

北京文化 (000802)

—《战狼2》票房表现超预期，公司收益最直接

投资评级 买入 评级调整 上调评级 收盘价 18.15 元

事件:

由北京文化及关联公司保底发行的《战狼2》7月27日晚正式全国上映，累计票房已破13亿，7月30日的单日票房（3.57亿）已超西游降魔篇，创华语影史单日票房达第一，且快速发酵的话题、切合时下局势的情节、“中国英雄+好莱坞特效”大超预期成为史上最快破7亿、8亿、9亿记录的影片。

投资要点:

1、续集大作，票房表现超预期

《战狼2》是吴京自导自演的暑期电影大作，该片是《战狼》续集，首部影片于2015年4月上映，成为当年票房黑马，累计票房5.45亿元，成为国内动作战争电影的新标杆。此次《战狼2》仅上线一天及获得3.07亿元的累计票房，累计票房已过13亿。目前电影排片超过50%，随着影片口碑发酵及明显的排片优势，影片有望持续高升。根据猫眼的预测，《战狼2》的票房预计为39亿，我们运用两种方法测算出影片的最终票房区间为28亿-31亿，乐观数字为39亿。

2、北京文化与关联方8亿保底发行，收益最直接

北京文化与关联方聚合影联对《战狼2》进行保底发行，保底投资金额2.17亿元，聚合影联垫付宣发费用6000万，保底票房8亿，根据实际中不同票房表现进行分账。我们对保底发行方做了敏感性分析，北京文化作为保底发行方之一的最后收益区间为0.85亿-1.17亿。

3、半年报业绩大增，影视作品频发

公司2017年H1净利润预期为0.37亿-0.4亿，同比增长263.17%-292.61%，公司业务由旅游转向“影视+旅游”双业务，战略转型顺利进行。公司2017年还有多部重量级影片上线，包括5亿元保底发行的《一代妖精》等

盈利预测及估值

“买入”评级，公司2016年完成对两个影视公司的并购重组工作，顺利实现公司转型，看好公司管理团队及未来在影视业务上的发展，我们预测公司2017年、2018年EPS为0.53元、0.59元，对应目前股价的PE分别为34倍、31倍，给予“买入”评级。

风险提示: 影视剧无法正常上线及表现不及预期，文化传媒政策监管风险

发布时间: 2017年8月1日

主要数据

52周最高/最低价(元)	23.62/13.21
上证指数/深圳成指	3273.03/10505.04
50日均成交额(百万元)	58.93
市净率(倍)	2.99
股息率	0.42%

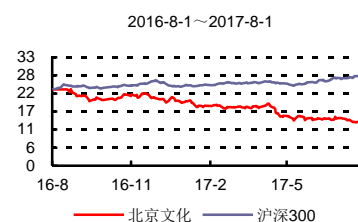
基础数据

流通股(百万股)	379.98
总股本(百万股)	726.25
流通市值(百万元)	6896.69
总市值(百万元)	13181.44
每股净资产(元)	6.08
净资产负债率	19.25%

股东信息

大股东名称	中国华力控股集团有限公司
持股比例	15.68%
国元持仓情况	

52周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-公司点评:北京文化(000802)影视业务初步“放量”，看好公司未来业绩增长》，2017-3-17

联系方式

研究员: 孔蓉
 执业证书编号: S0020512050001
 电话: 021-51097188-1872
 电邮: kongrong@gyzq.com.cn
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券(230000)

正文：

1、北京文化与关联方 8 亿保底发行，收益预期强

北京文化与关联方聚合影联对《战狼 2》进行保底发行，保底投资金额 2.17 亿元，聚合影联垫付宣发费用 6000 万，保底票房 8 亿，根据实际中不同票房表现进行分账。

保底费用细分



资料来源：娱乐资本论、国元证券研究中心

根据保底发行条款的规定，《战狼 2》影片票房收入低于 8 亿元时，保底发行方票房分成比例为 12%，8 亿至 15 亿票房区间，保底发行方票房分成为 25%，超过 15 亿的分成比例为 15%，北京文化和聚合影联对保底发行票房分成按比例确认收益。

保底发行票房分成比例

	票房<=8 亿元	8<票房<=15 亿	票房>15 亿
合计（保底发行方票房分成比例）	12%	25%	15%
聚合影联	5.4%	13.75%	6.75%
北京文化	6.6%	11.25%	8.25%
北京文化收益预测（亿）	收益<=0.21 亿元	0.35 亿 < 收益 <=0.67 亿	收益>0.49 亿

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

2、《战狼 2》的最终票房是多少？

1) 猫眼预测《战狼 2》的最终票房为 39.13 亿

《战狼 2》上映首日（7 月 27 日）的排片仅为 14.5%，远低于同期的上映的《建军大业》（26.5%）和《绣春刀 2》（14.9%），但是，凭借过硬的电影场景、酷炫的打斗、够燃的爱国剧情，影片随即发酵，次日（7 月 28 日）《战狼 2》42%的排片超越《建军大业》的 35%，排片一路高涨，周日（7 月 30 日）的排片接近 50%（实际为 49.1%），猫眼专业版对《战狼 2》的票房预测也一路高涨，8 月 1 日对该影片的票房预测为 39.13 亿。如果这一票房数字成真，《战狼 2》将有望成为 2017 年票房冠军，同时将冲击国内历史票房冠军《美人鱼》（33.9 亿）。

猫眼更新票房预测至 39.13 亿

日票房排名	周一快报 (万元)	周二预测 (万元)
 战狼2 预测总票房 39.13亿 上映5天 12.57亿	27194.1	31043.2
 建军大业 预测总票房 5.14亿 上映5天 2.28亿	2765.8	3031.2
 神偷奶爸3 预测总票房 10.08亿 上映25天 9.90亿	507.9	439.1

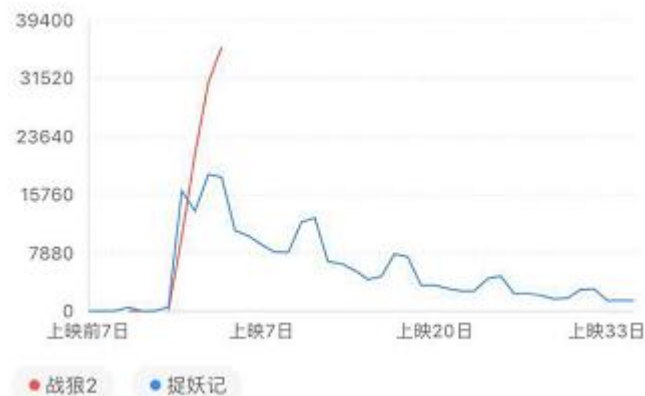
资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

2) 我们的票房测算区间为 28 亿-31 亿，乐观测算数字为 39 亿

方法一：以《捉妖记》作对比，预测《战狼 2》的最终票房为 35-39 亿

《捉妖记》首日票房为 1.63 亿元，排片占比为 40.7%，远高于《战狼 2》首日 1.01 亿的票房和 14.05%的排片占比。《捉妖记》在上映第三/四天票房达到高峰（1.85 亿/1.81 亿元），因为这一天为周日，口碑以及发酵，《战狼 2》前四天的票房走势与其类似，但是不同的是，《战狼 2》的票房走势更强，增速更快，上映第三/四天的票房分别为 3.1 亿/3.52 亿。

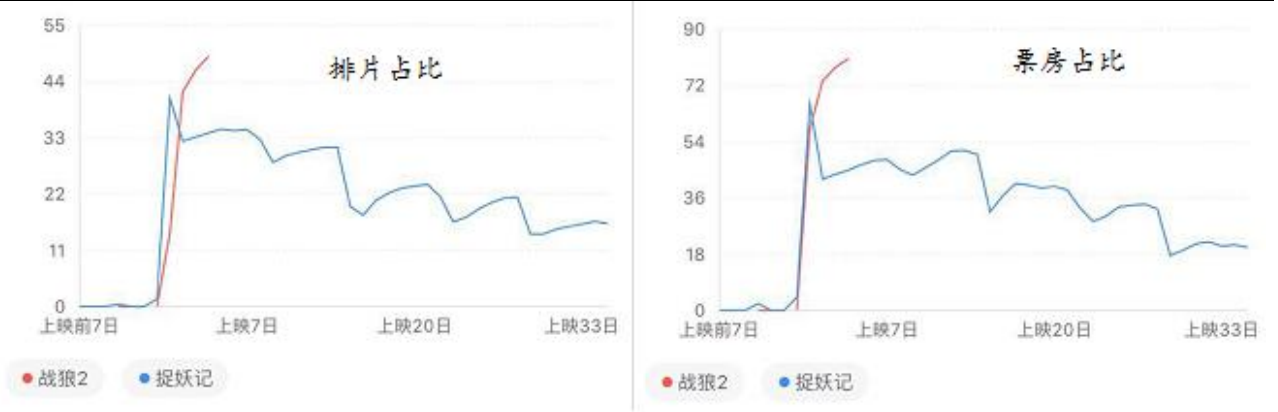
《战狼 2》与《捉妖记》的票房走势



资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

在排片和票房占比方面，《战狼 2》的走势也更强，上映首日《战狼 2》的排片仅为 14.5%，远不及《捉妖记》首日排片的 40.7%，首日票房占比方面，《捉妖记》66%高于《战狼 2》的 58.2%。但是后期走势上，《战狼 2》发力明显，排片占比过 50%，票房占比超 70%，累计票房收入顺其自然的高于《捉妖记》。

《战狼 2》与《捉妖记》的排片和票房占比走势



资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

假设：《战狼 2》的后期票房走势与《捉妖记》趋同

根据《捉妖记》的历史数据可知，影片上映第五日为周一，票房对比第四日下降了约 40%，第六日下降了 44%，第七日下降了 50%，我们假设《战狼 2》的票房走势一致，则可以测算出《战狼 2》第五/六/七天的票房分别为 2.12 亿/1.98 亿/1.75 亿，可计算出《战狼 2》上映 7 天的累计票房为 15.6 亿。《最后根据上映 3 天票房占比和上映 7 天占比可以预测出《战狼 2》的最终票房分别为 35.81 亿/39.48 亿。

以《捉妖记》作对比测算《战狼 2》的最终票房

		捉妖记		战狼 2	
星期	上映	排片占比	票房 (亿)	排片占比	票房 (亿)
四	第一天	40.70%	1.63	14.50%	1.01
五	第二天	32.30%	1.35	42%	2.13
六	第三天	33.20%	1.85	46.20%	3.1
七	第四天	33.90%	1.81	49%	3.52
一	第五天	34.70%	1.09	52%	2.12
二	第六天	34.40%	1.02	54.20%	1.98
三	第七天	34.60%	0.9	55.80%	1.75

测算条件	第五天/第四天	60%	同比例测算《战狼 2》	
	第六天/第四天	56%	同比例测算《战狼 2》	
	第七天/第四天	50%	同比例测算《战狼 2》	
	《捉妖记》累计票房 (亿)	24.4	《战狼 2》票房预测 (亿)	
	上映 7 天占总票房比	40%	按上映 7 天占比测算 (亿)	39.48
	上映 4 天占总票房比	27%	按上映 4 天占比测算 (亿)	35.81

资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

方法二：多维度测算《战狼 2》总票房，预测范围：23 亿-39 亿

仅以《捉妖记》为参考标的做《战狼 2》的票房预测略显单薄，因此我们选取 2015 年、2016 年暑期档（7-8 月）票房 TOP5 的票房数据做参考，分别计算影片上映 4 日票房占比和上映 7 日票房占比情况。因为普通的 TOP5 难以反映类似《战狼 2》爆款电影的实际情况，我们设置了一个测试范围，条件是 2015、2016 年 4 日票房占比/7 日票房占比的均值与《捉妖记》4 日票房占比/7 日票房占比，分别做预测的下限条件和上线条件，我们最终预测《战狼 2》的票房区间为：23 亿-39 亿。

多维度预测《战狼 2》总票房

	影片	上映时间	上映 4 天票房	上映 7 天票房	总票房	4 日占比	7 日占比
2016	盗墓笔记	2016/8/5	5.02	7.17	10.05	50%	71%
	绝地逃亡	2016/7/21	4.04	5.5	8.9	45%	62%
	寒战 2	2016/7/8	3.43	4.59	6.78	51%	68%
	使徒行者	2016/8/11	2.39	3.38	6.06	39%	56%
	大鱼海棠	2016/7/8	2.65	3.61	5.65	47%	64%
2015	捉妖记	2015/7/16	6.65	9.66	23.93	28%	40%
	煎饼侠	2015/7/17	5.08	6.91	11.6	44%	60%
	西游记之大圣归来	2015/7/10	1.26	2.99	9.51	13%	31%
	终结者：创世纪	2015/8/23	3.27	4.63	5.5	59%	84%
	滚蛋吧！肿瘤君	2015/8/13	1.85	2.72	4.89	38%	56%
	平均值					41%	59%
《战狼 2》总票房预测（亿）							
		以 4 日占比预测			以 7 日占比预测		
《战狼 2》4 日票房	9.76	41%	35%	28%	59%	50%	40%
《战狼 2》7 日票房	15.61	23.80	28.29	34.86	26.46	31.54	39.03
《战狼 2》票房预测范围（亿）	23 亿-39 亿						

资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

总结：

- 无论采用《捉妖记》对比方法还是采用 2015、2016 暑期档 TOP5 数据方法，我们都可以看出《战狼 2》票房走强的大趋势是确定的。
- 由于普通影片 4 日/7 日票房占比会拉高爆款影片《战狼 2》的 4 日/7 日票房占比，不能很好的反应影片的口碑及长尾效应，因此我们再对 2015 年、2015 年 4 日/7 日票房占比均值（41%和 59%）和《捉妖记》的 4 日/7 日票房占比数值（28%和 40%）求平均值，分别为 35%和 50%，以此为测算条件，我们的判断《战狼 2》票房最终

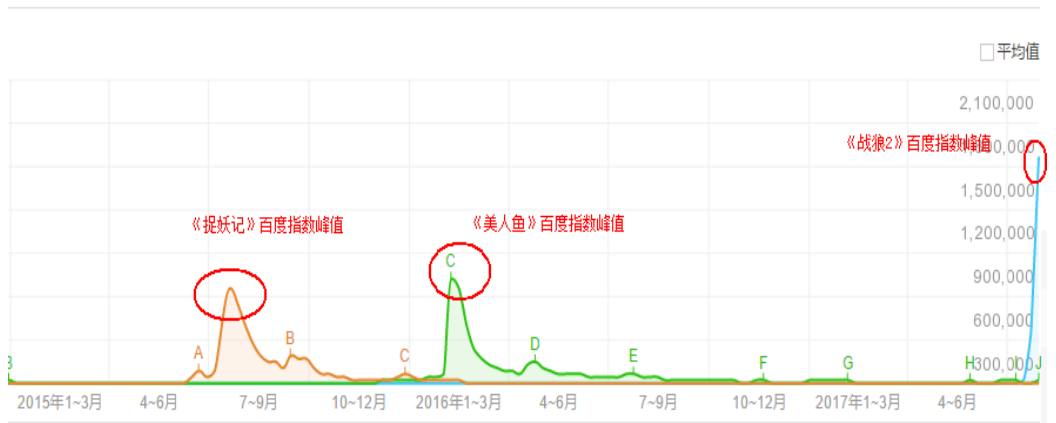
区间应该为 28 亿-31 亿。

- 如果乐观一些采用《捉妖记》的票房占比方法，《战狼 2》的最终票房可能突破 35 亿。最终无论票房数值是多少，《战狼 2》就是一部爆款国产影片。

高热度和口碑是支撑我们预测的重要条件

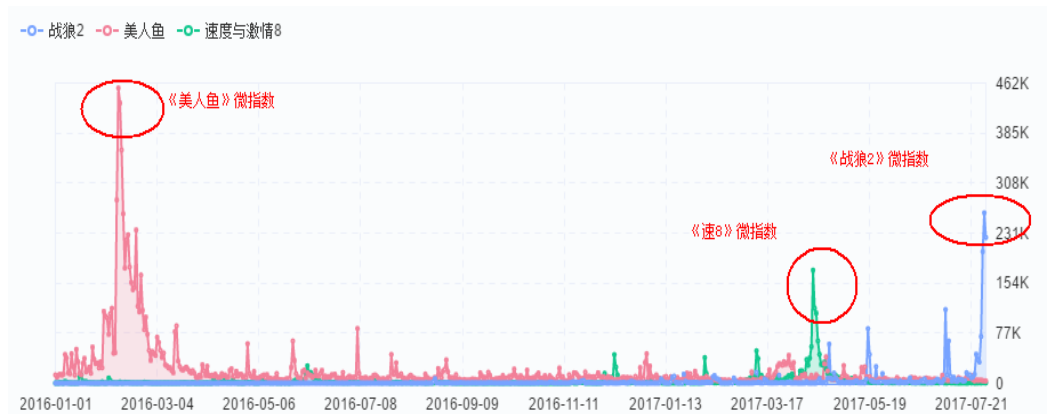
为了获得《战狼 2》的热度，我选用百度指数、新浪微指数和微信指数做参考。1) 百度指数对比《捉妖记》和《美人鱼》上映是的指数，可以清晰的看出，《战狼 2》的百度指数几乎是《捉妖记》和《美人鱼》百度指数的两倍。2) 新浪微指数，由于《捉妖记》的微指数较小，无法统计，故选择《美人鱼》、《速 8》做对比，《美人鱼》的微指数最高，与其所属春节档有关，而《速 8》的指数不如《战狼 2》；3) 微信指数对比，我们选取同期较为火热的《楚乔传》和女主演赵丽颖做对比，可以明显看出《战狼 2》的口碑在高速发酵。

《战狼 2》、《美人鱼》、《捉妖记》百度指数对比



资料来源：百度指数、国元证券研究中心

《战狼 2》、《美人鱼》、《速 8》新浪微指数对比



资料来源：新浪微指数、国元证券研究中心

《战狼 2》、《楚乔传》、赵丽颖微信指数对比



资料来源：微信指数、国元证券研究中心

3、作为保底发行方的北京文化收益是多少？

《战狼2》的最终票房尚无定论，因此我们对收益做了一个敏感性分析，分别测算票房在不同阶段情况下，北京文化作为保底发行方之一将收益的额度，我们认为北京文化最后的收益区间为 0.85 亿-1.17 亿。

北京文化保底发行收益的敏感性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	8亿以下	8-15亿	15-20亿	15-25亿	15-30亿	15-35
合计（保底发行方分成比例）	12%	25%	15%	15%	15%	15%
聚合影业比例	5.40%	13.75%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%
北京文化比例	6.60%	11.25%	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%
北京文化分段收益（亿）	0.21	0.31	0.16	0.33	0.49	0.65
	假设总票房8亿	假设总票房15亿	假设总票房20亿	假设总票房25亿	假设总票房30亿	假设总票房35亿
北京文化总收益（亿）	(1)=0.21	(1)+(2)=0.52	(1)+(2)+(3)=0.68	(1)+(2)+(4)=0.85	(1)+(2)+(5)=1.01	(1)+(2)+(6)=1.17

资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

票房为 35 亿情况下，保底方北京文化的收益测算

根据我们的测算方法，可以测算出北京文化的收益为：1.17 亿元（已扣除成本 1.4 亿）。

具体测算如下：

1) 票房在 8 亿以下部分

净票房收入=8*91.7%（1-专项金及税收 8.3%）=7.33 亿

制片方发行收入=7.33*43%（常规比例）=3.15 亿

保底发行票房分成=3.15*12%=0.38 亿

北京文化获利=3.15*6.6%=0.21 亿

2) 票房在 8 亿--15 亿部分 (7 亿)

净票房收入=7*91.7% (1-专项金及税收 8.3%) =6.42 亿

制片方发行收入=6.42*43% (常规比例) =2.76 亿

保底发行票房分成=2.76*25%=0.69 亿

北京文化获利=2.76*11.25%=0.31 亿

3) 票房超过 15 亿部分 (20 亿)

净票房收入=20*91.7% (1-专项金及税收 8.3%) =18.34 亿

制片方发行收入=18.34*43% (常规比例) =7.89 亿

保底发行票房分成=7.89*15%=1.18 亿

北京文化获利=7.89*8.25%=0.65 亿

票房 35 亿元的情况下, 北京文化可获利约 1.17 亿元 (0.21+0.31+0.65)。

4、暑期档还有重磅国产片上映, 9 月进口大片重启

暑期档还有一个月的时间, 国产电影保护期也随即结束, 未来一个月还有多部国产影片上线, 分别是 8 月 3 日的《三生三世十里桃花》、8 月 11 日的《心理罪》及《侠盗联盟》、8 月 17 日的《杀破狼·贪狼》等等。

8 月国产电影汇总表

影片	上映时间	主演	艺恩票房指数	涉及上市公司
三生三世十里桃花	8.3	杨洋、刘亦菲	75.23	光线传媒、万达电影、台基股份
心理罪	8.11	廖凡、李易峰	68.47	万达电影、东方明珠、光线传媒
侠盗联盟	8.11	刘德华、舒淇、让雷诺	54.17	引力传媒、中国电影、捷成股份
鲛珠传	8.11	王大陆、张天爱	44.59	上海电影
十万个冷笑话 2	8.18	动画	45.34	万达电影、奥飞娱乐、东方明珠

资料来源: 艺恩数据

9 月份开始, 进口大片将重新开始席卷国内票房市场, 北美票房冠军《敦刻尔克》将于 9 月 1 日上线还有《星际特工: 千星之城》、《蜘蛛侠: 英雄归来》、《猩球崛起 3》、《赛车总动员 3》等, 新一轮进口大片有望接棒带动国内票房市场。

下半年主要进口大片汇总

影片	上映时间	主演	艺恩票房指数	涉及上市公司
敦刻尔克	9.1	汤姆哈迪	61.81	中国电影
星际特工：千星之城	8.25	戴恩德哈恩	61.72	中国电影、基美影业
蜘蛛侠：英雄归来	9.8	汤姆贺兰德	60.93	中国电影
猩球崛起3	9.15	安迪瑟金斯	59.84	中国电影
赛车总动员3	46.08	欧文威尔逊	46.08	中国电影

资料来源：艺恩数据、国元证券研究中心

5、半年报业绩大增，影视作品频发

公司 2017 年 H1 净利润预期为 0.37 亿-0.4 亿，同比增长 263.17%-292.61%，业绩预期大增主要原因是 2016 年第二季度并入子公司世纪伙伴和浙江星河，已经减少亏损旅游资产所致，公司业务由旅游转向“影视+旅游”双业务，战略转型顺利进行。

公司 2017 年还有多部重量级影片上线，包括 5 亿元保底发行的《一代妖精》（冯绍峰、刘亦菲主演）、《英雄本色 4》（王凯、马天宇主演）、《芳华》（冯小刚导演）、《有房有车》等，电视剧有《沧海丝路》等及其他网剧，综艺节目《高能少年团》已在浙江卫视上线，反响良好。

同时，公司你 13 亿投资由乌尔善待遇的《封神》三部曲，影片计划与 2020-2022 年分别上映，《封神》是国内传统大 IP，由知名导演乌尔善加持，影片值得期待。

盈利预测及估值

“买入”评级，公司 2016 年完成对两个影视公司的并购重组工作，顺利实现公司转型，看好公司管理团队及未来在影视业务上的发展，我们预测公司 2017 年、2018 年 EPS 为 0.53 元、0.59 元，对应目前股价的 PE 分别为 34 倍、31 倍，给予“买入”评级。

风险提示：影视剧无法正常上线及表现不及预期，文化传媒政策监管风险

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn