

研究所

证券分析师：

邵伟

S0350517070002

18817875606

shaow@ghzq.com.cn

联系人：

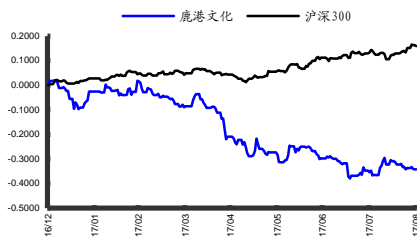
朱珠

zhuz@ghzq.com.cn

## 电视剧《曹操》热度渐渐起，影视剧业务步步为营

### ——鹿港文化（601599）动态研究

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
鹿港文化	1.7	-4.3	-40.2
沪深300	2.3	4.2	15.3

#### 市场数据

2017-08-31

当前价格（元）	5.86
52周价格区间（元）	5.49-11.28
总市值（百万）	5239.24
流通市值（百万）	4998.31
总股本（万股）	89406.84
流通股（万股）	85295.35
日均成交额（百万）	71.31
近一月换手（%）	23.83

#### 相关报告

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

#### 投资要点：

- **2014年从主营纺织行业逐步延伸至影视文化领域。**江苏鹿港文化股份有限公司成立于1993年（2016年6月由江苏鹿港科技股份有限公司变更而来），传统主业主要从事各类精纺、半精纺纱线以及高档精纺呢绒面料生产与销售。2014年公司响应国家号召，加快转型升级的步伐，2014年11月通过并购世纪长龙影视有限公司及2015年7月收购的浙江天意影视有限公司51%的股权切入影视文化行业。2015-2016年公司影视剧业绩不断成长，电影上，参与的引进片《神探夏洛克》、联合制作的电影《大圣归来》；电视剧上，推出的正剧《王大花的革命生涯》、联合制作革命历史重大题材大剧《彭德怀元帅》等。世纪长龙与天意影视共同打造了一系列精品影视剧。2016年3月完成非公开发行募集10亿元，主要用于支持互联网影视剧项目的开发、拍摄和发行，并成立鹿港互联影视（北京）有限公司，为影视文化行业的发展夯实基础。为突出核心竞争力优势，2016年6月15日完成证券简称的变更，公司名称由“江苏鹿港科技股份有限公司”变更为“江苏鹿港文化股份有限公司”，进一步明确了影视文化行业战略目标。
- **2015年收购天意影业51%，2016年终止收购余下49%，2017年有望继续推进。**2015年7月，公司以现金购买天意影视51%的股权。2015年天意影视并入上市公司报表，2015-2017年业绩承诺净利润分别不低于2500、5500、8500万元。收购天意影业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，有助于增强公司影视业务综合实力、提高公司影视业务板块业绩贡献。由于天意原定于2016年6月份签订的几部新剧预售合同只有完成一个，2016年7月终止收购天意影视余下49%股权。天意影视2016年的实现净利润为6194.82万元，完成了2016年度5500万元的业绩承诺，公司有望继续推进天意影视余下股权的工作。
- **影视文化行业一种是“大而美”的平台公司享有优势，另一种“小而美”的公司同样可通过精品带来业绩弹性。**公司超级网络剧将借助视频网站大数据分析、采用IP改编、大主创、大投入以及用户全程参与的模式进行制作，绑定原著作者及其编剧团队，保留原著精髓，同时借鉴好莱坞剧集制作经验，并引进海外技术团队参与制作。发行渠道方面，将国内主要网络平台与传统媒体双向合一，在公司原有的传统媒体发行经验基础上，强化新媒体发行，通过精品打造“小而美”的具有弹性的影视

文化公司。

- 盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予买入评级。**公司传统主业纺织业务的净利润在 2013-2015 年分别为 1221 万元、4590 万元、6828 万元，保持增长，2014 年为响应国家号召，加快转型升级切入影视文化领域。我们认为，文化传媒领域通过跨界并购实现估值提升中，一般主业处于亏损，拖累业绩案例居多，鹿港文化的传统纺织业务仍保持利润贡献，通过继续加强技术改造做好纺织业务同时加快转型升级。影视文化方面，世纪长龙与天意影视通过成功的影视作品凸显了其在专业度及作品上的打磨和把控能力。2016 年影视板块产生净利润预计占整个上市公司净利润的 70%左右，2017 年-2019 年不考虑纺织等传统业务对净利润的影响，我们预计 2017-2019 年影视文化净利润分别为 1.65 亿元、2.06 亿元、2.61 亿元，对应 eps 分别为 0.18 元、0.23 元、0.29 元，以 8 月 31 日收盘价对应的 PE 分别为 32.55 倍、25.48 倍、20.21 倍。若考虑传统纺织等业务，同时基于审慎性原则预测不考虑收购天意影视余下 49%股权的影响，我们预计 2017-2019 年净利润分别 2.6 亿元、3.72 亿元、5.28 亿元，对应 eps 分别为 0.29 元、0.42 元、0.59 元，以 8 月 31 日收盘价对应的 PE 分别为 20.15 倍、14.08 倍、9.93 倍。首次覆盖，公司后续推出的《曹操》等正剧带来的社会和经济效益双升可期，给予买入评级。
- 风险提示：**互联网影视剧项目审核风险；收购天意影视余下 49%股权不确定性风险；传统纺织行业对公司业绩影响的不确定性风险；影视剧项目进展不及预期风险；业绩承诺不达预期风险；人才资源不足风险；行业竞争风险；经营不达预期风险；行业监管风险；宏观经济波动风险。

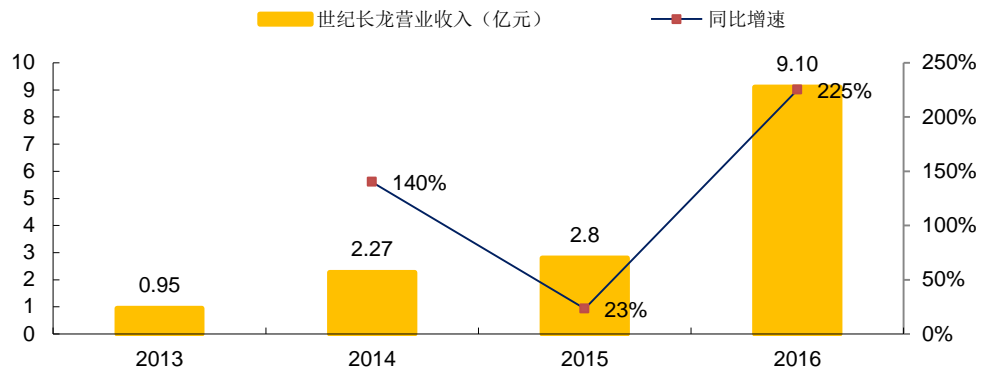
预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	3589	4276	5160	6255
增长率(%)	51%	19.2%	20.7%	21.2%
净利润（百万元）	179	260	372	528
增长率(%)	51%	45.7%	43.1%	41.8%
摊薄每股收益（元）	0.20	0.29	0.42	0.59
ROE(%)	6.39%	8.46%	10.73%	13.12%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 1、世纪长龙深耕影视行业 20 年具备精准市场眼光及差异化选题优势

世纪长龙影视有限公司（简称“世纪长龙”）创立于 1997 年，前身为福建世纪长龙影视文化发展有限公司，于 2011 年改组更名，在北京、上海、浙江和新疆设立四家影视子公司，现已成为电影、电视剧、互联网剧制作营销及发行、艺人经纪一体的综合性传媒公司。

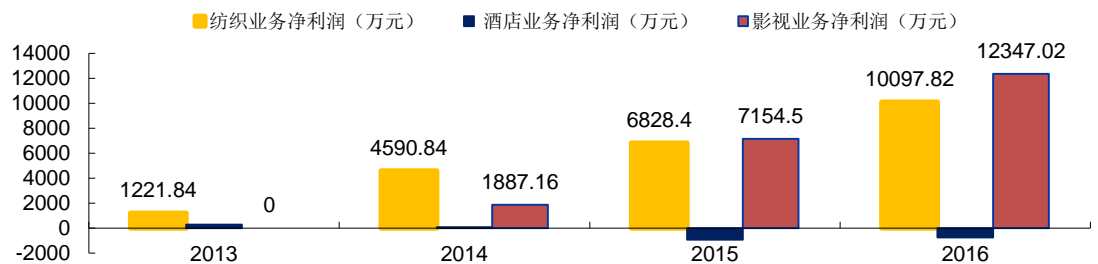
图 1：2013-2016 年世纪长龙营业收入及同比增速单位：亿元



资料来源：wind、国海证券研究所

2014 年 10 月鹿港文化以发行股份和支付现金（1.645 亿元）的方式收购世纪长龙影视股份有限公司（世纪长龙）100% 的股权（合计 4.7 亿元），以发行股份的方式支付交易对价的 65%，总计发行 4290.73 万股（7.12 元/股，合计 3.05 亿元），并于 2014 年 10 月 31 日完成了资产过户手续。2014 年世纪长龙凭借《产科男医生》等多部优良电视剧实现营收 2.27 亿元，实现净利润 6573.90 万元，其中归属上市公司净利润为 5945.33 万元。电视剧业务是世纪长龙的支柱性业务，自 2014 年起世纪长龙积极拓展电影事业进军大银幕，2016 年进入电影发行，营收从 2015 年的 2.8 亿元增加至 2016 年的 9.098 亿元，同比增加 225%。2017 年中报显示公司试水“p 片”造成一定亏损，下半年将落实《追击》、《大轰炸》的电影发行档期。

图 2：2013-2016 年鹿港文化主营业务净利润



资料来源：wind、国海证券研究所

在电视剧上，世纪长龙出品过《感动生命》《天涯赤子心》《血战长空》《产科男医生》《彭德怀元帅》等优秀剧目，一直占据稳定的市场份额。联合投资出品的《西游记之大圣归来》《神探夏洛克》《盗墓笔记》《侠探杰克》《间谍同盟》《极限特工 3》《心理罪》等多部电影均取得良好成绩。世纪长龙与好莱坞六大电影制作公司建立合作关系，参与投资、发行《神探夏洛克》、《侠探杰克》、《间谍同盟》、《极限特工 3》等好莱坞进口片，积极储备 2017 年的进口片片源。

世纪长龙影视、北京君是创新文化有限公司联合出品了抗战题材电视连续剧《烽火抗大》（2017 年 7 月已结束拍摄,进入后期制作阶段）、以及电视剧《唐明皇》（60 集）、《路从今夜白》（40 集）预计 2018 年完成。世纪长龙同时参投了电影《红海行动》、《撒哈拉》、《至爱梵高》等电影，其中《红海行动》根据真实事件“也门撤侨”改编，由《湄公河行动》导演林超贤执导，也是中国建军 90 周年以及党的“十九大”献礼重点影片。2017 年 7 月 31 日，《红海行动》正式杀青。

图 3：世纪长龙影视官网



资料来源：世纪长龙影视公众号、国海证券研究所

2017 年 8 月由世纪长龙影视联合出品的大型公安反特谍战剧《猎隼》将由《战狼 2》男演员张翰主演。《猎隼》此次演员基本为 80、90 后且艺人的公众人设与剧中人设气质一致，世纪长龙将谍战剧年轻化颠覆传统，再一次验证其具备差异化运营思路。

图 4：世纪长龙影视联合出品的谍战剧《猎隼》剧照及其子公司分布



资料来源：世纪长龙影视官网及公众号、国海证券研究所

## 2、2015 年收购天意影视 51%股权，进一步加强影视文化产业布局

2015 年公司以现金及增资方式合计 2.1732 亿元获天意影视 51%股权，并于 2015 年 7 月完成资产过户手续。2015 年 8-12 月天意影视利润并入上市公司，天意影视由国内资深影视制片人、著名导演、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，已制作出品如《我的团长我的团》、《士兵突击》、《龙珠传奇》等影视剧，积累了广泛的影视行业资源。引入新的影视行业上下游资源，助于增强公司影视业务综合实力、提高影视业务板块业绩贡献，进一步提升了公司整体竞争力。2015 年公司已将互联网影视作为未来重要的发展战略，并投入不超 7 亿元非公开发行募集资金用于互联网影视剧项目实施。

电视剧《曹操》将由姜文主演，“大男主戏”有望开启。时隔 23 年姜文再次回归电视荧幕主演古装历史正剧《曹操》，制作团队中导演为张黎，易中天担任历史顾问。2017 年天意影视影视项目方面，由张嘉译、李小冉、宋丹丹主演《美好生活》已拍摄完成，目前在后期制作中。由文章、闫妮等主演的《一步登天》已拍摄一大半，下半年摄制完成。反腐倡廉电视剧《决胜法庭》正在积极筹备中、与红圈影业联合摄制的电视剧《你的姓氏我的名字》已进入后期制作，年内将实现销售。同时，天意影视参投的《欧洲攻略》将于年在在国内公映。

图 5: 天意影视《一步登天》剧照



图 6: 天意影视《曹操》剧照



资料来源: 公司官网、国海证券研究所

资料来源: 公司官网、国海证券研究所

### 3、影视文化行业一种是“大而美”的平台公司享有优势，另一种“小而美”的公司也可通过精品作品带来业绩弹性

2017 年互联网影视项目方面，公司将继续储备优质 IP 资源，与爱奇艺、优土等播放平台接触，签订战略合作意向。鹿港互联网影视已制作完成网络剧《墨客行》、《摸金玦》、《十八层饭店》也正在制作阶段，《极光之恋》正在后期制作中，预计本年内可发行。联合投资摄制的由黄渤执导、王宝强主演的《狂想曲》目前正在紧张拍摄中，预计 2018 年春节档上映。

公司超级网络剧将借助视频网站大数据分析、采用 IP 改编并绑定原著作者及其编剧团队，保留原著精髓，同时借鉴好莱坞剧集制作经验，引进海外技术团队参与制作，创作出优质的中国网络剧。发行渠道方面，将国内主要网络平台与传统媒体双向合一，在公司原有的传统媒体发行经验基础上，强化新媒体发行，以新媒体反哺传统媒体，通过精品打造“小而美”的具有弹性的影视文化公司。

表 1: 鹿港文化影视剧项目

	电影/电视剧	预计上线时间
		2017
《摸金玦》	网络剧剧本	2018
《梁祝笑传》		2018
《18 层大饭店》		2018
《家年华》		2018

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

表 2: 鹿港文化上半年披露的已储备的优质电视剧剧本

	电影/电视剧	预计上线时间
《亲爱的老妈》	电视剧剧本	2017
《龙珠传奇》		2017
《一步登天》		2018
《美好生活》		2018
《曹操》		2018
《西城风云》		
《一辈子做夫妻》		
《大遣返》		

资料来源：公司公告、国海证券研究所

#### 4、盈利预测与评级

公司传统纺织业务净利润在 2013-2015 年分别为 1221 万元、4590 万元、6828 万元，保持增长，2014 年为响应国家号召加快转型升级的，切入影视文化领域。我们认为，文化传媒领域通过跨界并购实现估值提升中，一般主业处于亏损，拖累业绩案例居多，鹿港文化的传统纺织业务仍保持一定利润贡献，通过继续加强技术改造，做好纺织业务同时加快转型升级。世纪长龙与天意影视通过成功的影视作品凸显了其在专业度及作品上的打磨和把控能力。

世纪长龙 2016 年实现归母净利润 6386.11 万元，扣非后归母净利润 6330.02 万元，根据《利润补偿协议》，2016 年实现扣非净利润不低于 7605.00 万元或截至 2016 年末累计实现的扣非净利润数不低于累计 1.7955 亿元，世纪长龙已完成 2014 年-2016 年的业绩承诺。天意影视承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 2500 万元、5500 万元、8500 万元。

2016 年影视板块产生净利润预计占整个上市公司净利润的 70%左右，2017 年-2019 年不考虑纺织等传统业务对净利润的影响，我们预计 2017-2019 年影视文化净利润分别为 1.65 亿元、2.06 亿元、2.61 亿元，对应 eps 分别为 0.18 元、0.23 元、0.29 元，以 8 月 31 日收盘价对应的 PE 分别为 32.55 倍、25.48 倍、20.21 倍。若考虑传统纺织等业务，同时基于审慎性原则预测不考虑收购天意影视余下 49%股权的影响，我们预计 2017-2019 年净利润分别 2.6 亿元、3.72 亿元、5.28 亿元，对应 eps 分别为 0.29 元、0.42 元、0.59 元，以 8 月 31 日收盘价对应的 PE 分别为 20.15 倍、14.08 倍、9.93 倍。首次覆盖，公司后续推出的《曹操》等正剧带来的社会和经济效益双升可期，给予买入评级。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	3589	4276	5160	6255
增长率(%)	51%	19.2%	20.7%	21.2%
净利润（百万元）	179	260	372	528
增长率(%)	51%	45.7%	43.1%	41.8%
摊薄每股收益（元）	0.20	0.29	0.42	0.59
ROE(%)	6.39%	8.46%	10.73%	13.12%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 5、风险提示

- 1) 互联网影视剧项目审核风险;
- 2) 影视剧项目进展不及预期风险;
- 3) 收购天意影视余下 49%股权不确定性风险;
- 4) 传统纺织行业对公司业绩影响的不确定性风险;
- 5) 业绩承诺不达预期风险;
- 6) 人才资源不足风险;
- 7) 行业竞争风险;
- 8) 经营不达预期风险;
- 9) 行业监管风险;
- 10) 宏观经济波动风险;



表 1: 鹿港文化盈利预测表

证券代码:	601599.SH				股价:	5.86	投资评级:	买入		日期:	2017-08-31
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	6%	8%	11%	13%	EPS	0.20	0.29	0.42	0.59		
毛利率	46%	20%	20%	23%	BVPS	2.98	3.27	3.69	4.27		
期间费率	10%	10%	11%	10%	<b>估值</b>						
销售净利率	5%	6%	7%	8%	P/E	29.35	20.15	14.08	9.93		
<b>成长能力</b>					P/B	1.97	1.79	1.59	1.37		
收入增长率	51%	19%	21%	21%	P/S	1.46	1.23	1.02	0.84		
利润增长率	51%	46%	43%	42%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
总资产周转率	0.70	0.62	0.65	0.66	营业收入	3589	4276	5160	6255		
应收账款周转率	4.35	4.35	4.35	7.18	营业成本	1938	3429	4110	4802		
存货周转率	1.86	3.65	2.81	1.74	营业税金及附加	17	19	24	28		
<b>偿债能力</b>					销售费用	119	161	175	253		
资产负债率	45%	55%	56%	58%	管理费用	173	228	263	311		
流动比	1.45	1.10	1.12	1.16	财务费用	57	72	129	146		
速动比	0.97	0.84	0.78	0.64	其他费用/(-收入)	2	(21)	(18)	(36)		
					<b>营业利润</b>	<b>252</b>	<b>346</b>	<b>440</b>	<b>680</b>		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业外净收支	8	(6)	(4)	(11)		
现金及现金等价物	567	567	567	567	<b>利润总额</b>	<b>261</b>	<b>339</b>	<b>436</b>	<b>669</b>		
应收款项	825	983	1186	872	所得税费用	44	60	40	114		
存货净额	1044	945	1473	2779	<b>净利润</b>	<b>217</b>	<b>279</b>	<b>395</b>	<b>555</b>		
其他流动资产	724	1550	1634	1962	少数股东损益	38	19	23	27		
<b>流动资产合计</b>	<b>3159</b>	<b>4044</b>	<b>4860</b>	<b>6179</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>179</b>	<b>260</b>	<b>372</b>	<b>528</b>		
固定资产	924	843	769	703							
在建工程	58	62	64	65	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
无形资产及其他	72	73	67	59	经营活动现金流	(302)	(92)	377	334		
长期股权投资	46	60	68	138	净利润	217	279	395	555		
<b>资产总计</b>	<b>5091</b>	<b>6857</b>	<b>7934</b>	<b>9509</b>	少数股东权益	38	19	23	27		
短期借款	649	1742	1742	1742	折旧摊销	105	100	92	84		
应付款项	797	1449	1738	2030	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	57	172	208	252	营运资金变动	(662)	(1280)	(1498)	(2308)		
其他流动负债	681	309	667	1319	<b>投资活动现金流</b>	<b>(472)</b>	<b>(880)</b>	<b>(268)</b>	<b>(263)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>2185</b>	<b>3672</b>	<b>4354</b>	<b>5343</b>	资本支出	2	77	71	65		
长期借款及应付债券	104	104	104	104	长期投资	(46)	(14)	(8)	(70)		
其他长期负债	6	6	6	39	其他	(427)	(944)	(331)	(258)		
<b>长期负债合计</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>143</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>774</b>	<b>1092</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>2294</b>	<b>3782</b>	<b>4464</b>	<b>5486</b>	债务融资	(175)	1093	0	0		
股本	895	895	895	895	权益融资	984	0	0	0		
股东权益	2797	3075	3470	4024	其它	(35)	(1)	(1)	(1)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5091</b>	<b>6857</b>	<b>7934</b>	<b>9509</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>0</b>	<b>119</b>	<b>108</b>	<b>70</b>		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【传媒与互联网组介绍】

邵伟，计算机科学学士，上海财经大学金融硕士，有 1 年资产管理工作经验，2015 年加入国海证券研究所，现为从事传媒、互联网行业研究。

朱珠，会计学学士、商科硕士，1 年资产管理从业经历，目前主要负责传媒与互联网行业研究

## 【分析师承诺】

邵伟，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。