



买入

45% ↑

目标价格:人民币 40.00
原目标价格:人民币 63.10

300299.CH

价格:人民币 27.56

目标价格基础:85倍 16年市盈率

板块评级:增持

富春通信

以“影视+游戏”为核心开展泛娱乐布局，未来将发力影游互动、粉丝经济

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(34.9)	0.0	(10.4)	21.6
相对深证成指	(16.8)	(11.5)	(14.6)	44.9

发行股数(百万)	380
流通股(%)	39
流通股市值(人民币 百万)	4,088
3个月日均交易额(人民币 百万)	208
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
福建富春投资有限公司	23

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年4月14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

通信: 通信设备

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

*冯秀娟为本报告重要贡献者

富春通信 2015 年实现营业收入 3.78 亿元, 同比增长 69.79%; 归母净利润为 6,995 万元, 同比增长 376.31%; 扣非净利润 6,056 万元, 同比增长 333.35%。基本每股收益为 0.21 元。同时发布 2016 年 1 季度业绩预告, 1 季度预计实现盈利 979-1,479 万元, 实现扭亏为盈, 主要原因主要是骏梦游戏并表所致。此外, 公司发布 2015 年度利润分配方案, 每 10 股派发现金股利人民币 0.5 元 (含税)。我们将目标价格下调至 40.00 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 骏梦游戏并表带来公司业绩增长。报告期内, 公司完成游戏研发与运营公司上海骏梦的收购, 并于 2015 年 5 月并表。2016 年, 骏梦将上线由知名端游《仙境传说》改编的同名手游《仙境传说 RO》, 有望成为手游市场的爆款。此外, 上海骏梦与 SNH48 签约, 授权打造手游《SNH48》, 以虚拟偶像养成和音乐为主题, 为游戏变现提供更大的窗口。
- 拟收购春秋时代, 获取高品质影视剧制作能力。报告期内, 公司拟收购春秋时代 80% 股权。春秋时代在 2015 年上映的电影《战狼》, 以国产小制作最终取得 5.4 亿票房。2016 年, 由公司主要投资的电影《大话西游 3》将于暑期档上映, 有望延续前两季的影响力, 打造高票房影片。

评级面临的主要风险

- 收购标的业绩不达预期; 行业系统性风险。

估值

- 不考虑春秋时代并表, 预计 2016-2018 年全面摊薄每股收益为 0.47、0.56、0.80 元, 目标价由 63.10 元下调至 40.00 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	223	378	697	878	1,107
变动(%)	22	70	84	26	26
净利润(人民币 百万)	15	67	178	212	304
全面摊薄每股收益(人民币)	0.081	0.178	0.467	0.557	0.800
变动(%)	(14.5)	118.8	163.1	19.2	43.8
市场预期每股收益(人民币)			1.05	1.37	1.25
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.700	0.857	0.935
调整幅度(%)			(33.29)	(35.00)	(14.44)
全面摊薄市盈率(倍)	339.5	155.2	59.0	49.5	34.4
价格/每股现金流量(倍)	(372.5)	109.8	30.3	35.0	28.6
每股现金流量(人民币)	(0.07)	0.25	0.91	0.79	0.96
企业价值/息税折旧前利润(倍)	263.6	122.9	50.6	40.7	28.3
每股股息(人民币)	0.075	0.038	0.035	0.042	0.060
股息率(%)	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

事件：

富春通信发布 2015 年业绩报告。2015 年公司实现营业收入 3.78 亿元，同比增长 69.79%；归母净利润为 6,995 万元，同比增长 376.31%；扣非净利润 6,056 万元，同比增长 333.35%。基本每股收益为 0.21 元。同时发布 2016 年 1 季度业绩预告，1 季度预计实现盈利 979-1,479 万元，实现扭亏为盈，主要原因主要是骏梦游戏并表所致。此外，公司发布 2015 年度利润分配方案，每 10 股派发现金股利人民币 0.5 元（含税）。

点评：

1. 骏梦游戏并表带来公司业绩增长。报告期内，公司完成游戏研发与运营公司上海骏梦的收购，并于 2015 年 5 月并表。上海骏梦 2015 年扣非净利润为 6,684 万元，当年未达成承诺业绩（8,370 万元），但综合 14、15 两年，超额完成承诺业绩 131 万元。公司新增游戏业务的营收占比 39.34%，营业利润占比 79.66%，极大提升公司业绩。2016 年，骏梦将上线由知名端游《仙境传说》改编的同名手游《仙境传说 RO》，有望成为手游市场的爆款。此外，上海骏梦与 SNH48 签约，授权打造手游《SNH48》，以虚拟偶像养成和音乐为主题，为游戏变现提供更大的窗口。

2. 拟收购春秋时代，获取高品质影视剧制作能力。报告期内，公司拟收购春秋时代 80% 股权。春秋时代在 2015 年上映的电影《战狼》，以国产小制作最终取得 5.4 亿票房。2016 年，由公司主要投资的电影《大话西游 3》将于暑期档上映，有望延续前两季的影响力，打造高票房影片。

3. 以游戏、影视为核心，持续打造泛娱乐平台。首先，公司在完成对春秋时代交易后，将实现春秋时代与骏梦游戏精品 IP 的互通，开展影游联动。其次，公司在报告期内参股福州畅读和上海渔阳，布局动漫、阅读内容，2016 年初投资微星星，深度布局粉丝经济，持续完善公司泛娱乐内容服务产业生态链。第三，公司原有通信业务将实现转型升级，未来将与公司内容、渠道等板块开展合作。

4. 投资建议：公司自 2014 年起开始从通信业务向泛娱乐领域转型。春秋时代收购完成后，公司将形成以游戏、影视两大业务为核心的泛娱乐布局，并将与原有通信业务形成协同。未来公司将在影游联动、粉丝经济等方面发力。不考虑春秋时代并表，预计公司 2016-2018 年全面摊薄每股收益分别为 0.47、0.56、0.80 元。考虑春秋时代并表，预计公司 2016-2018 年备考净利润为 2.6 亿、3.2 亿、4.2 亿，对应 2016-2018 年备考净利润分别为 40 倍、33 倍、25 倍，维持买入评级。

图表 1. 富春通信 2015 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年	2015 年	同比(%)
营业收入	222.87	378.42	69.79
营业成本	146.49	186.59	27.37
毛利润	76.38	191.84	151.16
营业税金及附加	1.68	4.28	155.33
管理费用	34.54	93.07	169.47
销售费用	1.58	12.17	672.49
经营利润	38.59	82.32	113.32
资产减值	14.59	12.9	(11.6)
财务费用	(0.13)	0.95	(810.45)
公允价值变动损益	0	0	
投资收益	0.36	2.02	467.11
营业外收入	0.86	10.13	1,074.24
营业外支出	0.29	0.9	209.54
税前利润	25.06	79.72	218.07
所得税	6.32	7.06	11.7
少数股东损益	4.05	2.7	(33.3)
归属于母公司的净利润	14.69	69.95	376.31
基本每股收益(元)	0.08	0.21	162.5
毛利率(%)	34.27	50.69	增加 16.42 个百分点
净利率(%)	6.59	18.48	增加 11.90 百分点
销售费用率(%)	0.71	3.22	增加 2.51 个百分点
管理费用率(%)	15.5	24.59	增加 9.10 个百分点
财务费用率(%)	(0.06)	0.25	增加 0.31 个百分点

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	223	378	697	878	1,107
销售成本	(146)	(187)	(392)	(511)	(624)
经营费用	(37)	(107)	(106)	(124)	(146)
息税折旧前利润	39	85	199	242	337
折旧及摊销	(1)	(2)	(6)	(7)	(9)
经营利润(息税前利润)	39	82	193	234	329
净利息收入/(费用)	3	(3)	(4)	(4)	(1)
其他收益/(损失)	(14)	(2)	21	20	21
税前利润	25	77	210	250	349
所得税	(6)	(7)	(8)	(10)	(12)
少数股东权益	(4)	(3)	(24)	(29)	(33)
净利润	15	67	178	212	304
核心净利润	15	68	178	212	305
每股收益(人民币)	0.081	0.178	0.467	0.557	0.800
核心每股收益(人民币)	0.082	0.180	0.469	0.559	0.803
每股股息(人民币)	0.075	0.038	0.035	0.042	0.060
收入增长(%)	22	70	84	26	26
息税前利润增长(%)	39	113	134	22	40
息税折旧前利润增长(%)	39	115	135	21	39
每股收益增长(%)	(14)	119	163	19	44
核心每股收益增长(%)	(14)	119	161	19	44

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	25	77	210	250	349
折旧与摊销	1	2	6	7	9
净利息费用	(0)	3	4	4	1
运营资本变动	(46)	21	148	47	15
税金	(6)	(7)	(8)	(10)	(12)
其他经营现金流	14	(2)	(13)	1	5
经营活动产生的现金流	(13)	95	346	299	366
购买固定资产净值	(21)	(57)	(13)	(26)	(28)
投资减少/增加	(4,200)	(20,097)	0	0	0
其他投资现金流	4,159	19,895	4	4	4
投资活动产生的现金流	(62)	(259)	(9)	(22)	(25)
净增权益	60	199	0	0	0
净增债务	20	61	(50)	0	0
支付股息	(1)	(18)	(19)	(18)	(21)
其他融资现金流	(36)	(63)	(6)	(12)	(16)
融资活动产生的现金流	43	179	(75)	(30)	(37)
现金变动	(32)	15	262	247	304
期初现金	170	137	153	414	661
公司自由现金流	(76)	(164)	337	277	341
权益自由现金流	(56)	(103)	287	277	341

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	138	153	414	661	966
应收帐款	273	346	348	382	443
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	22	91	84	99	116
流动资产总计	433	590	847	1,142	1,524
固定资产	34	38	25	30	33
无形资产	60	838	837	837	838
其他长期资产	16	127	134	138	141
长期资产总计	122	1,027	1,034	1,052	1,072
总资产	555	1,618	1,881	2,194	2,596
应付帐款	46	82	120	156	191
短期债务	50	80	30	30	30
其他流动负债	35	117	222	285	353
流动负债总计	131	279	372	472	574
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	9	0	0	0
股本	181	380	380	380	380
储备	224	943	1,103	1,293	1,567
股东权益	405	1,323	1,483	1,673	1,947
少数股东权益	18	7	26	49	75
总负债及权益	555	1,618	1,881	2,194	2,596
每股帐面价值(人民币)	2.24	3.48	3.90	4.40	5.12
每股有形资产(人民币)	1.91	1.28	1.70	2.20	2.92
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.49)	(0.19)	(1.01)	(1.66)	(2.46)

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.7	22.4	28.6	27.5	30.4
息税前利润率(%)	17.3	21.8	27.7	26.7	29.7
税前利润率(%)	11.2	20.4	30.1	28.5	31.5
净利率(%)	6.6	17.8	25.5	24.1	27.5
流动性					
流动比率(倍)	3.3	2.1	2.3	2.4	2.7
利息覆盖率(倍)	12.0	24.2	53.6	61.9	330.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.3	2.1	2.3	2.4	2.7
估值					
市盈率(倍)	339.5	155.2	59.0	49.5	34.4
核心业务市盈率(倍)	336.2	153.3	58.8	49.3	34.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	487.9	222.4	85.3	71.6	49.8
市净率(倍)	12.3	7.9	7.1	6.3	5.4
价格/现金流(倍)	(372.5)	109.8	30.3	35.0	28.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	263.6	122.9	50.6	40.7	28.3
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	395.9	298.7	182.0	151.8	135.9
应付帐款周转天数	56.4	61.8	52.9	57.4	57.2
回报率					
股息支付率(%)	123.2	28.2	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	3.7	7.8	12.7	13.4	16.8
资产收益率(%)	5.7	6.9	10.6	11.0	13.2
已运用资本收益率(%)	9.5	8.7	13.1	14.2	17.3

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

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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