

三湘印象

000863

审慎增持 (维持)

地产预售款大增业绩有保障，观印象平稳过渡积极求发展

2020年04月28日

市场数据

市场数据日期	2020-04-27
收盘价(元)	4.13
总股本(百万股)	1371
流通股本(百万股)	1184
总市值(百万元)	5663
流通市值(百万元)	4891
净资产(百万元)	5854.30
总资产(百万元)	12830.90
每股净资产	4.27

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1987.58	2188.72	2589.70	3228.06
同比增长(%)	21.71%	10.12%	18.32%	24.65%
净利润(百万元)	282.09	239.75	253.68	352.82
同比增长(%)	-38.09%	-15.01%	5.81%	39.08%
毛利率(%)	36.37%	36.80%	37.90%	38.70%
净利润率(%)	14.2%	11.0%	9.8%	10.9%
净资产收益率(%)	4.82%	3.87%	3.95%	5.21%
每股收益(元)	0.21	0.17	0.19	0.26
每股经营现金流(元)	1.66	2.17	-0.53	1.05

投资要点

事件：公司公告 2019 年报及 2020 一季报，2019 年度实现营收 19.88 亿元/+21.71%，归母净利润 2.82 亿元，去年同期因商誉减值等影响亏损 4.56 亿元，扣非归母净利润 1.66 亿元，经营净现金流 22.75 亿元/+32.52%，EPS 为 0.21 元/股；2020Q1 实现营收 3.72 亿元/-71.51%（其中观印象创作收入 1.2 亿元），扣非归母净利润 5,751 万元/-72.23%，主要因本期地产收入结算影响。

点评：

地产业务主打绿色科技，核心布局重点城市圈，观印象业绩承诺期后平稳过渡。公司坚持“加快发展文化产业，稳步发展房地产业，推动两大产业协同发展”的战略，明确绿色科技地产与文化精品 IP 双向赋能的发展思路；公司地产业务小而精，打造了行业内极具影响力的产品体系，目前地产主要在上海、杭州市及环京区域，19 年无新增土地储备，地产将积极参与长三角、京津冀和粤港澳大湾区三大城市群开发建设，深耕一线，目前在手合同负债 33 亿及燕郊剩余 85 万方可开发面积为地产业务奠定良好基础；观印象平稳完成业绩承诺期后的过渡，2019 年新签约一个，与张艺谋导演和樊跃导演签署了项目服务合同，并与王潮歌导演就部分已公演项目的维护服务工作及新项目合作进行了磋商；地产项目在上海地区结算增加下收入增长 27%，毛利率下滑 3.13pp，观印象收入 7,583 万元/-3.29%，毛利率下降 10.98pp，净利润 3,798 万元/+5%，净利率 50%，同比提升 4pp。

观印象品牌优势显著，公司积极求变。观印象拥有“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 18 个，目前在演项目 12 个，制作中 4 个，签约 2 个；观印象目前的盈利模式为“演出创作”+“知识产权许可”+“艺术团运营管理”+“股东权益分红”模式，此前主要以演出创作为主，目前正积极向运营管理进行延伸，在归来三峡项目上已取得一定成效，其中，演出制作收入和票务分为仍为观印象核心收入来源；相比同行竞争对手，观印象拥有强品牌优势，但由于此前轻资产运营模式，对项目运营掌控较低，缺乏项目运营方面的经验，各个项目方由于不同的投资和运营主体难以形成统一的运营平台、品牌形象和营销，同时，公司核心收入对一次性创作的依赖较大，持续性的收入依赖各个项目表现，而目前传统项目成长乏力，公司积极谋取变化，加强对项目持股比例提升及对演出、运营方面的渗透；此外，在文旅产业方面，公司积极参投产业基金及入股美国维亚康姆中国重要战略合作伙伴维康金杖，提升文旅方面布局并积累相关经验和项目储备。

盈利预测及投资建议：地产业务小而精区域品牌力强，深耕长三角、京津冀、粤港澳大湾区，优质的土地储备和较低的拿地成本，高 NAV 为公司提供安全边际；同时，观印象进入资本市场后有望在管理机制和市场化运作方面得到改善，被收购后新增项目明显提速，后续轻重结合以及与地产业务的协同值得期待；预计 20-22 年 EPS 分别为 0.17/0.19/0.26 元/股，4 月 27 日收盘价估算 PE 分别为 24/22/16 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：业务协调不及预期，地产和文化行业系统性风险，文化旅游拓展及发展不及预期，公司治理风险。

相关报告

分析师：

熊超

xiongchao@xyzq.com.cn

S0190517080005

团队成员：

刘嘉仁：liujr@xyzq.com.cn

熊超：xiongchao@xyzq.com.cn

代凯燕：daiky@xyzq.com.cn

王越：wangyue94@xyzq.com.cn

wangyue94@xyzq.com.cn

附表

资产负债表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
单位:百万元				
流动资产	10875	8239	7982	8137
货币资金	655	3569	2112	2989
交易性金融资产	719	360	420	450
应收账款	97	108	125	157
其他应收款	39	66	74	89
存货	9165	3970	4825	4195
非流动资产	1952	2717	2619	2555
可供出售金融资产	0	18	15	14
长期股权投资	724	561	587	601
投资性房地产	418	435	431	430
固定资产	59	101	47	49
在建工程	0	3	5	5
油气资产	0	0	0	0
无形资产	193	139	77	18
资产总计	12827	10956	10601	10692
流动负债	4306	2244	2126	2196
短期借款	100	100	100	100
应付票据	6	8	9	11
应付账款	216	187	195	228
其他	3985	1949	1822	1857
非流动负债	2821	2715	2217	1817
长期借款	2634	2534	2034	1634
其他	187	181	183	183
负债合计	7127	4959	4343	4013
股本	868	868	868	868
资本公积	3207	3207	3207	3207
未分配利润	1643	1867	2078	2391
少数股东权益	-150	-195	-160	-90
股东权益合计	5700	5996	6258	6679
负债及权益合计	12827	10956	10601	10692

现金流量表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	282	240	254	353
折旧和摊销	56	68	84	30
资产减值准备	15	2	5	7
无形资产摊销	33	27	25	27
公允价值变动损失	-71	0	0	12
财务费用	108	126	111	93
投资损失	-23	-0	-0	-0
少数股东损益	-71	-45	35	70
营运资金的变动	2065	2548	-1202	885
经营活动产生现金流	2275	2975	-730	1446
投资活动产生现金流	73	-518	-29	5
融资活动产生现金流	-2375	456	-698	-574
现金净变动	-26	2914	-1457	877
现金的期初余额	681	655	3569	2112
现金的期末余额	655	3569	2112	2989

利润表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
单位:百万元				
营业收入	1988	2189	2590	3228
营业成本	1265	1383	1608	1979
营业税金及附加	100	109	129	161
销售费用	113	109	129	161
管理费用	187	199	225	271
财务费用	106	126	111	93
资产减值损失	0	15	12	10
公允价值变动	71	0	0	12
投资收益	23	0	0	0
营业利润	299	247	374	565
营业外收入	47	34	38	38
营业外支出	0	5	5	6
利润总额	345	276	407	597
所得税	134	81	119	174
净利润	211	195	289	423
少数股东损益	-71	-45	35	70
归属母公司净利润	282	240	254	353
EPS(元)	0.21	0.17	0.19	0.26

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	21.7%	10.1%	18.3%	24.7%
营业利润增长率	-16.6%	-17.4%	51.6%	50.8%
净利润增长率	-38.1%	-15.0%	5.8%	39.1%
盈利能力(%)				
毛利率	36.4%	36.8%	37.9%	38.7%
净利率	14.2%	11.0%	9.8%	10.9%
ROE	4.8%	3.9%	4.0%	5.2%

偿债能力(%)				
资产负债率	55.6%	45.3%	41.0%	37.5%
流动比率	2.53	3.67	3.76	3.71
速动比率	0.40	1.90	1.49	1.80
营运能力(次)				
资产周转率	15.4%	18.4%	24.0%	30.3%
应收帐款周转率	1937.6	1754.0	1848.5	1891.4
每股资料(元)				
每股收益	0.21	0.17	0.19	0.26
每股经营现金	1.66	2.17	-0.53	1.05
每股净资产	4.16	4.37	4.56	4.87
估值比率(倍)				
PE	20.1	23.6	22.3	16.0
PB	1.0	0.9	0.9	0.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，并应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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn