

鹿港文化 (601599.SH) 纺织行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

市场价格(人民币): 10.39元

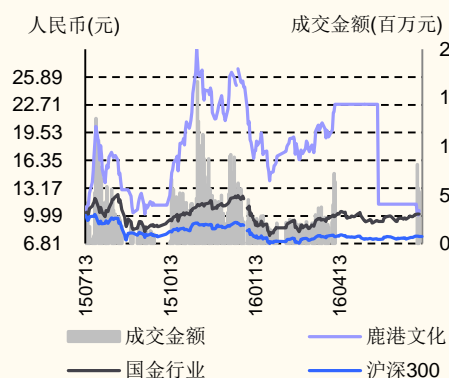
目标价格(人民币): 14.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元) 29.06/10.05

沪深300指数 3203.33



深耕影视制作领域, 重点打造网络精品剧

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.157	0.311	0.286	0.393	0.505
每股净资产(元)	3.82	4.08	4.55	5.27	6.26
每股经营性现金流(元)	0.87	0.50	1.12	1.14	1.46
市盈率(倍)	59.29	79.70	39.59	28.89	22.46
行业优化市盈率(倍)	34.08	63.19	48.68	48.68	48.68
净利润增长率(%)	349.60%	99.78%	115.82%	37.06%	28.64%
净资产收益率(%)	4.12%	7.61%	14.72%	17.43%	18.90%
总股本(百万股)	377.43	381.95	894.19	894.19	894.19

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **整合两家影视制作公司优质资源, 兼具口碑与收视。**公司目前拥有世纪长龙100%股权和天意影视51%股权。2015年, 世纪长龙实现净利润6732万元, 扣非净利润6128.48万元(承诺业绩5850万元), 超额完成承诺业绩。天意影视参与制作的电视剧《王大花的革命生涯》, 以收视率破2的成绩, 位居同期收视前列。电影业务方面, 公司参与投资并上映的电影《大圣归来》凭借优良的口碑, 最终获得9.56亿票房。

■ **2016年公司将参与投资制作6部以上精品电视剧, 摄制3-6部电影。**公司参与投资和发行的电影《盗墓笔记》将于今年暑期档上映, 预估其票房有望达到10亿元左右。若公司投资比例为10%, 同时参与发行方分成, 按照电影票房分账比例, 公司获得的收入约为9000万元, 假设净利润率为35%, 其将为公司贡献近3000万元利润。

■ **设立网络剧制作公司, 着力打造精品网络剧。**公司于2015年7月设立鹿港互联网影视公司, 依托专业的影视剧制作经验, 结合大主创、大明星、大投入以及用户全程参与的顶配模式, 捆绑国内一线互联网平台资源, 打造有影响力的超级网络剧作品。同时, 公司已完成非公开发行, 募集资金10亿元, 用于网络剧的制作发行和偿还银行贷款。2016年, 在互联网影视方面, 公司主要有《墨客行》和《摸金符》两个重要项目, 预计将在2016年下半年完成制作。《摸金符》由天下唱霸作为编剧, 属于《鬼吹灯》系列的最新作品, 其依托强大的粉丝群体有望成为现象级网络剧。

投资建议和估值

■ 我们预计公司2016~2018年, 净利润为2.56亿元、3.51亿元、4.52亿元, 对应2016年~2018年EPS 0.29元、0.39元、0.51元, 根据申万行业划分, 对比同类影视动漫类公司2016E PE中位值50倍, 对应14.5元目标价, 给予公司“买入”评级

风险

- 网络剧政策风险;
- 影视作品未能按期发行。

石晨曦 联系人
(8621)61038200
shichenxi@gjzq.com.cn

王泽佳 联系人
(8621)61038324
wangzj@gjzq.com.cn

内容目录

转型谋发展，影视业务带动公司业绩增长	3
优质影视资产并入，影视制作能力雄厚	4
电视剧市场去粗放，精品剧迎发展	4
收购两家影视制作公司，优质影视内容储备丰富	4
布局网络剧市场，重量级 IP 值得期待	8
视频网站加大投入，网络剧市场迎高速发展	8
设立网络剧制作公司，着力打造超级网络剧	10
盈利预测和估值	11

图表目录

图表 1：公司纺织产品	3
图表 2：公司近五年营收情况	3
图表 3：2015 年营收构成	3
图表 4：电视剧备案公示获许可证部数呈下降趋势	4
图表 5：电视剧备案公示获许可证集数略有上升	4
图表 6：国产电视剧交易总额稳步上升	4
图表 7：电视剧人均收视时间和平均达到率逐年下降	4
图表 8：世纪长龙所获荣誉	5
图表 9：世纪长龙部分电视剧代表作	6
图表 10：公司 2016 年电视剧投拍计划	7
图表 11：公司 2016 年电影投拍计划	7
图表 12：网络自制剧与传统电视剧差异	8
图表 13：网络视频用户规模与使用率近年变化趋势	8
图表 14：2010-2015 年网络剧总产量	8
图表 15：2016Q1 移动视频应用活跃用户规模 TOP10	9
图表 16：2015 年网络剧热门题材分布	9
图表 17：2016Q1 网络剧热门题材分布	9
图表 18：视频网站加速布局网络剧，主流网站均推出自制剧计划	10
图表 19：公司募集资金投向	10
图表 20：互联网影视项目具体投资安排	10
图表 21：艺能科技产品	11
图表 22：鹿港文化网络剧项目	11
图表 23：分项收入预测	11
图表 24：分项利润预测（归母净利润）	12
图表 25：同行业公司估值比较	13

转型谋发展，影视业务带动公司业绩增长

- 鹿港文化（601599.SH）前身为 1993 年创建的江苏鹿港科技股份有限公司，于 2011 年 5 月公司 A 股股票在上海证券交易所上市，公司原主营业务为各类针织毛纺纱线、高档精纺呢绒面料以及西装衬纱服饰的生产与销售，技术装备居国际领先地位，是全国最大的针织纱生产基地。公司为国内纺织业的领头羊之一。
- 由于纺织行业受国内外环境影响，整体发展趋缓，2014 年公司开始布局新的业绩增长点。公司于 2014 年 11 月并购影视制作公司世纪长龙，而后于 2015 年 7 月收购天意影视 51% 的股权，同时成立独立的互联网影视制作公司，全面进军影视文化领域。

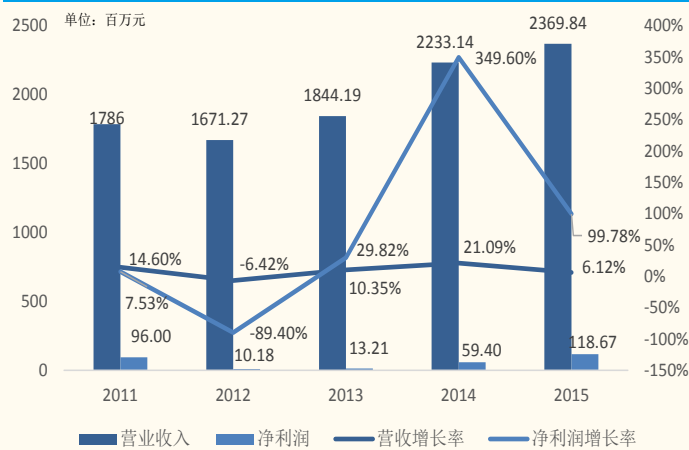
图表 1：公司纺织产品

精纺纱线	手感轻爽柔软，富有弹性，有较好的延伸性和悬垂性，色泽自然、艳丽、丰富，风格独特、规格齐全（一般在 28 支/2 以上的针织绒纱均能生产），易洗涤，易护理，适合内外穿着，广泛运用于针织毛衣、职业装、休闲装、商务装、运动装、时装、T 恤衫等系列的针织服饰。
半精纺纱线	毛型感强，原料纤维使用范围广，多种纤维混纺，色泽鲜艳、夹花效果明显，织物立体感强，半精纺纱线使用范围比精纺纱线更为广泛，目前半精纺织物在市场上较为流行。
高档精纺呢绒	产品手感好，呢面细腻光洁，充分展现轻薄面料高档华贵的质感和经典时尚的新风貌。面料平均纱支达 80 支（最高可达 180 支），每平方米重量 120~160 克，而一般面料平均支数在 40-60 支，每平方米平均重量 180~220 克。主要用于高档男女西装、职业装。

来源：公司公告 国金证券研究所

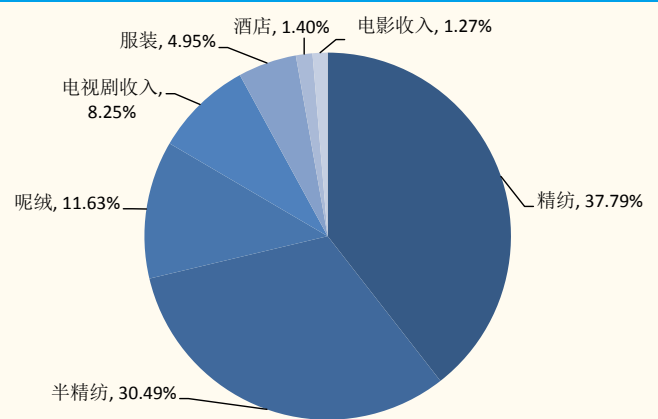
- 公司近几年的营业收入一直保持着增长的态势，但是在转型之前利润出现较大下滑，2011~2014 年，公司归母净利润分别为 9600 万、1017.69 万、1321.13 万、5939.75 万；2015 年，公司影视业务并入带动利润同比增长 99.78%，归母净利润为 1.19 亿。2015 年，世纪长龙实现净利润 6732 万元，扣非净利润 6128.48 万元超额完成承诺业绩（承诺业绩 5850 万元）。

图表 2：公司近五年营收情况



来源：国金证券研究所

图表 3：2015 年营收构成



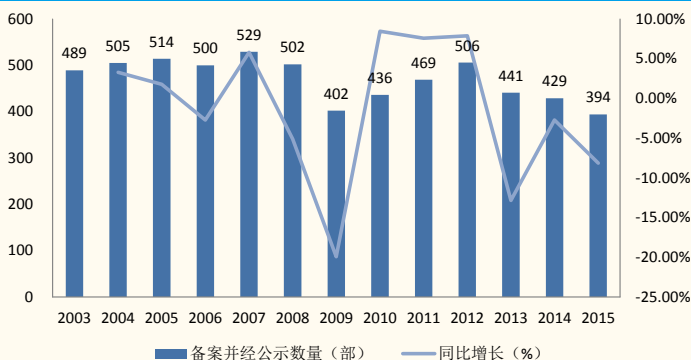
来源：国金证券研究所

优质影视资产并入，影视制作能力雄厚

电视剧市场去粗放，精品剧迎发展

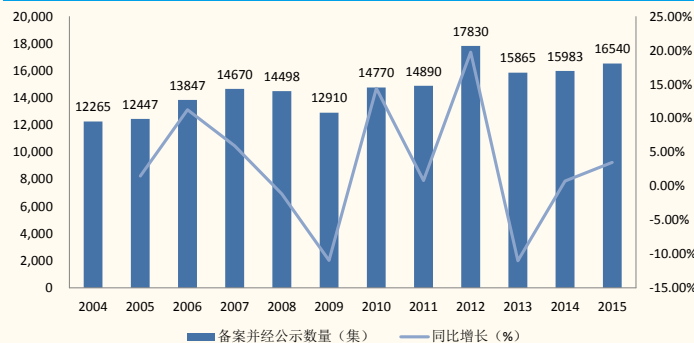
- 根据国家广电总局的统计数据显示，中国电视剧市场自 2012 年以来整体呈现出供大于求的局面，其主要原因在于：第一，观众平均到达率逐渐下降。剔除 2012 年伦敦奥运会和 2014 年 9·3 阅兵等偶然因素的影响，2011 年至 2015 年电视观众平均到达率呈下降趋势，观众平均到达率由 2011 年的 69.5% 下降至 2015 年的 62.3%，平均每年以 2% 的速度流失；第二，电视剧质量审核和招标要求趋严。每年约有 20% 的电视剧在摄制完成后因质量、题材等原因未获电视台采购而被市场淘汰。2015 年“一剧两星”和“一晚两集”新政的推出更是加剧了电视剧行业的马太效应。精品电视剧单价逐年上升，交易额也逐年被放大，而获得交易备案许可证和卫视首轮播放的电视剧部数却逐年下降。传统电视剧市场对于影视公司的制作能力提出了更高的要求。

图表 4：电视剧备案公示获许可证部数呈下降趋势



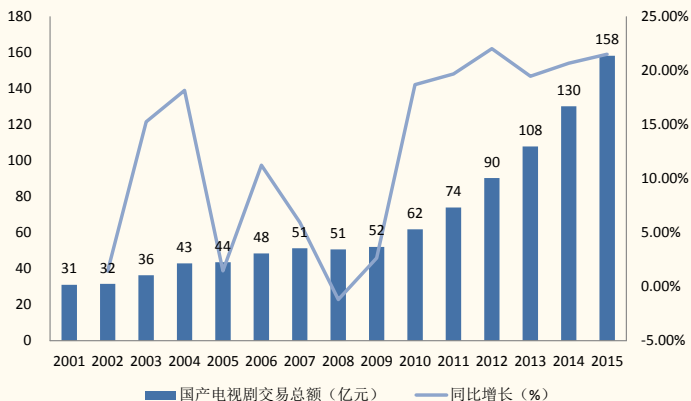
来源：广电总局 国金证券研究所

图表 5：电视剧备案公示获许可证集数略有上升



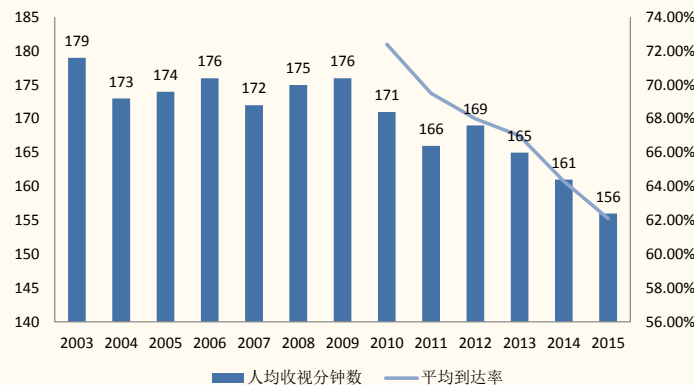
来源：广电总局 国金证券研究所

图表 6：国产电视剧交易总额稳步上升



来源：广电总局 国金证券研究所

图表 7：电视剧人均收视时间和平均到达率逐年下降



来源：CSM 国金证券研究所

收购两家影视制作公司，优质影视内容储备丰富

- 收购世纪长龙，完成影视领域布局第一步。公司于 2014 年 5 月以发行股份及支付现金的方式收购世纪长龙 100% 的股权，交易对价为 4.7 亿元。世纪长龙是国内专业从事影视剧策划、制作、发行及投资业务的综合性传媒公司，在电视剧制作领域有 10 余年的经验积累，2011 年以来，世纪长龙在坚持一海峡特色创作风格的基础上，逐渐向战争剧、谍战剧、都市情感剧等类型的影视作品拓展，不断丰富作品种类，扩大业务规模，提升综合竞争力。

世纪长龙曾投资制作《产科男医生》、《再见老婆大人》、《天涯赤子心》、《天涯女人心》、《彭德怀元帅》、《南少林》等多部优质电视剧项目。其投资的电影《西游记之大圣归来》创下国产动漫电影票房纪录。

图表 8：世纪长龙所获荣誉

序号	剧目名称	所获荣誉
1	《天涯赤子心》	成都电视台《2011 年度成都地区电视剧收视优秀奖》
		东方电影频道《2010-2011 年度收视优秀奖》
		山东城市台联合体《2011 年度最佳收视奖》
		长春市广播电影电视局《第三届长春市广播电视宣传金鼎奖（上半年度收视冠军）》
2	《娘妻》	SMG（上海东方传媒集团有限公司）影视剧中心《2010 中国电视剧上海排行榜收视榜电视剧频道第一名》
		北京电视台《2010 年度最佳收视贡献奖》
		长春市广播电影电视局《第二届长春市广播电视宣传金鼎奖（年度收视冠军）》
		《第十四届福建省电视艺术奖长篇电视剧二等奖》 《一金熊猫 奖国际电视剧评选活动长篇电视剧类入围奖》
3	《血色樱花》	成都电视台《成都地区 2012-2013 年度收视优秀奖》
4	《血战长空》	中国广播电视协会《第九届全国十佳电视制片 优秀电视剧奖》
		《第 29 届（2011-2012 年度）电视剧一飞天奖 长篇电视剧三等奖》
5	《感动生命》	《第十二届精神文明建设一五个一工程 奖优秀电视剧奖》
6	《团圆》	成都电视台《2011 年度成都地区电视剧最佳期待奖》

来源：公司公告 国金证券研究所

- 世纪长龙承诺 2014 年、2015 年、2016 年经审计的扣非净利润不低于 4500 万元、5850 万元、7605 万元，2015 年实现扣非净利润 6,128.48 万元，超额完成业绩承诺。

图表 9：世纪长龙部分电视剧代表作

	<p>《产科男医生》 类型：都市情感 集数：40 编剧：姚志礼 导演：周德华 主演：贾乃亮、李小璐、朱铁、高蓓蓓、郭凯敏等 上映时间：2014 年</p>		<p>《心肝宝贝》 类型：都市情感 集数：40 编剧：李汉巨（台） 导演：汪群雅（台） 主演：刘雪华（台）、刘佩琦（台）、赵锦焘、黄曼、田重 上映时间：2013 年</p>
	<p>《代号“九耳犬”》 类型：谍战 集数：30 编剧：陈翘英、钟健强 导演：邓衍成 主演：陈冠霖、毛晓彤、梁俊一、万美汐 上映时间：2013 年</p>		<p>《红轿子》 类型：年代革命 集数：32 编剧：王凤来仪（台） 导演：丰声 主演：张娜拉、霍政谚、谢祖武（台）、叶全真（台）、寇世勋（台）、张明明 上映时间：2013 年</p>

来源：公司公告 国金证券研究所

- **获得天意影视 51%的股权，进一步增强影视业务实力。**公司于 2015 年 7 月收购天意影视 51%股权，交易对价为 21.73 亿元。浙江天意原名浙江华谊天意影视有限公司，由北京华谊兄弟娱乐投资有限公司 100%持股。2013 年 11 月底，自然人吴毅、刘时春等获得天意股权，华谊娱乐投资退出。天意影视由国内资深影视制片人、著名导演、著名编剧和营销专家组成核心创作团队，具备较强的影视制作及发行能力，积累了广泛的影视行业资源，其代表作品有：《士兵突击》、《我的团长我的团》、《王大花的革命生涯》、《活色生香》、《远去的飞鹰》、《圣天门口》、《功勋》等。收购天意影视进一步增强了公司影视业务制作及发行能力，引入新的影视行业上下游资源，进一步提升了公司影视业务的综合实力。

天意影视承诺 2015 年、2016 年、2017 年经审计的净利润不低于 2500 万元，5500 万元，8500 万元。

天意影视剩余的 49%的股权，将根据其 2016 年业绩情况考虑是否完成收购。2016 年上半年，天意制作的电视剧《龙珠传奇》开机时间延迟，以及已经送审的《花开如梦》和处于后期制作阶段的《保镖》等新剧由于电视台档期、送审等因素，发行时间推迟至 2016 年下半年，其业绩无法确认，所以鹿港文化于 2016 年 7 月 4 日公告终止了其剩余股份的收购方案，计划在 2016 年业绩审计后，视其是否完成业绩承诺决定剩余股权的收购。总体来看，公司目前已经拥有天意影视 51%股权，终止收购不会影响公司影视剧业务开展。

- **整合影视资源，深耕内容制作。**鹿港文化在完成对两家公司的收购后，聘请原天意影视大股东、实际控制人吴毅先生负责统管鹿港文化的影视业务，同时担任互联网影视平台董事长。吴毅先生曾先后承担完成影视剧制作近 30 多部 700 多集，荣获第 22 届电视剧“飞天奖”、第 3 届电影“百合奖”特别奖、湖北省“五个一工程奖”等全国多项大奖。

完成整合后，2015 年是公司影视的品质提升年。公司参与制作的多部电视剧均获得良好的收视和口碑。《天涯女人心》播出后获得 2015 年中国电视剧品质盛典观众最喜爱电视剧。天意推出的年度谍战剧《王大花的革命生涯》，以收视率破 2 的成绩，位居同期收视前列。开播首日仅单集 34 城收视率达到 1.85%，份额 5.47%，在黄金档同期播出的电视剧中荣登榜首，网络上也掀起谍战的讨论热潮。

2015年，公司进入电影业务。公司参与投资并上映的电影《大圣归来》凭借优良的口碑，最终获得9.56亿票房。2015年末引进片英国《神探夏洛克》电影在2016年初上映后，收获良好口碑，获得1.61亿票房。

- 2016年公司投资影视领域多部重量级作品，《盗墓笔记》表现值得期待。电视剧方面，公司计划通过独立拍摄和联合摄制的方式生产6部以上精品电视剧（包括《龙珠传说》、《路从今夜白》、《花开如梦》、《唐明皇》等），通过参股、合作等方式参与3-6部电影的摄制，计划全年实现销售收入4亿元，两个影视公司实现利润不低于1.5亿元。

图表 10：公司 2016 年电视剧投拍计划

电视剧名称	拍摄方	集数	预计开机时间	预计完成时间	合作方式	目前进展（截止年报披露）
			2015年12月			
铁血保镖	天意影视	44	31日	2016年8月	投资并发行 58%	3月份杀青，进行后期制作
龙珠传奇	天意影视	55	2016年5月	2017年3月	投资并发行 60%	筹备阶段，5月开机
碧血黄沙	天意影视	45	2016年8月	2017年2月	投资并发行 70%	剧本二稿，计划8月开机
非诚勿扰	天意影视	40	2016年9月	2017年4月	投资并发行 70%	剧本修改，计划10月开机
			2016年下半年备选			
死亡战俘营 我和妈妈 的长征	天意影视	40		2017年	投资并发行 70%	剧本修改
彭德怀元帅	世纪长龙	35	2015年2月	2016年2月	主投并发行	发行中
朋友圈儿	世纪长龙	44	2015年3月	2016年3月	参投并发行	与中央军委总后勤部等联合拍摄，现发行中
唐明皇	世纪长龙	60	2015年9月	2016年	参投	现场拍摄完成，进入后期制作
路从今夜白	世纪长龙	60	2016年	2017年	主投并发行	剧本修改中，主创、演员洽谈中
毕业季	世纪长龙	40	2016年	2017年	主投并发行	剧本已完成，演员洽谈中
			2016年	2017年	参投	剧本完成，主创签约，拟开机

来源：公司公告 国金证券研究所

图表 11：公司 2016 年电影投拍计划

影视剧名称	拍摄方	预计开机时间	预计完成时间	合作方式	目前进展（截止年报披露）
残酷游戏	天意影视	2016年9月	2017年	主创并发行或者参投 49%	立项申报，主创洽谈
	世纪长龙		2016年		
神探夏洛克	（制作方： 英国 BBC 公司）		2016年 1月	英国 BBC 公司制作，参与国内发行	2016年1月上映 票房收入1.6亿元
盗墓笔记	世纪长龙	2015年	2016年	参投	拍摄完成，现后期制作
铁道飞虎	世纪长龙	2015年	2016年	参投	拍摄完成，现后期制作
聊斋新编系 列电影	世纪长龙	2016年	2016年	主投并发行	剧本完成，主创签约，拟开机

来源：国金证券研究所

公司参与电影《盗墓笔记》的投资和发行，电影将于今年8月5日上映，票房表现值得期待。电影《盗墓笔记》改编自南派三叔的同名小说，拥有数百万读者基础，根据其改编的网络剧在爱奇艺上线当晚5分钟内瞬时播放请求高达1.6亿次，总播放量超过27亿，是2015年度播放量最高的网剧。同时，2015年上映的同为盗墓题材的电影《九层妖塔》、《寻龙诀》票房分别达到6.82亿、16.82亿。另外，电影版《盗墓笔记》将由南派三叔亲任编剧，整体投入在2亿左右，以保证影片的制作质量。依托庞大的粉丝群体，网络剧的良好表现和制作团队保障，《盗墓笔记》在暑期档的票房值得期待，预估其票房有望达到10亿左右，公司参与联合出品和发行，若公司投资比例在10%左右，同时参与发行方分成，按照电影票房分账比例，

公司获得的收入在 9000 万元左右。按照 35%左右净利润率，电影将为公司贡献约 3000 万元利润。

布局网络剧市场，重量级 IP 值得期待

视频网站加大投入，网络剧市场迎高速发展

- 网络剧是指由专业影视机构制作并以视频网站为主要播出平台的影视剧作品。播出形式包括视频网站独播、多家视频网站播放、网台联动等形式。

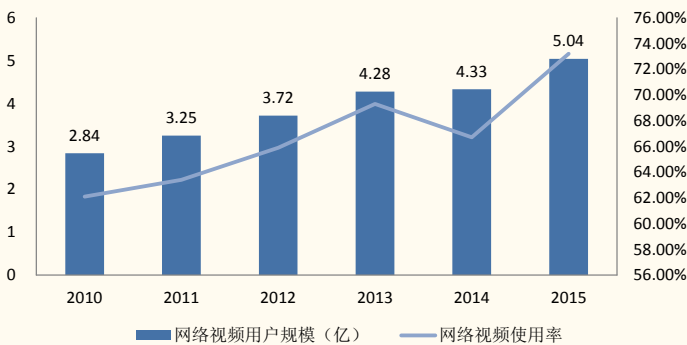
图表 12：网络自制剧与传统电视剧差异

	网络自制剧	国产传统电视剧
播出平台	视频网站独家播出为主	电视台、视频网站等
内容单元	多为按季播出的多部剧，每部若干集	多为单部剧，每部若干集
篇幅规格	较为自由，集数由几集单几十集不等	较为规律，一般三十集以上，每集四十五分钟
内容风格	题材与内容的尺度较为宽松，风格多样	相对正统严谨，恪守主流价值观
监管	审查制作与发行播出监管宽松，只需要网站自审	拍摄前剧本需提交广电总局取得拍摄许可证；播出前需经过广电总局取得发行许可证。
制播流程	采取边播边拍模式	制播分离
营收模式	整合营销多种盈利模式，回款较快	版权收入为主，回款周期较长

来源：《中国电视剧（2014）产业调研报告》国金证券研究所

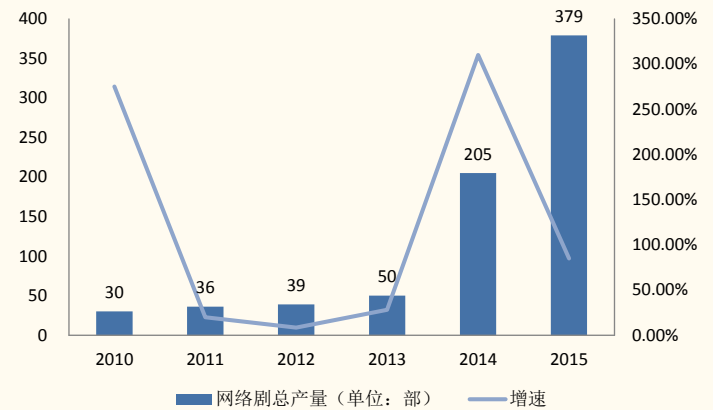
- 得益于网络视频市场高效的规模化覆盖，网络剧内容消费也得到了快速普及。2015 年网络剧行业整体表现为井喷式发展，全年播放量达 274.5 亿，较 2014 年增长 110%；总数为 379 部，同比增加 85%。在剧目制作与出品方面，大部分网络剧为主流在线视频媒体自制或与影视机构制作合作，又以在线媒体为播出平台。

图表 13：网络视频用户规模与使用率近年变化趋势



来源：国金证券研究所

图表 14：2010-2015 年网络剧总产量



来源：国金证券研究所

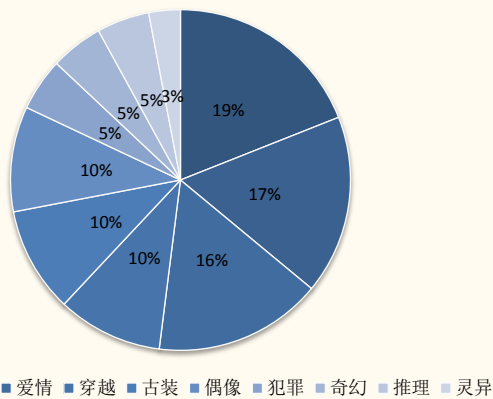
图表 15: 2016Q1 移动视频应用活跃用户规模 TOP10

排名	移动视频应用	活跃用户规模 (万)		
		3月	2月	1月
1	腾讯视频	15120	14416	14362
2	爱奇艺视频	14761	13995	14130
3	优酷视频	14301	13761	13504
4	搜狐视频	9112	8062	8234
5	乐视视频	6047	5673	5648
6	爱奇艺 PPS	5207	5360	5232
7	暴风影音	5138	5647	5622
8	土豆视频	4942	4807	4921
9	PPTV 聚力	3598	3564	3244
10	芒果 TV	3038	3009	3091

来源: 国金证券研究所

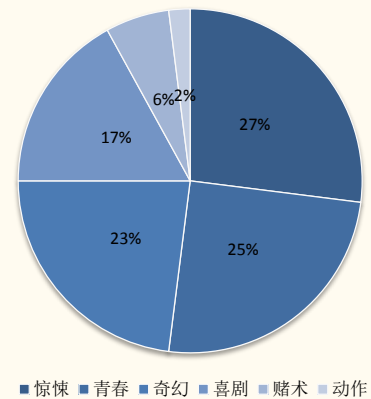
- **题材与营销趋向多元化, 网络剧发展迎来黄金期。**在内容制作方面, 相较于传统电视剧行业在现实、历史等主题上的集中化生产, 网络剧行业的题材分布则呈现出丰富态势, 以喜剧类、悬疑类、爱情类为核心内容, 穿越、推理、灵异等小众类型并举的制作模式更有效地迎合了观众的多样化消费需求。尽管近期内容监管从严、审查模式逐渐向传统电视靠拢, 但精品化与健康化仍将助力网络剧行业可持续发展。在内容营销方面, 网络剧拥有剧集冠名、植入广告、贴片广告、插播广告、定制剧等多种渠道, 灵活性和机动性相对更强, 因而网剧播放平台加速分流电视广告几成定局。

图表 16: 2015 年网络剧热门题材分布



来源: 国金证券研究所

图表 17: 2016Q1 网络剧热门题材分布



来源: 国金证券研究所

图表 18: 视频网站加速布局网络剧, 主流网站均推出自制剧计划

视频网站	爱奇艺	优酷土豆	腾讯视频	搜狐视频	PPTV
2016 年自制剧计划	我的朋友陈白露小姐 寻找前世之旅 美人为馅 老九门 爵迹 百变五侠之我是大明星	十宗罪 创业时代 寻秦记 黑白无双 我的老婆是狐仙 虎鹤	鬼吹灯 九州. 天空城 如果蜗牛有爱情 重生之名流巨星 妈阁是座城 西宫之燕王的日月	高品格单恋 花样排球 评价女王 大咖秀 What IF 极品女士 5	执念师 2/3 纳妾记 2/3 人间之读心英雄 皇后策 虫图腾 飘邈之旅
	灵魂摆渡 3 摸金符 牧野鬼事	暗月六族 万万没想到系列 仙侠客栈系列 午夜计程车系列 小时代 2: 虚铜时代	少年股神 暗黑者 3 全职高手 诛仙. 特别篇 使徒行者 2	示铃录 法医秦明 亲爱的, 公主病 我的贴身校花 执念师 2 无心法师 2 他来了, 请闭眼 2 匆匆那年: 好久不见	我喜欢你, 你知道吗 一吻定情 这么多年 那个不为人知的故事 明星时代 虐渣指导手册

来源: 国金证券研究所

- 短期内, 改编自 IP 的网络剧仍然受市场追捧。2015 年, 全网共有网剧 355 部, 其中 IP 改编剧 31 部, 占 2015 年网剧总量的 8.7%, 但是却占据了网络剧的头部流量。2015 年网络播放量最高的 10 大网剧之中, 来自 IP 改编的就占有 7 部, 分别是: 《盗墓笔记》、《花千骨 2015》、《暗黑者 2》、《无心法师》、《校花的贴身高手》、《他来了, 请闭眼》、《纳妾记》。点击量前三名被 IP 改编剧包揽, 其中《盗墓笔记》以 27.5 亿点击量居榜首。

设立网络剧制作公司, 着力打造超级网络剧

- 2015 年 7 月公司出资 1 亿元投资设立鹿港互联网影视(北京)有限公司, 着力开发精品网络剧。公司将世纪长龙与天意影视手中拥有的超级 IP 资源及人力资源整合至该平台公司, 依托专业的影视剧制作经验, 结合大主创、大明星、大投入以及用户全程参与的顶配模式, 捆绑国内一线互联网平台资源, 打造有影响力的超级网络剧作品。
- 公司目前已完成非公开发行, 募集资金 10 亿元, 用于网络剧的制作发行和偿还银行贷款。完成非公开发行后, 公司将 5 亿元用于超级网络剧的制作及发行, 投资 1 亿元用于内容版权采购, 1 亿元用于资源培植和整合, 剩余 3 亿元用于偿还银行贷款。公司通过购买网络小说版权、签约知名网络作家等多种方式, 不断积累和储备更多优质 IP 资源, 确保公司持续推出优质的超级网络剧作品。同时通过构建由知名导演、编剧、监制及演艺人才组成的资源整合平台, 通过多种合作模式, 整合产业链上下游资源, 充分激发和调动合作各方的积极性和创造性, 确保公司制作的超级网络剧具备优秀品质。

图表 19: 公司募集资金投向

序号	项目名称	募集资金拟投资金额
1	互联网影视剧项目	70,000
2	偿还银行贷款	30,000
	合计	100,000

来源: 公司公告 国金证券研究所

图表 20: 互联网影视项目具体投资安排

序号	项目名称	募集资金拟投资金额
1	超级网络剧制作及发行	50,000
2	内容版权采购	10,000
3	资源培植与整合	10,000
	合计	70,000

来源: 公司公告 国金证券研究所

- 2015 年 7 月公司出资 600 万元, 参股艺能科技 10% 的股份。艺能科技为影视行业的互联网科技公司, 专注于实现影视行业从剧本到班底、制作、发行、经纪、采购、交易的垂直数据集中平台, 实现金融和植入广告数据分析的延伸平台, 打造影视行业的大数据服务平台。公司参股艺能科技后,

拓展了在大数据分析领域的战略布局，为传统影视业务及互联网影视业务开展提供了大数据支持。

图表 21: 艺能科技产品



来源: 公司公告 国金证券研究所

- 2016 年，在互联网影视方面，公司主要有两个重要的项目，《墨客行》和《摸金符》，预计将在 2016 年下半年完成制作。《摸金符》由天下唱霸作为编剧，属于《鬼吹灯》系列的最新作品，依托其强大的粉丝群体有望成为现象级网络剧。公司积极与爱奇艺、优酷、迅雷等播放平台接触，签订战略合作意向。公司规划实现 8000 万元~1 亿元的销售收入，完成利润 3000 万元。

图表 22: 鹿港文化网络剧项目

网络剧名称	拍摄方	集数	预计开机时间	预计完成时间	合作方式	目前进展 (截止年报披露)
墨客行	鹿港互联影视	24	2016 年 4 月	2016 年 10 月	投资并发行 100%	4 月份开机，进行拍摄阶段
摸金符 (第一季)	鹿港互联影视	20	2016 年下半年	2017 年 2 月份	投资并发行	剧本修改中，主创拟签约

来源: 公司公告 国金证券研究所

盈利预测和估值

- 公司影视剧业务，我们按照世纪长龙、天意影视和鹿港互联分别计算，根据其影视剧的投资数量和销售单价、电影票房分账假设，我们预计 2016~2018 年，世纪长龙收入为 4.38 亿、5.27 亿、7.25 亿；天意影视收入为 2.7 亿、4.99 亿、6.81 亿；鹿港互联收入为 1.2 亿、2.52 亿、4.03 亿。传统纺织业务收入维持在 20 亿，贡献净利润维持在 5000 万左右。

图表 23: 分项收入预测

	2016E	2017E	2018E
世纪长龙			
电视剧投资数量	5	6	7
单集平均收入	1.5	1.95	2.30
电影投资数量	2	2	2
单部票房分账	50	50	50
收入	437.50	526.50	724.82
成本	266.88	321.17	442.14
毛利率	39%	39%	39%
毛利	170.63	205.34	282.68
天意影视			
电视剧投资数量	4	5	6

单部平均收入	1.5	1.95	2.30
电影投资数量		1	1
单部票房分账		60	60
收入	270	498.75	681.27
成本	164.7	304.24	415.57
毛利率	39%	39%	39%
毛利	105.3	194.5125	265.6953
鹿港互联			
网络剧投资数量	2	3	4
单部网络剧收入	60	84	100.8
收入	120	252	403.2
成本	74.4	156.24	249.98
毛利率	38%	38%	38%
毛利	45.6	95.76	153.22
传统纺织业务			
精纺纱线销售额	895	895	895
毛利率	10.20%	10.20%	10.20%
半精纺纱线销售额	723	723	723
毛利率	18.50%	18.50%	18.50%
呢绒面料销售额	276	276	276
毛利率	18.30%	18.30%	18.30%
服装销售额	100.00	100.00	100.00
毛利率	25%	25%	25%
收入	1994	1994	1994
成本	1693.45	1693.45	1693.45
毛利率	15%	15%	15%
毛利	300.55	300.55	300.55
总计			
销售总收入	2821.50	3271.25	3803.29
销售总成本	2199.42	2475.09	2801.14
毛利	622.08	796.16	1002.14
平均毛利率	28%	32%	36%

来源：国金证券研究所

图表 24：分项利润预测（归母净利润）

	2016E	2017E	2018E
世纪长龙	131	154	200
天意影视	39	71	94
鹿港互联	36	76	108
传统纺织业务	50	50	50

来源：国金证券研究所

- 我们预计公司 2016~2018 年，净利润为 2.56 亿元、3.51 亿元、4.52 亿元，对应 2016 年~2018 年 EPS 0.29 元、0.39 元、0.51 元，根据申万行业划分，对比同类影视动漫类公司 2016E PE 中位值 50 倍，对应 14.5 元目标价，给予公司“买入”评级

图表 25：同行业公司估值比较

代码	证券简称	市盈率 PE		
		TTM	16E	17E
	最高值	966.26	173.60	146.88
	中位值	80.11	50.12	38.61
002739.SZ	万达院线	68.38	46.90	34.55
002624.SZ	完美环球	150.72	50.12	38.61
002292.SZ	奥飞娱乐	79.89	55.58	41.41
300251.SZ	光线传媒	55.59	52.79	39.59
600715.SH	文投控股	92.49	55.28	40.11
300133.SZ	华策影视	54.30	41.15	31.81
002445.SZ	中南文化	125.59	44.03	35.20
300291.SZ	华录百纳	60.48	41.84	32.88
000802.SZ	北京文化	-8,488.74	63.23	50.27
000681.SZ	视觉中国	101.05	65.42	49.19
002343.SZ	慈文传媒	80.33	52.83	41.21
600576.SH	万家文化	326.03	85.05	66.64
002175.SZ	东方网络	238.44	173.60	146.88
300336.SZ	新文化	50.88	33.70	25.37
600136.SH	当代明诚	203.74	62.84	48.74
002502.SZ	骅威文化	76.08	32.71	26.25
300426.SZ	唐德影视	118.21	29.67	20.54
000673.SZ	当代东方	77.17	40.48	29.15
600088.SH	中视传媒	966.26	--	--
002071.SZ	长城影视	31.30	27.05	20.71
000835.SZ	长城动漫	829.57	60.78	41.52

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,844	2,233	2,370	2,822	3,271	3,803	货币资金	340	299	296	468	746	1,146
增长率		21.1%	6.1%	19.1%	15.9%	16.3%	应收款项	216	390	502	543	629	731
主营业务成本	-1,588	-1,899	-1,938	-2,199	-2,475	-2,801	存货	593	735	772	850	956	1,082
%销售收入	86.1%	85.1%	81.8%	78.0%	75.7%	73.7%	其他流动资产	42	177	133	134	151	170
毛利	256	334	431	622	796	1,002	流动资产	1,190	1,601	1,703	1,994	2,482	3,129
%销售收入	13.9%	14.9%	18.2%	22.0%	24.3%	26.3%	%总资产	46.2%	48.9%	48.6%	60.5%	65.8%	71.2%
营业税金及附加	-4	-13	-12	-14	-16	-19	长期投资	267	236	242	243	242	242
%销售收入	0.2%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,022	1,081	984	979	962	934
营业费用	-74	-83	-91	-110	-129	-152	%总资产	39.7%	33.0%	28.1%	29.7%	25.5%	21.2%
%销售收入	4.0%	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%	4.0%	无形资产	95	342	556	79	84	88
管理费用	-90	-105	-134	-164	-196	-236	非流动资产	1,388	1,675	1,802	1,303	1,289	1,266
%销售收入	4.9%	4.7%	5.7%	5.8%	6.0%	6.2%	%总资产	53.8%	51.1%	51.4%	39.5%	34.2%	28.8%
息税前利润 (EBIT)	88	133	194	334	454	595	资产总计	2,578	3,276	3,505	3,297	3,771	4,396
%销售收入	4.8%	6.0%	8.2%	11.8%	13.9%	15.6%	短期借款	627	495	632	0	0	0
财务费用	-72	-71	-74	-18	7	14	应付款项	487	690	789	924	1,044	1,185
%销售收入	3.9%	3.2%	3.1%	0.6%	-0.2%	-0.4%	其他流动负债	46	157	86	160	171	184
资产减值损失	-1	-5	-7	-4	-1	-1	流动负债	1,159	1,342	1,507	1,084	1,215	1,370
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	23	83	83	83	84
投资收益	3	12	17	18	18	18	其他长期负债	401	396	233	231	231	231
%税前利润	11.4%	14.4%	11.5%	5.2%	3.6%	2.8%	负债	1,560	1,761	1,822	1,398	1,529	1,685
营业利润	18	69	130	330	478	626	普通股股东权益	954	1,443	1,560	1,740	2,014	2,389
营业利润率	1.0%	3.1%	5.5%	11.7%	14.6%	16.5%	少数股东权益	64	72	123	160	228	322
营业外收支	4	12	15	15	15	15	负债股东权益合计	2,578	3,276	3,505	3,297	3,771	4,396
税前利润	22	80	145	345	493	641	比率分析						
利润率	1.2%	3.6%	6.1%	12.2%	15.1%	16.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-7	-15	-14	-52	-74	-96	每股指标						
所得税率	32.1%	18.1%	9.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.042	0.157	0.311	0.286	0.393	0.505
净利润	15	66	131	293	419	545	每股净资产	3.000	3.823	4.084	4.555	5.274	6.256
少数股东损益	2	6	12	37	68	93	每股经营现金净流	0.741	0.869	0.496	1.118	1.141	1.462
归属于母公司的净利润	13	59	119	256	351	452	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200	0.200
净利率	0.7%	2.7%	5.0%	9.1%	10.7%	11.9%	回报率						
							净资产收益率	1.38%	4.12%	7.61%	14.72%	17.43%	18.90%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	0.51%	1.81%	3.39%	7.77%	9.31%	10.27%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	2.94%	4.50%	6.64%	12.84%	15.11%	16.72%
净利润	15	66	131	293	419	545	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	10.35%	21.09%	6.12%	19.06%	15.94%	16.26%
非现金支出	78	101	119	115	123	134	EBIT 增长率	50.01%	50.95%	45.38%	72.35%	35.91%	31.01%
非经营收益	73	61	59	9	-27	-27	净利润增长率	29.82%	349.60%	99.78%	115.82%	37.06%	28.64%
营运资金变动	70	101	-119	9	-79	-94	总资产增长率	16.47%	27.08%	6.99%	-5.93%	14.38%	16.56%
经营活动现金净流	236	328	189	427	436	558	资产管理能力						
资本开支	-262	-137	-53	387	-94	-95	应收账款周转天数	31.5	39.1	57.2	57.0	57.0	57.0
投资	-90	-70	-80	-1	0	0	存货周转天数	120.5	127.5	141.8	141.0	141.0	141.0
其他	204	-68	33	18	18	18	应付账款周转天数	49.6	65.8	65.0	65.0	65.0	65.0
投资活动现金净流	-148	-275	-99	404	-76	-77	固定资产周转天数	165.5	159.3	142.1	118.6	100.4	83.7
股权募资	16	142	27	0	0	0	偿债能力						
债权募资	140	-176	25	-632	0	1	净负债/股东权益	66.80%	40.50%	38.66%	-8.12%	-19.25%	-30.65%
其他	-90	-88	-111	-26	-82	-82	EBIT 利息保障倍数	1.2	1.9	2.6	18.6	-66.5	-43.1
筹资活动现金净流	65	-122	-59	-658	-82	-81	资产负债率	60.51%	53.76%	52.00%	42.40%	40.54%	38.33%
现金净流量	153	-69	31	173	278	400							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD