投资主要以地方政府投资为主导，受到去杠杆政策影响，地方政府投资意愿有所降低，导致签约数量和在建项目数量下降。

表 9：2016-2018 制作收入变化与项目数量相关

年份	制作收入 (万元)	项目	年末应 收款项	应收款项收回情况
2016	15696	《最忆韶山冲》、《归来遵义·长征之路》、《归来三峡》		当年全部收回
2017	29584	《印象太极》、《最忆韶山冲》、《印象滇池》、《最忆是杭州》	5693	《印象太极》项目应收款项 5,000 万元和《最忆是杭州》项目应收款项 693 万元于 2018 年收回，其余当年全部收回
2018	2563	《归来三峡》		当年全部收回

数据来源：公司公告，东方证券研究所

收入结构短期变动，长期稳定，轻资产模式享受高利润率。受到18年签约与在建项目数量下降影响，票房收入的占比提升至63%。我们认为，随着未来签约项目不断推进并趋于稳定后，制作收入与票房收入的占比将回归正常状态，制作收入仍然是观印象的主要收入来源。由于公司属于轻资产创作类型公司，2016年，观印象毛利率高达88%，净利率高达59%。由于创作型的项目具备一定独特性，每个项目成本并非完全一致，因此近几年毛利率出现微波波动，但随着后期项目逐渐增加，利润率波动将减小，毛利率与净利率有望趋于稳定区间。

图 19：2016-2018 年观印象收入结构变化（%）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 20：2016-2018 年观印象毛利率与净利率（%）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

未来包括《最忆韶山冲》、《印象太极》、《印象滇池》、《归来遵义·长征之路》、《腾冲火山》等签约项目将持续加速推进，有望早日实现公演。2004 年，由张艺谋牵头，三位导演共同创作的中国第一场大型山水实景演出——《印象·刘三姐》正式公演。《印象刘三姐》从一炮打响到长演不衰，不仅为当地带来了可观的经济收益，更是广西一张亮丽的旅游名片，名扬四海。《印象刘三姐》的横空出世，至此改变了国人传统的旅游习惯，让游客在游乐的同时，获得了艺术享受，感受到了中国优秀文化的魅力，丰富了旅游的内涵。

图 21：《印象刘三姐》


数据来源：公司公告，东方证券研究所

观印象以合作分成为主，宋城演艺独立运营管理。目前国内的旅游演艺公司以宋城演艺和观印象为代表，而这两家的模式又各有不同。观印象以轻资产为主，演出场地多数为室外，收入主要依靠制作与票房分成。而宋城演艺自己独立投资、独立建景，演出场地多数为室内，景区旅客流转化率较高。

表 10：观印象与宋城演艺模式比较

比较维度	宋城演艺	观印象
商业模式	以重资产为主，独立运营管理，自建场景、自制内容和自主营销	以轻资产为主，与当地投资方合作，负责创作和剧目维护
投资规模	国内自主投资 5-8 亿元，国外预计 20 亿	国内自主投资 3-5 个亿

现有项目	杭州、三亚、丽江、九寨、漓江千古情	印象刘三姐、印象丽江、印象普陀、印象大红袍、又见平遥、又见五台山、又见敦煌、又见马六甲、归来三峡、最忆是杭州、知音号
筹备项目	张家界、西安、上海千古情、澳洲传奇	最忆韶山冲、归来遵义-长征之路、印象滇池、印象太极、腾冲火山
收入构成	主要来源于门票收入	制作收入、票房分成、维护收入
成本构成	主要来源于运营维护、宣传、培训等	创作成本、核心团队成本
客户结构	以旅行团为主，占60%左右	以旅行团为主，占90%左右
优势比较	营销推广、自主经营+演艺	创新性强，以轻资产为主
劣势比较	资产较重，投资回收期较长	项目制作量依赖于签约数量

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.3 入股维康金杖打造休闲度假产品，加注文旅产业园区

签订战略合作协议，出资3亿收购维康金杖。2018年2月6日，三湘印象与维康金杖签订了《关于开展文化旅游相关领域投资的战略合作框架协议》。双方结成战略合作关系，将就各自的自有或获得合法授权的IP和资源，如三湘印象的“印象”、“又见”、“最忆”及“归来”演艺品牌以及维康金杖获得合法授权的“尼克乐园项目”等主题公园项目展开多维度合作。框架协议同时约定，后续根据双方合作的具体事宜，涉及具体合作项目、合作方式、合作金额等内容，另行签署正式协议予以明确。2018年12月28日，三湘印象与维康金杖及其相关股东方徐洪、上海金杖投资管理合伙企业（有限合伙）签署《合作协议》，拟出资3亿元收购维康金杖16%股权，成为维康金杖第二大股东。截至2019年一季度末，三湘印象已完成全部3亿元出资。

未来三湘印象将与维康金杖在长三角地区展开合作，共同打造以文创产业为核心的国际旅游度假区和相关休闲度假产品，推动地区文化旅游产业升级。维康金杖（上海）文化传媒有限公司成立于2016年8月，注册资本金15亿元。维康金杖是美国维亚康姆在中国的重要战略合作伙伴，2017年8月维康金杖取得美国维亚康姆在中国江浙沪区域内以文创产业为核心国际旅游度假区和相关产业唯一授权。入股维康金杖，是公司“文化+地产”转型道路上对文化旅游演艺事业的战略布局，是继公司收购国内文旅演艺IP“观印象”后，寻求全球知名文娱IP合作的又一战略举措。维康金杖的相关文旅产品，包括尼克主题公园、主题酒店、主题商业和MTV流行音乐小镇以及动漫产业、文旅地产等多种业态，目前在长三角地区的杭州、南京、苏州等地洽谈项目落地。

表 11：维康金杖在手项目内容与进展

项目名称	项目内容与进度
杭州室内主题乐园项目	项目位于杭州，已经和政府沟通完成概念方案，签订意向投资协议，目前和政府谈判土地出让的具体条件
南京室内主题乐园项目	位于南京江北新区，在政府的招商大会上签订了意向协议，和政府沟通了两轮方案，目前在等待政府的土地指标落实，然后再能进一步谈判土地出让条件
苏州周庄项目	向政府汇报了多次方案，但是由于土地用地规模比较大，目前还在继续等待政府土地指标的落实

数据来源：公司公告，东方证券研究所

除了维康金杖外，公司仍在其他项目上进行文旅地产的拓展。2016 年以来，上市公司已先后接洽文旅地产项目数十个，仅 2018 年度，公司就正式接触了 16 个文旅地产项目（浙江省 6 个，江苏省 4 个，四川、福建省各 2 个，贵州、江西省各 1 个），其中 12 个项目完成了区位分析与项目定位，5 个项目完成初期策划方案，浙江海宁盐官古城与江苏扬州瘦西湖 2 个项目与当地合作方签订了初步战略意向协议，目前尚未落实明确的旅游景区的商业配套开发等文旅地产项目机会。注资华人文化二期（上海）股权投资中心，并通过该基金完成丝芭传媒、笑果文化等多个文娱行业项目的投资，目前该基金运作情况正常，但投资周期相对较长，目前尚未进行收益分配。

赋予地产项目独特的艺术人文属性。在经营地产主业中，公司持续深化构建艺术人文居住氛围的营造，将观印象带来的文化气质与公司优质地产项目有机结合，如近期在杭州三湘印象森林海尚项目举办了《海尚音乐走廊》印象系列音乐会等。我们认为，随着公司文化业务不断发展，未来有望通过地产+文化协同实现向文旅产业园区转型的加速，从而保持收入与利润的持续增长。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于房地产业务，18 年的销售增加致使 19 年的结算收入出现大幅增长。同时我们预测 19 年三湘海尚福邸（浦东张江）、海尚观邸（杭州）项目实现大幅销售增长，三湘印象名邸（浦东前滩）项目 19 年拿到预售证，20 年实现大幅销售增长。而河北燕郊项目未来也将实现销售大幅增长，我们假设利润最终体现在投资收益中我们假设文化板块业务的收入贡献主要来源于观印象，收入的增长来源于项目制作数量的增加，进而使得制作收入增加，票房收入维持稳定。
- 2) 公司 19-21 年毛利率分别为 52.5%、51.3% 和 52.8%。由于杭州、崇明、浦东前滩项目的毛利率较高，未来占结算收入的比重逐年提升，因此毛利率将维持较高水平。
- 3) 公司 19-21 年销售费用率为 2.6%、3.4% 和 3.5%，管理费用率为 10.6%、10.3% 和 10.3%。
- 4) 公司 19-21 年的所得税率维持 25%。

收入分类预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
房地产					
销售收入（百万元）	1,945.9	1,407.3	4,208.5	4,959.4	4,291.9
增长率	-69.6%	-27.7%	199.0%	17.8%	-13.5%
毛利率	31.2%	40.8%	53.3%	52.0%	53.8%
文化行业					
销售收入（百万元）	349.0	75.9	218.6	153.5	136.5
增长率	80.6%	-78.2%	187.9%	-29.8%	-11.1%
毛利率	62.7%	55.6%	55.0%	54.0%	53.0%
建筑施工					
销售收入（百万元）	89.4	76.7	84.4	92.8	102.1
增长率	168.7%	-14.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	10.5%	29.4%	30.0%	30.0%	30.0%
房屋租赁					
销售收入（百万元）	38.6	31.6	34.7	38.2	42.0
增长率	15.7%	-18.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	49.7%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	51.0	41.5	47.1	47.1	45.2
增长率	12.5%	-18.6%	13.4%	-0.1%	-3.9%
毛利率	5.1%	24.9%	24.3%	24.3%	24.5%
合计	2,473.9	1,633.0	4,593.3	5,291.0	4,617.8
增长率	-63.1%	-34.0%	181.3%	15.2%	-12.7%
综合毛利率	34.7%	40.4%	52.5%	51.3%	52.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

首次覆盖给予买入评级，给予目标价 6.02 元。我们预测公司 2019-2021 年每股 EPS 为 0.86/0.96/1.03 元，短期参考可比公司平均估值，给予 19 年 7 倍 PE，对应目标价 6.02 元，给予买入评级。选取的可比公司均为上海本地地产股，具备一定的可比性。

表 12：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2019/7/26	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E
光大嘉宝	600622	4.69	0.59	0.72	0.86	0.90	7.98	6.47	5.47	5.21
光明地产	600708	5.61	0.64	0.76	0.93	1.13	8.82	7.35	6.05	4.95
世茂股份	600823	4.06	0.64	0.73	0.87	1.07	6.34	5.53	4.65	3.79
中华企业	600675	5.14	0.43	0.49	0.56	0.69	12.09	10.43	9.21	7.43
金科股份	000656	6.47	0.73	1.00	1.30	1.65	8.89	6.49	4.96	3.92
	最大值						12.09	10.43	9.21	7.43
	最小值						6.34	5.53	4.65	3.79
	平均数						8.82	7.25	6.07	5.06
	调整后平均						8.56	6.77	5.50	4.69

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

1. 房地产业务低于预期

我们预计公司的房地产业务将于 19 年开始实现快速增长，核心贡献来源于杭州、浦东前滩和燕郊项目。上述 3 个项目未来 3 年的销售占比较高，存在部分项目销售低于预期，或房价低于预期的可能，同时存在因交房时间晚于预期导致结算金额低于预期的风险，进而存在房地产业务的收入和利润低于预期的风险。由于结算进度存在不确定性，会导致存在收入低于预期的风险。

2. 拿地节奏存在影响未来业绩持续性的风险

我们预计公司未来能够通过新增土地储备实现收入与利润的持续增长，未来若拿地节奏较慢，则存在业绩阶段性下滑的风险。

3. 文化行业业务低于预期

由于文化行业收入与旅游行业的景气度相关较高，未来存在旅游行业景气度下行，导致文化行业收入低于预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

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	437	681	4,215	4,290	3,606	营业收入	2,474	1,633	4,593	5,291	4,618
应收账款	159	71	200	231	201	营业成本	1,616	973	2,182	2,577	2,179
预付账款	8	72	202	233	203	营业税金及附加	101	53	315	396	356
存货	9,542	9,476	7,424	9,019	8,715	营业费用	46	43	118	178	160
其他	99	1,046	1,728	1,755	1,729	管理费用	149	168	485	547	478
流动资产合计	10,246	11,347	13,769	15,527	14,455	财务费用	133	174	303	285	223
长期股权投资	404	393	393	393	393	资产减值损失	52	1,244	0	0	0
固定资产	47	44	35	26	18	公允价值变动收益	0	644	228	0	0
在建工程	0	1	19	36	50	投资净收益	(16)	18	66	375	587
无形资产	510	221	226	231	235	其他	0	1	1	1	1
其他	1,863	1,036	906	905	903	营业利润	361	(359)	1,486	1,684	1,808
非流动资产合计	2,824	1,695	1,578	1,591	1,599	营业外收入	35	25	30	30	30
资产总计	13,070	13,042	15,347	17,118	16,055	营业外支出	2	5	5	5	5
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	394	(339)	1,511	1,709	1,833
应付账款	369	244	548	647	547	所得税	170	160	378	427	458
其他	1,753	3,644	4,497	4,847	4,509	净利润	225	(499)	1,133	1,282	1,375
流动负债合计	2,121	3,888	5,044	5,494	5,056	少数股东损益	(40)	(43)	(40)	(40)	(40)
长期借款	3,844	3,399	3,399	3,399	1,399	归属于母公司净利润	265	(456)	1,174	1,322	1,415
应付债券	587	0	0	0	0	每股收益(元)	0.19	-0.33	0.86	0.96	1.03
其他	165	181	229	229	229						
非流动负债合计	4,596	3,580	3,627	3,627	1,627						
负债合计	6,718	7,468	8,672	9,121	6,683						
少数股东权益	(36)	(79)	(119)	(159)	(199)	主要财务比率					
股本	1,382	1,371	1,371	1,371	1,371	成长能力					
资本公积	3,192	3,194	3,163	3,202	3,202	营业收入	-63.1%	-34.0%	181.3%	15.2%	-12.7%
留存收益	2,317	1,590	2,763	4,085	5,500	营业利润	-71.5%	-199.2%	514.5%	13.3%	7.4%
其他	(503)	(502)	(502)	(502)	(502)	归属于母公司净利润	-62.4%	-271.8%	357.6%	12.6%	7.1%
股东权益合计	6,352	5,574	6,676	7,997	9,372	获利能力					
负债和股东权益总计	13,070	13,042	15,347	17,118	16,055	毛利率	34.7%	40.4%	52.5%	51.3%	52.8%
						净利率	10.7%	-27.9%	25.5%	25.0%	30.6%
						ROE	4.2%	-7.6%	18.9%	17.7%	16.0%
						ROIC	2.5%	-2.4%	12.0%	11.9%	11.9%
						偿债能力					
						资产负债率	51.4%	57.3%	56.5%	53.3%	41.6%
						净负债率	78.5%	78.7%	12.8%	9.7%	0.0%
						流动比率	4.83	2.92	2.73	2.83	2.86
						速动比率	0.33	0.48	1.26	1.18	1.14
						营运能力					
						应收账款周转率	21.9	14.2	33.8	24.5	21.4
						存货周转率	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2
						总资产周转率	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3
						每股指标(元)					
						每股收益	0.19	-0.33	0.86	0.96	1.03
						每股经营现金流	-1.86	1.25	3.01	0.00	0.71
						每股净资产	4.66	4.12	4.96	5.95	6.98
						估值比率					
						市盈率	27.1	-15.8	6.1	5.4	5.1
						市净率	1.1	1.3	1.1	0.9	0.8
						EV/EBITDA	17.3	-52.1	5.3	4.8	4.7
						EV/EBIT	19.3	-51.7	5.3	4.9	4.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

