

短期费用拖累业绩，中期转型步伐加快

投资要点

- **公司 2016 年前三季度业绩：**实现营收 2.6 亿元，同比增加 38%；归母净利润 1437.4 万元，同比增加 294.2%；扣非归母净利润-624.8 万元，同比减少 970%。
- **扣非后业绩为负，利润主要受费用拖累。**营收方面，增长主要是由于今年上半年起并入世纪伙伴和星河文化，但是就两家公司承诺利润 2.1 亿看，增长幅度略微低于我们预期。利润方面，三费大幅增加对业绩产生拖累。其中，管理费用高达 1.4 亿元，占营收比例超过 50%，费用高企主要是公司转型影视行业后引进多位传媒业内高级管理人才导致人力资源费用大增，归母净利润为正主要靠处置资产支撑。
- **坚定转型，旅游业务逐步剥离，传媒板块积极搭建，业绩将上新台阶。**今年，公司一方面加快对旅游业务的收缩，其中“两寺”进入过渡经营状态、灵山归还区政府并转卖相关资产、龙泉宾馆已经挂牌转让；另一方面落地传媒资产收购整合，4 月初完成对电视剧制作商世纪伙伴、艺人经纪公司星河文化的收购，此外还变更前期部分旅游类募投项目转投电影。我们认为，公司正从“旅游+文化”并举向“文化为主、旅游为辅”的格局蜕变，这向市场传递两项利好：1) 就业务板块看，公司传媒业务较旅游业务而言不仅更有前景，还享受更高估值；2) 三家外延标的今年合计承诺净利润 2.4 亿，相较公司近年 2000-3000 万的净利润水平提升了一个量级，加上龙泉宾馆转让后预计实现 3.7 亿税前收益，公司今年净利润有望大幅改善。
- **《战狼 2》+《封神》等超级 IP 项目正在孕育之中。**其中，《战狼 2》(1.4 亿保底)、《封神》系列电影(3 亿投资首部)、《天蓬传》(1.4 亿投资)、《球状闪电》等均是市场上顶尖 IP，相信 2017-2018 年公司将迎来内容领域爆发。
- **资本层面，股权激励绑定高管、厚德前海提供资源。**6 月底公司授予第二期股权激励计划，合计向董事、高管以及核心业务人员发行约 2000 万股新股，对应业绩要求是 2016 年、2017 年扣非归母净利润不低于 1.5 亿、1.8 亿，我们认为高管股权激励将促进业绩爆发进入快车道。此外，董事长宋歌控制的厚德前海基金投资了多家 TMT 领域优质标的，为公司并购和业务合作打开想象空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.61 元、0.37 元、0.46 元(其中营收和利润较前期有所调整：近期旅游业务剥离加速因此下调今年营收、传媒业务预计将放量因此上调明年营收；此外 16 年预计非经损益 3 亿左右，对业绩影响较大)，维持“增持”评级。
- **风险提示：**影视行业政策或发生大幅变动、并购企业业绩实现或不达预期。

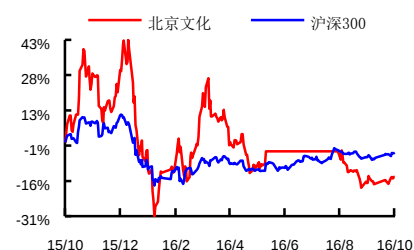
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	349.35	828.22	1145.99	1408.83
增长率	-16.96%	137.07%	38.37%	22.94%
归属母公司净利润(百万元)	21.22	438.19	271.26	332.69
增长率	-73.42%	1964.56%	-38.10%	22.65%
每股收益 EPS(元)	0.03	0.61	0.37	0.46
净资产收益率 ROE	1.98%	29.11%	15.67%	16.34%
PE	750	36	59	48
PB	15.35	10.90	9.48	8.06

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)	7.24
流通 A 股(亿股)	3.78
52 周内股价区间(元)	16.95-34.85
总市值(亿元)	151.67
总资产(亿元)	46.18
每股净资产(元)	5.63

相关研究

1. 北京文化(000802): 去粗存精, 打造文化产业链生态圈 (2016-09-19)

附录

表 1：公司制作和参与投资电影（17 部）

作品	（预计） 发行档期	合作 方式	主要演职人员	项目 进度	票房收入	投资金额
《极限挑战之最后的武士》	2016.01.15	投资	导演：任静、严敏 主演：黄渤、孙红雷、黄磊、罗志祥、王迅、张艺兴、赵丽颖	已公映	1.26 亿	
《我的新野蛮女友》	2016.04.22	投资	导演：赵根植 编剧：李载允 主演：车太贤、宋茜	已公映	3418.5 万	640 万（20%，不含宣发）
《刺猬小子之天生我刺》	2016.07.22	投资	导演：黄建明 编剧：黄建明、吴晓宇 监制：丁晟	已公映	814.8 万	2300 万（数字为与每日视界的合作金额）
《我不是潘金莲》	2016.11.18	投资	导演：冯小刚 编剧：刘震云 主演：郭涛、大鹏、范冰冰、张嘉译	后期制作		2835 万
《南极绝恋》	待定	投资	导演、编剧：吴有音 主演：赵又廷、杨子珊 监制：关锦鹏	后期制作		1800 万
《铁道飞虎》	2016.12	功做事 投资	导演：丁晟 编剧：何可可、丁晟 主演：成龙、黄子韬	后期制作		3000 万
《妈阁是座城》	待定	投资	导演：李少红 编剧：严歌苓、陈文强	筹备中		
《刀背藏身》	2017.07	投资	导演：徐浩峰 编剧：徐浩峰	拍摄中		
《傻瓜照相机》	待定	投资	导演：李非 编剧：李非 监制：姜文 艺术顾问：张黎	筹备中		
《岁月忽已暮》	待定	投资	导演：秦小珍 监制：张嘉辉 演员：张子枫、姜潮、宋威龙	后期制作		700 万
《生于四月一日》 （改名《有完没完》）	待定	投资	导演：王啸坤 编剧：杨曼珠 演员：范伟、贾静雯、林更新、薛之谦	后期制作		1320 万
《战狼 II》	2017.07.01-08 .18	投资	导演：吴京 主演：吴京、Celina Jade	拍摄中		1.4 亿
《西游日记：天蓬传》	2018	投资	导演：未定 编剧：今何在	筹备中		1.4 亿
《英雄本色 4》	2017.07	投资	导演兼编剧：丁晟（暂定） 监制兼顾问：吴宇森 艺术总监：陈国富（暂定）	筹备中		1150 万

作品	（预计） 发行档期	合作 方式	主要演职人员	项目 进度	票房收入	投资金额
《不成问题的问题》	2017	投资	导演：梅峰 主演：范伟、张超、王瀚邦、殷红、史依弘	技审中		400 万
《你是凶手》	2017	投资	导演：王昱 主演：宋佳、王千源、冯远征、李九霄	后期制作		1560 万
《一代妖精》	2017	投资	导演：肖洋 主演：冯绍峰、刘亦菲	拍摄中		1560 万

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：公司制作和参与投资电视剧（8 部）

作品	（计划） 开拍时间	合作方式	主要演职人员	项目进度	投资金额
《穿越谜团》	2015.01	投资	导演：沈严 编剧：俞白眉 主演：袁弘、张歆艺、孙淳、江珊	已通过互联网进行首播	4410 万
《极品一家人》	2016.03	摩登视界投资	导演：孙皓 编剧：赵霖、黄苇、平平、沈嵘	后期制作	
《丈夫归来》	2016.03	投资	导演：王梦继 编剧：张晓芸、李慧善[韩] 主演：权相佑、李念、王耀庆	后期制作	1800 万
《江山不悔》	2016.12	投资	导演：张黎 编剧：刘伽茵	筹备中	
《王子咖啡店》	2016.04	投资	导演：姜信孝、金亨植 主演：徐璐、杨玏、王 阳、曹卫宇、张佑天	后期制作	
《我的岳父会武术》	2015	投资	导演：俞钟 主演：宋丹丹、倪大红、肖央、王太利、姜妍	待播出	2900 万
《武动乾坤》	2016.10	投资	总导演：张黎；编剧：李晶凌、江莱； 主演：待定	筹备中	6000 万
《羽传说》	2017.09	投资	总监制：张黎 导演：石炭	筹备中	

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：公司投资和参与制作的综艺节目（5 部，均已播出）

节目名称	播出平台	播出时间	主要嘉宾	投资金额 （万元）	上半年平均收视率 CSM52	市场份额 CSM52
《花漾梦工厂》	山东卫视	2016.02.21	张国立、秦海璐、郭德纲	1000	0.85%	2.93%
《极限挑战第二季》	东方卫视	2016.04.17	黄渤、孙红雷、黄磊、罗志祥、王迅 张艺兴	4500	2.19%	7.07%
《跨界歌王》	北京卫视	2016.05.28	刘涛、王凯、秦海璐、李光洁、潘粤明、巴图等	3000	1.06%	3.75%
《加油！美少女》	东方卫视	2016.06.11	黄晓明、胜利、陈羽凡、胡海泉	2250	0.92%	4.39%
《我们战斗吧》	江苏卫视	2016.07.15	井柏然、王凯、萧敬腾、杨烁、王嘉尔、白敬亭	1960	（前六期）1.04%	4.08%

数据来源：公司公告，TVTV.HK，西南证券整理

表 1：公司 2016 年投资和参与制作的网络大电影（2 部）

作品	（计划） 开拍时间	（预计） 上线时间	合作方式	主要演职人员	项目进度	播出 平台
《美少女战队之觉醒阿瓦隆》	2016.08	2016.11	投资	导演：游松 主演：赵梦迪、 莫诗旎、蒋梦栖、李沫颀	后期制作中	待定
伊藤润二漫画系列 1《肋骨怪女》	2016.08	2016.11	投资	导演：郭虎 演员：待定	后期制作中	待定

数据来源：公司公告，西南证券

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	349.35	828.22	1145.99	1408.83	净利润	20.58	424.81	262.98	322.53
营业成本	180.05	368.47	507.58	624.85	折旧与摊销	51.22	62.87	62.87	62.87
营业税金及附加	7.47	16.56	22.92	28.18	财务费用	-6.67	2.00	2.87	3.51
销售费用	49.93	41.41	57.30	70.44	资产减值损失	-1.39	0.58	0.00	0.00
管理费用	163.19	231.90	229.20	281.77	经营营运资本变动	5.67	-183.31	-231.58	-193.11
财务费用	-6.67	2.00	2.87	3.51	其他	-18.09	7.45	2.64	-2.80
资产减值损失	-1.39	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	51.32	314.40	99.77	193.00
投资收益	45.30	-10.64	-5.50	0.00	资本支出	9.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.99	2.61	2.86	2.80	其他	-153.94	-6.68	-3.09	2.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-144.19	-6.68	-3.09	2.95
营业利润	5.05	159.26	323.48	402.88	短期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	27.16	407.16	27.16	27.16	长期借款	-120.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	32.21	566.41	350.64	430.04	股权融资	11.61	0.00	0.00	0.00
所得税	11.63	141.60	87.66	107.51	支付股利	-7.77	-2.12	-43.82	-27.13
净利润	20.58	424.81	262.98	322.53	其他	92.63	-92.00	-2.87	-3.51
少数股东损益	-0.65	-13.38	-8.28	-10.16	筹资活动现金流净额	-43.53	-94.13	-46.69	-30.64
归属母公司股东净利润	21.22	438.19	271.26	332.69	现金流量净额	-136.39	213.59	49.99	165.31
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	230.69	444.28	494.27	659.59	成长能力				
应收和预付款项	331.81	647.40	919.29	1139.25	销售收入增长率	-16.96%	137.07%	38.37%	22.94%
存货	111.64	154.54	230.52	299.41	营业利润增长率	-94.73%	3055.79%	103.12%	24.55%
其他流动资产	11.87	15.15	18.68	21.08	净利润增长率	-73.41%	1964.56%	-38.10%	22.65%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-49.21%	351.84%	73.66%	20.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	283.98	238.96	193.94	148.92	毛利率	48.46%	55.51%	55.71%	55.65%
无形资产和开发支出	178.40	168.91	159.41	149.92	三费率	59.10%	33.24%	25.25%	25.25%
其他非流动资产	274.36	266.01	257.65	249.30	净利率	5.89%	51.29%	22.95%	22.89%
资产总计	1422.75	1935.25	2273.77	2667.46	ROE	1.98%	29.11%	15.67%	16.34%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.45%	21.95%	11.57%	12.09%
应付和预收款项	108.74	261.25	355.88	433.65	ROIC	-0.15%	14.75%	24.17%	25.41%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.20%	27.06%	33.96%	33.31%
其他负债	277.40	214.70	239.43	259.96	营运能力				
负债合计	386.14	475.95	595.31	693.60	总资产周转率	0.24	0.49	0.54	0.57
股本	388.60	723.95	723.95	723.95	固定资产周转率	1.55	4.61	8.50	15.70
资本公积	559.95	224.60	224.60	224.60	应收账款周转率	2.23	4.91	4.05	3.85
留存收益	123.19	559.26	786.70	1092.27	存货周转率	1.45	2.77	2.64	2.36
归属母公司股东权益	1010.86	1446.93	1674.37	1979.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	121.46%	—	—	—
少数股东权益	25.75	12.37	4.08	-6.08	资本结构				
股东权益合计	1036.61	1459.29	1678.45	1973.86	资产负债率	27.14%	24.59%	26.18%	26.00%
负债和股东权益合计	1422.75	1935.25	2273.77	2667.46	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.85	3.82	3.70	3.87
					速动比率	2.39	3.35	3.19	3.32
					股利支付率	36.62%	0.48%	16.15%	8.15%
					每股指标				
					每股收益	0.03	0.61	0.37	0.46
					每股净资产	1.43	2.02	2.32	2.73
					每股经营现金	0.07	0.43	0.14	0.27
					每股股利	0.01	0.00	0.06	0.04
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	49.60	224.13	389.21	469.26					
PE	749.72	36.31	58.66	47.83					
PB	15.35	10.90	9.48	8.06					
PS	45.55	19.21	13.89	11.29					
EV/EBITDA	165.34	68.13	39.10	32.08					
股息率	0.05%	0.01%	0.28%	0.17%					

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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@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