



买入

25% ↑
目标价格:人民币 9.54

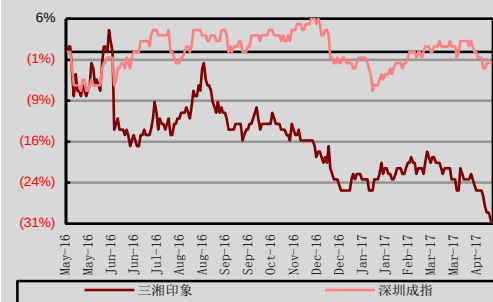
000863.CH

价格:人民币 7.63

目标价格基础:分部估值法

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(11.1)	(9.7)	(11.7)	(27.1)
相对深证成指	(10.8)	(6.6)	(13.5)	(28.0)

发行股数(百万)	1,383
流通股(%)	66
流通股市值(人民币 百万)	6,950
3 个月日均交易额(人民币 百万)	39
净负债比率(%) (2017E)	29
主要股东(%)	
上海三湘投资控股有限公司	24

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 4 月 28 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

卢晓峰

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

三湘印象

文化地产齐发力, 风格切换迎良机

三湘印象作为区域房地产开发商, 项目主要布局在上海和燕郊, 后者显著受益于京津冀战略提速, 2016 年收购观印象后实施文化和地产双主业战略。观印象是国内文化演艺行业龙头, 由张艺谋团队创作的系列作品年票房收入逾 10 亿元, 但公司轻资产模式下 10-15% 的票房分成比例远低于宋城演艺 35-40% 的净利润率, 未来计划提高新项目股权比例至 30%-50%, 公司预计未来 2-3 年内文化产业的利润贡献会超过房地产业务, 后续协同效应可期。另一方面, 公司股价自 15 年 8 月见顶后的持续调整走势与地产板块的相关性显著低于传媒板块, 而公司最新一期的基金持仓比例也处于历史和同类房企中的绝对低位, 未来市场风格切换或迎来公司估值修复的契机。我们预测公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.51 元、0.57 元和 0.63 元, 采用分部估值法给予 9.54 元/股的目标价, 首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **投资逻辑: 市场风格切换或迎契机。**收购演艺龙头观印象后, 公司 15 年 8 月股价见顶以来走势与传媒板块的相关性系数为 0.9, 明显高于地产板块的 0.55, 而传媒作为成长性板块代表经历持续深幅调整, 年初至今涨跌幅全行业倒数第一。公司目前基金持股比例仅 0.04%, 在同类房企中排名倒数, 随着近期市场风格切换, 公司或迎来估值修复良机。
- **印象篇: 优质演艺龙头, 权益提升可期。**观印象实景演出系列由张艺谋导演团队创作, 目前十余台作品观众 530 万人次, 年票房收入约 11 亿, 但公司过去采用 10-15% 的票房分成比例的轻资产模式, 远低于宋城演艺重资产模式下 35-40% 的净利润率。公司表示未来新项目中的目标股份占比在 30%, 优质项目比例预计在 50% 以上, 或显著提升项目盈利能力。公司预计未来 2-3 年内文化产业的利润贡献会超过房地产业务。
- **三湘篇: 聚焦长三角, 受益京津冀。**公司未结算权益储备建面约 100 万平米, 其中约 50 万方位于上海具有极高安全边际, 50 万方位于燕郊受益于京津冀协同发展的提速和雄安新区的建设, 项目预计售价 3 万元/平米远超土地成本 5,000 元/平米。近年公司文化地产联动效应逐渐体现: 《最忆是杭州》G20 公演后公司今年首拿杭州地块, 正在制作的《最忆韶山冲》或与 IDG 合作打造特色小镇综合体项目。

评级面临的主要风险

- 房地产销售和结算进度受调控影响; 演艺项目权益提升比例低于预期。

估值

- 我们采用分部估值法给予公司 132 亿元的目标市值, 目标价 9.54 元/股: 1) 地产项目权益可结算货值 325 亿元, 纯地产业务 RNAV 约 115 亿元, 按 20% 折价给予 92 亿估值; 2) 观印象 2017 年承诺业绩为 1.6 亿元, 给予 25 倍市盈率估值约 40 亿元。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	520	6,705	6,222	6,555	7,047
变动(%)	(59)	1,191	(7)	5	7
净利润(人民币 百万)	105	705	702	788	871
全面摊薄每股收益(人民币)	0.076	0.510	0.508	0.570	0.629
变动(%)	(87.8)	574.1	(0.5)	12.2	10.5
全面摊薄市盈率(倍)	100.8	15.0	15.0	13.4	12.1
价格/每股现金流量(倍)	(13.7)	15.3	6.7	13.3	14.5
每股现金流量(人民币)	(0.56)	0.50	1.14	0.57	0.52
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(163.4)	9.0	9.5	8.5	7.7
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.152	0.170	0.188
股息率(%)	1.3	n.a.	2.0	2.2	2.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

公司概况.....	5
公司简介	5
股权结构	6
投资逻辑：市场风格切换迎估值修复良机	7
印象篇：优质演艺龙头，权益提升可期.....	10
收购方案	10
产品系列	11
盈利模式及预测	15
三湘篇：聚焦长三角，受益京津冀.....	20
房地产销售及储备.....	20
文化+地产协同效应显现	22
房地产重估净资产价值	23
财务分析及盈利预测	24
财务分析	24
盈利预测	24
投资建议：买入	25
研究报告中所提及的有关上市公司.....	26

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 三湘印象地产板块主要产品	5
图表 2. 三湘印象文化板块主要产品	5
图表 3. 公司控股子公司控制结构及持股比例框架图	5
图表 4. 公司与实际控制人之间的产权及控制关系	6
图表 5. 公司 2017 年一季报中十大股东明细	6
图表 6. 公司股票与房地产板块累积涨跌幅对比.....	7
图表 7. 公司股票与休闲服务板块累积涨跌幅对比	7
图表 8. 公司股票与传媒板块累积涨跌幅对比	7
图表 9. 2017 年初至今全行业板块涨跌幅排名	8
图表 10. 公司 2017 年一季报中所有机构投资者持股明细.....	8
图表 11. 2014 年以来公司基金持股数量及持股比例.....	9
图表 12. 总市值在 100-150 亿区间、净资产在 50-100 亿区间的中小型房地产开发企业基金持股比例	9
图表 13. 购买资产发行股份及支付现金对价情况.....	10
图表 14. 上海观印向股权结构.....	10
图表 15. Impression Creative Inc. 股权结构	10
图表 16. 募集配套资金情况	11
图表 17. 观印象业绩承诺和评估预测	11
图表 18. 观印象已公演项目概况	12
图表 19. 观印象计划和在谈演出项目概况.....	12
图表 20. 《印象刘三姐》演出.....	13
图表 21. 《印象丽江》演出	13
图表 22. 《印象西湖》演出	14
图表 23. 《印象大红袍》演出.....	14
图表 24. 《又见平遥》演出	14
图表 25. 《又见敦煌》演出	14
图表 26. 《最忆是杭州》G20 峰会首演	15
图表 27. 《归来三峡》演出效果图	15
图表 28. 观印象运营模式	15
图表 29. 观印象制作业务利润预测表	16
图表 30. 观印象票房分成业务利润预测表.....	17

图表 31. 观印象净利润预测表.....	17
图表 32. 全国旅游演出市场总票房收入.....	18
图表 33. 全国旅游演出市场竞争格局	18
图表 34. 2016 年宋城现场演艺主要项目收入及毛利	18
图表 35. 观印象与宋城演艺收入和净利润比较.....	19
图表 36. 观印象票房分成比例与宋城演艺净利率比较.....	19
图表 37. 2012-2016 年公司房地产销售情况	20
图表 38. 2016 年三湘主要在售项目（万平方米）	20
图表 39. 张江三湘海尚.....	21
图表 40. 崇明三湘海尚.....	21
图表 41. 2016 年末三湘主要储备项目可结算货值及净利润测算.....	21
图表 42. 2016 年末三湘在建和拟建项目	22
图表 43. 2016 年末三湘房地产出租情况	22
图表 44. 三湘印象地产业务重估净资产值（RNAV）测算（亿元）	23
图表 45. 2012-2016 年公司营业收入和利润率.....	24
图表 46. 2012-2016 年公司三项费用率.....	24
图表 47. 2012-2016 年公司资产负债率和净负债率	24
图表 48. 2012-2016 年公司现金流和预收账款.....	24
图表 49. 2017-2019 年公司盈利预测	25
损益表(人民币 百万).....	27
资产负债表(人民币 百万).....	27
现金流量表(人民币 百万).....	27
主要比率 (%).....	27

公司概况

公司简介

三湘印象股份有限公司最早于 1996 年于上海成立, 2012 年通过借壳 ST 商务在深交所主板上市。公司于 1993 年开始从事房地产开发, 深耕绿色中高端地产行业, 其主要开发项目位于上海, 目前业务范围覆盖长三角、珠三角、京津冀, 基本实现了经济发达区域的布局。

2016 年, 公司以现金加股权方式以 19 亿元收购观印象艺术发展有限公司 100% 股权, 证券简称正式更名为“三湘印象”, 开启文化和地产双主业并举的战略格局, 公司预计未来 2-3 年内文化产业的利润贡献会超过房地产业务。

2016 年度, 三湘印象实现营业收入 67 亿元, 归属于母公司的净利润 7.05 亿元, 每股收益为 0.58 元。截至 2016 年底, 公司总资产 138 亿元, 归属于母公司的净资产 63.5 亿元。

图表 1. 三湘印象地产板块主要产品



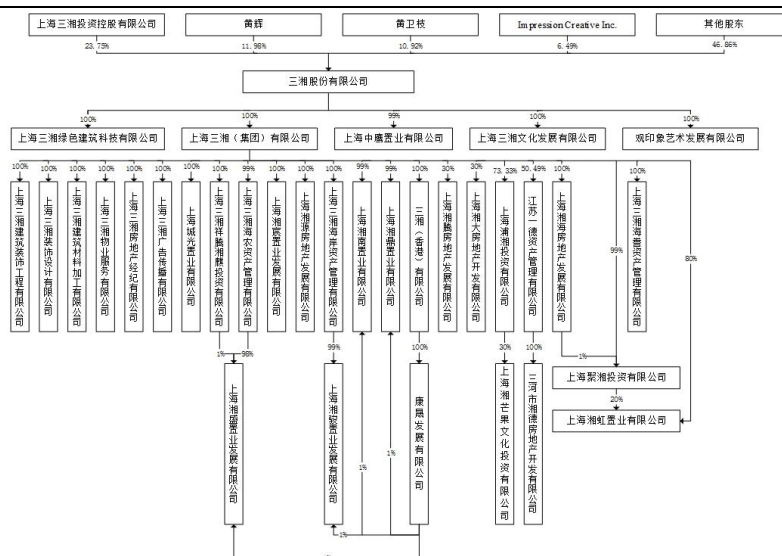
资料来源: 公司公告及中银证券

图表 2. 三湘印象文化板块主要产品



资料来源: 公司公告及中银证券

图表 3. 公司控股子公司控制结构及持股比例框架图



资料来源: 公司公告及中银证券

股权结构

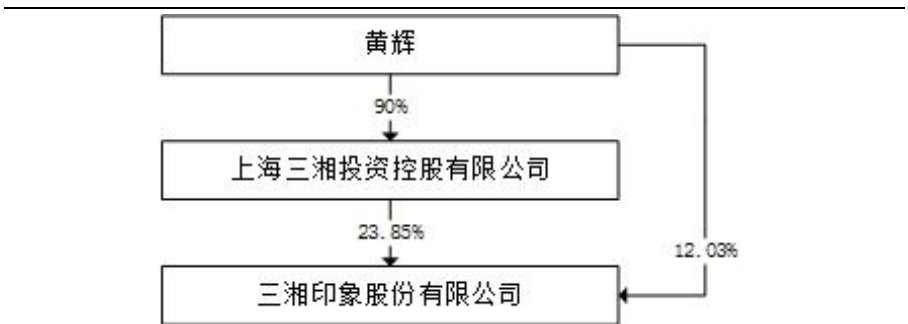
2012 年公司完成借壳上市后，控股股东上海三湘投资控股有限公司持有上市公司 44.64% 的股份，2014 年，公司实施非公开发行股票募投房地产项目，三湘控股持股比例降至 35.52%。

2016 年，公司通过非公开发行股票和现金的形式收购观印象并募集配套资金。此次交易后公司总股本为 13.88 亿股，三湘控股持股比例降至 23.75%，持有三湘控股 90% 的股权的实际控制人黄辉持有公司 11.98% 的股权。黄辉直接和间接控制上市公司合计 35.73% 的股权，仍为公司实际控制人。

目前，三湘股份实际控制人及家族一致行动人合计持有公司股权 6.48 亿股，持股比例为 46.8%，观印象方合计持有公司股权 2.72 亿股，持股比例 19.7%，公司剩余流通股比例仅为 33.4%，即目前实际流通市值仅约 30 多亿。

另一方面，2016 年底公司借壳重组时因将 12 亿的银行负债剥离给深圳市和方投资而授予其近 6,000 万股，但解禁后出于承债方各家银行年底利润需求进行了减持。截至 2017 年 3 月，和方投资持有公司 1,346 万股股票，股权比例降至 1%，已基本解除对目前股价走势的压制。

图表 4. 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告及中银证券

图表 5. 公司 2017 年一季报中十大股东明细

股东名称	2016 年 3 月 31 日		2017 年 3 月 31 日	
	持股数量(股)	占总股本比例(%)	持股数量(股)	占总股本比例(%)
上海三湘投资控股有限公司	329,779,527	34.5	329,779,527	23.9
黄辉			166,392,308	12.0
黄卫枝	151,609,659	15.9	151,609,659	11.0
Impression Creative Inc.			90,103,846	6.5
上海观印向投资中心(有限合伙)			56,050,000	4.1
钜洲资产管理(上海)有限公司			38,461,538	2.8
李建光			30,769,231	2.2
兴全定增 111 号特定多客户资产管理计划			27,453,846	2.0
汇添富基金-上海银行-易昕			14,661,787	1.1
深圳市和方投资有限公司	56,407,066	5.9	13,458,726	1.0
合计	635,982,122	56.2	918,740,468	66.4

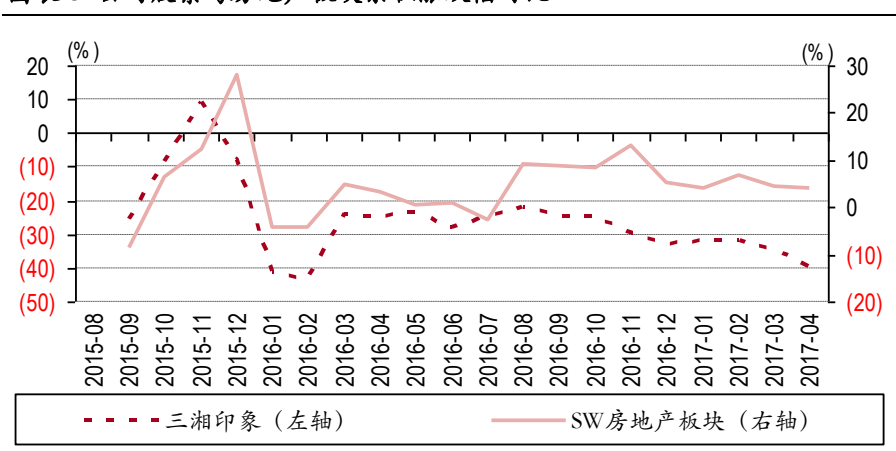
资料来源：万得数据及中银证券

投资逻辑：市场风格切换迎估值修复良机

公司于2015年7月24日披露了拟收购观印象的重大资产重组方案，股票非公开发行底价定6.50元/股。股价走势由停牌前7.40元/股的价格经历连续7个涨停，并于2015年8月14日创出历史新高18.83元/股，此后伴随股灾经历深度调整至今，截至2017年4月28日，公司的收盘股价为7.63元/股。

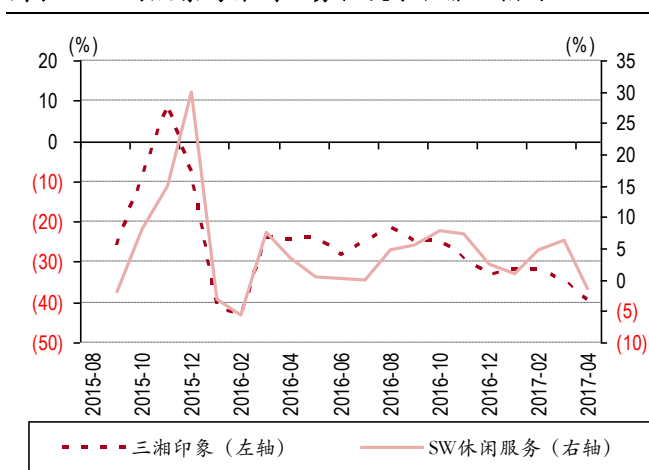
值得注意的是，虽然目前公司绝大部分收入和利润均由地产业务贡献，公司股价在2015年见顶后的走势与房地产板块走势的相关性明显弱于传媒和休闲服务板块：2015年8月以来，公司股价的月度累计涨跌幅与房地产板块的相关系数仅为0.55，而与休闲服务板块的相关系数为0.71，与传媒板块的相关系数高达0.9。从下列图表的对比中我们也可以清晰发现相关性上的差异。

图表 6. 公司股票与房地产板块累积涨跌幅对比



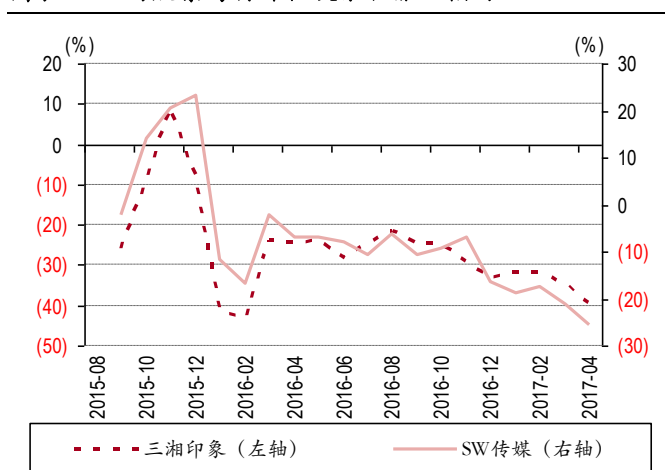
资料来源：公司公告及中银证券

图表 7. 公司股票与休闲服务板块累积涨跌幅对比



资料来源：公司公告及中银证券

图表 8. 公司股票与传媒板块累积涨跌幅对比



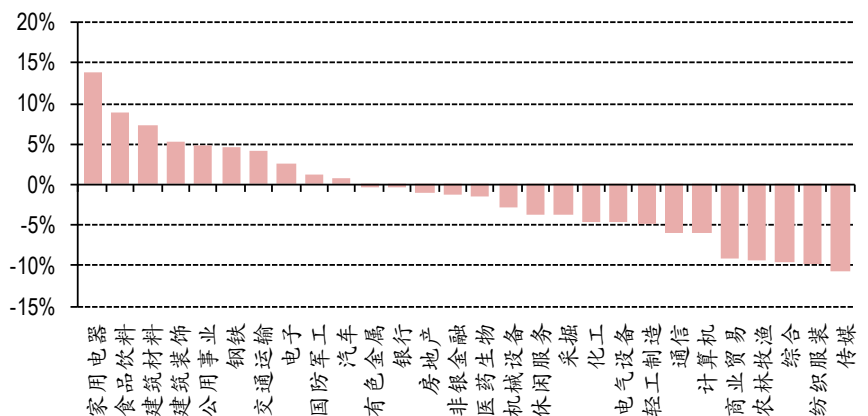
资料来源：公司公告及中银证券

我们认为公司的股价表现与地产板块的走势明显背离主要由于：

- 1) 公司作为小型区域开发商，地产销售和业绩的波动性较大，并不适用于主流开发企业的估值体系，因此公司股价与地产板块走势的相关性较低；
- 2) 公司收购的观印象为文化演艺行业的龙头，市场份额仅次于宋城演艺，具有一定的稀缺性，因此与社服和传媒板块走势的相关性较高。

自 2016 年下半年起，市场风格偏好转向以钢铁、建材等为代表的周期板块，2016 年底至 2017 年 1 季度，市场风格偏好再度转向以白酒、家电等为代表的消费板块。与此同时，以 TMT、社服等为代表的成长板块自 2016 年以来持续遭遇资金流出。2017 年初至今，**SW 传媒板块累计下跌 10.6%，排名 28 个行业倒数第一**；休闲板块累计下跌 3.8%，排名第 17 位；而地产板块仅微跌 1.1%，排名第 13 位。

图表 9. 2017 年初至今全行业板块涨跌幅排名



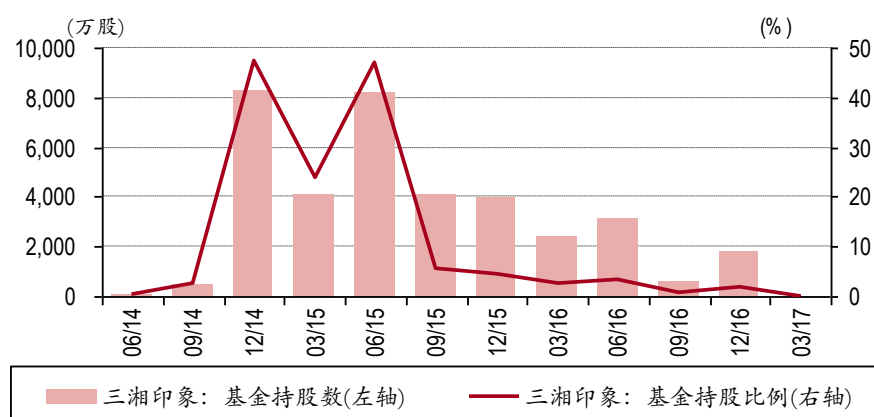
资料来源：公司公告及中银证券

我们观察到随着三湘印象的股价持续下跌，基金持股数量和比例也大幅下降。截至 2017 年 1 季度，公司的公募基金持股数量降至 35 万股，**基金持股比例也降至 0.04% 的绝对低位**，仅博时基金旗下的一个指数型基金持有少量股权。

图表 10. 公司 2017 年一季报中所有机构投资者持股明细

序号	机构股东名称	机构类型	持股数量(股)	占流通 A 股比例(%)
1	上海三湘投资控股有限公司	一般法人	329,779,527.00	36.2
2	深圳市和方投资有限公司	一般法人	13,458,726.00	1.48
3	全国社保基金 118 组合	社保基金	12,223,720.00	1.34
4	沈阳市技术改造基金办公室	一般法人	10,128,168.00	1.11
5	理成全球视野 4 期优选基金 A 号	一般法人	9,584,686.00	1.05
6	理成全球视野诺亚专享 6 号投资基金	阳光私募	6,987,985.00	0.77
7	理成全球视野诺亚专享投资基金	阳光私募	6,630,001.00	0.73
8	博时中证银联智惠大数据 100 指数型证券投资基金	基金	349,800.00	0.04

资料来源：万得数据及中银证券

图表 11. 2014 年以来公司公募基金持股数量及持股比例


资料来源：万得数据及中银证券

我们在 SW 房地产板块中选取总市值在 100-150 亿区间、净资产在 50-100 亿区间的中小型房地产开发企业，经过横向对比和排序，我们发现公司的基金持股比例在选出的 18 家房企中**排名倒数第二**。我们判断近期市场风格的切换或迎来成长板块超跌反弹及相关优质个股估值修复的机会，而与传媒板块走势高度相关且资产价值显著低估的三湘印象有望迎来久违的投资良机。

图表 12. 总市值在 100-150 亿区间、净资产在 50-100 亿区间的中小型房地产开发企业基金持股比例

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2017 年 Q1 归属母公司股东的权益 (亿元)	2016 年营业总收入 (亿元)	2017 年 Q1 基金持股比例 (%)
600622.CH	嘉宝集团	142.8	52.2	23.6	15.42
600240.CH	华业资本	145.8	57.9	52.0	6.46
600246.CH	万通地产	106.8	66.7	23.4	5.16
600708.CH	光明地产	117.2	88.7	207.8	4.58
600565.CH	迪马股份	153.4	68.5	142.7	3.45
000090.CH	天健集团	124.3	66.0	62.1	3.08
000926.CH	福星股份	111.8	99.7	104.8	1.96
000631.CH	顺发恒业	111.4	56.5	36.4	1.87
600568.CH	中珠医疗	136.4	59.2	11.0	1.80
600743.CH	华远地产	118.7	68.0	76.1	1.33
600748.CH	上实发展	142.0	92.2	64.9	1.20
600162.CH	香江控股	130.9	72.9	54.1	0.79
600185.CH	格力地产	137.6	75.0	31.2	0.54
000031.CH	中粮地产	156.9	57.8	180.3	0.24
000056.CH	皇庭国际	115.5	51.8	3.3	0.07
600067.CH	冠城大通	103.0	71.1	61.3	0.06
000863.CH	三湘印象	105.5	64.4	67.0	0.04
000042.CH	中洲控股	118.9	59.1	81.2	0.00

资料来源：万得数据及中银证券

印象篇：优质演艺龙头，权益提升可期

收购方案

2015年7月，三湘股份拟以19亿元收购观印象100%股权，其中现金支付9.5亿元，股份支付对价9.5亿元。同时，公司向黄辉、云锋新创、钜洲资产、裕祥鸿儒等10名投资者非公开发行股份募集配套资金不超过19亿元，发行价格为6.5元/股，其中9.5亿元用于支付标的资产现金对价，剩余部分补充流动资金的比例不超过募集配套资金的50%。

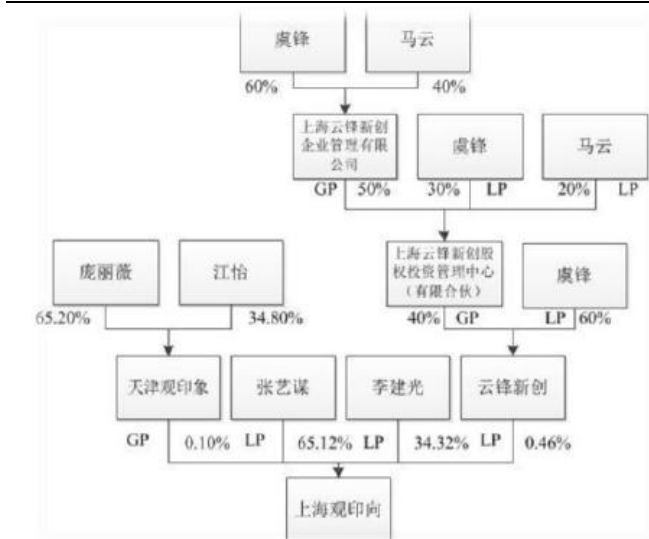
图表 13. 购买资产发行股份及支付现金对价情况

交易对方名称	对价合计 (元)	现金对价 (元)	股份对价 (元)	发行股份数量 (股)
上海观印向	728,650,000	364,325,000	364,325,000	56,050,000
Impression Creative Inc.	1,171,350,000	585,675,001	585,674,999	90,103,846
合计	1,900,000,000	950,000,001	949,999,999	146,153,846

资料来源：公司公告及中银证券

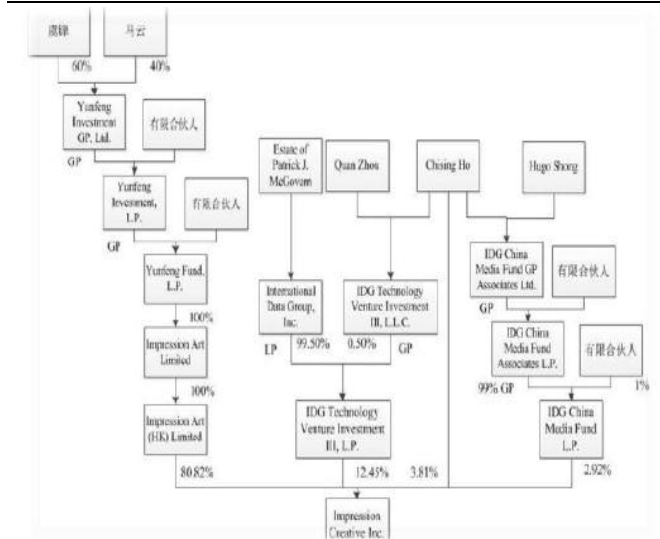
2006年，IDG资本联手张艺谋、王潮歌、樊跃三位中国著名导演通过 Impression Creative Inc 设立了北京观印象艺术发展有限公司，2010年云锋基金入资。2015年，作为观印象红筹回归的一部分，张艺谋导演等主导设立了上海观印向，并从 Impression Creative Inc. 取得了北京观印象部分股权，分别持有观印象 38.4% 和 61.6% 的股权，股东中还包括马云、虞锋、李建光等资本界专业人士。

图表 14. 上海观印向股权结构



资料来源：公司公告及中银证券

图表 15. Impression Creative Inc. 股权结构



资料来源：公司公告及中银证券

2016年5月，公司成功收购观印象艺术发展有限公司100%股权，调整后的发行价格为6.49元/股。张艺谋以及IDG资本、云锋基金等国内外具有影响力的投资机构成为了三湘印象的股东，观印象全体股东以及所有配套资金认购方股份锁定期限为36个月。

图表 16. 募集配套资金情况

募集配套资金的发行对象	发行股份数量 (股)	发行股份金额 (元)	认购比例 (%)	认购方性质
黄辉	166,392,308	1,081,550,002	57	上市公司实际控制人
云锋新创	7,692,308	50,000,002.00	3	马云、虞峰等控制
钜洲资产	38,461,538	249,999,997.00	13	投资管理企业
裕祥鸿儒	3,076,923	19,999,999.50	1	投资管理企业
李建光	30,769,231	200,000,001.50	11	IDG 合伙人
池宇峰	7,692,308	50,000,002.00	3	完美环球娱乐、北京洪恩教育科技董事长
杨佳露	6,153,846	39,999,999.00	2	自然人
兴全基金 (定增 111 号)	27,453,846	178,449,999.00	9	荷兰全球保险集团实际控制
光大保德信 (诚鼎三湘)	4,615,384	29,999,996.00	2	Prudential Management Holding Company 实际控制
合计	292,307,692	1,899,999,998.00	100	

资料来源：公司公告及中银证券

此次交易对价 19 亿元较标的公司评估值 16.7 亿元溢价 13.99%。根据上市公司与观印象全体股东签订的《利润预测及补偿协议》，观印象全体股东承诺观印象 2015-18 年度实现的扣除非经常性损益的归属于母公司的净利润分别不低于 1 亿元、1.3 亿元、1.6 亿元和 1.63 亿元，合计承诺利润合计 5.53 亿元，对应 2017 年市盈率不到 12 倍。

图表 17. 观印象业绩承诺和评估预测

项目 (万元)	2015 年 4-12 月	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	16,670.26	24,315.01	28,614.38	29,111.59
营业成本	3,315.85	4,347.03	4,859.59	4,496.18
营业税金及附加	241.07	351.62	413.80	420.99
营业费用	715.51	993.40	970.97	983.25
管理费用	1,004.83	1,398.01	1,452.65	1,518.05
营业利润	11,393.00	17,224.94	20,917.37	21,693.12
利润总额	11,393.00	17,224.94	20,917.37	21,693.12
所得税费用	2,850.56	4,309.32	5,232.43	5,426.36
净利润	8,542.44	12,915.62	15,684.95	16,266.76

资料来源：公司公告及中银证券

产品系列

观印象主营业务为旅游文化演艺的策划、创意和制作，是目前国内最知名、最成功的旅游演出创作和版权运营机构之一。观印象目前的业务范围包括旅游文化演艺中的山水实景演出（“印象”）和情境体验剧（“又见”）：

“印象”系列：观印象成立之初主打“印象”系列的山水实景演出，是以真山真水为演出舞台，以当地文化、民俗为主要内容，融合演艺和商业元素的独特文化模式，是观印象的主打产品；

“又见”系列：观印象从南到北的发展受到天气因素影响，开发了主打室内情景演出“又见”系列。情境体验剧的剧场没有传统意义上的舞台，而是通过巧妙的空间设计，让观众在整场演出过程中步行到不同的场景中来，由“坐着看”变为“走着看”，并与表演者互动，成为演出的一部分。

图表 18. 观印象已公演项目概况

演出项目	公演时间	地点	所属景区	级别	演出主题	票价 (元)
印象刘三姐	2004 年 3 月	广西桂林阳朔	桂林漓江风景区	5A	壮族民歌民谣	198-680
印象丽江	2006 年 5 月	云南丽江	丽江玉龙雪山景区	5A	玉龙雪山民族风情	190-260
印象西湖	2007 年 3 月	浙江杭州	杭州西湖风景区	5A	西湖十景、杭州的历史传奇	260-600
印象大红袍	2010 年 3 月	福建南平	南平武夷山风景名胜区	5A	武夷岩茶文化	218-688
印象普陀	2010 年 12 月	浙江舟山	舟山普陀山风景区	5A	佛教文化	238-888
印象武隆	2011 年 10 月	重庆武隆	武隆喀斯特旅游区	5A	巴蜀川江号子	238-888
又见平遥	2013 年 2 月	山西平遥	(与平遥景区独立运作)	-	平遥古城票号兴衰故事	198-398
又见五台山	2014 年 9 月	山西五台	忻州五台山风景名胜区	5A	佛教文化	199-588
又见敦煌	2016 年 9 月	甘肃敦煌	甘肃莫高窟旅游区	-	敦煌莫高窟壁画和历史	80-480
国乐系列	2015 年 7 月	全国巡演	民族音乐剧	-	中国传统民乐	80-480

资料来源：公司公告及中银证券（注：《印象丽江》门票与玉龙雪山门票绑定，《印象国乐》、《又见国乐》为室内大型民族乐剧演出，不享有票房分成，而是向赞助商收取冠名费）

随着业务规模扩张以及张艺谋导演事业的发展，公司近年推出两类全新系列品牌：

“归来”系列：该系列是在开辟崭新商业运作模式的黄金品牌“印象”系列创作运营经验基础上，借张艺谋导演同名影视作品《归来》之名强势来袭的又一个以真山真水为演出舞台，以当地文化民俗为主要植入内容，以文化旅游撬动地产投资，提升文化商业价值的文化品牌项目；

“最忆”系列：该系列是 G20 晚会《最忆是杭州》后受到高度赞扬之后保留下来的品牌，系列将秉承“最忆是杭州文艺演出”创作思路理念以美轮美奂、诗情画意演绎雄浑大气的中国风范、科技手段与自然环境完美融合打造登峰造极的创新精神，体现国内最高艺术水准和制作水平大型文化品牌系列项目。

图表 19. 观印象计划和在谈演出项目概况

演出项目	签约时间	预计公演时间	地点
江汉朝宗（知音号）	2014 年 12 月	2017 年上半年	湖北武汉
最忆是杭州	2017 年 1 月	2017 年 5 月	杭州西湖
归来三峡	2016 年 11 月	2018 年	重庆奉节
最忆韶山冲	2016 年 12 月	2018 年 12 月	湖南韶山
归来遵义·长征之路	2016 年 12 月	2018 年 10 月	贵州遵义
长隆项目	在谈		
济南项目	在谈		
苏州项目	在谈		
绍兴项目	在谈		
成都项目	在谈		
无锡项目	在谈		

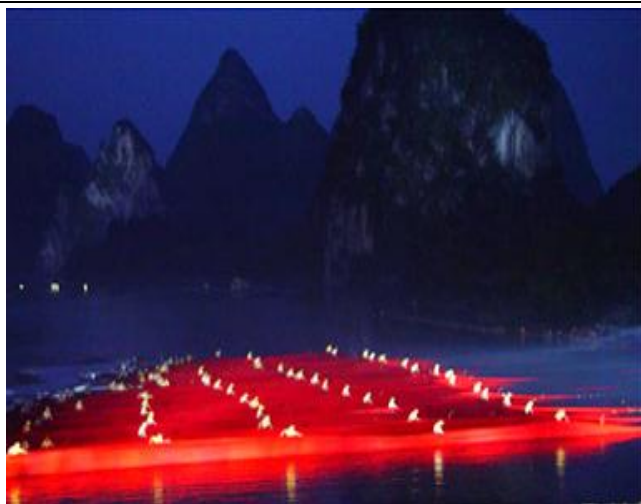
资料来源：公司公告、《投资者关系活动记录表》及中银证券

印象系列：

《印象·刘三姐》是我国第一部大型山水实景演出，集漓江山水、广西少数民族文化及中国精英艺术家创作之大成。演出场地——中国漓江山水剧场——坐落在漓江河畔，与闻名遐迩的书童山隔江相望，180 度全景视野，首次突破了传统的“一个舞台三面墙”剧场概念。灯光、音响系统均采用隐蔽式设计，与环境融为一体。自 2004 年 3 月 20 日首场公演伊始，《印象·刘三姐》每年演出 500 多场，累积接待海内外观众超过 1,000 万，在旅游旺季的时候，每天上演场次达 2 至 3 场。

《印象·丽江》以玉龙雪山为背景，以丽江当地民俗文化为载体，由 500 名来自纳西族、彝族、普米族、藏族、苗族等 10 个少数民族的铿锵汉子、来自 16 个乡下村庄的普通农民在海拔 3,100 米的世界上最高的室外演出场地上出演。自 2006 年 5 月公演以来，累计演出超过 5,100 余场，累积接待观众人数一千多万。2010 年 10 月，上市公司丽江旅游收购了《印象·丽江》的投资运营方——丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司 51% 的股权。2016 年度印象丽江共演出 750 场，销售门票 154 万张，实现营业收入 1.66 亿元。

图表 20. 《印象刘三姐》演出



资料来源：公司公告及中银证券

图表 21. 《印象丽江》演出



资料来源：公司公告及中银证券

《印象·西湖》以其浓厚的历史人文和秀丽的自然风光为创作源泉，深入挖掘杭州的古老民间传说、神话，将西湖人文历史的代表性元素得以重现。《印象西湖》于 2007 年 3 月开始公演，每晚演出 1 至 2 场，旅游旺季可增至 3 场。剧场有可容纳 1,496 人的升降式可收缩观众坐席。印象西湖的剧场独具特色，晚上是观众使用的阶梯状看台，白天则是不露痕迹的宽敞的木质亲水平台；在湖面演出区域内。2016 年由于杭州 G20 原因，印象西湖停演半年，但同时张导的《最忆是杭州》受到了高度评价，印象西湖将向最忆系列改版升级。

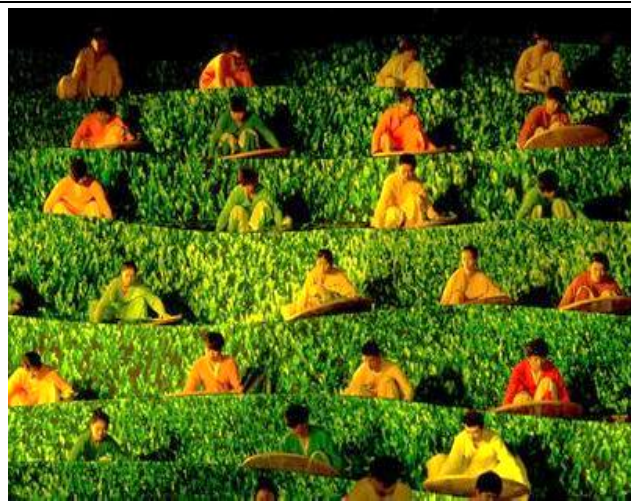
《印象·大红袍》以世界文化与自然双遗产、旅游胜地武夷山为地域背景，以武夷岩茶文化为表现主题，巧妙地将自然景观、茶文化及民俗融于一体。《印象大红袍》演出时长 70 分钟，以 15 块大屏幕矩阵联动放映的实景电影新概念，首创环景剧场和 360 度旋转观众席，视觉半径 2 公里，舞台延展长度 12,000 米。2010 年 3 月 29 日，《印象大红袍》正式公演，累计演出逾千场。项目运营方于 2016 年 9 月申请新三板挂牌，实际控制人武夷山市人民政府持有 51.52% 的股份，印象大红袍 2015 年实现营业收入 7,669 万元。

图表 22. 《印象西湖》演出



资料来源：公司公告及中银证券

图表 23. 《印象大红袍》演出



资料来源：公司公告及中银证券

又见系列：

《又见平遥》情境体验剧于 2013 年 2 月首演。又见平遥剧场以黄土和瓦作为主要语汇，融传统与现代于一体，与两千年的平遥古城遥相呼应。剧场内部有着繁复和奇特的空间分割，完全不同于传统剧场：没有前厅，没有主入场口，没有观众席，没有传统舞台。观众从不同的门进入剧场，在 90 分钟的时间里，步行穿过几个不同形态的主题空间。从 2013 年开始，又见平遥演出上座率不断提高，目前已达到 95%，并且未来票价的提升提供了较大空间。

《又见敦煌》由王潮歌导演执导的丝绸之路经济带上首个室内情景体验剧在 2016 年首届丝绸之路敦煌国际文化博览会上公演，正式走进“一带一路”，该项目作为甘肃省重点文化项目，以史诗的笔法深入挖掘中华民族五千年文化精髓，以艺术的方式形象地展示了一带一路开放、包容、合作、共赢的精神，再现“人类的敦煌”，成为当地继莫高窟、鸣沙山、月牙泉后又一张中外文化交流名片。

图表 24. 《又见平遥》演出



资料来源：公司公告及中银证券

图表 25. 《又见敦煌》演出



资料来源：公司公告及中银证券

最忆系列、归来系列：

《最忆是杭州》作为 2016 中国杭州 G20 峰会文艺演出，于 2016 年 9 月 4 日首演，在杭州西湖岳湖景区内为二十国集团领导人呈上的大型水上情景表演交响音乐会。这是国内首次在户外的水上舞台举办大型交响音乐会，9 个节目总时长 50 分钟。演出由张艺谋导演亲自执导，舞台设置于水下 3 厘米处，演出节目包括交响乐、舞蹈、越剧、古琴大提琴合奏、钢琴独奏等。

《归来三峡》是奉节县在白帝城·瞿塘峡景区打造三峡山水实景演出，也是继《印象·武隆》之后，张艺谋团队在重庆导演的第二部大型山水实景演出。该演出将以诗词文化、三峡文化为主要内容，让观众在 70 分钟的演出中，领略长江三峡壮美的自然景观、巴蜀大地独特的风土人情。目前项目已进入演艺背景灯光及音响效果测试阶段。

图表 26. 《最忆是杭州》G20 峰会首演



资料来源：公司公告及中银证券

图表 27. 《归来三峡》演出效果图



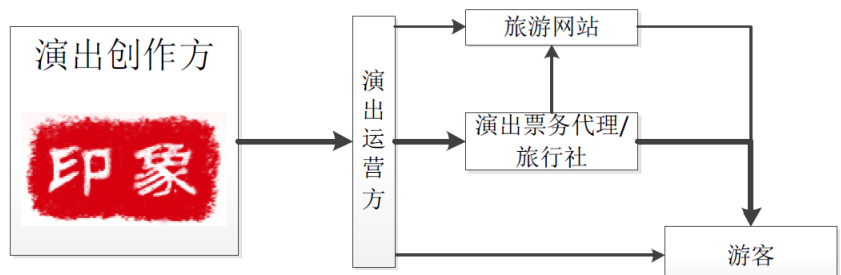
资料来源：公司公告及中银证券

盈利模式及预测

盈利模式

观印象作为演出创作方，主要负责剧目的策划、创意、制作，并根据实际需要聘请相应的专业人员。演出投资运营方募集和投入资金，调配当地资源，为观印象的演出创意工作提供必要条件，并在观印象授权后运营演出项目。投资运营方在向观印象支付固定的创作费用之外，在演出的存续期内还需向观印象按期支付票房收入的一定比例，即版税。

图表 28. 观印象运营模式



资料来源：公司公告及中银证券

观印象属于轻资产公司，除部分参与票务管理和日常维护之外，不参与演出项目的具体运营。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项目创作、维护收入，演出票务收入分成、股东权益分红等：

(1) 导演制作费收入：60%：

该部分收入为固定收入，主要分为三个阶段，项目设计阶段、设施建设阶段以及排练合成阶段，根据合同内约定内容的完成，确认收入。观印象的**制作费收入为 5,000-6,000 万/部**，其成本为前期项目制作阶段发生的项目上的差旅费、外包服务等。

(2) 票房版税/分成：30%

该部分收入根据演出票房收入按合同约定比例进行收取。在项目正式公演售票后，按月/季度根据合同约定的比例按门票销售收入进行分成，**分成比例范围主要集中在演出票房收入的 10%至 15%之间**，且部分项目存在年度保底收入，基本没有成本支出。

(3) 维护费：10%

该部分收入在公演后的演出期间内按合同约定收取。

(4) 其他收入

该部分收入主要为旅游纪念品收入，根据销售收入按比例分成收取。

2、盈利预测

(1) 导演制作费：观印象每年制作的项目约 2-3 个，平均每个项目收入约 5,000-6,000 万元，预测观印象承诺期内制作费用的收入约为 1.5 亿元，预计制作业务毛利率 80%，净利率 40%，即**该业务贡献净利润 5,000-6,000 万**。

图表 29. 观印象制作业务利润预测表

项目	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
年签约制作数量	2	2	3	3	3
制作单价 (万元)	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
年制作收入 (万元)	10,000	10,000	15,000	15,000	15,000
制作成本	2,000	2,000	3,000	3,000	3,000
毛利率	80%	80%	80%	80%	80%
制作毛利润 (万元)	8,000	8,000	12,000	12,000	12,000
净利率	40%	40%	40%	40%	40%
制作利润 (万元)	3,200	3,200	6,000	6,000	6,000

资料来源：公司公告及中银证券

(2) 票房分成：观印象目前有“印象”和“又见”系列合计约 10 个项目，我们假设一台演出公演 2 次/天，250 个公演天数，座位 1,000-1,500 个，票价 150-200 元。目前十余台作品合计票房总收入**超过 11 亿元**，观看人次**超过 530 万人**。公司在演出票房收入中提取固定比例的版税分成，基本无成本费用支出，假设分成比率平均在 10%左右，**预测该业务贡献净利润约 1.2 亿元**。

图表 30. 观印象票房分成业务利润预测表

项目	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
印象刘三姐	26,255	27,799	28,108	28,417	29,035
印象丽江	25,427	21,884	21,667	22,751	23,888
印象大红袍	6,684	7,658	8,424	9,266	10,193
印象西湖	7,500	8,225	8,467	9,072	9,677
印象武隆	6,804	6,940	7,212	7,484	7,757
印象普陀	4,380	4,619	4,937	5,176	5,415
又见平遥	6,006	6,864	7,293	7,550	7,722
又见五台山		4,118	6,989	7,222	7,571
江汉朝宗				5,000	5,500
最忆是杭州				5,000	5,500
归来三峡				5,000	5,500
最忆韶山冲					5,000
归来遵义					5,000
票房总收入 (万元)	83,055	88,108	96,987	114,744	129,426
分成比例	0.1	0.1	0.1	0.11	0.11
票房分成收入 (万元)	8,305	8,811	9,699	12,622	14,237

资料来源：公司公告及中银证券

综上，我们预计观印象 2017-18 年主营业务总收入分别为 3 亿元和 3.2 亿元；此期间观印象净利润分别为 1.8 亿元和 2 亿元。

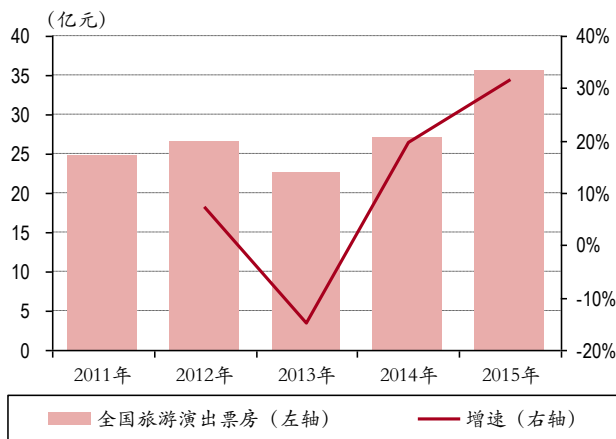
图表 31. 观印象净利润预测表

项目 (万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营业务收入					
制作费用收入	10,000	10,000	15,000	15,000	15,000
票房分成收入	8,305	8,811	9,699	12,622	14,237
维护收入	1,246	1,322	1,455	1,893	2,136
其他收入	-	1,392	1,392	1,392	1,392
合计收入	19,551	21,524	27,545	30,907	32,764
主营业务成本					
制作成本	2,000	2,000	3,000	3,000	3,000
维护成本	49.8	52.9	58.2	75.7	85.4
其他收入成本	0	278	278	278	278
合计成本	2,050	2,331	3,337	3,354	3,364
营业税金及期间成本	7,717	4,002	2,743	2,837	2,922
营业利润	9,785	15,191	21,466	24,715	26,478
所得税费用	2,446	3,798	5,366	6,179	6,620
净利润	7,338	11,393	16,099	18,537	19,859

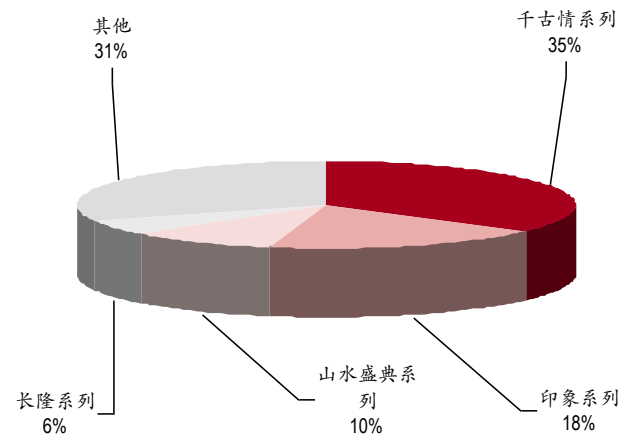
资料来源：公司公告及中银证券

3、票房分成比例提升

目前，国内旅游演艺市场以宋城演艺、观印象、山水盛典为首的旅游演艺行业三巨头已初具规模，2016 年全国旅游演出市场规模预计突破 40 亿元，目前宋城千古情系列和三湘印象的印象系列的市场份额分别为 35%和 20%左右。

图表 32. 全国旅游演出市场总票房收入


资料来源：万得数据、中银证券

图表 33. 全国旅游演出市场竞争格局


资料来源：万得数据、中银证券

从票房体量来看，观印象总票房收入体量仅次于旅游演艺行业龙头宋城演艺。2016 年，宋城演艺在杭州、三亚、丽江和九寨沟等景区现场演艺的千古情系列合计产生的现场演艺收入为 13.1 亿元，归母净利润 6.7 亿元（扣除六间房等互联网演艺业务）；对比观印象目前票房收入近 11 亿元，但票房分成业务的净利润仅约 1 亿元。

图表 34. 2016 年宋城现场演艺主要项目收入及毛利

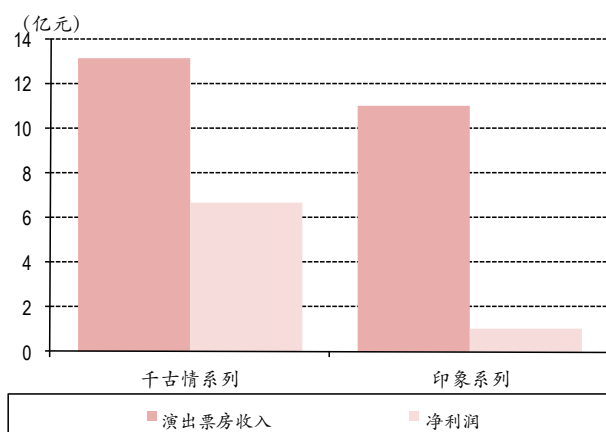
主要旅游景区	2016 年收入 (万元)	增长率(%)	2016 年毛利 (万元)	毛利率(%)
杭州宋城旅游区	64,204	(2)	43,945	68
三亚宋城旅游区	30,261	20	22,556	75
丽江宋城旅游区	21,905	30	15,867	72
九寨沟宋城旅游区	14,776	14	10,209	69
合计	131,456	9	92,307	70

资料来源：万得数据及中银证券

宋城演艺的商业模式属于重资产模式，与观印象的轻资产模式不同：宋城景区均由公司自持，千古情项目的开发建设和日常运营由宋城公司负责。即使不考虑六间房的并表业绩，宋城演艺在过去 5 年的净利润率一直维持在 35-40% 的高位，远超目前观印象 10-15% 的票房分成比例。

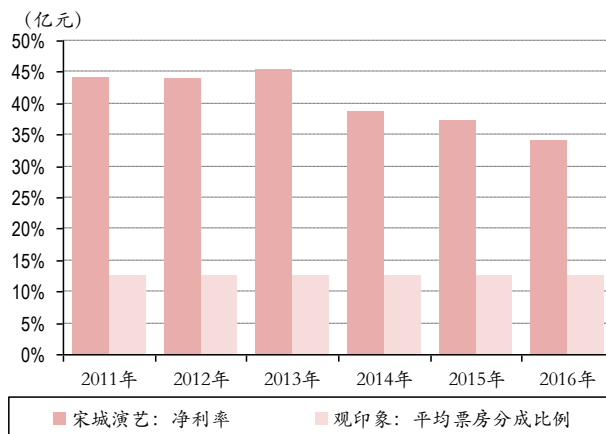
三湘印象在近期《投资者关系活动记录》上表示：“公司在新的项目谈判策略中，有可能加大门票的分成和股权的比例；而在原有的项目上如果有改动的需求，可能借此会去谈持股比例”，同时表示：“公司期望新项目中的股份占比在 30% 左右，好的地方的持股比例预计在 50% 以上。”我们预计在 G20《最忆是杭州》取得成功后，随着公司新项目股权占比提升以及新增项目增加，票房分成比例也将提升，由此带来的盈利提升潜力巨大。

图表 35. 观印象与宋城演艺收入和净利润比较



资料来源：公司公告、万得数据、中银证券

图表 36. 观印象票房分成比例与宋城演艺净利率比较



资料来源：公司公告、万得数据、中银证券

目前印象公演稳定后的票房收入约 1-2 亿元/台，获得平均票房提成收入仅约 1,000-2,000 万元；假设票房提成比例提升至 30%，则票房提成收入有望提升至 3,000-5,000 万元，单项目净利润即可实现翻倍。此外，公司在近期《投资者关系活动记录》预计未来 2-3 年内文化产业的利润贡献会超过房地产业务，而目前房地产业务净利润保持在 3-4 亿，文化业务目前 1.6 亿的净利润未来的提升空间可期。

三湘篇：聚焦长三角，受益京津冀

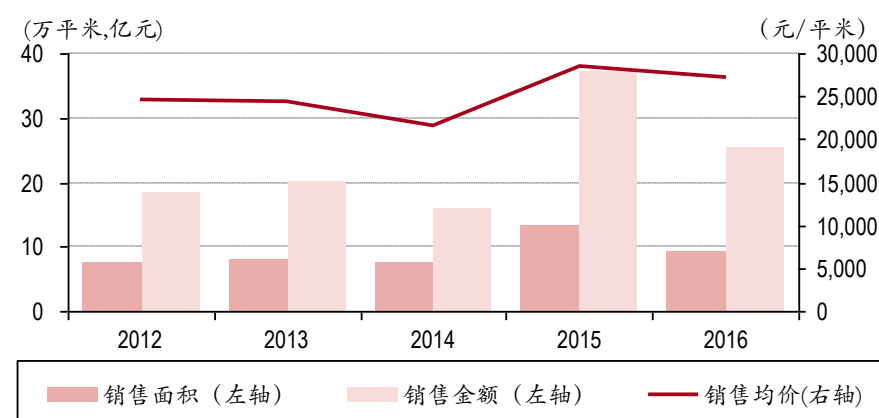
房地产销售及储备

公司房地产开发产品主要为住宅及社区配套商业，其中住宅地产以中、高层刚需、改善性住宅为主，低密度多层住宅为辅，业务范围立足上海，覆盖长三角、珠三角、京津冀，基本实现了经济发达区域的布局。

在产品特点方面，三湘地产定位为“绿色科技建筑”，吸收引进以德国为代表的欧美先进建筑理念，全面推行新技术、新工艺和新材料的集成运用：在节能方面，公司在全国率先实施高层住宅“太阳能与建筑一体化”；在防霾方面，公司研发应用具有防霾去霾功效的“室内空气净化与建筑一体化”。公司对技术均拥有自主知识产权，并已在多个已经交付楼盘中运用。

2016 年，公司开发建设的房地产项目三湘七星府邸（上海杨浦）、上海三湘海尚城（上海宝山）、三湘未来海岸（上海杨浦）、三湘海尚名邸（上海嘉定）、三湘海尚云邸（上海崇明）、三湘四季花城牡丹苑（上海松江）、三湘四季花城（上海松江）、虹桥三湘广场（上海闵行）、中鹰黑森林（上海普陀）等合计实现销售面积约 9.26 万平方米，销售金额约 25.19 亿元。2017 年，公司将确保房产销售合同金额达到 25 亿元，力争达到 30 亿元，回笼资金 20 亿元。

图表 37. 2012-2016 年公司房地产销售情况



资料来源：公司公告及中银证券

图表 38. 2016 年三湘主要在售项目（万平方米）

项目名称	可供出售面积	年度预售面积	销售金额 (亿元)	年度结算面积	报告期末剩余可售面积	报告期末累计结算面积	上市公司权益比例 (%)
三湘七星府邸（上海杨浦）	2.68	0.11	0.78	0.04	0.47	1.91	100
上海三湘海尚城（上海宝山）	18.49	0.73	0.89	0.57	3.6	14.52	100
三湘未来海岸（上海杨浦）	5	0.05	0.03	0.06	0.76	4.24	100
三湘海尚名邸（上海嘉定）	17.11	2.34	1.73	14.09	2.41	14.09	100
三湘海尚云邸（上海崇明）	19.42	2.52	6.7	0	16.9	0	100
三湘四季花城牡丹苑（上海松江）	2.39	0.53	1.43	0	0.38	0	100
虹桥三湘广场（上海闵行）	6.29	0.37	1.27	2.39	3.9	2.39	100

资料来源：公司公告及中银证券

2017 年公司主要可售和可结的项目包括:

- 1) **张江三湘海尚福邸**, 计划今年销售并交房, 项目位于国家科创中心, 楼面价 2.6 万元/平米, 售价 7-8 万元/平米, 预计货值 40 亿元, 尚未取得预售证;
- 2) **崇明三湘海尚云邸**, 计划今年销售并部分交房, 项目位于国家级旅游生态岛崇明岛, 楼面价 3766 元/平米, 目前售价 3 万元/平米, 预计货值 55 亿元。目前崇明一期销售非常好, 但尚未取得二期预售证。
- 3) **部分存量房项目的结转。**

由于受到全国房地产调控的影响, 上海项目的预售许可证较难办理, 故具体销售节奏会受到政策影响。我们保守预测公司 2017 年房地产结算净利润约 3-4 亿左右, 若下半年上海两个项目的预售证放开, 地产结算业绩有望达到 6-7 亿。

图表 39. 张江三湘海尚福邸



资料来源: 公司官网、中银证券

图表 40. 崇明三湘海尚云邸



资料来源: 公司官网、中银证券

此外, 公司的存量土地储备资源也十分优质:

- 1) **前滩三湘印象名邸江景项目**, 公司于 2014 年以 6.7 万元/平米的楼板价竞得前滩地块, 目前周边售价达到 15 万元/平米, 预计货值 40 亿元, 计划于 2018 年销售。
- 2) **燕郊三湘森林海尚城**, 作为公司近年重点开发项目, 公司权益比例为 50%, 总面积约 100 万平米, 其中住宅约 80 平米, 受益于“京津冀一体化”, 目前周边毛坯房近 3 万元/平米, 公司的精装修项目预计售价 3.5 万元/平米, 预计权益货值 180 亿元, 计划于 2018 年销售。

图表 41. 2016 年末三湘主要储备项目可结算货值及净利润测算

项目名称	区域	权益比例(%)	可结面积 (万平米)	均价 (元/平米)	单位投资 (元/平米)	权益货值 (亿元)	总投资 (亿元)	净利润 (亿元)
三湘海尚城	上海宝山	100	4.0	53,000	12,594	21.0	5.0	8.09
三湘四季花城牡丹苑	上海松江	100	2.4	39,000	16,910	10.1	4.0	2.66
三湘海尚云邸	上海崇明	100	18.2	31,000	11,002	56.3	20.0	16.68
三湘海尚福邸	上海浦东	100	5.4	75,000	33,457	40.7	18.1	7.74
三湘印象名邸	上海浦东	100	2.5	150,000	94,936	37.7	23.9	3.31
三湘森林海尚城	河北燕郊	50	106.1	35,000	5,106	185.7	54.2	84.98
合计:			138.9			325.0	125.2	115.7

资料来源: 公司公告及中银证券

图表 42. 2016 年末三湘在建和拟建项目

项目名称	占地面积 (平方米)	规划建筑面积 (平方米)	总投资金额 (万元)	实际投资金额 (万元)	项目状态	上市公司权益比例 (%)
虹桥三湘广场（上海闵行）	15,052.60	66,922.63	120,000.00	114,125.52	竣工	100
三湘海尚名邸（上海嘉定）	85,588.50	207,603.03	251,076.38	262,417.03	竣工	100
中鹰黑森林（上海普陀）	88,604.50	273,878.00	627,841.78	637,822.58	竣工	99
三湘四季花城牡丹苑	5,196.00	28,432.53	40,416.00	33,403.15	在建	100
三湘海尚云邸（上海崇明）	199,810.80	201,808.90	199,831.00	139,003.10	在建	100
三湘海尚福邸（上海浦东）	18,517.00	60,238.00	181,384.00	127,547.32	在建	100
三湘印象名邸（上海浦东）	13,965.30	27,930.60	238,646.00	200,297.76	在建	100
三湘森林海尚城（河北燕郊）	361,631.00	1,179,303.00	541,898.14	96,690.11	在建	50.49

资料来源：公司公告及中银证券

图表 43. 2016 年末三湘房地产出租情况

项目名称	权益比例(%)	可租面积 (万平方米)	已租面积 (万平方米)	未租面积 (万平方米)	出租率 (%)	年累计收缴租金 (万元)
三湘世纪花城一期、二期	100	1.7	1.67	0.03	98.23	641.54
三湘世纪花城三期、芙蓉花苑	100	0.2	0.2	0	100	229.46
三湘商业广场	100	2.06	2.06	0	100	863.14
三湘四季花城	100	1.45	1.45	0	100	1111.05
上海三湘海尚城	100	1.45	1.45	0	100	318.36

资料来源：公司公告及中银证券

文化+地产协同效应显现

根据 2017 年公司发展战略，公司计划加快房地产业和文化产业的紧密融合，发挥协同效应。包括：在一线、强二线城市加强文化旅游演艺与地产的结合，打造城市型的文旅产商综合体；三、四线城市发展文化旅游休闲目的地建设，合作参与文旅地产项目等，双主业将发挥两大板块的协同效应，在业务、财务和管理方面得到体现。自公司去年完成收购观印象以来，公司的文化地产战略已在部分城市开始落地体现：

- 1) 杭州：随着 G20 峰会在杭州成功举行，而观印象的《最忆是杭州》在 G20 上精彩演出，也使三湘印象品牌深入人心。公司参加了 2017 年 1 月杭州市国有建设用地使用权挂牌出让活动，竞得江干区一处土地使用权，建筑面积 8.2 万平米，楼面价约 3.2 万元/平米。
- 2) 韶山：在 G20 杭州晚会《最忆是杭州》获得了成功后，韶山将作为“最忆”系列的第一个落地的项目。公司作为《最忆韶山冲》的制作方，主要以秀场为主，同时有望与 IDG 共同投资，计划打造类似古北水镇的特色小镇综合体项目，目前项目投资方以 IDG 为主导。
- 3) 上海：公司的杨浦项目规划做成文化+地产融合，计划做成一个代表性的模式，即公司能持有文化演出 51% 股权，将在一二线城市复制文化+地产的融合模式，可拓展空间巨大。同时，观印象新项目公司希望加大股权比例，好的地方加到 50% 以上，在上海做出模板，后续向一二线城市复制。

房地产重估净资产价值

1) 公司目前开发项目的存货账面价值为 86 亿元，未结算口径的权益储备建面约 94 万平米，主要包括位于上海、燕郊和杭州的项目，权益可结算货值 325 亿元，未结算项目盈利折现后的现值约 56 亿元；

2) 公司目前持有的投资性房地产账面价值为 4 亿元，可出租面积为 6.86 万平米，物业全部位于上海，即成本价为 5,757 元/平米；年租金收入为 3,334 万元，则租金回报率高达 8%；我们以 2% 的租金回报率假设，重估持有性物业价值为 16.7 亿元，即 2.4 万元/平米，实现增值 13 亿元；

3) 公司的观印象项目收购价格为 19 亿元，2017 年承诺业绩为 1.6 亿元，我们按照 25 倍市盈率给予其 40 亿的估值，即实现增值约 21 亿元。

我们测算公司重估后的净资产价值 (RNAV) 为 155 亿元，其中纯地产业务的 RNAV 约 115 亿元基本覆盖目前市值，提供较高安全边际。

图表 44. 三湘印象地产业务重估净资产价值 (RNAV) 测算 (亿元)

	投资性房地产	存货	观印象	归母净资产
账面价值	4	86	19	65
重估增值	13	56	21	90
RNAV	52	132	40	155
股本				13.83
每股 RNAV (元/股)				11.13

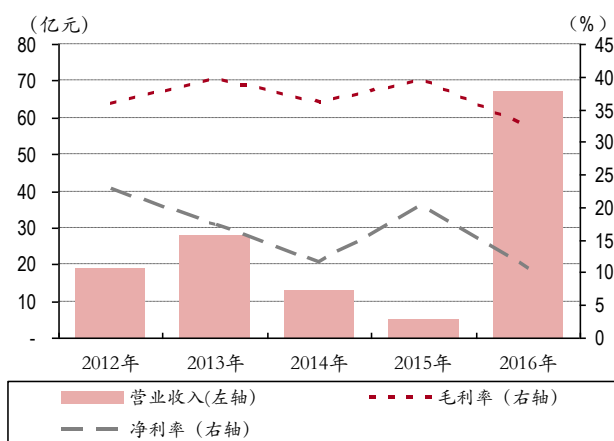
资料来源：公司数据、中银证券

财务分析及盈利预测

财务分析

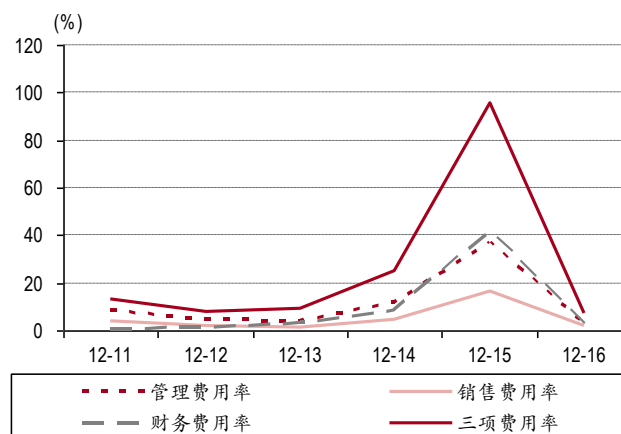
公司 2016 年归属于上市公司股东的净利润为 7.05 亿元, 上年同期为 1.05 亿元, 同比预增 571.43%; 基本每股收益约为 0.61 元。2016 年较上年同期业绩变动主要因为年内三湘海尚名邸项目、虹桥三湘广场项目、中鹰黑森林项目交房结转收入及本期收购观印象实现的演艺收入所致。此外, 随着公司 2016 年定向增发的实施, 公司净负债率大幅下降, 为后续扩张奠定基础。

图表 45. 2012-2016 年公司营业收入和利润率



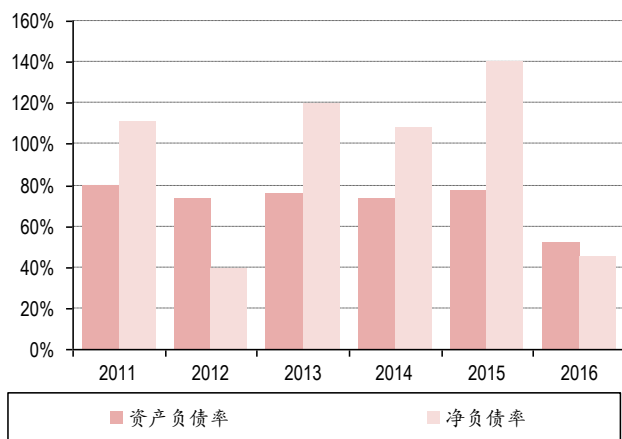
资料来源: 万得数据、中银证券

图表 46. 2012-2016 年公司三项费用率



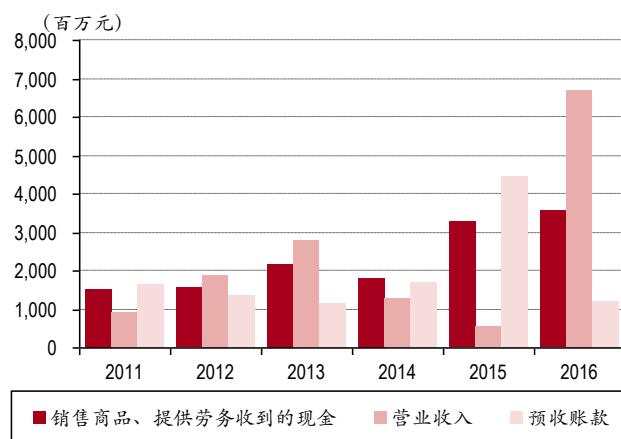
资料来源: 万得数据、中银证券

图表 47. 2012-2016 年公司资产负债率和净负债率



资料来源: 万得数据、中银证券

图表 48. 2012-2016 年公司现金流和预收账款



资料来源: 万得数据、中银证券

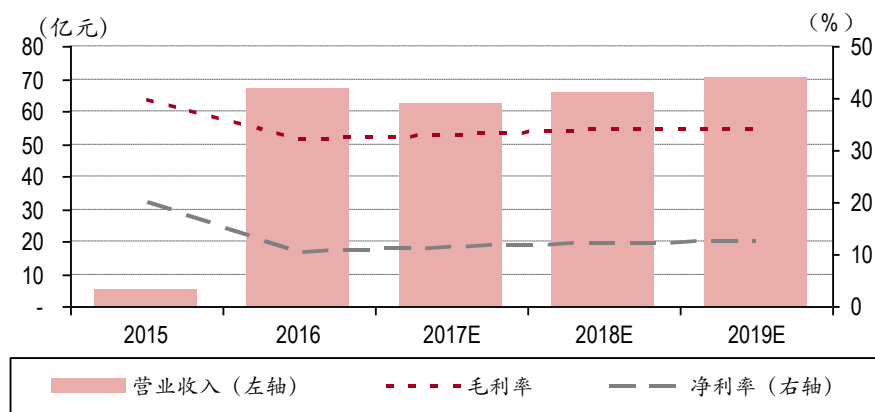
盈利预测

根据公司前期收购观印象资产时获得的业绩承诺以及地产行业面临的调控限制, 我们预测公司 2017 年净利润为 7 亿元, 其中地产业务 5.4 亿元, 文化业务 1.6 亿元。另一方面, 由于受到房地产调控的影响, 公司今年主推的上海张江和崇明二期项目近期受到限价调控影响, 延缓公司的销售和结算节奏, 但由于公司的负债率水平较低, 在公司财务风险可控的背景下, 我们认为短期业绩的波动并不能影响公司存量物业的价值。

1) 观印象自被并购之后，新项目签约明显加速，16年新签约项目3个，未来公司计划提高新项目和改造项目的股权比例和演出分成比例至30-50%，边际贡献明显。公司将确保观印象板块2017年实现业绩承诺1.6亿元。

2) 地产项目RNAV约115亿，17年计划销售25-30亿元，同比微增。上海项目资产保值与增值功能显著，燕郊项目则受益于京津冀协同发展的提速；文化和地产协同效应可期，印象品牌与政府谈判拿地联动，或在拿地成本上取得优势。公司将确保2017年度公司扣非后净利润不低于3.8亿元。

图表 49. 2017-2019 年公司盈利预测



资料来源：万得数据及中银证券

投资建议：买入

三湘印象是区域房地产开发商，项目主要布局在上海和燕郊，后者显著受益于京津冀战略提速，2016年收购观印象后实施文化和地产双主业战略。观印象是国内文化演艺行业龙头，由张艺谋团队创作的系列作品年票房收入逾10亿元，但公司轻资产模式下10-15%的票房分成比例远低于宋城演艺35-40%的净利润率，未来计划提高新项目股权比例至30%-50%，公司预计未来2-3年内文化产业的利润贡献会超过地产业务，后续协同效应可期。另一方面，公司股价自15年8月见顶后的持续调整走势与地产板块的相关性显著低于今年涨跌幅垫底的传媒板块，而公司最新一期的基金持仓比例也处于历史和同类房企中的绝对低位，未来市场风格切换或迎来公司估值修复的契机。我们预测公司2017-2019年每股收益分别为0.51元、0.57元和0.63元，采用分部估值法给予9.54元/股的目标价，首次覆盖给予**买入**评级。

研究报告中所提及的有关上市公司

三湘印象(000863.CH/人民币 7.63, 买入)

宋城演艺(300144.CH/人民币 20.14, 买入)

以2017年4月28日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	520	6,705	6,222	6,555	7,047
销售成本	(357)	(4,951)	(4,629)	(4,818)	(5,163)
经营费用	(253)	(243)	(263)	(276)	(296)
息税折旧前利润	(90)	1,512	1,330	1,461	1,588
折旧及摊销	(27)	(60)	(18)	(20)	(22)
经营利润(息税前利润)	(117)	1,451	1,312	1,441	1,565
净利息收入/(费用)	(207)	(177)	(220)	(216)	(214)
其他收益/(损失)	435	21	22	25	29
税前利润	103	1,289	1,100	1,235	1,364
所得税	(23)	(350)	(275)	(308)	(341)
少数股东权益	25	(234)	(124)	(139)	(153)
净利润	105	705	702	788	871
核心净利润	105	705	702	788	871
每股收益(人民币)	0.076	0.510	0.508	0.570	0.629
核心每股收益(人民币)	0.076	0.510	0.508	0.570	0.629
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.152	0.170	0.188
收入增长(%)	(59)	1,191	(7)	5	7
息税前利润增长(%)	(193)	(1,339)	(10)	10	9
息税折旧前利润增长(%)	(159)	(1,772)	(12)	10	9
每股收益增长(%)	(88)	574	(0)	12	11
核心每股收益增长(%)	(88)	574	(0)	12	11

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	103	1,289	1,100	1,235	1,364
折旧与摊销	27	60	18	20	22
净利息费用	215	183	233	231	230
运营资本变动	(573)	(543)	508	(378)	(536)
税金	(23)	(350)	(275)	(308)	(341)
其他经营现金流	(516)	51	(5)	(8)	(14)
经营活动产生的现金流	(769)	691	1,580	791	726
购买固定资产净值	(10)	(6)	0	0	0
投资减少/增加	546	(64)	13	15	16
其他投资现金流	0	(563)	(236)	(145)	(147)
投资活动产生的现金流	536	(633)	(223)	(130)	(130)
净增权益	130	1,860	0	0	0
净增债务	(698)	(572)	(0)	0	0
支付股息	(527)	(439)	(210)	(236)	(261)
其他融资现金流	(299)	(253)	(236)	(145)	(147)
融资活动产生的现金流	(1,394)	596	(446)	(381)	(407)
现金变动	(1,626)	654	912	280	188
期初现金	1,970	356	999	1,912	2,194
公司自由现金流	(233)	58	1,358	661	596
权益自由现金流	(930)	(514)	1,358	661	596

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	356	999	1,912	2,194	2,385
应收帐款	113	170	158	166	179
库存	11,846	9,628	8,934	9,413	10,119
其他流动资产	16	34	29	30	32
流动资产总计	12,331	10,831	11,033	11,803	12,715
固定资产	55	58	74	90	107
无形资产	90	1,906	1,906	1,906	1,906
其他长期资产	1,000	1,068	1,022	999	981
长期资产总计	1,146	3,031	3,002	2,996	2,994
总资产	13,477	13,862	14,034	14,799	15,709
应付帐款	1,522	1,444	1,327	1,379	1,478
短期债务	679	353	353	353	353
其他流动负债	4,262	1,559	1,271	1,336	1,433
流动负债总计	6,464	3,356	2,951	3,069	3,264
长期借款	3,900	3,658	3,658	3,658	3,658
其他长期负债	99	226	226	226	226
股本	454	880	880	880	880
储备	2,520	5,474	5,964	6,514	7,122
股东权益	2,974	6,354	6,844	7,394	8,002
少数股东权益	40	268	354	452	559
总负债及权益	13,477	13,862	14,034	14,799	15,709
每股帐面价值(人民币)	2.15	4.59	4.95	5.35	5.79
每股有形资产(人民币)	2.09	3.22	3.57	3.96	4.40
每股净负债/(现金)(人民币)	3.05	2.18	1.52	1.31	1.18

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(17.4)	22.5	21.4	22.3	22.5
息税前利润率(%)	(22.6)	21.6	21.1	22.0	22.2
税前利润率(%)	19.8	19.2	17.7	18.8	19.4
净利率(%)	20.1	10.5	11.3	12.0	12.4
流动性					
流动比率(倍)	1.9	3.2	3.7	3.8	3.9
利息覆盖率(倍)	(0.5)	7.6	5.3	5.9	6.4
净权益负债率(%)	140.1	45.5	29.2	23.2	19.0
速动比率(倍)	0.1	0.4	0.7	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	100.8	15.0	15.0	13.4	12.1
核心业务市盈率(倍)	100.8	15.0	15.0	13.4	12.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	126.1	18.7	18.8	16.7	15.2
市净率(倍)	3.5	1.7	1.5	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	(13.7)	15.3	6.7	13.3	14.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(163.4)	9.0	9.5	8.5	7.7
周转率					
存货周转天数	9,996.9	791.6	731.8	694.9	690.4
应收帐款周转天数	259.2	7.7	9.6	9.0	8.9
应付帐款周转天数	1,070.6	80.7	81.3	75.3	74.0
回报率					
股息支付率(%)	171.0	0.0	39.9	39.9	39.9
净资产收益率(%)	3.5	15.1	10.6	11.1	11.3
资产收益率(%)	(0.7)	7.7	7.1	7.5	7.7
已运用资本收益率(%)	(1.4)	16.0	12.1	12.6	12.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371