

## 产业链整合进一步推进

### 投资要点

- **事件:** 长城影视发布公告, 公司通过发行股份和配套融资的形式收购两块影视文化类资产: 首映时代、德纳影业, 核心目的是进一步整合公司影视文化产业链, 提升公司整体竞争实力。
- **并购详情。** 本次并购的具体情况如下: 对于**首映时代**, 以13.5亿的价格收购, 其中发行股份8783万股, 发行价格12.3元, 剩余以配套融资的资金进行补充; 对于**德纳影业**, 以5.45亿的价格收购, 其中发行股份2215万股, 发行价格12.3元, 剩余以配套融资的资金进行补充。同时配套融资5.63亿, 主要用于支付本次收购现金部分。
- **首映时代。** 首映时代是一家主要是以影视剧后期制作、影视剧投资以及艺人经纪为核心业务的文化类公司, 其参与的项目包括: 电影类有《烈日灼心》、《微爱之渐入佳境》等; 电视剧类有《水浒传》、《雍正王朝》、《康熙微服私访记2》等。2016年公司前10个月利润总额为3238万元, 公司承诺, 如果收购在2016年完成, 即对赌2016-2018年业绩, 分别为5200万元、9000万元、12500万元; 如果收购在2017年完成, 即对赌2017-2019年业绩, 分别为9000万元、12500万元、15910万元。
- **德纳影业。** 德纳影业是一家以影院投资、管理以及周边业务为核心的文化类企业。公司目前有5家影院, 56块银幕以及7224个座位。2016年前10个月, 公司实现净利润1781万元。公司承诺, 如果收购在2016年完成, 即对赌2016-2018年业绩, 分别为2000万元、3800万元、5000万元; 如果收购在2017年完成, 即对赌2017-2019年业绩, 分别为3800万元、5000万元、6000万元。
- **盈利预测与投资建议。** 由于本次并购还未获得通过, 故盈利预测不考虑本次并购。我们预计, 公司2016-2018年EPS分别为0.50元、0.61元、0.78元, 对应的PE分别为27倍、23倍、18倍。考虑到: 1、公司2017年估值相对便宜, 产业链铺设完善, 未来协同效应较强; 2、2017年影视剧行业继续景气, 头部作品价格和规模将进一步放大, 我们维持对公司“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 公司并购进度或不及预期的风险、影视剧作品或不及预期的风险。

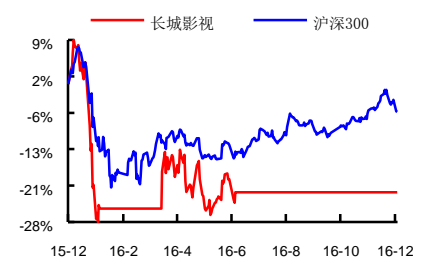
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	993.44	1198.44	1401.64	1755.01
增长率	95.65%	20.63%	16.96%	25.21%
归属母公司净利润(百万元)	231.93	263.69	318.35	407.37
增长率	15.67%	13.69%	20.73%	27.96%
每股收益EPS(元)	0.44	0.50	0.61	0.78
净资产收益率ROE	25.18%	17.68%	18.34%	19.83%
PE	31	27	23	18
PB	6.21	3.84	3.30	2.79

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)	5.25
流通A股(亿股)	3.21
52周内股价区间(元)	12.59-19.0
总市值(亿元)	71.67
总资产(亿元)	28.20
每股净资产(元)	1.31

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：行业整体表现较为稳定，2017 年影视剧行业将进一步稳定增长，千万级的头部作品将带动第二梯队的作品整体价格上浮至 300-500 万/一集的水平；

假设 2：公司广告收入将和影视剧业务形成协同，保持目前的毛利率水平和收入规模不发生明显变化；

假设 3：全产业链均在公司体系内，利润基本不会发生外流，公司高毛利率状态在未来三年不发生改变。

**表 1：分业务盈利预测**

单位：万元		2015A	2016E	2017E	2018E
电视剧	收入	39458	48191	71284	120037
	增速	-0.54%	22.13%	47.92%	68.39%
	毛利率	49.06	48.66%	47.59%	47.51%
广告	收入	57867	71653	68880	55464
	增速	424.84%	6.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	45.81	42.67%	42.18%	38.62%
其他	收入	1906			
	增速	-			
	毛利率	62.64%			
纪录片	收入	112	-	-	-
	增速	42.02%	-	-	-
	毛利率	93.26	-	-	-
合计	收入	99344	119844	140164	175501
	增速	95.65%	20.63%	16.96%	25.21%
	毛利率	48.19%	45.08%	44.93%	44.70%

数据来源：wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	993.44	1198.44	1401.64	1755.01	净利润	290.49	330.26	398.72	510.22
营业成本	514.66	658.18	771.88	970.52	折旧与摊销	11.39	29.07	30.42	34.25
营业税金及附加	10.19	12.25	14.35	17.96	财务费用	13.77	-0.05	-0.41	-0.53
销售费用	31.53	48.54	53.68	61.78	资产减值损失	30.43	0.58	0.00	0.00
管理费用	54.51	35.47	41.63	51.07	经营营运资本变动	621.57	450.89	309.53	216.67
财务费用	13.77	-0.05	-0.41	-0.53	其他	-817.04	10.94	5.06	0.07
资产减值损失	30.43	0.58	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>150.61</b>	<b>821.69</b>	<b>743.32</b>	<b>760.68</b>
投资收益	0.00	-10.64	-5.50	0.00	资本支出	-860.30	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	550.36	-15.40	-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>-309.94</b>	<b>-20.91</b>	<b>-37.77</b>	<b>-61.10</b>
<b>营业利润</b>	<b>338.36</b>	<b>432.82</b>	<b>515.01</b>	<b>654.21</b>	短期借款	204.00	2697.01	1203.99	-4300.00
其他非经营损益	45.56	1.73	0.00	0.00	长期借款	93.00	602.56	935.86	1066.12
<b>利润总额</b>	<b>383.92</b>	<b>434.55</b>	<b>515.01</b>	<b>654.21</b>	股权融资	-180.63	464.96	0.00	0.00
所得税	93.43	104.29	116.29	143.99	支付股利	0.00	-81.18	-92.29	-111.42
净利润	290.49	330.26	398.72	510.22	其他	101.50	0.05	0.41	0.53
少数股东损益	58.56	66.57	80.37	102.85	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>217.87</b>	<b>3683.41</b>	<b>2047.97</b>	<b>-3344.78</b>
归属母公司股东净利润	231.93	263.69	318.35	407.37	<b>现金流量净额</b>	<b>58.53</b>	<b>4484.19</b>	<b>2753.52</b>	<b>-2645.19</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	184.29	4668.48	7422.00	4776.80	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	980.88	178.76	227.23	284.68	销售收入增长率	95.65%	20.63%	16.96%	25.21%
存货	364.25	712.08	739.07	969.79	营业利润增长率	32.88%	27.92%	18.99%	27.03%
其他流动资产	0.00	1.03	0.81	1.18	净利润增长率	40.60%	13.69%	20.73%	27.96%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	38.98%	27.04%	18.01%	26.22%
投资性房地产	0.41	5.17	5.17	5.17	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	118.32	105.45	113.08	138.79	毛利率	48.19%	45.08%	44.93%	44.70%
无形资产和开发支出	1245.59	1234.97	1229.26	1230.47	三费率	10.05%	7.01%	6.77%	6.40%
其他非流动资产	23.38	23.31	23.25	23.18	净利率	29.24%	27.56%	28.45%	29.07%
<b>资产总计</b>	<b>2917.12</b>	<b>6929.25</b>	<b>9759.86</b>	<b>7430.06</b>	ROE	25.18%	17.68%	18.34%	19.83%
短期借款	399.00	3096.01	4300.00	0.00	ROA	9.96%	4.77%	4.09%	6.87%
应付和预收款项	177.84	330.62	427.69	585.17	ROIC	20.77%	25.10%	42.41%	70.93%
长期借款	93.00	695.56	1631.42	2697.54	EBITDA/销售收入	36.59%	38.54%	38.88%	39.20%
其他负债	1093.57	939.31	1226.57	1574.38	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1763.42</b>	<b>5061.50</b>	<b>7585.68</b>	<b>4857.09</b>	总资产周转率	0.46	0.24	0.17	0.20
股本	525.43	525.43	525.43	525.43	固定资产周转率	17.00	11.40	14.17	16.19
资本公积	-464.96	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	1.31	2.60	23.58	22.39
留存收益	903.51	1086.02	1312.07	1608.02	存货周转率	1.45	1.22	1.06	1.14
归属母公司股东权益	963.97	1611.45	1837.50	2133.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.86%	—	—	—
少数股东权益	189.73	256.31	336.68	439.53	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1153.71</b>	<b>1867.75</b>	<b>2174.18</b>	<b>2572.98</b>	资产负债率	60.45%	73.05%	77.72%	65.37%
负债和股东权益合计	2917.12	6929.25	9759.86	7430.06	带息债务/总负债	27.90%	74.91%	78.19%	55.54%
					流动比率	0.92	1.27	1.41	2.80
					速动比率	0.70	1.11	1.29	2.35
					股利支付率	0.00%	30.79%	28.99%	27.35%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	363.53	461.85	545.01	687.93	每股收益	0.44	0.50	0.61	0.78
PE	30.90	27.18	22.51	17.59	每股净资产	2.20	3.55	4.14	4.90
PB	6.21	3.84	3.30	2.79	每股经营现金	0.29	1.56	1.41	1.45
PS	7.21	5.98	5.11	4.08	每股股利	0.00	0.15	0.18	0.21
EV/EBITDA	20.50	13.54	10.34	7.34					
股息率	0.00%	1.13%	1.29%	1.55%					

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
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn