

2019年03月10日

横店影视 (603103.SH)

公司快报

收入增速、单银幕产出下行，静待院线行业拐点出现

投资要点

事件：3月8日晚，公司披露2018年年报，报告期内公司实现营业收入27.24亿元（+8.22%），归母净利润3.21亿元（-2.98%），公司拟以2018年12月31日的公司总股本4.53亿为基数，向全体股东每10股派发现金红利2.48元（含税），合计派发现金股利1.12亿元（含税）；同时拟以资本公积金向全体股东每10股转增4股。

◆ **受票房大盘影响营收增速下行，电影放映毛利率持续走低导致业绩下滑：**2018年全国电影总票房609.76亿元（含服务费），同比增速放缓至9%，公司受整体大盘影响收入增速下行。毛利率方面，2018年公司整体毛利率21.06%，同比下滑2.92个百分点，其中来源于电影行业的主营业务毛利率17.82%，同比下滑2.87个百分点。分板块看，电影放映板块实现收入20.34亿元（+5.35%），毛利率-2.11%，同比下滑6.77个百分点；卖品业务实现收入2.49亿元，毛利率76.8%；广告业务实现收入1.99亿元（+27.04%），毛利率99.88%，广告业务收入占比由2017年的6.23%提升至2018年的7.31%。销售费用率2.37%、管理费用率2.29%、财务费用率0.09%，基本与上期持平。

◆ **影院持续扩张，单银幕产出下滑：**2018年新开影院52家，关停2家物业条件较差、经营困难的影院，截至2018年末，公司拥有402家已开业影院（+18.24%），银幕2,470块（+18.24%），其中资产联结型影院316家（+18.8%），银幕1,996块（+18.53%）；报告期内，公司实现票房收入24.61亿元（+8.32%），其中资产联结型影院票房收入21.1亿元（+5.45%），在影投公司排名第3位。2018年公司直营影院单银幕产出105.71万元，同比下滑11.04%，主要由于公司影院扩张速度仍高于票房增长速度。扩张计划方面，截至报告期末，公司拥有300个已签约影院储备项目，其中三四五线城市占比达70%。2019年计划新开影院60家，新增银幕390块，直营影院数量增速约18%。

◆ **投资建议：**横店影视作为低线城市下沉最深的院线公司，未来可能受益于低线城市票房的增长潜力；影院扩张增速放缓的趋势下，单银幕产出增速有望在2020年转正。同时，公司与横店集团旗下影视资产的协同发展值得期待。我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为0.70、0.73和0.84元，2019年3月8日收盘价对应PE依次为34.5倍、33.1倍和29倍，给予增持-B建议。

◆ **风险提示：**市场竞争加剧风险、新媒体竞争风险、优质影片供给风险

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2,517.6	2,724.5	2,922.5	3,132.7	3,420.8
同比增长(%)	10.4%	8.2%	7.3%	7.2%	9.2%
营业利润(百万元)	388.4	386.8	370.4	393.8	455.6

传媒 | 电影动画 III

投资评级

增持-B(首次)

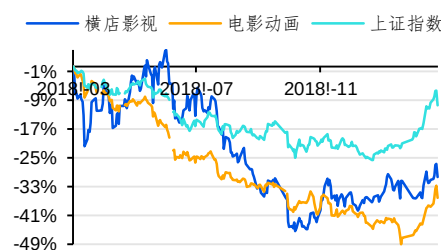
股价(2019-03-08)

24.26元

交易数据

总市值(百万元)	10,989.78
流通市值(百万元)	1,285.78
总股本(百万股)	453.00
流通股本(百万股)	53.00
12个月价格区间	18.28/37.20元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.88	-4.74	-22.46
绝对收益	1.55	9.23	-32.66

分析师

付宇娣
SAC 执业证书编号：S0910517090002
fuyudi@huajinsc.cn
021-20377039

分析师

宋怡萱
SAC 执业证书编号：S0910518070002
songyixuan@huajinsc.cn
021-20377051

相关报告

同比增长(%)	-3.8%	-0.4%	-4.2%	6.3%	15.7%
净利润(百万元)	330.5	320.7	318.4	332.3	378.5
同比增长(%)	-7.2%	-3.0%	-0.7%	4.4%	13.9%
每股收益(元)	0.73	0.71	0.70	0.73	0.84
PE	33.2	34.3	34.5	33.1	29.0
PB	5.6	5.0	4.6	4.2	3.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,517.6	2,724.5	2,922.5	3,132.7	3,420.8	年增长率					
减:营业成本	1,913.8	2,150.7	2,336.3	2,488.7	2,683.2	营业收入增长率	10.4%	8.2%	7.3%	7.2%	9.2%
营业税费	117.4	125.9	128.2	142.8	154.7	营业利润增长率	-3.8%	-0.4%	-4.2%	6.3%	15.7%
销售费用	68.9	64.7	56.7	73.6	76.0	净利润增长率	-7.2%	-3.0%	-0.7%	4.4%	13.9%
管理费用	55.3	62.3	59.6	68.1	91.2	EBITDA 增长率	-1.8%	2.2%	-4.7%	9.3%	15.5%
财务费用	7.1	2.5	-3.8	-5.7	-7.9	EBIT 增长率	-7.9%	-4.3%	0.8%	5.9%	15.4%
资产减值损失	0.3	-0.2	0.4	0.2	0.1	NOPLAT 增长率	-4.3%	-2.4%	-5.3%	5.7%	15.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	204.6%	50.8%	-11.8%	13.5%	-2.4%
投资和汇兑收益	18.1	42.8	25.2	28.7	32.2	净资产增长率	107.5%	11.0%	9.5%	9.2%	9.5%
营业利润	388.4	386.8	370.4	393.8	455.6	盈利能力					
加:营业外净收支	44.2	36.3	47.2	42.6	42.0	毛利率	24.0%	21.1%	20.1%	20.6%	21.6%
利润总额	432.6	423.1	417.6	436.4	497.6	营业利润率	15.4%	14.2%	12.7%	12.6%	13.3%
减:所得税	102.1	102.4	99.2	104.1	119.1	净利润率	13.1%	11.8%	10.9%	10.6%	11.1%
净利润	330.5	320.7	318.4	332.3	378.5	EBITDA/营业收入	20.4%	19.3%	17.1%	17.5%	18.5%
						EBIT/营业收入	15.1%	13.4%	12.5%	12.4%	13.1%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	35.2%	32.1%	31.7%	30.6%	29.7%
货币资金	323.6	225.4	507.8	559.5	917.0	负债权益比	54.4%	47.3%	46.5%	44.2%	42.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.69	1.84	1.58	1.78	2.06
应收帐款	207.7	31.6	175.5	144.8	152.7	速动比率	1.66	1.79	1.56	1.73	2.03
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	53.31	148.09	-95.27	-67.86	-56.58
预付帐款	24.6	25.4	31.2	28.5	35.4	营运能力					
存货	28.4	42.2	25.4	49.2	32.8	固定资产周转天数	104	107	115	119	112
其他流动资产	871.2	1,198.4	747.1	938.9	961.5	流动营业资本周转天数	11	61	37	22	26
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	141	197	185	184	201
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	27	16	13	18	16
长期股权投资	55.0	47.7	50.7	50.7	50.7	存货周转天数	4	5	4	4	4
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	356	415	415	419	413
固定资产	768.4	851.9	1,018.4	1,059.8	1,076.3	投资资本周转天数	104	182	192	179	172
在建工程	18.6	448.5	448.5	448.5	448.5	费用率					
无形资产	1.5	1.6	1.3	0.9	0.6	销售费用率	2.7%	2.4%	1.9%	2.3%	2.2%
其他非流动资产	748.0	354.2	506.9	493.9	399.6	管理费用率	2.2%	2.3%	2.0%	2.2%	2.7%
资产总额	3,047.0	3,226.9	3,512.6	3,774.7	4,075.1	财务费用率	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	5.2%	4.8%	3.8%	4.3%	4.7%
应付帐款	294.3	242.4	387.1	334.1	372.5	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	16.7%	14.6%	13.3%	12.7%	13.2%
其他流动负债	567.3	583.5	551.4	633.8	645.9	ROA	10.8%	9.9%	9.1%	8.8%	9.3%
长期借款	28.6	4.4	-	-	-	ROIC	83.9%	26.9%	16.9%	20.2%	20.6%
其他非流动负债	183.2	206.5	175.9	188.5	190.3	分红指标					
负债总额	1,073.4	1,036.8	1,114.4	1,156.4	1,208.7	DPS(元)	0.23	0.25	0.24	0.25	0.29
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	31.5%	35.0%	34.7%	33.7%	34.5%
股本	453.0	453.0	453.0	453.0	453.0	股息收益率	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%
留存收益	1,520.6	1,737.1	1,945.1	2,165.3	2,413.3						
股东权益	1,973.6	2,190.1	2,398.1	2,618.3	2,866.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	330.5	320.7	318.4	332.3	378.5	EPS(元)	0.73	0.71	0.70	0.73	0.84
加:折旧和摊销	249.5	292.0	133.9	158.9	183.9	BVPS(元)	4.36	4.83	5.29	5.78	6.33
资产减值准备	0.3	-0.2	-	-	-	PE(X)	33.2	34.3	34.5	33.1	29.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.6	5.0	4.6	4.2	3.8
财务费用	9.9	2.3	-3.8	-5.7	-7.9	P/FCF	-26.0	-28.3	20.0	72.8	27.9
投资损失	-18.1	-42.8	-25.2	-28.7	-32.2	P/S	4.4	4.0	3.8	3.5	3.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	19.7	19.9	20.1	18.3	15.4
营运资金的变动	-637.4	317.3	205.2	-143.2	149.5	CAGR(%)	0.2%	5.7%	-3.7%	0.2%	5.7%
经营活动产生现金流量	-65.3	889.3	628.5	313.5	671.8	PEG					
投资活动产生现金流量	611.7	666.6	628.5	313.5	671.8	ROIC/WACC	186.4	6.0	-9.5	185.4	5.1
融资活动产生现金流量	-1,090.5	-506.9	-274.8	-171.3	-167.8						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

付宇娣、宋怡萱声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn