

强烈推荐-A (维持)

中南文化 002445.SZ

目标估值: 20.92 元  
当前股价: 14.94 元  
2017 年 04 月 19 日

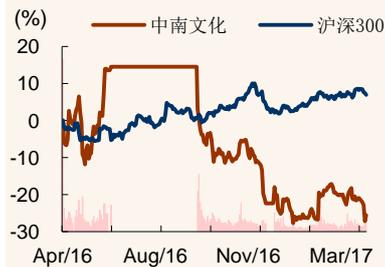
影视、艺人经纪、版权运营、游戏全面发力致业绩大增

基础数据

上证综指	3197
总股本 (万股)	83253
已上市流通股 (万股)	63495
总市值 (亿元)	124
流通市值 (亿元)	95
每股净资产 (MRQ)	4.5
ROE (TTM)	6.6
资产负债率	44.4%
主要股东	江阴中南重工集团有
主要股东持股比例	29.95%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-21	-30
相对表现	-10	-27	-37



资料来源: 贝格数据、招商证券

方光照

fanguangzhao@cmschina.com.cn  
S1090515090002

顾佳

021-68407977  
gujia@cmschina.com.cn  
S1090513030002

**事件:** 公司发布 2016 年年度报告, 2016 年实现营业收入 13.40 亿元, 同比增长 19.68%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.29 亿元, 同比增长 64.05%; 实现基本每股收益 0.30 元。公司同时发布 2017 年一季报, 一季度实现营业收入 2.41 亿元, 同比增长 72.70%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3256.55 万元, 同比增长 118.84%。

评论:

1、转型深化, 影视、艺人经纪、版权运营、游戏全面发力致业绩大增。

2016 年公司完成对新华先锋、值尚互动的收购, 实现业绩并表, 报表上新增版权运营和游戏业务, 其中新华先锋和值尚互动分别实现净利润 3840 万元和 9936 万元。另外, 大唐辉煌实现净利润 1.61 亿元, 千易志诚实现净利润 3584 万元。分产品看, 金融制品业务营业收入同比下降 11.94%, 毛利率同比上升 1.45 个百分点至 22.36%; 电视剧业务收入同比增长 9.08%, 毛利率同比上升 3.18 个百分点至 49.73%; 艺人经纪业务收入同比增长 23.75%, 毛利率同比上升 0.92 个百分点至 72.36%。影视、艺人经纪业务盈利能力均有所提升, 内生加并表致使 2016 年业绩大增, 预计 2017 年将新增并表极光网络。

2、开启制造业务划转, 坚定深化“大文化”战略。

公司为了理顺业务构架, 方便开展资本运作和文化传媒业务的管理, 公司于 2017 年 2 月启动制造业务相关的全部资产、债权债务及人员划转。我们判断此次划转是开启制造业务剥离的第一步, 后续剥离值得期待, 也体现公司坚定深化“大文化”战略的决心。另外, 公司 2016 年底聘任曾任江苏广电总台影视频道总监、幸福蓝海总经理的影视行业资深人士洪涛先生担任总经理, 2017 年大文化产业推进值得期待。

3、以艺人教育和艺术职业教育为抓手, 打造中南明星梦工厂。

公司通过与南京艺术学院、江阴市人民政府合作办学切入艺人本科教育, 与一九零五共同设立影视培训国际学院进入艺术职业教育, 公司教育方面布局可以与内部的电影、电视剧等 IP 资源有机结合, 一方面艺人教育和艺术职业教育为公司的电视、电影、经纪文化、内容制作等培养相关专业人才, 另一方面公司可以通过手中的资源捧红艺人, 打造中南明星梦工厂的品牌。未来公司将以艺人教育为保障, 尝试通过内容来变现, 成名后的艺人有望给公司带来更多内容合作的资源。

4、IP 内容源头为核心, 泛娱乐业务协同发展。

公司通过投资、并购等系列资本运作, 旗下拥有中南影业 (电影)、大唐辉煌 (电视剧)、千易志诚 (艺人经纪)、新华先锋 (IP 源头)、中南音乐 (音乐)、值尚互动和极光网络 (游戏) 等泛娱乐产业链实体, 内部协同整合初见成效, IP 变现即将进入收获期。下游变现通道打开也将持续推动明星培养、艺术教育等上游空间不断拓展, 实现泛娱乐业务加快推进。

**5、盈利预测及投资建议:**

我们预计公司 2017/18 年备考 EPS (业绩按照拟收购标的全部并表备考,股本按照本次募集配套资金发行底价测算)分别为 0.80/0.94 元,看好公司基于明星培养,打通 IP、影视、艺人经纪、音乐、互联网的泛娱乐布局前景以及未来后续战略持续布局预期,继续推荐。

**风险因素:** 1、并购标的整合效果不达预期; 2、收购标的业绩大超预期。

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2043	2808	4316	5363	6221
现金	168	503	176	187	216
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	111	180	329	412	478
应收款项	930	1010	1813	2266	2629
其它应收款	9	15	28	35	41
存货	629	617	1096	1370	1589
其他	196	483	874	1093	1267
<b>非流动资产</b>	1613	3497	3470	3445	3423
长期股权投资	107	85	85	85	85
固定资产	631	615	600	586	574
无形资产	98	95	86	77	70
其他	776	2701	2699	2697	2695
<b>资产总计</b>	<b>3655</b>	<b>6305</b>	<b>7786</b>	<b>8808</b>	<b>9644</b>
<b>流动负债</b>	1472	1990	3210	3693	3910
短期借款	758	924	1723	1957	1976
应付账款	269	375	675	843	978
预收账款	109	37	67	83	97
其他	337	655	746	809	859
<b>长期负债</b>	20	637	637	637	637
长期借款	20	40	40	40	40
其他	0	597	597	597	597
<b>负债合计</b>	<b>1492</b>	<b>2627</b>	<b>3848</b>	<b>4330</b>	<b>4548</b>
股本	739	811	850	850	850
资本公积金	946	2179	2179	2179	2179
留存收益	466	687	959	1558	2246
少数股东权益	12	1	(50)	(110)	(179)
归属于母公司所有者权益	2151	3677	3989	4588	5276
<b>负债及权益合计</b>	<b>3655</b>	<b>6305</b>	<b>7786</b>	<b>8808</b>	<b>9644</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	195	114	(709)	9	279
净利润	139	229	678	802	929
折旧摊销	55	58	64	61	59
财务费用	38	93	0	0	0
投资收益	7	(22)	(6)	(7)	(9)
营运资金变动	(35)	(220)	(1416)	(800)	(640)
其它	(8)	(23)	(29)	(48)	(60)
<b>投资活动现金流</b>	(252)	(1514)	(37)	(37)	(37)
资本支出	(19)	(21)	(37)	(37)	(37)
其他投资	(233)	(1493)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	129	1674	419	38	(212)
借款变动	(694)	202	779	235	19
普通股增加	487	72	39	0	0
资本公积增加	502	1233	0	0	0
股利分配	(126)	(369)	(405)	(203)	(241)
其他	(38)	537	6	7	9
<b>现金净增加额</b>	<b>73</b>	<b>274</b>	<b>(327)</b>	<b>11</b>	<b>30</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1119	1340	2451	3064	3555
营业成本	752	817	1471	1839	2133
营业税金及附加	8	12	22	27	31
营业费用	77	71	118	159	185
管理费用	81	116	147	215	249
财务费用	31	83	0	0	0
资产减值损失	21	34	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	(7)	22	6	7	9
<b>营业利润</b>	143	230	700	832	966
营业外收入	19	11	21	21	21
营业外支出	1	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	161	240	720	852	986
所得税	22	28	93	110	127
<b>净利润</b>	139	212	627	742	859
少数股东损益	(0)	(17)	(51)	(60)	(69)
<b>归属于母公司净利润</b>	139	229	678	802	929
<b>EPS (元)</b>	0.19	0.28	0.80	0.94	1.09

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	55%	20%	83%	25%	16%
营业利润	112%	60%	205%	19%	16%
净利润	112%	64%	196%	18%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.9%	39.0%	40.0%	40.0%	40.0%
净利率	12.5%	17.1%	27.6%	26.2%	26.1%
ROE	6.5%	6.2%	17.0%	17.5%	17.6%
ROIC	5.2%	5.8%	10.7%	11.2%	11.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.8%	41.7%	49.4%	49.2%	47.2%
净负债比率	21.3%	15.6%	22.6%	22.7%	20.9%
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.5	1.6
速动比率	1.0	1.1	1.0	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
存货周转率	1.3	1.3	1.7	1.5	1.4
应收帐款周转率	1.6	1.4	1.7	1.5	1.5
应付帐款周转率	3.0	2.5	2.8	2.4	2.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.19	0.28	0.80	0.94	1.09
每股经营现金	0.26	0.14	-0.83	0.01	0.33
每股净资产	2.91	4.53	4.69	5.40	6.21
每股股利	0.50	0.50	0.24	0.28	0.33
<b>估值比率</b>					
PE	75.8	50.7	17.9	15.1	13.1
PB	4.9	3.2	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	22.4	13.9	6.6	5.7	4.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**方光照**，招商证券研发中心传媒行业分析师。上海财经大学金融学硕士，2015 年加入招商证券，2016 年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名成员，2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名成员。

**顾佳**，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。分获 2016 年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名，2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名，2014 年新财富第五名、水晶球第四名、金牛奖第二名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。