

富春通信 (300299.SZ)

互联网娱乐行业

评级：买入

公司研究

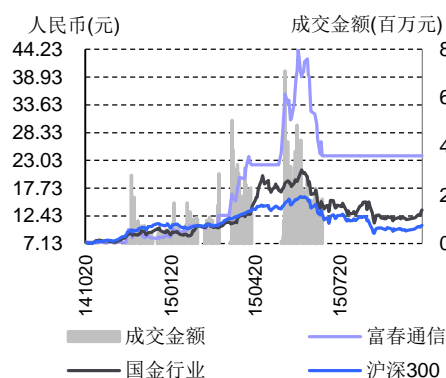
市场价格(人民币): 23.92元

收购春秋影视, 泛娱乐格局带来业绩高速增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	143.27
总市值(百万元)	10434.66
年内股价最高最低(元)	44.24/7.38
沪深300指数	3534.07



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.09	0.08	0.57	1.48	1.97
每股净资产(元)	2.17	2.24	3.47	6.85	11.45
每股经营性现金流(元)	-0.24	0.32	2.30	3.38	5.00
市盈率(倍)	176	155	40	16	12
行业优化市盈率(倍)	/	80	50	40	30
净利润增长率(%)	-41.2%	28.3%	1617%	162%	33%
净资产收益率(%)	2.9%	3.5%	39.2%	51.9%	41.3%
总股本(百万股)	121	181	435	435	435

来源: 公司年报、国金证券研究所

注: 2015年业绩预测包含并购标的全年备考净利润

投资逻辑

- 公司“泛IP”布局基本完成, 实现了游戏、影视、动漫、网络文学四大板块有机融合、良性互动的有利态势, 业绩将开始大幅成长;
- 上半年完成收购的**骏梦游戏**和此次收购的**春秋时代影视**是公司最近三年利润增长的主要来源, 而动漫与文学的成长空间亦值得期待;
 - **影视方面:**春秋时代曾经制作了《战狼》等票房和社会影响均不俗的作品。2016年公司有多部电影产品上线, 预计对利润影响最大有两部。最值得期待的是《大话西游3》, 根据目前市场情况预测, 综合票房将不低于10亿元, 其IP原创与变现能力值得期待; 另一军事题材电影有望延续《战狼》的成功, 预计票房将实现7亿元。预计公司全年净利润3亿元, 具体测算请参考正文;
 - **游戏:**上海骏梦游戏的《仙境传说RO》手游版2016年初上线, 作为与《奇迹》、《传奇》齐名的三大端游IP, 月流水预计将超过1亿元, 2016年贡献2亿元净利润。另有几款强IP大作即将上线, 加上公司原有游戏, 预计全年实现3亿元净利润, 对具体游戏的分析请参考正文;
 - **动漫与文学:**公司投资的上海渔阳开发及运营的“轻漫画”为国内移动端领先的漫画阅读平台, 该公司已签约600多个漫画IP版权, 为国内领先的原创漫画平台; 福州畅读的“畅读书城”在移动端阅读市场2014年占有国内4.6%的份额, 排名第五。
- 在基本完成游戏、影视、动漫、文学等四大娱乐消费版图布局的背景下, 我们预计公司未来将延续通过并购打造娱乐控股平台的策略。
- 备考口径, 我们预计公司2015年净利润2.2-2.5亿, 实际并表净利润约为1.5亿元, 2016年备考6.5亿元净利润, 预计公司到2017年的EPS分别为0.57元、1.48元、1.97元, 比较目前主流游戏与影视公司成长性与估值水平, 我们给予公司59.2元的目标价, 相当于2016年40倍的估值, 建议买入。

风险

- 新产品的上线时间延期; 公司整合进度较慢。

相关报告

1. 《富春通信公司研究》, 2015.3.12

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

石晨曦

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

内容目录

富春通信已初步完成第一阶段泛娱乐（影视、游戏、动漫、文学）的战略布局，未来将向第二阶段综合型互联网企业发展，未来成为集团控股型企业.....	4
电影行业盈利模式	4
春秋时代盈利展望	5
游戏：游网络游戏稳定增长，“口红效应”显现.....	8
移动游戏保持高增速，游戏 IP 价值较高	8
端游 IP 手游流水与其最高在线人数成正比	9
游戏：已并购上海骏梦游戏即将腾飞——《仙境传说 RO》手游版 2016 年初上线，月流水将过 1 亿元，2016 年贡献 2 亿元净利润.....	9
骏梦游戏长期储备与获取各领域顶级 IP 为核心战略，已形成游戏业内前三的 IP 获取能力	11
动漫：已战略投资上海渔阳——为动漫 IP 游戏授权代理服务及线上漫画“轻漫画”APP 平台开发及运营.....	12
文学：已战略投资福州畅读——主营业务为移动端阅读平台 APP 的开发、运营	12
通信业务：将保持稳定增长，未来将与运营商在大数据、阅读基地、游戏基地等领域展开深入合作.....	12
投资建议.....	14

图表目录

图表 1：战略转型由第一阶段向第二阶段发展	3
图表 2：完成第一阶段泛 IP 战略雏形布局	4
图表 3：电影关键产业环节.....	5
图表 4：春秋时代影视 2015 年代表作	6
图表 5：春秋时代影视将上映新片（1/2）	6
图表 6：春秋时代影视将上映新片（2/2）	6
图表 7：新片演员阵容强大.....	7
图表 8：《大话西游 3》票房敏感性分析	7
图表 9：春秋时代影视业绩预测	7
图表 10：春秋影视未来影片布局	8
图表 11：中国网络游戏市场规模（单位：亿元）	8
图表 12：中国网络游戏市场规模结构	8
图表 13：中国移动游戏市场规模（单位：亿元）	9
图表 14：不同类型 IP 曝光指数与数量	9
图表 15：近期国内端游最高在线排名	10

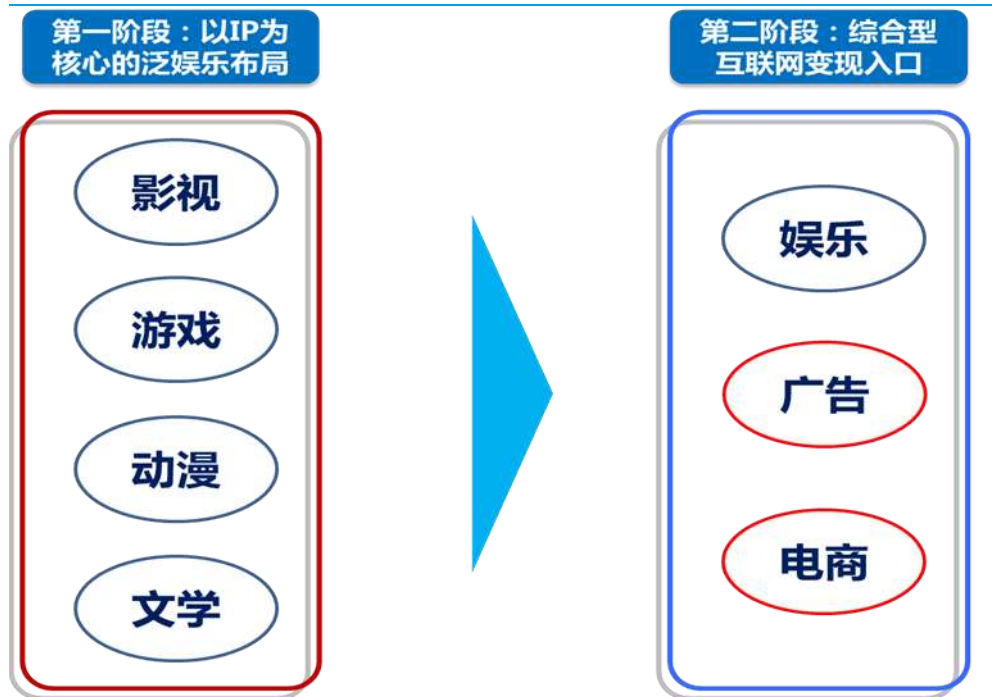
图表 16: 传统三大端游之一——仙境传说 RO	11
图表 17: 骏梦游戏 2015 年业绩预测	11
图表 18: 骏梦游戏 2016 年业绩预测	12
图表 19: 市场主要传媒游戏股估值	14
图表 20: 富春通信整体净利润预测 (具体细项参考前文)	14

单击此处输入文字。

富春通信已初步完成第一阶段泛娱乐（影视、游戏、动漫、文学）的战略布局，未来将向第二阶段综合型互联网企业发展，未来成为集团控股型企业

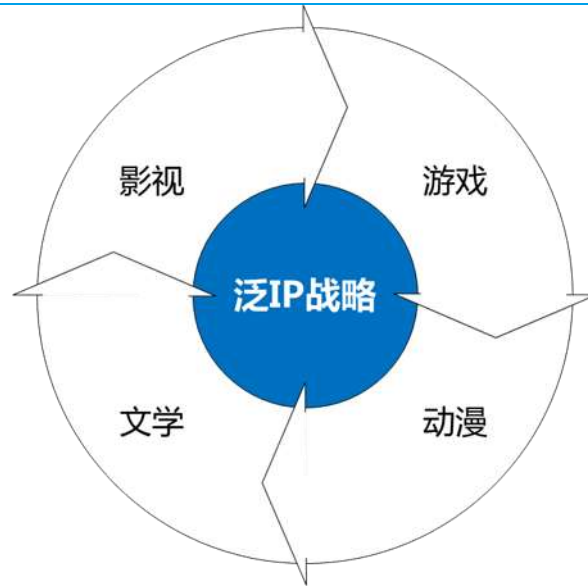
- 富春通信已初步完成第一阶段以 IP 为核心的泛娱乐化的战略转型布局，已并购影视公司：春秋时代影视；游戏公司：骏梦游戏；已战略投资后续可能控股动漫公司：上海渔阳（轻漫画）；文学公司：畅读书城。并购投资标的公司都在各领域内有着独特的竞争优势与优质 IP 资源；
- 富春通信未来将在移动互联网的主要变现入口持续布局：移动广告平台保持较高的增长趋势；移动电子商务的导流平台是移动电子商务领域现阶段可以获得净利润的变现渠道；预计富春通信未来将在这两个方向有持续的布局与资源整合。

图表 1：战略转型由第一阶段向第二阶段发展



来源：国金证券研究所

图表 2：完成第一阶段泛 IP 战略雏形布局



来源：国金证券研究所

影视：本次并购春秋时代影视——逐步实现泛娱乐版图的全产业链布局

本次春秋时代影视收购情况

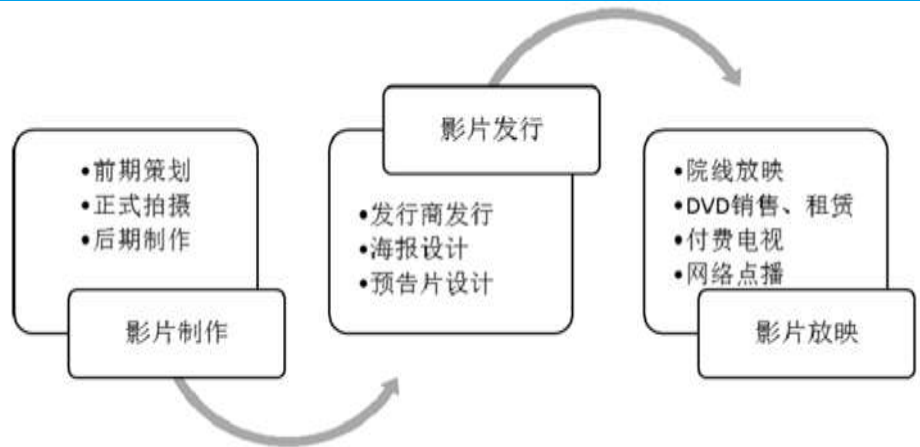
- 公司日前公告拟以 8.64 亿元的对价收购天津春秋时代 80%的股权，本次收购将以发行股票方式支付，发行价格 15.44 元/股，对应发行量为 5596 万股。
- 春秋时代是集投资、制作及发行于一体的民营影视公司。公司由电影行业资深出品人、制作人吕建民先生创立于 2014 年 7 月，目前已制作发行完毕一部电影《战狼》。该片 2015 年 4 月上映后实现了 5.43 亿元票房，今年 1-8 月为公司带来收入 9200 万元。
- 本次收购春秋时代的补偿义务人承诺，公司 2015 年度至 2018 年度将实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 8000 万元、1.05 亿元、1.3 亿元和 1.5 亿元。

电影行业盈利模式

电影产业链

- 一部影片的问世需要经过投资、制作、发行、放映等环节才能最终与观众见面。其中，制片方负责前期筹划、拍摄和后期制作，拥有影视剧版权，按约定享有票房收入及出售版权带来的各项收益。发行方主要负责电影的营销推广，配合院线营造最佳的宣传效果，参与票房分账。放映商是各大院线，利用其固定终端影院进行影片播映，帮助观众最终完成消费体验。其收入一方面是票房分账，另一方面包括餐饮等相关产品的衍生收入。

图表 3：电影关键产业环节



来源：国金证券研究所

电影盈利模式

- 电影的收入来自影片票房分账、版权收入和衍生产品收入等。其中，票房分账是最主要的收入来源。以电影《战狼》为例，在今年前 8 个月该片带给公司的收入中，电影票房收入占比达 95%；
- 通常来说影片公映后约半年内，票房收入能够基本实现。最终的净票房收入为： $\text{净票房收入} = (\text{期结算总票房} - \text{国家电影发展专项资金} - \text{营业税}) \times \text{发行方分账比例} - \text{数字发行费用} - \text{发行代理费}$ ；
- 在此基础上，影片投资方最终能够获得的股东净利润为： $\text{股东净利润} = (\text{净票房收入} - \text{制作成本} - \text{宣发成本} - \text{所得税} - \text{资产减值损失}) \times \text{约定投资收益比例}$

春秋时代盈利展望

- 富春通信增发股权获得春秋时代影视 80% 股权，其成为控股子公司，春秋时代 2015 年度、2016 年度和 2017 年度实现净利润分别不低于 8,000 万元、10,500 万元、13,000 万元；其代表作为 2015 年 3 月上映的《战狼》，票房达到 5.43 亿，开创国内商业军事题材 IP 先河，《战狼 2》已经在筹备中；2016 年暑期将上映《大话西游 3》，由原《大话西游》导演执导，众多明星加盟，票房热度可期，其 IP 原创与变现能力值得期待；
- 2015 年是春秋时代影视发展的元年，2015 年 3 月上映的《战狼》，票房达到 5.43 亿，已收到约 9100 万元收，为其实现 2015 年业绩打下坚实基础，同时其开创国内商业军事题材 IP 先河，受到国内部队相关部门的大力支持，其续作《战狼 2》已经在筹备中，另一部空战题材《霸天狼》已在筹备当中；未来其领先的军事题材 IP 将很易于转化为游戏产品开发；

图表 4：春秋时代影视 2015 年代表作

电影名称	剧照	取得方式	证书取得情况	著作权享有情况
《战狼》		权利承接 + 原始取得	电审故字【2014】第 569 号《公映许可证》	按约定享有 33.33% 版权

来源：国金证券研究所

- 2015 年上半年国内电影票房达到 201 亿元，同比增速达到 50%，预计全年票房达到 400 亿元以上，2016 年国内电影票房将延续高速增长态势，2016 年将是春秋时代影视产品放量及业绩高速增长的一年，已公布将上映的重点影片多达 5 款；在影片数量和质量上都将迎来质的飞跃。其中重点产品，2016 年暑期将上映《大话西游 3》，由原《大话西游》导演刘镇伟执导，韩庚/唐嫣/吴京/莫文蔚等众多明星加盟，票房热度可期，其拥有《大话西游 3》100%的版权，其 IP 与游戏的高度融合与变现能力值得期待；

图表 5：春秋时代影视将上映新片 (1/2)

《幻想曲》		继受取得	电审故字【2014】第 362 号《公映许可证》	按约定享有 33.33% 版权
《寻找罗麦》		权利承接 + 原始取得	正在办理公映许可证，已取得龙标，摄制许可证编号为影合证字【2013】第 31 号	按约定享有 28% 版权

来源：国金证券研究所

图表 5：春秋时代影视将上映新片 (2/2)

《致命追击》		权利承接	外国影片，正在办理引进手续	按约定享有中国大陆、台湾 50% 版权，以及香港、澳门 100% 版权
《大话西游 3》		原始取得	后期制作中，摄制许可证为津影单证字【2015】第 005 号	按约定享有 100% 版权

来源：国金证券研究所

- 2016 年春秋时代影视将上映的新片包含多位知名影星，将是票房的强有力保障，其中吴京、韩庚、唐嫣出演过春秋时代影视多部电影，已形成紧密的合作关系，为其向一线影视公司发展奠定坚实基础；

图表 7：新片演员阵容强大

幻想曲	王超	沈京喜、吕建民、王超	王超	张徐/菅纫姿 胡瑞杰/苏苏
致命追击	ERNIE BARBARASH	KIRK SHAW, HENRY LUK, ERNIE BARBARASH DEVI SINGH	Joshua James	尚格·云顿
寻找罗麦	王超	吕建民、奥利维尔·阿克南（法国）	王超	韩庚/ 杰瑞米·埃尔 卡伊姆
商学院合伙人	张太维	杜华、吕建民	陈舒/闫凤 祥	姚晨/郝蕾/唐 嫣/郭富城/王 一博/李晨
大话西游 III	刘镇伟	吕建民	刘镇伟	韩庚/唐嫣/吴 京/何炅/胡静 /莫文蔚/阿娇

来源：国金证券研究所

- 预计 2016 年暑期档将上映的《大话西游 3》将达到 10 亿元票房，实现约 4 亿元收入，按照 58% 的投资比例将实现约 2.4 亿元收入，实现约 2 亿元净利润；
- 2016 年将上映的《霸天狼》预计将超过《战狼》的 5.4 亿票房，达到 7 亿票房，2.8 亿收入，按照投资比例实现约 1.2 亿收入，实现 1 亿元净利润；
- 预测 2016 年将上映的其他四部电影及其他版权授权收入一共实现约 8000 万元净利润；
- 2016 年春秋时代影视整体实现约 3.8 亿元净利润，按照 80% 股权收购比例将为上市公司贡献 3 亿元净利润。

图表 8：《大话西游 3》票房敏感性分析

	保守	中性	乐观
票房	7.00	10.00	13.00
净票房收入	2.8	4	5.2
春秋净利润	1.4	2	2.6

来源：国金证券研究所

图表 9：春秋时代影视业绩预测

	上线时间	预计票房	收入	2015年净利润	2016年净利润
战狼2	2015年4月	5.4亿		0.8亿	
大话西游3	2016年7-8月	10亿	4亿		2亿
霸天狼	2016年10月	7亿	2.8亿		1亿
其他影视及版权					0.8亿
总计（80%股权）				0.64亿	3亿

来源：国金证券研究所

- 春秋时代影视现阶段已经对 2017 年的上映电影有初步布局与储备，为其可持续高速发展做好充足准备，未来必将借助资本市场的优势资源进一步做大做强，实现可持续性发展

图表 10: 春秋影视未来影片布局

序号	影视剧名称	进展	摄制电影许可证	导演	预计公映时间
1	愚人游戏	正在筹备阶段, 2015 年 11 月开机	-	谢尔盖* 伯德洛夫	2016 年
2	双生	2016 年 1 月开机	新影单证字【2015】第 004 号 (影剧备字【2015】第 796 号)	金振成	2017 年
3	霸天狼	正在筹备阶段	现代空战片		2017 年
4	公车大劫案	正在筹备阶段	-	姜凯阳	2017 年
5	战狼 2	正在筹备阶段	-	吴京	2017 年

来源: 国金证券研究所

游戏: 游网络游戏稳定增长, “口红效应”显现

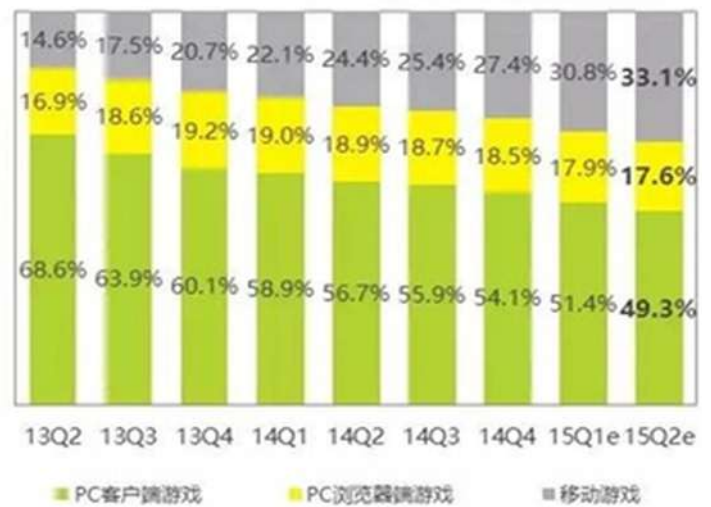
- 在经济探底的过程中, 网络游戏保持稳定增长, 逆经济周期下的“口红效应”显现, 未来三年移动游戏将保持 60% 的复合增长率;
- 中国游戏市场移动游戏规模占比持续增长, 预计未来将占据 50% 的市场份额。

图表 11: 中国网络游戏市场规模 (单位: 亿元)



来源: 国金证券研究所

图表 12: 中国网络游戏市场规模结构



来源: 国金证券研究所

移动游戏保持高增速, 游戏 IP 价值较高

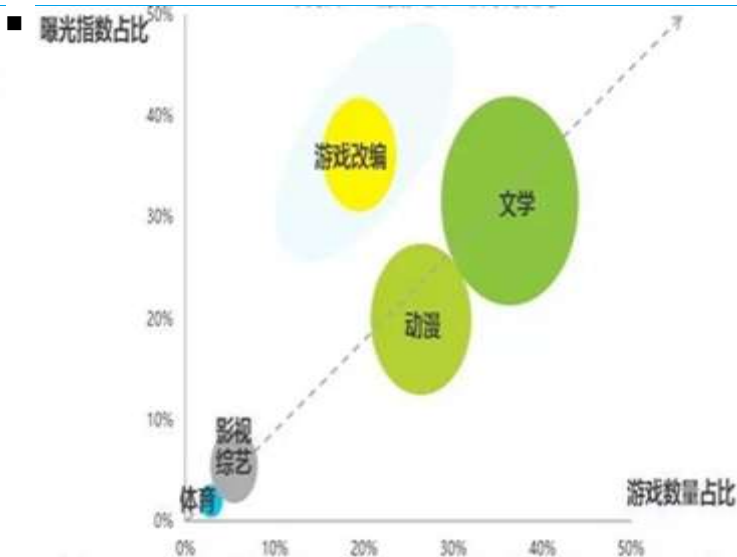
- 中国游戏市场规模首次季度突破 100 亿元, 未来游戏重度化、IP 泛娱乐化是大发展趋势;
- 客户端游戏 IP 由于原有用户较高的游戏与付费意愿, 其改编效果最好, 其他质量参差不齐。

图表 13: 中国移动游戏市场规模 (单位: 亿元)



来源: 国金证券研究所

图表 14: 不同类型 IP 曝光指数与数量



来源: 国金证券研究所

端游 IP 手游流水与其最高在线人数成正比

- 知名端游 IP 改编手游流水: 梦幻西游手游版 2015 年 7 月流水高达 7 亿元, 为业内历史最高峰值, 符合其第一国产端游 IP 预期; 天龙八部手游版峰值约为 2014 年 11 月流水高达 2 亿元, 其流水与最高在线人数与梦幻西游基本成正比; 端游奇迹在 2003 年达到最高在线人数 38 万, 其手游版月流水峰值达到 1-2 亿元。

图表 15: 近期国内端游最高在线排名

游戏名称	所属厂商	最高在线
CF	腾讯	400万
DNF	腾讯	300万
英雄联盟	腾讯	500万
梦幻西游	网易	271万
魔兽世界	网易	120万
天龙八部	畅游	80万
热血传奇	盛大	70万
龙之谷	盛大	72万
诛仙2	完美	40万
征途2	巨人	54.1万
剑网3	金山	25万

来源: 国金证券研究所

游戏: 已并购上海骏梦游戏即将腾飞——《仙境传说 RO》手游版 2016 年初上线, 月流水将过 1 亿元, 2016 年贡献 2 亿元净利润

- 《仙境传说》作为与《奇迹》、《传奇》齐名的三大端游 IP，在 2004 年最高在线人数突破 100 万人，其 IP 三端版权由上海骏梦游戏获得，其手游版由上海骏梦游戏开发，心动游戏以 6000 万版权金获得其发行权，预计在 2016 年初正式上线，预计月流水将过亿元，对 2016 年净利润贡献 1.38 亿元；
- 《武动乾坤》预计将于 2015 年 10 月上线，该 IP 为知名网络文学作者天蚕土豆在 2013 年最畅销的作品，预计该游戏月流水将达到 5000 万元；
- 《SNH48》少女偶像团体养成游戏预计 2015 年 12 月上线，粉丝向用户，为国内首次授权；
- 《三国战记》预计 2016 年 Q1 上线，将可能登陆某大型互联网公司游戏平台，预计月流水将达到 5000 万元；
- 预计 2016 年还将有 3-5 款顶级 IP 大作手游将上线，预计将取得较高月流水；
- 已确定三款手游重点手游《仙境传说》、《武动乾坤》、《三国战记》2016 年将贡献 24 亿流水，6 亿收入，游戏研发商平均净利润率在 45% 左右，将贡献 2.76 亿净利润；
- 预计 2016 年骏梦游戏整体将实现约 3 亿元净利润。

图表 16: 传统三大端游之一——仙境传说 RO



来源：国金证券研究所

图表 17: 骏梦游戏 2015 年业绩预测

	上线时间	预计平均月流水	2015 全年流水	2015 全年收入	2015 年净利润
秦时明月	2014 年 4 月	3000 万	3.6 亿	0.9 亿	0.43 亿
武动乾坤	2015 年 10 月	5000 万	1 亿	0.25 亿	0.12 亿
SNH48	2015 年 12 月	5000 万	0.5 亿	0.13 亿	0.06 亿
新仙剑	2013 年	1500 万	1.8 亿	0.45 亿	0.22 亿
仙境传说页游	2015 年 7 月	2000 万	1.2 亿	0.3 亿	0.14 亿
霹雳江湖	2014 年 12 月	1500 万	1.8 亿	0.45 亿	0.22 亿
总计			10 亿	2.5 亿	1.2 亿

来源：国金证券研究所

图表 18：骏梦游戏 2016 年业绩预测

	上线时间	预计平均月流水	2016全年流水	2016全年收入	2016年净利润
武动乾坤	2015年10月	4000万	4.8亿	1.2亿	0.55亿
三国战记	2016年1月	4000万	4.8亿	1.2亿	0.55亿
仙境传说	2016年3月	1亿	10亿	2.5亿	1.15亿
SNH48	2015年12月	4000万	4.8亿	1.2亿	0.5亿
其他游戏		2000万	2.4亿	0.6亿	0.25亿
总计		2.16亿	28亿	7.1亿	3亿

来源：国金证券研究所

骏梦游戏长期储备与获取各领域顶级 IP 为核心战略，已形成游戏业内前三的 IP 获取能力

- 骏梦游戏从 2009 年创业初期，就以正版 IP 游戏为核心战略，经过多年的战略储备，作为多元化布局 IP 游戏，时至今日，已囊括的 IP 包含了游戏、动漫、传统武侠、网络小说、电视剧五大领域的顶级作品。从单机《仙剑奇侠传》到著名网络游戏《仙境传说 RO》、热门街机游戏《三国战纪》，国内顶级动漫《秦时明月》，再到武侠《古龙群侠传》和网络文学《武动乾坤》，热门电视剧《武媚娘传奇》、《霹雳布袋戏》等各领域顶级 IP 版权；
- 在 IP 版权多领域覆盖带来的核心价值与发展优势：1、不同的 IP 类型覆盖的目标用户范围更加广泛，单一类型的 IP 用户重叠度较高，不利于重复发展，同时不同的 IP 类型适合开发的游戏类型也更加广泛，能够制作成动作、RPG、休闲等轻度、中度、重度各类型游戏，骏梦游戏一直立志于实现全领域的顶级 IP 版权获取，并在数量和质量上处于业内领先地位；2、在各领域已获得顶级 IP 授权后，有利于在其垂直领域持续获得更多 IP 授权，如由动漫《秦时明月》改编的游戏大获成功，后续在动漫领域洽谈新的 IP 授权将有成功案例，形成事半功倍的优势；
- IP 版权的授权模式已从传统的一次性授权金方式向改编后的游戏收入分成模式发展，顶级 IP 的版权所有方更加看重的是 IP 改编游戏后为其带来的正面市场影响力，粉丝的满意度，持续的收入回报；会更加看重被授权方的过往改编成功案例、市场影响力、研发能力等，骏梦游戏在这几个方面都处于业内较为领先的位置，同时骏梦游戏内部早期就成立了“IP 研究委员会”，定期对市场上的优质 IP 进行挖掘与筛选，能够确保其以更专业、更敏锐、更快速的提前获取潜在价值的 IP 授权，综合多方能力评估骏梦游戏在业内的 IP 获取能力稳居业内前三位置。

围绕重点核心 IP 投入最优资源，打造市场突破产品，后续围绕该 IP 尝试不同游戏类型，持续拓展新用户与收入来源

- 骏梦游戏第一款成功手游产品是国内顶级动漫《秦时明月》改编的卡牌手游，截至现在已上线 16 个月的时间，其每月流水仍然保持 3000 万元的高水平，形成了一大批忠实的用户与粉丝群体，为企业及版权授权方带来了丰厚的收益，计划今年将推出一款基于《秦时明月》IP 打造的 ARPG 手游作品，在其已有的用户群体上，将进一步拓展喜爱动作 RPG 的粉丝群体，同时可以吸引流失的原游戏用户，其成功概率会有较大的可靠性；
- 经典武侠小说《古龙群侠传》IP 首先改编成其最擅长的卡牌游戏，引起市场的广泛关注，并取得 2000 万月流水的不俗成绩，巨人移动于 6 月 23 日

宣布代理骏梦游戏的另外一款古龙 IP 游戏，并计划投入几千万元的市场营销费用，保守估计其月流水能够超过 3000 万元，将进一步引爆市场对古龙系列游戏的热情；

- 经典端游 IP《仙境传说 RO》现将逐步全线面世，骏梦研发的 RO 页游《仙境物语》已于 5 月 11 日正式上线。据官方数据显示，游戏上线 20 天，流水已突破千万大关。其重点核心产品《仙境传说 RO》将于近期发布，预计其授权金额将高达上千万美金，将达到或者超过业内顶尖作品，预计其全球月流水将超过 1 亿元，将对今年及明年的净利润带来大幅提升，同时今年年底将有另外一款 MMORPG 类型的《仙境传说》上市，这两款不同类型的《仙境传说》产品有望成为明年市场的主力产品。

利用已被市场验证的成功产品，横向拓展到其他 IP，在较短期间内，经过改良推出一系列同类型不同 IP 的新产品，为企业创造低成本高收益的成熟商业模式

- 以成功产品《秦时明月》改编的卡牌手游为蓝本，其游戏数据及生命周期已得到市场的验证。以此游戏套用其他领域知名 IP 进行改编，仍然可以吸引不同的用户群体，获得较大的市场成功。以电视剧 IP《武媚娘传奇》改编的手游获得月流水 1000 万以上，以台湾本土 IP《霹雳布袋戏》改编的手游获得月流水 2000 万元的优异成绩。通过事实证明，以成功游戏为蓝本，改编新的 IP 产品可以在较短时间内，以较低成本获得同样的成功，将有效把 IP 的价值在较短时间内直接转化为企业利润。

动漫：已战略投资上海渔阳——为动漫 IP 游戏授权代理服务及线上漫画“轻漫画”APP 平台开发及运营

- “轻漫画”为国内移动端领先的漫画阅读平台，国内最大的原创漫画杂志《知音漫客》已签约授权“轻漫画”600 多个漫画 IP 版权，富春通信现金战略投资 23% 股权，其创始人原为骏梦游戏副总裁，合作关系紧密，其培育的多个 IP 系列未来将可通过游戏及影视变现；现已获得大型互联网公司跟投，发展空间远大，为富春通信“内生 IP”战略的关键环节。

文学：已战略投资福州畅读——主营业务为移动端阅读平台 APP 的开发、运营

- 其独立 APP“畅读书城”为新一代移动端综合阅读社交应用，在移动端阅读市场 2014 年占有国内 4.6% 的份额，排名第五；其热门的网络文学《百炼成神》已在“轻漫画”实现漫画连载，未来将可能在游戏、影视领域展开更多合作，发挥出更大的协同作用。

电信业务：将保持稳定增长，未来将与运营商在大数据、阅读基地、游戏基地等领域展开深入合作

- 电信业务随着国家 4G 业务的不断深入，保持稳定增长，2014 年运营商 4G 建设项目的回款在 2015 年逐步体现，在第四季度会有较大回款增长，可能包括下属子公司的一次性收益获取，预计 2015 年全年实现包含一次性收益共 5000 万净利润，2016 年实现 5000 万净利润。凭借自身在“泛娱乐”领域的强劲变现能力，未来将与电信运营商在大数据、阅读基地、游戏基地等领域展开深入合作，提高运营商的变现能力，获得运营商的庞大资源，实现双赢的战略合作。

图表 19: 市场主要传媒游戏股估值

	市值 (亿)	PE
泰亚股份	330	45
凯撒股份	95	48
昆仑万维	320	50
光线传媒	390	70
华谊兄弟	550	50

来源: 国金证券研究所

图表 20: 富春通信整体净利润预测 (具体细项参考前文)

	2015年净利润 (备考)	2016年净利润
游戏业务	1.2亿	3亿
影视业务	0.7亿	3亿
通信业务	0.5亿	0.5亿
总计	2.4亿	6.5亿

来源: 国金证券研究所

投资建议

- 备考口径, 我们预计公司 2015 年净利润 2.2-2.5 亿, 实际并表净利润约为 1.5 亿元, 2016 年备考 6.5 亿元净利润, 预计公司到 2017 年的 EPS 分别为 0.57 元、1.48 元、1.97 元, 比较目前主流游戏与影视公司成长性与估值水平, 我们给予公司 59.2 元的目标价, 相当于 2016 年 40 倍的估值, 建议买入。

风险

- 新产品的上线时间延期; 公司整合进度较慢。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	126	183	223	998	2,308	2,960
增长率		45.4%	22.1%	347.9%	131.2%	28.3%
主营业务成本	-67	-124	-146	-449	-1,072	-1,373
%销售收入	53.0%	68.0%	65.7%	45.0%	46.5%	46.4%
毛利	59	58	76	549	1,235	1,587
%销售收入	47.0%	32.0%	34.3%	55.0%	53.5%	53.6%
营业税金及附加	-5	-2	-2	-5	-12	-15
%销售收入	4.2%	1.2%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-4	-2	-2	-39	-90	-115
%销售收入	3.0%	1.0%	0.7%	3.9%	3.9%	3.9%
管理费用	-23	-27	-35	-90	-208	-266
%销售收入	18.3%	14.6%	15.5%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润（EBIT）	27	28	39	415	926	1,191
%销售收入	21.5%	15.2%	17.3%	41.6%	40.1%	40.2%
财务费用	2	3	0	-33	-54	-38
%销售收入	-1.8%	-1.6%	-0.1%	3.3%	2.3%	1.3%
资产减值损失	-5	-12	-15	-2	-3	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	5	5	5
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	0.6%	0.4%
营业利润	24	18	24	385	875	1,156
营业利润率	19.4%	10.0%	10.8%	38.6%	37.9%	39.1%
营业外收支	1	0	1	3	3	3
税前利润	25	19	25	388	878	1,159
利润率	19.8%	10.2%	11.1%	38.9%	38.0%	39.2%
所得税	-4	-5	-6	-128	-219	-290
所得税率	17.0%	24.7%	25.6%	33.0%	25.0%	25.0%
净利润	21	14	18	260	658	870
少数股东损益	1	3	4	14	14	14
归属于母公司的净利润	19	11	14	246	644	856
净利率	15.5%	6.3%	6.4%	24.7%	27.9%	28.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	21	14	19	260	658	870
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	8	16	18	33	59	73
非经营收益	-1	-1	-2	47	65	50
营运资金变动	-55	-58	-48	77	-170	-87
经营活动现金净流	-28	-29	-13	417	612	905
资本开支	-13	-6	-21	-845	-106	-707
投资	70	30	-34	-1	0	0
其他	1	1	0	5	5	5
投资活动现金净流	58	26	-55	-841	-101	-702
股权募资	253	0	0	0	-10	0
债权募资	-11	-18	46	1,230	-338	-122
其他	-23	-9	-3	-44	-96	-81
筹资活动现金净流	219	-27	43	1,186	-444	-203
现金净流量	250	-30	-24	762	67	0

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	239	168	138	900	967	967
应收款项	171	219	282	309	714	916
存货	0	0	0	135	323	414
其他流动资产	7	3	13	47	109	139
流动资产	417	390	433	1,391	2,114	2,436
%总资产	93.5%	86.8%	80.0%	60.0%	68.3%	60.1%
长期投资	1	14	8	9	8	8
固定资产	14	0	18	904	950	1,583
%总资产	3.2%	0.0%	3.3%	39.0%	30.7%	39.0%
无形资产	10	29	61	13	20	26
非流动资产	29	59	108	928	981	1,619
%总资产	6.5%	13.2%	20.0%	40.0%	31.7%	39.9%
资产总计	446	449	541	2,320	3,095	4,056
短期借款	19	4	50	1,280	942	819
应付款项	21	31	60	344	816	1,045
其他流动负债	11	21	22	36	52	60
流动负债	51	56	131	1,659	1,809	1,923
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	51	56	131	1,659	1,809	1,924
普通股股东权益	386	393	405	628	1,239	2,071
少数股东权益	9	14	18	32	46	60
负债股东权益合计	446	462	555	2,320	3,095	4,056

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.291	0.095	0.079	0.570	1.480	1.970
每股净资产	5.762	3.257	2.241	3.471	6.849	11.449
每股经营现金净流	-0.416	-0.244	-0.074	2.304	3.384	5.005
每股股利	0.000	0.000	0.150	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	5.04%	2.91%	3.54%	39.19%	51.99%	41.31%
总资产收益率	4.36%	2.48%	2.58%	10.61%	20.82%	21.09%
投入资本收益率	5.43%	5.07%	6.06%	14.34%	31.19%	30.26%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.67%	45.41%	22.09%	347.87%	131.18%	28.27%
EBIT增长率	-41.23%	2.28%	39.47%	975.95%	123.02%	28.58%
净利润增长率	-44.38%	-41.22%	25.19%	1617.37%	161.78%	32.80%
总资产增长率	120.88%	3.57%	20.13%	328.71%	33.42%	31.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	419.5	377.5	395.9	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	/	/	/	/	/	/
应付账款周转天数	76.0	57.1	85.8	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	/	/	/	/	/	/
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.71%	-40.46%	-20.76%	57.50%	-1.98%	-6.91%
EBIT利息保障倍数	-11.8	-9.8	-289.3	12.6	17.3	31.5
资产负债率	11.50%	12.02%	23.68%	71.54%	58.47%	47.45%

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 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 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%以下。

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