

当代东方 (000673.SZ)

综合传媒行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

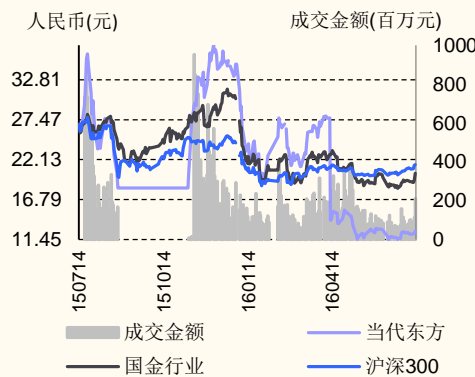
市场价格 (人民币): 12.62 元

目标价格 (人民币): 17.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	414.89
总市值(百万元)	10,011.89
年内股价最高最低(元)	37.40/11.45
沪深 300 指数	3282.87
深证成指	10853.56



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	-0.003	0.282	0.277	0.368	0.446
每股净资产(元)	0.05	5.31	5.87	6.55	7.45
每股经营性现金流(元)	-0.05	-1.25	0.92	0.61	0.04
市盈率(倍)	-5,638.22	123.87	45.62	34.28	28.32
行业优化市盈率(倍)	67.27	133.67	112.42	112.42	112.42
净利润增长率(%)	N/A	N/A	98.14%	33.11%	21.03%
净资产收益率(%)	-5.18%	5.31%	9.51%	11.35%	12.08%
总股本(百万股)	208.08	393.08	793.33	793.33	793.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **收购盟将威, 完成对影视行业内容布局。**公司 2015 年完成对东阳盟将威影视文化有限公司 100% 股权的收购, 盟将威主要从事电视剧的制作发行及衍生业务, 2015、2016 年承诺业绩为归母净利润不低于 1.35 亿元和 2 亿元, 曾投资制作电视剧《活色生香》、《王大花的革命生涯》、《花开如梦》、《精忠岳飞》等; 电影作品《太平轮》、《匆匆那年》、《北京遇上西雅图之不二情书》等。完成对盟将威的收购后, 公司完成了在影视内容环节的 1.0 布局。
- **开启线下渠道布局, 拥有两块院线牌照+产业并购基金。**目前, 公司通过收购中广院线 30% 的股份和华彩天地 51% 的股份, 已经获得两块院线牌照; 同时拟成立院线投资基金, 基金总额不低于 10 亿元, 用于开展海内外优质院线、影院资产的投资、并购、新建、与产业整合。公司在院线布局方面将利用双院线牌照做市场细分, “加盟+自建+改造” 并举。中广院线全国院线牌照与华彩天地的市场化运作将形成互补, 使得公司在不同城市分层次建设影院, 以达到快速扩张的目标。
- **院线渠道下沉, 二线及以下城市观影人次增长将带动渠道发展。**2015 年, 新增影院 1400 余家, 新增银幕超过 8000 块, 全国累计银幕超过 3 万块。目前二线城市和三线及以下城市观影频次 2015 年前三季度分别为 1.6 次和 0.5 次, 随着居民在文化娱乐领域消费占比的提升, 以及 80 后、90 后人群消费能力的提升, 观影人次还有很大的提升空间, 将带动银幕数和上座率的提高, 促进渠道的发展。

投资建议与估值

- 预计公司 2016E、2017E、2018E 归母净利润为 2.19 亿、2.92 亿、3.54 亿; 公司 2015 年度进行权益分配每 10 股转增 10 股, 股份摊薄后, 2016E、2017E、2018E, 对应 EPS 为 0.277 元、0.368 元、0.446 元, 根据申万行业划分, 影视动漫类公司 2016E PE 中位值为 50 倍, 考虑到公司目前市值较小, 并且 2016 年其线下渠道布局将全面开启, 2017 年银幕数量和质量上将有较大的提高; 同时, 公司对于院线渠道的布局, 将完善其影视产业链, 与内容制作和投资形成协同效应。给予公司 17 元目标价, 对应 61X16PE, 给予“买入”评级。

风险

- 影视行业政策风险; 院线并购不达预期。

常兆亮 联系人
(8621)60935529
changzhaoliang@gjzq.com.cn

王泽佳 联系人
(8621)61038324
wangzj@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

内容目录

公司发展历程—文化产业转型之路	4
收购盟将威，完成影视产业内容布局	4
开启影视领域 2.0 时代，全面布局“内容+渠道+衍生”	5
影视与版权投资——国际化、精品化	6
电影市场高速增长，精品内容票房号召力持续增加	6
电视剧市场去粗放，精品剧迎发展	7
内容制作与投资：收购盟将威，注重精品项目储备	8
“院线牌照+资本”，布局线下渠道	11
电影市场繁荣，屏幕价值增加	11
收购两块院线牌照，加速线下渠道布局	15
盈利预测与估值	18

图表目录

图表 1：公司发展重要事件梳理	4
图表 2：公司营收，2015 年盟将威并表收入大幅增长	5
图表 3：公司业务布局“渠道+内容+衍生”	6
图表 4：国内电影市场票房及增速	6
图表 5：国内电影票房国产片与进口片占比	6
图表 6：国内电影市场历年观影人次	7
图表 7：我国平均观影人次远低于国外发达国家	7
图表 8：国内历史电影票房排名前十	7
图表 9：电视剧备案公示获许可证集数呈下降趋势	8
图表 10：电视剧备案公示获许可证集数略有上升	8
图表 11：国产电视剧交易总额稳步上升	8
图表 12：电视剧人均收视时间和平均达到率逐年下降	8
图表 13：公司参与投资制作的电影	8
图表 14：公司参与投资制作的电视剧	9
图表 15：公司收入占比前五的作品	9
图表 16：2015 年公司各项收入占比	9
图表 17：公司 2016 年计划投资的电视剧	10
图表 18：公司 2016 年参与投资的电影	11
图表 19：电影产业链分成占比（国产影片）	11
图表 20：我国院线牌照数量	12
图表 21：国内银幕和影院数大幅增长	12
图表 22：2015 年各级城市票房占比	13
图表 23：不同级别城市观影频次对比	13
图表 24：城镇居民人均教育文化娱乐支出超过 2000 元	13

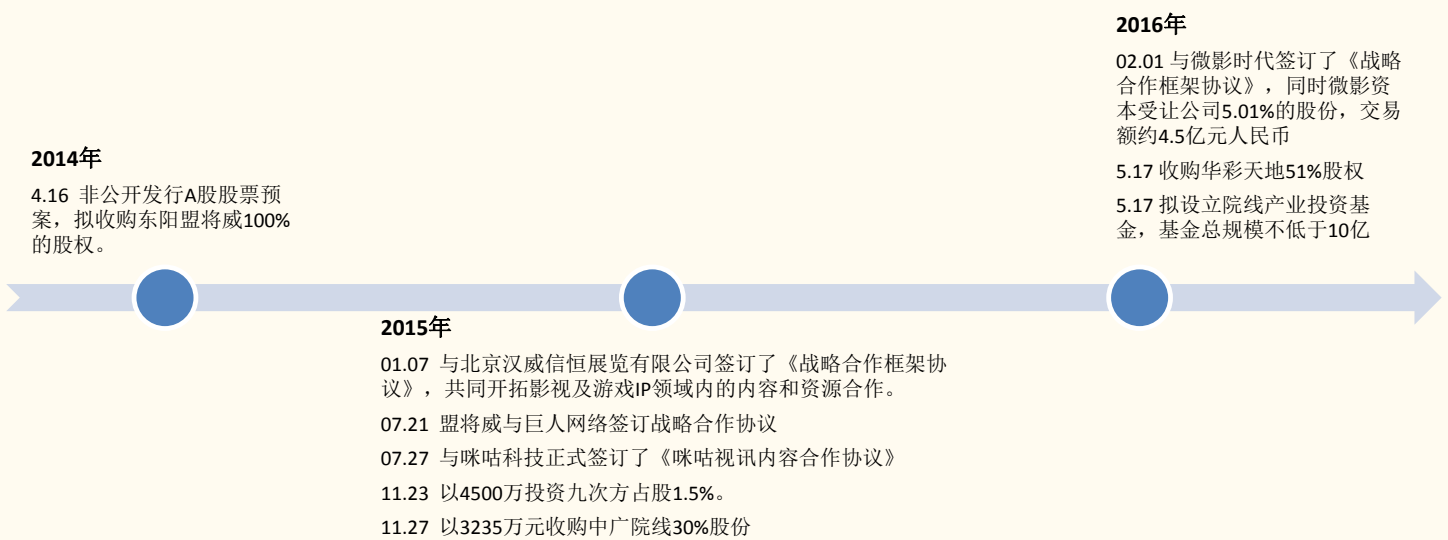
图表 25: 农村居民文教娱乐用品及服务支出为 860 元.....	13
图表 26: 80 后成长过程中 (1990~2010) 我国 GDP 年复合增速达到 17%..	14
图表 27: 各级城市电影播放场次与观影人次对比.....	14
图表 28: 各级城市场均人次与上座率统计.....	14
图表 29: 新建影院的城市分布	15
图表 30: 每天新建人次/新建银幕 (2015 年前三季度)	15
图表 31: 城市银幕建设矩阵图表, 第一象限城市银幕还有较大增长空间	15
图表 32: 公司线下渠道建设.....	16
图表 33: 公司分项目盈利预测 (百万)	18
图表 34: 同行业公司估值比较	19

公司发展历程—文化产业转型之路

- 公司原身为大同水泥集团，2010 年底公司发生控股股东变更，厦门当代投资集团成为公司第一大股东（占总股本的 29.99%）。2011 年 3 月起，公司开始着手进行经营调整，在完成债权债务和资产的清理整合后，公司转型开展文化艺术活动的策划展览业务，拓展文化艺术产业。2013 年起公司开始高清数字内容版权整合、推动新型传媒和高清数字发行业务布局。

2014 年，公司重新定义自身在文化产业的发展目标，减少会展业务，聚焦影视板块。2015 年，公司完成对盟将威的收购，完成影视剧内容制作领域布局，即影视领域的 1.0 布局；2016 年公司将继续加强在渠道端的建设，收购中广院线 30% 股份，与微影时代达成战略合作，并购华彩天地 51% 的股份，并成立影视投资基金，布局影院渠道，全面开启影视娱乐产业布局的 2.0 时代。

图表 1：公司发展重要事件梳理

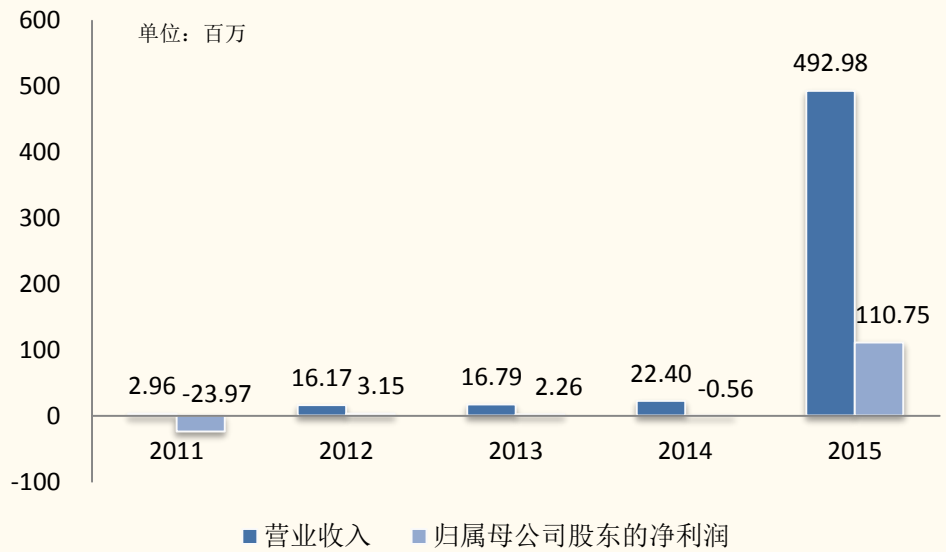


来源：公司公告 国金证券研究所

收购盟将威，完成影视产业内容布局

- 收购盟将威后，收入、利润大幅度上升。公司 2015 年完成对东阳盟将威影视文化有限公司 100% 股权的收购，盟将威主要从事电视剧的制作发行及衍生业务，2015 年、2016 年承诺业绩为不低于 1.35 亿和 2 亿元，2015 年盟将威实现收入 1.41 亿。盟将威曾投资制作电视剧《活色生香》、《王大花的革命生涯》、《花开如梦》、《精忠岳飞》等；电影作品《太平轮》、《匆匆那年》、《北京遇上西雅图之不二情书》等。完成对盟将威的收购后，公司完成了影视产业在内容环节的 1.0 布局。

图表 2：公司营收，2015 年盟将威并表收入大幅增长

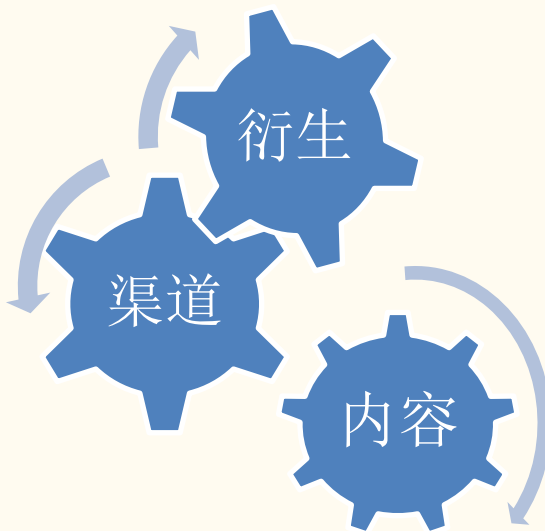


来源：国金证券研究所

开启影视领域 2.0 时代，全面布局“内容+渠道+衍生”

- **2016 年重点布局渠道的建设，“牌照+资本”进军院线市场。**在渠道端公司通过收购中广院线 30% 股份和华彩天地 51% 股份，获得两个院线牌照；同时拟参与设立一个院线投资基金和两个影视投资基金，未来将通过“加盟+改造+自建”综合的模式扩大旗下影院的数量，同时公司将通过科技化的手段增加渠道价值，在渠道端形成差异化建设。未来，公司的渠道端将与内容端形成协同效应，拥有线下影院资源将帮助公司更好的获取优质内容，同时优质的影片上线也将增加院线和影院的票房分成。在电视渠道方面，公司将和重庆卫视、河北卫视和厦门卫视在内容制作方面达成合作；互联网渠道方面和咪咕视频形成战略合作。
- **衍生方面，公司将着力于 IP 的运营和开发。**公司于 2016 年 6 月 23 日，投资设立当代互娱国际文化传媒有限公司，当代东方以现金出资持有互娱公司 51% 股权，熊政、刘洋、赵圣凯及其运营团队以现金方式出资持有互娱公司 49% 的股权。当代互娱将主要专注于 IP 内容投资与衍生经营、游戏研发运营、资源对接等业务。

图表 3：公司业务布局“渠道+内容+衍生”



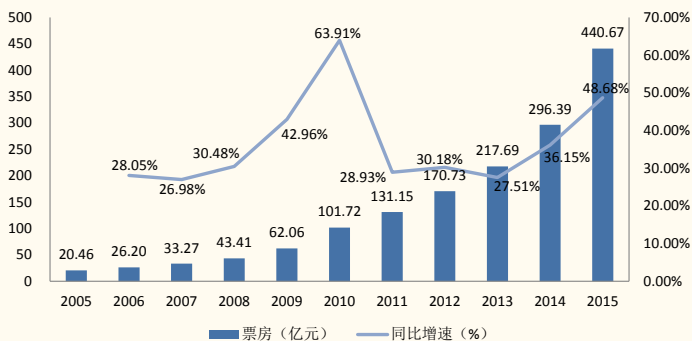
来源：国金证券研究所

影视与版权投资——国际化、精品化

电影市场高速增长，精品内容票房号召力持续增加

- 电影市场还将保持快速增长，消费端和供给端共同促进市场繁荣。根据艺恩咨询数据显示，中国电影产业发展态势持续向好，2015 年总票房高达 440.67 亿元人民币，同比增长 48.68%，规模跃居世界第二。在票房贡献结构方面，国产片票房表现持续靓丽，自 2012 年开始继续拉大了与进口片市场占有率之间的差距。截至 2015 年底，中国国产片票房占比为 61.00%，国内观影人次达 12.60 亿人次（同比增长超 50%）。
- 从渠道上看，影院及放映屏幕数量分别为 6798 家和 31029 块。2015 年，国内总票房、观影人次、银幕和影院数量以及国产影片占据的票房份额方面，都创下了历史新高。消费需求端观影人次的不断攀升以及供给端银幕数量的迅猛增长和优质内容的增加是我国电影市场快速扩张的核心驱动因素。鉴于观影人次、银幕数等与发达国家市场对比后仍有较大发展空间，中短期内我国电影产业稳定增长的市场格局仍将继续。

图表 4：国内电影市场票房及增速



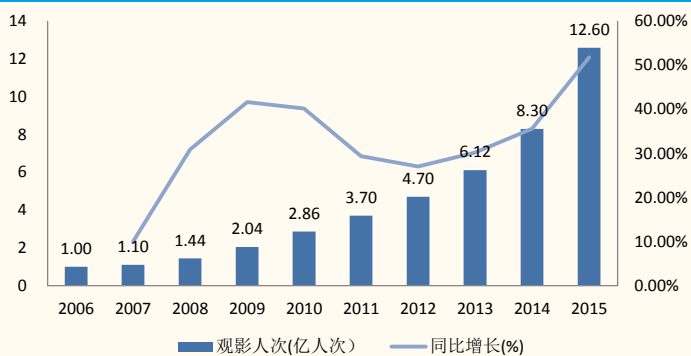
来源：艺恩咨询 国金证券研究所

图表 5：国内电影票房国产片与进口片占比



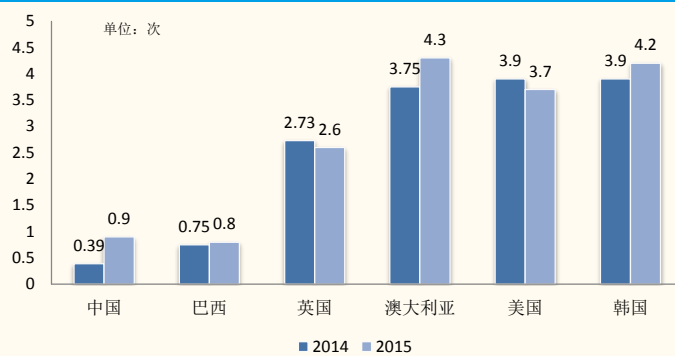
来源：艺恩咨询 国金证券研究所

图表 6：国内电影市场历年观影人次



来源：艺思咨询 国金证券研究所

图表 7：我国平均观影人次远低于国外发达国家



来源：艺思咨询 国金证券研究所

- **单部电影票房再创新高，优质内容价值增加。**随着票房整体水平的提高，单部影片的票房也不断刷新纪录，截止 2016 年 5 月，国内票房最高纪录为 2016 年春节档上映的《美人鱼》，总计票房达到 34 亿，统计历史票房数据 10 亿以上票房的影片数为 21 部，5 亿~10 亿票房影片为 59 部，随着电影票房大盘的增长，未来优质内容票房数据还将保持增长。同时，根据好莱坞的经验，电影衍生品开发将为投资方创造更大收益，产业链成熟将催生优质内容带来更大的价值。

图表 8：国内历史电影票房排名前十

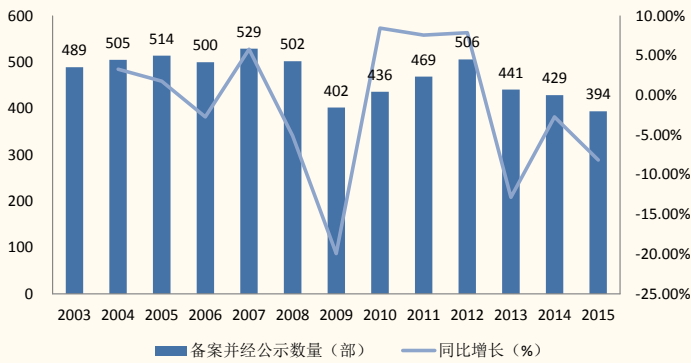
排名	影片名	类型	总票房(万)	国家及地区	上映日期
1	美人鱼	喜剧	339138	中国/中国香港	2016/2/8
2	捉妖记	魔幻	243954	中国	2015/7/16
3	速度与激情 7	动作	242655	美国/日本	2015/4/12
4	变形金刚 4：绝迹重生	科幻	197757	美国/中国	2014/6/27
5	寻龙诀	动作	168214	中国	2015/12/18
6	港囧	喜剧	161337	中国	2015/9/25
7	疯狂动物城	动画	153030	美国	2016/3/4
8	复仇者联盟 2：奥创纪元	科幻	146438	美国	2015/5/12
9	夏洛特烦恼	喜剧	144146	中国	2015/9/30
10	侏罗纪世界 10. 侏罗纪世界	动作	142066	美国	2015/6/10

来源：国金证券研究所

电视剧市场去粗放，精品剧迎发展

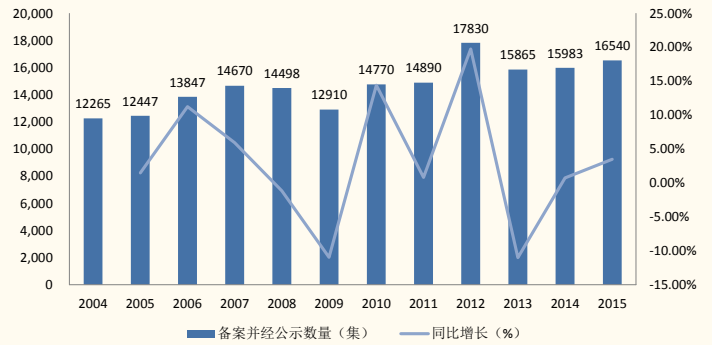
- **电视剧业“去粗放”，精品剧辟新天地。**根据国家广电总局的统计数据显示，中国电视剧市场自 2012 年以来整体呈现出供大于求的局面，其主要原因在于：第一，观众平均到达率逐渐下降。剔除 2012 年伦敦奥运会和 2014 年 9·3 阅兵等偶然因素的影响，2011 年至 2015 年电视观众平均到达率呈下降趋势，观众平均到达率由 2011 年的 69.5% 下降至 2015 年的 62.3%，平均每年以 2% 的速度流失；第二，电视剧质量审核和招标要求趋严。每年约有 20% 的电视剧在摄制完成后就因质量、题材等原因无电视台采购而被市场淘汰。在 2015 年“一剧两星”、“一晚两集”新政的推出后，更是加剧了电视剧行业的马太效应。精品电视剧单价逐年上升，交易额也逐年被放大，而获得交易备案许可证和卫视首轮播放剧的总量却逐年下降。

图表 9：电视剧备案公示获许可证集数呈下降趋势



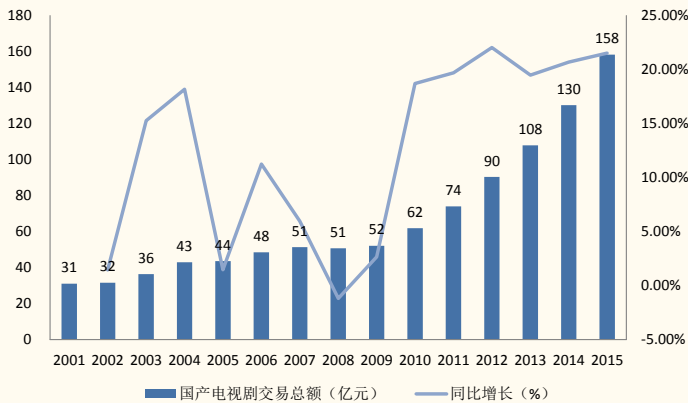
来源：广电总局 国金证券研究所

图表 10：电视剧备案公示获许可证集数略有上升



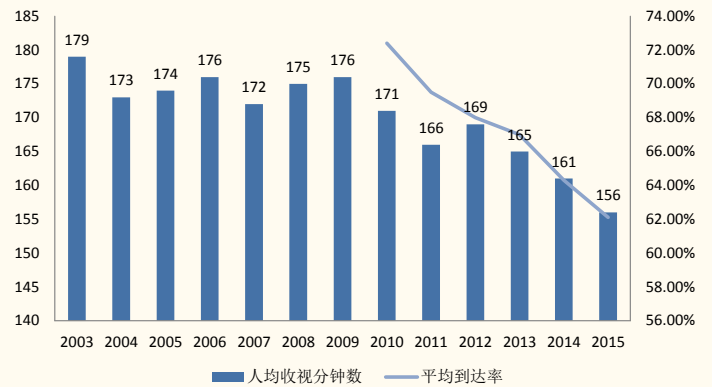
来源：广电总局 国金证券研究所

图表 11：国产电视剧交易总额稳步上升



来源：广电总局 国金证券研究所

图表 12：电视剧人均收视时间和平均到达率逐年下降



来源：CSM 国金证券研究所

内容制作与投资：收购盟将威，注重精品项目储备

- **盟将威经多年发展，拥有强大的资源和团队优势。**公司控股 100% 的北京盟将威影视文化有限公司成立于 1997 年，前身是悠悠阳光影视广告有限责任公司，业务包括影视投资、影视制作、影视发行、演员经纪等。公司经过多年发展，核心团队均为业内资深人士，形成了公司稳定发展的基本力量，在独立开发新的影视剧的同时，通过独家、联合制作等手段参与到更多的优秀影视剧制作。
- **盟将威独立或参与投资、策划、制作、发行了上百部影视剧作品。拥有成功制作精品剧的经验，**近年先后投资电视剧《王大花的革命生涯》、《活色生香》、《红色》、《精忠岳飞》等，电影《北京遇上西雅图之不二情书》、《太平轮》、《匆匆那年》、《碟中谍 5》等。2013 年，公司制作的大型古装电视剧《精忠岳飞》在浙江卫视、山东卫视、安徽卫视、天津卫视播出，收视排名为同期第一；电影《北京遇上西雅图之不二情书》获得 7.87 亿票房。

图表 13：公司参与投资制作的电影

电影名称	累计票房	上映时间
《北京遇上西雅图之不二情书》	7.87 亿元	2016 年 4 月 29 日
《太平轮 (上)》	1.95 亿元	2014 年 12 月 2 日
《太平轮 (下)》	0.51 亿元	2015 年 7 月 30 日
《匆匆那年》	5.91 亿元	2014 年 12 月 5 日

来源：公司公告 国金证券研究所

图表 14: 公司参与投资制作的电视剧

电视剧名称	剧集数	收视率	网络点击量 (亿次)	上映时间
《王大花的革命生涯》	40	1.65%	9.47	2015年4月2日
《活色生香》	42	3.30%	31.46	2015年2月4日
《红色》	48	1.21%	3.63	2014年9月18日
《精忠岳飞》	69	0.69%	11.17	2013年7月4日
《龙门镖局》	40	0.50%	12.17	2013年7月30日

来源: 公司公告 国金证券研究所

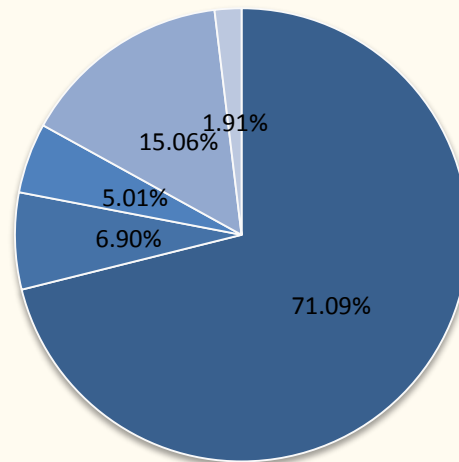
- 2015年, 公司影视剧业务收入达到 4.09 亿元, 占营业收入的 83%, 衍生业务收入 7425 万元, 占营业收入的 15%; 广告收入 943 万元, 占营业收入的 2%。

图表 15: 公司收入占比前五的作品

项目	本期金额 (万)	占营业收入比例
电视剧《向日葵》	9,207.54	18.68%
电视剧《嘿, 孩子》	5,291.51	10.73%
电影《碟中谍 5: 神秘国度》	3,402.70	6.90%
电视剧《热血长安》	2,358.49	4.78%
综艺节目《欢乐喜剧人》	2,346.89	4.76%
合计	22,607.13	45.86%

来源: 公司公告 国金证券研究所

图表 16: 2015 年公司各项收入占比



■ 电视剧 ■ 电影 ■ 综艺节目 ■ 衍生业务 ■ 广告业务

来源: 国金证券研究所

电视剧方面, 公司依托盟将威成熟的影视剧制作发行能力, 在独立开发新影视剧的同时, 通过独家、联合制作等手段, 不断推出优秀的影视作品。2015年, 实现首轮播出的电视剧 4 部, 包括登陆央视一套播出的革命题材电视剧《王大花的革命生涯》、湖南卫视“金鹰独播剧场”首播的由李易峰、唐嫣主演的民国情感电视剧《活色生香》、由管虎执导, 郭京飞、陈赫主演的都市爱情题材电视剧《月供》, 以及近代传奇题材电视剧《潘多拉的秘密》等。2016年, 根据公司公告, 其计划投资 19 部电视剧, 包括《军师联盟》、《热血长安》等精品剧集。

- 电影方面, 公司曾参与投资电影《北京遇上西雅图之不二情书》、《太平轮: 彼岸》、《碟中谍 5: 神秘国度》、《匆匆那年》等, 2015 年实现电影收入

3403 万元。其中《太平轮：彼岸》、《碟中谍 5：神秘国度》、《匆匆那年》已于 2015 年完成上映；电影《北京遇上西雅图之不二情书》于 2016 年 4 月 29 日全国上映，取得 7.87 亿票房，公司作为主要投资方，票房分成将提高公司 2016 年影视制作收入。

- 综艺节目方面，公司参与投资了东方卫视《欢乐喜剧人》与河北卫视《中华好诗词》，真人秀节目《冲上云霄》，2015 年，公司实现综艺栏目收入 2472 万元。《欢乐喜剧人》多次蝉联综艺节目收视冠军，第二季总决赛期间 CSM52 城收视率更是达到 3.374%，口碑与人气双丰收。
- 影视衍生业务方面，公司将原创的影视剧版权以及引进的外部 IP 版权以授权、游戏改编运营等方式进行了衍生开发，通过对将近二十余部作品的版权进行衍生授权，全年实现衍生收入 7425 万元。此外，公司还全权拥有如《饥饿游戏》、《环太平洋》、《铁甲钢拳》等好莱坞 S 级 IP，并已签下了《哆啦 A 梦》、《蒙奇奇》、《蜡笔小新》三个日漫的相关权益，在网络文学方面取得了《醉游记》、《明将军》、《新宋》等作品的 IP，为公司衍生品业务的下一步发展储备了优质资源。未来其子公司当代互娱将主要专注于 IP 内容投资与衍生经营、游戏研发运营、资源对接等业务，进一步拓展公司衍生业务版图。

图表 17：公司 2016 年计划投资的电视剧

序号	剧目名称	开拍时间/ 计划时间	发行时间/ 计划时间	合作方式	项目进展
1	《我在回忆里等你》	2013 年 12 月	2016 年	联合投资	后期中、 发行中
2	《茧镇奇缘》	2014 年 1 月	2016 年	联合投资	后期中、 发行中
3	《亿万继承人》	2014 年 5 月	2016 年	联合投资	后期中、 发行中
4	《我的前妻住对门》	2013 年 6 月	2016 年	联合投资	发行中
5	《搜索连》	2015 年初	2016 年	独立投资	后期中、 发行中
6	《地道女英雄》	2015 年 5 月	2016 年	联合投资	后期中、 发行中
7	《花开如梦》 原名《妇女生活》	2015 年 7 月	2016 年	联合投资	后期中、 发行中
8	《女儿红》	2015 年 9 月	2016 年	联合投资	后期中、 发行中
9	《海边女人》	2015 年 6 月	2016 年	联合投资	后期中、 发行中
10	《嘿，孩子》	2015 年 9 月	2016 年	联合投资	拍摄中
11	《突击，再突击》	2015 年 10 月	2016 年	联合投资	后期中、 发行中
12	《洪湖风云》	2015 年	2016 年	联合投资	发行中
13	《喋血武工队传奇》	2015 年 9 月	2016 年	联合投资	后期中、 发行中
14	《左手温暖右手》	2015 年 12 月	2016 年	投资	拍摄中
15	《军师联盟》	2016 年 2 月	2016 年	联合投资	拍摄中
16	《热血长安》	2016 年 5 月 (计划)	2016 年	独立投资	筹备中
17	《热血学园》	2016 年 8 月 (计划)	2016 年	独立投资	筹备中
18	《警察老张》	2016 年 11 月 (计划)	待定	独立投资	筹备中
19	《来自星星的你》	2016 年 8 月 (计划)	2016 年	投资	筹备中

来源：国金证券研究所

图表 18: 公司 2016 年参与投资的电影

序号	剧目名称	取得许可证 资质情况	开拍时间/ 计划时间	发行时间/ 计划时间	合作方式	项目进展	主要演职人员
1	《北京遇上西雅图 之不二情书》	取得拍摄 许可证	2015 年 5 月	2016 年	联合投资	2016 年 4 月 29 日 全国上映	导演: 薛晓路 演员: 吴晓波、汤唯
2	《来自星星的你》 翻拍版大电影	筹备中	2016 年 12 月	2017 年	联合投资	剧本撰写中	编剧: 朴志恩
3	《请你们原谅我》	筹备中	2016 年	2016 年	联合投资	筹备中	导演: 徐兵

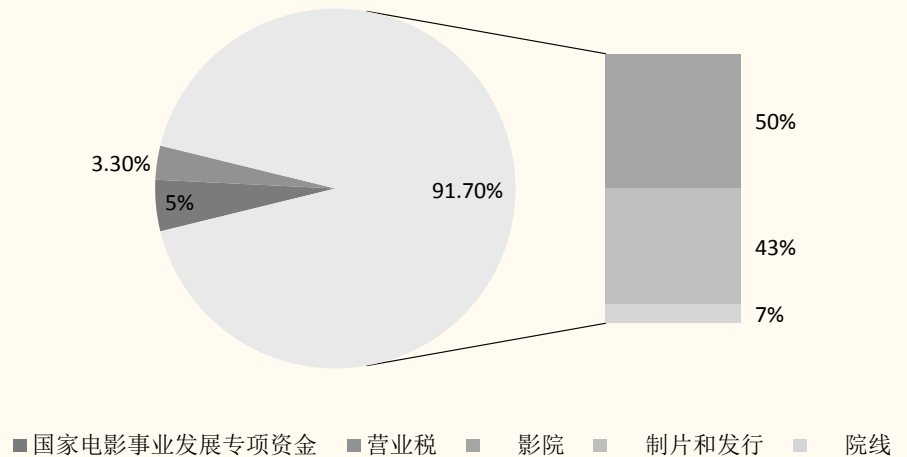
来源: 国金证券研究所

“院线牌照+资本”，布局线下渠道

电影市场繁荣，屏幕价值增加

- 电影产业链可以分为制作、发行、院线、影院四个环节。在所有的票房收入中，有 5% 属于缴纳“国家电影事业发展专项资金”，3.3% 为营业税，剩下的净票房收入按照政府的指导性意见，在票房分账中影院提取 50% 左右，制片和发行一般不少于 43%，其余票房收入归属于院线。

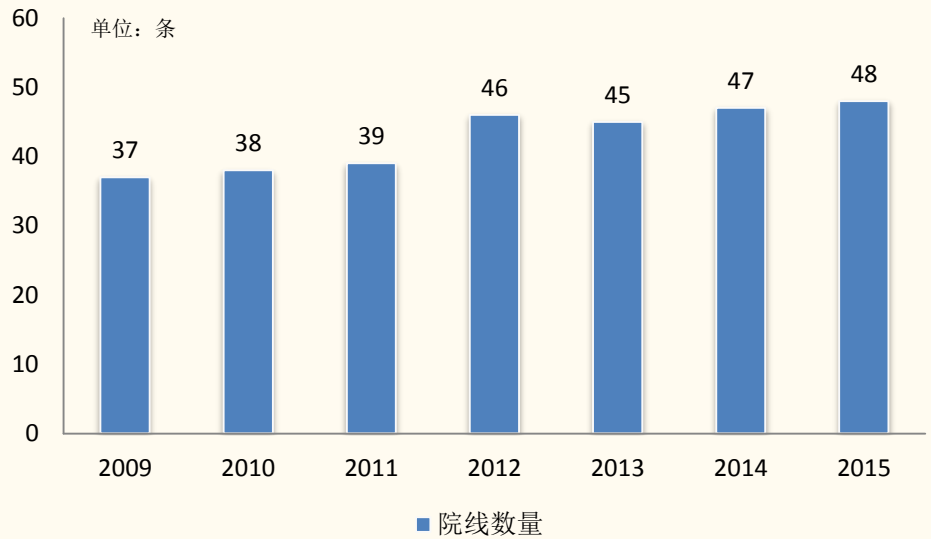
图表 19: 电影产业链分成占比（国产影片）



来源: 国金证券研究所

- 院线制是我国电影发行放映的主要机制，直营影院是发展趋势。一条院线以资本或者供片为纽带结合起若干影院，影院由院线统一管理，统一排片，以票房分账的方式拿到影片拷贝。院线和影院的发展模式分为两种，供片联结模式（加盟模式）和资产联结模式（直营模式）。资产联结模式下院线方对于排片的控制能力更强，也有更好的分成议价能力，各大院线公司自建影院成为一种趋势。截止 2015 年，我国共有 48 条院线。

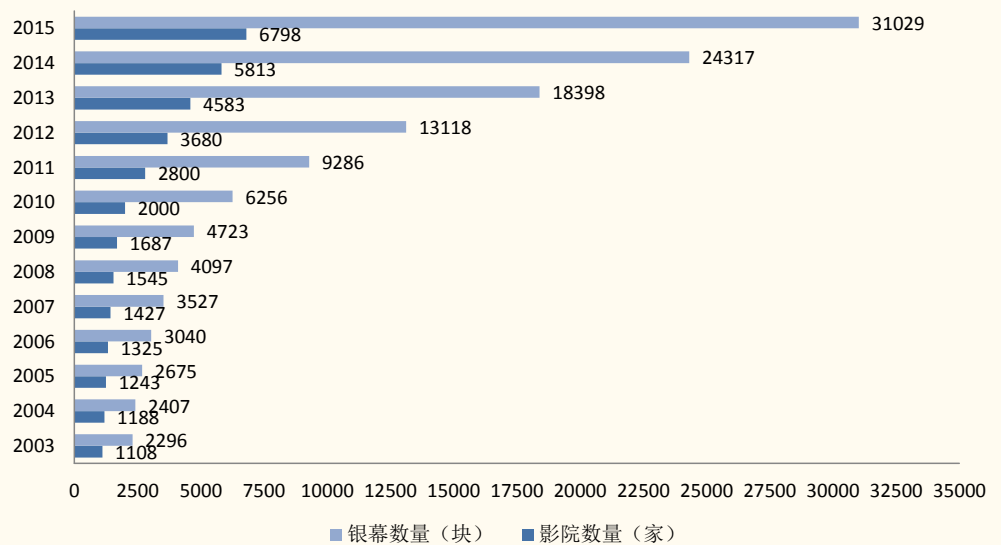
图表 20: 我国院线牌照数量



来源: 公开资料 国金证券研究所

- 银幕和影院数大幅增长，渠道将向二线以下城市下沉。2015 年，新增影院 1400 余家，新增银幕超过 8000 块，全国累计银幕超过 3 万块。电影市场整体的繁荣带动了线下渠道的建设，而银幕数的增长也推动了观影人次的增加。

图表 21: 国内银幕和影院数大幅增长

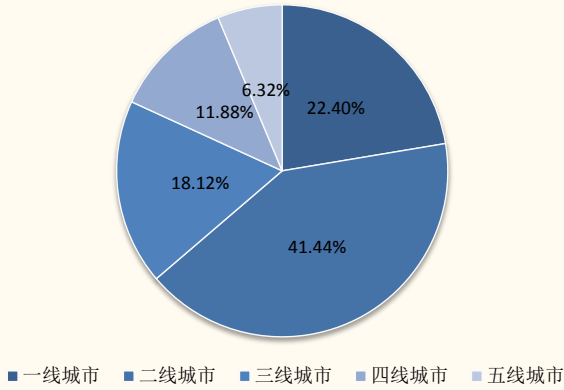


来源: Screen Digest 国金证券研究所

- 从票房的地域分布上看，一线城市票房占比从 2012 年的 27.5% 下降到去年的 21.2%，二线城市由 44.4% 下降到 42.1%，而三、四、五线城市这一数据则从 28.2% 上升到 36.7%。票房构成的改变也带动了渠道的下沉。
- 二线及以下城市的观影频次还有提升空间。2015 年，二线以下城市票房占比达到 80% 左右，而从观影频次来看，2015 年前三季度，一线城市已经达到 2.3 次，与 2014 年全年持平；二线城市达到 1.6 次，高于 2014 年全年的 1.5 次；三线及以下城市观影频次虽然也有所提高，但是对比一、二线城市有较大差别，2015 年前三季度仅为 0.5 次，随着

居民在文化娱乐领域消费占比的提升，以及 80 后、90 后消费人群的消费能力的提升，观影人次还有很大的提升空间。我们预计，2016 年一线城市观影人次达到 3 次，二线城市 2 次，三线及以下城市约 1 次，则全年观影人次可以达到 16.41 亿。

图表 22：2015 年各级城市票房占比



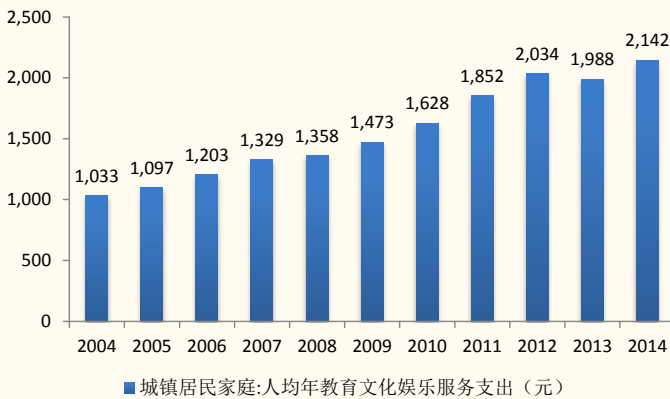
图表 23：不同级别城市观影频次对比

城市级别	人次 (百万)	人口 (百万)	2014 年	2015 年前三季度
一线城市	166	71.33	2.3	2.3
二线城市	210	130.51	1.5	1.6
三线及以下城市	542	1165.97	0.4	0.5

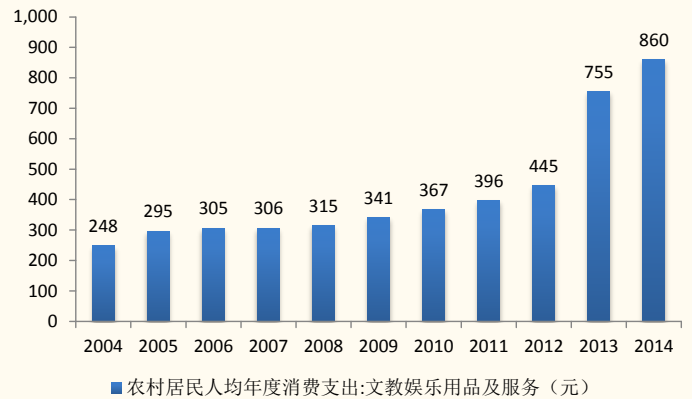
来源：艺恩咨询 国金证券研究所

来源：艺恩咨询 国金证券研究所

图表 24：城镇居民人均教育文化娱乐支出超过 2000 元



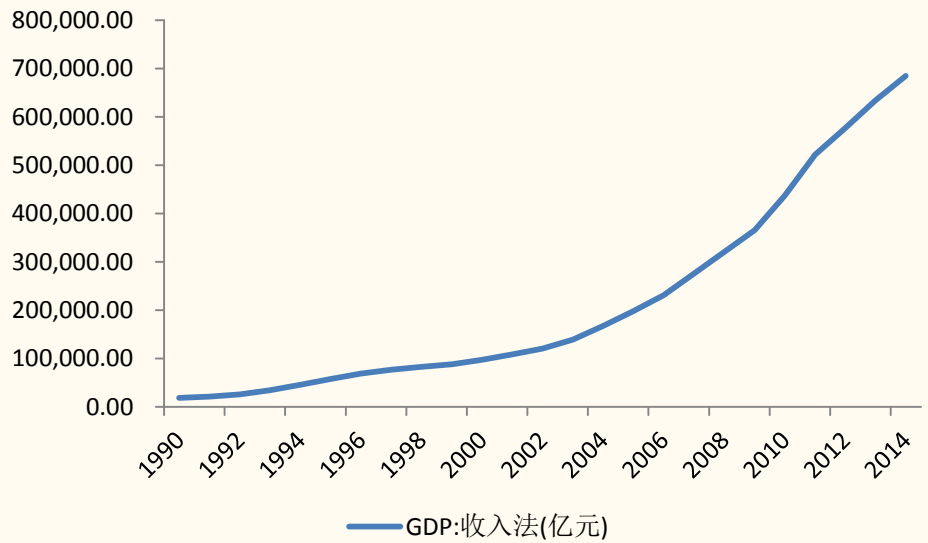
图表 25：农村居民文教娱乐用品及服务支出为 860 元



来源：wind 国金证券研究所

来源：wind 国金证券研究所

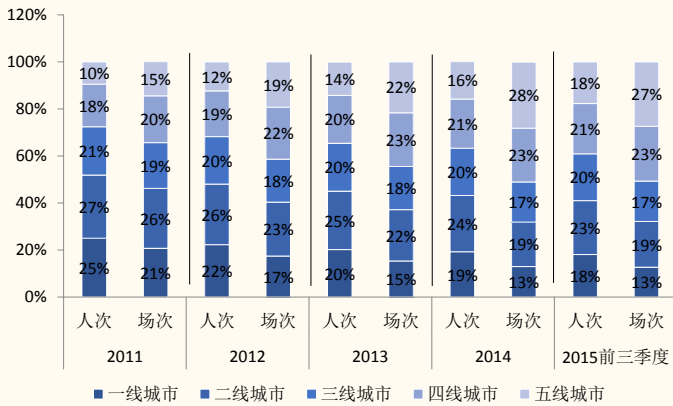
图表 26: 80 后成长过程中 (1990-2010) 我国 GDP 年复合增速达到 17%



来源: 国金证券研究所

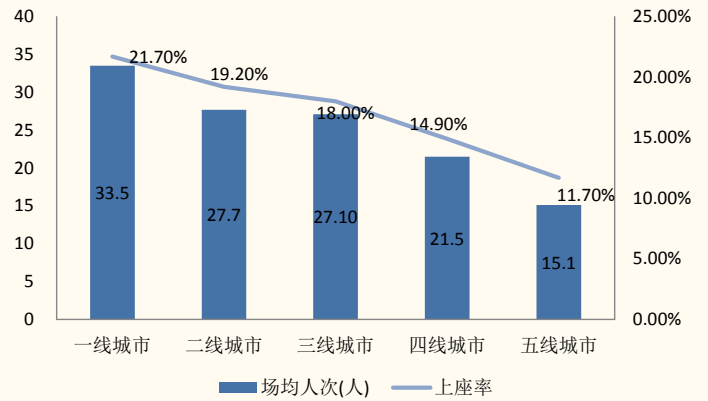
- 目前, 二线及以下城市的上座率较低, 观影频次的提升将提升其上座率。从历年观影场次与观影人次的对比中可以看出, 现有银幕来看, 一线城市的银幕利用率要高于二线及以下城市的利用率。一线城市的上座率达到 21.70%, 而五线城市的上座率仅为 11.70%, 二线及以下城市在增加影院建设的同时, 其观影人次的增长将提高银幕的利用率。

图表 27: 各级城市电影播放场次与观影人次对比



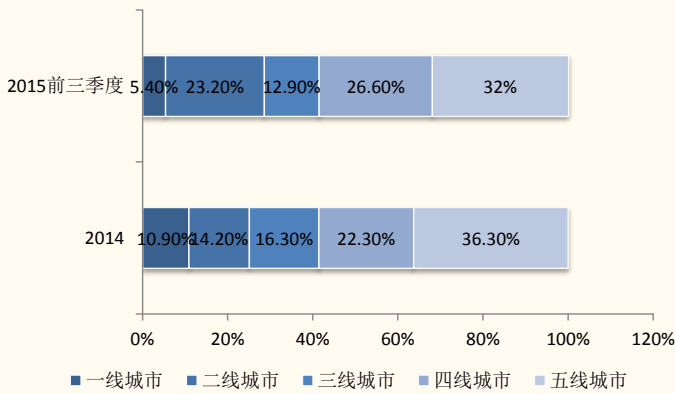
来源: 艺恩咨询 国金证券研究所

图表 28: 各级城市场均人次与上座率统计



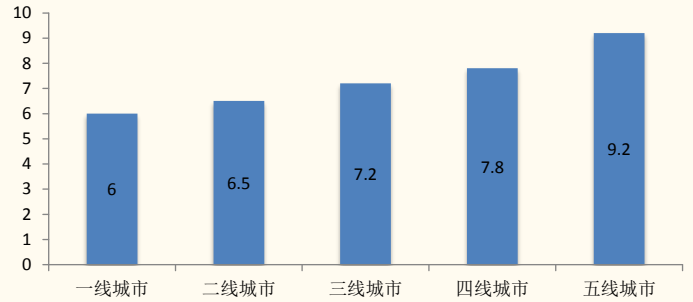
来源: 艺恩咨询 国金证券研究所

图表 29: 新建影院的城市分布



来源: 艺思咨询 国金证券研究所

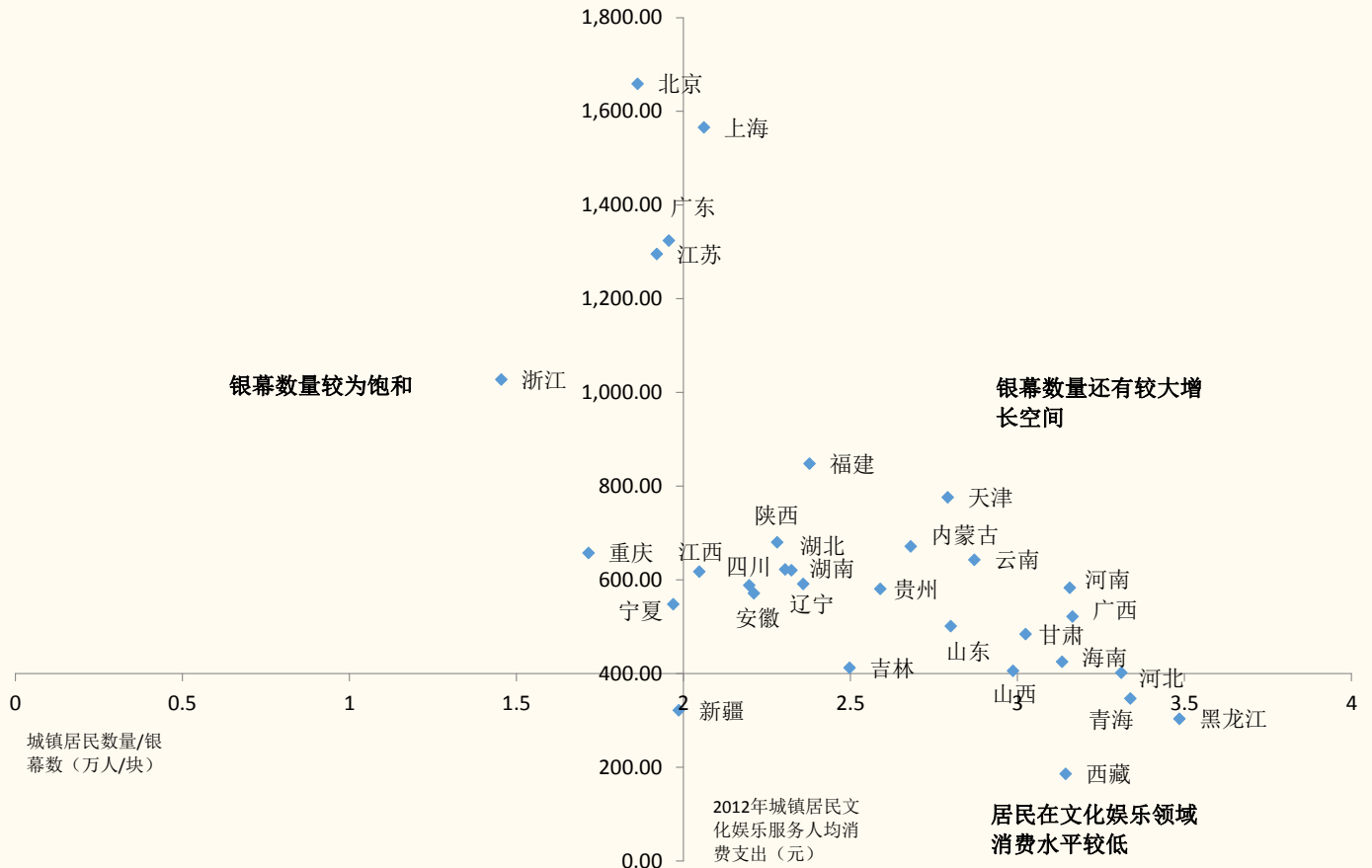
图表 30: 每天新建人次/新建银幕 (2015 年前三季度)



来源: 艺思咨询 国金证券研究所

- 我们按照每万人拥有的银幕数量和我国城镇居民文化娱乐服务人均支出划分, 在图表中第一象限内的城市, 每块屏幕对应城镇居民数量大于两万且城镇居民文化娱乐人均支出大于 400 元, 我们认为, 其银幕的建设数量还有一定的增长空间, 这些城市集中在二线及其以下城市。

图表 31: 城市银幕建设矩阵图表, 第一象限城市银幕还有较大增长空间



来源: 国金证券研究所

收购两块院线牌照, 加速线下渠道布局

- 2016 年当代东方将重点放在布局线下渠道, 通过“牌照+基金”拓展影院和银幕数量。目前, 公司通过收购中广院线 30% 的股份和华彩天地 51% 的股份, 已经获得两块院线牌照; 同时拟成立院线并购基金, 基金总额不低

于 10 亿元，用于开展海内外优质院线、影院资产的投资、并购、新建、与产业整合。

图表 32：公司线下渠道建设



来源：国金证券研究所

- 公司在院线方面的规划是，利用双院线牌照做市场细分，“加盟+自建+改造”并举，北上广深打造巨型旗舰店，运用新科技达到院线的价值最大化。
- 扩张策略：中广院线为广电旗下院线，拥有全国性院线牌照；华彩拥有市场资源优势，将着重自建影院。同时将会成立数个电影产业基金，用来做影院的建设。
- 科技手段：今年将在天津完成第一家全息影院；在影院加设 VR、AR 体验区；在线下举办电竞活动。
- 收购广电旗下中广院线 30% 股份，获得第一块院线牌照。2015 年 11 月，公司以自有资金 3235.29 万元收购中广国际数字电影院线（北京）有限公司（简称“中广院线”）30% 股权，公司成为中广院线的第一大股东。
中广院线主要从事电影院线经营和电影发行业务，为国家新闻出版广电总局下属院线，近年来，中广院线通过大力推进影院加盟，已经拥有全国范围内几十家影院加盟。
- 收购华彩 51% 股份，成为其第一大股东。华彩天地以投资及合资的方式，在全国二、三、四线城市发掘符合现代星级标准的多厅式数字影院，为客户提供从影院选址、规划、设计、建设到供片、人员培训、经营管理的一条龙服务。同时，华彩天地通过旗下控股子公司弘歌院线公司为合资和合作影院提供院线发行服务。
目前，华彩天地拥有 17 家自有品牌影院，18 家加盟影院。2016 年度至 2018 年度累计承诺净利润为不低于 11,600 万元，其中 2016 年度的净利润不低于 3,000 万元，2017 年的净利润不低于 3,750 万元，2018 年的净利润不低于 4,850 万元
- 成立院线投资基金，拓展影院投资。公司与国泰元鑫资产管理有限公司签订《当代东方—国泰元鑫院线产业并购发展基金之战略合作协议》。双方拟共同发起设立“当代东方—国泰元鑫院线产业并购发展基金（多期）”，基金总规模不低于 10 亿元。
院线产业基金将开展海内外优质院线、影院资产的投资、并购、新建、与产业整合等投资行为。院线并购基金的成立，在资本上为公司线下渠道规模的扩张提供了支持。

- **公司与微影科技达成战略合作，同时嘉兴微票控股当代东方 5.01%的股份。**公司就电影项目投资、出品发行及票务营销、影院整合及服务事宜与微影时代开展战略合作。同时为引进新的战略投资者，当代集团于 2016 年 2 月 4 日与嘉兴微票投资管理合伙企业签署《股份转让协议》，当代集团将其持有公司的 1970 万股股份（占公司总股本的 5.01%）通过协议转让方式转让给嘉兴微票。微影时代控股微影资本，微影资本全资控股嘉兴微票，**公司通过股权绑定与微影时代达成深度合作。**

微影时代同时拥有微票儿和格瓦拉两大购票平台。微票儿是中国最大规模社交应用软件微信和 QQ 在电影、演出、赛事等行业的娱乐互动平台。目前，微影时代的微信用户已超 7 亿，QQ 用户超过 8 亿，格瓦拉活跃用户也高达 4000 万，拥有强大的电影投资、宣传、发行、票务、平台技术能力，占有中国电影市场重要份额。

公司与微影时代的合作将促进其电影的投资发行和院线的布局，在票务营销平台、影院票务合作、院线影城整合等方面达成深度合作。

盈利预测与估值

- 按照公司的收入分项，根据公司目前已经公布的电影、电视剧投资、制作计划，我们对公司营收做出预测，假设 2016E、2017E、2018E，公司电视剧投资数量为 15 部、18 部、20 部，收入为 6 亿、7.92 亿、9.68 亿；投资电影数量为 1 部、2 部、2 部，收入为 8000 万、1.2 亿、1.2 亿；院线方面，对应收入是 4140 万、1.56 亿、4.35 亿，我们预计公司前期主要以加盟影院的形式，自建影院数量较少，同时新建银幕前期单屏票房较少，因此线下渠道前期在利润上贡献较小。
- 预计公司 2016E、2017E、2018E 归母净利润为 2.19 亿、2.92 亿、3.54 亿；公司 2015 年进行权益分配每 10 股转增 10 股，股份摊薄后，2016E、2017E、2018E，对应 EPS 为 0.277 元、0.368 元、0.446 元，根据申万行业划分，影视动漫类公司 2016E PE 中位值为 50 倍，考虑到公司目前市值较小，并且 2016 年其线下渠道布局将全面开启，2017 年银幕数量和质量上将有较大的提高；同时，公司对于院线渠道的布局，将完善其影视产业链，与内容制作和投资形成协同效应。给予公司 17 元目标价，对应 61X16PE，给予“买入”评级。

图表 33：公司分项目盈利预测（百万）

	2015A	2016E	2017E	2018E
电视剧				
投资数量		15	18	20
单部平均收入		40	44	48.4
收入	350.46	600	792	968
成本	243.57	414	546.48	667.92
毛利率	30.50%	31%	31%	31%
毛利	106.89	186	245.52	300.08
衍生业务				
收入	74.25	80	104	135.2
成本	7.23	7.2	9.36	12.168
毛利率	90.27%	91%	91%	91%
毛利	67.02	72.8	94.64	123.032
电影				
投资数量		1	2	2
单部票房分成		80	60	60
收入	34.03	80	120	120
成本	28.12	56	84	84
毛利率	17.36%	30%	30%	30%
毛利	5.91	24	36	36
综艺节目				
收入	24.72	80	112	156.8
成本	5	16	22.4	31.36
毛利率	79.77%	80%	80%	80%
毛利	19.72	64	89.6	125.44
广告业务				
收入	9.43	15	16.5	18.15
成本	4.72	7.5	8.25	9.075
毛利率	50%	50%	50%	50%
毛利	4.72	7.5	8.25	9.075
院线收入				
银幕数		600	1000	1500

单屏产出(万)	15	30	50
票房收入	90	300	750
加盟银幕占比	90%	80%	70%
加盟收入	32.4	96	210
加盟毛利率	4.50%	4.80%	5%
自建收入	9	60	225
自建毛利率	25%	26%	27%
收入	41.4	156	435
成本	37.69	135.79	363.75
毛利率	9%	13%	16%
毛利	3.71	20.21	71.25
总计			
销售总收入	492.98	896.4	1300.5
销售总成本	288.63	538.39	806.28
毛利	204.35	358.01	494.22
平均毛利率	41.45%	39.94%	38.00%

来源：国金证券研究所

图表 34：同行业公司估值比较

代码	证券简称	市盈率 PE		
		TTM	16E	17E
	最高值	966.26	173.60	146.88
	中位值	80.11	50.12	38.61
002739.SZ	万达院线	68.38	46.90	34.55
002624.SZ	完美环球	150.72	50.12	38.61
002292.SZ	奥飞娱乐	79.89	55.58	41.41
300251.SZ	光线传媒	55.59	52.79	39.59
600715.SH	文投控股	92.49	55.28	40.11
300133.SZ	华策影视	54.30	41.15	31.81
002445.SZ	中南文化	125.59	44.03	35.20
300291.SZ	华录百纳	60.48	41.84	32.88
000802.SZ	北京文化	-8,488.74	63.23	50.27
000681.SZ	视觉中国	101.05	65.42	49.19
002343.SZ	慈文传媒	80.33	52.83	41.21
600576.SH	万家文化	326.03	85.05	66.64
002175.SZ	东方网络	238.44	173.60	146.88
300336.SZ	新文化	50.88	33.70	25.37
600136.SH	当代明诚	203.74	62.84	48.74
002502.SZ	骅威文化	76.08	32.71	26.25
300426.SZ	唐德影视	118.21	29.67	20.54
000673.SZ	当代东方	77.17	40.48	29.15
600088.SH	中视传媒	966.26	--	--
002071.SZ	长城影视	31.30	27.05	20.71
000835.SZ	长城动漫	829.57	60.78	41.52

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	17	22	493	896	1,301	1,833	货币资金	5	4	328	588	799	811
增长率		33.4%	2100.7%	81.8%	45.1%	41.0%	应收款项	5	7	273	289	420	591
主营业务成本	-9	-6	-289	-538	-806	-1,168	存货	0	6	232	221	331	480
%销售收入	50.8%	25.4%	58.5%	60.1%	62.0%	63.7%	其他流动资产	71	102	766	648	647	937
毛利	8	17	204	358	494	665	流动资产	81	119	1,599	1,746	2,197	2,819
%销售收入	49.2%	74.6%	41.5%	39.9%	38.0%	36.3%	%总资产	98.7%	98.5%	62.3%	64.2%	69.1%	74.0%
营业税金及附加	0	0	-2	-3	-4	-5	长期投资	0	0	77	78	77	77
%销售收入	1.8%	1.8%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定投资	1	2	4	8	10	10
营业费用	-2	-3	-11	-19	-33	-55	%总资产	1.2%	1.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
%销售收入	14.8%	14.0%	2.2%	2.1%	2.5%	3.0%	无形资产	0	0	876	885	892	899
管理费用	-9	-13	-33	-45	-65	-92	非流动资产	1	2	966	973	982	988
%销售收入	54.5%	57.2%	6.7%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	1.3%	1.5%	37.7%	35.8%	30.9%	26.0%
息税前利润 (EBIT)	-4	0	159	292	393	513	资产总计	82	121	2,566	2,719	3,178	3,807
%销售收入	n.a.	1.6%	32.2%	32.5%	30.2%	28.0%	短期借款	0	10	92	0	0	0
财务费用	0	-1	0	6	14	17	应付款项	23	55	231	197	284	398
%销售收入	0.0%	2.7%	0.0%	-0.7%	-1.1%	-0.9%	其他流动负债	47	45	112	186	270	381
资产减值损失	0	0	-25	-2	-1	-1	流动负债	70	109	435	383	554	778
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	23	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	70	109	458	383	554	779
营业利润	-4	0	134	296	406	528	普通股股东权益	11	11	2,087	2,306	2,574	2,927
营业利润率	n.a.	n.a.	27.2%	33.0%	31.2%	28.8%	少数股东权益	0	1	21	31	51	101
营业外收支	6	0	26	10	10	10	负债股东权益合计	82	121	2,566	2,719	3,178	3,807
税前利润	2	-1	160	306	416	538	比率分析						
利润率	13.5%	n.a.	32.5%	34.1%	32.0%	29.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	0	0	-44	-76	-104	-135	每股指标						
所得税率	0.0%	n.a.	27.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.011	-0.003	0.282	0.277	0.368	0.446
净利润	2	-1	116	229	312	404	每股净资产	0.054	0.052	5.309	5.867	6.548	7.447
少数股东损益	0	0	5	10	20	50	每股经营现金净流	0.001	-0.046	-1.246	0.925	0.610	0.042
归属于母公司的净利润	2	-1	111	219	292	354	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	13.5%	n.a.	22.5%	24.5%	22.5%	19.3%	回报率						
							净资产收益率	20.05%	-5.18%	5.31%	9.51%	11.35%	12.08%
							总资产收益率	2.77%	-0.46%	4.32%	8.07%	9.19%	9.29%
							投入资本收益率	-32.47%	1.67%	5.17%	9.36%	11.23%	12.70%
							增长率						
							主营业务收入增长率	3.84%	33.40%	2100.74%	81.83%	45.08%	40.96%
							EBIT 增长率	-29.77%	-109.50%	45522.18%	83.58%	34.66%	30.54%
							净利润增长率	-28.16%	N/A	N/A	98.14%	33.11%	21.03%
							总资产增长率	3.90%	47.90%	2021.44%	5.99%	16.87%	19.79%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	38.2	44.4	87.7	90.0	90.0	90.0
							存货周转天数	#DIV/0!	192.2	150.8	150.0	150.0	150.0
							应付账款周转天数	245.9	444.0	34.4	30.0	28.0	26.0
							固定资产周转天数	21.8	29.5	3.2	3.0	2.4	1.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-42.60%	50.01%	-11.20%	-25.14%	-30.43%	-26.75%
							EBIT 利息保障倍数	977.4	0.6	-975.3	-45.2	-27.4	-30.8
							资产负债率	86.19%	90.47%	17.86%	14.07%	17.43%	20.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD