

## 资源深度联动，铸造明星梦工厂

### 投资要点

- **围绕艺人经纪串联文娱产业链，覆盖文学、影视、教育、音乐、广告营销和游戏。**公司在传媒领域的版图特点是范围广、层次多、外延内生并举，但本质上都是遵循从艺术人才培养(艺术教育)——精品IP在影视内容及影游联运的高质量爆款作品(IP变现)——艺人经纪养成的三位一体的发展模式。目前，公司在艺人经纪方面布局有千易志诚、艾企锐、大唐辉煌等，艺人教育方面则有中南教育以及两所合办学校，此外公司也在其他泛娱乐领域进行布局，这些动作一方面践行了公司的转型思路、为公司贡献高毛利业绩；另一方面，可以与公司的艺人养成相结合形成明星梦工厂的工业化闭环，即艺术院校培养、网红养成、偶像天团打造、成熟经纪公司打造、优质IP内容嫁接、衍生品开发销售等环环相扣，夯实公司在传媒领域的整体竞争力。
- **背后资源丰富，看好与中值系及芒果传媒的深度合作。**公司与芒果传媒先后成立了4家产业基金，芒果传媒投资的一些标的公司都有跟投。事实上，芒果传媒前身是湖南广播影视集团，旗下拥有近百家单位，优质资产包括湖南卫视、快乐购、电广传媒等等，其中湖南卫视是业界公认收视率顶尖、最受年轻人喜爱的电视台，也是天然的造星神坛。同时，公司早在2014年便与中植系成立了中南文化传媒基金。中植系擅长资本运作并且具有丰富的项目资源，参股了众多上市公司。目前，中植系关联公司中融鼎新是公司第二大股东，占有公司12%左右股权。公司与这两者在资本层面的深度联手给予市场很大想象空间。
- **并购再起，收购极光网络90%股权。**公司拟收购极光网络90%股权，交易作价约为6.68亿元，标的2016-2018年承诺实现扣非归母净利润5500万元、6875万元、8593.75万元。我们认为，收购极光网络能够为公司带来良好的协同效应，主要体现在两方面：1) 极光网络专注于神话故事、历史文化类的重度大型MMORPG游戏，相比值尚互动主打的中轻度游戏而言更适合影游联动、文游联动的开发，公司已有资源有望得到充分运用；2) 导入优质资源，极光网络不仅可以为公司筛选优秀外部游戏研发团队、发力IP授权业务，还可以与页游运营龙头三七互娱形成紧密关系。事实上交易对象中的西藏泰富即为三七互娱的子公司，公司与西藏泰富之前便一起参与了芒果文创基金的设立，此次西藏泰富将持有公司股权，未来与三七互娱无论资本层面还是业务层面都值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**假设极光网络2017年并表，我们预测公司2016-2018年EPS分别为0.45元、0.63元、0.74元，考虑到公司泛娱乐布局广泛、协同可期、电影教育等业务带来的高弹性，给予50倍估值，首次覆盖“买入”评级。
- **风险提示：**传媒行业政策或收紧、非公开发行或不能顺利实施、影视剧适销性风险、标的业绩或不达承诺、各板块整合协同或不及预期、股市系统性风险。

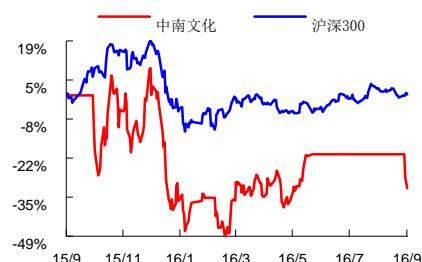
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1119.35	1559.20	1915.72	2131.08
增长率	54.53%	39.30%	22.87%	11.24%
归属母公司净利润(百万元)	139.36	367.78	508.57	600.48
增长率	112.43%	163.90%	38.28%	18.07%
每股收益EPS(元)	0.17	0.45	0.63	0.74
净资产收益率ROE	6.43%	14.60%	13.42%	13.86%
PE	114	43	31	26
PB	7.35	6.33	4.20	3.68

数据来源: Wind, 西南证券

### 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: 0755-88604093  
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)	8.11
流通A股(亿股)	6.15
52周内股价区间(元)	14.82-31.6
总市值(亿元)	163.57
总资产(亿元)	46.83
每股净资产(元)	2.93

### 相关研究

## 目 录

1 公司概况：人才为核心的综合性文娱集团 .....	1
2 产业路漫漫，艺人经纪大有可为 .....	3
2.1 艺人经纪产业不够成熟，有想象空间 .....	3
2.2 公司前瞻布局：艺人经纪+艺术教育一齐发力 .....	3
3 多元发展：文学、影视、衍生品、音乐、游戏.....	5
3.1 文学 IP：新华先锋手握《摸金符》 .....	7
3.2 影视：大唐辉煌、中南影业为主线 .....	7
3.3 其他泛娱乐布局：音乐、游戏 .....	9
4 资本与资源的整合 .....	11
4.1 芒果传媒、中值系入局 .....	11
4.2 招兵买马，刘春出任首席文化官 .....	12
5 并购再起，收购极光网络 90%股权.....	12
5.1 非公开发行方案概述 .....	12
5.2 极光网络，夯实页游研发实力 .....	13
6 盈利预测与估值 .....	15
7 风险提示 .....	16

## 图 目 录

图 1：公司文化传媒领域布局 .....	1
图 2：公司 2016 年上半年主营业务结构情况 .....	2
图 3：公司 2016 年上半年主营业务毛利率情况 .....	2
图 4：公司 2010 年以来营业收入及增速 .....	2
图 5：公司 2010 年以来净利润及增速 .....	2
图 6：千易时代旗下新生代男神黄轩近期大作 .....	4
图 7：公司文化传媒领域的协同图 .....	5
图 8：值尚互动 2013-2015 年各业务营收（万元） .....	10
图 9：值尚互动 2013-2017 年营收净利润情况（16-17 年预估） .....	10
图 10：《混沌战域》《武神赵子龙》画面 .....	14
图 11：极光网络 2014-2016 上半年业绩表现（未经审计） .....	14
图 12：极光网络 2016-2018 年预计游戏流水情况 .....	14

## 表 目 录

表 1：公司 2014 年以来投资布局表 .....	6
表 2：新华先锋具体业绩承诺 .....	7
表 3：公司电视剧业务预计在 2016 年取得发行许可证/开机情况 .....	8
表 4：公司 2016 年网络剧投拍时间计划表 .....	8
表 5：中南影业影视作品清单 .....	9
表 6：中南影业个人股东与公司关联 .....	9
表 7：值尚互动预案公布 2016 年新游戏 .....	10
表 8：中南文化产业基金成立情况 .....	12
表 9：发行股份收购极光网络具体情况 .....	12
表 10：发行股份收购极光网络具体情况 .....	13
表 11：极光网络主要游戏运营数据 .....	13
表 12：收购标的业绩承诺情况 .....	15
表 13：可比公司估值 .....	15
附表：财务预测与估值 .....	17

## 1 公司概况：人才为核心的综合性文娱集团

中南文化原名为江阴江南管业设备成套有限公司，成立于 2003 年，于 2010 年上市。2014 年以前，公司主营业务为工业金属管件的研发、生产和销售，主要产品为管件、法兰、管系和压力容器。2014 年，公司通过成立文化产业基金、收购大唐辉煌切入文化产业，2015 年更是动作频频，布局覆盖文学、影视、游戏、艺人经纪、教育、音乐等，实现从单一的工业金属管件及压力容器制造向先进制造+大文化产业双主业的蜕变。**2016 年公司将继续努力打造从艺术人才培养（艺术教育）——精品 IP 在影视内容及影游联运的高质量爆款作品（IP 变现）——艺人经纪养成的三位一体的运营模式，以人才为核心的综合性文娱集团初现雏形，不排除在 2017 年剥离制造业务的可能（故本报告重点放在大文化产业）。**

公司在文化传媒领域的布局思路是以优质 IP 为支点，开启跨领域布局、多平台协作、全方位联动互通的大产业运作模式：通过收购大唐辉煌，进军电视剧制作发行领域；通过设立中南教育，进军文化教育领域；通过参股芒果基金，进入电视综艺娱乐节目内容制作领域；通过设立中南影业，进军电影领域；通过收购千易志诚，完善艺人经纪产业链；通过收购新华先锋，进入文学出版领域；通过收购值尚互动、极光网络，涉入手游发行与页游研发业务。大文化产业版图雏形已经形成。

图 1：公司文化传媒领域布局

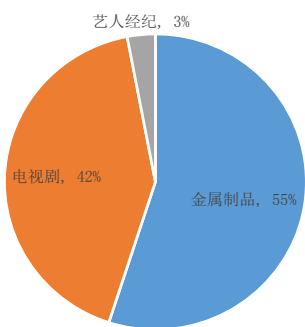


数据来源：公司公告，西南证券

**公司股权结构：**陈少忠通过中南集团间接控制上市公司 2.43 亿股股票，占上市公司总股本的 30%，为公司实际控制人。收购极光网络完成后，在考虑配套融资的前提下，陈少忠股权比例为 28.57%。

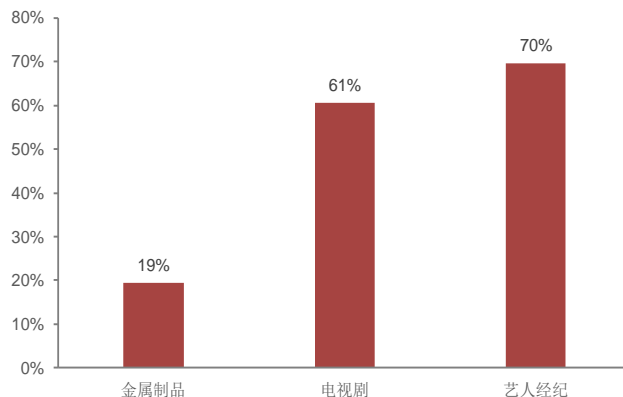
**公司主营业务结构：**2016 年上半年，公司营收主要来源于金属制品、电视剧和艺人经纪，其中金属制品营收 2.3 亿元，占比 54.5%，毛利率 19.4%；电视剧营收 1.7 亿元，占比 41.9%，毛利率 60.7%；艺人经纪营收 1260.2 万元，占比 3.1%，毛利率 69.7%。对比 2014 年所有营收来源制造业来看，公司业务结构向多元化、高毛利方向转变。

**图 2：公司 2016 年上半年主营业务结构情况**



数据来源：公司公告，西南证券

**图 3：公司 2016 年上半年主营业务毛利率情况**

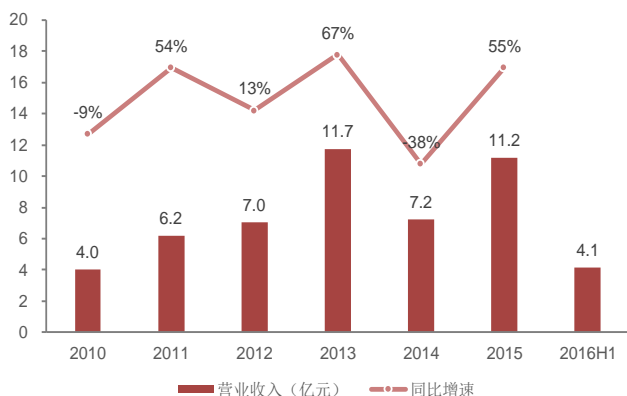


数据来源：公司公告，西南证券

**公司业绩状况：**2015 年，公司实现营业收入 11.2 亿元，同比增长 54.5%；实现扣非归母净利润 1.3 亿元，同比增长 188.1%。主要原因是大唐辉煌与千易志诚分别于 2015 年 1 月 1 日、2015 年 7 月 1 日合并报表。其中，大唐辉煌归属上市公司净利润为 1.3 亿元，千易志诚归属上市公司净利润为 1970 万元；中南重工母体实现净利润为 390 万元。

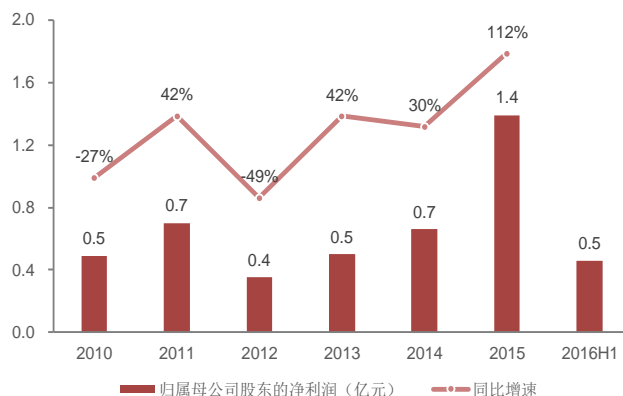
**2016 年上半年，公司实现营业收入 4.13 亿元，比上年同期下降 2.90%；实现扣非归母净利润 4249.7 万元，较上年同期下降 16.3%。**其中，制造板块实现营业收入 2.3 亿元，同比减少 28.3%，母公司及制造板块各子公司合计实现净利润-1473.7 万元；文化板块各子公司合计实现营业收入 1.9 亿元，归母净利润 6024.3 万元。今年 1-9 月预计会实现归母净利润 1.2-1.6 亿元，同比增长 50%-100%。

**图 4：公司 2010 年以来营业收入及增速**



数据来源：公司公告，西南证券

**图 5：公司 2010 年以来净利润及增速**



数据来源：公司公告，西南证券



## 2 产业路漫漫，艺人经纪大有可为

### 2.1 艺人经纪产业不够成熟，有想象空间

如今，电视剧、电影制作成本较前几年有大幅上升，除了 IP 改编的费用出现泡沫之外，演员片酬高企也是核心原因。尽管市场上并不缺乏演员，但真正让人耳熟能详、拥有海量粉丝、能够让电视台新媒体甚至投资人放心投钱的艺人还是属于金字塔尖的极少数，所以议价能力极高。

公开数据显示，当红小生吴亦凡片酬报价已经到 1.2 亿元，周迅在《如懿传》中片酬高达 1 亿，紧随其后的鹿晗、杨洋报价也都在 7000 万以上。一些新锐演员，在出演过热播剧后身价也在滚雪球一样放大，《太子妃升职记》的主演张天爱、《神雕侠侣》的小演员吴磊都在作品播出后身价上升至数千万。

这些数据的背后说明两个现象：一方面，文娱产业本来就是以人为核心要素的产业，一线艺人的高身价压缩了影视剧制作公司的毛利率，但是为了获得资方和渠道的认可、保证收视率和播放量，制作公司又不得不出血本请卡司，如何深度绑定艺人成为其最大痛点；另一方面，个人在影视圈的发展讲求“天时地利人和”，新人只要遇到对的作品也是可以短时间内“飞上枝头变凤凰”，专业的培训与露脸机会是他们最需要的。在这样的背景下，艺人经纪作为链接艺人与各种资源、资本的纽带理应具有不错发展前景。

目前对标日本、韩国等文娱产业发达国家的工业化的艺人养成流程和艺人间充分竞争的市场格局，中国的艺人经纪产业还不成熟，但这也意味着其有较大的想象空间。中国经纪公司的造星能力虽然远远不及日本和韩国等国家，但是随着粉丝经济的升温，越来越多的年轻人有了一颗明星梦，中国的艺人培养市场将会日趋完善并得到快速发展、这将会促使中国的艺人经纪行业的发展和成熟。随着 90 后和 00 后等粉丝用户成为市场的主力军，娱乐市场的热度也会进一步上升，中国人口众多的红利也显现的十分明显。目前中国当前的一线艺人收入是韩国同等艺人的 10-20 倍，艺人收入的快速增长必然会带动艺人经纪行业的快速发展。据估计，我国艺人经纪行业的市场规模将达千亿级别。

### 2.2 公司前瞻布局：艺人经纪+艺术教育一齐发力

目前，公司在艺人经纪布局主要体现在千易志诚和大唐辉煌的艺人经纪业务部分，相关业务已经在稳步运营之中；在艺术教育布局主要体现在中南教育、与南京艺术学院和 1905 网合作办学，相关业务还在筹划准备阶段，短时间内对公司业绩无贡献。

#### 2.2.1 艺人经纪：明星艺人+草根艺人并举，覆盖更广人群

**1) 千易志诚：**公司 2015 年 4 月耗资 2.6 亿元收购标的，千易志诚主营业务为艺人经纪与电影、电视剧的策划、投资。依托一线艺人及实际控制人常继红自身在文化传媒业内的影响力，千易志诚与多位知名导演、编剧等形成长期战略合作关系，具备较强的精品影视剧创意及策划能力。常继红为艺人经纪领域金牌经纪人，曾担任蒋雯丽、刘烨、王珞丹、李小冉等多名知名艺人经纪人；标的拥有专业成熟的艺人打造团队，已形成了从演员发掘、量身规划、宣传公关到剧目推广、明星代言、商务拓展的专业产业化链条；现共有艺人 20 余人：

刘烨，王珞丹，李小冉，郭晓东，余少群，梁静，邬君梅，戴立忍，黄轩，马思纯，张鲁一，俞灏明，李煜，何杜娟，陈丽娜，杨政等。

**抛开刘烨、王珞丹等耳熟能详的资深艺人，黄轩、马思纯都是标的成功推出的新生代艺人。**以黄轩为例，出道 7 年一直不温不火，但自 2014 年起通过接连主演《红高粱》、《芈月传》、《女医·明妃传》等几部年度大作迅速蹿红，上半年其主演的《亲爱的翻译官》平均收视率突破 2%，即将上线的 S 级九州魔幻剧《海上牧云记》也都是 80~90 后最喜欢的作品类型、相信黄轩的热度还将进一步提升。事实上，这种短时间、强力度“刷脸”的人气发酵除了艺人自身的功底不错外，与其背后提供资源的经纪公司密不可分，可见千易志诚的确有“捧红艺人”的实力。

图 6：千易时代旗下新生代男神黄轩近期大作



数据来源：百度图片，西南证券

**2) 大唐辉煌：**签约艺人数十位，其中比较有名的有唐国强、陈建斌、陈小艺、杨明娜等；

此外，公司还于 2014 年底通过中南文化基金以 1200 万投资“美女经纪”公司中樱桃 20% 股权，但今年 9 月已经以 3000 万的价格转卖给紫玥。

## 2.2.2 艺术教育：学历+非学历教育，源头处孵化人才

**1) 中南教育：**2014 年 12 月设立的投资有限公司，主要以自有资金投资教育事业，教育咨询等。

**2) 与南京艺术学院、江阴市政府合作办学：**2015 年 11 月三方筹划在江阴市辖区内联合举办一所实用新型的本科艺术院校，力争 2017 年 9 月招生。南京艺术学院负责学校专业建设及招生管理，为学校正常开办提供专业申报、课程设置、教材建设、教学管理、学生管理、招生就业、师资建设、教学评估等方面的支持。中南重工负责学校建设所需的资金投入和学校建设等工作。江阴市人民政府负责办学所必需的教育文化用地，并预留必要的发展用地，提供人才引进等方面的优惠政策。

南京艺术学院简称“南艺”，是中国独立建制创办最早并延续至今办学实力最雄厚的高等艺术学府，中国六大艺术学院之一，江苏省唯一的综合性艺术院校，国家文化部与江苏省政府省部共建大学。南艺的影视表演相关专业拥有国内领先的师资团队，这部分师资和其他

学校资源将能够创建一个非常优秀的艺人培养平台。公司将能够有更多机会接触到有发展潜力的新人，为公司的艺人经纪业务输送新鲜血液。

**3) 一九零五中南红影视培训国际学院：**公司 2016 年 3 月与一九零五数字传媒科技南京有限公司拟共同设立学院，其中公司以自有资金出资不低于 500 万元人民币，用于学院相关专业师资、管理人员和招生宣传业务费用支出。一九零五提供相关专业师资及课件。合作方系中国电影频道节目中心下属 1905 电影网旗下专事电影 3D 技术、电影特效、VR、AR 数字产品的研发制作以及相关数字技术及电影演艺专业人才的教育培训；数字文化产业园区的开发建设的高科技公司。一九零五可以为学院对接 CCTV6、1905 电影网的媒体资源，为学生提供实践和就业平台。

1905 电影网创立于 2004 年。是国家新闻出版广电总局旗下的重点网站之一，1905 电影网目前已经发展成为三网融合背景下的全资质电影网络运营平台(IPTV、手机电视、互联网电视)，并且是具有电影摄制、电影发行及宣传、网络运营、电子商务等全资质的新媒体平台，在互联网上为您提供电影的一站式服务。1905 不仅能够为学校提供优秀的师资等教学资源，还可以提供一个实践和就业的业界平台。公司也借此获得更多优秀的电影制作人才，为未来长期发展奠定良好基础。

### 3 多元发展：文学、影视、衍生品、音乐、游戏

公司在传媒领域的版图特点是范围广、层次多、外延内生并举。除艺人培养外，公司也在文学影视等多方面进行布局，这些动作一方面践行了公司的转型思路、为公司贡献高毛利业绩；另一方面，这些布局可以与公司的艺人养成相结合形成明星梦工厂的工业化闭环，即艺术院校培养、网红养成、偶像天团打造、成熟经纪公司打造、优质 IP 内容嫁接、衍生品开发销售等环环相扣，夯实公司在传媒领域的整体竞争力。

图 7：公司文化传媒领域的协同图



数据来源：公司公告，西南证券



**表 1：公司 2014 年以来投资布局表**

领域	投资时间	合作公司	标的/合作公司介绍	投资详情
游戏	2015.10	值尚互动	移动游戏代理发行和运营商，拥有从发行到运营的“一站式”服务体系	拟以 8.7 亿收购值尚互动 100%股权（进行中）
	2016.1 2016.9	上海极光	页游研发公司，出品电视剧同名页游《武神赵子龙》	中南重工、中南常春共投资 4000 万持有上海极光 10%股份；9 月预案打算收剩下 90%股份
影视	2015.1	大唐辉煌	电视剧制作、艺人经纪	10 亿元收购其 100%股份
	2015.4	首印传媒	一站式视频内容制作商和出品商	增资 1 亿元，增资后中南文化持股 20%
	2015.5	中南影业	全资子公司，依托明星效应和中南影业作业深入开发电影衍生产品	投资 5000 万设立中南影业
	2015.7	卓然影业	致力于影视整合营销及影视项目发行、开发，2015 年取得万达院线的新媒体全年营销权	投资 600 万元，增资后中南文化基金持股 20%
	2016.3	1905 数字传媒	拟共同设立“一九零五中南红影视培训国际学院”	中南重工出资不少于 500 万
	2016.4	极米科技	智能投影仪厂商	中南重工、中南常春分别投资 5000 万、1000 万合计持股 4.7%
音乐	2016.6	最淘科技	主要运营产品为“唱吧”和“唱吧直播间”	签订战略合作协议框架
	2016.4	音乐制作人捞仔	双方拟共同出资 1000 万元设立江苏中南音乐有限公司	中南重工拟以自有资金出资 850 万元人民币，捞仔拟出资 150 万元人民币。
艺人经纪	2015.7	千易志诚	艺人经纪与影视剧的策划、投资，拥有金牌经纪人常继红	以 2.6 亿元收购千易志诚 100%股权
	2014.12	艾企锐文化	“美女经纪”和互联网娱乐产品制作的企业	通过中南文化基金向艾企锐增资 1200 万元，取得艾企锐增资后 20%股权
教育	2015.11	南京艺术学院	与南京艺术学院、江阴市人民政府签订了《合作办学框架协议》，共同筹划在江阴市辖区内联合举办一所实用新型的本科艺术院校	南京艺术学院负责学校专业建设及招生管理，中南重工负责学校建设所需的资金投入和学校建设等工作，江阴市人民政府负责办学所必需的教育文化用地，力争 2017 年 9 月学校招生
	2014.12	中南教育	公司全资子公司，主营业务为教育领域	投资金额为 5000 万
产业基金	2015.8	芒果盈通	与芒果传媒、快乐购三方拟共同发起设立；总投资额 4.17 亿元，中南重工出资 1.63 亿元，占 39.20%	投资北京最淘（主要运营产品为“唱吧”和“唱吧直播间”，2015 年 10 月获董事会通过）
	2015.12	芒果文创	中南重工、芒果传媒、易泽资本三方共同发起设立芒果文创，认缴总出资额 10.12 亿元，公司出资 5.1 亿元	围绕以大文化产业为核心的电影、电视剧、综艺节目、音乐、动漫、体育、移动互联网应用等文化创意类项目进行投资和布局
	2014.4	中植资本	成立中南文化传媒产业基金公司，设立中南文化产业并购基金	中南传媒出资 1.34 亿，占股权 30%，中植资本占比 70%
	2014.10	芒果传媒等	芒果传媒、海通开元、厦门建发四方拟共同发起芒果海通创意文化投资基金	中南重工出资 1 亿元，占总出资额的 20%
IP 版权	2015.5	中南红	全资子公司，主要进行策划、设计、研发、制作、营销影视文化产品和衍生产品	以自有资金 1000 万设立全资子公司中南红影视文化产品开发有限公司
	2016.6	新华先锋文化	专业从事文学内容产业的综合性 IP 文化机构，	签订股权转让协议 4.5 亿收购其 100%的股权

领域	投资时间	合作公司	标的/合作公司介绍	投资详情
			贯通出版、影视、游戏等全版权运营，拥有多位著名作家现象级 IP 作品的版权库	
	2016.9	芒果传媒	湖南广播电视台全资控股的市场主体	参与发起成立“芒果创意孵化基金”，总投资额为 1.26 亿，公司出资 5000 万

数据来源：公司公告，西南证券

### 3.1 文学 IP：新华先锋手握《摸金符》

今年 6 月，公司以 4.5 亿元现金收购新华先锋。标的是一家专业从事文学内容产业的综合性 IP 文化机构，始终贯通出版（新华阅读网、酷读网两大互联网阅读平台+实体书）、影视、游戏等全版权运营。旗下拥有王蒙、严歌苓、梁晓声、天下霸唱、刘猛、纪连海、许开祯等一大批著名作家；同时，每年还会推出一批新人。

公司看好标的现象级 IP 作品的版权库，及其在出版、影视、游戏等领域全版权综合运营能力，同时希望围绕公司在文化娱乐产业全方位布局与对方进行合作，掌控文化产业上游市场、打通文化娱乐全产业链运作。收购完成后，一方面公司业绩将大幅增厚，新华先锋 2016-2017 年承诺扣非净利润不低于 3750 万元、4678.5 万元；另一方面，新华先锋承诺 2016-2017 年优质 IP 数量还将增多，而上游 IP 的深度绑定能使公司在影视业务上具有更多想象空间。事实上，公司已经开始受益于新华先锋带来的资源，例如中南影业片单中的《摸金符》，其版权就在新华先锋手上。

表 2：新华先锋具体业绩承诺

	具体承诺
1	2016 年度、2017 年度实现的扣非净利润分别不低于 3750 万元、4687.5 万元。
2	2016 年度、2017 年度实现的净利润中影视、网络、游戏、综艺节目等改编权和衍生权利 IP 开发和衍生版权（不含图书出版收益）产生的利润占 2016 年度、2017 年度净利润的比例不低于 50%、60%。
3	2016 年度、2017 年度超级 IP 或知名 IP 每年具备一定数量或增长率，超级 IP（现象级 IP）每年 1-2 个，知名 IP 在该等利润承诺期内每年依次 5-8 个、8-12 个。

数据来源：公司公告，西南证券

### 3.2 影视：大唐辉煌、中南影业为主线

公司影视相关布局以大唐辉煌、中南影业两家内容子公司为主线，同时覆盖广告营销和影视文化产品开发。

#### 3.2.1 大唐辉煌：成熟稳健的电视剧制作方

2014 年底公司作价 10 亿元收购大唐辉煌，标的成立于 2004 年，在电视剧制作方面以独立制作为主，与其他影视机构联合制作为辅，近几年增长较快，2010 年获得发行许可的作品仅 1 部，而 2012 年获得发行许可的已经达到 8 部。过去作品以近代谍战和当代都市剧为主，其中表现较为突出的有《北平无战事》、《守婚如玉》。

业绩表现：2015 年大唐辉煌营收 4.6 亿元，较上年增长 8.7%；营业利润 1.5 亿元，较上年增长 27.6。2015 年公司共有 7 部电视剧共计 259 集电视剧实现了在各大卫视的播出，

分别为《猎魔》、《麻雀的春天》、《想明白了再结婚》、《下一站婚姻》、《我的媳妇是女王》、《岁月如金》、《乱世书香》。2016 年上半年，大唐辉煌实现营收 1.7 亿元，净利润 6162 万元。

**2016 年规划：**大唐辉煌 2016 年将同时在电视剧、网络剧上发力，预计各有 10+ 部于今年开机或取得发行许可，区别于许多拼 IP 的影视公司，标的作品多以原创为主。

**表 3：公司电视剧业务预计在 2016 年取得发行许可证/开机情况**

剧目	题材	集数	时间计划	备注
奔跑吧，菜鸟	当代都市	36	已取得	朱锐斌导演，王媛可、凌潇肃、王丽云主演
我的爱情撞上了战争	近代其它	35	后期制作	潘越导演，徐梵溪、巩峥、熊梓菱主演
警花与警犬	当代其它	44	后期制作	谷锦云导演，于和伟、侯梦莎、黄梦莹主演
好妻子	当代都市	56	后期制作	罗灿然导演，姚芊羽、李威、赵文瑄主演
下一站别离	当代都市	40	2016 年 4 月开机	潘越导演，于和伟、李小冉主演
破产萌妈	当代其他	40	2016 年 5 月开机	潘镜丞导演，蒋欣、王雷主演
王城花剑阁	古装传奇	40	拟 2016 年 6 月开机	蒋家骏导演，蒋劲夫、马思纯主演
当我们正年轻	当代都市	45	拟 3 季度开机	杨文军导演，胡歌、刘诗诗主演
产科医生（二）	当代都市	40	拟 3 季度开机	李小平导演，唐嫣、王耀庆、蒋欣主演
不能说的秘密	当代都市	40	拟 4 季度开机	朱锐斌导演，张翰、陈妍希主演
杀八方	当代都市	45	拟 4 季度开机	叶静导演，刘欢、贾青主演

数据来源：公司公告(2015 年报)，西南证券

**表 4：公司 2016 年网络剧投拍时间计划表**

项目	类型	预计拍摄时间
刑警奇闻录	诡异悬疑	2016 年 2 季度
时尚买手	青春时尚	2016 年 2 季度
有滋有味	中国美食项目	2016 年 2 季度
超级小郎中	2016 年 2 季度	小说 IP
星球与咸猪手	科幻	2016 年 2 季度
能语者之情人蛊	整蛊搞笑	2016 年 3 季度
怪谈作家	惊悚	2016 年 3 季度
迷途天堂	赛车、刺激	2016 年 3 季度
特异功能交换市场	特异功能	2016 年 3 季度
噢，我的麻将军	爱情游戏	2016 年 3 季度
古曼童虐恋 2	耽美题材	2016 年 4 季度
香港风云	赌场传奇	2016 年 4 季度

数据来源：公司公告（2015 年报），西南证券

### 3.2.2 中南影业：绑定高管的电影新秀

中南影业系公司 2015 年成立的电影投资制作公司，当前主要有两个看点：

- 1) 今年 5 月首度对外公布片单，其中《摸金符》是市场预期很高的作品，而计划在今年之内上映的《追凶者也》、《白麻雀》、《秦末无刀》则是与曹保平导演独家战略合作的作品。曹导擅长犯罪题材，之前大作《光荣的愤怒》、《李米的猜想》、《烈日灼

心》获奖无数，我们认为，中南影业的票房将为公司带来很大的业绩弹性，未来有望与公司艺人经纪业务以及新华先锋、大唐辉煌等标的产生更多协同；

**表 5：中南影业影视作品清单**

序号	作品	备注	中南影业角色
1	《我的战争》	今年 9 月 15 日上映，由中影集团和中南影业联合出品，目前票房 3000 万左右	联合出品方
2	《追凶者也》	今年 9 月 14 日上映，黑色西部片，目前票房近亿	重要出品方
3	《白麻雀》	女性情感史诗题材	重要出品方
4	《秦末无刀》	古装武侠片	主控方
5	《白橘子》	谍战大片，中国版《间谍之桥》计划今年开机	主控方
6	《摸金符》	3D 动作魔幻 IP 大片，正在筹备中	主控方
7	《跟踪追击》	翻拍经典，特工谍战。影片正在筹备中	重要出品方

数据来源：公司公告，西南证券

- 2) 从目前股权结构看（中南文化持股 54%，千易志诚持股 10%，刘春持股 8%，常继红持股 7%，王笑东持股 6%，吴庆丰持股 5%，张牧野持股 5%、钟德平持股 5%），股东均为公司核心人物，中南影业也是公司绑定各标的高管的创新型工具，减小人才流失风险。

**表 6：中南影业个人股东与公司关联**

个人股东	股权占比	与公司的关联关系	任职
刘春	8%	高级管理人员	首席文化官
常继红	7%	子公司的法定代表人	子公司董事长
王笑东	6%	潜在关联方	先锋文化董事长
吴庆丰	5%	公司董事	董事、董事会秘书兼财务总监
张牧野	5%	关联方	中南影业首席文学官
钟德平	5%	关联方	深圳市值尚互动科技有限公司董事长兼总经理

数据来源：公司公告，西南证券

### 3.2.3 资源的补充：广告、营销与衍生品

广告营销方面的投资有中南文化基金投资的首影传媒（1 亿元投资 20%）、公司直接参股的卓然影业（600 万元投资 13.5%），前者是一站式视频内容制作商和出品商、后者是影视整合营销商和发行商；衍生品方面则是公司自己设立的中南红影视文化产品开发公司。这些投资算是公司文化领域布局的延伸，能帮助公司最大限度挖掘内容价值。

## 3.3 其他泛娱乐布局：音乐、游戏

### 3.3.1 音乐：中南音乐 & 唱吧

公司在音乐细分领域的布局主要在两个方面：1) 与音乐制作人捞仔成立中南音乐，共同开发音乐作品、音乐类栏目和产品的策划与制作，完善打造艺人天团所必需的生态链；2) 通过产业基金参与北京最淘 D 轮融资，北京最淘的主要运营产品为“唱吧”及“唱吧直播间”等，目前是手机 KTV 领域的龙头、也在筹备利用音乐造星，近日双方拟在业务层面开展合作，发力音乐内容、音乐及演艺人才孵化培育、平台渠道孵化营销等方面。

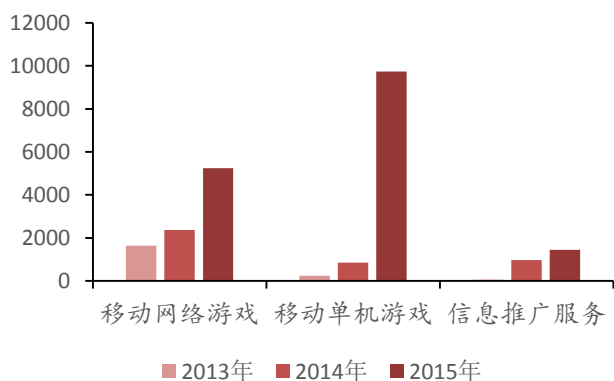
我们认为，音乐是捧红艺人的重要渠道之一，公司在传统的音乐制作与互联网平民 KTV 两大维度发力，相当于在内容和渠道、明星和网红上都做出铺垫。但两项布局尚处于准备阶段，未来能发挥多大作用还需要继续跟踪。

### 3.3.2 游戏：值尚互动、极光网络

目前公司游戏方面的布局是已经并表的手游发行公司值尚互动和拟收购的页游研发公司极光网络，本节主要分析值尚互动情况。

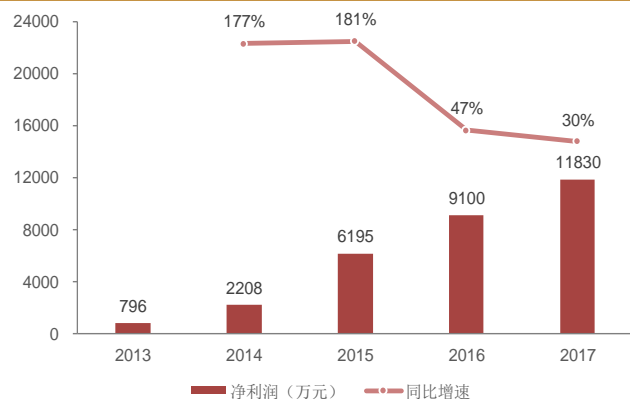
2016 年 4 月，值尚互动完成资产过户。标的成立于 2013 年，主要从事移动游戏的代理发行和运营服务，其中游戏代理发行营收占比超过 90%。2013 年~2015 年 7 月，值尚互动主要收入来源于《龙印 OL》、《马上三国》、《兄弟萌》、《街头激战》等移动游戏，上述四款游戏占游戏业务收入总额的 69%，但是由于上线已经有 1~3 年，它们对于业绩的贡献逐渐减小。此外，我们注意到 2013~2015 年，标的来源移动网络游戏的收入占比分别为 84.52%、56.55%、31.94%，呈下降趋势；而同期来源移动单机游戏的收入占比分别为 12.43%、20.3%、59.26%，呈快速增长趋势，主要原因是值尚互动于 2015 年收购专注于单机游戏推广的子公司围信信息和应美科技，但这并不意味着标的的发展重心转向单机游戏。事实上，由于移动网络游戏的市场接受度更广，月付费人数、ARPPU 值等普遍高于单机游戏，值尚互动自身未来将会把更多资源投向移动网络游戏的代理运营业务，仅其子公司围信信息和应美科技专注于移动单机游戏领域。计划每年推出移动网络游戏 24 款，单机游戏 12~24 款。

图 8：值尚互动 2013-2015 年各业务营收（万元）



数据来源：公司公告，西南证券

图 9：值尚互动 2013-2017 年营收净利润情况（16-17 年预估）



数据来源：公司公告，西南证券

表 7：值尚互动预案公布 2016 年新游戏

年份	游戏类型	游戏数量
2016 年	角色扮演类游戏	9
2016 年	卡牌类网络游戏	10
2016 年	模拟类网络游戏	4
2016 年	动作类角色扮演游戏	1
合计		24

数据来源：公司公告，西南证券



对于游戏业务，市场普遍认为值尚互动是发行商而非内容研发商，短期看影游联动、文游联动的逻辑不明显，但我们认为，无论是发行还是研发，优质的 IP 都是大家所追寻的。未来值尚互动可以拿着 IP 版权去寻找有实力的 CP 进行合作，这样不仅能够享有版权回报，还能降低发行风险。此外，依照 2015~2017 年承诺净利润分别不低于 6000 万元、9100 万元及 11830 万元（复合增长率高达 40.42%）看，标的将为公司提供强有力的业绩支撑。

## 4 资本与资源的整合

### 4.1 芒果传媒、中值系入局

芒果传媒作为湖南广播电视台全资子公司，主要负责湖南广播电视台的对外投资业务，业务范围涵盖电视购物、电商、互联网视频、影视节目制作、卡通动漫、游戏、艺人经纪等。公司与芒果传媒先后成立 4 期产业基金，具体投资情况如下：

- 1) **芒果海通**（规模 5 亿元）：2015 年度全部投资完毕，投的项目如下：①上海阿牛信息科技有限公司；②深圳市奇讯新游科技有限公司；③南京大道行知文化传媒有限公司；④湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司；⑤深圳市雪球科技有限公司；⑥广州汇韬信息科技有限公司；⑦南京七加二网络科技有限公司；⑧上海威客网络科技有限公司。
- 2) **芒果盈通**（规模 4.17 亿元）：投资北京最淘科技（唱吧）；
- 3) **芒果文创**（规模 5.1 亿元）：2016 年正式运营，投资以大文化产业为核心的电影、电视剧、综艺节目、音乐、动漫、体育、移动互联网应用等文化创意类项目。
- 4) **芒果创意孵化基金**（规模 1.26 亿元）：7 月底签合作协议，旨在鼓励原创、为视频内容生产储备资源。一方面，公司为基金孵化项目提供明星和草根艺人经纪资源；另一方面，基金每年为中南文化旗下艺术学校设立专项赛事资金，激励学员的原创积极性，共同挖掘潜质 IP，并利用芒果平台优势加速星梦工场艺术学校的造星动力；
- 5) 9 月，公司与芒果传媒签订合作框架，双方拟在资本运作、业务合作、信息共享等方面建立战略合作伙伴关系。

此外，芒果传媒投资的一些标的公司都有跟投，除唱吧外还有荔枝 FM、极米等创新媒体。事实上，芒果传媒前身是湖南广播影视集团，旗下拥有近百家单位，优质资产包括湖南卫视、快乐购、电广传媒等等，其中湖南卫视是业界公认收视率顶尖、最受年轻人喜爱的电视台，也是天然的造星神坛。

同时，公司早在 2014 年便与中植系成立了中南文化传媒基金。中植系擅长资本运作并且具有丰富的项目资源，参股了众多上市公司。目前，中植系关联公司中融鼎新是公司第二大股东，占有公司 12% 左右股权。公司与这两者在资本层面的深度联手给予市场很大想象空间。

**表 8：中南文化产业基金成立情况**

公告时间	产业基金	领域	规模（亿元）	公司投入（亿元）
2014.4	中南文化基金	传媒	首期规模>10 亿元	1.43
2014.10	芒果海通	传媒	5	1
2015.10	芒果盈通	北京最淘（唱吧）	4.17	1.63
2015.12	芒果文创	电影、电视剧、综艺节目、音乐、动漫、体育、移动互联网应用	10.12	5.1
2016.7	芒果创意孵化基金	IP 孵化	1.26	0.5

数据来源：公司公告，西南证券

## 4.2 招兵买马，刘春出任首席文化官

作为典型的转型企业，公司需要有一位能够统筹文化传媒业务的资深人士协调各方关系、为战略发展保驾护航。所以 2015 年初，公司聘请刘春出任首席文化官。刘春有超过 20 年传媒从业经历，先后供职于央视、凤凰卫视、搜狐公司、爱奇艺，一度担任搜狐副总裁，拥有深厚的媒体运营功底和较广的人脉资源，目前也是中南影业的 CEO。

总结来说，公司在芒果传媒、中植系以及以刘春、常继红为代表的业内人士方面拥有一定资源和优势，但我们也需要看到公司自身经验较少以及资源讲求互惠等客观事实，之后公司发展的快慢很大程度上取决于资源整合上能否产生化学反应。

## 5 并购再起，收购极光网络 90%股权

### 5.1 非公开发行方案概述

公司 9 月初发布非公开发行预案，拟收购极光网络 90%股权，交易作价约为 6.68 亿元，其中现金支付 2.67 亿元，发行股份支付 4.01 亿元（对应发行价 18.58 元/股、2158 万股），由于公司本就持有极光网络 10%股权，本次完成收购后极光网络将成为公司全资子公司。标的 2016-2018 年承诺实现扣非归母净利润 5500 万元、6875 万元、8593.75 万元。

**表 9：发行股份收购极光网络具体情况**

序号	交易对象	总对价金额 (万元)	现金对价		股份对价		股份支付数量 (股)
			金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	
1	代志立	15,593	0	0%	15,593	39%	8,392,088
2	李经纬	1,114	0	0%	1,114	3%	599,434
3	符志斌	1,114	0	0%	1,114	3%	599,434
4	樟树浩基	35,640	21384	80%	14,256	36%	7,672,766
5	西藏泰富	13,365	5346	20%	8,019	20%	4,315,931
合计		66,825	26730	100%	40,095	100%	21,579,653

数据来源：公司公告，西南证券

同时，拟向不超过 10 名符合条件的特定投资者发行股份募集 4.01 亿元配套资金（发行价格不低于 22.80 元/股），主要用于支付本次交易的现金对价、支付本次交易相关的费用及建设极光网络研发中心。

**表 10：发行股份收购极光网络具体情况**

募集配套资金用途	金额（万元）	所占比例
支付本次交易的现金对价	26,730	67%
支付本次交易相关的费用及税费	1,800	4%
建设极光网络研发中心项目	11,565	29%
合计	40,095	100%

数据来源：公司公告，西南证券

## 5.2 极光网络，夯实页游研发实力

极光网络成立于 2014 年 2 月，是网页精品游戏研发商，曾经成功研发出《混沌战域》、《武神赵子龙》等 MMORPG（大型多人在线角色扮演）精品游戏。

**成功作品：**《混沌战域》于 2014 年 10 月份上线，在 2015 年 4 月份前后达到流水高峰，月流水近 4800 万元。目前，该游戏已在台湾、韩国、泰国和越南成功上线。《武神赵子龙》改编自林更新、林允儿等主演的同名电视剧 IP，2016 年 3 月，游戏配合电视剧的播出上线（电视剧于 2016 年 4 月 3 日在湖南卫视独家首播），借助于电视剧的良好收视，游戏流水爆发增长。截至 2016 年 6 月，该游戏最高月流水已突破 7000 万元。截至 2016 年 6 月末，《混沌战域》（20）、《武神赵子龙》两款游戏的总流水分别超过 4 亿元和 1.8 亿元。根据行业统计网站 9K9K.com 数据，2015 年全年《混沌战域》开服数位列全部网页游戏开服榜的第 12 名，2016 年 1-6 月《武神赵子龙》开服数位列全部网页游戏开服榜的第 5 名。

**表 11：极光网络主要游戏运营数据**

项目	混沌战域			武神赵子龙
时间	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月	2016 年 1-6 月
当期充值总金额（万元）	1,341.53	35,964.22	3,556.11	19,135.08
期末注册玩家数量	1,661,231	40,201,098	40,940,418	24,824,435
月均付费玩家数量	19,764	92,617	11,451	211,696
月均活跃用户数	559,506	3,285,537	137,941	8,215,305
月均付费玩家 ARPU（元）	180.11	359.3	509.86	210.06
月均充值消耗比	98.72%	98.82%	98.41%	96.47%

数据来源：公司公告，西南证券

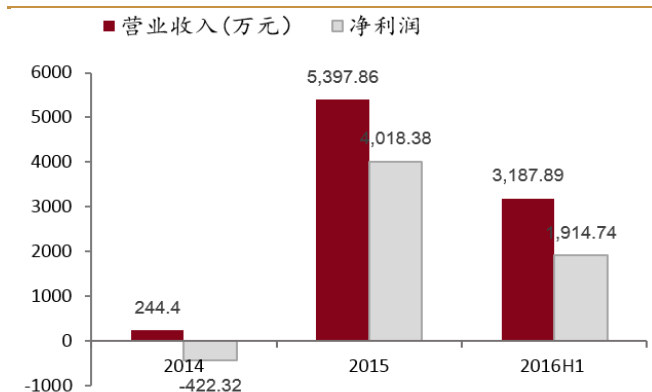
图 10:《混沌战域》《武神赵子龙》画面



数据来源：公司公告，西南证券

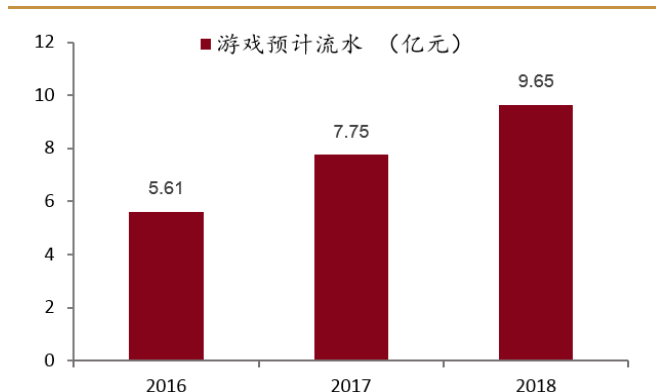
**运营及盈利模式：**极光网络的游戏产品主要以独家代理的形式授权给游戏运营商运营（主要运营商为上海硬通，系三七互娱全资孙公司）。网络游戏运营商负责游戏的发行推广、活动策划、客服服务、运营结算，极光网络主要负责提供游戏产品的版本维护、技术支持等服务。目前主要采用按虚拟道具收费的方式获利。

图 11: 极光网络 2014-2016 上半年业绩表现（未经审计）



数据来源：公司公告，西南证券

图 12: 极光网络 2016-2018 年预计游戏流水情况



数据来源：公司公告，西南证券

**行业中处于第二梯队：**根据 9K9K.com 的页游研发厂商 TOP100 数据，2015 年 7 月 1 日至 2016 年 6 月 30 日各页游研发商的开服数量显示，开服数大于 10000 的开发商仅有 6 家，开服数量位于 5500-10000 区间的企业有 10 家，极光网络位于此梯队。

**团队实力：**主要管理人员代志立、李经纬、符志斌等人从事游戏开发工作将近 10 年，参与过《征途》、《三国英雄传》等游戏的研发工作，具有丰富的游戏开发经验。

我们认为，收购极光网络能够为公司带来良好的协同效应，主要体现在两方面：1) 公司补齐了网络游戏内容板块的产业链短板，在发行基础上拥有了独立开发能力，且更为关键的是，极光网络专注于神话故事、历史文化类的重度大型 MMORPG 游戏，相比值尚互动主打的中轻度游戏而言更适合影游联动、文游联动的开发，公司已有资源有望得到充分运用；2) 导入优质资源，极光网络不仅可以为公司筛选优秀外部游戏研发团队、发力 IP 对外授权业务，还可以与页游运营龙头三七互娱形成紧密关系。事实上交易对象中的西藏泰富即为三七互娱的子公司，公司与西藏泰富之前便一起参与了芒果文创基金的设立，此次西藏泰富将持有公司股权，未来与三七互娱无论资本层面还是业务层面都值得期待。

## 6 盈利预测与估值

### 关键假设：

- 1) 影视、游戏、艺人经纪等文化领域不出现重大利空政策；
- 2) 极光网络收购顺利实施，并于 2017 年实现并表，页游行业市场规模保持平稳；
- 3) 公司收购各标的均完成业绩承诺甚至略微超出承诺，公司处于孵化期的教育、音乐、电影业务顺利开展并在三年内贡献一定业绩；
- 4) 公司各业务之间的协同效应充分展现，例如新华先锋与中南影业、中南影业与大唐辉煌等等。

**业绩预测与估值：**公司收购的几大重要标的业绩承诺如下：

**表 12：收购标的业绩承诺情况**

标的	领域	比例	整体作价（亿元）	2015	2016	2017	2018
大唐辉煌	电视剧	100%	10	1.3	1.6	1.65	
千易志诚	艺人经纪	100%	2.6	0.26	0.338	0.4394	
极光网络	页游研发	100%	7.425	-	0.55	0.6875	0.8584
值尚互动	游戏代理发行	100%	8.7	0.6	0.91	1.183	
新华先锋	文学 IP	100%	4.5	-	0.375	0.46875	

数据来源：西南证券

我们预计，公司原有金属制品业务营收保持稳定，毛利率稳定在 21%左右；2016-2018 年电视剧收入增速分别为 23%、5%、5%，毛利率维持在 48%左右；2016-2018 年艺人经纪收入增速分别为 80%、30%、25%，毛利率维持在 72%左右；新收购的文学 IP 及游戏业务将在 2016-2017 年并表，预计毛利率分别在 87%与 53%左右。

假设极光网络于 2017 年并表的前提下，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.45 元、0.63 元、0.74 元。估值方面，我们选取主营业务为影视+游戏，或者影视+艺人经纪的转型公司/借壳上市公司作对比，平均 PE 为 54 倍（主要是其中文投控股、北京文化估值较高），考虑到公司泛娱乐布局广泛、未来协同作用可期以及电影教育等业务带来的高弹性，我们给予 50 倍估值，首次覆盖“买入”评级。

**表 13：可比公司估值**

证券代码	证券简称	预测 PE
600715.SH	文投控股	71
002502.SZ	骅威文化	39
000802.SZ	北京文化	63
002343.SZ	慈文传媒	42
平均		54

数据来源：wind、西南证券



## 7 风险提示

传媒行业政策或收紧、非公开发行或不能顺利实施、影视剧适销性风险、标的业绩或达不到承诺、各板块之间的整合协同或不及预期、股市系统性风险。

**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	1119.35	1559.20	1915.72	2131.08	净利润	139.11	367.10	507.64	599.37
营业成本	751.53	902.49	1046.36	1128.59	折旧与摊销	54.64	52.07	52.07	52.07
营业税金及附加	7.74	9.88	12.51	13.77	财务费用	31.35	1.11	0.98	0.84
销售费用	77.14	90.81	118.02	131.50	资产减值损失	20.52	22.00	22.00	22.00
管理费用	80.74	119.34	143.81	161.02	经营营运资本变动	-914.14	-316.93	-385.34	-192.56
财务费用	31.35	1.11	0.98	0.84	其他	863.90	-11.36	-16.50	-22.00
资产减值损失	20.52	22.00	22.00	22.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>195.37</b>	<b>113.99</b>	<b>180.85</b>	<b>459.71</b>
投资收益	-6.81	-10.64	-5.50	0.00	资本支出	-601.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.21	0.00	0.00	0.00	其他	349.92	-10.64	-5.50	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-251.92</b>	<b>-10.64</b>	<b>-5.50</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>143.31</b>	<b>402.93</b>	<b>566.53</b>	<b>673.36</b>	短期借款	367.78	-97.80	-659.98	0.00
其他非经营损益	17.89	28.76	28.76	28.76	长期借款	20.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>161.20</b>	<b>431.69</b>	<b>595.29</b>	<b>702.12</b>	股权融资	988.33	0.00	803.04	0.00
所得税	22.09	64.59	87.66	102.75	支付股利	-7.39	-15.69	-41.42	-57.27
净利润	139.11	367.10	507.64	599.37	其他	-1239.26	-1.69	-0.98	-0.84
少数股东损益	-0.26	-0.68	-0.94	-1.11	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>129.46</b>	<b>-115.19</b>	<b>100.67</b>	<b>-58.11</b>
归属母公司股东净利润	139.36	367.78	508.57	600.48	<b>现金流量净额</b>	<b>74.03</b>	<b>-11.84</b>	<b>276.02</b>	<b>401.60</b>
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	167.76	155.92	431.94	833.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1239.52	1582.46	2024.40	2220.50	销售收入增长率	54.53%	39.30%	22.87%	11.24%
存货	629.43	780.05	895.06	968.75	营业利润增长率	112.04%	181.16%	40.60%	18.86%
其他流动资产	6.00	5.69	8.09	8.59	净利润增长率	112.96%	163.90%	38.28%	18.07%
长期股权投资	107.41	107.41	107.41	107.41	EBITDA 增长率	132.19%	98.92%	35.84%	17.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	631.36	591.20	551.04	510.88	毛利率	32.86%	42.12%	45.38%	47.04%
无形资产和开发支出	709.08	697.97	686.85	675.73	三费率	16.91%	13.55%	13.72%	13.77%
其他非流动资产	164.67	163.88	163.09	162.30	净利率	12.43%	23.54%	26.50%	28.13%
<b>资产总计</b>	<b>3655.24</b>	<b>4084.58</b>	<b>4867.86</b>	<b>5487.70</b>	ROE	6.43%	14.60%	13.42%	13.86%
短期借款	757.78	659.98	0.00	0.00	ROA	3.81%	8.99%	10.43%	10.92%
应付和预收款项	513.90	649.51	764.10	829.58	ROIC	8.25%	12.38%	15.53%	17.02%
长期借款	20.00	20.00	20.00	20.00	EBITDA/销售收入	20.48%	29.25%	32.34%	34.08%
其他负债	200.63	241.33	300.74	313.00	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1492.30</b>	<b>1570.82</b>	<b>1084.84</b>	<b>1162.58</b>	总资产周转率	0.36	0.40	0.43	0.41
股本	738.77	810.95	849.95	849.95	固定资产周转率	1.82	2.55	3.36	4.02
资本公积	946.18	874.00	1638.04	1638.04	应收账款周转率	1.59	1.55	1.54	1.44
留存收益	465.39	817.48	1284.63	1827.84	存货周转率	1.35	1.28	1.25	1.21
归属母公司股东权益	2150.92	2502.43	3772.62	4315.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.73%	—	—	—
少数股东权益	12.01	11.33	10.40	9.29	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2162.93</b>	<b>2513.76</b>	<b>3783.02</b>	<b>4325.12</b>	资产负债率	40.83%	38.46%	22.29%	21.19%
负债和股东权益合计	3655.24	4084.58	4867.86	5487.70	带息债务/总负债	52.12%	43.29%	1.84%	1.72%
					流动比率	1.39	1.63	3.15	3.53
					速动比率	0.96	1.12	2.31	2.68
					股利支付率	5.30%	4.27%	8.14%	9.54%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	229.30	456.11	619.58	726.27	每股收益	0.17	0.45	0.63	0.74
PE	114.11	43.24	31.27	26.48	每股净资产	2.67	3.10	4.66	5.33
PB	7.35	6.33	4.20	3.68	每股经营现金	0.24	0.14	0.22	0.57
PS	14.21	10.20	8.30	7.46	每股股利	0.01	0.02	0.05	0.07
EV/EBITDA	65.16	35.67	25.98	21.61					
股息率	0.05%	0.10%	0.26%	0.36%					

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
	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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@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
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn