

短期情绪不影响长线布局，院线稳步拓展中

投资要点

- **事件:** 公司公告 2018 年三季度报, 2018 年前三季度实现营收 22.1 亿元(+14%), 实现归母净利润 3.2 亿元(+6%), 实现归母扣非净利润 2.9 亿元(+3%), 公司营收增速基本符合预期。
- **公司业绩伴随电影行业同步增长。** 根据猫眼电影的数据, 2018 年前三季度中国含服务费的电影票房实现 489 亿元, 同比提升 14.6%, 公司营收基本与整体电影行业保持同步增长。
- **短期电影内容供给不及预期不影响公司长线布局, 公司院线持续拓展。** 截至 2018 年 6 月 30 日, 公司旗下共拥有 374 家已开业影院(2017 年底为 340 家), 银幕 2310 块(2017 年底为 2089 块), 其中资产联结型影院 296 家(2017 年底为 266 家), 银幕 1873 块(2017 年底为 1684 块), 资产联结型影院票房在全国影院投资公司中排名第 3。与此同时, 公司拥有 300 多个已签约影院储备项目, 未来两年公司将继续加快影院建设和并购力度, 预计 2018 年末将有超 400 家影城 2600 张屏幕, 保持年均新建 60 家影院的速度。
- **公司重点布局三线及以下城市, 内容供给的不及预期或加速行业整合期的到来。** 艺恩数据显示, 2016、2017 和 2018H1, 三线及以下城市票房收入分别占公司总票房收入的 59%/61%/65%, 三四五线城市贡献逐步提升, 考虑到公司在三四五线城市的影院投资公司中稳居前三, 且三线及以下城市偏爱国产电影, 预计公司票房收入的增长或有保证。截至 2018 年 10 月 29 日, 2018 年国内票房为 525 亿元(+10%), 观影人次为 14.8 亿(+7.4%), 横店影视 2018 年实现票房 21.6 亿元(+10%), 实现观影人次 6881 万(+7.1%), 基本与整体电影市场保持一致。在市场个位数的票房增速下, 预计中小院线的运营压力加大, 或将加速院线市场的并购、整合, 院线集中度或进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 由于 Q4 整体电影大盘预计不达预期, 我们下调了 2018 年盈利预测, 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.78/0.97/1.24 元, 对应 PE 为 25/20/16 倍。整体来看, 随着观影习惯的改善和国产电影质量的提升, 我们认为三线及以下城市仍有增长潜力, 且三线及以下城市的院线市场或将迎来整合, 看好公司长期发展, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 票房走势较弱; 新增影院培育期风险; 渠道下沉速度不及预期风险。

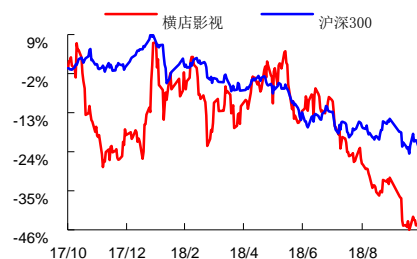
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2517.59	2861.72	3351.12	3867.32
增长率	10.38%	13.67%	17.10%	15.40%
归属母公司净利润(百万元)	330.54	352.17	441.25	560.79
增长率	-7.16%	6.54%	25.29%	27.09%
每股收益 EPS(元)	0.73	0.78	0.97	1.24
净资产收益率 ROE	16.75%	15.59%	16.78%	18.08%
PE	26	25	20	16
PB	4.41	3.85	3.31	2.80

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.53
流通 A 股(亿股)	0.53
52 周内股价区间(元)	19.0-37.7
总市值(亿元)	86.98
总资产(亿元)	30.30
每股净资产(元)	4.63

相关研究

1. 横店影视(603103): 影院拓展维持高速, 后续项目储备充足 (2018-08-29)
2. 横店影视 (603103): 行业整体转暖, 带动公司一季报业绩亮眼 (2018-04-17)
3. 横店影视 (603103): 渠道下沉, 非票务助力利润新增长 (2018-01-15)

关键假设:

公司的主要业务为电影放映业务、卖品等业务。

假设 1: 电影放映业务: 假设公司电影放映业务与电影行业同步发展, 由于 2018Q4 电影内容供给不及预期, 使得 2018 年整体电影市场的增速受拖累, 与此同时, 根据收视网数据, 2019 年国内分账票房增速预计为 14.7%, 预计公司 2018-2020 年电影放映业务维持双数增长, 2018、2019 年的毛利率维持 5% 左右。

假设 2: 卖品业务: 预计公司卖品业务整体跟随电影放映业务的发展, 随着公司卖品品类的优化, 资产联结型模式的统一管控能力凸显, 预计 2019-2020 年卖品业务的发展速度将略快于电影放映业务, 毛利率维持在 60% 左右。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率预测

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
电影放映业务	收入	1930.5	2162.1	2486.4	2859.4
	增速	8.1%	12.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	4.7%	5.0%	5.5%	8.0%
卖品业务	收入	246.63	271.3	325.5	390.7
	增速	3.7%	10.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	75.2%	60.0%	60.0%	60.0%
广告业务	收入	156.72	195.9	244.9	293.9
	增速	39.0%	25.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
院线发行	收入	4.98	5.2	5.5	5.8
	增速	1.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他主营业务	收入	73.72	95.8	124.6	137.0
	增速	32.5%	30.0%	30.0%	10.0%
	毛利率	84.0%	95.0%	95.0%	95.0%
其他业务	收入	105.07	131.3	164.2	180.6
	增速	25.1%	25.0%	25.0%	10.0%
	毛利率	99.6%	99.0%	99.0%	99.0%
合计	收入	2517.6	2861.7	3351.1	3867.3
	增速	10.4%	13.7%	17.1%	15.4%
	毛利率	24.0%	24.2%	25.8%	27.7%

数据来源: wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2517.59	2861.72	3351.12	3867.32	净利润	330.54	352.42	441.35	560.97
营业成本	1913.80	2168.64	2487.78	2795.58	折旧与摊销	249.47	241.14	241.14	241.14
营业税金及附加	117.40	134.53	157.84	182.04	财务费用	7.13	2.02	2.43	2.87
销售费用	68.88	91.58	113.94	127.62	资产减值损失	0.30	0.00	0.00	0.00
管理费用	55.31	66.04	76.10	88.30	经营营运资本变动	-734.72	-28.86	-97.11	-97.51
财务费用	7.13	2.02	2.43	2.87	其他	758.97	-16.82	-17.04	-16.95
资产减值损失	0.30	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	611.70	549.90	570.78	690.53
投资收益	18.08	17.00	17.00	17.00	资本支出	-90.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-999.86	17.00	17.00	17.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1090.47	17.00	17.00	17.00
营业利润	388.44	415.91	530.04	687.92	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	44.16	45.32	47.59	46.26	长期借款	-151.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	432.60	461.24	577.63	734.18	股权融资	771.90	0.00	0.00	0.00
所得税	102.06	108.82	136.28	173.21	支付股利	-80.00	-66.11	-70.43	-88.25
净利润	330.54	352.42	441.35	560.97	其他	125.11	-152.43	-2.43	-2.87
少数股东损益	0.00	0.25	0.11	0.18	筹资活动现金流净额	665.90	-218.53	-72.86	-91.12
归属母公司股东净利润	330.54	352.17	441.25	560.79	现金流量净额	187.13	348.37	514.92	616.40
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	323.57	671.94	1186.85	1803.26	成长能力				
应收和预付款项	232.30	251.89	295.90	342.27	销售收入增长率	10.38%	13.67%	17.10%	15.40%
存货	28.39	32.17	36.91	41.47	营业利润增长率	-3.82%	7.07%	27.44%	29.79%
其他流动资产	871.17	990.25	1159.60	1338.22	净利润增长率	-7.16%	6.62%	25.23%	27.10%
长期股权投资	55.05	55.05	55.05	55.05	EBITDA 增长率	3.96%	2.18%	17.38%	20.47%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	786.98	656.98	526.97	396.96	毛利率	23.98%	24.22%	25.76%	27.71%
无形资产和开发支出	16.94	16.65	16.36	16.07	三费率	5.22%	5.58%	5.74%	5.66%
其他非流动资产	732.59	621.75	510.90	400.05	净利率	13.13%	12.32%	13.17%	14.51%
资产总计	3047.00	3296.68	3788.54	4393.36	ROE	16.75%	15.59%	16.78%	18.08%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.85%	10.69%	11.65%	12.77%
应付和预收款项	670.04	778.43	892.62	1018.21	ROIC	20.89%	17.60%	22.75%	29.24%
长期借款	28.56	28.56	28.56	28.56	EBITDA/销售收入	25.62%	23.03%	23.09%	24.10%
其他负债	374.78	229.76	236.51	243.02	营运能力				
负债合计	1073.38	1036.75	1157.69	1289.79	总资产周转率	1.01	0.90	0.95	0.95
股本	453.00	453.00	453.00	453.00	固定资产周转率	3.47	4.07	5.84	8.72
资本公积	754.98	754.98	754.98	754.98	应收账款周转率	73.84	60.23	67.55	65.91
留存收益	765.64	1051.70	1422.51	1895.05	存货周转率	71.02	71.61	72.02	71.33
归属母公司股东权益	1973.61	2259.67	2630.49	3103.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.63%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.25	0.36	0.54	资本结构				
股东权益合计	1973.61	2259.93	2630.85	3103.57	资产负债率	35.23%	31.45%	30.56%	29.36%
负债和股东权益合计	3047.00	3296.68	3788.54	4393.36	带息债务/总负债	2.66%	2.75%	2.47%	2.21%
					流动比率	1.69	2.36	2.83	3.27
					速动比率	1.66	2.32	2.80	3.23
					股利支付率	24.20%	18.77%	15.96%	15.74%
					每股指标				
					每股收益	0.73	0.78	0.97	1.24
					每股净资产	4.36	4.99	5.81	6.85
					每股经营现金	1.35	1.21	1.26	1.52
					每股股利	0.18	0.15	0.16	0.19
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	645.04	659.08	773.61	931.93					
PE	26.31	24.70	19.71	15.51					
PB	4.41	3.85	3.31	2.80					
PS	3.45	3.04	2.60	2.25					
EV/EBITDA	12.98	11.95	9.52	7.24					
股息率	0.92%	0.76%	0.81%	1.01%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn