天风证券 TF SECURITIES

2016 年 08 月 02 日

鹿港文化（601599）

——转型影视，发力精品影视剧及超级网络剧

行业名称	纺织服装
投资建议	买入
当前价格:	11.39 元
目标价格:	15.21 元

投资要点:

➢ **影视业务不断加码，带动公司业绩增长**

公司早前主要从事纺织品生产与销售，近两年公司加快提档升级，收购世纪长龙、天意影视两家专业影视公司，建立纺织与影视并举的双主营业务体系，2015年营收7.61亿元（同比6.12%），净利润1.19亿元（同比99.78%）。影视业务占比9.93%，预期将继续增长。

➢ **公司进军影视业务，重点打造精品影视剧和超级网络剧**

16年上半年电影、电视剧市场增速放缓，政策监管趋严，头部内容流量吸引能力和价值大幅上升。通过收购世纪长龙和天意影视，公司重点打造精品影视剧，拟推出电视剧《路从今夜白》、电影《盗墓笔记》等IP精品。

在线视频市场的快速发展和付费市场的崛起推动网络剧市场爆发性增长，超级网络剧成为市场主流。公司借助世纪长龙和天意影视的专业影视制作实力和资源，定增10亿元用于超级网络剧项目，拟打造超级网络季播剧《新鬼吹灯之摸金符》等，未来2-3年公司影视业务收入可基本确保。

公司限制性股票激励计划已顺利完成，深度绑定公司管理层及影视专业人员，业绩考核目标为2015年至2017年净利润同比增长分别不低于100%、45%和25%，同时明确了纺织业务和影视业务的激励指标。

➢ **盈利预测**

考虑到公司影视业务利润占比将不断提升，有望打造国内互联网影视行业龙头，仅考虑天意影视51%并表，我们预计鹿港文化16-18年净利润分别为2.11亿元、2.72亿元、3.21亿元，对应每股收益分别为0.55元/股、0.69元/股、0.81元/股。参考影视类可比公司，给予2017年50X估值，对应12个月目标市值136亿元，首次给予“买入”评级。

➢ **风险提示**

网络剧政策监管风险、影视剧业务推进进度低于预期

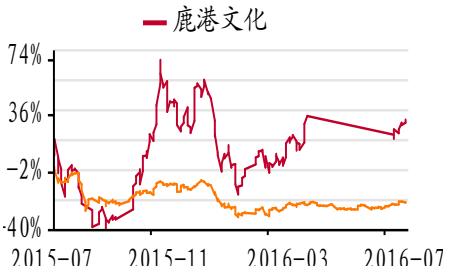
财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2,233.14	2,369.84	2,534.66	2,738.88	2,976.55
增长率（%）	21.09%	6.12%	6.96%	8.06%	8.68%
EBITDA（百万元）	232.61	308.58	354.86	402.36	460.90
净利润（百万元）	59.40	118.67	211.61	271.99	321.12
增长率（%）	349.60%	99.78%	78.33%	28.53%	18.06%
EPS（元/股）	0.07	0.13	0.55	0.69	0.81
市盈率（P/E）	183.51	91.86	22.00	17.77	15.05
市净率（P/B）	7.56	6.99	2.69	2.46	2.18
EV/EBITDA	16.88	32.08	13.24	12.35	9.63

数据来源：公司公告，天风证券研究所

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	894/703
流通 A 股市值（百万元）	8,006
每股净资产（元）	4.08
资产负债率（%）	51.99
一年内最高/最低（元）	30.93/9.56

一年内股价相对走势



文浩 分析师
执业证书编号：S1110516050002
电话:
邮箱：wenhao@sh.tfzq.com
焦娟 分析师
执业证书编号：s1110516020001
电话:
邮箱：jiaojuan@sh.tfzq.com
冯翠婷 联系人
电话:
邮箱：fengct@sh.tfzq.com

相关报告

报告信息

请务必阅读报告末页的重要声明

正文目录

影视业务不断加码，带动公司业绩增长 4
财务状况：纺织影视业务并举，影视业务占比不断提升 4
世纪长龙：积极开拓业务增长点，迈出进军影视文化产业的第一步 6
天意影视、鹿港互联：公司重点加码互联网视频，力争打造超级网络剧 7
艺能科技：为互联网视频业务提供大数据支持 8
公司进军影视业务，重点打造精品影视剧&超级网络剧 8
电影、电视剧市场增速放缓，头部内容价值凸显 8
公司重点打造精品影视剧，IP 作品即将爆发 11
网络剧市场迎来爆发增长期，超级网络剧将成主流 12
巨额投资互联网影视剧项目，重金打造超级网络剧 16
限制性股票激励计划有望调动员工积极性，利于影视业务健康发展 18
盈利预测 18
风险提示 19

图表目录

图表 1：公司发展大事记 4
图表 2：2014 年起，公司开始纺织业务和影视业务并举的双主业业务体系 4
图表 3：公司主要纺织产品 5
图表 4：受纺织业务影响，营收增长放缓 5
图表 5：影视业务占比增加，净利润大幅上升 5
图表 6：影视业务收入占比大幅上升 6
图表 7：轻资产影视业务大幅提高毛利率、净利率 6
图表 8：世纪长龙代表作品 7
图表 9：2016 年 1-7 月票房收入增速放缓 8
图表 10：16 年 4 月以来电影市场表现不及预期 8
图表 11：影院及银幕数增长放缓 9
图表 12：2016 年上半年电影市场情况 9
图表 13：2016 年上半年电影票房 Top10 9
图表 14：电视剧部数创下三年新低 9
图表 15：集数受长剧增加影响上升 9
图表 16：2016 年上半年电视剧收视率 Top20 10
图表 17：部分电视剧网络版权价格 10
图表 18：2016 年电视剧投拍计划 11
图表 19：2016 年电影投拍计划 12
图表 20：2016 年上半年新播出网络剧数量增加 12
图表 21：2016 年上半年网络剧播放量排名 12
图表 22：2011 年起在线视频市场规模保持高速发展 13
图表 23：2015 年付费用户规模爆发式增长 13
图表 24：在线视频 PC 端使用时间排名第一 14
图表 25：影音多媒体在移动端覆盖人数高居榜首 14
图表 26：电视剧有效时长占在线视频比重过半 14
图表 27：网民为国产网络剧付费意愿较高 14
图表 28：2015 年视频网站网剧点击量排行 14
图表 29：网络剧与电视剧的区别 15
图表 30：2015 年传统影视公司与顶级制作团队的网络剧数量 15

图表 31：2015 年传统影视公司与顶级制作团队的网络剧数量.....16
图表 32：公司已完成 10 亿定增，将用于超级网络剧制作发行、内容版权采购等.....17
图表 33：2016 年网友最期待的十部电视剧.....17
图表 34：2016 年公司网络剧拍摄计划.....17
图表 35：限制性股票激励计划对纺织业务和影视业务的考核指标.....18
图表 36：财务预测摘要.....20

影视业务不断加码，带动公司业绩增长

财务状况：纺织影视业务并举，影视业务占比不断提升

公司从事各类针织毛纺纱线以及高档精纺呢绒面料生产与销售，主要产品为“鹿港牌”精纺纱线、半精纺纱、呢绒面料。经济换挡期间，纺织行业增速放缓，公司加速产业升级，积极寻找行动新的利润增长点，2014 年成功通过发行股份和支付现金的方式收购世纪长龙 100%的股权，向影视行业进军。2015 年 7 月，公司分别收购天意影视和艺能科技 51%的股份获得控股权，同时出资 1 亿元成立鹿港互联，将互联网影视制作作为未来重点发展战略，进一步增强公司影视业务的综合实力。目前，公司主营业务涉及纺织行业及广播、电视、电影和影视录音制作业两个行业，纺织业务和电视剧业务并举的双主业业务体系初步构成。

图表 1：公司发展大事记

时间	事件
2002 年 12 月 1 日	张家港市鹿港毛纺织品有限公司成立，注册资本为 4584 万元。
2003 年 2 月 1 日	变更公司名称为“江苏鹿港毛纺集团有限公司”。
2008 年 5 月 1 日	整体变更为股份公司“江苏鹿港科技股份有限公司”，总股本为 1.59 亿元。
2014 年 5 月 1 日	通过发行股份和支付现金的方式以 4.7 亿元的价格收购世纪长龙 100%股权。
2015 年 6 月 1 日	以股权收购和现金增资的方式以 2.17 亿元的价格收购天意影视 51%的股权；以现金增资的方式 3060 万元获得艺能科技 51%的股权；出资 1 亿元人民币投资设立鹿港互联，以提高公司对影视行业关键资源的整合能力。
2015 年 7 月 1 日	以现金收购方式出资 2000 万收购望盛金融 20%的股权，加快向互联网新经济转型。
2016 年 4 月 11 日	拟收购天意影视剩余 49%的股权。
2016 年 4 月 20 日	以现金与资产出资方式独家设立子公司江苏鹿港科技有限公司，注入公司所有纺织相关的经营业务，使公司影视板块和纺织板块划分清晰，便于公司长期发展。
2016 年 4 月 20 日	艺能科技的收购方案变更为增资 600 万元以获得标的 10%的股权，因公司控股不利于艺能科技发展为独立的第三方中立的数据平台公司。
2016 年 6 月 3 日	变更公司名称为“江苏鹿港文化股份有限公司”，增加广播电视节目制作、互联信息服务等营业范围。
2016 年 7 月 5 日	公告终止收购天意影视 49%的股权，因标的公司部分项目开机延后、2016 年度上半年实际完成业绩等因素考虑。
2016 年 7 月 20 日	出资 5000 万成立鹿港文化产业投资，用于影视文化板块业务的投资。

来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图表 2：2014 年起，公司开始纺织业务和影视业务并举的双主业业务体系



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 3：公司主要纺织产品

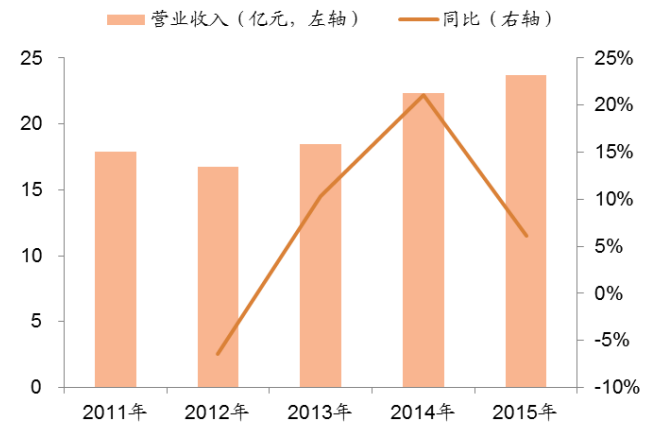
产品大类	产品特点和用途	图例
精纺纱线	手感轻爽柔软，富有弹性，有较好的延伸性和悬垂性，色泽自然、艳丽、丰富，风格独特、规格齐全（一般在 28 支/2 以上的针织绒纱均能生产），易洗涤，易护理，适合内外穿着，广泛运用于针织毛衣、职业装、休闲装、商务装、运动装、时装、T 恤衫等系列的针织服饰。	
半精纺纱	毛型感强，原料纤维使用范围广，多种纤维混纺，色泽艳丽、夹花效果明显，织物立体感强，半精纺纱线使用范围比精纺纱线更为广泛，目前半精纺织物在市场上较为流行。	
呢绒面料	产品手感好，呢面细腻光洁，充分展现轻薄面料高档华贵的质感和经典时尚的新风貌。面料平均纱支达 80 支（最高可达 180 支），每平方米重量 120-160 克，而一般面料平均支数在 40-60 支，每平方米平均重量 180-220 克。主要用于高档男女西装、职业装。	

来源：公司招股说明书，天风证券研究所

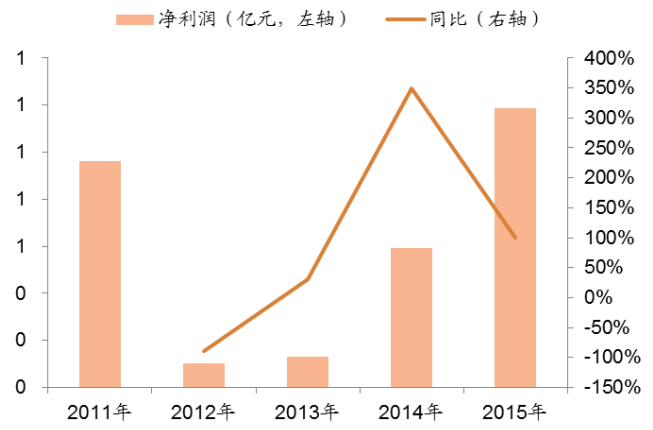
公司营收仍以纺织业务为主，2015 年世纪长龙全年度利润并入上市公司，天意影视 8 月至 12 月利润并表，影视业务占比大幅提升至 9.93%，预计占比将继续提升。此外，纺织业务毛利率为 15.12%，影视业务则毛利率高达 45.26%。随着公司加大对影视业务的投入，公司自身盈利能力将进一步提高，2015 年净利润增长率达 100%。

图表 4：受纺织业务影响，营收增长放缓

图表 5：影视业务占比增加，净利润大幅上升

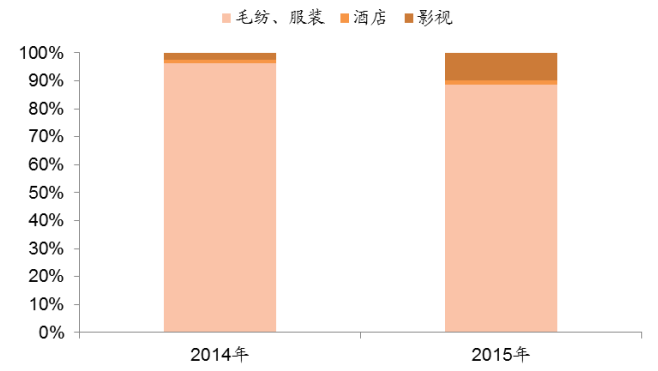


来源：WIND，天风证券研究所



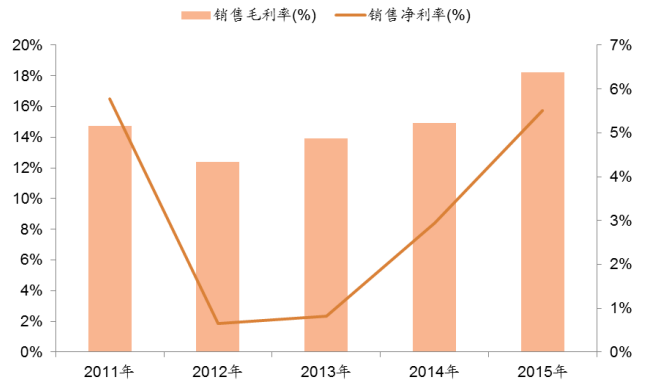
来源： WIND，天风证券研究所

图表 6：影视业务收入占比大幅上升



来源：WIND，天风证券研究所

图表 7：轻资产影视业务大幅提高毛利率、净利率



来源：WIND，天风证券研究所

世纪长龙：积极开拓业务增长点，迈出进军影视文化产业的第一步

2014 年 11 月，公司通过成功发行 4290.73 万股，同时支付 1.65 亿元现金的方式完成对世纪长龙 100%股权的收购。世纪长龙成立于 1997 年，是国内专业从事影视剧策划、制作、发行及投资业务的综合性传媒公司，2015 年世纪长龙扣非净利润达 6128.48 万元。

世纪长龙专注于为全国电视观众提供优质的影视剧作品，2012-2015 年每年产出电视剧 5-7 部，作品由初期的“海峡特色”，如《娘妻》、《天涯赤子心》、《团圆》、《望海的女人》、《我的妈妈是天使》、《大女难嫁》等，逐渐向战争剧、谍战剧、都市情感剧等类型的影视作品拓展，不断丰富作品种类，扩大业务规模，提升综合竞争力，2011 年至今相继拍摄完成了《血色樱花》、《血战长空》，《代号“九耳犬”》、《九死一生》，《红轿子》、《心肝宝贝》、《产科男医生》、《再见老婆大人》等多部精品影视剧。

2014 年起公司扩展电影业务，已发行作品包括《新步步惊心》、《闺蜜》、《西游记之大圣归来》及《神探夏洛克》，电影类型多样，票房成绩亮眼，其中 2015 年《西游记之大圣归来》打破国产动画电影记录，票房 9.56 亿元。

得益于公司的综合性发展，2015 年世纪长龙扣非净利润达 6128.48 万元，相比利润承诺 5858 万元，超额 278.48 万元完成利润承诺（2012 年、2013 年，2014 年世纪长龙分别实现净利润 2946.29 万元、1021.11 万元和 6057 万元）。

图表 8：世纪长龙代表作品

序号	剧目名称	所获荣誉
1	《天涯赤子心》	成都电视台《2011 年度成都地区电视剧收视优秀奖》 东方电影频道《2010-2011 年度收视优秀奖》 山东城市台联合体《2011 年度最佳收视奖》 长春市广播电影电视剧《第三届长春市广播电视宣传金鼎奖（上半年度收视冠军）》
2	《娘妻》	SMG（上海东方传媒集团有限公司）影视剧中心《2010 中国电视剧上海排行榜收视电视剧频道第一名》 北京电视台《2010 年度最佳收视贡献奖》 长春市广播电影电视剧《第二局长春市广播电视宣传金鼎奖（年度收视冠军）》 《第十四届福建省电视艺术奖长篇电视剧二等奖》 《“金熊猫”奖国际电视剧评选活动长篇电视剧类入围奖》
3	《血色樱花》	成都电视台《成都地区 2012-2013 年度收视优秀奖》
4	《血战长空》	中国广播电视协会《第九届全国“十佳电视制片”优秀电视剧奖》
5	《感动生命》	《第 29 届（2011-2012 年度）电视剧“飞天奖”长篇电视剧三等奖》 《第十二届精神文明建设：“五个一工程”奖优秀电视剧奖》
6	《团圆》	成都电视台《2011 年度成都地区电视剧最佳期待奖》
7	《产科男医生》	2014 年中国电视剧上海排行榜品质奖 中央电视台、北京电影学院和索尼中国主办的第二届索尼”4K 杯“视频赛事第三名
8	《代号九耳犬》	2014 年江苏城市电视台年度收视第一名 2014 年 BTV 年度收视贡献奖 上海东方电影频道 2013-2014 年度收视率第二名 福建省委宣传部授予《先遣连》第十三届精神文明建设“五个一工程”贡献奖

来源：公司公告，天风证券研究所

天意影视、鹿港互联：公司重点加码互联网视频，力争打造超级网络剧

2015 年 6 月，公司与浙江天意影视签署投资收购框架协议，以现金增资方式收购天影视 51%的股权。浙江天意影视前身为浙江华谊天意影视有限公司，成立于 2006 年，由北京华谊兄弟娱乐投资有限公司 100%持股，是华谊兄弟电视剧业务四大工作室之一。收购完成后，天意影视原实际控制人吴毅先生继续负责统管公司旗下的所有影视业务。吴毅先生是业内知名电视剧制片人，代表作有《士兵突击》、《我的团长我的团》、《王大花的革命生涯》、《活色生香》等。收购后，天意影视的业绩目标是业绩目标是 2015-2017 年净利润分别不低于 2500 万、5500 万、8500 万。

天意影视剩余 49%股权的收购于 2016 年 7 月 6 日宣告终止，未来将视标的 2016 年业绩情况而决定是否重启收购。《龙珠传奇》原定开机时间为 2016 年 5 月，目前延迟至 2016 年 6 月；已经送审的《花开如梦》及处于后期制作阶段的《保镖》等新剧，由于电视台档期、送审等因素，发行时间推迟至 2016 年下半年。以上项目业绩无法确认，因此双方同意标的公司实现前次收购 51%股权时约定的 2016 年业绩承诺后，即净利润不低于 5500 万元，双方再继续展开收购天意影视 49%股权的谈判事宜。

为了更好地实施互联网影视剧的制作和发行，公司积极把握新媒体发展的重大机遇，抢占视频网站自制定制剧市场，引领超级网络剧制作潮流。2015 年 6 月 30 日，公司出资 1 亿元人民币投资设立鹿港互联网影视（北京）有限公司作为专门的影视平台公司实施互联网影视剧项目，投入不超过 9 亿元非公开发行募集资金，由吴毅先生出任鹿港互联的董事长，具体负责互联网影视剧项目的实施。鹿港互联的成立表明公司已经将互联网影视作为未来重点发展战略，加强互联网影视剧方面的投入有利于公司打造优质超级网络剧，打响鹿港文化互联网视频业务的品牌。

艺能科技：为互联网视频业务提供大数据支持

公司以 600 万元收购了艺能科技 10%的股权，艺能科技是一家影视行业互联网科技公司，借助“云”技术，基于“数据重构影视”的科技理念，在影视大数据方面自主研发了云数据、云评估、云 ERP、云制片、云卡司、淘剧等多款数据分析及应用类产品，服务于电视、电影、新媒体、金融机构等领域。依托专业的“云”技术，艺能科技专注于打造连通影视行业剧本、班底、制作、发行、经纪、采购、交易各环节的垂直数据集中平台，并于平台两翼建立金融服务和植入广告数据分析的延伸平台，形成影视行业的大数据服务平台。

艺能科技作为专注于影视行业的互联网科技公司，业务布局具有行业前瞻性，在大数据分析及应用方面经验丰富，与国内影视制作公司及播放平台建立了广泛的合作关系。公司成功收购艺能科技，将有助于拓展公司在大数据分析领域的战略布局，增强大数据技术在公司影视创作及发行过程的运用，提高互联网影视剧的创作水平及发行成功率。

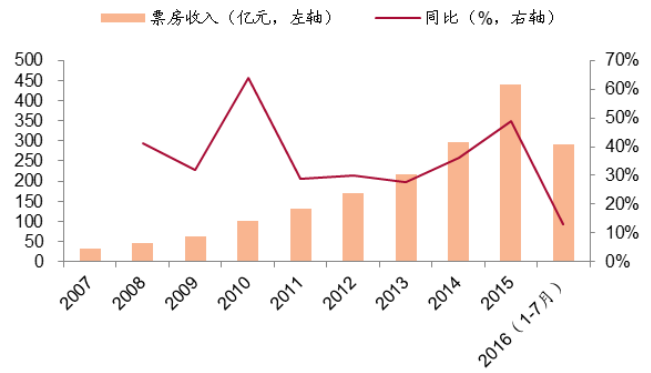
公司进军影视业务，重点打造精品影视剧&超级网络剧

电影、电视剧市场增速放缓，头部内容价值凸显

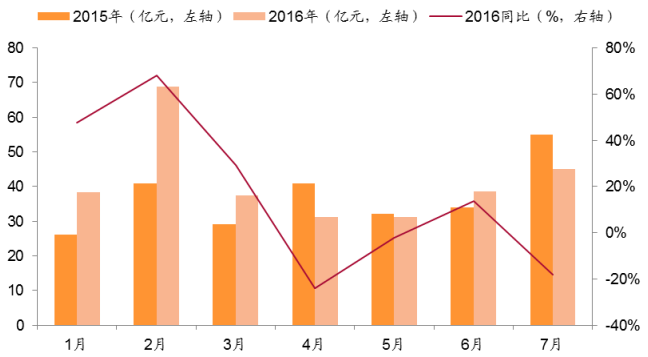
2016 年 1-7 月电影票房收入同比增长 12.87%，市场规模达到 291.2 亿元，增速放缓。进入 4 月后市场表现不及预期，票房收入下滑。7 月票房约 45 亿元，5 年来首次出现暑期负增长。尽管《美人鱼》成现象级影片，单片市场份额达 14%，但票房前 10 名中仅有 3 部国产片，整体表现平淡。院线扩张减速带来影院及银幕数增长放缓，支撑市场高速增长的动力减弱。

图表 9：2016 年 1-7 月票房收入增速放缓

图表 10：16 年 4 月以来电影市场表现不及预期

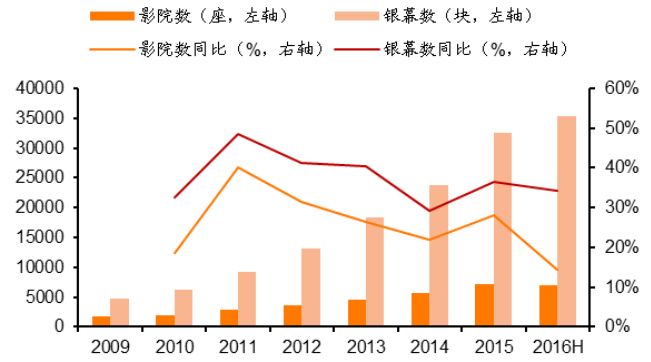


来源：艺恩咨询，天风证券研究所



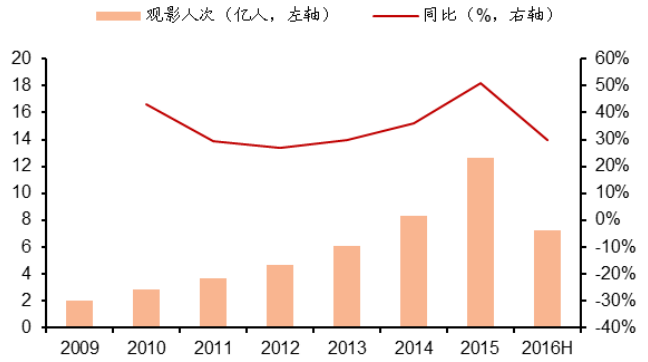
来源：艺恩咨询，天风证券研究所

图表 11：影院及银幕数增长放缓



来源：艺恩咨询，天风证券研究所

图表 12：2016 年上半年电影市场情况



来源：艺恩咨询，天风证券研究所

图表 13：2016 年上半年电影票房 Top10

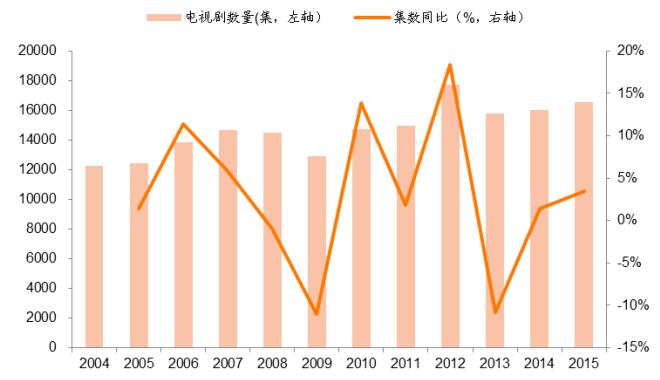
排名	电影	票房（亿元）	票房占比
1	美人鱼	33.91	14%
2	疯狂动物城	15.3	6%
3	魔兽	14.61	6%
4	美国队长：英雄内战	12.46	5%
5	西游记之孙悟空三打白骨精	12.01	5%
6	澳门风云 3	11.18	5%
7	功夫熊猫 3	10.02	4%
8	奇幻森林	9.79	4%
9	星球大战：原力觉醒	8.25	3%
10	X 战警：天启	8.01	3%

来源：艺恩咨询、天风证券研究所

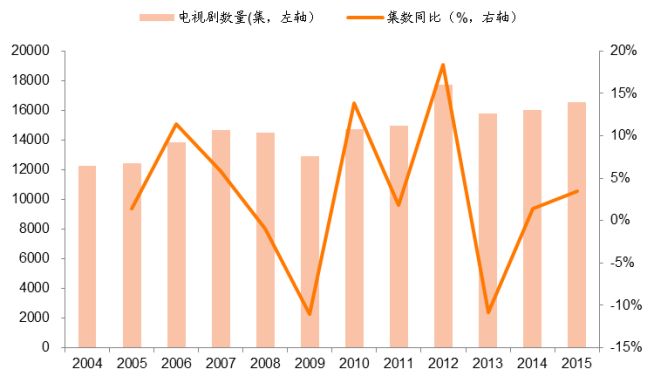
电视剧市场“量减质升”转变正在进行。在“一剧两星”和“一天两集”的调控政策影响以及网络剧等新兴媒体市场侵蚀下，2015 年国产电视剧部数创下三年内新低，同比减少 16%，集数受长剧增加影响有所上升。2005 年电视剧收视率在 3%-4%之间，而 2016 年上半年电视剧平均收视率在 1%左右，突破 2%的电视剧仅有 2 部，头部内容的流量优势也更加明显。

图表 14：电视剧部数创下三年新低

图表 15：集数受长剧增加影响上升



来源：广电总局，天风证券研究所



来源：广电总局，天风证券研究所

图表 16：2016 年上半年电视剧收视率 Top20

排名	电视剧	频道	收视率%	视频播放量（亿）
1	芈月传	东方卫视/北京卫视	3.548	93.18
2	亲爱的翻译官	湖南卫视	2.047	88.29
3	搭错车	山东卫视	1.501	15.48
4	美丽的秘密	湖南卫视	1.423	17.05
5	煮妇神探	浙江卫视	1.414	35.03
6	继父回家	山东卫视	1.399	5.84
7	解密	湖南卫视	1.317	17.64
8	少将	北京卫视	1.281	35.24
9	女医明妃传	东方卫视/北京卫视	1.236	70.65
10	天天有喜之人间有爱	湖南卫视	1.233	72.73
11	小丈夫	湖南卫视	1.216	32.7
12	寂寞空庭春欲晚	浙江卫视	1.173	44.26
13	好先生	江苏卫视	1.171	104.69
14	武神赵子龙	湖南卫视	1.14	104.73
15	欢乐颂	浙江卫视	1.09	161.38

来源：CSM、Vlinkage、天风证券研究所

行业内头部内容流量集中趋势明显，获利上升。原因在于：1）政策从严，传统电视剧龙头企业对以网络剧为主的影视内容监管更有把控力。上半年广电总局持续加强网剧和网络自制内容的监管，网台节目监管趋同是未来政策方向，中小内容生产商遭受更大冲击，内容竞争力差异更显著；2）2015 年实行的“一剧两星”政策提高内容制作商议价能力，卫视购剧价格上升；3）付费趋势已定，网络平台对头部内容需求高涨，价格大幅上升。2016 年《如懿传》在网台渠道卖出单集 1500 万元的最高价，其中腾讯视频以单集 900 万元获得独播权。在网络剧市场，爱奇艺率先推出分成制度，将网剧按季定价、评审定级，头部内容获利空间进一步放大。

图表 17：部分电视剧网络版权价格

时间	电视剧	价格/集
2017	如懿传	900 万元
2017	琅琊榜 2	800 万元
2015	武媚娘传奇	200 万元
2012	甄嬛传	30 万元
2011	步步惊心	70 万元
2011	宫锁珠帘	185 万元
2010	宫	35 万元
2009	美人心计	1 万元
2007	金婚	3000 元
2006	武林外传	1250 元

来源：中商情报网、天风证券研究所

公司重点打造精品影视剧，IP 作品即将爆发

2015 年是公司影视的品质提升年，世纪长龙和天意影视与业内知名制作人员形成长期的良好合作关系，共同拍摄的多部电视剧获得佳绩。世纪长龙制作的《天涯女人心》播出后获得 2015 年中国电视剧品质盛典观众最喜爱电视剧，天意影视出品的谍战剧《王大花的革命生涯》收视率破 2， CSM 34 平均收视率 1.85%，位居同时段黄金档收视第一。

2016 年公司有望制作完成并发行的剧目包括《路从今夜白》、《非诚勿扰》、《唐明皇》、《客家人》、《花开如梦》、《碧血黄沙》等作品，其中《路从今夜白》根据网络文学热门 IP 改编，并计划推出同名电影，是公司对文学 IP 进行影视改编的新尝试。

图表 18：2016 年电视剧投拍计划

作品	拍摄方	合作方式	合作方	进度
我和妈妈的长征	世纪长龙	主投并发行	-	2016 年 4 月 3 日首播
再见，老婆大人	世纪长龙	参投	SMG 尚世影业	2016 年 5 月 17 日首播
彭德怀元帅	世纪长龙	参投并发行	上影集团	2016 年 5 月 20 日央视一套首播
朋友圈儿	世纪长龙	参投	正栩影视、春秋影视	现场拍摄完成，进入后期制作
毕业季	世纪长龙	参投	正栩影视、康曦影业等	拟开机，预计 2017 年完成
唐明皇	世纪长龙	主投并发行	-	筹备中，预计 2017 年完成
路从今夜白	世纪长龙	主投并发行	宁波莱彼特、自在影业	筹备中，预计 2017 年完成
铁血保镖	天意影视	投资并发行 58%	国龙影业	2016 年 3 月杀青，进行后期制作
龙珠传奇	天意影视	投资并发行 60%	-	2016 年 6 月开机拍摄第 1 季，计划 4 季
碧血黄沙	天意影视	投资并发行 70%	-	剧本二稿，计划 2016 年 8 月开机
非诚勿扰	天意影视	投资并发行 70%	-	剧本修改，计划 2016 年 10 月开机
死亡战俘营	天意影视	投资并发行 70%	-	剧本修改，2016 年下半年开机备选

来源：公司公告、天风证券研究所

电影方面，公司参与投资与发行、改编自南派三叔的同名小说的电影《盗墓笔记》将于 2016 年 8 月 5 日上映。电影版由南派三叔亲自担任编剧，投入成本约 2 亿元。凭借原著庞大的读者基础、网络剧的出色表现以及优质制作保证，暑期档电影《盗墓

笔记》表现值得期待。12 月 16 日上映的动作战争题材电影《铁道飞虎》制作成本 3 亿元，成龙、王凯、黄子韬等明星加入，贺岁档表现值得期待。

图表 19：2016 年电影投拍计划

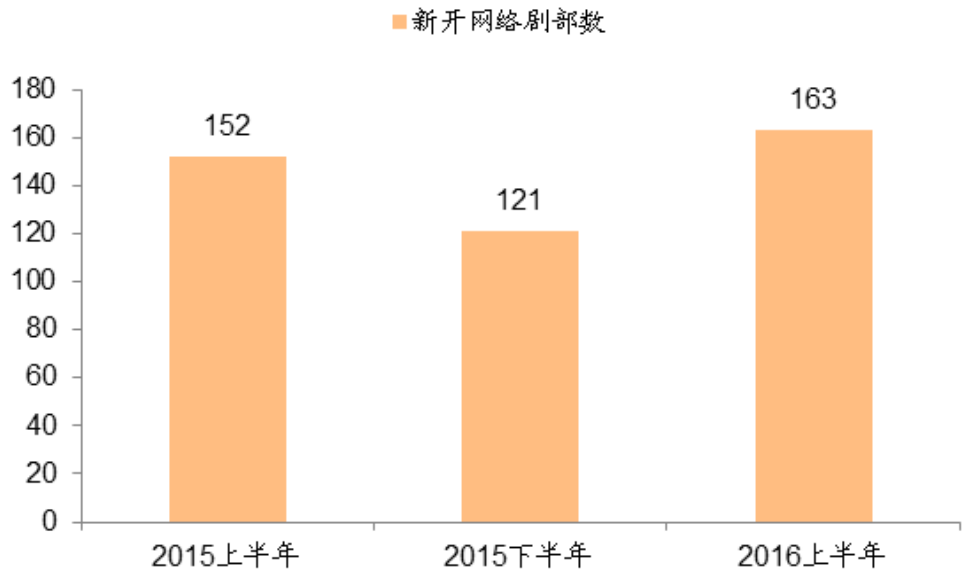
作品	拍摄方	合作方式	进度
神探夏洛克	世纪长龙	参与国内发行，制作方英国 BBC 公司	2016 年 1 月 4 日上映，票房收入 1.6 亿
盗墓笔记	世纪长龙	参投，合作包括上影集团、乐视影业、南派泛娱	2016 年 8 月 5 日上映
铁道飞虎	世纪长龙	参投，合作包括上影集团、耀莱影视、功做事影视	2016 年 12 月 16 日上映
聊斋新编系列电影	世纪长龙	主投并发行	开机拍摄中
残酷游戏	天意影视	主创并发行或参投 49%	立项申报，主创洽谈中

来源：公司公告、天风证券研究所

网络剧市场迎来爆发增长期，超级网络剧将成主流

2016 年上半年网络剧市场火爆，总体播放量达到 218 亿，同比增长 284%，新开网络剧数量增长迅速。其中独播剧、IP 剧数量增加，独播剧属性促使制作方加大投入以获取独享利益，制作质量得到保障，而最初从 IP 热潮获益的网络剧市场继续保持多数 IP 改编的路径，保证作品表现。播放量排名前 10 的网络剧中，7 部衍生自 IP，排名前 7 的网络剧均为各大平台独播。

图表 20：2016 年上半年新播出网络剧数量增加



来源：骨朵传媒、天风证券研究所

图表 21：2016 年上半年网络剧播放量排名

请务必阅读报告末页的重要声明

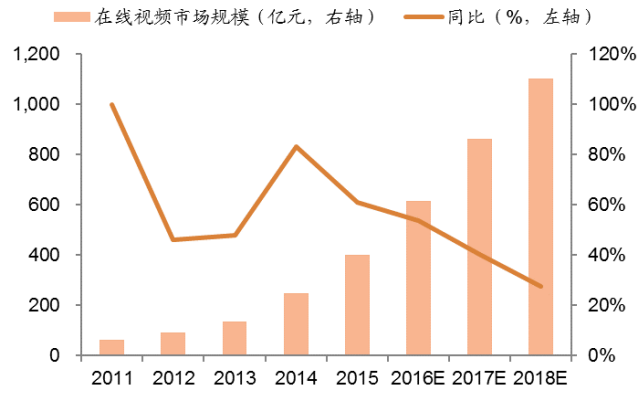
排名	网络剧	上线时间	平台	播放量（万）	版权来源
1	我的奇妙男友	2016/4/25	腾讯视频	253323	小说
2	重生之名流巨星	2016/3/24	腾讯视频	204339	小说
3	最好的我们	2016/4/8	爱奇艺	196700	小说
4	余罪	2016/5/23	爱奇艺	127600	小说
5	乡村爱情 8（下）	2016/1/12	腾讯视频	102499	原创
6	余罪 2	2016/6/12	爱奇艺	90400	小说
7	终极游侠	2016/4/28	芒果 TV	78372	原创
8	怒江之战	2016/6/17	腾讯视频	71217	小说
9	老师晚上好	2016/1/25	爱奇艺	66000	原创
10	睡在我上铺的兄弟	2016/1/17	乐视视频	52000	歌曲

来源：骨朵传媒、天风证券研究所

网络的爆发式增长得益于在线视频市场的快速发展和付费市场的崛起。2015 年中国在线视频市场规模超过 400 亿，同比增长 61.2%。在线视频市场整体规模将在未来几年保持快速增长，根据艾瑞咨询的预期，2018 年，在线视频市场将高达 1100 亿元。

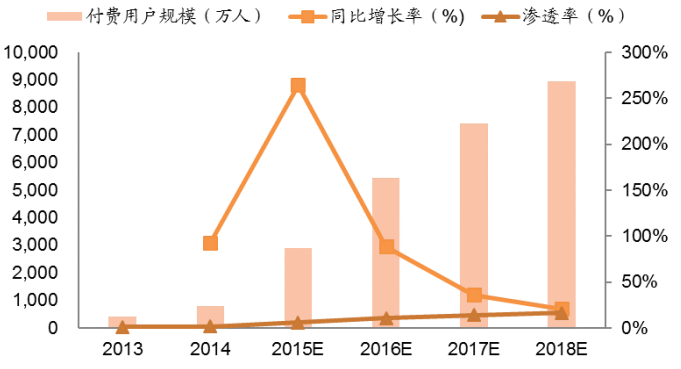
同时，随着国内知识产权保护意识加强、移动互联网发展成熟，在线视频市场的盈利模式逐渐成熟，用户付费时代的开启为在线视频市场提供了最为重要的驱动力。2015 年中国在线视频用户付费市场规模为 51.3 亿元，同比增长 270.3%，付费用户规模达到 2884.1 万人，同比增幅高达 264.1%，实现爆发性增长。付费用户服务也将成为未来在线视频企业的核心业务之一，视频内容的采购和生产，以及运营和推广都将以满足用户需求为核心，以此形成一个健康、完善的在线视频生态系统，为在线视频市场规模的壮大提供动力。

图表 22：2011 年起在线视频市场规模保持高速发展



来源： WIND，艾瑞咨询，天风证券研究所

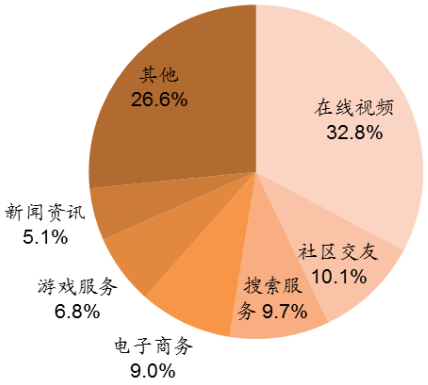
图表 23：2015 年付费用户规模爆发式增长



来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

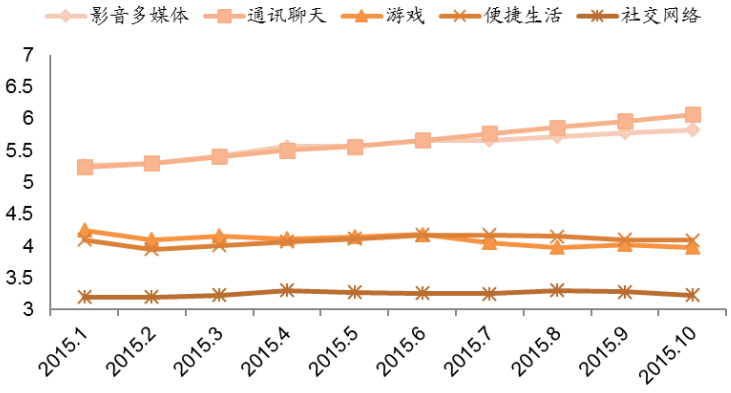
在线视频服务提供类型丰富、数量众多的视频内容及多样化服务，成为网民最为重要的娱乐休闲方式之一。在 PC 端，中国网民使用在线视频服务有效时长大幅高于其他网络服务。在移动端，2015 年 1-10 月数据显示，影音多媒体服务覆盖人数与通讯聊天服务几近持平，高达 55 亿人次。

图表 24：在线视频 PC 端使用时间排名第一



来源： iUserTracker，艾瑞咨询，天风证券研究所

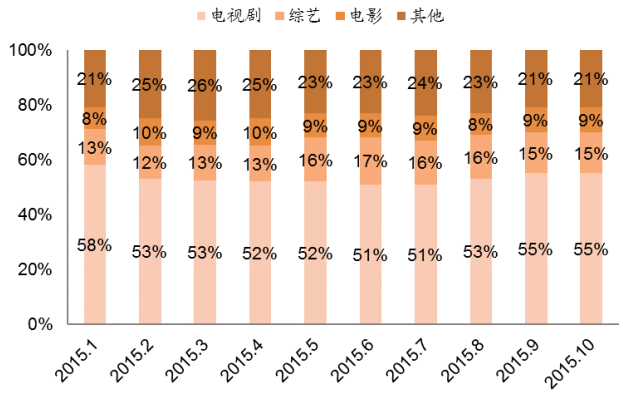
图表 25：影音多媒体在移动端覆盖人数高居榜首



来源： mUserTracker，艾瑞咨询，天风证券研究所

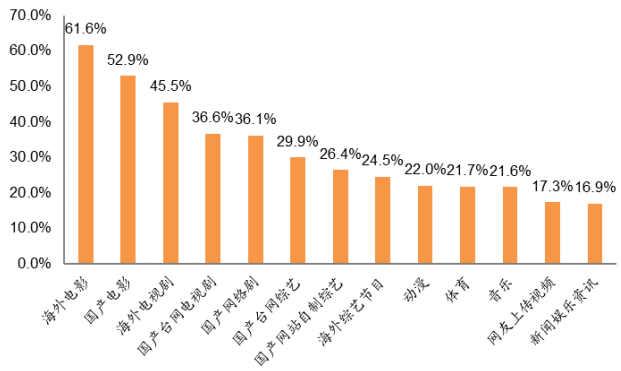
在各类型在线视频当中，中国网民观看电视剧的有效时长高于其他各类影视内容，占在线视频有效播放市场份额过半。同时，网民为国产网络剧付费意愿较高，36.1%的网民愿意为国产网络剧付费，仅次于资源稀少的海外电影电视以及制作、宣传投入庞大的国产电影和台网电视剧。

图表 26：电视剧有效时长占在线视频比重过半



来源：iVideoTracker，艾瑞咨询，天风证券研究所

图表 27：网民为国产网络剧付费意愿较高



来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

网络剧市场的爆发期已延续 2 年。2014 年是网络自制剧元年，全年制作网络剧多达 205 部，已经远超 2007 年到 2013 年间网络剧的累计制作量 169 部。2014 年 A 级剧[1]一共是 29 部，总点击 93 亿；2015 年是井喷之年，网络剧共制作 12900 集，较 2014 年增长 7.7 倍，集数上和电视剧旗鼓相当，A 级剧上升至 51 部，总点击量 229 亿左右，获得爆发式增长。同时，2015 年有 9 部网络剧进入了 10 亿俱乐部，包括《盗墓笔记》、《暗黑者 2》、《执念师》、《花千骨 2015》，以及小吉祥天的《灵魂摆渡》等，形成新兴的级别现象。

图表 28：2015 年视频网站网剧点击量排行

[1]根据网络剧数据分析平台骨朵传媒的定义，网络剧可分为 A 级、B 级、C 级，A 级点播一亿以上，B 级是一千万到一亿之间，C 级是一千万以下。

排名	片名	类型	总点击量（亿次）
1	《盗墓笔记》	悬疑/冒险	27.33
2	《花千骨》番外	穿越/言情	15.2
3	《暗黑者 2》	悬疑/犯罪	12.25
4	《屌丝男士 4》	喜剧	11.23
5	《无心法师》	民国/玄幻	10.12
6	《校花的贴身高手》	言情	9.56
7	《灵魂摆渡 2》	惊悚/恐怖	7.68
8	《他来了，请闭眼》	悬疑/爱情	6.28
9	《名侦探狄仁杰》	悬疑/喜剧	6.28
10	《心理罪》	悬疑/犯罪	5.67

来源：《腾讯娱乐白皮书 2015》（统计截至 2015 年 12 月 7 日），天风证券研究所

图表 29：网络剧与电视剧的区别

项目	网络剧	电视剧
编剧	利用大数据分析可实现编剧与拍摄同步；鉴于国内演员档期安排需要比较集中，国内网络剧依然以先编剧后拍摄为主	由于审核制度的限制，基本上限制了边拍边播的模式，基本上都是先编剧后拍摄
制作	视频网站、传统影视剧公司、新兴影视剧公司	传统影视剧公司
发行制度	备案制度，即“视频网站自审—上传广电备案—获得节目编号—播出”	审核制度
发行方式	“边拍边播”或“样片-与视频网站谈成合作-制作-上线”等需时较短的发行方式	制作完毕后，经广电总局审核取得发行许可证后发行
播放方式	以周播为主	以日播为主，每天两小时，一剧两星
渠道	视频网站	电视台为主，兼台网同步，先台后网，先网后台等
收入	版权出售、广告收入、内容收入、会员收入、衍生品收入	版权出售为主

来源：天风证券研究所整理

网络剧产业发展速度之快备受市场关注，尤其是背后资本市场的力量。2014 年以前，网络剧发展初期，草根创造团队较多，质量良莠不齐，几乎不存在大型网络剧；2014 年，小说 IP 改编作品约 20 部；2015 年，40 余部 IP 改编为网络剧；2016 年已公布的大型 IP 改编网络剧数量已超过 100。版权购买方面，目前市场热门 IP 版权价格已达到每部百万元级别，大型优质 IP 版权价格则达到每部上千万元级别。制作成本低、演员阵容、导演、美术等制作班底的选择性较为局限的普通网剧，将很难与制作成本高，大型 IP 改编、大咖上演、大投入、大制作的超级网络剧竞争，超级网络剧将成为主流。具有丰富影视制作经验的传统影视公司和国内顶级团队将陆续加入网络剧的市场竞争。除制作团队外，网络剧的其他规格也在经历升级，顶级网剧的制作成本已达到 500 万/集。

图表 30：2015 年传统影视公司与顶级制作团队的网络剧数量

公司名称	网剧部数	团队名称	网剧部数
慈文传媒	5	于正团队	5
欢瑞世纪	3	唐丽君团队	2
东阳正午阳光	2	李少红团队	1
梦幻星生园	2	郭靖宇团队	1
新丽传媒	1	樊斐斐团队	1

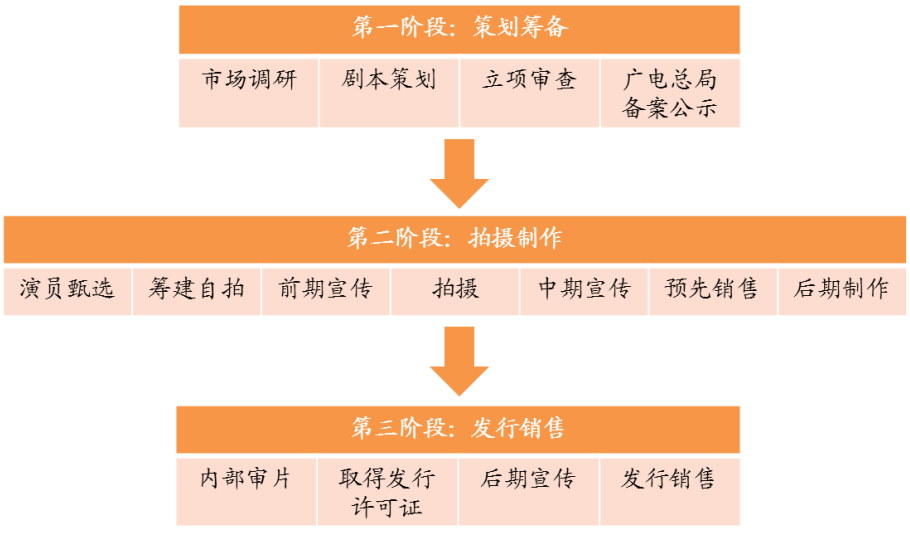
来源：《腾讯娱乐白皮书 2015》、天风证券研究所

巨额投资互联网影视剧项目，重金打造超级网络剧

2015 年 6 月，公司出资 1 亿元设立鹿港互联，作为专门的影视平台公司实施互联网影视剧项目。鹿港互联将由业内著名制片人吴毅先生出任董事长，负责互联网影视剧项目的具体推行。吴毅先生是业内知名电视剧制片人，代表作有《士兵突击》、《我的团长我的团》、《王大花的革命生涯》、《活色生香》等。2013 年 11 月底浙江华谊天意影视有限公司（天意影视前身）与华谊的合约到期，吴毅先生接手了天意影视股权，华谊娱乐投资退出。公司能成功邀请具有丰富制作经验的吴毅先生担当影视业务的总舵手，互联网影视剧项目有望加速落地。

世纪长龙、天意影视均为拥有十余年制作经验积累的专业影视公司，公司计划将上述两家公司手中拥有的超级 IP 资源及人力资源整合至该平台公司。多年积累的专业影视制作经验，结合大主创、大明星、大投入以及用户全程参与的顶配模式，为国内一线互联网影视剧平台的打造提供了充足的实力。同时，世纪长龙、天意影视旗下的《产科男医生》、《血战长空》、《我的妈妈是天使》、《士兵突击》、《末路天堂》、《我的团长我的团》、《爱上女主播》、《理发师》等众多优秀剧目曾在乐视、优酷土豆、爱奇艺、搜狐、腾讯等视频网站上播出，为视频网站带来了较多点击量，具备一定的发行资源优势和合作渠道优势，可为公司的互联网影视剧平台提供支持。

图表 31：2015 年传统影视公司与顶级制作团队的网络剧数量



来源：公司公告，天风证券研究所

近年来，大数据分析在影视行业中的运用越来越广。大数据技术可以从影视剧作品、编剧、导演、演员、出品公司、播出平台、收视率、广告主等海量数据中提取有价值信

息，比如影视题材的选择，以及观众观看的时间、地点、媒介、情节播放次数等偏好，为影视创作提供数据支持，从而制作出更符合市场需求和观众喜好的影视作品。

公司业务布局具有行业前瞻性。控股子公司艺能科技作为影视行业的互联网科技公司，在大数据分析及应用方面经验丰富，与国内影视制作公司及播放平台建立了广泛的合作关系。公司成功收购艺能科技之后，将有助于拓展公司在大数据分析领域的战略布局，加强大数据技术在公司影视创作及发行过程的运用，提高互联网影视剧的创作水平及发行成功率。

同时，公司希望借助上市公司资本平台优势，推动互联网影视业务快速发展。2015年11月7日，公司公告计划以不低于9.53元/股的发行价格，定增不超过1.06亿股，计划募集资金10亿元，其中5亿元用于超级网络剧制作及发行，目前定增已完成，项目投入运营，为公司网络剧业务提供资本支撑及加速动力。

图表 32：公司已完成10亿定增，将用于超级网络剧制作发行、内容版权采购等

序号	项目名称	募集资金拟投资金额
1	超级网络剧制作及发行	50,000
2	内容版权采购	10,000
3	资源培植与整合	10,000
4	偿还银行贷款	30,000

来源：公司公告，天风证券研究所

2016年，网络剧市场最受期待的作品，就是公司斥巨资、用超级IP打造的超级网络季播剧《新鬼吹灯之摸金符》。全部8季内容将由原著作者天下霸唱参与编导，并力邀影帝刘烨出演。除《摸金符》外，由《大唐玄笔录》改编的《墨客行》、《虚拟证人》、《隔门有眼》等网络大剧也将逐步推进。同时，公司已拥有《诡案罪》、《梁祝笑传》、《家年华》、《倩女幽魂》、《18层大饭店》等IP改编权或剧本，再加上充足的资本支持、优秀的制作班底，未来2-3年可基本确保公司的作品质量。

图表 33：2016年网友最期待的十部电视剧

名称	是否IP	类型
《鬼吹灯》	是	奇幻/冒险
《三生三世十里桃花》	是	玄幻/爱情
《幻城》	是	玄幻
《猎场》	否	都市职场
《微微一笑很倾城》	是	青春偶像
《如果蜗牛有爱情》	是	青春偶像
《锦绣未央》	是	重生宫斗
《九州》全系列	是	玄幻
《诛仙·青云志》	是	玄幻
《仙剑奇侠传五·云之凡》	是	玄幻

来源：《腾讯娱乐白皮书2015》，天风证券研究所

图表 34：2016年公司网络剧拍摄计划

作品	集数	拍摄方	合作方式	进度
摸金符	20	鹿港互联影视	投资并发行	剧本修改中，主创拟签约，预计2016 年下半年开机
墨客行	24	鹿港互联影视	投资并发行 100%	7 月杀青，转入后期制作

来源：公司公告，天风证券研究所

普通网络剧由于成本有限，在演员阵容、导演、美术等制作班底的选择上都有很强的局限性，质量参差不齐。随着在线视频市场的快速发展，网络剧出品方的资本实力得到加强，依照影视剧的高标准来生产网络剧将是长远发展之道，公司是目前少数几家斥巨资布局网络剧市场的上市公司之一，相比于其他网络剧制作商，以资本市场高效的融资渠道为优势，公司非常有希望通过切入网络剧市场奠定未来在影视剧行业的地位。

限制性股票激励计划有望调动员工积极性，利于影视业务健康发展

为推动影视业务进一步发展，公司于 2015 年 10 月 10 日公告限制性股票激励计划，目前已顺利完成，授予对象包括公司总部中层管理人员、子公司中高层管理人员、总部及下属子公司核心技术人员等人。其中，来自世纪长龙、天意影视两家影视业务子公司的高层管理人员和核心技术人员（包括吴毅等）共 21 人。限制性股票激励计划有利于绑定具有专业经验和能力的影视行业员工，为公司影视业务的发展提供重要的人力资源。

本次激励计划最长不超过 5 年，限制性股票解锁期为自首次授予日起 12 个月后三年，每年 30%、30%、40%，业绩考核目标为 2015 年至 2017 年净利润同比增长分别不低于 100%、45%和 25%，同时公司还明确了纺织业务和影视业务的激励指标。目前激励计划首批授予 152 人共 452.06 万股，授予价格为每股 5.88 元。世纪长龙 2015 年扣非净利润达 6128.48 万元（利润承诺 5858 万元），超额实现业绩承诺。

图表 35：限制性股票激励计划对纺织业务和影视业务的考核指标

板块/子公司名称	考核指标/业绩承诺
纺织板块	以 2014 年为基数，该板块 2015-2017 年扣除非经常性损益的净利润增长率分别不低于 10%、20%、30%；
世纪长龙影视有限公司	2015-2017 年经审计的扣除非经常性损益的净利润分别不低于 5850 万元、7605 万元、8000 万元；
浙江天意影视有限公司	2015-2017 年经审计的净利润分别不低于 2500 万元、5500 万元、8500 万元。

来源：公司公告，天风证券研究所

盈利预测

考虑到公司影视业务利润占比将不断提升，有望打造国内互联网影视行业龙头，仅考虑天意影视 51%并表，我们预计鹿港文化 16-18 年净利润分别为 2.11 亿元、2.72 亿元、3.21 亿元，对应每股收益分别为 0.55 元/股、0.69 元/股、0.81 元/股。参考影视类可比公司，给予 2017 年 50X 估值，对应 12 个月目标市值 136 亿元，首次给予

“买入”评级。

风险提示

网络剧政策监管风险、影视剧业务推进进度低于预期

请务必阅读报告末页的重要声明

图表 36：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	299.36	295.69	202.77	219.11	626.34
应收账款	334.17	446.06	171.79	402.20	221.60
预付账款	70.66	104.12	28.68	125.08	49.90
存货	734.57	771.52	651.80	908.00	735.74
其他	162.37	85.26	120.55	120.17	132.36
流动资产合计	**1,601.13**	**1,702.65**	**1,175.59**	**1,774.56**	**1,765.94**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	974.70	922.84	920.08	926.91	926.49
在建工程	106.21	60.98	72.59	91.55	84.93
无形资产	67.94	73.62	72.04	70.46	68.87
其他	526.01	744.79	727.53	720.77	710.90
非流动资产合计	**1,674.87**	**1,802.24**	**1,792.24**	**1,809.69**	**1,791.20**
资产总计	**3,275.99**	**3,504.89**	**2,967.83**	**3,584.25**	**3,557.14**
短期借款	488.89	614.22	59.15	141.73	0.00
应付账款	386.77	465.14	378.07	455.79	456.64
其他	460.04	421.61	308.10	515.15	365.17
流动负债合计	**1,335.70**	**1,500.97**	**745.32**	**1,112.67**	**821.81**
长期借款	23.00	82.68	0.00	4.40	0.00
应付债券	395.04	231.49	339.85	322.13	297.82
其他	7.68	6.92	7.39	7.33	7.22
非流动负债合计	**425.72**	**321.10**	**347.24**	**333.86**	**305.04**
负债合计	**1,761.42**	**1,822.07**	**1,092.56**	**1,446.53**	**1,126.85**
少数股东权益	72.21	122.57	146.09	176.31	211.99
股本	377.43	381.95	381.95	396.58	396.58
资本公积	783.91	808.05	808.05	808.05	808.05
留存收益	1,065.34	1,177.95	1,347.24	1,564.83	1,821.73
其他	-784.31	-807.71	-808.05	-808.05	-808.05
股东权益合计	**1,514.57**	**1,682.82**	**1,875.28**	**2,137.72**	**2,430.29**
负债和股东权益总计	**3,275.99**	**3,504.89**	**2,967.83**	**3,584.25**	**3,557.14**

现金流量表

单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	65.68	130.68	211.61	271.99	321.12
折旧摊销	95.95	112.22	52.74	55.79	58.62
财务费用	73.28	74.01	42.06	9.45	2.99
投资损失	-11.58	-16.71	-20.00	-20.00	-20.00
营运资金变动	116.00	-147.70	257.05	-293.12	275.86
其它	-11.31	36.77	23.51	30.22	35.68
经营活动现金流	**328.03**	**189.27**	**566.98**	**54.33**	**674.27**
资本支出	126.78	190.68	59.52	80.06	50.12
长期投资	-266.75	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-134.92	-289.84	-99.52	-140.06	-80.12
投资活动现金流	**-274.89**	**-99.16**	**-40.00**	**-60.00**	**-30.00**
债权融资	912.94	940.05	404.89	476.12	306.29
股权融资	373.72	-44.20	-42.41	5.18	-2.99
其他	-1,409.16	-955.55	-982.37	-459.29	-540.34
筹资活动现金流	**-122.50**	**-59.69**	**-619.89**	**22.00**	**-237.04**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**-69.36**	**30.42**	**-92.91**	**16.34**	**407.23**

利润表

单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**2,233.14**	**2,369.84**	**2,534.66**	**2,738.88**	**2,976.55**
营业成本	1,899.38	1,938.35	1,999.15	2,138.90	2,297.57
营业税金及附加	12.80	12.37	25.35	27.39	29.77
营业费用	82.62	90.77	96.32	104.08	113.11
管理费用	104.92	134.39	126.73	136.94	148.83
财务费用	71.25	73.61	42.06	9.45	2.99
资产减值损失	5.24	6.87	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.58	16.71	20.00	20.00	20.00
其他	-23.17	-33.42	-40.00	-40.00	-40.00
营业利润	**68.52**	**130.19**	**260.05**	**337.12**	**399.29**
营业外收入	14.41	16.95	18.65	20.51	22.56
营业外支出	2.70	2.08	2.08	2.08	2.08
利润总额	**80.22**	**145.06**	**276.62**	**355.54**	**419.76**
所得税	14.54	14.38	41.49	53.33	62.96
净利润	**65.68**	**130.68**	**235.12**	**302.21**	**356.80**
少数股东损益	6.29	12.01	23.51	30.22	35.68
归属于母公司净利润	**59.40**	**118.67**	**211.61**	**271.99**	**321.12**
每股收益（元）	0.07	0.13	0.55	0.69	0.81

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	21.09%	6.12%	6.96%	8.06%	8.68%
营业利润	284.67%	90.02%	99.75%	29.63%	18.44%
归属于母公司净利润	349.60%	99.78%	78.33%	28.53%	18.06%
获利能力					
毛利率	14.95%	18.21%	21.13%	21.91%	22.81%
净利率	2.66%	5.01%	8.35%	9.93%	10.79%
ROE	4.12%	7.61%	12.24%	13.87%	14.48%
ROIC	6.85%	9.94%	12.82%	16.63%	16.32%
偿债能力					
资产负债率	53.77%	51.99%	36.81%	40.36%	31.68%
净负债率	13.21%	32.63%	31.27%	22.68%	30.91%
流动比率	1.20	1.13	1.58	1.59	2.15
速动比率	0.65	0.62	0.70	0.78	1.25
营运能力					
应收账款周转率	8.99	6.07	8.20	9.54	9.54
存货周转率	3.36	3.15	3.56	3.51	3.62
总资产周转率	0.76	0.70	0.78	0.84	0.83
每股指标（元）					
每股收益	0.07	0.13	0.55	0.69	0.81
每股经营现金流	0.37	0.21	0.63	0.06	0.75
每股净资产	1.61	1.74	4.53	4.95	5.59
估值比率					
市盈率	183.51	91.86	22.00	17.77	15.05
市净率	7.56	6.99	2.69	2.46	2.18
EV/EBITDA	16.88	32.08	13.24	12.35	9.63
EV/EBIT	28.09	48.58	15.55	14.33	11.03

数据来源：公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)