

除旧又纳新、转型将终成

投资要点

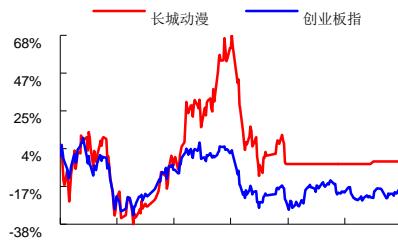
- 事件：**长城动漫公告了并购方案和资产处置方案：1) 拟收购灵境科技；2) 拟收购迷你世界；3) 拟出售圣达焦化。
- 灵境科技，大型虚拟现实设备内容供应商。**灵境科技主要对大型场馆提供由虚拟现实技术、全息投影技术等服务的设备内容供应商。本次并购价格是5亿，2016年承诺利润3500万。其业务主要有两个部分：多媒体展示和旅游景点虚拟现实服务商。目前，以兵马俑为载体的“溯源·秦陵”项目正在运营，除此之外，灵境科技正在积极搭建体现九寨沟风景和藏羌文化的“梦幻九寨”项目；体现川蜀文化和都江堰历史的“都江堰”项目。
- 迷你世界，幼儿的职业童话世界。**迷你世界主要是向小朋友提供职业体验的娱乐场馆。并购价格是2亿，2016年的承诺利润是1700万。其体验的内容包括政府职能、文化艺术、民生服务、医疗卫生、交通运输、娱乐休闲、餐饮美食7大职业系统，设置了包括银行、警察局、环保局、消防中心、蛋糕店等约60个体验项目，可以体验超过100种社会职业。
- 资产增长潜力巨大、协同效应明显。**我们认为：1) 随着虚拟现实技术的发展，跨越时间和空间的体验将由虚拟现实技术实现，灵境科技作为大型虚拟现实体验馆的设备内容供应商，卡位已经成功，未来前景广阔；2) 迷你世界的创意体验极具吸引力，亲子娱乐市场潜力无限；3) 灵境将为迷你世界和滁州创意园供虚拟现实技术支持；迷你世界也将是公司动漫产品的变现渠道。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计，2016-2018年长城动漫的EPS为0.14元、0.22元、0.36元(该预测没有考虑煤焦化资产处置、相关资产收购带来的影响)。该预测较过去有所下调，原因是公司处置煤炭资产带来的计提损失小幅度超过我们的预期。
- 风险提示：**并购方案落地不及预期的风险、资产处置方案落地不及预期的风险、相关替代技术出现的风险、收购方案或作出调整的风险、已并购企业业绩实现或不及承诺。

西南证券研究发展中心

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

联系人：罗亚琨
电话：0755-23824664
邮箱：lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.27
流通A股(亿股)	3.03
52周内股价区间(元)	8.54-23.2
总市值(亿元)	43.20
总资产(亿元)	14.45
每股净资产(元)	1.34

相关研究

- 长城动漫(000835)：壮士断腕、涅槃重生 (2016-04-18)
- 长城动漫(000835)：当虚拟现实邂逅动漫新生 (2016-02-29)
- 长城动漫(000835)：“三步走”已完成“第一步” (2016-01-04)
- 长城动漫(000835)：缩减增发规模“一步到位”变“两步走” (2015-12-08)
- 长城动漫(000835)：新旧资产分化明显、资产处置是关键 (2015-10-30)
- 长城动漫(000835)：长城动漫被“非动漫”所累 (2015-09-01)

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	357.41	421.66	573.09	774.41
增长率	-20.37%	17.98%	35.91%	35.13%
归属母公司净利润(百万元)	18.39	74.57	118.78	188.46
增长率	209.54%	305.55%	59.29%	58.67%
每股收益EPS(元)	0.03	0.14	0.22	0.36
净资产收益率ROE	5.24%	18.44%	4.32%	6.51%
PE	381	94	59	37
PB	20.27	17.60	2.59	2.46

数据来源：Wind, 西南证券

1. 渠道整合进一步完成

6月29日晚，经过了约4个月的停牌，长城动漫资产处置和资产并购方案公布，经过了长达两年的除旧纳新，长城动漫的转型彻底完成，渠道整合进一步完善，未来公司将走上娱乐传媒的发展之路。

公司本次资产收购和资产处置的主要内容如下：

灵境科技

- 收购价格为50750万元，其中现金部分约1.78亿，发行股份部分约3.30亿，对应发行2599万股；
- 灵境科技承诺，2016-2018年的利润不低于3500万、4375万、5468万。

迷你世界

- 收购价格为20000万元，其中现金部分约0.7亿，发行股份部分约1.3亿，对应发行1024万股；
- 迷你世界承诺，2016-2018年的利润不低于1700万、2210万、2873万。

配套融资

- 本次配套融资规模约为4.25亿，对应发行3349万股，均为实际控制人旗下机构认购，认购完成以后，实际控制人的控股比例将上升至25%左右。

价格

- 本次发行股份收购资产及发行股份配套融资的价格均为12.69元/股。

焦化资产处置

- 公司拟出售四川圣达焦化有限公司99.8%的股权，实现焦化资产的剥离。

本次并购完成以后，公司的总股本为3.96亿股。

2. 并购灵境科技、开启虚拟现实未来

西安灵境科技有限公司成立于2003年，其业务主要是按照特定的主题将环境道具、互动设备、放映设备、多媒体剧场、脱口秀、虚拟现实技术等多维文化创意元素进行个性化组合，为包括旅游景点、主题公园、科技馆、博物馆、规划部门、企事业展馆及其他体验馆的客户提供全方位、高品质的一体解决方案。

目前，公司的业务大致分类是“多媒体展示业务”、“文化旅游创意设计和实施一体化业务”、“文化旅游项目运维和技术支持服务”。

表 1：灵境科技的收入构成

单位：万元	2016 年 Q1		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
多媒体展览展示	627	69.65%	6354	59.94%	7683	93.95%
文化旅游创业设计和实施一体化	41	4.56%	4658	41.74%	453	5.54%
文化旅游项目运营维护及技术支持	232	25.80%	147.55	1.32%	41.31	0.51%
合计	900	100.00%	11160	100.00%	8177	100.00%

数据来源：公司公告

多媒体展示展览业务

该业务是灵境科技的传统经营项目。现代多媒体展示展览业务和静态以及传统多媒体展示不同，其具有更好的科技和信息传递属性，观看体验感和沉浸感远远超过以前的展示方式和手段。

公司依托场馆的空间环境对场馆进行整体规划和涉及，通过相关电子设备，再融合进幻影成像、数字沙盘、虚拟现实、互动沙盘、球幕系统、多点触控系统等技术，创造出富有极强感染力和信息传递功能的展示效果。

图 1：灵境科技的部分多媒体展示产品


数据来源：西南证券整理

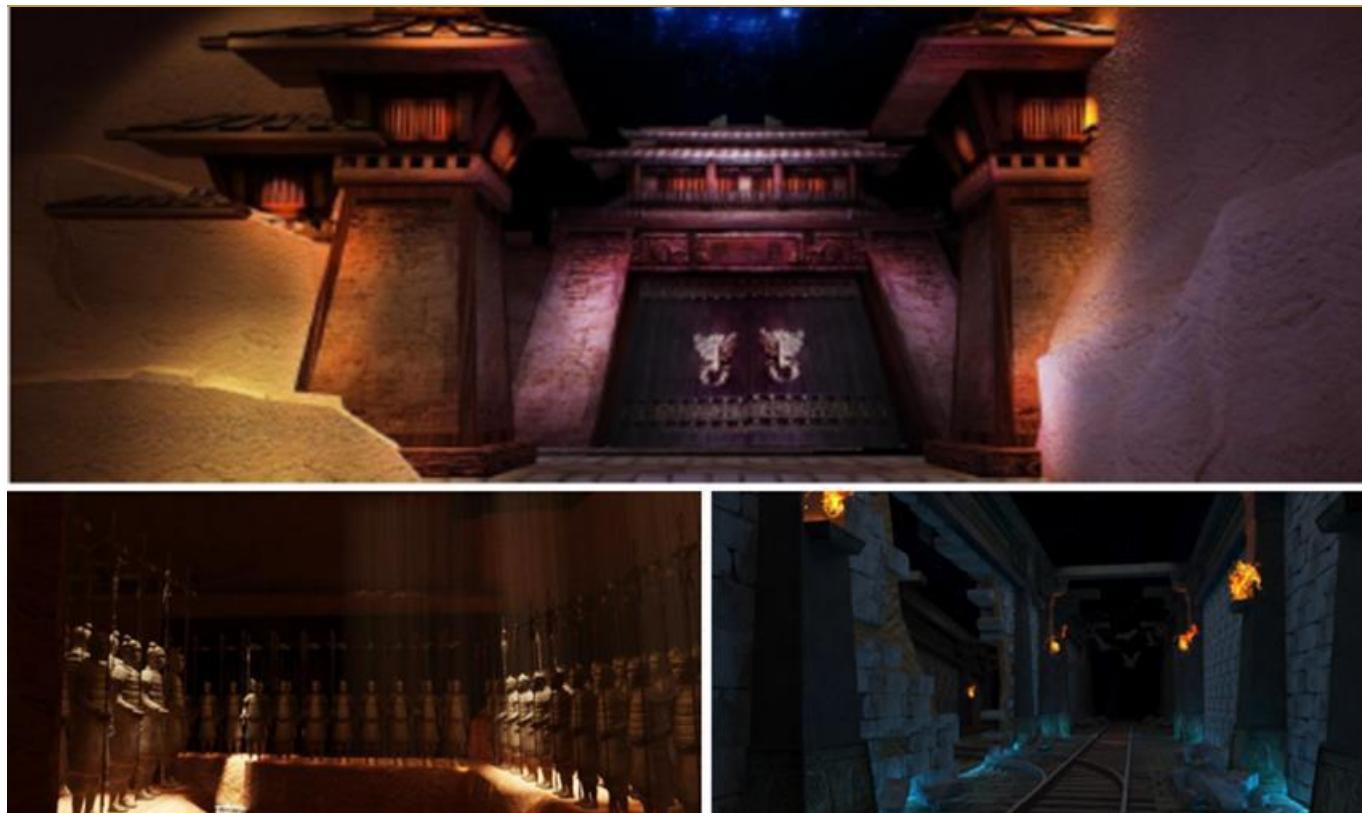
文化旅游创意设计及实施一体化业务

文化旅游创意设计及实施一体化业务是公司将过去在多媒体展示业务积累的基础上拓展的一项新兴业务，在近年来在公司的业务结构中占比快速上升，也是公司未来业绩增长的潜在领域。

通过对旅游景区的游客数量、游览人次、游览时长等大数据进行综合分析，从中筛选出最具经济价值的景点进行文化创意设计。比如：过去，游客在某个景区只能观看到单一季度的景色，而通过公司的全面设计与布局以后，采用多媒体全息成像技术、虚拟现实技术，不仅仅可以让游客看到一年四季的景象，还可以让游客沉浸其中，互动性的加强犹如身临其境，对景点的体验感和理解将大幅度提升。

目前，公司已经为秦始皇兵马俑景区设计了“溯源·秦陵”项目。虽然，目前兵马俑景区在逐步开放，但是游客所能看到的也仅仅是陵的一部分，其核心部分----陵地宫却一直因为文物保护、技术限制等困难未能完全开放。而灵境科技则通过自己的技术优势，通过全息技术、虚拟现实技术向观众展示出地宫的真实情景（设计的资料来源是根据史料），取得了极佳的视觉、听觉效果。采用观众乘坐轨道车的方式进行体验，日饱和观看人数为 5000 人，如果采用“轨道车+步行”的双观看模式，日饱和观看人数将突破 10000 人。除此之外，灵境科技正在积极搭建体现九寨沟风景和藏羌文化的“梦幻九寨”项目；体现川蜀文化和都江堰历史的“都江堰”项目。

图 2：“溯源·秦陵”实景图



数据来源：公司公告

文化旅游创意设计及实施一体化业务

由于旅游项目的所有环节均由灵境自主研发，无论是了解程度、技术熟练度还是经验水平，公司均有较强的优势，所以这些项目一般后期的运营维护和技术支持都是由灵境科技亲自负责。这也就形成了后期持续的服务回报。如前文所述的“溯源·秦陵”项目，就是由灵境直接负责运营维护的，后期的“梦幻九寨”、“都江堰”项目，灵境也将对其进行后期的服务支持，其服务包括：日常服务、应急解决方案、后期升级等。

我们认为，灵境科技作为国内大型虚拟现实和全息技术的设备内容提供商，在软硬件上均有极强的技术和竞争优势。随着虚拟现实和全息投影等技术的逐步成熟，未来该领域的商机将进一步扩大。目前灵境科技的卡位已经取得巨大成功，考虑到未来实景娱乐将突破现有的户外娱乐局限，实现跨越空间和时间的体验感，灵境科技自身具有极大的成长潜力。

3. 并购迷你世界、童话般的体验

迷你世界成立于 2014 年，其主要是为青少年提供以职业体验为主的主题场馆。迷你世界是完全按照真实社会建造的微缩版城市，为青少年提供职业体验的素质教育基地，其体验的内容包括政府职能、文化艺术、民生服务、医疗卫生、交通运输、娱乐休闲、餐饮美食 7 大职业系统，设置了包括银行、警察局、环保局、消防中心、蛋糕店等约 60 个体验项目，可以体验超过 100 种社会职业。

目前，公司主要以票价的模式形成收入，周二到周五的儿童票是 150 元、成人票是 50 元；周末及节假日的儿童票是 200 元，成人票是 100 元。地址在：北京市丰台区南三环西路 78 号。

图 3：迷你世界部分体验项目



数据来源：公司公告

迷你世界以职业体验为出发点，通过职业体验、亲子活动等，为家长和小朋友提供全方位的体验感受，不仅仅为儿童带来的快乐的体验感，也拓展了儿童的视野，提高动手能力、社交能力等，是极具潜力的亲子体验项目模式。

表 2：迷你世界财务数据

单位：万元	2016Q1	2015	2014
收入	759	1359	-
利润	348	-258	-243
净利润	261	-208	-187

数据来源：公司公告

4. 焦化逐步远去、转型终于完成

公司公告，审议通过了《关于拟出售公司持有的四川圣达焦化有限公司 99.8%股权的议案》。过去，长城动漫的主要风险之一就是源于其体内的煤焦化资产未能处置出上市公司，虽然前期公司陆续关停了部分煤焦化业务，但是隐含的风险仍然存在。此次完全处置煤焦化资产，将使得公司的转型完成，彻底告别煤焦化业务，专注于传媒娱乐领域。

公司历史财务数据不理想的主要原因之一是煤焦行业整体下滑带来的亏损，随着煤焦资产从公司剥离，公司业绩将有望得到显著改善。

5. 并购带来的协同效应更加值得关注

灵境科技、迷你世界这两个企业自身经营具有较大的增长潜力和看点，更重要的是，并购这两个企业还可以与长城动漫的存量业务形成良性互动，协同效应将可能超预期。

灵境科技的协同

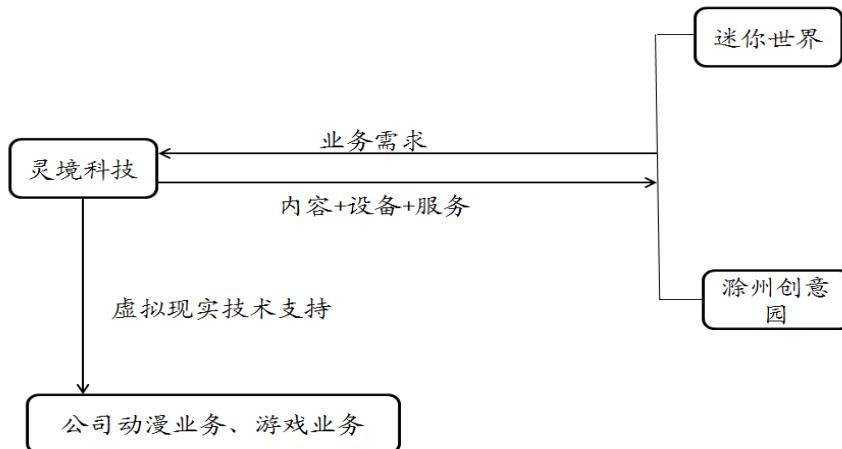
目前，长城动漫有两个主题乐园：滁州创意园和迷你世界（不考虑并购失败的可能）。经过我们实地考察，滁州创意园已经开始在布置虚拟现实体验馆。滁州创意园作为过去并购进入公司的资产，未做业绩承诺，所以我们也一直没有将其可能存在的业绩贡献考虑到盈利预测之中。

随着灵境进入，滁州创意园的体验感将大大加强，对游客的吸引力也将快速上升，这将是公司超预期增量利润的增长点。

另一方面，未来灵境也将和迷你世界进行合作，进一步提高迷你世界的体验感，这将在很大程度上提高迷你世界的竞争壁垒，使其优势更加明显。

再者，未来动漫内容和虚拟现实结合大势所趋。灵境科技将为公司动漫内容虚拟现实化提供巨大的技术支持，这是公司未来发展虚拟显示内容产业的提前布局。

图 4：灵境带来的支持



数据来源：公司公告

迷你世界的协同

长城动漫作为以动漫为根本的企业，自身拥有较多的动漫因素、且公司未来将进一步壮大自身的动漫内容业务。迷你世界作为一个以小朋友为主要目标群体的企业，同样也是动漫的主要受众。迷你世界将成为长城动漫动漫内容的变现渠道和宣传渠道，通过迷你世界刺激公司衍生品变现。

6. 盈利预测

对于未来长城动漫的盈利预测，我们主要是分为三个部分来进行：承诺利润、增量利润、焦化的亏损。

承诺利润：

表 3：长城动漫的承诺利润

单位：万元	2016	2017	2018
杭州长城	360	432	
东方国龙	338	440	
新娱兄弟	6500	8540	
天芮经贸	1125	1407	
宣称科技	650	845	
不考虑并购的承诺利润	8973	11664	
灵境科技	3500	4375	5468
迷你世界	1700	2210	2873
考虑并购的承诺利润	14173	18249	-

数据来源：西南证券整理

由于灵境科技、迷你世界的并购还未完成，所以暂不考虑其利润水平。

增量利润：

主要是两个：滁州创意园和百家动漫联播协作体。

滁州创意园虽然没有做出业绩承诺，但从我们跟公司沟通的情况来看，目前经营良好，人流量稳定，大股东的旅游资产也在尽力支持。今年预计人流量将在 100 万左右，按目前 100 的票价水平，收入为 1 亿。整体来看，旅游团将分走约 50% 的票价，成本在 4000 万左右。所以，预计创意园今年的利润在 1000 万上下。因为没有考虑灵境带来的虚拟现实体验改善，该盈利水平在 2017 年和 2018 年将维持在 1000 万上下。

百家动漫联播协作体目前仍在拓展，但规模较小，暂不考虑。

煤炭已经全部关停，第一季度集中确认了大量的焦化计提损失，预计后续不会再有明显的亏损。第一季度亏损 2000 万计入全年的盈利预测，预计后续再有 500 万的亏损。

综上，预计长城动漫在 2016-2018 年的利润为 7547 万元、1.18 亿、1.88 亿，对应的 EPS 为 0.14 元、0.22 元、0.36 元。

由于公司现在并购还未完成，具有较强的不确定性，所以不做投资评级建议。

7. 风险提示

- 1) 并购方案推进速度或不及预期；
- 2) 资产处置推进速度或不及预期；
- 3) 出现相关替代技术的风险；
- 4) 收购的方案或出现调整的风险；
- 5) 已并购企业业绩实现或不及承诺。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	357.41	421.66	573.09	774.41	净利润	18.08	73.31	116.78	185.29
营业成本	238.60	282.51	372.51	480.13	折旧与摊销	27.90	64.64	66.11	70.12
营业税金及附加	3.44	3.28	4.81	6.34	财务费用	10.11	0.35	0.46	0.56
销售费用	13.30	17.08	21.95	27.26	资产减值损失	37.79	0.58	0.00	0.00
管理费用	66.37	12.48	17.02	22.54	经营营运资本变动	93.58	222.82	24.67	57.84
财务费用	10.11	0.35	0.46	0.56	其他	-98.33	11.21	4.93	0.10
资产减值损失	37.79	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	89.12	372.92	212.94	313.91
投资收益	0.00	-10.64	-5.50	0.00	资本支出	-695.56	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	503.18	-15.81	-5.50	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-192.38	-21.32	-37.77	-61.10
营业利润	-12.19	94.73	150.84	237.58	短期借款	149.80	2946.21	1203.99	-4300.00
其他非经营损益	47.11	1.73	0.00	0.00	长期借款	0.00	602.56	935.86	1066.12
利润总额	34.92	96.46	150.84	237.58	股权融资	0.00	0.00	2212.51	0.00
所得税	16.85	23.15	34.06	52.29	支付股利	0.00	-6.44	-26.10	-41.57
净利润	18.08	73.31	116.78	185.29	其他	-35.81	-661.87	-0.46	-0.56
少数股东损益	-0.31	-1.25	-2.00	-3.17	筹资活动现金流净额	113.99	2880.47	4325.80	-3276.01
归属母公司股东净利润	18.39	74.57	118.78	188.46	现金流量净额	10.73	3232.07	4500.97	-3023.21
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	52.54	3284.60	7785.57	4762.37	成长能力				
应收和预付款项	280.53	74.29	103.42	135.52	销售收入增长率	-20.37%	17.98%	35.91%	35.13%
存货	68.08	68.51	96.09	121.85	营业利润增长率	-249.59%	677.30%	59.22%	57.51%
其他流动资产	4.51	5.68	7.56	10.28	净利润增长率	202.76%	305.55%	59.29%	58.67%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-0.24%	518.58%	36.11%	41.79%
投资性房地产	0.00	5.17	5.17	5.17	获利能力				
固定资产和在建工程	179.33	145.17	131.40	135.52	毛利率	33.24%	33.00%	35.00%	38.00%
无形资产和开发支出	864.17	841.36	823.46	812.48	三费率	25.12%	7.09%	6.88%	6.50%
其他非流动资产	26.02	23.85	21.69	19.52	净利率	5.06%	17.39%	20.38%	23.93%
资产总计	1475.17	4448.63	8974.35	6002.71	ROE	5.24%	18.44%	4.32%	6.51%
短期借款	149.80	3096.01	4300.00	0.00	ROA	1.23%	1.65%	1.30%	3.09%
应付和预收款项	117.93	152.54	222.28	325.92	ROIC	-0.14%	7.35%	14.18%	23.71%
长期借款	0.00	602.56	1538.42	2604.54	EBITDA/销售收入	7.22%	37.88%	37.94%	39.81%
其他负债	862.28	199.96	212.90	227.78	营运能力				
负债合计	1130.01	4051.07	6273.60	3158.25	总资产周转率	0.37	0.14	0.09	0.10
股本	305.37	529.37	823.49	823.49	固定资产周转率	3.18	2.80	4.62	6.79
资本公积	11.49	-212.51	1705.88	1705.88	应收账款周转率	1.68	3.27	25.04	23.14
留存收益	13.52	81.65	174.33	321.21	存货周转率	3.54	4.10	4.48	4.38
归属母公司股东权益	344.87	398.51	2703.70	2850.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	55.46%	—	—	—
少数股东权益	0.30	-0.96	-2.95	-6.12	资本结构				
股东权益合计	345.17	397.55	2700.74	2844.46	资产负债率	76.60%	91.06%	69.91%	52.61%
负债和股东权益合计	1475.17	4448.63	8974.35	6002.71	带息债务/总负债	13.26%	91.30%	93.06%	82.47%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	流动比率	0.42	1.05	1.75	13.24
EBITDA	25.82	159.73	217.41	308.26	速动比率	0.35	1.03	1.73	12.92
PE	380.62	93.85	58.92	37.13	股利支付率	0.00%	8.63%	21.97%	22.06%
PB	20.27	17.60	2.59	2.46	每股指标				
PS	19.58	16.60	12.21	9.04	每股收益	0.03	0.14	0.22	0.36
EV/EBITDA	184.99	46.28	41.03	28.25	每股净资产	0.65	0.75	5.10	5.37
股息率	0.00%	0.09%	0.37%	0.59%	每股经营现金	0.17	0.70	0.40	0.59
					每股股利	0.00	0.01	0.05	0.08

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn