长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

中南文化（002445）

大文化蓝图布局初成，梦工厂战略扬帆起航

2017-2-10

公司报告 | 深度报告

评级 买入 维持

当前股价： 14.91 元

报告要点

■ 转型文化传媒业，打造中南明星梦工厂

公司由于主营业务受宏观经济波动影响明显，为增强盈利的稳定性和可持续性，积极转型布局传媒业，于 2014 年 3 月收购大唐辉煌进军影视剧制作，之后又通过不断外延扩张，涉及影视剧、艺人经纪、电影、游戏、IP 资源、音乐、网剧网络电影等，不断完善大文化产业链的布局。同时为了配合转型战略，公司引入了刘春、常继红、洪涛等文化传媒业内重量级人士掌舵。转型初见成效，盈利能力增强：2015 年公司归母净利润同比增加 112.43%，2016 前三季度归母净利润同比增加 65.45%。

■ 解构影视产业链，头部 IP 和艺人资源是关键

影视剧产业链制作发行方比较分散，传统下游渠道卫视强势，购剧看重 IP 和明星；互联网视频网站的进入，优质剧目抢占激烈，精品内容制作方已经受益；随着互联网视频网站直接切入上游制作，对内容制作方依赖降低，也导致了头部 IP 争夺越发白热化。IP 剧具有流量聚集效应，头部 IP 价值凸显；我国艺人片酬飞涨，构成影视剧成本的很大部分，所以我们看好提前布局头部 IP 资源和艺人培养的公司。

■ 头部 IP 带动全产业链，培养艺人抢占稀缺资源

公司通过收购新华先锋拥有了大量的头部 IP 储备以及明星作家资源，具有很强的 IP 孵化能力，头部 IP 孵化带动公司泛娱乐布局变现落地。IP 带动影视剧、游戏开发形成资源共享和真正的联动。打造艺人阶梯培养体系，抢占稀缺人才资源，形成多层级的艺人结构：一线成熟艺人、专业影视学院学生、偶像网红，强制艺人资源制高点；与湖南卫视、芒果 TV、唱吧深度合作发挥协同作用。

■ 以人为联结整合资源，深度绑定芒果生态圈

公司与芒果通过人才资源共享整合资源建立了深度合作。芒果参与公司 3 亿定增股权紧密联系；通过签订战略合作协议，在影视综艺游戏等业务上深度对接；同时公司还是芒果文创基金 GP 股东和最大 LP。

■ 投资建议

预计公司 2016-2018 的 EPS 为 0.33 元、0.66 元、0.88 元，对应 PE 分别为 47 倍、24 倍、18 倍，给予“买入”评级。

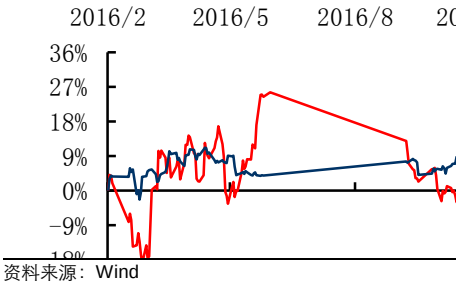
分析师 马先文
☎ 862765799815
✉ maxw@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490511060001

联系人 徐益奇
☎ （8621）68752206
✉ xuyq1@cjsc.com

联系人 杨靖凤
☎ （8621）68751636
✉ yangjf@cjsc.com.cn

公司基本数据	2017.02.09
总股本（万股）	81095
流通 A 股/B 股(万股)	63482/0
资产负债率	43.26%
每股净资产（元）	4.42
市盈率（当前）	86.76
市净率（当前）	3.38
12 个月内最高/最低价	23.30/13.58

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《牵手中国电影，助力影视腾飞》2016-12-9

《增资参股奇树有鱼，抢占网大头部市场》2016-10-21

《携手芒果传媒，推进艺人经纪》2016-9-23

风险提示：
1. 宏观经济波动对传统主营业务造成影响的风险；
2. 并购协同效应不及预期的风险；
3. 政策监管的风险。

目录

积极转型文化传媒业，打造中南明星梦工厂 5
业务转型双轮驱动，外延并购全面布局 5
配合大文化转型战略，引入业内重量级人物 6
转型初见成效，盈利能力提高 7
解构影视产业链，头部 IP 与艺人是关键 8
视频网站切入上游制作成为产业变革驱动力 8
头部 IP 长期受益需注意布局 9
看好具有头部 IP 和布局艺人经纪的公司 9
头部 IP 带动全产业链，培养艺人抢占稀缺资源 10
头部 IP 孵化带动影视游戏等泛娱乐业务变现 11
新华先锋——超级 IP 制造商&作家经纪服务商 11
大唐辉煌——国内老牌电视剧内容提供商 13
中南影业和中南红影视——电影及其衍生品开发全资子公司 17
值尚互动——网游发行运营商，布局影游联动模式 19
极光网络——知名网页精品游戏研发商 22
建立艺人阶梯培养体系，孵化培养优质明星 IP 26
收购千易志诚，抢占艺人资源培养制高点 26
介入艺术教育，从源头抢占人才 28
建立中南音乐，孵化明星 IP 29
以人为联结整合资源，深度绑定芒果生态圈 31
中南文化与芒果股权紧密联系 31
战略合作伙伴，业务深度对接 31
公司是芒果文创基金 GP 股东及最大 LP 32
投资建议 32

图表目录

图 1：主营业务占比情况（2015 年报数据） 5
图 2：中南文化股权结构（截至 2016 年 10 月末） 6
图 3：中南文化近年来毛利率情况 8
图 4：2015 年各项业务毛利率情况 8
图 5：中南文化近年来的营业收入和同比增速 8

图 6：中南文化近年来的归母净利润和同比增速.....8
图 7：影视制作产业链中头部 IP 和艺人培养是竞争格局的关键.....9
图 8：IP 具有很强的流量集聚效应.....9
图 9：2016 年 TOP3 男明星报价远超过 2013 年（万元）.....10
图 10：2016 年 TOP3 女明星报价相对与 2013 年飞速上涨（万元）.....10
图 11：以 IP 孵化和艺人资源为核心的大文化全产业链布局.....10
图 12：新华先锋的资源库有三种类型作者.....11
图 13：新华先锋曾经成功运营多部大 IP 电影.....12
图 14：新华先锋对《迷航昆仑墟》进行全 IP 运营.....12
图 15：天下霸唱新作《摸金玦》全版权收益过亿.....12
图 16：新华先锋与多家传媒公司合作共同开发天下霸唱作品.....13
图 17：大唐辉煌主要营收来源为电视剧收入.....14
图 18：大唐辉煌营业收入及增速情况（万元）.....16
图 19：大唐辉煌的归母净利润及同比增长情况（万元）.....16
图 20：目前值尚互动代理发行的游戏产品.....19
图 21：2013-2015 年值尚互动发行的主要游戏情况.....20
图 22：值尚互动代理发行的主要游戏运营数据（截止到 2015 年 7 月底）.....20
图 23：2013-2015 年值尚互动发行的主要游戏营收情况（万元）.....20
图 24：值尚互动自有的阿游平台.....21
图 25：值尚互动的业务收入主要来源于游戏代理发行.....21
图 26：值尚互动各项业务毛利率情况.....21
图 27：值尚互动营业收入及其同比情况.....22
图 28：值尚互动净利润及同比情况.....22
图 29：打造各产业共融互通的多方共赢文化生态圈.....22
图 30：混沌战域游戏图片.....23
图 31：混沌战域主要运营数据（截至 2016 年 6 月末）.....23
图 32：武神赵子龙游戏图片.....24
图 33：2016-10 至 2017-1《武神赵子龙》的开服趋势.....24
图 34：极光网络营业收入及其同比情况.....25
图 35：极光网络净利润及同比情况.....25
图 36：极光网络未来两年研发游戏的上线情况.....25
图 37：中南文化布局打造艺人阶梯培养体系.....26
图 38：千易志诚旗下艺人.....27
图 39：千易志诚与公司其他子公司的协同合作.....28
图 40：千易志诚营业收入及其同比情况.....28
图 41：千易志诚净利润及同比情况.....28
图 42：一九零五与中南文化的合作办学模式.....29
图 43：韩国娱乐公司具有一套完整艺人培训体系.....30
图 44：中南文化和最淘科技深度合作.....30
图 45：中南文化和芒果传媒业务深度对接.....31

表 1：中南文化业务转型以来的大文化产业链布局.....5

表 2：中南文化高管介绍.....7
表 3：卖出高价的头部 IP 均具有庞大的粉丝基础和点击量.....10
表 4：新华先锋的业绩承诺情况.....13
表 5：大唐辉煌电视剧在主流卫视平台获得较好成绩.....14
表 6：大唐辉煌具有资深的高管团队.....15
表 7：大唐辉煌的业绩承诺（万元）.....16
表 8：大唐辉煌即将上映和计划拍摄的片单.....16
表 9：中南影业片单.....18
表 10：武神赵子龙的运营数据.....24
表 11：千易志诚艺人 2016 年参与的作品及代言.....27
表 12：捞仔为资深音乐制作人.....29

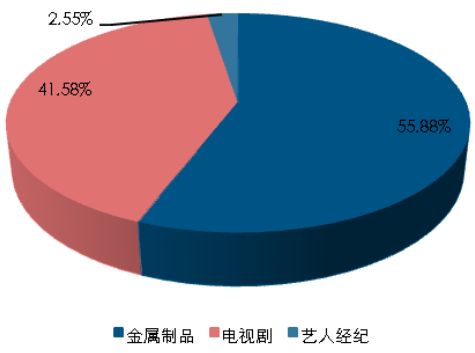
积极转型文化传媒业，打造中南明星梦工厂

业务转型双轮驱动，外延并购全面布局

目前公司主营业务主要为文化娱乐业与先进生产制造产业。2014 年之前，公司主要从事工业金属管件及压力容器的研发、生产和销售，是国内最大的工业金属管件制造商。为了调整产业结构，实现多元化发展战略，增强公司持续盈利能力，2014 年 3 月公司公布收购以电视剧的制作、发行及其衍生业务为主营业务的大唐辉煌 100%的股权，2015 年 4 月收购以艺人经纪为主营业务的千易志诚 100%的股权，转型为文化传媒+金属制造双主业驱动。

大唐辉煌 2015 年 1 月 1 日纳入合并报告，千易志诚 2015 年 7 月 1 日纳入合并报表。截止 2015 年年报数据，目前公司主营业务构成分别为金属制品 55.88%、电视剧 41.58%、艺人经纪 2.55%。

图 1：主营业务占比情况（2015 年报数据）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

自宣布转型发展以来，公司围绕“打造中南明星梦工厂”的核心战略，通过资源整合和外部并购，完善大文化产业链布局，目前已形成以文学 IP 为源头，电影、电视、音乐、游戏、衍生品等全产业链协同发展的 IP 变现模式，并通过教育、培训、经纪等业务打造完善艺人培养体系。

表 1：中南文化业务转型以来的大文化产业链布局

时间	事件	布局领域
2014年3月	收购大唐辉煌100%股权，进军传媒业	影视剧
2014年4月	设立中南文化传媒产业并购基金	文化产业基金
2014年8月	中南文化产业基金取得千易志诚增资后30%股权	艺人经纪
2014年10月	设立芒果海通基金，出资1亿元，占总出资额20%	文化产业基金
2014年12月	使用自有资金5000万元设立全资子公司中南教育	文化教育
2014年12月	中南文化产业基金取得艾企锐增资后20%股权	艺人经纪、网剧制作
2015年4月	中南文化产业基金取得首印传媒增资后20%股权	电影、广告制作
2015年4月	收购千易志诚100%股权	艺人经纪
2015年5月	成立中南影业和中南红影视文化产品开发有限公司	电影、电影衍生品
2015年7月	向卓然影业投资600万，取得增资后15%股权	影视营销及发行业务

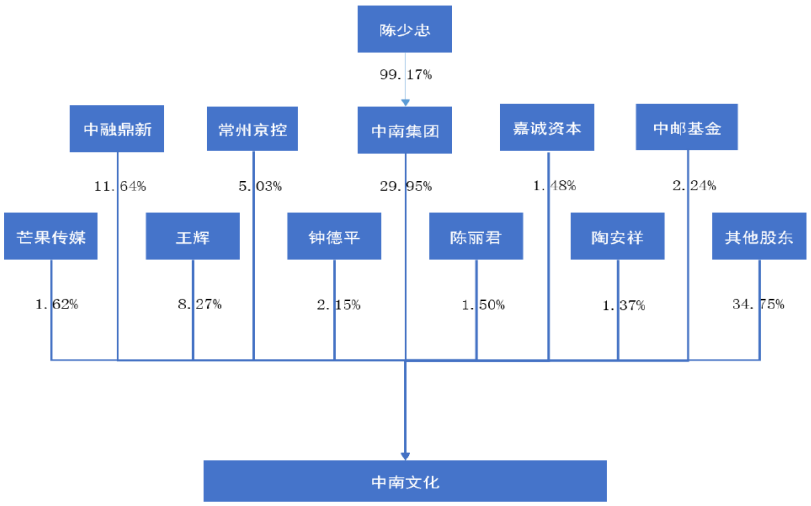
2015年10月	发起设立芒果盈通，意向投资标的是最淘科技	文化产业基金
2015年10月	收购值尚互动100%股权	移动游戏运营
2015年12月	投资设立芒果文创基金	文化产业基金
2015年12月	投资极光网络10%的股权	网络游戏研发
2016年3月	投资设立“一九零五中南红影视培训国际学院”	艺人教育
2016年4月	投资极米科技，建设内容硬件渠道相融文娱产业生态	家用智能投影领域
2016年4月	与中国著名音乐制作人捞仔签订《合作框架协议》	音乐
2016年5月	与芒果传媒签订了《战略合作协议》	文化产业基金
2016年6月	收购新华先锋100%股权	IP资源
2016年6月	与最淘科技签订了《战略合作框架协议》	音乐
2016年6月	向芒果互娱增资2000万元，占增资后芒3.33%股权	游戏
2016年8月	投资设立芒果创意孵化基金	文化产业基金
2016年9月	芒果传媒签署《战略合作协议》	大文化产业链
2016年9月	收购极光网络90%的股权	网络游戏研发
2016年10月	投资奇树有鱼1050万元获增资后3%股权	网剧和网络大电影
2016年12月	投资深度世界2000万元占增资后10%股权	VR影视娱乐
2016年12月	与中影签署《战略合作协议》	电影

资料来源：公司公告，长江证券研究所

配合大文化转型战略，引入业内重量级人物

截至 2016 年 10 月，中南集团持有中南文化 29.95%的股份，为中南文化控股股东；陈少忠持有中南集团 99.17%的股份，为中南文化实际控制人。

图 2：中南文化股权结构（截至 2016 年 10 月末）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

为进一步配合公司文化传媒转型要求，加强在文化板块的管理人才实力，提升管理水平，2016 年 5 月 25 日，公司董监高进行换届选举，董事会成员数量由 5 人增加到 9 人，公

司文化板块相关负责人和文化行业深具影响力的专家——控股子公司大唐辉煌董事长王辉和首席文化官刘春进入董事会，且不断有文化传媒业内重量级人物加入公司高管队伍，利用他们在行业内的资源和影响力，为公司转型发展带来强大助力。

2016 年 12 月 26 日洪涛接替陈少忠担任中南文化总经理，洪涛是资深影视行业人士，此前曾在幸福蓝海影视文化集团股份工作 5 年任董事和总经理，并曾先后担任东方文化周刊社编辑二部副主任，江苏广电电视节目采购部副主任，江苏广电总台影视频道总监，江苏广电石湫影视基地总经理等职务，具有多年的业内工作经验和资源。洪涛被公认为是推动幸福蓝海在创业板上市的重要人物，在职期间，他主导策划过《让子弹飞》《白日焰火》《特种兵之火凤凰》等优秀影视作品。

表 2：中南文化高管介绍

姓名	职位	任职日期	简介
洪涛	总经理	2016-12-26	曾先后担任东方文化周刊社编辑二部副主任、江苏广电电视节目采购部副主任、江苏广电总台影视频道总监、江苏广电石湫影视基地总经理、幸福蓝海影视文化集团股份有限公司董事、总经理。
刘春	首席文化官	2015-2-6	中国传媒大学硕士，长江商学院EMBA毕业，曾供职于中央电视台、凤凰卫视。在凤凰卫视先后担任助理总策划,助理台长、副台长、执行台长，同时担任凤凰北京节目中心主任。曾任搜狐公司副总裁，搜狐视频COO兼搜狐总编辑。目前在公司担任首席文化官，负责文化传媒板块战略执行
吴庆丰	副总经理	2016-5-25	注册会计师，2006年12月至2008年1月任公司财务部经理，2008年1月至今任公司财务总监。2013年11月26日至今任公司董事，2014年2月27日至今任公司董事会秘书。
陈澄	副总经理	2016-5-25	就读于北京航天航空大学，现任子公司江阴中南重工有限公司副总经理。
陈光	副总经理，董事会秘书	2016-5-25	曾任湖北日报报业集团记者，2007年至2016年4月，任中国证券报记者，北京业务总监，公司业务部主任助理等职。于2014年7月取得深交所董事会秘书资格证书。
田自强	财务总监	2016-5-25	会计师，曾任公司财务主管、财务经理

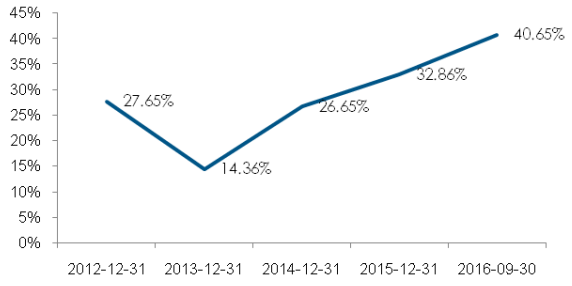
资料来源：公司公告，长江证券研究所

转型初见成效，盈利能力提高

公司原主营业务——工业金属管件及压力容器制造行业受到宏观经济波动影响较大，由于最近两三年来国内经济增速波幅明显，且国际需求有较大下降，公司所处的管件及压力容器制造行业随之受到影响，导致公司业绩波动幅度较大，影响投资者整体回报水平。为了降低经营业绩波动，增强公司持续盈利能力，公司积极转型大文化产业。

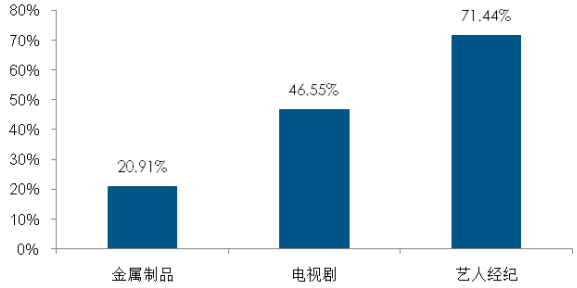
可以看到自 2015 年开始，受益于电视剧和艺人经纪高毛利率的带动，公司毛利率水平逐渐提高。

图 3：中南文化近年来毛利率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

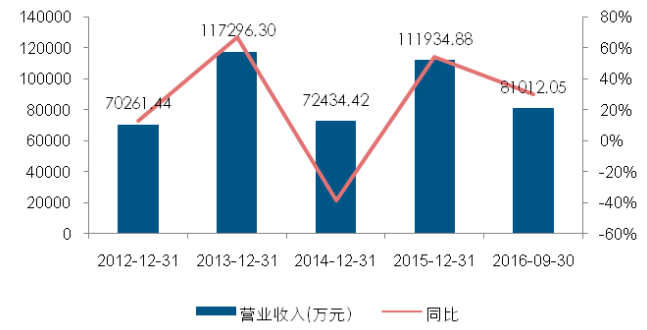
图 4：2015 年各项业务毛利率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

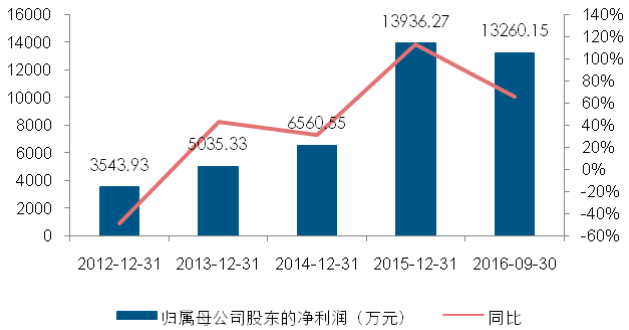
2015 年之前公司的营业收入波动明显，并购大唐辉煌和千易志诚之后，2015 年实现营业总收入 11.19 亿元，同比增加 54.53%。受益于大唐辉煌营业收入增长及合并了深圳值尚及新华先锋，公司 2016 年三季度营业收入比上年同期增加 1.89 亿元，增长 30.38%。公司近年来的归母净利润水平也在不断快速增加，整体来看转型初见成效，盈利能力有所增强。

图 5：中南文化近年来的营业收入和同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：中南文化近年来的归母净利润和同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

解构影视产业链，头部 IP 与艺人是关键

视频网站切入上游制作成为产业变革驱动力

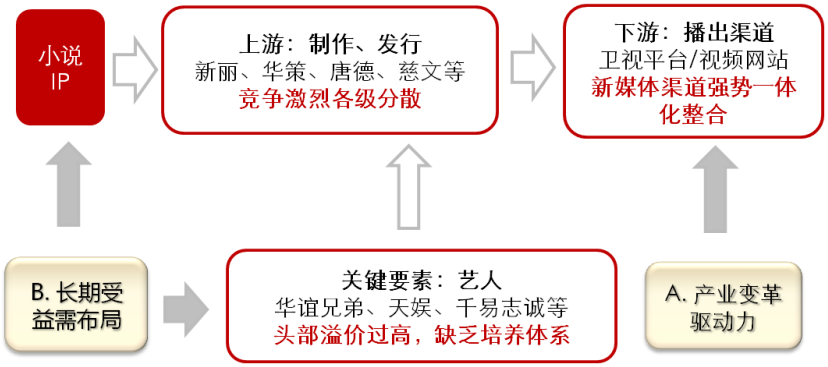
在我国影视剧产业链中，上游制作发行通常是一体化的，但是上游极度分散：参与电视剧制作的机构数量庞大，每年生产的电视剧数量众多，电视剧市场集中度较低，包括大唐辉煌在内的几家品牌认知度较高的民营电视剧制作公司，所占的市场份额总额也不足 30%。

下游播出渠道主要有两种类型：一种是传统的卫视平台，卫视平台比较强势，在购剧时为了保证自身卫视平台收视率和广告招商，通常只选择有很强卖剧能力的、收视率口碑好的艺人主演的电视剧，对于影视剧质量和演员阵容要求很高。另一种渠道是互联网视频网站，互联网视频网站这类新媒体渠道在发展初始，为了吸引点击和推行会员付费制，大量采购影视剧内容，大手笔抢占精品大制作的版权，受益的首先是精品剧制作公司以及 IP 持有者。随着视频网站格局初定，观众的付费习惯培养初见成效，视频网站竞争进入下一阶段，即直接切入上游制作环节，以降低对现有精品剧制作公司的依赖度。因此，上游制作环节竞争趋于白热化，各制作方对头部 IP 需求进一步增大。

头部 IP 长期受益需注意布局

由于头部 IP 需求不断增大，头部 IP 的拥有方将长期受益。“艺人”是影视剧收视点击率和成本控制的关键要素，拥有艺人培养体系与艺人曝光渠道的公司将具有相对优势。

图 7：影视制作产业链中头部 IP 和艺人培养是竞争格局的关键

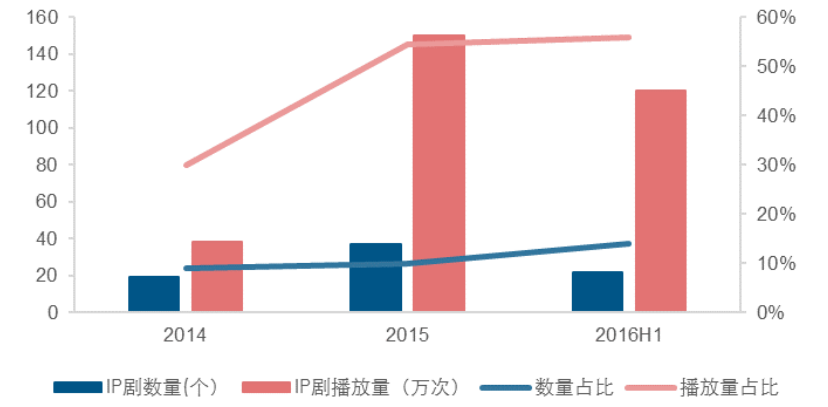


资料来源：长江证券研究所

看好具有头部 IP 和布局艺人经纪的公司

虽然 IP 剧最近受到争议颇多，但是从数据来看，IP 网络剧由于自带粉丝基础、与互联网用户高度重合等特点具有很强的聚流作用：IP 改编网络剧数量仅占 10%，但却吸引了近 60%的流量。

图 8：IP 具有很强的流量集聚效应



资料来源：骨朵传媒，长江证券研究所

在 2013 年，甄嬛传的影视改编版权价格也不过 30 万，那个时候 20 万左右就可以买到一部质量较好的网络小说版权，对于制作方来说是比较合算的，但是随着近几年 IP 争夺愈发激烈，版权费用不断飙升，一些受众较小的普通网络小说经过包装炒作成大 IP 期望卖出好身价，一时间导致市场 IP 泛滥，泥沙俱下。

但是经过市场的大浪淘沙，只有具有庞大粉丝基础、题材新颖、受众广泛的头部 IP 才能享受高溢价。

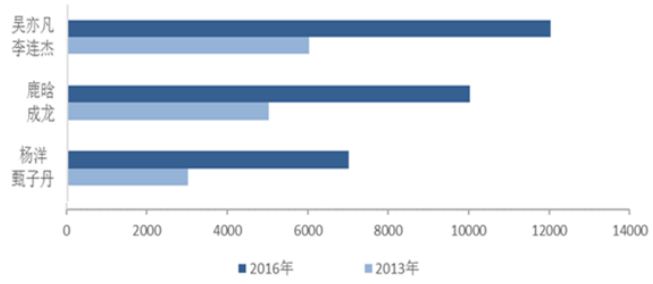
表 3：卖出高价的头部 IP 均具有庞大的粉丝基础和点击量

IP名称	影视改编版权费	百度贴吧粉丝数	点击量（官网）
盗墓笔记	1300万	347万	2103万
天下霸唱系列	过亿	120万	2500万
琅琊榜	百万级	15万	467万
花千骨	百万级	60万	367万
微微一笑很倾城	百万级	39万	397万
何以笙箫默	百万级	16万	683万

资料来源：百度贴吧，起点中文网，晋江小说网，长江证券研究所

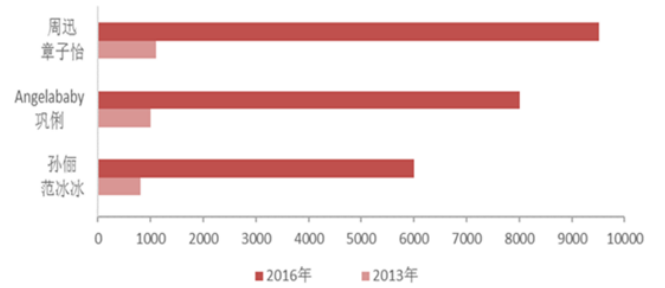
因而 IP 未来仍会是内容追逐的热点，并且只有头部 IP 才能卖出高价，看好具有头部 IP 储备的公司。

图 9：2016 年 TOP3 男明星报价远超过 2013 年（万元）



资料来源：搜狐娱乐，长江证券研究所

图 10：2016 年 TOP3 女明星报价相对与 2013 年飞速上涨（万元）

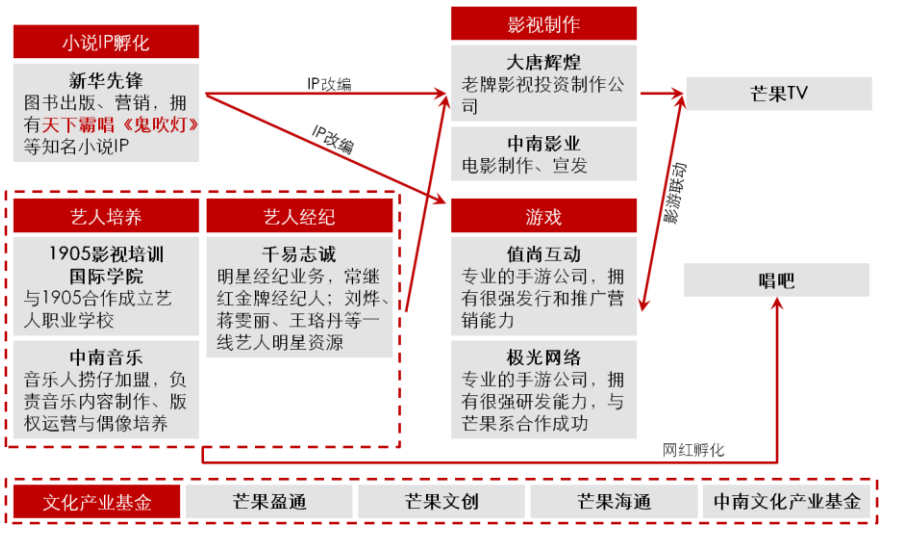


资料来源：搜狐娱乐，长江证券研究所

头部 IP 带动全产业链，培养艺人抢占稀缺资源

围绕打造大文化全产业链的战略和未来产业变革的方向，公司重点从头部 IP 和艺人经纪两方面切入布局，以头部 IP 孵化带动泛娱乐变现落地，打造艺人梯队体系抢占稀缺资源。

图 11：以 IP 孵化和艺人资源为核心的大文化全产业链布局



资料来源：公司公告，长江证券研究所

头部 IP 孵化带动影视游戏等泛娱乐业务变现

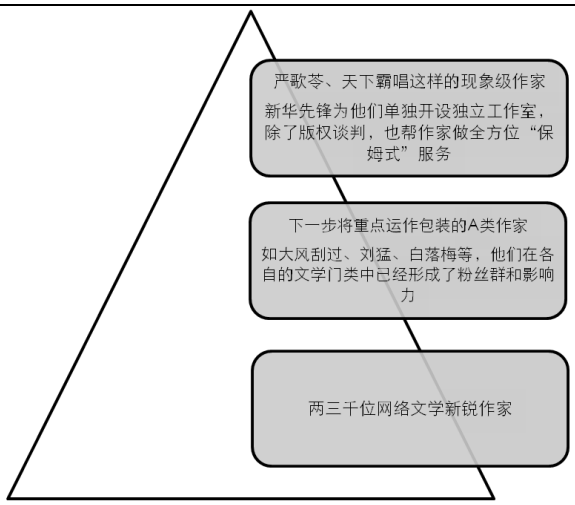
新华先锋——超级 IP 制造商&作家经纪服务商

IP 资源对于文化创意产业来说就是内容的源头，可以进行系统性、综合性地全产业链开发成游戏、影视剧、游戏、动漫、漫画、衍生产品等泛娱乐业务，实现版权效益最大化。公司收购新华先锋，一方面 IP 热可以带来大量的 IP 运营收益；另一方面，抢占文学 IP 的制高点，可获得强大的资源交换能力和泛娱乐业务的协同效应。

公司于 2016 年 6 月以 4.5 亿对价收购新华先锋 100%股权，新华先锋是目前国内少有同时具备互联网出版权（新华阅读网）、实体图书 、出版和影视改编全产业链一体化的现代新型媒互联网+公司，是除了阅文集团之外数一数二的 IP 资源库，五大民营出版机构之一。

新华先锋旗下拥有王蒙、 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以及大量网络文学新锐作家，这些新人作家也为资源库输入源源不断的新鲜血液。新华先锋根据不同类别的作家有针对性的制定 IP 运营方案，定制化差异化打造他们的作品，让更多的文学佳作以不同的形式呈现在大众面前，同时让作者获得更多的价值回报。

图 12：新华先锋的资源库有三种类型作者



资料来源：公司官网，长江证券研究所

作为业内较早推动书影 IP 联动的企业，新华先锋已成功出版天下霸唱的畅销书《摸金玦》系列、《张鸣说历史》系列、《诡案罪》系类、《连环罪》系列、《桃花债》等等，成功运营《铁梨花》、《金陵十三钗》、《让子弹飞》、《唐山大地震》、《富春山居图》等多部 IP 影视作品。

目前新华先锋储备了严歌苓、天下霸唱、刘猛、大风刮过等多位文学大咖的全版权文学作品，包括晋江纯爱文学超人气女作家大风刮过的作品《桃花债》，可媲美《甄嬛传》、《芈月传》、《武则天》等大女主剧的后宫新作《凤舞未央*吕雉传》，以及盗墓类小说鼻祖天下霸唱多部系列佳作等，大量优质的 IP 储备让新华先锋也成为发展中的 IP 帝国。

图 13：新华先锋曾经成功运营多部大 IP 电影



资料来源：公司官网，长江证券研究所

新华先锋计划把天下霸唱打造成市场号召能力最强的作家，其作品《鬼吹灯》系列改编的电影《九层妖塔》和《寻龙诀》票房合计 23 亿元，市场号召力惊人。

2016 年天下霸唱的作品《迷航昆仑墟》，电影、电视剧、网络剧和游戏等多领域全版权已经被银润传媒买断，总投资将超 10 亿。银润和优酷携手最先启动的网剧由“中国影视文学偶像教父”海岩担纲总编剧，大爆网剧《太子妃升职记》导演侣皓吉吉（海岩的儿子）出任导演，好莱坞著名导演斯蒂芬•范米尔（Stefen Fangmeier）担纲监制。

图 14：新华先锋对《迷航昆仑墟》进行全 IP 运营



资料来源：新华网，长江证券研究所

图 15：天下霸唱新作《摸金玦》全版权收益过亿



资料来源：搜狐娱乐，长江证券研究所

天下霸唱另一部超级 IP《摸金玦》（《鬼吹灯》的前传）书还未出版，就受到业内多家公司的广泛关注，《摸金玦》实现了电影、网剧、游戏、出版、数字、舞台剧、衍生品、海外发行等领域的全版权运营：电影改编版权便被中南影业以 4000 万拿下，剧版和游戏版权也早已卖出，其所有版权收益超过 1 亿。除了版税收入还有后端影视和游戏的利润分成——网剧收入 50%分成，游戏 3000 万+10%流水分成。

根据天下霸唱公布的最新商业规划，目前他已经有 28 部作品正在等待落笔，以正在创作中的《大耍儿》为例，第一部的电影和网剧版权分别以数千万价格卖给万达旗下公司，电视剧版权在大纲阶段就数千万出售给天意影业，后者曾经成功开发过电视剧《士兵突击》和《我的团长我的团》，《大耍儿》整体版权收入接近 2 个亿。

图 16：新华先锋与多家传媒公司合作共同开发天下霸唱作品



资料来源：公司官网，长江证券研究所

从财务报表来看，新华先锋具有较强的盈利能力，随着 IP 储备增多和精细化运营，预计未来利润水平会不断增加，下面是收购时新华先锋给出的业绩承诺：

表 4：新华先锋的业绩承诺情况

年度	承诺净利润	改编权、衍生权利IP开发、衍生版权产生的净利润占比	超级IP和知名IP数量
2016	3750万元	不低于50%	超级IP1-2个，知名IP5-8个
2017	4687.5万元	不低于60%	超级IP1-2个，知名IP8-12个

资料来源：公司公告，长江证券研究所

2015 年，新华先锋主营业务收入 4049.09 万元，净利润 3077.37 万元。2016 年上半年新华先锋实现销售收入为 1000 万元，2016 年公司运营的 IP 项目包括《迷航昆仑墟》、《幸福可以等》、《桃花债》、《摸金符》、《地底世界》、《大耍儿之西城风云》、《诡案罪》等，公司未来将加大科幻和历史军事小说 IP 的储备。未来新华先锋储备的 IP 资源也可以用于公司本身的影视制作板块业务和游戏研发板块业务，实现头部 IP 孵化带动影视游戏等泛娱乐业务的变现。

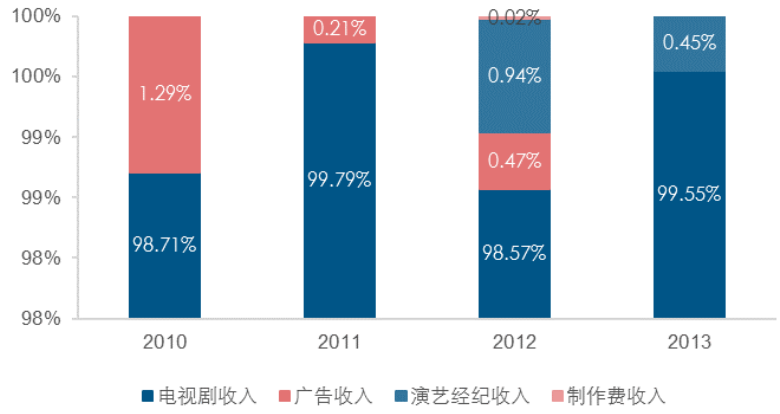
大唐辉煌——国内老牌电视剧内容提供商

为了增强盈利能力和营收的稳定性，公司决定寻找其他战略性业务发展机会，经过讨论一致认为文化传媒行业是一个比较理想的发展方向：受宏观经济影响较小，且行业发展情景广阔。因此，公司选择文化产业作为公司战略发展新的突破点，2014 年 3 月宣布以 10 亿元的对价收购大唐辉煌 100%股权，打响进军文化传媒行业的第一枪。**大唐辉煌专注于电视剧的制作、发行、投资及广告、艺人经纪等衍生业务**，已经形成了艺人经纪、工作室和电视剧业务的创作、制作协同优势，建立了以中央电视台、各省市级卫视在内的数十家电视剧播出机构为主，与新媒体、音像制品和海外发行为辅的多渠道市场发行网络的销售优势。目前大唐辉煌已经实现了工业化流水线生产和经营，从影视剧立

项，剧本撰写，拍摄，制作，发行，广告植入，艺人经纪，全面娱乐营销等各个环节，专业分工，环环相扣。

大唐辉煌的营业收入中电视剧收入占比均在 99%左右，是企业主要收入来源。除电视剧收入外，大唐辉煌还有少量从事演艺经纪及广告等衍生业务的收入。

图 17：大唐辉煌主要营收来源为电视剧收入



资料来源：公司公告，长江证券研究所

大唐辉煌具有较强的电视剧策划制作能力。大唐辉煌在电视剧策划方面建立了以市场为导向、以政策许可为原则的内部决策体系。大唐辉煌自成立以来投资制作完成的电视剧全部顺利通过广电部门的审核，基本上都曾在中央电视台或省级卫视黄金时段播出，并在中央电视台以及各省级卫视多次取得较好的收视成绩。

表 5：大唐辉煌电视剧在主流卫视平台获得较好成绩

剧目	题材	集数	收官收视率	播出频道
麻雀春天	年代悬疑	35	0.557	安徽卫视
想明白了再结婚	都市爱情	38	0.628	浙江卫视、深圳卫视
下一站婚姻	都市情感	34	0.842	北京卫视、深圳卫视
我的媳妇是女王	都市爱情	34	0.469	天津卫视、广东卫视
岁月如金	当代民生	42	0.641	安徽卫视、广东卫视
乱世书香	近代传奇	46	0.37	湖北卫视、山西卫视
欢天喜地对亲家	农村题材	35	0.501	央视八套
守婚如玉	都市情感	42	1.034	安徽卫视、天津卫视
警花与警犬	公安青春励志	44	1.035	浙江卫视、山东卫视
我的爱情撞上了战争	战争爱情	35	0.604	北京卫视、辽宁卫视

资料来源：公司官网，TVTV，长江证券研究所

大唐辉煌拥有高效精干的发行团队。经过大唐发行团队多年的专业化运作，已经与包括中央电视台、各省级卫视在内的数十家电视剧播出机构建立了良好的合作关系，公司的主要客户都是来自 CSM50 全国收视率前十的卫视平台，公司也积极与乐视、暴风等新媒体平台合作，作品也基本都实现了再新媒体的发行，也取得了良好的点击率水平，目前公司已经形成了相当完整的多层次的电视剧发行网络。

大唐辉煌拥有资深的高管团队。大唐辉煌的高管团队由实际控制人、总经理王辉，副总经理袁春雨组成，二人均具有丰富的从业经验。

表 6：大唐辉煌具有资深的高管团队

姓名	职位	简介
王辉	董事长，总经理	中国电视剧制作产业协会副会长，首都广播电视节目制作业协会副会长，中国广播影视出版社影视联盟秘书长。历任新闻部主任、副台长等职。在电视台工作期间，多次荣获中国电视奖、中国新闻奖、星光奖等。2004年创立并经营大唐辉煌至今。具有近三十年的电视剧行业经历，业内资深的影视制片人、策划人、出品人，具有较高号召力和影响力，深受同行们的认可和赞许。
袁春雨	董事，副总经理	资深影视制作人、剧作家，中国电视家协会会员。2001年加盟湖南电广传媒节目分公司，担任文学总监，分管节目策划和制作。2011年加盟大唐辉煌传媒有限公司任董事、副总经理。曾先后策划和制作了近600集电视剧，多部作品荣奖各项大奖，是业内知名制作人。出版小说有《跌倒在天堂》、《最后一枪》、《兵临城下》。

资料来源：公司官网，长江证券研究所

大唐辉煌拥有丰富的人才储备。14 名长期合作的国内知名导演、60 多名签约艺人和数十名长期合作的国内知名演员，9 名自有及长期合作的制片人/制片主任，组建了 5 个电视剧工作室。这些优秀的电视剧创作人员通过与大唐辉煌的长期合作，能较好地理解大唐辉煌的电视剧创意与所需风格，从而确保大唐辉煌电视剧作品的精良制作。

图 17：大唐辉煌具有多名知名演员

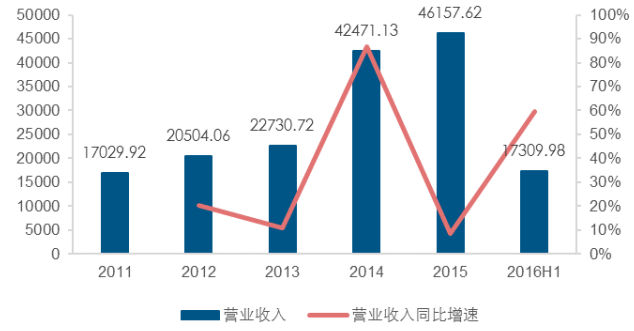


资料来源：公司官网，长江证券研究所

大唐辉煌盈利能力较强。2011、2012、2013 年的毛利率水平分别为：59.03%、55.21%、51.76%，被收购后由于中南文化另一家子公司千易志成对其在艺人上的支持，使制作毛利率较高，帮助完成剧目风格转换升级，带动江苏、浙江、东方、北京卫视就拓展业务，**单集价格提高，回款能力增强**（之前都是二三线卫视，所以应收就比较久）。最近《下一站别离》售价 300w/集给江苏、浙江卫视，加上网络与二、三轮，该剧收入在 2.4 亿左右。

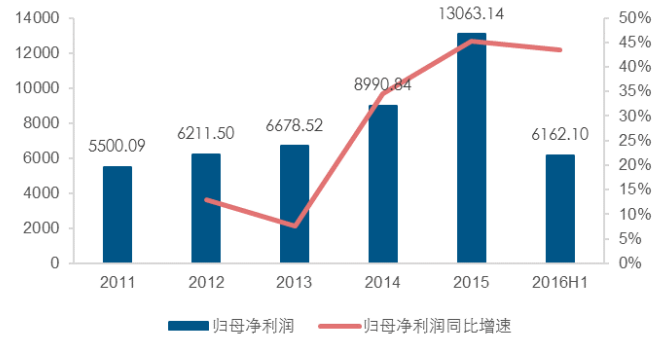
被收购之前营业收入和归母净利润保持稳健增长。2015 年大唐辉煌营收 46157.62 万元，较上年增长 8.68%；营业利润 14589.78 万元，较上年增长 27.62%；利润总额 15641.17 万元，较上年增长 24.06%；归属上市公司净利润为 13063.14 万元，同比增长 45.29%。根据 2016 年半年报数据，大唐辉煌在 2016 年上半年实现营业收入 17309.98 万元，比上年同期增加 59.59%；归属上市公司净利润 6162.10 万元，比上年同期增长 43.44%。可以看出，大唐辉煌被收购后营收和净利润增速快速提升。

图 18：大唐辉煌营业收入及增速情况（万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 19：大唐辉煌的归母净利润及同比增长情况（万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2015 年大唐辉煌基本完成了收购时的业绩承诺，预计 2016 年也基本能够完成承诺。

表 7：大唐辉煌的业绩承诺（万元）

项目	2014	2015	2016	2017
扣非归母净利润	9450	11700	14400	14873
归母净利润	10500	13000	16000	16500

资料来源：公司公告，长江证券研究所

未来大唐辉煌大唐辉煌的电视剧作品将主打精品剧、系列剧，通过打造知名 IP 剧目，提高产品的知名度和市场竞争力，从而有效提升公司账款回笼率。大唐辉煌待播出和即将投拍的电视剧如下表所示。新媒体主要由《小狐仙》系列、《垫底女团》、《柏拉图历险记》、《津门五虎》、《星球与咸猪手》等项目构成。

表 8：大唐辉煌即将上映和计划拍摄的片单

剧目	题材	集数	进度	主创团队
欢天喜地过大年	当代乡村喜剧	36	后期制作完毕	导演常晓阳、秦卫东、李菁菁主演
幸福我们在路上	当代都市	36	待播出	朱锐斌导演，王媛可、凌潇肃、王丽云主演

撕碎你的谎言（原名好妻子）	当代都市	56	已取得发行许可证	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	当代其它	40	2016年5月开机	潘镜丞导演，蒋欣、王雷主演
王城花剑阙	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	拟三季度开机	杨文军导演，胡歌、刘诗诗主演
产科医生（二）	当代都市	40	拟三季度开机	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
勇者胜	年代传奇	-	后期制作	孙文学导演，周一围、战菁一、尹铸胜主演
飞行少年	空军题材青春励志	-	即将投拍	和空军电视艺术中心合作体现“少年强则国强”的电视剧
橘子街的断货男	都市情感	-	即将投拍	讲述亲情、温情的电视剧
警花与警犬2	公安青春励志	-	即将投拍	警花与警犬第二部
南锣警探	公安题材	-	即将投拍	南锣鼓巷西城民警的故事

资料来源：公司公告，长江证券研究所

中南影业和中南红影视——电影及其衍生品开发全资子公司

2015 年 5 月 25 日，公司董事会批准使用自有资金 5000 万元人民币设立全资子公司江苏中南影业有限公司、出资 1000 万元人民币设立全资子公司江阴中南红影视文化产品开发有限公司，目的在于投资设立影视公司，进军电影行业，并深入开发电影衍生产品，完善了中南文化在影视方面的布局。

业内知名人士掌舵中南影业

曾任凤凰卫视中文台执行台长、搜狐公司副总裁，搜狐视频 COO 兼搜狐总编辑的资深媒体人刘春为中南重工首席文化官兼中南影业 CEO；常继红为公司经纪业务千易志诚董事长兼中南影业总裁，借助两人在行业内的影响力，公司快速获取了大量影投资源。目前已与数名知名导演合作，以千易志诚和新华先锋等明星和 IP 优势资源为依托，逐渐成长为影视行业具有影响力的新军。同时，中南影业的发展壮大将给公司旗下艺人经纪和游戏等相关产业带来正向推动作用。

通过股权深度绑定高端人才

（1）通过股权激励计划，刘春、常继红、王笑东、吴庆丰等公司高管入股中南影业，深度绑定核心人员与公司利益，有效地保持管理层的稳定。

（2）2016 年 7 月天下霸唱以 250 万元的价格入股中南影业，占股 5%，成为中南影业的第四大个人股东。天下霸唱在此之前已经担任中南影业首席文学官，负责帮助中南影业挑选、修改剧本，并提供内容方面的建议，中南影业的电影《追凶者也》、《我的战争》在内容创作方面也与天下霸唱有深入合作。中南影业也将重点打造天下霸唱的最新作品《摸金符之天魁玄宫》，天下霸唱方面透露，目前已经有 28 本书的出版计划，这些作品中中南影业将有优先开发权。

（3）中南影业与著名导演曹保平合资成立上海观象影业有限公司，中南影业占 51%股权。目前中南影业与曹保平导演的独家战略合作业已达成，双方将推出三部重量级影片《追凶者也》、《白麻雀》、《秦末无刀》。同时，中南影业与其它国内知名导演的战略合作也正在洽谈中。

目前，中南影业已成为集电影策划、投资、宣发一体的规模公司，打造以电影为内容龙头，以期带动电视剧、游戏、网络剧联运及衍生品设计和艺人培养。 2015 年 5 月中南影业公布了其片单计划如下：

表 9：中南影业片单

名称	影片进度	主创人员	备注
《我的战争》	2016 年 9 月 15 日上映	导演：彭顺； 主演：刘烨、王珞丹、黄志忠、杨祐宁、叶青、王龙华等。	中影主控，中南影业为联合出品方
《追凶者也》	2016 年 9 月 14 日上映	导演：曹保平； 主演：刘烨、张译、王子文等。	重要出品方
《白麻雀》	筹备中	导演/编剧：曹保平； 原著：严歌苓　主演：范冰冰	重要出品方
《秦末无刀》	筹备中	导演：曹保平；原著：祁又一	中南影业主控
《白橘子》	筹备中	导演/编剧：尹力；监制：韩三平。	中南影业主控
《摸金符》	筹备中	编剧/原著：天下霸唱。	中南影业主控
新版《跟踪追击》	筹备中	未知	重要出品方

资料来源：公司公告，长江证券研究所

已经上映的电影《我的战争》票房约 3600 万；《追凶者也》口碑良好，豆瓣评分 7.6，票房约 1.56 亿元。

瞄准互联网内容，与奇树有鱼战略合作

中南影业设立了新媒体部门，着力打造超级网剧、网络电影及超级网综项目。2016 年 8 月 17 日，中南影业与奇树有鱼在京举行战略合作发布会，**奇树有鱼是一家致力于在网络电影上进行全产业链布局的互联网内容公司** ，双方本着只做头部精品网大的原则，发布了 21 部超级片单和 7 部顶级片单以及一部神级网络大电影——《太平洋大劫杀》：改编自郭国松笔下的同名非虚构长篇小说，由著名导演高群书亲自执导，目前正开发中。7 部顶级片单，包括张涛导演的《中国超自然事件》，黄羿导演的《大破阵》，黄河导演的《拔剑吧少年》，奇树有鱼与河马动画联合开发的网大 IP，何一铮导演的《天下第一枪》和《中队崛起》，陈厦导演的《黑客法则》，柴睿辰导演的《冥日帝国》。正在开发的网综项目有《中国唱吧》。

电影衍生品方面，中南红影视目前经营管理相关人员已完成配备，衍生品开发与销售工作正有序进行。中南红影视也与中国艺术交易所签订了战略合作协议。日前公司与中国电影签订战略合作协议，将借助中国电影在影视 IP 孵化和开发、电影投资与制作等领域的优势，拓展公司在电影、游戏、艺人培养、衍生品开发等业务的综合竞争实力，从而进一步推进公司在大文化产业的布局和发展。

此外公司在在电影领域还投资了卓然影业，一家致力于影视整合营销及影视项目开发的专业影视公司，不同于传统宣传或营销公司的是拥有自己的视频团队、活动团队以及宣传团队，业务板块多样。通过投资卓然影业公司进一步向电影产业链下游的发行营销推进，不断完善布局。

值尚互动——网游发行运营商，布局影游联动模式

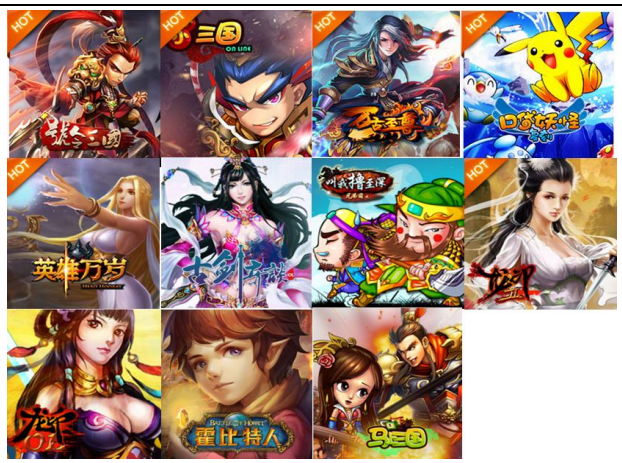
随着我国文化行业迎来跨越式发展机遇以及“影游联动”商业模式渐趋成熟，影视和游戏两大娱乐类别互相渗透、互相补充，在内容和市场推广上实现“1+1>2”的规模效应。由于网络游戏发行运营是产业链“承上启下”的重要一环，一款成功的网游往往需要发行运营商的“二次开发”才能维持良好的运营。现阶段国内的发行商运营团队总体实力明显强于单独的游戏研发团队，中小研发团队尤其在发行运营方面十分薄弱，所以公司选择先收购游戏发行运营商来布局。

2015 年 10 月中南文化宣布以 8.7 亿的对价收购值尚互动 100%股权，值尚互动主要从事移动游戏的代理发行和运营服务，旨在为游戏研发商和第三方平台渠道搭建一个快捷、精细、互利的桥梁。通过收购值尚互动：（1）公司获得优秀的网络游戏运营团队，从而在接下来在游戏产品研发团队的收购方面占据有利的位置；（2）可结合公司的 IP 资源、影视作品和明星资源深度定制网络游戏产品，运用值尚互动在网络游戏推广方面成功经验，并进一步开发网络游戏衍生产品。

值尚互动的主营业务为游戏发行运营和信息推广业务。

行业产品门类最全的研发及发行厂商。（1）为游戏研发商提供精细化运营方案；（2）为第三方平台渠道提供互惠互利的合作推广方案；（3）为游戏玩家提供良好的售后服务。形成了从发行到运营的“一站式”服务体系：游戏的引入、端口接入、本地化、市场营销、推广、支付支持及完善的客户服务等。

图 20：目前值尚互动代理发行的游戏产品



资料来源：公司官网，长江证券研究所

值尚互动拥有较为完善的产品线，无论是休闲游戏还是中重度网游均广泛布局，至 2016 年，公司已有网游运营一部、运营二部、精品单机部、精品广告部和技术研发部等多个专业部门和团队，手游产品全面覆盖了卡牌、重度 ARPG、休闲、竞速、射击、体育、策略塔防等主流游戏类型。

2013-2015 年值尚互动的主打游戏产品如下：

图 21：2013-2015 年值尚互动发行的主要游戏情况

游戏名称	代理模式	分成方式	代理时间	目前状态	运营方式
《龙印 OL》	联运代理	联合运营授权	2013.6	运营中	自主运营 第三方平台联合运营
《马上三国》	独家代理	联合运营授权	2014.2	运营中	自主运营 第三方平台联合运营
《兄弟萌》	联运代理	联合运营授权	2013.8	运营中	自主运营 第三方平台联合运营
《街头激战》	联运代理	一次性买断授权	2014.6	运营中	单机游戏

资料来源：公司公告，长江证券研究所

值尚互动代理发行的游戏产品付费情况和用户数据表现良好。

图 22：值尚互动代理发行的主要游戏运营数据（截止到 2015 年 7 月底）

游戏名称	上线时长（月）	累积玩家数（万人）	平均 MAU（万人）	目前 MAU（万人）	月均充值（万元）	月均付费用户（人）	月均 ARUP（元）
《龙印 OL》	26	335.34	10.02	2	233.58	4839	539.26
《马上三国》	16	87.57	17.19	11	128.85	2531	506.05
《叫我撸至深》	24	58.12	6.91	2.3	44.33	1125	362.48
《龙印 2》	13	67.49	3.61	8.2	100.27	1887	397
《街头激战》	13	248.17	24.4	14	164.24	158700	11.19

资料来源：公司公告，长江证券研究所

2013 年、2014 年和 2015 年 1-7 月，值尚互动代理发行及运营累计收入较大的产品共有《龙印 OL》、《马上三国》、《兄弟萌》、《街头激战》四款游戏，占前述期间值尚互动及其子公司游戏业务收入总额的比重达到 69.24%。

图 23：2013-2015 年值尚互动发行的主要游戏营收情况（万元）

游戏名称	运营模式	游戏充值	游戏消费	营业收入
龙印 OL	自主运营	2,982.69	2954.77	1,476.60
	联合运营	2,755.09	1,144.05	883.59
马上三国	自主运营	795.95	790.16	474.74
	联合运营	1,265.65	624.36	623.98
兄弟萌	自主运营	530.73	517.33	448.45
	联合运营	533.23	333.55	323.70
街头激战	单机游戏	2,170.39	1,065.39	985.25

资料来源：公司公告，长江证券研究所

作为一个优秀的游戏发行运营商，值尚互动拥有大量的合作伙伴，基本覆盖主流游戏发行平台，包括中国移动、中国联通、中国电信、豌豆荚、360 游戏中心、支付宝、91 手机娱乐等 29 个合作伙伴。此外，值尚互动还有自有的手游返利平台——阿游平台。

图 24：值尚互动自有的阿游平台



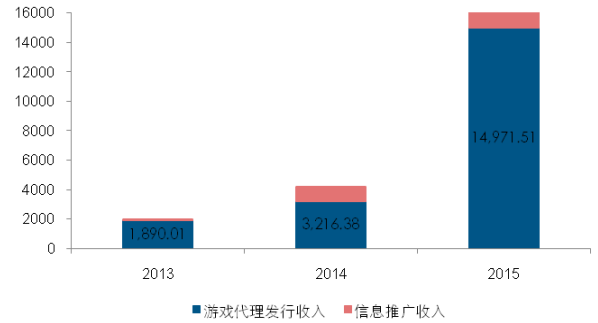
资料来源：公司官网，长江证券研究所

值尚互动的信息推广服务：通过自主运营的游戏产品或者与各大流量拥有者进行技术对接，将流量与用户接入到值尚互动的信息推广服务平台。值尚互动向用户发布/推广游戏、应用软件、移动网站等信息，当这些信息经用户接受并采纳时（如用户通过接收到的信息成功下载了某个产品或成为了某个网站/应用的用户），广告主将向值尚互动支付一定的信息推广服务费。目前，值尚互动信息推广服务的用户来源包括自有游戏用户及外部流量引入。

值尚互动的营业收入主要来源于游戏代理发行，2013、2014、2015 年游戏代理发行分成收入占比分别为 96.95%、76.85%、91.20%。随着代理发行的游戏产品表现优异、市场推广力度加大以及游戏种类的丰富，值尚互动获取的游戏分成收入持续增加。

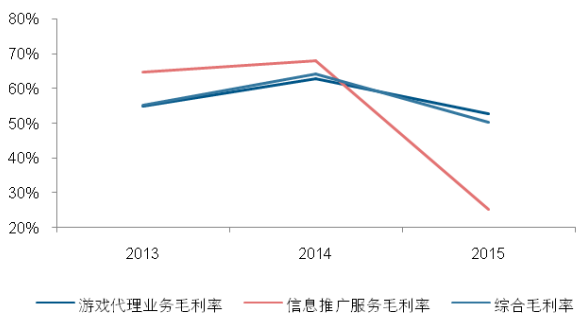
2013 年、2014 年和 2015 年，值尚互动的综合毛利率分别为 55.10%、64.09%和 50.27%，呈波动态势。相比较而言，游戏代理业务毛利率较稳定，信息推广服务由于竞争激烈毛利率水平波动很大。

图 25：值尚互动的业务收入主要来源于游戏代理发行



资料来源：公司公告，长江证券研究所

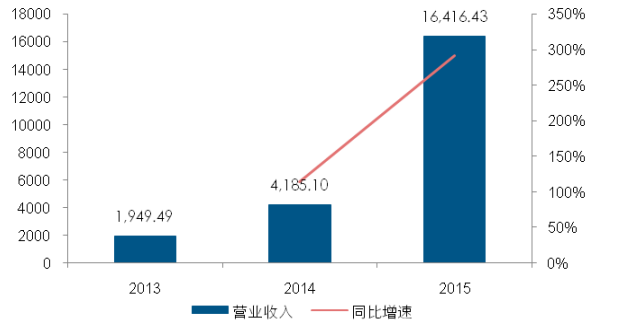
图 26：值尚互动各项业务毛利率情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

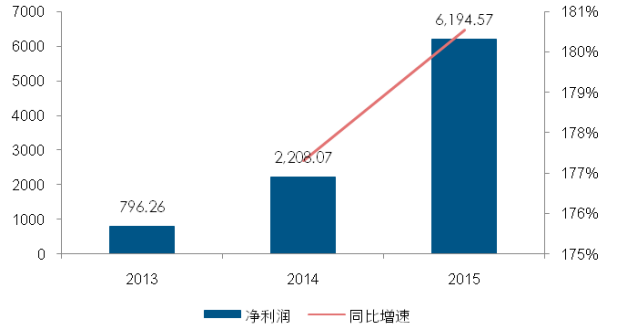
值尚互动的营业收入和净利润近三年来保持快速上升，值尚互动在 2016 年 1-6 月，实现主营业务收入 13490.96 万元，净利润 3700 万元（未审计）。被收购时值尚互动承诺，2015 年、2016 年及 2017 年三个会计年度实现的合并报表净利润分别不低于人民币 6000 万元、9100 万元及 11830 万元，2015 年业绩承诺已经兑现。

图 27：值尚互动营业收入及其同比情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 28：值尚互动净利润及同比情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

目前值尚互动一共发行 50 多款游戏，有 20 多个合作 CP。截至 2015 年 7 月底，正在运行的游戏达到 24 款，其中网络游戏 11 款，单机游戏 13 款，预计未来每月新上线 3 款网游。**头部 IP 孵化带动、影游互动体现集团协同效应的亮点是，值尚互动拥有公司 IP 游戏开发优先授权，将获得新华先锋、中南影业的优质 IP 同步手游的优先授权。**

极光网络——知名网页精品游戏研发商

为了完善公司大文化产业链布局，补齐网络游戏内容板块的产业链短板，拥有独立开发运营网络游戏的能力，公司继而于 2016 年以 6.68 亿元的对价收购了极光网络 90%的股权——其核心管理团队深耕游戏开发十余年，对页游、端游等各类游戏产品均有深入而独到的见解。

通过收购极光网络，中南文化不仅能实现中南文化在游戏板块业务的深入发展，且能够借助极光网络在 IP 开发领域的成功经验，以极光网络为基点充分撬动各业务板块释放强大协同效应，夯实上市公司以 IP 为核心的互联网文化产业运作模式。

图 29：打造各产业共融互通的多方共赢文化生态圈

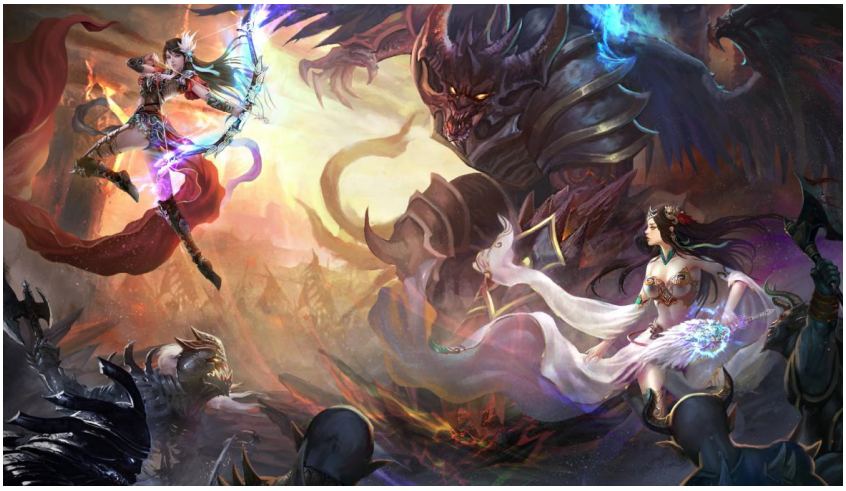


资料来源：公司公告，长江证券研究所

上海极光网络成立于 2014 年 3 月， 极光网络成功研发出《混沌战域》、《武神赵子龙》等精品游戏。极光网络游戏产品不仅在国内市场取得了良好的经营业绩，而且在台湾、越南、泰国、韩国等多个海外市场，也取得了较好的市场表现。

《混沌战域》是极光网络自主研发的第一款 MMORPG（大型多人在线角色扮演）类型游戏。游戏以盘古开天、圣贤封神为世界观，展现商末诸仙争神的宏大战争画面。同时游戏开创美人系统，为传统的 MMORPG 类型作品增添了养成类游戏的属性。目前，该游戏已在台湾、韩国、泰国和越南成功上线。

图 30：混沌战域游戏图片



资料来源：公司公告，长江证券研究所

《混沌战域》于 2014 年 10 月份上线，根据 9k9k.com 的数据，，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，游戏在 2015 年 4 月份前后达到流水高峰，月流水近 4800 万元，目前该游戏已经处于生命后期阶段。

图 31：混沌战域主要运营数据（截至 2016 年 6 月末）

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
当期充值总金额（万元）	3,556.11	35,964.22	1,341.53
期末注册玩家数量	40,940,418	40,201,098	1,661,231
月均付费玩家数量	11,451	92,617	19,764
月均活跃用户数	137,941	3,285,537	559,506
月均付费玩家 ARPU（元）	509.86	359.30	180.11
月均充值消耗比	98.41%	98.82%	94.65%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

《武神赵子龙》是由林更新、林允儿等主演的同名电视剧 IP 改编而成的一款 MMORPG 类游戏，成为影游联动的一款成功案例。游戏独创武将系统、战队系统、战旗系统、场景天气变化等创新玩法与美术设计。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（根据 TVTV

数据，湖南卫视《武神赵子龙》全剧平均收视率 1.14%，2016 年度排名第九），游戏流水爆发增长。

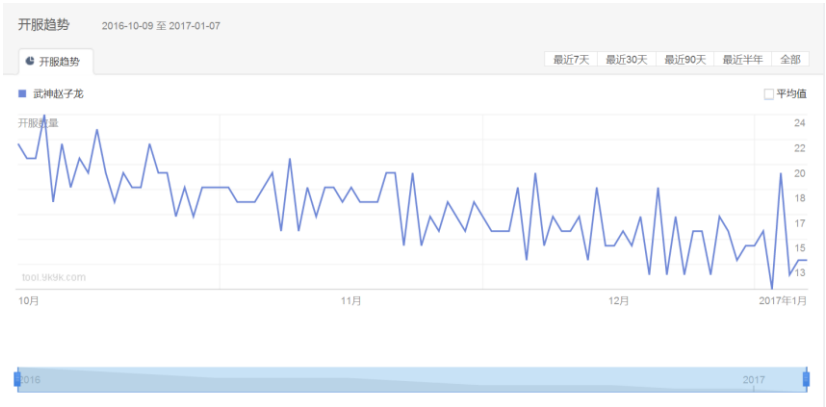
图 32：武神赵子龙游戏图片



资料来源：公司公告，长江证券研究所

根据 9k9k.com 的数据显示，2016 年 4 月至 2016 年 7 月，《武神赵子龙》开服数为 3789，在 2016 年页游排名中位列 14，成绩表现优秀。

图 33：2016-10 至 2017-1《武神赵子龙》的开服趋势



资料来源：9k9k.com，长江证券研究所

截至 2016 年 6 月，《武神赵子龙》最高月流水突破 7500 万元，表现优于《混沌战域》。

表 10：武神赵子龙的运营数据

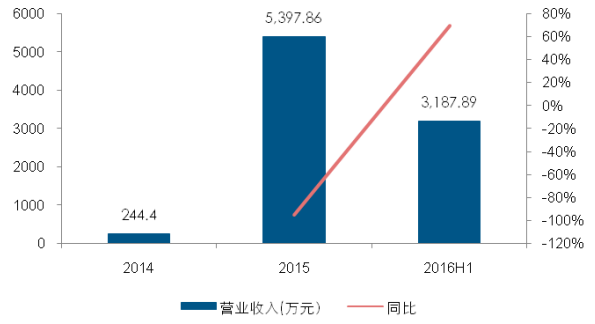
项目	2016年1-6月
当期充值总金额（万元）	19,135.08
期末注册玩家数量	24,824,435
月均付费玩家数量	211,696
月均活跃用户数	8,215,305
月均付费玩家ARPU（元）	210.06
月均充值消耗比	96.47%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

截至 2016 年 10 月末，《混沌战域》、《武神赵子龙》两款游戏的总流水分别为 41737.37 万元与 41334.29 万元，月平均流水分别为 1669.49 万元和 5166.79 万元，最高月度流水分别为 5075.18 万元和 7649.76 万元。

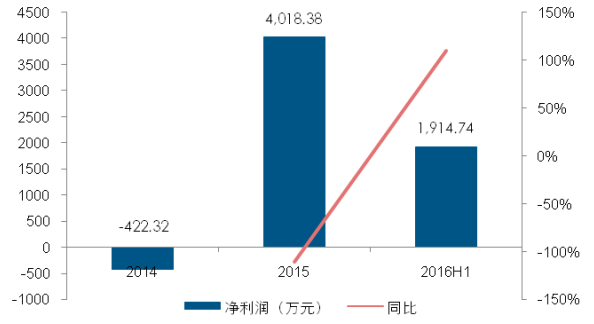
整体来看，2015 年极光网络营收和净利润大幅增长，且增长趋势较为明显，体现了较为强劲的盈利能力和较高的游戏上线成功率。

图 34：极光网络营业收入及其同比情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 35：极光网络净利润及同比情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

根据行业统计网站 9K9K.com 的数据，2015 年开服榜排名前十的页游中，前三名游戏开服数量占比达到 48.95%，页游行业内产品精品化趋势明显。在极光网络确立了“精品研发商”的市场形象后，相继取得优质的 IP，随着后期研发游戏的陆续上线，对部分游戏依赖的风险会逐步降低。

图 36：极光网络未来两年研发游戏的上线情况

序号	游戏名称	游戏来源	预计上线时间
1	绝世仙王	自研	2016 年末/2017 年初
2	西游·伏妖篇	自研	2017 年初
3	画江湖之杯莫停	自研	2017 年中
4	游戏 A	自研	2017 年末
5	游戏 B	自研	2018 年初
6	游戏 C	自研	2018 年中
7	游戏 D	自研	2018 年末

资料来源：公司公告，长江证券研究所

《西游·伏妖篇》是周星驰监制、徐克执导的 2017 年开年大戏《西游·伏妖篇》的同名页游，该部电影为 2013 年周星驰《西游·降魔篇》的续集。2013 年大年初一上映的《西游·降魔篇》上映仅 23 天票房突破 11 亿元，成为当年的年度票房冠军，创造了大量的话题热度。电影《西游·伏妖篇》作为《西游·降魔篇》的续作预计将于 2017 年大年初一上映，为了配合电影热度，《西游·伏妖篇》页游也将于电影上映同期上线运营，依托极光网络对电视剧 IP《武神赵子龙》成功改编的运作经验，该款页游有望继续取得较好业绩。

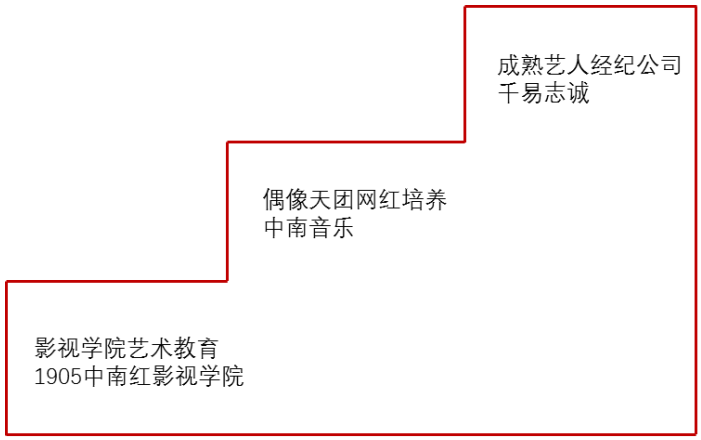
《画江湖之杯莫停》系北京若森数字科技有限公司继《侠岚》、《画江湖之不良人》、《画江湖之灵主》后推出的原创大型三维武侠动画片。截至目前，上述三部动画片在五大视频网站（腾讯、爱奇艺、优酷、土豆、搜狐）累计播放量已达 9.1 亿次、26.4 亿次及 13.8 亿次，成为了国内顶级动漫 IP 作品，作为 2016 年度大作，《画江湖之杯莫停》有望继续延续画江湖系列动画的成功。目前极光网络已经与 360 游戏共同取得《画江湖之杯莫停》的网页游戏授权，由极光网络负责游戏产品的研发、360 游戏（除腾讯、三七互娱以外最大的网页游戏发行商）负责独家发行运营。

未来极光网络每年新上线 3 款左右游戏，一款游戏的生命周期约为 2 年，未来极光网络预期将可同时发行运营 5 款左右游戏，收入将减少单一依赖性。极光网络除继续维系与三七互娱、360 游戏良好的 IP 开发合作关系外，还将借力中南文化已经建立的 IP 资源优势地位，持续改编丰富的优质 IP 游戏，提高极光网络盈利能力的可持续性。

建立艺人阶梯培养体系，孵化培养优质明星 IP

在文化创意产业，人才是核心，前面已经提到，我国目前尚缺乏完善的艺人培养体系，而电视剧是否能卖出、电影是否能卖座又很大程度上取决于明星的市场号召力，从而我国一线明星片酬飞涨，带动二三线明星的估值偏高，新人青黄不接。因而公司围绕打造“打造中南明星梦工厂”核心，大力布局艺人阶梯培养体系，为公司泛娱乐各项业务储备人才。

图 37：中南文化布局打造艺人阶梯培养体系



资料来源：公司公告，长江证券研究所

收购千易志诚，抢占艺人资源培养制高点

为了迅速切入艺人经纪领域，公司以 2.6 亿的对价收购了具有成熟艺人经纪模式的千易志诚 100%股权。**千易志诚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。**

千易志诚实际控制人常继红为艺人经纪领域金牌经纪人，作为中国第一代经纪人，常继红曾捧红过蒋雯丽、刘烨、孙俪、于娜、王珞丹、余少群等著名艺人。

目前千易志诚旗下拥有：邬君梅、刘烨、王珞丹、李小冉、张鲁一等知名艺人，并捧红了新生代影星黄轩、金马奖影后马思纯，还将资深演技派明星郭晓东收入麾下。

图 38：千易志诚旗下艺人



资料来源：公司官网，长江证券研究所

2016 年公司一线艺人刘烨、黄轩、马思纯、王珞丹、李小冉、张鲁一等均主演了数部商业表现与口碑俱佳的影视作品，并且马思纯凭借电影《七月与安生》获封金马影后。

表 11：千易志诚艺人 2016 年参与的作品及代言

电视剧	电影	综艺	代言
《芈月传》	《夜孔雀》	《星球者联盟》	盛大游戏《传奇》
《翻译官》	《我的战争》	《来吧，冠军》	伊利QQ星
《女医明妃传》	《追凶者也》	《说出我世界》	苏泊尔
《追击者》	《大轰炸》	《明星爱狗仔》	资生堂
《姐妹兄弟》	《七月与安生》	《暖暖的家》	惠普
《猎人》			宝路狗粮
《海上牧云记》			小样小乳酸
《是!尚先生》			

资料来源：公司公告，长江证券研究所

2016 年千易志诚利用一线明星资源参与 10-20 部精品 IP 大剧投资，参投的主要项目有《今生你欠我幸福》、《下一站别离》、《地狱恋人》、《北斗南箕》、《悬崖之上》、《少年》、《1937 年的爱情》、《星球者联盟》。其中《星球者联盟》为中国首档明星篮球对战励志真人秀，东方卫视播出，嘉宾有科比、刘烨、陈建州、王迅、薛之谦等。电影方面与香港著名导演彭顺合作。电视剧方面，已与导演杨亚洲合作开拍《嘿’兄弟》，由千易志诚主投主控。

依托一线艺人及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，具备优良的精品影视剧创意及策划能力。**同时旗下明星与中南文化旗下电视剧、电影及游戏公司合作人才共享，发挥协同效应提升市场议价能力。**比如大唐辉煌与千易志诚进行了首部电视剧《守婚如玉》的合作，该剧由蒋雯丽、许亚军、蒋欣主演，平均收视率约 0.9，在行业内影发很大的反响，提升了大唐辉煌在行业内的影响力。中南影业与千易志诚各出资 1300 万元投资了电影《我的战争》等。

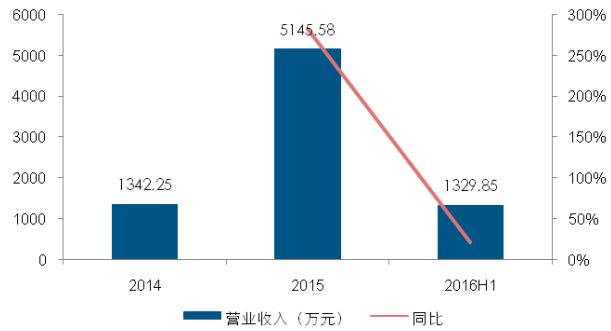
图 39：千易志诚与公司其他子公司的协同合作



资料来源：公司官网，长江证券研究所

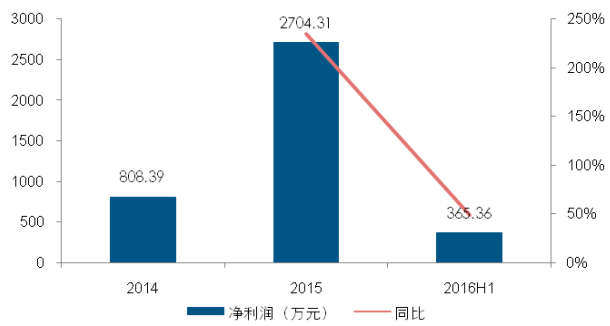
收购千易志诚时，常继红、吕威承诺，千易志诚 2015 年度、2016 年度、2017 年度归母净利润分别不低于 2600 万元、3380 万元和 4394 万元。2015 年营业收入 5145.58 万元，净利润 2704.31 万元，2015 业绩承诺兑现。2016 上半年千易志诚实现营业收入 1,329.85 万元，同比增长 21.43%；净利润 365.36 万元，同比增长 49.05%，具有较好的盈利能力和增长性。

图 40：千易志诚营业收入及其同比情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 41：千易志诚净利润及同比情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

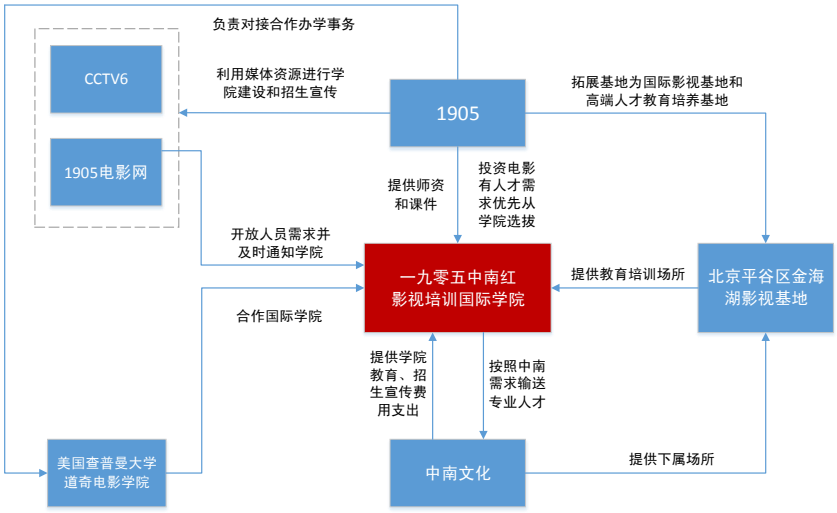
介入艺术教育，从源头抢占人才

除了直接收购成熟艺人经纪公司，公司在源头上抢占制高点，从艺人教育培养切入布局。

2016 年 3 月，公司与一九零五共同设立“一九零五中南红影视培训国际学院”。利用公司下属的北京平谷区金海湖影视基地，开展国际化影视人才的教育培训业务。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。而一九零五负责提供相关专业师资及课件。学院收益一九零五和中南文化按 4:6 的比例，每年度进行分配（其中留存 20%作为年度管理保障金）。

一九零五数字传媒科技南京有限公司是中国电影频道——CCTV6 下属的 1905 电影网旗下，专业从事电影 3D 技术、电影特效、VR、AR 数字产品的研发制作；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。

图 42：一九零五与中南文化的合作办学模式



资料来源：公司公告，长江证券研究所

一九零五与中南文化**在非学历教育培训的基础上，逐步发展至学历教育**：学院在南京艺术学院江阴学院内，主导电影学院、传媒学院教育管理，实现国际学院建设。

学院国际合作方——美国查普曼大学道奇电影学院的电影专业在全美排名第五。学校距洛杉矶仅 55 公里，利用地理之便，与世界电影中心好莱坞建立了紧密的联系，为学生提供了大量实践就业机会，经验丰富的电影从业人员也参与学院的教学工作，从而在学院与电影业之间形成了一种良性互动。学生能学到系统化的电影工业和商业的运作，不少毕业生都进入了美国六大电影公司和主要的电影制作机构。

通过与一九零五共同设立影视培训国际学院，为公司的影视剧拍摄、宣传、制作提供人才储备，与公司拟投资设立的艺术学院形成人才互补。从而进一步完善了公司在影视领域的业务布局，完善公司的品牌化、价值化生态链，有效提升公司核心竞争力。

2017 年公司将在艺人培养体系中重点发力，公司正在和四川音乐学院、武汉音乐学院商谈在师资和内容方面的合作。在艺人教育方面艺考培训发展起来会比较快，因为中国每年有大量艺考生需要通过考试考入各大学院，存在着一个很大的刚需市场，这方面的布局和并购会更加快速、市场化，见效也更快。

建立中南音乐，孵化明星 IP

2016 年 4 月，公司与著名音乐制作人捞仔（原名吴立群）共同出资 1000 万元成立中南音乐（公司出资占 85%），捞仔将担任中南音乐 CEO，任期 3 年，借助捞仔在业内丰富的资源，快速组建专业的音乐制作和运营团队，进军音乐产业。

表 12：捞仔为资深音乐制作人

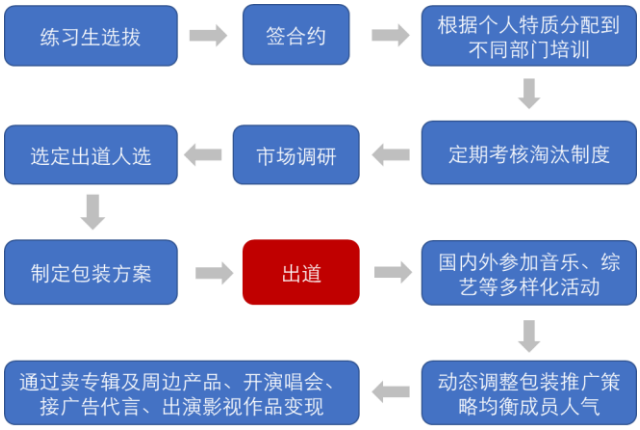
影视剧配乐作品	负责过的大型活动	创作的歌曲	合作歌手
《浪漫的事》、《家有九凤》、《香港姊妹》、《少年天子》、《君子好逑》、《关中枪声》、《故梦》、《美丽的事》、《八兄弟》、《常回家看看》、《小姨多鹤》、	2002年南宁国际民歌节音乐总监；2005年《可可西里》获得金鸡奖最佳电影音乐的提名；2008年韩红北京演唱会音乐总监；2009年齐豫演唱会音乐总监；	《爱你的人》、2012年公益短片《永远在一起》主题曲；《重逢》、2010年广州亚运会会歌；《飞雪迎春》、2006年春晚；《我	彭丽媛、刘欢、毛阿敏、孙楠、韩红、陈明、那英、林依轮、沙宝亮、谭晶等。早期发现了姚贝娜，谭维

《铁梨花》、《红娘子》、《地道英雄》、《娘要嫁人》、《新永不瞑目》、《勇敢的心》、《刀客家族的女人》、《温州两家人》、《欢乐颂》；《可可西里》、《泥鳅也是鱼》、《雪花那个飘》、《冈拉美朵》、《东风雨》、《硬汉2》、《大太阳》、《哺乳期的女人》、《警察故事2013》、《解救吾先生》、《我的战争》等。	2013年金钟奖音乐总监；2014年央视《完美星开幕》音乐总监；贵州卫视《让世界听见》音乐总监；创作了音乐剧《爱上邓丽君》、《大红灯笼》、《梁祝》等等。为《江苏省旅游宣传片》和《世博会北京馆音乐》等作曲并担任音乐总监。	心飞翔》、第六届城运会主题曲；《不再遥远》、世博会入选歌曲；《微笑》、2010年春晚；《相聚到永久》、东盟博览会会歌；《丹书铁契》、《欢乐海》、《天葬》《冈拉梅朵》	维等歌手。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

中南音乐将成为公司的造星平台，类似亚洲造星工厂韩国 SM 娱乐公司，通过艺人培训、艺人包装、艺人推广、艺人商业价值开发，建立垂直一体化的艺人培养体系，从而打造中南自己的男子、女子天团，通过高人气艺人价值的变现来获取高额回报。

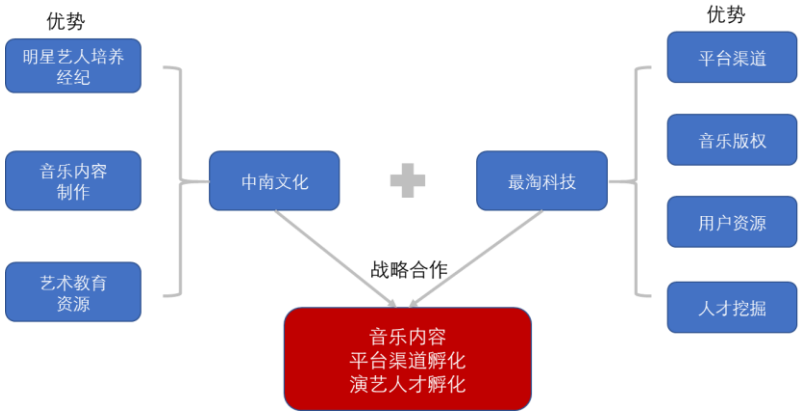
图 43：韩国娱乐公司具有一套完整艺人培训体系



资料来源：SM 娱乐公司官网，长江证券研究所

2016 年 6 月，公司与北京最淘科技有限公司签订了《战略合作框架协议》，最淘科技拥有“唱吧”及“唱吧直播间”等知名社交 K 歌手机应用平台。双方将在音乐内容、音乐及演艺人才孵化培育、平台渠道孵化营销等方面建立战略合作伙伴关系。

图 44：中南文化和最淘科技深度合作



资料来源：公司官网，长江证券研究所

中南音乐还与艺校用音乐剧、话剧的方式合作，目前正在做的有欢乐颂音乐剧。未来公司将利用成熟的艺人经纪模式、强大培养明星的能力、高质量的内容生产策划能力和演艺人才孵化体系在合适的时候切入移动视频直播领域，打造中南文化视频直播平台，从而切入大视频平台，打造公司从智能硬件到渠道，打造明星梦工厂文化娱乐产业的生态产业链平台。

因而中南音乐是公司未来在音乐产业上游资源整合、艺人开发、版权管理及内容创意研发等业务上的关键布局，成为公司打造“中南明星梦工厂”的重要支点。

以人为联结整合资源，深度绑定芒果生态圈

中南文化在转型布局大文化产业链时便不断与芒果有合作，共同成立了三只产业基金，与芒果各个子公司建立了多项战略合作、业务生态深度对接，芒果参与公司定增股权联系紧密。以人才为紧密连接，中南文化期望做造星平台，可以用影视内容和芒果的体系去培养新人，芒果也可以获得源源不断的内容输入。

中南文化与芒果股权紧密联系

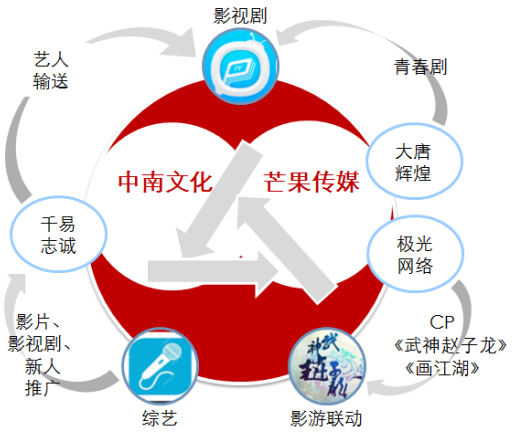
在公司收购值尚互动 100%股权时，芒果传媒用约 3 亿的资金参与发行股份募集配套资金，定增价格为 22.80 元/股，目前增发价格倒挂。

战略合作伙伴，业务深度对接

通过与芒果传媒签订战略协议，保证了公司未来 3-5 年不用寻找新业务方向，只需要调整内部经营，与芒果更好地发挥协同效应。

公司和芒果在业务方面深度合作。综艺是芒果的强势特色，可以很好地助力千易新艺人的推广；影视剧网剧方面，芒果一直在大力发展自制剧，千易志诚可以提供导演和艺人资源，大唐辉煌强化青春偶像团队的力量来制作做青春偶像剧，适应芒果电视台和芒果 TV 的风格；影游联动方面，新收购的极光网络与芒果曾经合作成功，配合湖南卫视电视剧《武神赵子龙》的研发了同名游戏，电视剧大热且游戏表现也十分亮眼。随着公司投资芒果互娱——湖南广播电视台旗下唯一的游戏 IP 出口以及游戏制作和发行公司，可增强公司在游戏领域的业务布局，进一步完善公司以 IP 开发为源头的生态链条，更好地发挥与芒果体系的协同。

图 45：中南文化和芒果传媒业务深度对接



资料来源：公司官网，长江证券研究所

公司是芒果文创基金 GP 股东及最大 LP

2014 年 10 月 10 日，公司与芒果传媒、海通开元、厦门建发四方拟共同发起设立产业基金海通芒果，公司作为 LP 出资 1 亿占 20%，芒果占 30%，海通开元占 10%，剩下部分向其他投资者募集。通过该产业基金整合社会资本与智力资源，综合运用多种资本运营手段，围绕以原创内容研发为核心的综艺节目、音乐、电影、电视剧、游戏、移动互联网应用等传播创意进行投资，同时布局互联网和移动互联网发展的新媒体行业、网络文化产业、数字杂志业、数字报纸业、数字广播业、数字电影业等媒体产业及其他行业中具有发展潜力的企业，为投资人获取满意的经济回报。

2015 年 8 月，公司以自有资金投资由海通芒果作为普通合伙人与芒果传媒、快乐购三方拟共同发起设立芒果盈通，公司占总出资额的 39.2044%，芒果盈通的意向投资标的是北京最淘科技有限公司，北京最淘的主要运营产品为“唱吧”及“唱吧直播间”等。

2015 年 12 月，公司与芒果传媒、易泽资本三方共同作为发起人，发起设立芒果文创，公司作为 LP 出资占 50.4%，芒果文创未来主要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。

2016 年 8 月，公司与厦门壹启、芒果传媒、快乐阳光、西藏泰富五方拟共同发起设立芒果创意孵化基金，公司作为最大的 LP 占总出资额的 39.6825%。该基金投资以原创内容研发为核心的创意视频项目，挖掘优质原生创意 IP 内容资源，孵化优质视频节目创意和内容，储备内容生产资源，为优质的节目创意和内容嫁接资金和渠道资源，确保芒果生态圈在视频内容创新、节目模式研发的行业领先地位。

投资建议

预计公司 2016-2018 的 EPS 为 0.33 元、0.66 元、0.88 元，对应 PE 分别为 47 倍、24 倍、18 倍。考虑到公司：（1）大文化产业链布局基本形成，今年收购的子公司陆续并表将带来营收和利润的提升；（2）以人才为联结各板块资源，深度绑定芒果生态圈，各项泛娱乐业务深度整合发挥协同作用（3）明年公司投资收益会比较高，极米科技等项目基金即将退出。综合以上给予公司“买入”评级。

风险提示：

传统主营业务收到宏观经济波动业绩下滑的风险；并购整合不及预期的风险；政策监管的风险。

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1119	1304	1651	2097
增长率(%)	55%	17%	27%	27%
归属母公司所有者净利润（百万元）	139.4	269.6	530.9	715.5
增长率(%)	112%	93%	97%	35%
每股收益(元)	0.172	0.332	0.655	0.882
净资产收益率（%）	6.5%	11.1%	18.0%	19.5%
每股经营现金流（元）	0.24	0.01	0.22	0.29

财务报表及指标预测

利润表（百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	**1119**	**1304**	**1651**	**2097**
营业成本	752	743	829	988
毛利	**368**	**561**	**822**	**1109**
%营业收入	32.9%	43.0%	49.8%	52.9%
营业税金及附加	8	9	11	15
%营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	77	91	116	147
%营业收入	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用	81	104	132	168
%营业收入	7.2%	8.0%	8.0%	8.0%
财务费用	31	50	-50	-50
%营业收入	2.8%	3.8%	-3.0%	-2.4%
资产减值损失	21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-7	0	0	0
营业利润	**143**	**306**	**613**	**830**
%营业收入	12.8%	23.5%	37.1%	39.6%
营业外收支	18	10	10	10
利润总额	**161**	**316**	**623**	**840**
%营业收入	14.4%	24.3%	37.7%	40.0%
所得税费用	22	47	93	126
净利润	139	269	530	714
归属于母公司所有者的净利润	**139.4**	**269.6**	**530.9**	**715.5**
少数股东损益	0	-1	-1	-2
EPS（元/股）	**0.17**	**0.33**	**0.65**	**0.88**

现金流量表（百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流净额	**195**	**10**	**175**	**235**
取得投资收益	0	20	30	40
长期股权投资	-197	-120	-150	-150
无形资产投资	0	-1	-1	-1
固定资产投资	-19	-65	-83	-105
其他	-37	0	0	0
投资活动现金流净额	**-252**	**-166**	**-204**	**-216**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	162	0	0	0
银行贷款增加（减少）	33	169	14	-24
筹资成本	63	-50	50	50
其他	-129	0	0	0
筹资活动现金流净额	**129**	**119**	**64**	**26**
现金净流量	**73**	**-37**	**35**	**45**

资产负债表（百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	168	130	165	210
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	939	1255	1589	2018
存货	629	603	672	800
预付账款	190	187	208	248
其他流动资产	6	7	9	12
流动资产合计	**2043**	**2313**	**2810**	**3502**
可供出售金融资产	106	106	106	106
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	107	237	406	574
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	811	836	876	934
无形资产	98	94	90	87
商誉	611	611	611	611
递延所得税资产	31	0	0	0
其他非流动资产	-151	-151	-151	-151
资产总计	**3655**	**4046**	**4748**	**5662**
短期贷款	758	927	940	916
应付款项	384	265	296	352
预收账款	109	130	165	210
应付职工薪酬	14	21	23	27
应交税费	7	14	25	34
其他流动负债	201	207	238	287
流动负债合计	**1472**	**1564**	**1687**	**1826**
长期借款	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	**1492**	**1584**	**1707**	**1846**
归属于母公司	2151	2420	2951	3667
少数股东权益	12	11	10	8
股东权益	**2163**	**2432**	**2961**	**3675**
负债及股东权益	**3655**	**4016**	**4668**	**5522**

基本指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
EPS	0.172	0.332	0.655	0.882
BVPS	2.65	2.98	3.64	4.52
PE	91.77	47.44	24.09	17.87
PEG	1.27	0.65	0.33	0.25
PB	5.95	5.28	4.33	3.49
EV/EBITDA	58.54	33.90	22.25	16.26
ROE	6.5%	11.1%	18.0%	

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于市场
	中　　性：	相对表现与市场持平
	看　　淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对大盘涨幅大于 10%
	增　　持：	相对大盘涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对大盘涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对大盘涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（ 100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。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。