

投资评级：强烈推荐（维持）
分析师

金炜 010-88366060-8876

Email:jinw@cgws.com

执业证书编号:S1070512080001

联系人：

刘浩然 0755-83464814

Email:liuhr@cgws.com

从业证书编号:S1070112090016

市场数据

目前股价	27.56
总市值（亿元）	104.73
流通市值（亿元）	40.88
总股本（万股）	38,000
流通股本（万股）	14,833
12个月最高/最低	59.30/15.00

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,142	1,416	1,619
(+/-%)	201.7%	24.0%	14.4%
净利润	388	517	623
(+/-%)	454.1%	33.2%	20.6%
摊薄 EPS	0.89	1.19	1.43
PE	31	23	19

股价表现


数据来源：WIND

相关报告

<<影游联动正式起航,传媒版图还待扩张>>

2015-10-21

转型，继续转型，坚定转型

——富春通信（300299）2015 年年报点评

投资建议

公司发布 2015 年年报，业绩同比大增，公司初尝转型滋味。如果考虑春秋顺利过会，公司影视和游戏将初具规模，算上公司接下来的外延，游戏业务将更加强悍。除去以上“加法”，公司今年重在谋求平台化转型，从收购微星星可以见到公司 2016 年外延战略方面的转变，更多的蜕变可以在 2016 年期待。考虑春秋顺利过会及股本增厚，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.89 元、1.19 元及 1.43 元，对应目前股价 PE 分别为 31x、23x 及 19x，维持“强烈推荐”评级。

投资要点

- 公司 2015 年业绩符合预期，初尝转型滋味：** 由于并购俊梦，公司 2015 年实现收入 3.78 亿元，同比增长 69.8%，实现归母扣非后净利润为 6055.8 万元，同比增长 333.4%，每股收益为 0.21 元。2015 年公司游戏业务收入 1.49 亿元，占公司整体营业收入比重的 39.3%，游戏业务营业利润为 5615.0 万元，占公司整体营业利润比重的 79.7%，游戏业务已经成为公司的主营业务。同时公司公布一季度业绩预告，预计一季度实现归母净利润为 979 万元-1479 万元，而去年同期为亏损。虽然俊梦 2015 年盈利情况略微低于预期，但是公司从中已经初步尝到转型的滋味。
- 春秋时代定位热血军旅片，今明两年片单储备充分：** 春秋时代的定位主要是以军旅片为主。3 月 18 日，春秋时代影业在京举行新片推介会，会上公司宣布今年将上映“极限 21 小时”（定档 4 月）、“梦想合伙人”（4 月）、“寻找罗麦”（5 月）、“大话西游 3”（7 月）、“东北往事之破马张飞”（9 月）、“双生”（12 月）。明年公司将上映“霸天狼”、“战狼 2”、“猴王的女儿”、“愚人游戏”等。今年新增大电影“双生”，为与日本和韩国的合拍片，投资成本约 4 千万，预计 9-10 月上映。春秋投资权益比约为 80%。上映有望再度刷新由“京城 81 号”创下的 4.12 亿的国产惊悚片票房记录。此外，春秋时代还涉足动画片领域，与《疯狂原始人》制作团队联手开发中国古代著名典籍《山海经》。今年再考虑大话西游 3 网络剧的推出，预计公司全年有望实现 1.5-1.8 亿利润，明年来看公司的片单将更为强劲。
- 俊梦着力打造 S 级 IP—仙境传说：** 公司已经在一月份推出了武动乾坤，后续会考虑和腾讯应用宝合作。公司今年的主打产品——仙境传说（RO）有望在二季度推出，《RO》是韩国著名游戏公司 Gravity 推出的一款 MMORPG，在全球 69 个国家和地区累计了约 1 亿的注册用户，RO 是能和《MU》、《传奇》、《梦幻西游》等几款游戏并驾齐驱的 S 级 IP。今年往

后公司还将陆续推出 SNH48 音乐手游、古龙群侠传 3D 及万王之王等新作。RO 和 SNH48 两款游戏将对俊梦今年业绩起到决定左右。

- **公司IP全产业链布局日趋完备:** 公司投资参股福州畅读(持股23%, 2015年实现净利润600.2万元, 国内日活均值866304人, 海外日活均值50168人)、上海渔阳(持股24.2%, 亏损), 业务逐步延展至动漫、网络文学、阅读等文化领域。1月15日, 恩赐解脱的人气玄幻小说《百炼成神》正式授权给游戏制作方广州游爱进行开发, 手游改编权以500万元售出, 影视改编权以150万元售出。其中小说版权方畅读科技以及IP孵化公司东方二次元均为富春旗下投资参股公司。上海渔阳方面则成立了《百炼成神》、《圣灵机甲》、《皮卡堂》、《非我无道》及《魔女小卡》等5个IP委员会, 直接签约作品673部, 通过《知音漫客》战略合作协议转授权作品1500部, 在“轻漫画”平台上达到相关标准的优秀作品约170部, 2015年游戏授权合同金额达到500万。再考虑公司之前投资的深圳微星星, 公司已经在沿着IP孵化→影+游→粉丝经济的全产业链在进行摸索。
- **投资建议:** 考虑春秋顺利过会, 公司影视和游戏将初具规模, 算上公司接下来的外延, 游戏业务将更加强悍。除去以上“加法”, 公司今年重在谋求平台化转型, 从收购微星星可以见到公司 2016 年外延战略方面的转变, 更多的蜕变可以在 2016 年期待。考虑春秋顺利过会及股本增厚, 我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.89 元、1.19 元及 1.43 元, 对应目前股价 PE 分别为 31x、23x 及 19x, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 骏梦 RO 项目上线延迟, 春秋过会受阻, 大话西游 3 网络剧推出延后。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	223	378	1,142	1,416	1,619	成长性					
营业成本	147	187	515	621	703	营业收入增长	22.1%	69.8%	201.7%	24.0%	14.4%
销售费用	2	12	29	35	41	营业成本增长	18.0%	27.4%	176.0%	20.5%	13.1%
管理费用	35	93	160	184	194	营业利润增长	34.1%	189.3%	486.8%	33.9%	21.0%
财务费用	0	1	2	(5)	(17)	利润总额增长	35.1%	219.2%	454.0%	33.3%	20.6%
投资净收益	0	2	2	2	2	净利润增长	34.5%	288.8%	454.1%	33.2%	20.6%
营业利润	24	71	414	555	671	盈利能力					
营业外收支	1	9	28	35	40	毛利率	34.3%	50.7%	54.9%	56.1%	56.6%
利润总额	25	80	442	590	711	销售净利率	8.4%	19.2%	35.3%	37.9%	40.0%
所得税	6	7	39	52	63	ROE	4.5%	8.3%	26.5%	28.0%	27.3%
少数股东损益	4	3	15	20	24	ROIC	6.5%	8.0%	23.9%	25.2%	24.7%
净利润	19	73	403	537	647	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	0.7%	3.2%	2.5%	2.5%	2.5%
					(百万)	管理费用/营业收入	15.5%	24.6%	14.0%	13.0%	12.0%
流动资产	18	53	160	198	227	财务费用/营业收入	0.0%	0.2%	0.1%	-0.4%	-1.0%
货币资金	138	153	343	846	1,339	投资收益/营业利润	1.6%	2.8%	0.5%	0.4%	0.3%
应收账款	274	347	685	566	567	所得税/利润总额	25.2%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
应收票据	0	0	0	0	0	应收账款周转率	0.9	1.2	2.2	2.3	2.9
存货	18	53	160	198	227	存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
非流动资产	15	79	79	79	79	流动资产周转率	0.5	0.7	1.2	0.9	0.8
固定资产	14	16	31	45	57	总资产周转率	0.4	0.3	0.6	0.5	0.5
资产总计	555	1,618	2,350	2,824	3,387	偿债能力					
流动负债	21	46	129	155	176	资产负债率	23.7%	17.8%	27.2%	24.7%	22.9%
短期借款	50	80	80	80	80	流动比率	3.3	2.1	2.0	2.5	3.0
应付款项	46	82	232	280	316	速动比率	3.2	1.9	1.8	2.2	2.7
非流动负债	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.08	0.18	0.89	1.19	1.43
负债合计	132	288	639	697	774	每股净资产	2.3	3.5	3.9	4.9	6.0
股东权益	424	1,330	1,711	2,127	2,613	每股经营现金流	(0.1)	0.1	0.5	1.6	1.6
股本	181	380	436	436	436	每股经营现金/EPS	(1.3)	0.6	0.6	1.3	1.1
留存收益	89	141	507	903	1,366	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	18	7	22	42	66	PE	344.5	153.1	31.0	23.2	19.3
负债和权益总计	424	1,330	1,711	2,127	2,613	PEG	-	-	-	-	-
现金流量表					(百万)	PB	12.0	7.9	7.1	5.6	4.6
经营活动现金流	(18)	33	218	714	687	EV/EBITDA	116.5	117.9	27.2	19.7	15.9
其中营运资本减少	(49)	(44)	(203)	161	32	EV/SALES	22.0	27.4	10.3	7.9	6.7
投资活动现金流	(63)	(908)	(50)	(50)	(50)	EV/IC	10.4	7.3	6.4	5.1	4.0
其中资本支出	(23)	(11)	(40)	(40)	(40)	ROIC/WACC	0.6	0.8	2.3	2.4	2.4
融资活动现金流	50	922	(23)	(160)	(144)	REP	17.3	9.1	2.8	2.1	1.7
净现金总变化	42	79	98	359	(11)						

研究员介绍及承诺

金炜: 通信工程专业硕士, 2010 年加入长城证券, 任通信行业分析师, 4 年通信行业工作经验。

刘浩然: 格拉斯哥大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 2014 年任传媒行业研究员。

何恩霖: FRM, 美国布兰戴斯大学金融学硕士, 2015 年加入长城证券并任传媒行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>