

三湘印象 (000863.SZ)

"文化+地产"双轮驱动, 新项目快速推进带来发展新契机

公司是国内领先的文旅及地产企业。公司成立于1996年, 2012年借壳上市, 2015年收购观印象。公司目前已形成"文化+地产"双主业驱动, 是国内高艺术水准文旅演出创作和版权运营机构, 拥有"印象"等高端演艺品牌及花城系列、海尚系列、印象系列等地产产品。

收入以房地产为主, 文化演艺为辅, 实际控制人为黄辉。2019年公司营收19.9亿元, 同比+21.7%; 净利润2.11亿元, 去年同期亏损4.99亿元。收入构成中, 房地产/文化演艺分部收入分别为19.12/0.76亿元, 占比为96.2%/3.8%; 净利润为1.95/0.16亿元, 占比为92.4%/7.6%; 黄辉为公司目前的实际控制人, 直接+间接控制公司合计44.3%的股权。

旅游演艺业务背靠张艺谋等知名导演背书, 在国内处于领先地位。公司目前旗下共有18个演艺项目, 拥有"印象"、"又见"、"最忆"及"归来"等旅游演艺产品, 是国内最早开展旅游演艺的企业之一。2018年公司演艺项目票房总计8亿元, 市占率13.6%, 在国内排名第二。目前公司的演艺项目以轻资产为主, 收入主要来自于项目的制作费和票房分成, 2017/2018/2019年公司文化演艺收入分别为3.49/0.76/0.73亿元, 其中票房分成分别为0.49/0.50/0.54亿元。

房地产业务定位精品化项目, 主要布局长三角、京津冀和珠三角周边。截止2019年底, 公司在售项目6个, 合计可售面积23.8万平方米, 均价38872元/平米; 待售项目3个, 预计可售面积36万平, 预计均价17498元/平米; 土地储备4块地, 合计可开发建筑面积85.32万平, 预计均价24000元/平米。公司项目定位于改善型中高端绿色住宅, 项目主要布局长三角、京津冀和珠三角周边, 具有较高的安全边际。

盈利预测、估值与投资建议: 给予"增持"评级。我们预测公司20/21/22年归母净利润分别为5.2/9.2/7.9亿元, EPS分别为0.38/0.67/0.57元。考虑到公司地产与文化业务具有较大差异, 采用分部估值法较为合适。由于地产业务的收入和利润不能保证与会计年度一致, 因此使用NAV估值法, 以6.84%的WACC为折现率计算, 目前地产部分NAV估值为61亿元; 旅游演艺部分由于具有较好的成长性与盈利能力的可持续性(票房分成), 参照可比公司宋城演艺, 依照观印象19年净利润0.38亿元计算, 我们认为观印象合理估值为9.5亿元, 对应PE为25倍。综上我们认为公司的合理市值为70.5亿元, 2020年目标价5.14元。

风险提示: COVID-19疫情影响超过预期风险、项目建设不及预期风险、地产市场下行风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,633	1,988	4,208	7,824	6,679
增长率 yoy (%)	-34.0	21.7	111.7	86.0	-14.6
归母净利润(百万元)	-456	282	521	920	785
增长率 yoy (%)	-271.8	-161.9	84.6	76.7	-14.7
EPS 最新摊薄(元/股)	-0.33	0.21	0.38	0.67	0.57
净资产收益率(%)	-8.9	3.7	8.0	11.8	9.4
P/E(倍)	-12.5	20.3	11.0	6.2	7.3
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7

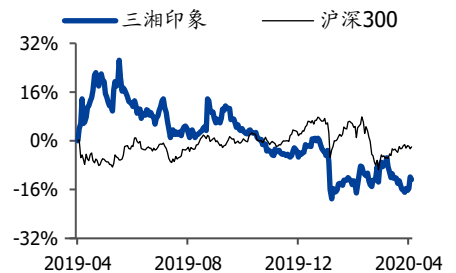
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

增持(首次)

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	
最新收盘价	4.13
总市值(百万元)	5,663.35
总股本(百万股)	1,371.27
其中自由流通股(%)	86.36
30日日均成交量(百万股)	2.49

股价走势



作者

分析师 张泽

执业证书编号: S0680520010002

邮箱: zhangze@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11347	10875	15828	16420	13659
现金	681	655	790	1008	334
应收票据及应收账款	71	97	259	403	162
其他应收款	63	39	177	224	118
预付账款	72	45	203	259	135
存货	9476	9165	13525	13653	12036
其他流动资产	983	874	874	874	874
非流动资产	1695	1952	2423	2881	3099
长期投资	393	724	1051	1376	1706
固定资产	44	59	121	167	82
无形资产	221	193	249	316	279
其他非流动资产	1038	975	1002	1022	1032
资产总计	13042	12827	18250	19301	16757
流动负债	3888	4306	8773	9249	7352
短期借款	0	100	0	0	620
应付票据及应付账款	252	222	714	1221	463
其他流动负债	3636	3985	8060	8028	6268
非流动负债	3580	2821	2776	2598	1327
长期借款	3399	2634	2589	2411	1140
其他非流动负债	181	187	187	187	187
负债合计	7468	7127	11550	11847	8679
少数股东权益	-79	-150	-172	-270	-344
股本	868	868	1371	1371	1371
资本公积	3202	3207	3207	3207	3207
留存收益	1590	1876	2291	2942	3586
归属母公司股东权益	5653	5850	6873	7724	8423
负债和股东权益	13042	12827	18250	19301	16757

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1717	2275	8	841	261
净利润	-499	211	498	822	711
折旧摊销	23	56	15	38	48
财务费用	174	106	253	228	227
投资损失	-18	-23	-8	-8	-14
营运资金变动	1425	2065	-572	-15	-431
其他经营现金流	613	-139	-179	-224	-280
投资活动现金流	-435	73	-298	-264	28
资本支出	57	14	144	133	-112
长期投资	-396	23	-326	-328	-330
其他投资现金流	-774	110	-481	-460	-414
筹资活动现金流	-1037	-2375	425	-359	-1584
短期借款	0	100	-100	0	0
长期借款	-1033	-765	-45	-179	-1271
普通股增加	-10	0	503	0	0
资本公积增加	-39	5	0	0	0
其他筹资现金流	45	-1715	67	-180	-313
现金净增加额	245	-26	135	218	-1295

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1633	1988	4208	7824	6679
营业成本	973	1265	2496	5164	4496
营业税金及附加	53	100	211	403	344
营业费用	43	113	259	390	308
管理费用	168	187	389	558	466
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	174	106	253	228	227
资产减值损失	1244	0	0	0	0
其他收益	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	644	71	179	224	280
投资净收益	18	23	8	8	14
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-359	299	786	1314	1132
营业外收入	25	47	35	35	35
营业外支出	5	0	5	3	3
利润总额	-339	345	816	1346	1164
所得税	160	134	317	524	453
净利润	-499	211	498	822	711
少数股东损益	-43	-71	-23	-98	-74
归属母公司净利润	-456	282	521	920	785
EBITDA	-221	480	866	1413	1251
EPS (元)	-0.33	0.21	0.38	0.67	0.57

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-34.0	21.7	111.7	86.0	-14.6
营业利润(%)	-199.2	183.4	162.8	67.2	-13.8
归属于母公司净利润(%)	-271.8	-161.9	84.6	76.7	-14.7
获利能力					
毛利率(%)	40.4	36.4	40.7	34.0	32.7
净利率(%)	-27.9	14.2	12.4	11.8	11.8
ROE(%)	-8.9	3.7	8.0	11.8	9.4
ROIC(%)	-3.3	2.9	5.4	8.1	7.0
偿债能力					
资产负债率(%)	57.3	55.6	63.3	61.4	51.8
净负债比率(%)	78.7	42.2	39.5	31.2	28.9
流动比率	2.9	2.5	1.8	1.8	1.9
速动比率	0.4	0.4	0.2	0.3	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	14.2	23.7	23.7	23.7	23.7
应付账款周转率	3.1	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.33	0.21	0.38	0.67	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	1.25	1.66	0.01	0.61	0.19
每股净资产(最新摊薄)	4.12	4.27	4.65	5.27	5.78
估值比率					
P/E	-12.5	20.3	11.0	6.2	7.3
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	-42.0	15.1	8.4	4.9	5.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、公司概况：“文化+地产”双轮驱动的精品文旅地产企业	4
二、旅游演艺票房规模稳步增长，公司竞争力行业领先	7
2.1 利好政策助力行业发展，旅游演艺增长空间广阔	8
2.2 文化产业格局宽广，行业龙头护城河高筑	10
三、地产业务进入收获期，燕郊项目加速推进带来新看点	13
四、盈利预测与投资建议	16
五、风险提示	17

图表目录

图表 1: 公司地产板块主要产品	4
图表 2: 公司文化板块主要产品	5
图表 3: 2015-2020Q1 公司营业收入	5
图表 4: 2015-2020Q1 公司扣非后归母净利	5
图表 5: 2015-2020Q1 公司净利润	6
图表 6: 2015-2020Q1 公司商誉	6
图表 7: 公司 2019 年收入构成 (亿元)	6
图表 8: 公司 2019 年毛利构成 (亿元)	6
图表 9: 公司股权结构	7
图表 10: 公司参控股公司及持股比例	7
图表 11: 《文化和旅游部关于促进旅游演艺发展的指导意见》主要内容	8
图表 12: 旅游演艺剧目票房总额 (亿元)	9
图表 13: 旅游演出剧目数 (台)	9
图表 14: 旅游演艺的主要形式 (依照内容分类)	9
图表 15: 旅游演艺票房市场构成 (按类型划分)	9
图表 16: 旅游演艺的商业模式	10
图表 17: 演艺行业主要企业对比 (2019 年)	11
图表 18: 公司已公演及已签约项目梳理	11
图表 19: 旅游演艺的作用和意义	12
图表 20: 2016-2018 年观印象收入、成本、利润情况 (万元)	12
图表 21: 公司文化演艺收入构成	13
图表 22: 2016-2020Q1 公司文化演艺收入	13
图表 23: 截至 2019 年底公司在售项目梳理 (单位: 平方米)	14
图表 24: 截至 2019 年底公司主要项目租赁情况	14
图表 25: 截至 2019 年底公司在建未售项目梳理	14
图表 26: 北京城区、通州、燕郊地理位置图	15
图表 27: 截至 2019 年底公司土地储备情况	15
图表 28: 公司地产项目 20-22 年去化率假设	16
图表 29: 公司收入预测 (亿元)	16
图表 30: 观印象可比公司估值	17

一、公司概况：“文化+地产”双轮驱动的精品文旅地产企业

三湘印象主营文化演艺和房地产开发，是国内优秀的文旅及地产企业。公司以“文化+地产”双主业驱动，是国内高艺术水准文旅演出创作和版权运营机构，拥有“印象”、“又见”、“最忆”及“归来”等高端演艺品牌；同时公司也是国内绿色科技地产领航级企业，获中国房地产百强、中国绿色地产 10 强、上海市房地产 50 强等荣誉。

图表 1: 公司地产板块主要产品



资料来源：公司官网、公开资料整理、国盛证券研究所

公司早期从事房地产开发，深耕深耕绿色中高端地产行业。公司成立于 1996 年，2012 年借壳 ST 商务登陆深交所，主营业务以房地产业为核心，主要产品为商品房住宅，同时开发写字楼、商业、酒店式公寓等。其项目覆盖长三角和京津冀，拥有花城系列、海尚系列、印象系列等产品。公司坚持以绿色建筑开发运营为发展方向，形成了以绿色设计为龙头，集绿色建造、绿色装饰、绿色运营相融合的开发运营模式，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。

图表 2: 公司文化板块主要产品

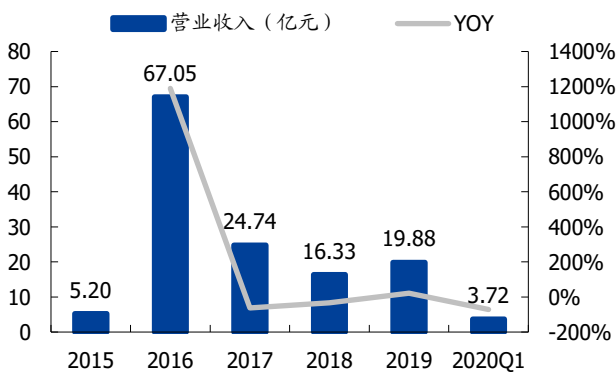


资料来源: 公司公告、公开资料整理、国盛证券研究所

16 年公司收购观印象 100% 股权, 进军旅游演艺行业, 形成“文化+地产”协同发展的战略格局。2016 年, 公司 19 亿对价收购观印象艺术发展有限公司 100% 股权, 其中现金支付 9.5 亿元, 股权支付对价 9.5 亿元, 自此确立了文化和地产双主业并举的经营战略。公司在注入文化产业后, 注重以艺术理念赋能地产项目, 在地产开发中植入了文化元素, 实现“宜居”到“雅居”的升级, 使商品房住宅项目拥有了更高的溢价能力。

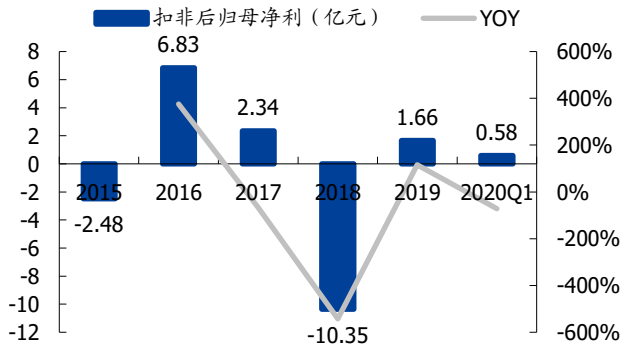
观印象主营业务为文化旅游演艺的策划、创意和制作, 是国内旅游演艺的领先企业。观印象拥有国内旅游演艺行业最高水准的导演及编创团队, 曾于 2003 年首创国内大型实景旅游演艺先河, 在业内拥有很高的品牌知名度。目前产品涵盖山水实景演出和情境体验剧两大类型, 拥有“印象”“又见”“最忆”“归来”四大演出品牌系列, 已公演以及制作、签约项目累计达到 18 个。

图表 3: 2015-2020Q1 公司营业收入



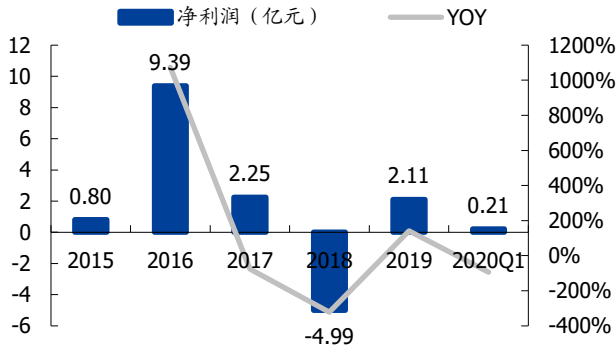
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 4: 2015-2020Q1 公司扣非后归母净利润



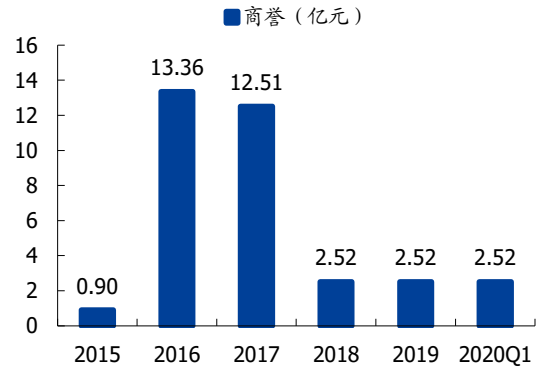
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 5: 2015-2020Q1 公司净利润



资料来源: wind、国盛证券研究所

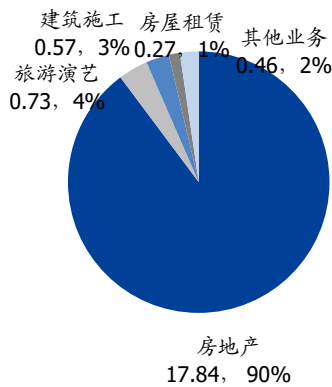
图表 6: 2015-2020Q1 公司商誉



资料来源: wind、国盛证券研究所

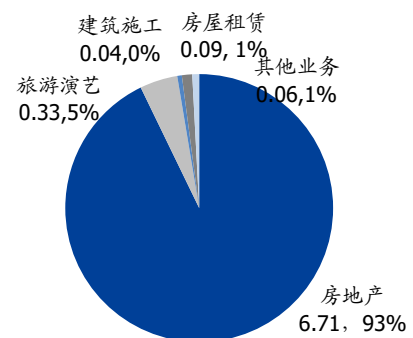
公司 19 年收入规模触底回升，经营业绩亮点突出。公司收入受房地产结算周期及行业景气度影响较大。2015 年较多项目预售并在 2016 年结算，带动了 2016 年收入的大幅增长。2018 年因观印象未完成业绩承诺，公司计提了 11.5 亿元商誉减值，导致当年归母净利和扣非归母净利大幅下滑。若加回商誉减值，则公司 2018 年扣非后归母净利为 11.2 亿元，仍然为正。

图表 7: 公司 2019 年收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

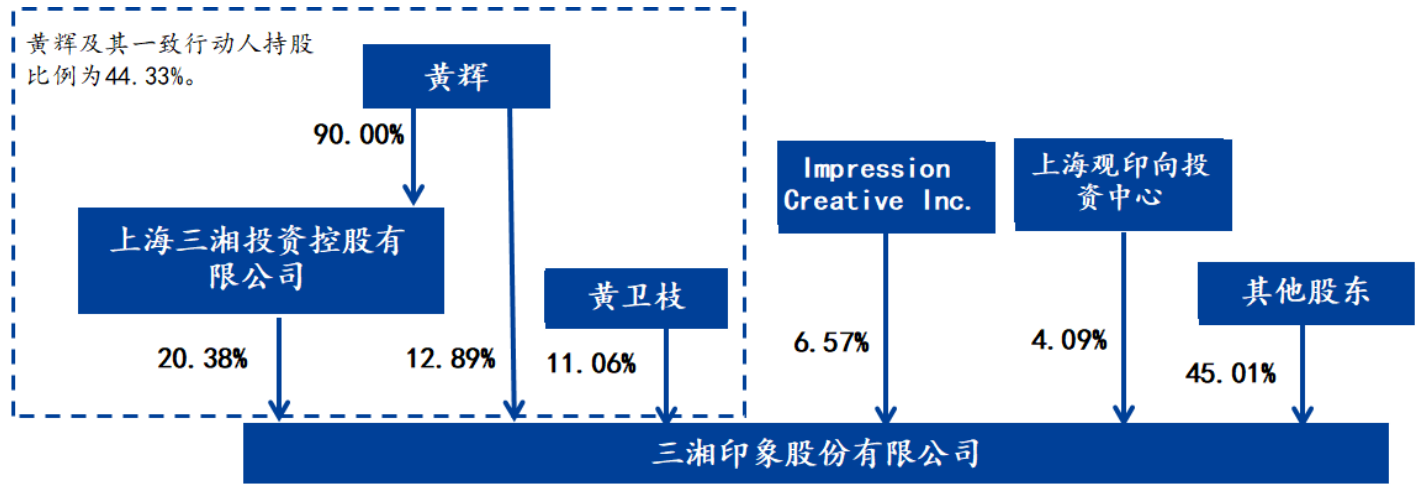
图表 8: 公司 2019 年毛利构成 (亿元)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

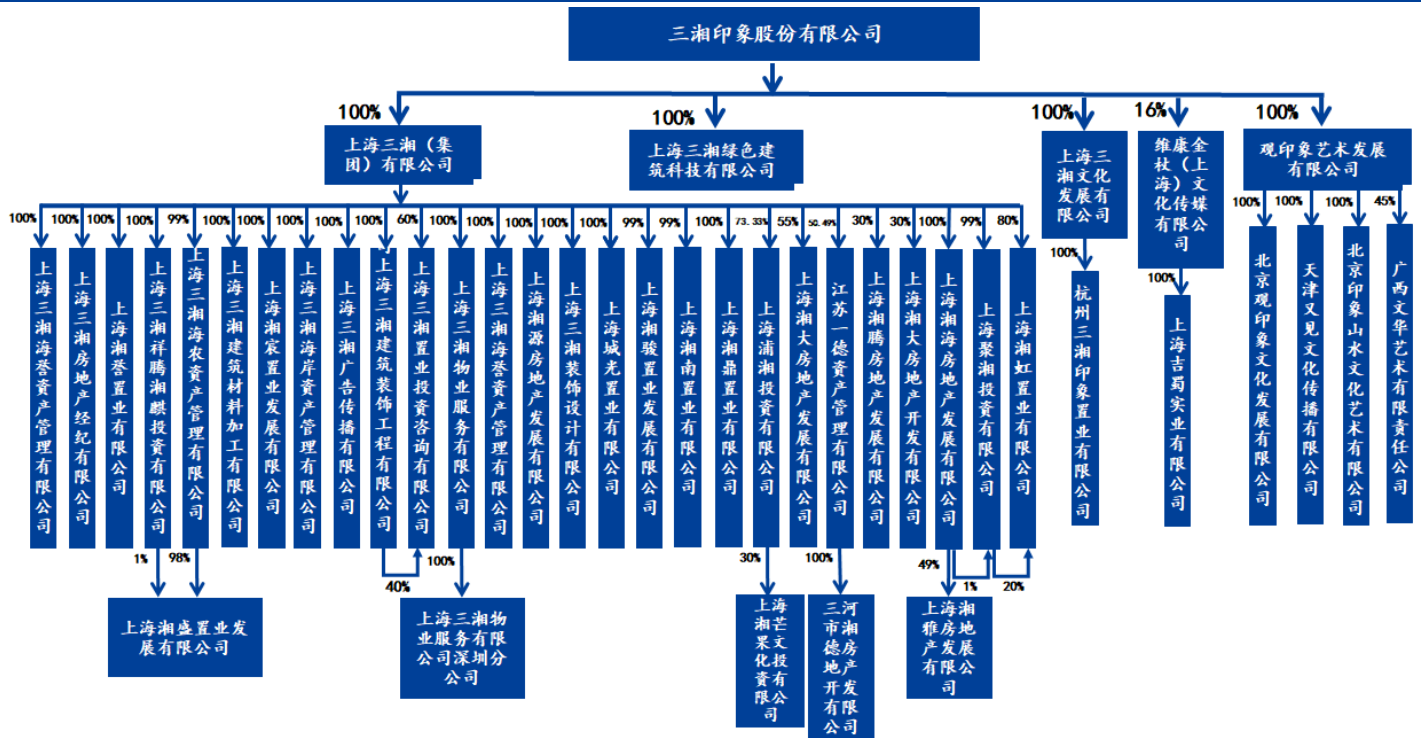
从收入结构来看，房地产业务仍是公司主要的收入与利润来源。2019 年公司房地产业务收入/毛利分别为 17.8/6.7 亿元，占比分别为 90%/93%；旅游演艺收入/毛利分别为 0.73/0.33 亿元，占比分别为 4%/5%，文化产业占比依旧较小。

图表 9: 公司股权结构



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 10: 公司参控股公司及持股比例



资料来源: wind、国盛证券研究所

黄辉为公司的实际控制人，家族通过直接与间接的方式共计持有公司 **44.33%** 的股权。观印象方合计持有公司 10.66% 的股权，为公司的第二大股东。公司主要通过上海湘骏置业发展有限公司与上海湘鼎置业有限公司开展房地产业务，通过观印象艺术发展有限公司开展文化旅游演艺业务，并于 2019 年参股维康金杖（上海）文化传媒有限公司，加强文创旅游产业的发展。

二、旅游演艺票房规模稳步增长，公司竞争力行业领先

2.1 利好政策助力行业发展，旅游演艺增长空间广阔

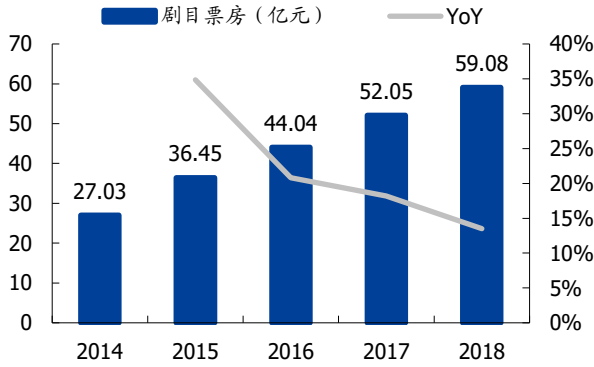
图表 11: 《文化和旅游部关于促进旅游演艺发展的指导意见》主要内容

政策方针	推进业态模式创新:
	·鼓励发展中小型、主题性、特色类、定制类旅游演艺项目
	·支持各类经营主体拓展中小型旅游演艺空间，建设体现新科技的舞台剧场
	·鼓励与旅行机构合作制作大中型驻场综艺演出，开发设计主体鲜明的旅游线路
	壮大演艺经营主体:
	·支持条件成熟的旅游演艺项目向综合配套业态转型，因地制宜建设一批旅游演艺小镇、旅游演艺集聚区
	·鼓励各地通过向政府购买等方式，扶持有具有地方特色和市场前景的中小型经营主体
	·推动旅游演艺经营主体与相关产业合作，打造跨界融合产业集团
	·鼓励成熟的旅游演艺经营主体通过股权融资、并购重组、品牌连锁等方式整合相关旅游演艺项目
	深化跨国跨境合作:
·优先推动国家边境旅游试验区和边境全域旅游示范区创建单位打造跨境旅游演艺节目	
·将列入全国旅游演艺精品名录的项目纳入对外及对港澳台文化和旅游交流的重点项目	
政策保障	财税政策:
	·支持在此领域推广政府和社会资本合作（PPP）模式
	·符合高新技术企业认定条件的旅游演艺企业经认定后可享受税收优惠，企业发生的符合条件的创意和设计费用适用税前加计扣除政策
	投融资政策:
	·积极引导私募股权投资基金及各类投资机构投资旅游演艺项目
	·鼓励金融机构开展旅游演艺产品版权质押融资业务，保险机构开展针对旅游演艺项目的保险业务
	土地政策:
·鼓励通过开展城乡建设用地增减挂钩和工矿废弃地复垦利用，为旅游演艺项目提供用地保障	
·在不改变用地主体、规划条件的前提下，市场主体利用旧厂房、仓库提供旅游演艺服务的，可执行在五年内继续按原用途和土地类型使用土地的过渡期政策	

资料来源：中国文化和旅游部网站、国盛证券研究所

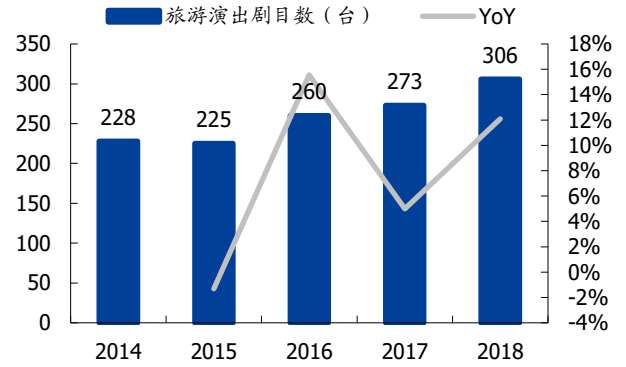
旅游演艺政策保驾护航，有望对公司产生实质性利好。2019年4月，国家文化和旅游部发布《关于促进旅游演艺发展的指导意见》，旨在大力推进旅游演艺转型升级、提质增效。提出要鼓励、支持各类旅游演艺的发展，鼓励成熟的旅游演艺经营主体整合相关旅游演艺项目，引导财政政策、投融资政策和土地政策对旅游演艺项目开发的支持。其中提到的支持PPP融资、引导私募股权投资、鼓励金融机构开展旅游演艺产品版权质押融资业务和保险机构开展针对旅游演艺项目的保险业务，可能对公司产生直接的利好，可拓宽公司融资渠道、降低融资成本并降低税负。

图表 12: 旅游演艺剧目票房总额 (亿元)



资料来源: 道略演艺、国盛证券研究所

图表 13: 旅游演出剧目数 (台)



资料来源: 道略演艺、国盛证券研究所

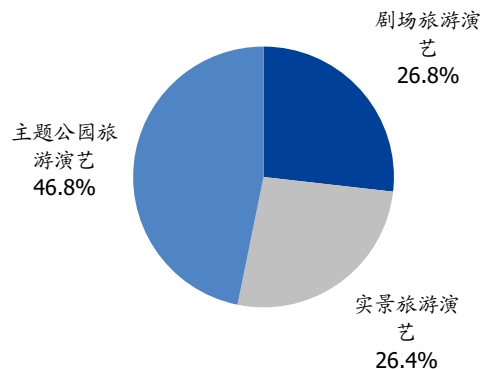
行业票房规模稳步增长, 剧目数量超过 300 台。根据道略文旅统计数据, 2018 年旅游演艺票房总收入 59.08 亿元, 同比+13.5%, 2014-2018 年 CAGR 为 21.6%, 维持高速增长态势, 演出剧目数量也在 2018 年达到 306 家。2018 年公司观印象系列演出观演人数超过 550 万人次, 票房收入超 8 亿元, 市占率为 13.6%。

图表 14: 旅游演艺的主要形式 (依照内容分类)

类型	依托	特点	演出形式	票价	典型案例
实景旅游演艺	自然山水景区	<ul style="list-style-type: none"> 自然山水与地域文化的紧密结合 规模一般较大 	室外大型演出	高票价	"印象"系列
主题公园旅游演艺	主题公园	<ul style="list-style-type: none"> 与主题公园互补的复合型旅游产品 主题性质明显 	大型主题演艺 小型常规表演	中等票价	"千古情"系列
剧场旅游演艺	旅游城市	<ul style="list-style-type: none"> 多为城市文化名片性的产品 以歌舞马戏为主, 多为政府投资 	驻场演出、巡演	高票价	云南映象

资料来源: 奇创旅游、国盛证券研究所

图表 15: 旅游演艺票房市场构成 (按类型划分)

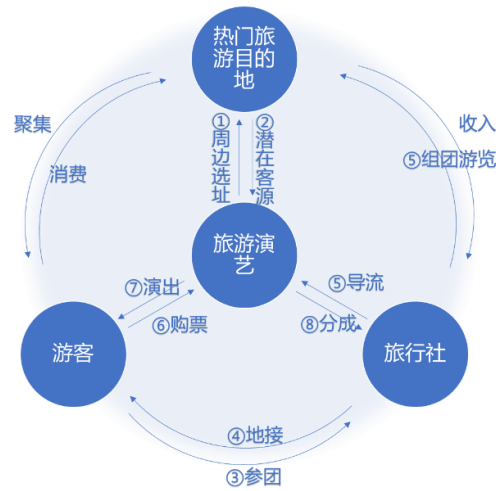


资料来源: 道略演艺、国盛证券研究所

旅游演艺按形式和场所主要可以分为实景类、主题公园类和剧场类三大类。实景类演艺以自然山水景区为依托, 着重展现优美的自然山水与独特的地域文化的紧密结合, 典型产品为"印象"系列演出。主题公园类演艺依附在主题乐园内, 与主题乐园游乐互补, 形成复合型旅游产品, 典型产品为"千古情"系列演出。剧场旅游演艺在剧场内演出, 一般

在旅游城市中，多为城市的文化名片性的产品，例如《云南映象》。2018年，实景类、主题公园类和剧场类的票房市场占比分别为26.4%、46.8%和26.8%。

图表 16: 旅游演艺的商业模式



资料来源：国盛证券研究所

旅游演艺的商业模式一般是选址于热门旅游目的地附近，依托目的地现有的客流，通过返点分成让旅行社为演艺项目引流。旅游演艺观众多以团客为主，团客占比一般在50%以上，演出通常作为跟团游产品中的一个项目包含在旅游产品中，或作为自由活动时间的推荐项目。对于旅行社而言，加入演艺节目不仅可以直接有收入分成，也可以丰富旅游项目，提高游客体验（作为游客白天跟团走路累了之后晚上找个地方坐下看演出的良好补充）。

旅游演艺是景区观光的延伸，其客群主要是基于旅游目的地本身的游客的转化，非常依赖旅游目的地本身的游客基数。演艺不能作为独立项目来吸引客流，因此需要靠近旅游目的地，最好是在热门景点路线之间，方便旅行社将演出加入跟团游产品中。相对于其他旅游项目，旅游演艺本身投资与运营成本都不高，是天然具有高增长、高毛利潜质的业务。

目前国内演艺市场剧目众多，但优质剧目供给不足。目前一线热门旅游目的地周边旅游演艺项目已达3-7台，但同期国内旅游演艺观众人数仅为6821万人，渗透率仅为1.36%。多数旅游演艺项目在内容质量上无法真正满足游客的观演需求，公司作为优质演艺项目的代表，市场潜在空间广阔。

2.2 文化产业格局宽广，行业龙头护城河高筑

图表 17: 演艺行业主要企业对比 (2019 年)

公司	类型	特点	项目数量	平均票价
宋城演艺	主题公园类	本土化演艺, 拥有主题公园配套设施	8	213
三湘印象	实景类	实景演艺, 著名导演打造原生态演出	12	232
山水盛典	实景类	山水实景、梅式风格	18	196

资料来源: 公开资料整理、国盛证券研究所

旅游演艺行业具有低准入门槛, 高行业壁垒的特征。在行业的快速发展期 (2008-2014 年) 大批民营企业涌入市场, 其中不乏颇具实力的大企业, 然而往往由于成本过高等原因无法盈利, 相继退出市场。旅游演艺行业符合“七二一”定律, 即 70% 的企业持续亏损, 20% 的企业盈亏平衡, 仅 10% 的企业能够实现盈利。

旅游演艺具备一定的区域垄断性质。游客在同一个景区只会观看一场演艺, 分流作用显著。一般一个旅游景点其客群总量只能承载 1-2 台旅游演艺项目, 因而新的市场参与者在旅游演艺行业占有一席之地绝非易事。目前市场上能够实现盈利的主要企业分别为三湘印象、宋城演艺及山水盛典, 已公演的的项目数量分别为 12/8/18 个。

图表 18: 公司已公演及已签约项目梳理

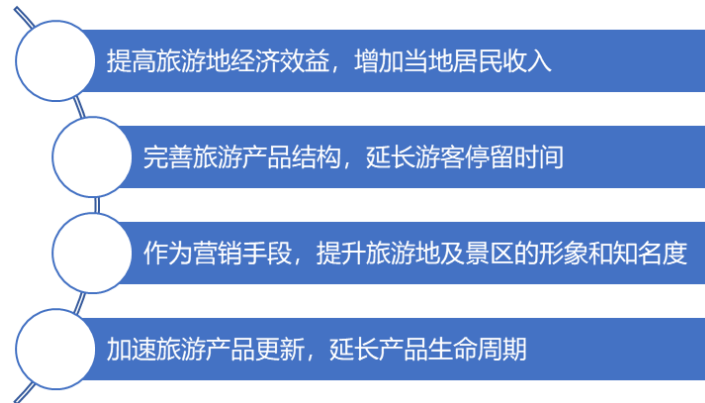
项目名称	项目所在地	项目签约时间	项目公演开始时间	项目状态
印象刘三姐	广西桂林阳朔	2002	2004	已公演
印象丽江	云南丽江	2005	2006	已公演
印象大红袍	福建南平武夷山	2008	2010	已公演
印象普陀	浙江舟山	2010	2010	已公演
印象武隆	重庆武隆	2010	2011	已公演
又见平遥	山西平遥	2011	2013	已公演
又见五台山	山西五台山	2011	2014	已公演
又见敦煌	甘肃敦煌	2014	2016	已公演
又见马六甲	马来西亚	2013	2018	已公演
最忆是杭州	浙江杭州	2017	2017	已公演
知音号	湖北武汉	2014	2017	已公演
归来三峡	重庆奉节	2016	2018	已公演
最忆韶山冲	湖南韶山	2016	-	制作中
归来遵义·长征之路	贵州遵义	2016	-	制作中
印象滇池	云南昆明	2017	-	制作中
印象太极	河南焦作	2017	-	制作中
腾冲火山	云南腾冲	2018	-	已签约
印象·华山传奇	山西华阴	2019	-	已签约

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

观印象进入旅游演艺行业较早, 具备先发优势。观印象的前身为 2006 年张艺谋、王潮歌、樊跃三位中国著名导演通过 Impression Creative Inc 设立的北京观印象艺术发展有限公司。自全国第一部大型山水实景演出《印象刘三姐》开始, 已有近 20 年的行业经验, 在业内积累了良好的口碑与知名度。在道略文旅产业研究院统计的“2018 旅游演艺

机构排行榜入围名单”中（票房收入口径），观印象旗下已公演的12台演艺项目中入围8席。

图表 19: 旅游演艺的作用和意义



资料来源：公开资料整理、国盛证券研究所

旅游演艺可促进当地经济发展，提高景区知名度。因此各旅游目的地地方政府、居民都乐于引进旅游演艺项目。其作用和意义具体包括：①提高旅游地经济效益，增加当地居民收入。以《印象·刘三姐》为例：《印象·刘三姐》2017年贡献企业所得税2500万元（地方政府可分享1000万元），显著带动了周边旅游产业收入的提升，直接间接创造了1000多个就业机会。②完善旅游产品结构，延长游客停留时间。根据第三方机构的统计数据，《印象·刘三姐》使游客在桂林停留时间增加了0.34天。③作为营销手段，提升旅游地及景区的形象和知名度。如印象系列演出已成为各旅游目的地的名片，大大地提升了各旅游地的知名度和影响力。④加速旅游产品更新，延长产品生命周期。旅游产品也有生命周期，持续更新的旅游演艺项目可提升旅游产品活力，延长产品生命周期。

大导演IP背书，地方政府合作意愿强。公司拥有张艺谋、王潮歌、樊跃三位著名导演的背书，在与地方政府合作中拥有很强的吸引力。2019年公司完成与张艺谋导演和樊跃导演的合作续约，并与王潮歌导演就部分新旧项目的合作进行了积极的磋商。与导演的合作得到进一步巩固。

图表 20: 2016-2018年观印象收入、成本、利润情况（万元）

	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
制作收入	15696	72.1%	29584	84.2%	2563	35.5%
票房收入	5109	23.5%	4847	13.8%	4959	62.9%
维护收入	793	3.6%	469	1.3%	71	0.9%
其他收入	164	0.8%	226	0.6%	288	3.7%
收入合计	21762	100.0%	35125	100.0%	7881	100.0%
成本合计	2628	-	7128	-	3830	-
毛利	19134	-	27997	-	4051	-
净利润	12749	-	13418	-	3672	-
扣非后净利润	12535	-	13196	-	2761	-

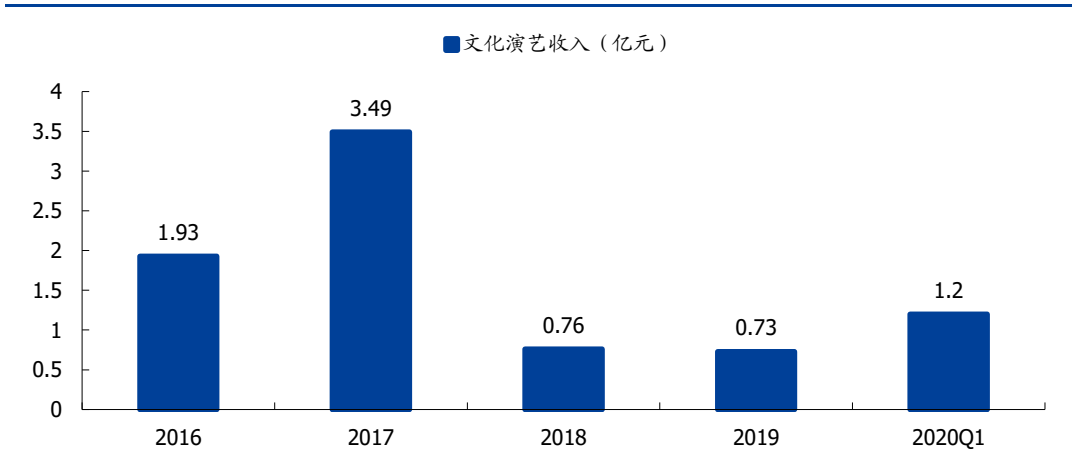
资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 21: 公司文化演艺收入构成

收入类型	收入来源	收费方式
制作收入	负责项目前期设计、建设、排练阶段的创作	5000-6000 万/台
票房收入	根据票房收入按合同约定比例收取	10%-15%
维护收入	项目公演后按年固定收取	-
其他收入	按比例收取旅游纪念品销售收入	-

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 22: 2016-2020Q1 公司文化演艺收入



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所 (注: 20Q1 仅为制作收入, 不含票房收入等其他收入)

文化演艺收入主要来源于项目前期制作收入, 20Q1 营收已超 19 全年。公司文化演艺收入以制作收入、票房收入、维护收入、其他收入四项构成。其中制作收入约为 5000-6000 万/台, 为固定收入; 票房收入在项目公演后依照合同约定内容按比例收取, 一般为 10%-15% (平均约 500 万/年/台); 维护收入指项目公演后主创团队定期到项目现场对项目进行维护, 按年固定收取; 公司于 20Q1 确认制作收入 1.2 亿元, 已超过 18/19 全年收入。目前公司的《最忆韶山冲》、《归来遵义·长征之路》、《印象滇池》、《印象太极》4 台演艺项目正处于前期制作中, 根据导演团队每年 2 台左右的编创速度, 预计近期疫情结束后将有 2 台演艺项目实现公演, 此外公司于 18/19 年分别新签约《腾冲火山》及《印象·华山传奇》两台新演艺项目, 预计 20/21 年公司文化演艺将持续受益于观众渗透率的提升及新演艺项目带来的增量市场, 收入快速提升。

三、地产业务进入收获期, 燕郊项目加速推进带来新看点

图表 23: 截至 2019 年底公司在售项目梳理 (单位: 平方米)

城市/区域	项目名称	所在位置	项目业态	权益比例	计容建筑面积	剩余可售面积	均价 (元)
上海	海尚城	宝山区	住宅	100.00%	156271	23757	52443
上海	海尚名邸	嘉定区	住宅	100.00%	136942	22308	42352
上海	海尚云邸	崇明区	别墅	100.00%	201809	118794	36000
上海	海尚福邸	浦东新区	住宅	100.00%	37034	4550	67000
杭州	海尚观邸	江干区	住宅	100.00%	82174	52683	45800
河北	森林海尚城 (商办一期)	燕郊	商办	50.49%	119817	17638	15000

资料来源: 公司公告、贝壳找房、房天下、国盛证券研究所 (注: 三湘森林海尚城为河北燕郊 14 号地块)

图表 24: 截至 2019 年底公司主要项目租赁情况

项目名称	所在位置	项目业态	股权比例	可出租面积 (m ²)	累计已出租面积 (m ²)	出租率
三湘世纪花城	上海	商场+商铺	100.00%	17409	17363	99.74%
三湘商业广场	上海	商场	100.00%	20917	20917	100.00%
三湘财富广场	上海	商铺	100.00%	16737	16737	100.00%
三湘海尚城	上海	商铺	100.00%	16073	13646	84.90%
三湘海尚名邸	上海	商铺	100.00%	2514	2514	100.00%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

公司目前在售及在租地产项目位于上海、杭州、京津冀等国内核心地段, 拥有较高的安全边际。在国内楼市区域分化的背景下, 京津冀、长三角作为全国最具经济活力的地区, 人口吸引能力强, 城市发展红利不断释放, 公司项目定位于改善型中高端绿色住宅, 需求支撑度高, 供需关系能够为公司地产项目带来较高的安全边际。公司目前共有 4 个商品房住宅项目, 1 个别墅项目, 1 个商办项目在售。租赁项目均位于上海市核心地段, 平均出租率 97%, 能够稳定地为公司带来源源不断的现金流。

图表 25: 截至 2019 年底公司在建未售项目梳理

城市/区域	项目名称	项目业态	权益占比	总投资额	投资进度	土地面积 (平方米)	规划建筑面积 (平方米)	预计可售面积 (平方米)	预计售价 (元)
上海	印象名邸	住宅	100%	31.6	80.9%	13965	27931	36310	85000
河北	森林海尚城 (商办二期)	商办	50.49%	9.1	35.5%	48000	119817	155762	15000
河北	森林海尚城 (住宅)	住宅	50.49%	12.5	16.1%	51444	129337	168138	23000

资料来源: 公司公告、贝壳找房、房天下、国盛证券研究所 (注: 三湘森林海尚城商办为河北燕郊 14 号地块, 住宅为 15 号地块)

新项目建设进度不断推进, 为地产业务注入新的发展动能。公司目前在建未售项目有印象名邸 (上海浦东)、三湘森林海尚城 (河北燕郊) 14 号商服用地二期及 15 号住宅地块。其中上海浦东印象名邸项目预计将于近期实现销售, 燕郊森林海尚城商办二期与住宅项目预计于 20 年下半年实现销售。此外公司计划河北燕郊 16~19 号四个尚未开发的住宅地块将于 2020 年下半年全面开工建设, 力争 2021 年下半年开始逐步实现销售。

图表 26: 北京城区、通州、燕郊地理位置图



资料来源: 公开资料整理、国盛证券研究所

燕郊项目地理位置优越，深度分享了北京土地增值与资源外溢的红利。燕郊隶属于河北省廊坊市，距离北京天安门直线距离为 30 公里，北京城市副中心通州仅一河之隔，位于京津冀一体化协同发展区的核心位置。项目主要目标客群为在北京工作的外来青年人口，有望享受燕郊地区承接北京外溢人口带来的红利，实现项目的快速去化。

图表 27: 截至 2019 年底公司土地储备情况 (万平方米)

项目/区域名称	占地面积	建筑面积	剩余可开发建筑面积
森林海尚城 (河北燕郊 16-19 地块)	26.22	85.32	85.32

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

燕郊项目所有土地已完成实质性交付，近百万方的土储可满足公司近 3 年的开发销售需求。公司通过公开竞标方式于 2011 年 10 月 31 日获得了燕郊高新区 YJ2011-014、YJ2011-015、YJ2011-016、YJ2011-017、YJ2011-018 和 YJ2011-019 六宗国有建设用地使用权，并与三河市国土资源局签订了相关《国有建设用地使用权出让合同》。此前该项目由于周围基础设施未达到“七通一平”而不具备交地条件的 16-19 号住宅地块 2019 年已全部交付。燕郊六宗地共计 361631 平方米，规划建筑面积 117.93 万平方米，其中：已建设的 14、15 号地块合计 26.2 万平，刚交付的 16-19 号地块 85.3 万平方米。燕郊项目是公司迄今为止最大的土地储备。项目拿地总价 8.59 亿元，折合单位土地成本仅 728 元/平米，即使以一线城市平均建安成本 4500 元/平米计算，公司燕郊项目开发成本仅为 5228 元/平米。参考房天下统计数据，截至 2020 年 4 月，燕郊地区商品房均价为 18341 元/平米，给予公司森林海尚城项目一定的新房与品质溢价，则燕郊项目未来有望贡献超过 200 亿元的销售收入，成为公司未来三年主要的收入与利润来源。我们认为未来公司有望进入全面收获期，新增销售项目可加速资金回流，推动地产销售业绩稳步上升。

四、盈利预测与投资建议

图表 28: 公司地产项目 20-22 年去化率假设

项目名称	剩余/预计可售面积 (平方米)	预计售价 (元)	2020 年	2021 年	2022 年
海尚城	23757	52443	85%	10%	5%
海尚名邸	22308	42352	85%	10%	5%
海尚云邸	118794	36000	60%	30%	10%
海尚福邸	4550	67000	90%	10%	0
海尚观邸	52683	45800	75%	25%	0
森林海尚城 (商办一期)	17638	15000	50%	40%	10%
印象名邸	36310	83000	20%	50%	30%
森林海尚城 (商办二期)	155762	14000	15%	40%	45%
森林海尚城 (住宅一期)	168138	22000	15%	40%	45%
森林海尚城 (16-19 号住宅地块)	1209190	22000	0	10%	30%

资料来源: 公司公告、贝壳找房、房天下、国盛证券研究所 (注: 已销售项目为剩余可售面积, 未销售项目为预计可售面积)

我们的盈利预测基于以下假设:

- 1、COVID-19 疫情 6 月底前在中国内地基本结束, 且不再反复。文旅行业在疫情得到缓解后, 前期积压的需求得到逐步释放, 观印象旗下演艺项目上座率与演出场次 7 月恢复至正常水平。
- 2、观印象已经在创作中的剧目按合同约定期限进行, 20-22 年保持每年 2 台新演艺项目的签约与公演。
- 3、地产业务方面, 在“房住不炒”“因城施策”的背景下, 公司项目所在城市不会出台重磅地产调控政策; (杭州) 海尚观邸项目热度持续, 剩余未售面积 20-21 年去化率分别为 75%/25%; 20 年 9 月前 (燕郊) 森林海尚城 14 号地块商办二期与 15 号住宅地块实现销售, 20-22 年去化率分别为 15%/40%/45%; (上海浦东) 印象名邸于 20 年 7 月前实现销售, 20-22 年去化率分别为 20%/50%/30%; 21 年 6 月前 (燕郊) 16-19 号住宅地块实现销售, 21-22 年去化率分别为 10%/30%; 地产预售收入均于第二年确认。

图表 29: 公司收入预测 (亿元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
房地产	14.07	17.84	39.14	74.59	62.92
yoy	-28%	27%	119%	91%	-16%
文化行业	0.76	0.73	1.94	2.30	2.46
yoy	-78%	-4%	166%	19%	7%
建筑施工	0.77	0.57	0.40	0.63	0.66
yoy	-13%	-26%	-30%	57%	5%
房屋租赁	0.32	0.27	0.22	0.27	0.29
yoy	-18%	-16%	-20%	25%	6%
其他业务	0.42	0.46	0.37	0.43	0.44
yoy	-18%	10%	-20%	17%	2%
合计	16.34	19.87	42.06	78.22	66.77
yoy	-34%	22%	112%	86%	-15%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

收入预测：我们预测公司 20/21/22 年营业收入分别为 42.1/78.2/66.8 亿元，同比 +112%/+86%/-15%，20-22 年 CAGR 为 49.8%。

图表 30: 观印象可比公司估值

证券简称	证券代码	最新收盘价	EPS			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
宋城演艺	300144.SZ	26.42	0.92	0.87	1.20	28.6	30.41	22.06

资料来源: wind、国盛证券研究所 (注: 截至 2020 年 4 月 26 日)

盈利预测、估值与投资建议：给予“增持”评级。我们预测公司 20/21/22 年归母净利分别为 5.2/9.2/7.9 亿元，EPS 分别为 0.38/0.67/0.57 元。考虑到公司地产与文化业务具有较大差异，采用分部估值法较为合适。由于地产业务的收入和利润不能保证与会计年度一致，因此使用 NAV 估值法，以 6.84% 的 WACC 为折现率计算，目前地产部分 NAV 估值为 61 亿元；旅游演艺部分由于具有较好的成长性与盈利能力的可持续性（票房分成），参照可比公司宋城演艺，依照观印象 19 年净利润 0.38 亿元计算，我们认为观印象合理估值为 9.5 亿元，对应 PE 为 25 倍。综上我们认为公司的合理市值为 70.5 亿元，2020 年目标价 5.14 元。

五、风险提示

COVID-19 疫情影响超过预期风险：若 COVID-19 疫情继续在全球范围内扩散，且无法在 6 月底前于中国大陆基本结束，将对公司 20 年业绩尤其是演艺业绩产生较大影响。

项目建设不及预期风险：河北燕郊项目作为公司未来 3 年主要的收入与利润来源，若建设进度不及预期，则会显著影响公司地产销售业务。

地产市场下行风险：若受疫情影响行业需求释放低于预期，房企普遍以价换量，则公司毛利率面临下滑风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com