



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

文化传媒

旷实*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001
(8610)66229343
shi.kuang@bocichina.com

*杨艾莉为本报告重要贡献者

长城动漫调研纪要：打造动漫全产业链

事件：

长城动漫(000835.CH/人民币 13.22, 未有评级)近日举行投资者交流会，公司总经理申西杰、董秘赵璐出席了此次交流。

调研纪要：

问答环节

Q: 收购两个标的目的？

A:之前的草案是3个标的，现在改成2个标的。第一是因为，新的政策、对公司协同性的要求、以及跨界并购可能存在的问题。我们这次选择的几个标的，是在新政策出台之前的，严格来看，并不违规。但是在具体方案的实施上，第三个标的的收入结构上，跟我们广义的传媒和动漫产业稍微有点差距。我们担心在新的政策上，有一定的影响。因此，暂时放弃。

我们整个方案是为了完成并购重组的预期目标。

灵境：在西安有一个秦始皇陵的秀，有点类似于宋城千古情，但是它是用虚拟、三维投影的技术，构建一个大型舞台剧。我们给这个标的的定位是：

1) 基于虚拟技术来制作和呈现表现形式的技术。技术本身，动漫产业从平面到未来的虚拟现实技术，这是未来产业发展的必然趋势。从技术本身来讲，这家公司成立时间很早，切入产业很早。现在，随着虚拟技术的成熟，他们积累了很多经验。这一块的东西，是我们整个产业链构建环节的重要之点。包括，我们后续的动漫产品，我们可以用这些技术来实现。

2) 可以和我们的动漫基地来做配合，我们在3、4年前就和灵境谈过合作。一旦并购完成，可以帮助我们的基地拓展、新的景点打造，都可以有深入的合作。

我们对公司的目标是打造全产业链，灵境是为了补充我们在这个环节。

迷你世界：做儿童教育的体验。这家公司面对的受众群体，和我们动漫产业面对的受众群体，是比较一致的。在国内做动漫只靠产品的输出赚钱不容易。目前中国的动漫产业在很多环节是缺失的。现在在国内，真正做动漫产业，要达到商业闭环，第一肯定是考虑内容端——这需要考虑利用外部的力量和收购的方式来获得优质的内容；另一方面，就是要考虑消费端。这里面包括了IP输出，衍生产品开发，游戏。这些环节在经历了高速增长后，目前相对回到一个相对平淡的增长。

迷你世界，我们最早了解，是因为国家目前在加强青少年社会课外实践的要求。目前，随着中高收入人群增加，这一块的实践需求也在逐步增加。

我们可以在偏向于低幼儿童的实践教育，可以有很多的探索。我们可以用动漫的模式去呈现和表达。

这些用户跟我们的用户是高度重合的。幼儿职业教育与动漫产品内容的消费，是可以完全叠加的。我们希望通过这种方式，通过无形植入的方式，让我们产品增加在青少年儿童的影响力。

动漫形象，我们可以逐渐变成一个长效的IP，而不是一个短时间的IP。

归根结底，我们希望在消费端做一个拓展。目前这一块，受到的重视并不多，但是我们较早的进入，可能会受到更好的一个效果。

两家公司，在我们规划的产业链链条上，他们是有自己的位置存在的。

Q:两家公司的创始人背景？

A:我们看重两家公司的商业模式。迷你世界的模式，在韩国、加拿大已经是比较成熟的商业模式。

Q:两家公司未来如何互补？

A:两家公司一定是在未来我们的布局立面，一个是内容支持，一个是消费输出，他们都是重要的产业链位置。这两种商业模式，现金流状况都比较好，不会存在很多账期的周转等传统企业面临的问题。

Q:两家公司的商业模式和运作？

A:灵境：有创作的班底，有一个剧本和表演的模型出来，根据这个剧本来设计相应的内容和形象。在西安的项目，他们和西安的景区签约，把景点植入景区。让游客在游览中直接体验。根据实际入园人数，公司可以与景区进行分成。

例如，敦煌等一些限制客流的景区，就可以利用灵境的这种3D虚拟技术，来还原景区的概况和景色。

或者，可以先帮助游客对景区的景色有概貌的了解。

目前，公司正在和其他国内景区的洽谈项目。我们会在景点内，租赁一块地，我们可以新开设一个小的景点，收门票，然后和景点进行分成。

我们和景区是进行互补的，是帮助景区增加景点和消费。可以放在景区里面，也可以放在景区外面。

迷你世界：主要是门票收入。整个的运营模式是，租赁一块场地，搭建很多的虚拟实景馆，让青少年扮演不同的角色。所有的社会角色，都可以让儿童去体验。现在主要的收入结构是门票。未来，我们可以引入虚拟现实体验、动漫等。

迷你世界目前的市场范围主要是在北京。

预计每个项目的投资回报周期在一年到一年半。

Q:两家公司未来计划的项目数量拓展？

A:我们对两家公司都有业绩承诺的要求，未来公司也会全力支持他们的拓展。

Q:两家公司业绩承诺比较高？

A:两家公司现金流是比较好的，都是出于相对比较稳妥的方面去进行考虑。这种实体的产业，需要的是资源投入和项目的复制拓展。但好处是，可以比较稳健。

Q:灵境科技前五大客户，主要还是项目制的？

A:公司的收入结构还是在不断变化的。我们未来，希望灵境不单单是一个技术输出的公司。完成并购后，这个公司会和我们的业务契合度很高。这种纯粹的技术输出，未来不会成为他主要的商业模式。我们希望是直接去开发景区。未来会有业务转型。

Q:公司配套资金投资动漫电影，这方面的考虑？

A:每个做动漫的人，肯定都是希望做动漫电影的。从日本动漫产业发展的历史来看，动漫电影是漫画家的终极目标。美国的动漫电影产业发展和日本则是相反的。美国人是大制作大投入，直接造IP。

国内的所有动漫公司想拍电影。国内有发达的动漫外包制作，中国有丰富的动漫技术人才。但是，做动漫更多需要的是理念、想象力和情怀。国内目前的市场环境下，最稀缺的就是这些。

我们公司，从最开始做动漫，就有这个想法。但是这个过程比较艰巨，不会是那么快。国产动漫电影的成熟，需要给整个市场一个时间。我们会在未来拿出一个精雕细琢的产品。

Q:两家公司资产增值率比较高，会对过会带来影响吗？

A:两家都是轻资产的公司。从我们的角度来看，我们的方案，首先是一个真实的披露；第二，这两家公司是真正对我们公司业务是有帮助的。

Q:焦煤业务？

A:我们转型决心非常强，肯定之后不会再做焦煤相关业务。之前，焦化公司每年要净亏损4,000万元左右。吃掉了我们很大一块利润。

Q:公司新娱兄弟目前的情况？

A:正在寻求向移动端的转移。

Q:国家对于动漫的补贴？

A:国家的财政补贴对动漫是很重要的。但是随着产业的发展，内容公司的生存状况目前看起来是在好转。过去内容公司的内容输出相对比较单一，现在越来越丰富。行业目前在做创作端的市场培育，有更多的资金和资源向底层的创作者。而不像过去，很多中小的底层创作公司，只能靠国家的补贴。

Q:公司的内容策略？

A:我们的兄弟公司长城影视在业内的成本控制是非常好的，业内数一数二的。这可能跟我们的企业文化有关。长城影视很早就建立自己的编辑工作室，从拍摄到发行，每个环节都有涉及，我们都可以进行更好的控制。我们动漫公司，是要做全产业链，每个环节都要涉及。我们未来还是会做内容端上的并购，但是更多还是会向我们自己研发团队的倾斜和加强。

Q:动漫内容的构想？

A:我们的内容要符合用户需求，符合政策规定，同时加上更多积极正面的因素在里面。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2)中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY10020
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371