



买入

55% ↑

目标价格:人民币 40.23

000802.CH

价格:人民币 26.00

目标价格基础:183倍 15年市盈率

板块评级:增持

北京文化

耦合资源矩阵, 打造国内一流综合性文娱集团

公司传统旅游业务包括潭柘寺、戒台寺、妙峰山、灵山, 龙泉宾馆等, 收入以及利润增速较为平缓。2013年底, 公司收购摩天轮文化 100% 股权, 开启文化产业征程。2014年8月, 公司拟面向生命人寿等 9 名特定投资者, 以 8.94 元/股的价格发行 37,071.39 万股, 共计金额 33.14 亿元——用于收购世纪伙伴、浙江星河、拉萨群像三家公司 100% 股权。此次非公开发行尚属于审核阶段, 若能顺利完成, 一批在影视行业具有影响力的幕后团队与北京文化将形成资本连接, 形成影视娱乐产业链上下游较为完整的布局, 帮助公司由旅游企业转型为综合性文娱集团。公司团队一流, 预计未来三年影视娱乐板块收入利润占比快速上升, 市值具备较大成长空间。我们预计 2015-17 年每股收益为 0.22、0.43、0.51 元, 给予公司 300 亿元市值目标, 对应增发后股本目标价 40.23 元, 首次评级买入。

支撑评级的要点

- **收购摩天轮文化开启文化产业征程:** 公司于 2013 年以 1.5 亿元收购摩天轮文化——2014 年完成了高票房影片《同桌的你》《心花路放》的投资发行工作。共计为公司贡献净利润 4,276 万元, 超额完成收购首年的业绩承诺。摩天轮文化核心创始人宋歌、杜扬从业多年, 具备丰富的影视剧投资制作宣发经验和较强的执行力。
- **收购三家影视相关公司, 完成产业链布局:** 公司计划以非公开发行资金收购世纪伙伴、浙江星河、拉萨群像三家公司 100% 股权。三家公司以资深影视从业人员为核心, 提供影视娱乐全产业链服务, 包括电视剧投资、艺人经纪、电影制作监制等。收购完成后, 公司拥有 4 家影视剧制作公司, 以及一家影院渠道 (艾美院线), 形成了较为完整的产业链布局。
- **成立并购基金实现外延扩张, 推动向文化旅游综合集团转型:** 公司与高览科技共同出资 1,000 万元人民币设立北京高览文化。高览文化将发起设立北京文化投资基金, 北京文化将出资 8,000 万元参与认购, 占基金份额 76%。北京文化投资基金将重点投资于文化传媒、旅游业、TMT 行业。预计公司继续在影视娱乐产业链上下游进行布局。

评级面临的主要风险

- 被收购公司业绩不达预期; 影视剧行业系统性风险。

估值

- 预计公司 2015-2017 年每股收益为 0.22、0.43、0.51 元, 给予公司 300 亿元市值目标, 对应增发后股本目标价 40.23 元, 首次评级买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 万元)	16,286	42,069	59,520	101,842	113,907
变动 (%)	(2)	158	41	71	12
净利润(人民币 万元)	3,255	7,984	16,310	32,277	37,630
全面摊薄每股收益(人民币)	0.087	0.213	0.219	0.433	0.505
变动 (%)	(39.8)	145.3	2.7	97.9	16.6
全面摊薄市盈率(倍)	299.5	122.1	118.9	60.1	51.5
价格/每股现金流量(倍)	562.7	(58.7)	281.2	329.0	56.3
每股现金流量(人民币)	0.05	(0.44)	0.09	0.08	0.46
每股股息(人民币)	0.020	0.021	0.023	0.044	0.051
股息率 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	121.5	30.9	76.2	157.4
相对深证成指	95.8	26.3	42.0	55.5

发行股数(百万)	389
流通股 (%)	96
流通股市值(人民币 百万)	9,746
3个月日均交易额(人民币 百万)	213
净负债比率 (%) (2015E)	净现金
主要股东 (%)	
中国华力控股集团有限公司	29

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以 2015 年 5 月 8 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务: 旅游综合

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

*杨艾莉为本报重要贡献者

目录

一、投资亮点.....	3
二、迈向综合性文化旅游集团路径一：收购摩天轮文化 100% 股权.....	5
三、迈向综合性文化旅游集团路径二：收购世纪伙伴、浙江星河、拉萨群像三家公司 100%股权.....	13
四、中国影视娱乐市场：尚处供给决定需求阶段，持续爆发式增长.....	21
五、非公开发行，引入生命人寿充足资本实力.....	24
六、盈利预测以及投资建议.....	25
七、主要风险.....	26
研究报告中所提及的有关上市公司.....	28

一、投资亮点

1、收购摩天轮文化开启文化产业征途，团队实力雄厚

公司于2013年底以1.5亿元收购北京摩天轮文化，开启转型文化产业征程。摩天轮文化承诺2014年净利润不低于1,537.03万元，实际净利润为4,276万元，扣非后净利润为4,201万元，超过原有业绩承诺2.73倍。摩天轮文化核心高管宋歌、杜扬在影视剧投资运作层面经验丰富、产业资源整合能力和执行力强。

摩天轮文化具备以下优势：

1) 深耕影视行业多年，熟悉行业运作

摩天轮文化董事长宋歌系资深影视投资人、出品人。曾担任完美时空董事长、万达影视总经理，主导了《宫锁沉香》、《警察故事2013》、《北京爱情故事》等多部影片的投资。总经理杜扬曾任华谊兄弟影视宣传总监、万达影视副总经理，精通影视剧投资制作和营销发行。宋歌、杜扬两人搭档多年，配合默契，在业内具有丰富资源和广泛人脉。

2) 管理层执行力强，眼光精准

精确捕捉市场热点，快速切入优质影片：2014年，摩天轮文化准确把握青春校园电影的热潮——投拍《同桌的你》，最终凭借热门的题材及优秀的电影宣发获得4.56亿票房，贡献营业收入3,870万元；摩天轮在徐峥主演的热门电影《心花路放》已经摄制完成的情况下，通过大胆的对赌协议获得《心花路放》的发行权。最终《心花路放》获得票房超过11亿元，远超过摩天轮可收回投资的票房数额（5亿元）。

3) 业内广泛合作，形成向心合力

摩天轮与新晋导演丁晟成立功做事文化，培养已经具备一定票房号召力的新锐导演。与中影集团、聚合影联有多次合作。其中，聚合影联主营业务为电影线上线下宣传发行，曾经为进口大片《超凡蜘蛛侠2》、《机械战警》、《重返地球》、《惊天危机》以及《同桌的你》、《心花路放》等影片提供影院阵地服务工作，是哥伦比亚影业在中国大陆地区的独家战略合作伙伴。

4) 今年将有两部高关注度影片上映

2015年摩天轮计划出品8部影视剧——其中包括《我的新野蛮女友》、《解救吾先生》两部拥有IP影响力及大腕明星的影视剧。《我的新野蛮女友》系中韩合拍片，享受两国产业政策保护，由原野蛮女友男主角车太贤，以及人气明星宋茜主演；《解救吾先生》预计将于2015年国庆黄金档上映，该片具备卡司阵容（刘德华、刘烨）、粉丝效应（TFBOYS）、特殊话题性和参与性（根据明星被绑架的真实故事改编），都将使其成为具有票房号召力和话题性的电影。

2、持续收购三家影视产业链上下游公司，完善产业布局

- 1) 2014年8月，公司计划以非公开发行的资金收购世纪伙伴、浙江星河、拉萨群像三家公司100%股权。三家公司分别在电视剧制作、艺人经纪、电影监制方面有核心人员：世纪伙伴的创作团队包括著名编剧严歌苓、电视剧导演张黎等。同时为核心创作者、演员成立独立工作室，帮助其商业化运作；浙江星河由“内地第一经纪人”王京花创办，目前拥有包括白百合、刘嘉玲、陈道明、梁家辉在内超过100名艺人的经纪合约；拉萨群像实际控制人陈国富被称为“华语片第一监制”，其任职华谊兄弟电影总监制期间，监制了《非诚勿扰》系列、《狄仁杰》系列等多部卖座电影。截至2013年底，陈国富监制的影片累积票房已经达到47亿元人民币。
- 2) 公司通过收购，由摩天轮、世纪伙伴、浙江星河、拉萨群像四家公司组成的影视娱乐板块已初具规模。四家公司分别布局影视大产业链下的艺人资源、投资制作、宣传发行等各个环节，可帮助北京文化形成完善的影视娱乐产业布局。

3、非公开发行充实资金，并购基金促外延发展

- 1) 公司计划面向生命人寿等9名特定投资者，以8.94元/股的价格发行37,071.39万股，共计金额33.14亿元。33.14亿元将用于收购世纪伙伴等三家公司。同时，非公开发行后，公司第一大股东将由华力控股变更为生命人寿。
- 2) 公司投资8,000万设立并购基金，将重点投资于文化传媒、旅游业、TMT行业。预计公司将继续在影视娱乐产业链上下游进行布局。未来并购基金将为公司带来财务回报、业务协同两方面的收益。

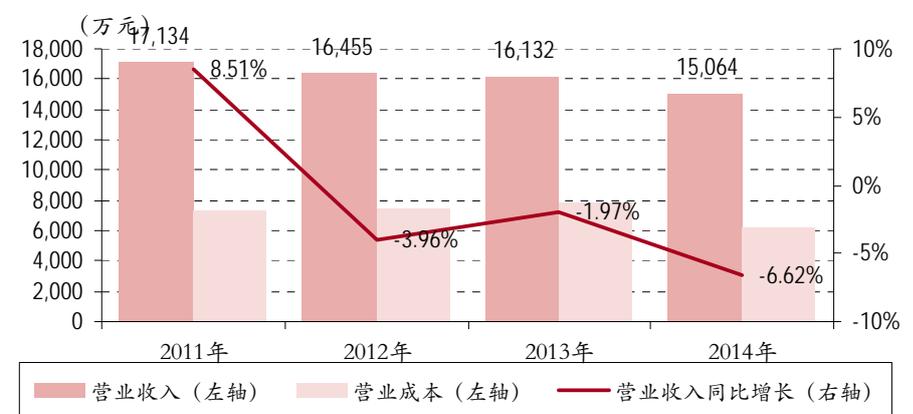
二、迈向综合性文化旅游集团路径一：收购摩 天轮文化 100% 股权

1、公司原有旅游业务：两山两寺

北京文化的旅游板块，目前主要拥有北京近郊的潭柘寺、戒台寺，妙峰山、灵山，龙泉宾馆。两山两寺属于北京近郊的老牌景区，其中潭柘寺距离北京市区 30 公里的门头沟镇，因“先有潭柘寺，后有北京城”而知名。

2012 年开始公司旅游板块营收逐年下滑，2012-2014 年旅游板块收入同比分别下降 3.96%，1.97%，6.62%。尤其以 2014 年下滑最为严重。

图表 1.2011-2014 年北京文化旅游业务营业收入及成本

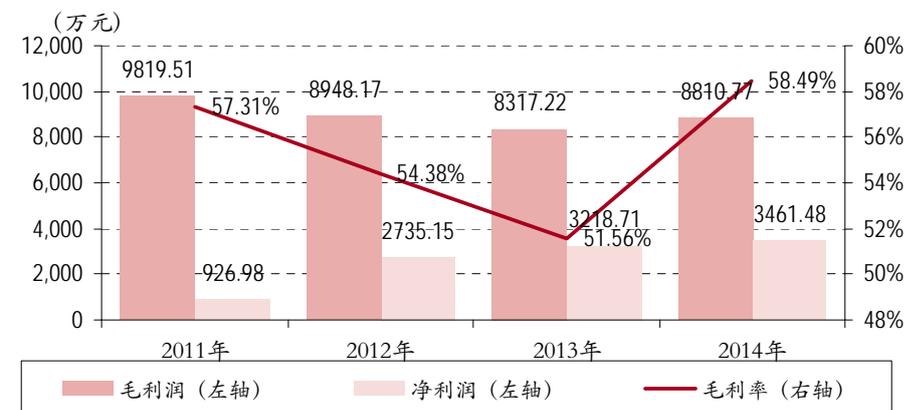


资料来源：公司公告，中银国际研究

与逐年下降的营收相比，公司毛利也出现震荡式下降。2011-2014 年，公司毛利分别为 9,820 万元、8,948 万元、8,317 万元、8,811 万元，毛利率为 57%，54%，52%，58%。

公司净利润从 2011 年的 927 万元逐渐上升至 2014 年的 3,461 万元，但整体净利润规模仍然偏小，成长空间不大

图表 2.2011-2014 年旅游业务毛利润、净利润情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

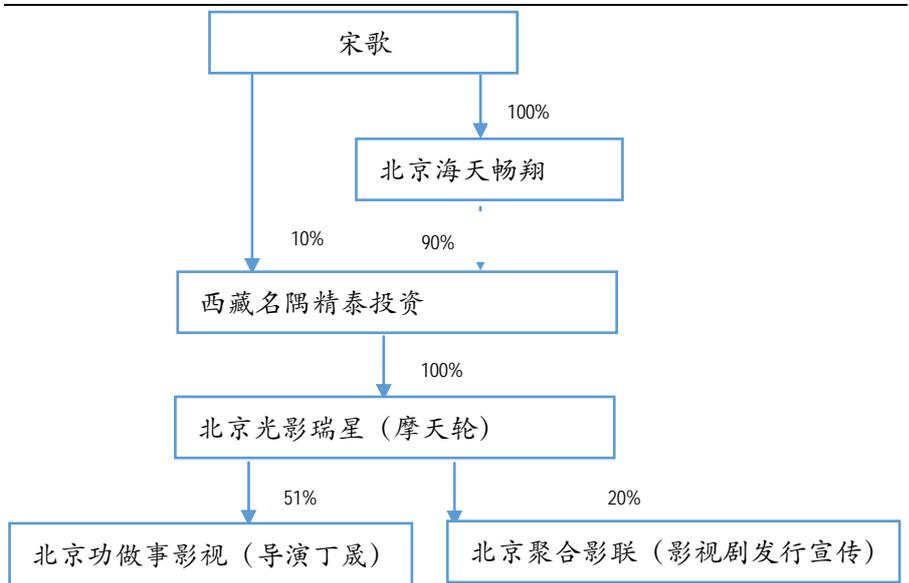
公司主要的两山两寺主要问题是景区品牌老化，缺乏特色。除潭柘寺外，其他景区缺乏吸引游客的鲜明特色和知名度。既难以吸引外地游客，对于北京本地游客也缺乏明显的亮点。

2、收购影视剧制作公司摩天轮 100% 股权，开启转型之路

1) 创始人拥有深厚的行业背景和资源

2013 年，公司以 1.5 亿元自有资金收购北京光景瑞星 100% 股权，光景瑞星（后改名摩天轮）的实际控制人为宋歌。根据协议，摩天轮的业绩承诺为 2014 年 1,537.03 万元，2015 年 2,441.90 万元，2016 年 3,043.08 万元，2017 年 4,022.44 万元。若未达到业绩，摩天轮将分别补偿公司 1,500 万元、2,000 万元、2,500 万元、2,500 万元。

图表 3. 摩天轮股权结构



资料来源：公司公告，中银国际研究

摩天轮实际控制人宋歌毕业于清华大学，曾任完美时空董事长、赛富亚洲投资基金风险合伙人、万达影视总经理等职，在任职完美时空期间，协助该公司于 2007 年在美国纳斯达克上市。宋歌曾担任生命人寿独立董事（目前已经卸任）。2011 年到 2013 年，宋歌担任万达影视总经理。在任万达影视总经理期间，宋歌主导了《太极侠》、《宫锁沉香》、《警察故事 2013》等多部影片。目前，宋歌共参与了十三部电影以及两部电视剧的投资工作。宋歌和与摩天轮总经理杜杨两人搭档多年，在行业内积累深厚。

目前，宋歌担任北京文化副董事长兼摩天轮董事长；杜杨担任北京文化副总裁、摩天轮总经理。

图表 4. 宋歌曾参与过的主要影片：

	影片	上映时间	担任职务	影片介绍
电影	七剑下天山	2005 年	投资人	徐克导演的武侠片，获得当年暑期档票房冠军，全年票房第四名
	非常完美	2009 年	投资人	章子怡范冰冰主演，中韩合拍片，韩国 CJ 集团参与投资。最早开创了“小妞电影”的潮流
	刺陵	2009 年	投资人	周杰伦、林志玲主演，台湾导演朱延平执导
	亲密敌人	2011 年	出品人	徐静蕾执导并主演的电影
	边境风云	2011 年	出品人	王珞丹、孙红雷主演
	听风者	2012 年	出品人	周迅、梁朝伟主演，麦兆辉、庄文强导演；悬疑谍战片
	Hold 住爱	2012 年	出品人	刘恺威、杨幂主演
	太极侠	2013 年	出品人	基努里维斯导演
	宫锁沉香	2013 年	出品人	周冬雨、陈晓主演，《宫》系列第四部
	同桌的你	2014 年	出品人	周冬雨、林更新主演，高晓松担任制片人，最终票房 4.56 亿元
电视剧	心花路放	2014 年	出品人	徐峥导演，最终票房 11.69 亿
	人到中年	2009 年	投资人	陈冲、冯远征主演，33 集电视剧
	人生无悔	2010 年	投资人	耿乐主演，35 集电视剧

资料来源：艺恩咨询，中银国际研究

总经理杜扬曾任华谊太合影视宣传总监、完美时空总经理、万达影视副总经理等职，参与电影二十余部，累计票房 15 亿元。杜扬是国内少有的既精通电影的投资制作，又深谙发行营销的职业经理人。她曾参与电影的开发、制作、发行、营销等多个环节。

- **丰富海外合作经验：**从任职华谊兄弟开始，杜扬就频繁与海外制片公司接触，曾与哥伦比亚影业公司、华纳兄弟、环球影业等多家进行合作。在宋歌投资，杜扬任总制片人的电影《非常完美》中，中方投资 75%，韩国 CJ 娱乐集团投资 25%。导演金依萌在首次执导的情况下，即邀请到章子怡、范冰冰出演。2009 年上映的《非常完美》获得超过一亿的票房，同时也开启了“小妞电影”的潮流。
- **新导演的开发：**国内新一代导演陆川、金依萌都是在杜扬的发掘下，首部电影即获得了资金雄厚的制作方支持。他们的首部电影（《寻枪》、《非常完美》）都获得了较大的影响力。
- **清晰的商业眼光：**杜扬在与高晓松合作《大武生》之后，清晰的判断到国内观众对青春校园电影的需求，于是用高晓松的经典代表作品《同桌的你》制作了同名电影。
- **重视宣传发行工作：**杜扬强调制作和营销“两条腿走路”，对电影前期中期后期的营销有严格的部署，重视剧照摄影、影片的新媒体宣传。杜扬在《同桌的你》拍摄期间，在纽约时代广场组织快闪活动，其独创性也符合当下年轻观众的眼光。《同桌的你》发行方之一光线传媒采用驻点发行模式，为影片在各个城市争取了更多排片。《同桌的你》获得光线的发行，也是由于杜扬与光线方面良好的关系。

杜扬多年积累的电影合拍经验，也将在未来的为摩天轮带来更多合拍片的投资发行机会。

图表 5.杜扬曾参与过的主要影片：

	名称	上映/播出时间	简介
电影	大腕	2001	冯小刚经典喜剧贺岁片，由葛优、关之琳主演
	寻枪	2002	导演陆川执导的首部电影，由姜文、宁静主演，入选威尼斯电影节竞赛单元
	卡拉是条狗	2003	葛优主演，路学长导演，获华语电影传媒大奖最佳电影奖
	天地英雄	2003	何平导演，赵薇、姜文主演，哥伦比亚电影、华谊、西安电影制片厂联合出品
	可可西里	2004	陆川执导，获得东京电影节评委会大奖、金马奖最佳影片
	情人结	2005	赵薇、陆毅主演，霍建起导演
	狼灾记	2009	田壮壮导演，日本、美国、台湾演员共同出演
	刺陵	2009	周杰伦、林志玲主演，台湾导演朱延平执导
	南京南京	2009	刘烨、高圆圆主演，陆川导演，获圣塞巴斯蒂安国际电影节金贝壳奖
	非常完美	2009	章子怡范冰冰主演，中韩合拍片，韩国 CJ 集团参与投资。最早开创了“小妞电影”的潮流
	大武生	2011	高晓松执导，洪金宝担任动作导演，韩庚、吴尊、徐熙媛主演的武侠电影。
	宫锁沉香	2013	周冬雨、陈晓主演，《宫》系列第四部
	同桌的你	2014	周冬雨、林更新主演，高晓松担任制片人。最终票房 4.56 亿元
	人到中年	2009	陈冲、冯远征主演，33 集电视剧

资料来源：艺恩咨询，中银国际研究

2) 摩天轮成功参投高票房影片，超额完成业绩承诺：

摩天轮成立之后，自 2013 年开始从事影视剧的投资，投资的影片《同桌的你》（投资比例为 30%），片名为高晓松同名歌曲，本身已经具有热门 IP 的潜质；参与发行的影片《心花路放》因为有了徐峥的《泰囧》珠玉在前，在上映前已经获得了广泛关注。

《心花路放》中，摩天轮为了取得发行权，提出了大胆的对赌协议：摩天轮和中影北京分公司共同承诺，将向宁浩等制片方按照 1.5 亿元进行分成。且摩天轮在影片宣发期间，投入不超过 5,000 万元的宣发费用。最终，《心花路放》获得票房超过 11 亿元，远超过摩天轮可收回投资的票房数额（5 亿元）。

摩天轮公司在被收购当年（2013 年）实现营收 87.7 万元，净利润亏损 381.11 万元。在 2014 年，《同桌的你》+《心花路放》共获得 16 亿票房，为北京文化贡献营收 2.3 亿元，净利润 4,276 万元，扣非后净利润为 4,201 万元，占归属于母公司净利润的 53.57%，超额完成了其收购时的业绩承诺（1,537 万）。

3) 业内广泛合作，形成合力：

■ 与导演丁晟成立功做事影视，投资新一代导演资源：

2013 年 7 月，摩天轮与导演丁晟签订协议，双方成立北京功做事影视公司，摩天轮持有公司 51% 股份，导演丁晟持有 49%。根据协议，功做事影视的日常运营由丁晟负责，在双方合作的每个年度内，丁晟至少需要开发一个可投资的影视项目，由新公司进行运作。且丁晟承诺自新公司成立三年内，要排他性的服务于功做事影视公司。

丁晟与《画皮 2》导演乌尔善类似，拍摄广告片出身，执导的电影都获得了高票房。在 2013 年，丁晟执导的成龙贺岁片《警察故事 2013》获得 5.3 亿票房，成为当年贺岁档第 4 大票房影片。除《警察故事 2013》外，丁晟还与成龙合作过《大兵小将》，这部在 2010 年上映的贺岁片取得了 1.5 亿票房的成绩，位列当年华语片票房第 7 名。目前，由丁晟执导的新片《解救吾先生》，由刘德华、刘烨、TFBOYS 的王千源共同主演，预计将在 2015 年 9 月上映。

我们认为，摩天轮通过和丁晟成立公司，对业内的新一代导演资源进行绑定。根据协议，丁晟每年至少需要开发一个可投资的影视项目。保证了公司可以持续的拥有优秀的导演资源供给。而在摩天轮的帮助下，丁晟也有机会和陆川、金依萌一样，获得专业的制作团队，帮助其影片获得更大的市场影响。

■ 营销发行公司合作

摩天轮与聚合影联在 2014 年起开始合作影视剧的发行、宣传业务，成功发行了票房超过 10 亿的电影《心花路放》。目前，聚合影联主营业务为电影发行宣传，包括面向在线售票公司的发行合作及线下影院驻点发行。公司为进口电影《超凡蜘蛛侠 2》、《机械战警》、《重返地球》、《惊天危机》以及《同桌的你》、《心花路放》等影片提供发行宣传服务工作。值得关注的是，聚合影联是哥伦比亚影业在中国大陆地区的独家战略合作伙伴。

■ 与中影股份合作

摩天轮多次与中影股份合作：在《心花路放》中，摩天轮与中影股份北京电影发行分公司为发行方。在美国传奇影业制作的大片《第七子》中，摩天轮和中影股份均参与投资。

4) 2015 年——聚焦 2 部重点电影及 4 部电视剧

2015 年，摩天轮计划出品 8 部影视剧，其中包括《我的新野蛮女友》、《解救吾先生》等拥有强大 IP 影响力及大腕明星的影视剧。

图表 6.摩天轮 2015 年拟出品计划

	片名	拍摄进度	影片说明
电影	《第七子》	已上映	美国传奇影业制作，环球影业发行，公司投资比例较小，参与全球分账
	《天生我刺》	后期制作	动画电影，导演黄健明曾经入围艾美奖。电影运用大量 CG 动画技术，预计 2015 年年底上映
	《解救吾先生》 (又名《解救吾先生》)	后期制作	刘德华、刘烨、TFBOYS 王千源、吴若甫共同主演的动作犯罪片，故事根据 11 年前轰动全国的明星吴若甫绑架案改变。定于国庆档上映。
	《我的新野蛮女友》	拍摄	宋茜、车太贤主演，中韩合拍片
电视剧	《真相》	后期制作	
	《实习生》	后期制作	
	《无名者》	后期制作	
	《恶老板》	后期制作	

资料来源：公司公告、中银国际证券

■ 《解救吾先生》由摩天轮旗下北京功做事影视拍摄。目前暂时为功做事影视独家投资。功做事影是由摩天轮文化和新锐导演丁晟共同成立。其股权结构为摩天轮文化占 51%，丁晟占 49%。功做事影视法定代表人为杜扬，总经理为丁晟。

■ 《我的新野蛮女友》由摩天轮、星河文化、星河恒扬、韩国 SHINCINE 制作公司联合出品，其中摩天轮的投资比例为 20%。电影拍摄费用为 3,200 万人民币，电影宣发费用中国地区为 2,000 万元人民币、韩国地区为 1,000 万人民币。中方投资者优先从中方发行区域产生的净收入中回收成本。SHINCINE 优先从韩国发行区域产生的净收入中回收成本。扣除制作、发行费用后，净利润分成比例为摩天轮 12.8%、星河文化及星河恒扬 6.4%，SHINCINE 投资 44.8%，SHINCINE 制作 36%。

图表 7. 《我的新野蛮女友》分成示意图

	制作费用: 3,200 万人民币			
	宣发费用: 2,000 万人民币 (中国) +1,000 万人民币 (韩国)			
(%)	摩天轮	星河文化、星河恒扬	SHINCINE 投资	SHINCINE 制作
投资比例	20	10	70	0
净利润分配比例	12.8	6.4	44.8	36

资料来源: 公司公告、中银国际研究

■ 《解救吾先生》

《解救吾先生》以影视明星吴若甫被绑架的真实故事改编,《解救吾先生》是“解救吴先生”的谐音。我们认为该片会成为今年具有话题性、高票房的影片。原因如下:

- 1) 题材独特:** 本片以轰动全国的吴若甫被绑架的事件为故事蓝本,以明星真人改编的电影剧本,本身具备稀缺性。同时,当事人吴若甫亲自参演该片,扮演警察的角色,使得该片更具话题性。
- 2) 卡司组合覆盖全年龄段:** 本片主演包括刘德华、刘烨、吴若甫和 TFBOYS 王千源。卡司组合既包含刘德华、刘烨等老牌演员,又包含在青少年中受欢迎的 TFBOYS 成员。影片演员做到了对观众的全年龄段覆盖。
- 3) 导演经验丰富:** 本片导演为功做事影业总经理丁晟。丁晟导演曾执导过成龙主演的贺岁片《警察故事 2013》。该片讲述的是成龙扮演的警察父亲解救自己女儿的故事,与《解救吾先生》故事结构有相似。丁晟已经积累了拍摄此类型影片的丰富经验。
- 4) 档期优质:** 目前,《解救吾先生》定于 2015 年国庆档上映。过去三年,国庆黄金周票房分别为 3.96 亿元、6 亿元、10.48 亿元。预期《解救吾先生》也将分享国庆档的高票房。

《解救吾先生》从题材、卡司组合、导演、档期等方面,都体现出宋歌和杜扬在电影投拍、制片发行等方面的丰富经验。

■ 《我的新野蛮女友》

《我的新野蛮女友》由摩天轮、星河文化、星河恒扬、韩国 SHINCINE 制作公司联合出品。其中摩天轮的投资比例为 20%。该片拥有以下亮点:

- 1) 中韩协议后首部合拍片:** 《我的新野蛮女友》是中韩两国签署《中韩电影合拍协议》后开拍的首部中韩合拍片。享受中韩两国的国产片待遇。
- 2) 经典故事 IP 资源:** 《我的野蛮女友》于 2001 年在韩国上映,凭借优质的故事和演员组合风靡韩国。2012 年,野蛮女友被翻拍成为电视剧,由彭于晏和张檬主演,并于湖南卫视播出。野蛮女友所具有的良好观众基础,也成为其一再被翻拍和关注的原因。
- 3) 受欢迎的演员组合:** 本片由《我的野蛮女友》原男主角车太贤、韩国女子组合中国籍成员宋茜担任男女主角。男女主角在中韩两国都具有号召力和观众缘。

我们认为,除财务回报外,《我的新野蛮女友》为公司带来两方面制作经验:

- 1) 与海外制作团队合作:** 《我的新野蛮女友》在制作上由韩国团队主导,导演赵根植曾执导过《大口狗谈恋爱》和《那年夏天》等韩国影片。与海外团队的深度合作的经验将帮助公司积累更多影视剧制作经验和国际合作能力。

2) **被并购公司之间的协同效应:**《我的新野蛮女友》中方投资者包括摩天轮文化和浙江星河。其中浙江星河为公司拟收购对象。未来,在公司并购的多家影视娱乐公司之间,可以资源共享、互补合作。

■ **《第七子》参与全球分账:**《第七子》由美国传奇影业的《哥斯拉》原班团队制作,环球影业全球发行。中影股份和摩天轮均参与投资。该片投资方参与全球分账。《第七子》的小比例投资为摩天轮积累了海外影视剧投资的经验。同时,这也是摩天轮继《心花路放》后,第二次与中影股份共同合作参与一部影片。

3、收购院线公司,获得线下渠道资源

2014年4月,公司以335万元收购艾美(北京)影院投资有限公司100%股权。目前已完成工商变更手续,艾美影院成为公司的全资子公司。在本次非公开发行后,公司将利用募集资金对艾美影院增资3亿元,用于艾美院线在全国开设影院。

艾美院线计划于2015-2017年在全国布局15家电影院,预计今年将开设3家影院,目前银川项目已经进入试营业阶段。拥有院线后,公司的影视娱乐产业布局将更加完善。院线业务将帮助公司投拍的影片拥有更好的放映渠道。

同时,公司与成都文旅集团合作的景区院线项目,也有利于充分利用公司过去旅游经营的优势。未来或将艾美院线打造成为一条城市影院和景区影院兼备的特色院线。

1) **城市影院:**2014年艾美院线总计拓展洽谈23个影院项目,包括北京、上海、深圳、成都、昆明、银川等地,为院线未来3-4年发展储备了影院项目。现已完成石嘴山汉唐商业街影院项目、昆明呈贡哈弗涌鑫中心影院项目的签约工作,银川院线项目于2014年12月已经进入试营业阶段。

2) **景区影院:**与成都文旅集团基本达成景区院线合作共识,由北京文化控股40%-60%共同出资成立艾美院线西南公司,合作开办运营成都宽窄巷子、西岭雪山、金沙剧场、安仁古镇、成都体育中心等成都文旅集团旗下的不同业态的院线项目。

景区影院定位与普通商业影院不同:公司计划利用已有团队的制作能力,为相关景区拍摄人文、风景纪录片,在景区影院进行播放。同时,景区影院也兼有商业电影播放,经典电影再放映等功能。景区影院可以提高游客在景区的驻留时间,功能灵活,包括为住宿的游客提供晚间的电影放映、游客小团队包场等。全国尚无成体系的景区院线项目。公司将利用自身在景区经营上的积累,探索景区特色影院。

从目前的影院建设计划来看,景区影院占比约为70%,共9家,城市影院占比约为30%,共4家。北京文化在旅游景区经营上所积累的经验将应用于景区影院的建设。把艾美院线打造成一条有品牌特色的院线,与其他老牌院线形成差异化竞争。

图表 8. 艾美院线 2014-2016 年计划建设情况

影院名称	位置	开工时间	面积 (平方米)	投资金额 (万元)
银川大世界艾美	银川市	2014 年	4,000	3,000
安仁古镇艾美	成都市	2014 年	待定	1,000
贵阳世纪汇艾美	贵阳市	2014 年	4,556	3,100
宽窄巷子艾美	成都市	2014 年	待定	1,400
潭柘寺艾美	北京市	2015 年	300	800
西岭雪山艾美	成都市	2015 年	待定	1,800
平乐古镇艾美	邛崃市	2015 年	待定	1,000
石嘴山艾美	石嘴山市	2015 年	5,100	2,700
永宁中华回乡文化园艾美	宁夏永宁县	2015 年	待定	1,000
重庆鲜花港艾美	重庆市	2015 年	1,200	1,800
宁夏沙湖景区艾美	宁夏是	2015 年	1,600	1,000
武汉吉庆里艾美	武汉市	2016 年	6,000	3,000
昆明涌鑫哈弗中心艾美	昆明市	2016 年	4,363	2,600
其他项目				5,800

资料来源：公司公告、中银国际研究

三、迈向综合性文化旅游集团路径二：收购世纪伙伴、浙江星河、拉萨群像三家公司 100% 股权

2014 年公司计划通过非公开发行，分别以 13.5 亿元、7.5 亿元、4.2 亿元收购电视剧投资人娄晓曦、知名经纪人王京花、电影监制陈国富三人旗下公司的 100% 股权。三家公司承诺 2015 年净利润分别不低于 1.1 亿元、6,530 万元和 3,630 万元。由宋歌牵线搭桥的本次收购中，娄晓曦、王京花、陈国富与宋歌、杜杨类似，都曾在国内知名影视公司（华谊兄弟）工作，后离职创办自己的公司。根据三家被收购公司与北京文化协议，三家公司 2015-2017 年度承诺净利润分别不能低于：

- 世纪伙伴：人民币 11,000 万元、13,000 万元和 15,000 万元；
- 浙江星河：人民币 6,530 万元、8,430 万元和 10,040 万元；
- 拉萨群像：人民币 3,630 万元、4,680 万元和 5,600 万元。

1、娄晓曦旗下世纪伙伴——聚焦电视剧行业

1) 世纪伙伴团队拥有多名资深影视制作人，作品丰富产出高

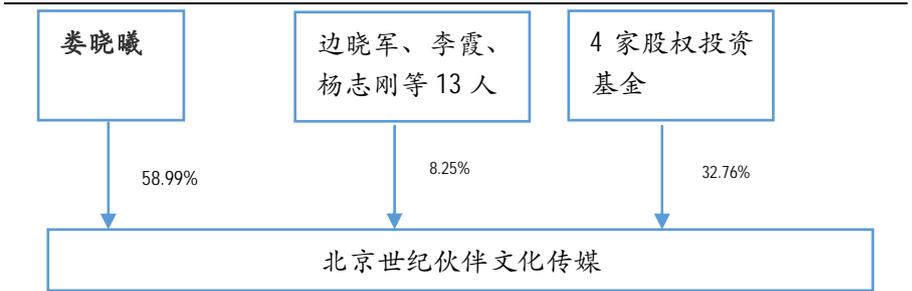
世纪伙伴文化由娄晓曦于 2006 年创办，主要经营电影、电视剧、舞台剧的策划投资制作，目前公司共出品了 14 部电视剧、3 部电影以及 1 部舞台剧。其主要的创作团队包括著名编剧严歌苓、电视剧导演张黎、制片人边晓军等。世纪伙伴为编剧、导演、制片人分别开设有张黎工作室、徐浩峰工作室、乔梁工作室、胡凡工作室、吴林励工作室、张宝月工作室、纸兵工作室；旗下影视演员宋佳、杨志刚也开设有自己的工作室。

图表 9. 世纪伙伴主要创作团队

姓名	职务	作品
严歌苓	董事、文学顾问	电影《归来》《金陵十三钗》《梅兰芳》等；电视剧作品：《四十九日·祭》、《小姨多鹤》、《幸福来敲门》、《娘要嫁人》等。
张黎	电影出品总监	电视剧导演作品：《走向共和》《军人机密》《锦衣卫》、《大明王朝 1566》《中国往事》《人间正道是沧桑》《圣天门口》、《九年》等；电影摄影作品：《红樱桃》、《红色恋人》《横空出世》《一声叹息》《大腕》《天下无贼》、《夜宴》、《赤壁》等。
边晓军	副董事长、电视剧出品中心总监	著名影视剧策划、影视剧制作人。代表作品：《过把瘾》、《爱你没商量》、《铁齿铜牙纪晓岚》、《将·军》、《红娘子》《东边日出西边雨》《红色》《四十九日·祭》《勇敢的心》等。
胡晓峰	电影制作顾问	电影制片作品：《活着》、《摇啊摇，摇到外婆桥》《我的父亲母亲》《一个都不能少》《我和爸爸》《夜宴》《赤壁（上）》《唐山大地震》《一九四二》《私人定制》等。
李霞	副总经理、娱乐营销中心总监	著名主持人，曾策划主持娱乐资讯节目《娱乐现场》、CCTV《同一首歌》、美国 MTV《天籁村》

资料来源：世纪伙伴公司网站，中银国际研究

从股权结构来看，娄晓曦持有世纪伙伴 58.99% 股份，为第一大股东。世纪伙伴旗下高管、工作室导演、编剧也分别持有公司部分股权。

图表 10.世纪伙伴股权结构


资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 11.世纪伙伴出品的主要影视剧作品

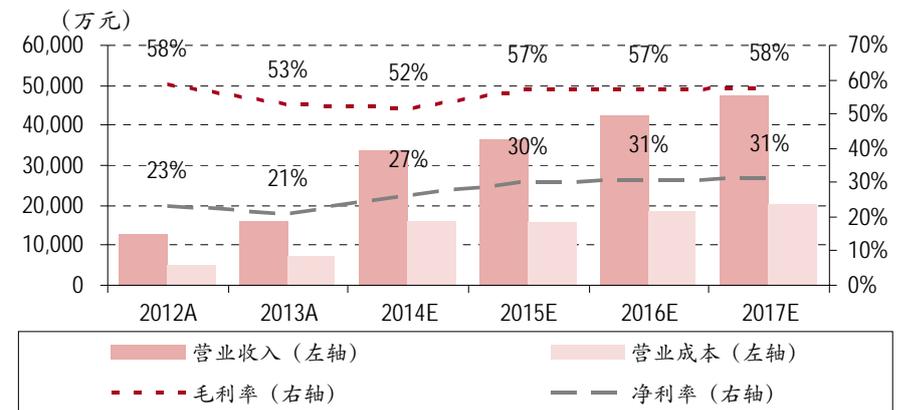
	名称	长度	出品时间	主创	首轮播出平台	合计贡献收入 (万元)
电视剧	谈判冤家	36 集	2014 年	陈数、王雷主演	东方卫视	4,528
	良心	33 集	2014 年	姜武、颜丙燕主演	陕西卫视、河南卫视	1,681
	四十九日祭	42 集	2014 年	严歌苓编剧，张黎导演，张嘉译、宋佳、胡歌主演	湖南卫视	10,754
	神机妙算刘伯温	40 集	2014 年	王刚、王姬主演	北京卫视大年初二首播	933
	勇敢的心	76 集	2014 年	边晓军制片，杨志刚、杜若溪主演	北京、江苏、天津、山东卫视	20,975
	伙伴夫妻	31 集	2013 年	姜武、颜丙燕主演	黑龙江卫视	未披露
	红色	48 集	2013 年	边晓军制片，张鲁一、陶红主演	北京、山东、湖北、重庆卫视	5,290
	红娘子	45 集	2011 年	边晓军制片，王珞丹、刘威、杨志刚主演	江苏卫视首轮，广东、黑龙江、辽宁、中国教育-1、山东、山西六大卫视二轮	8,334
	顾乐家的幸福生活	32 集	2011 年	边晓军制片，张国强、姜宏波主演	江西卫视	
	外姓兄弟	30 集	2010 年	范明、倪大红主演	中央电视台第八套	
	将军	39 集	2009 年	边晓军制片，黄海波、陈数主演	山东、江西、黑龙江、云南卫视	1,028
	风雨唐人街	26 集	2008 年	严歌苓原著，苗圃、寇世勋主演	中央电视台第八套	2,846
	人间情缘	32 集	2008 年	边晓军制片，邓超、范冰冰主演	吉林、辽宁、深圳、云南卫视	
电影	刺陵		2009 年	周杰伦、林志玲主演，朱延平导演		
	在一起		2013 年	甄子丹、陈妍希主演		
	师父		2014 年	廖凡、宋佳、蒋雯丽主演		
舞台剧	金陵十三钗		2013 年			

资料来源：公司公告，中银国际研究

2) 未来三年达到 4 亿营收

根据公告披露，世纪伙伴 2012-2013 年营业收入分别为 1.27 亿元、1.60 亿元，净利润分别为 2,979 万元、3,323 万元。公司承诺——预计公司 2014-2017 年，营业收入分别为 3.38 亿元、3.62 亿元、4.24 亿元、4.76 亿元，年复合增长 12.1%；净利润预计为 0.9 亿元、1.1 亿元、1.23 亿元、1.49 亿元。

图表 12. 世纪伙伴文化 2012-2017 年主要财务数据



资料来源：公司公告，中银国际研究

3) 核心团队成员经验丰富，帮助公司多元化经营：目前，世纪伙伴以电视剧制作业务为核心。但值得注意的是，世纪伙伴副总经理李霞曾任 MTV 中文台著名主持人，在娱乐节目制作方面拥有经验。未来在电视制播分离的大背景下，公司可以积极拓展综艺、娱乐等多种节目形式。

2、王京花旗下浙江星河——艺人经纪龙头

浙江星河成立于 2012 年，是由“内地第一经纪人”王京花创建。王京花系内地最早从事艺经纪的第一代经纪人。王京花合作并运营过范冰冰、李冰冰、白百合、耿乐、关之琳、郭京飞、郭晓冬、胡军、黄志忠、柯蓝、刘嘉玲、陆毅、宋佳、佟大为、钟楚红、朱雨辰等数位艺人。

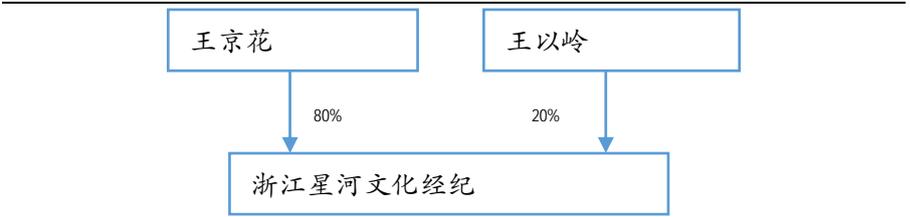
2000-2005 年，王京花任职于华谊兄弟经纪公司，担任总裁一职，全权负责华谊的艺人经纪业务。2005 年，王京花带领陈道明、刘嘉玲、胡军、杨紫琼等明星转投到橙天娱乐。2008 年，王京花离开橙天娱乐，与导演张黎开设个人工作室。王京花此前创建的北京拾捌文化经纪所有艺人已全部转入浙江星河。目前，浙江星河拥有白百合、刘嘉玲、陈道明、梁家辉等近 100 位艺人和导演、编剧的经纪合约。

目前，浙江星河已经发展为最大的华人独立演员经纪公司之一，主要包含艺人经纪、企业客户两种模式。其中，**艺人经纪收入占比为 90%**，其他业务收入占比 10%。

■ **艺人经纪佣金模式：**以演员为主，包含导演、编剧的经纪业务，在全球范围内全权代理演员、导演、编剧的演艺活动，包括影、电视剧、戏剧、广告、商业活动、唱片等。通过促成艺人与客户方的签约合作，浙江星河收取一定比例的佣金。

- **企业客户项目制模式：**为企业（包括制片方、剧组、品牌方、广告商等）的影视剧、商业活动、广告代言、宣传项目等提供市场咨询、活动策划、艺人推荐及聘请、营销宣传等各项工作的组织运作。公司作为项目总承包方，为客户提供所需的组织策划宣传服务在服务提供完成后，公司向客户收取费用作为销售收入。

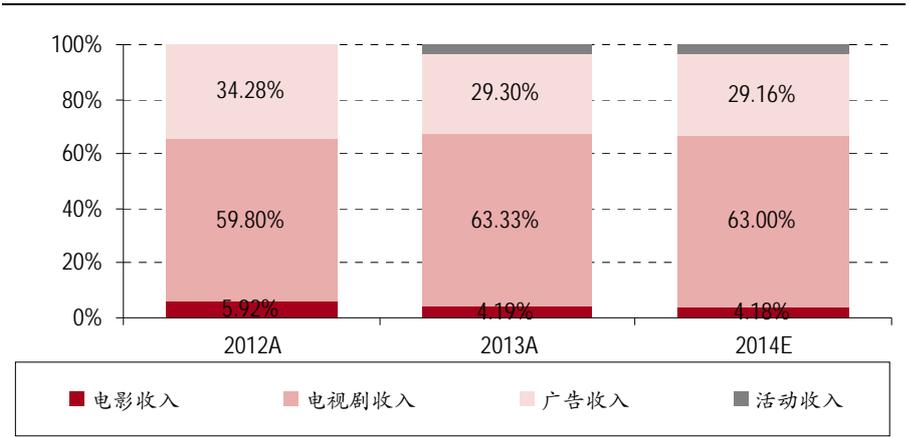
图表 13.浙江星河股权结构



资料来源：公司公告，中银国际研究

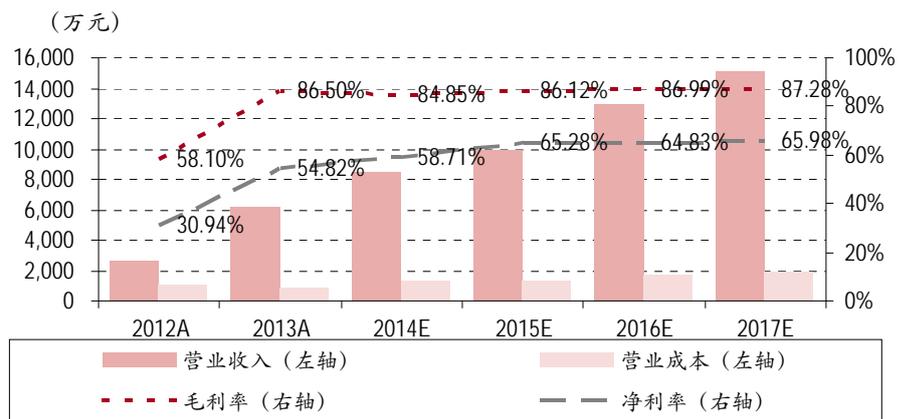
从浙江星河所服务项目的业务领域来看，目前浙江星河优势的行业为电视剧行业，收入占比超过50%；广告业务收入占比为30%左右，电影及活动业务占比较小，维持在3%-4%左右。

图表 14.浙江星河按各行业营业收入



资料来源：公司公告，中银国际研究

2012-2013年，浙江星河营业收入分布为2,636、6,228万元，净利润816、3,414万元；预计2014-2017年，浙江星河营业收入将达到0.84亿元、1亿元、1.3亿元和1.52亿元，年复合增长率达到21.64%；年净利润为4,962万元、6,528万元、8,428万元和10,035万元。

图表 15.浙江星河主要财务数据


资料来源：公司公告，中银国际研究

3、拉萨群像——聚合产业资源，打造精品电影

拉萨群像成立于 2014 年 3 月，以监制陈国富为核心，集合了陶昆、张家鲁、程孝泽、肖洋、汪启南等电影幕后制作团队成员。除此之外，拉萨群像还与第六代导演娄烨、畅销作家张嘉佳进行合作。陈国富曾监制了多部高票房影片。2006 年-2013 年，陈国富担任华谊兄弟电影总监制。在此期间，华谊兄弟出品的多部影片都是由陈国富担任兼职。到 2013 年底，其监制的影片累积票房已经达到 47 亿人民币。陈国富也被称为是“华语片第一监制”。

图表 16.陈国富部分电影监制作品情况

电影名称	上映时间	票房成绩
《非诚勿扰》	2008 年	2.5 亿元
《风声》	2009 年	2.05 亿元
《唐山大地震》	2010 年	6.5 亿元
《狄仁杰之通天帝国》	2010 年	2.86 亿元
《非诚勿扰 2》	2010 年	4.56 亿元
《太极 1》	2012 年	1.47 亿元
《太极 2》	2012 年	1.18 亿元
《画皮 2》	2012 年	7.02 亿元
《一九四二》	2012 年	3.7 亿
《狄仁杰之神都龙王》	2013 年	6.0 亿

资料来源：艺恩数据库，中银国际研究

金牌监制成为新的票房号召要素：一部电影吸引观众的要素，包括故事剧情，明星大腕和大导演。而陈国富在华谊期间所打造的自身品牌，使得金牌监制也成为电影票房号召力的一个新要素。陈国富通过《非诚勿扰》系列，《狄仁杰》系列所建立起来的影响力，使得他可以大胆的启用新人导演，并帮助他们更好的运作电影。

- 《画皮 2》：该片是导演乌尔善执导的第二部商业电影，在此之前，乌尔善仅执导过数个广告片以及一部商业电影（《刀剑笑》）和一部独立电影。但《画皮 2》在 2013 年暑期档获得超过 7 亿的票房，成为当年的暑期档票房冠军，这也是内地电影市场首部票房突破 7 亿元的华语影片。

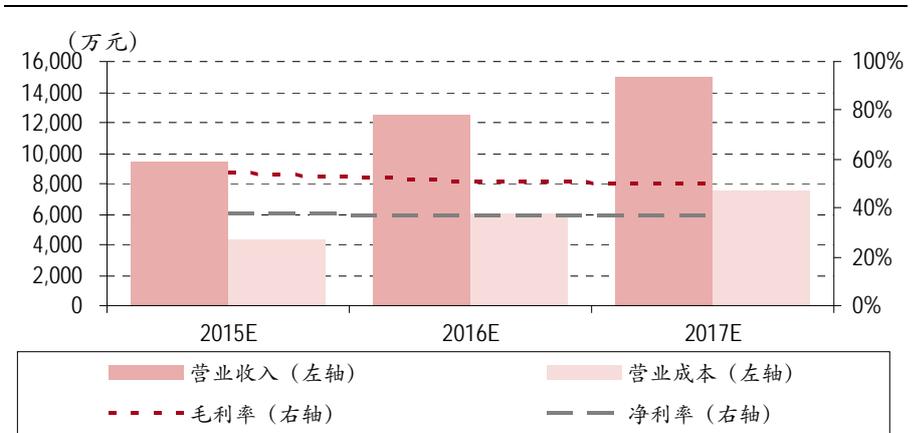
目前，西藏群像尚未形成收入。其投拍的影片预计在2015年内产生收入。2015年，西藏群像将有3部电影上映，包括《十年女友》、《少年班》、《腹黑萝莉》以及网络剧《河神》。预期2015-2017年，西藏群像净利润分别为3,628万元、4,677万元、5,596万元。

图表 17. 西藏群像 2015 年影视剧收入预测

电影名称	预计上映时间	投资金额 (万元)	投资比例 (%)	预期投资收益 (万元)
《十年女友》	2015 年	5,000	30	3,181
《少年班》	2015 年	2,600	30	1,809
《腹黑萝莉》	2015 年	2,500	30	1,781
《河神》	2015 年	1,300	100	2,715

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 18. 拉萨群像 2015-2017 年收入预测



资料来源：公司公告，中银国际研究

4、四大影视并购促成公司转型文化娱乐集团

在成功收购摩天轮、世纪伙伴、浙江星河、拉萨群像后，四家公司分别布局产业链从艺人资源、投资制作到宣传发行的各个环节，可帮助北京文化形成完善的影视娱乐产业布局。

1) 业内资源深度绑定，逐渐形成完善生产链条

与其他公司吸引明星股东不同，北京文化在向影视文化业务转型时，首先选择绑定业内的制作资源，选择收购影视制作团队。此举虽然并不能立即吸引眼球，但是却可以帮助公司在行业资源竞争激烈的情况下，快速拿到资源，切入优质项目（《同桌的你》、《心花路放》即是很好的例子）。

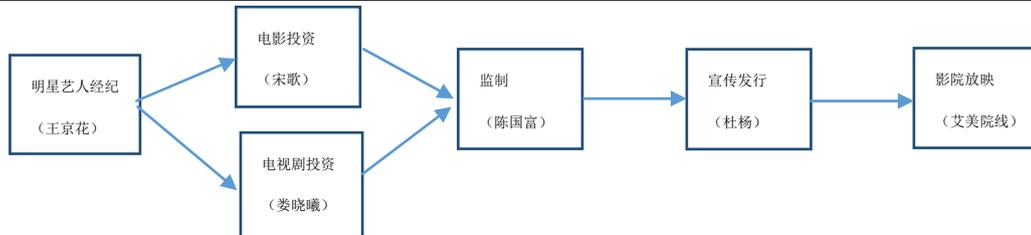
影视娱乐行业作为创意产业，其最重要的资源就是创作者，北京文化通过收购，将一批业内具有丰富经验的投资人、监制、宣发、经纪人笼络在旗下，通过资产连接、项目合作等多种形式，突破产能瓶颈的限制，形成了一个影视娱乐矩阵。

而仅从收购4家公司的创始人背景来看，北京文化旗下的各影视剧团队，已经可以组成一个较为完整的影视剧生产链条：

- 产业上游：王京花旗下的浙江星河签约100余位明星艺人，艺人资源丰富。
- 产业中游：宋歌、姜晓曦在电影、电视剧投资上具有多年经验；陈国富为资深监制，把控整个影片生产流程。

- 产业下游：杜扬拥有多年的影视剧宣传发行推广经验，帮助影片更好的实现商业化价值。
- 此外，公司拥有的艾美院线，形成下游放映渠道。为公司的优质内容提供出口。

图表 19.北京文化旗下公司业务分布



资料来源：中银国际研究

2) 国际化背景，享受政策红利

宋歌、杜扬在万达、华谊期间拥有丰富的国际化团队运作经验。

除了宋歌投资，杜扬任总制片人的电影《非常完美》外，宋歌在万达影视期间，曾主导基努里维斯的影片《太极侠》的投资。《太极侠》的制作团队非常国际化：武术指导是袁和平，摄影指导是曾经创作过《铁娘子》的艾略特·戴维斯，美术总监是曾制作过《杀死比尔》的日本人种田阳平。

华谊兄弟从《大腕》开始就与哥伦比亚影业开始制作合拍片，杜扬在任职华谊兄弟期间，多次参与和哥伦比亚影业的谈判，并向其制片人学习专业的制片管理经验。杜扬认可标准化、信息化的管理模式，有着对影视剧制作的商业把控能力。

摩天轮 2015 年将要上映的 4 部影片中，《我的新野蛮女友》即属于中韩合拍片。该片由韩国 SHINCINE 制作公司与摩天轮、浙江星河联合出品。这也自 2014 年 7 月，习近平主席访问韩国，中韩两国签署《中韩电影合拍协议》后开拍的首部中韩合拍片。该片以韩国为主场景。根据《中韩电影合拍协议》，合拍片将在中韩两国都有“国产片”的待遇，享受两国对国产电影的保护政策。具体而言，在中国市场，合拍片不再受到进口片配额的限制，同时与国产片一样，拥有最高 43% 的票房分成。

《第七子》由摩天轮和中影股份共同参与投资，并参与全球分账。《第七子》投资比例较小，但为摩天轮团队提供了与国际一线影业公司合作的机会和经验。

陈国富导演在来内地之前，曾任职于哥伦比亚电影公司亚洲区制作部总监，负责哥伦比亚华语片制作与发展。在台湾电影不景气的阶段，陈国富与杨德昌、侯孝贤、吴念真等人创作了许多艺术电影。

在创作艺术电影中多年后，陈国富开始扛起商业电影的大旗，打破原有电影的陈规。陈国富也被誉为“台湾新电影的继承人”。陈国富个人曾导演《国中女生》、《征婚启事》、《双瞳》等电影。

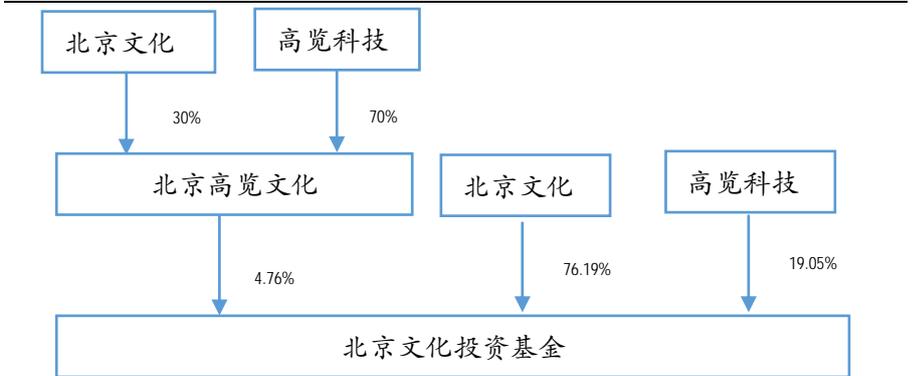
3) 设立产业基金、借资本杠杆整合“大文化娱乐+互联网产业”

2015 年 4 月，北京文化与高览科技共同出资 1,000 万元人民币设立北京高览文化。其中，北京文化出资比例 30%，高览科技出资比例 70%。高览文化将发起设立北京文化投资基金，北京文化将出资 8,000 万元参与认购。

北京文化投资基金将重点投资于文化传媒、旅游业、TMT 行业。

对于当前中国文化传媒、互联网行业火热的创业风潮，将涌现出更多优秀的创业公司。这些公司或拥有业内最资深的从业者，或拥有百万级用户、核心技术。通过在这些行业寻求投资和并购，可以帮助公司更好的实现外延扩张，向旅游、文化双引擎驱动的转型。

图表 20. “北京文化投资基金” 股东出资比例



资料来源：公司公告，中银国际研究

四、中国影视娱乐市场：尚处供给决定需求阶段，持续爆发式增长

近年来，中国娱乐业市场的爆发式增长，中国消费者对于娱乐产品的需求旺盛，只要在供给端不断有优秀娱乐产品的产生，中国观众和消费者就愿意为这些娱乐产品付出时间、金钱。可以认为，中国娱乐市场的增量空间在于，从业者不断开发、引进的新娱乐产品。

除了产业内部内生的创作资源外，中国娱乐业也逐渐向国外取经。

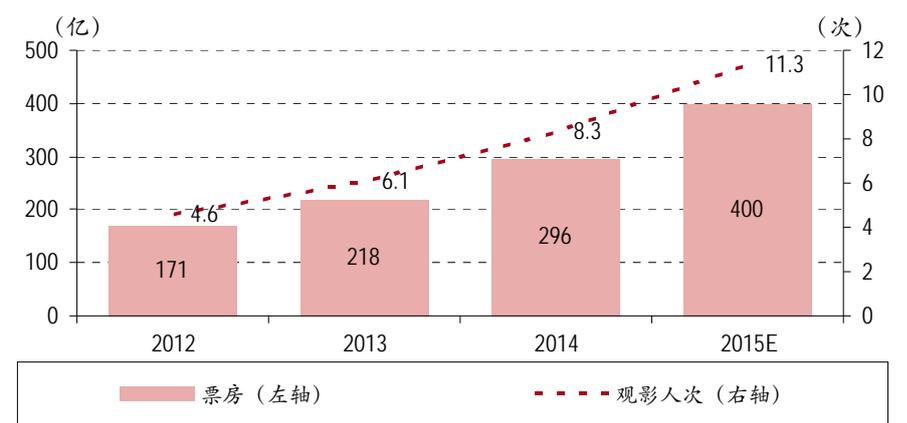
自 2012 年，热门的综艺节目几乎都是购买国外版权制作：《中国好声音》版权来自荷兰《The voice》、《爸爸去哪儿》版权来自韩国《爸爸，我们去哪儿》、《中国达人秀》来自英国《Got talent》。

2014 年开始，越来越多公司不再满足于版权引进，而开始直接投资海外的娱乐公司。华策影视 3.23 亿元投资韩国电影公司 NEW；搜狐一亿元投资韩国艺人经纪公司 Keyeast，该公司拥有金秀贤、裴勇俊等韩国艺人；电广传媒与美国狮门影业启动电影制作投资、电影发行两个方面的战略合作。可以看到，中国娱乐产业希望通过投资、战略合作等方法，快速的将海外的优秀娱乐资源引入国内，为观众创造更多具有观赏性的娱乐产品。北京文化旗下宋歌、杜杨等同样具备国际化视野、海内外资源整合能力，后续潜在扩张值得期待。

1、电影产业：爆发式增长

中国电影票房在 2014 年达到 296 亿元，而今年 1-4 月，中国电影总票房已经达到 136.8 亿元，超过 2011 年全年的 130.8 亿元票房。影院银幕数量在 2014 年底达到 23,600 块，观影人次达到 8.3 亿。

图表 21.2012-2015 年中国电影票房及观影人次



资料来源：《中国电影大数据深度解读：2014-2015》

- **中国电影市场仍然拥有巨大的增长空间：**中国已经是全球第二大电影市场，在全球的票房占比为 13%，但全球第一大电影市场美国的票房占比是 27%；在每百万人拥有银幕数量这一指标上，美国是 125 块，法国是 86 块，韩国是 44 块，而中国仅 18 块。

- **城市商业地产转型促进影院建设：**随着网络购物的兴起，传统零售行业带来巨大冲击，购物中心的定位也将从过去的“购物”功能，逐渐变为社交、休闲和娱乐为一体的“体验”中心；而电影院将是商业地产项目中休闲娱乐功能最主要的载体；
- **青年群体观影习惯养成：**随着中国人均可支配收入的大幅度提高，随着90后的成年，他们开始大规模迈入娱乐消费的高峰期。根据统计，19-30岁群体是核心观影人群。其中，66%的中青年人群每月观影1-2次，27%的人每月观影3-6次。城市青年男性每月平均娱乐花费为730元，其中电影支出60元；城市青年女性每月娱乐花费682元，其中电影支出54元。青年人电影消费占整体娱乐消费的比例仅为8%，仍有提升空间。
- **互联网带来便捷的购票体验：**随着互联网和移动互联网的普及，电影互联网购票开始普及。以2014年国庆档为例，国庆档整体票房10.65亿元，其中美团旗下猫眼电影的销售额就达到4亿。2014全年，8.3亿观影人次中，有35%的用户选择了互联网购票的方式。预计这一数字在2015年将达到50%。
- **优秀影片可以创造巨大的需求：**《速度与激情7》上映15日票房突破20亿，超过《变形金刚4》的19.78亿票房，成为中国电影史上最卖座的影片。《速度与激情7》于2015清明小长假最后一天上映，其选定的档期并非传统热门的暑期、国庆或贺岁档。但是由于其精良的制作和话题性，成为现象级影片，几乎打破所有进口片的票房纪录。其上映首日即获得4亿票房，上映5日获得10亿票房。从速7的例子可以看到，中国观众对于高质量电影的需求非常旺盛，需要更多优秀电影来满足其需求。

2、电视剧产业：“一剧两星”加速行业整合，精品剧依然供不应求

广电总局自2015年开始实行“一剧两星”政策：同一电视剧每晚黄金时段联播的卫视综合频道不得超过两家，每次播出不得超过两集。一剧两星政策的出现，使得原有4家电视台首轮联播的变为2家电视台联播，使得播出管道变细。

- 短期来看，产量较少的精品剧依然供不应求；普通电视剧则面临降价导致成本压力增高，不降价则出现有价无市的局面。
- 长期来看：播出管道变细，影视制作公司在投拍上会更加谨慎并提高制作质量。部分实力较弱的民营制作机构生存空间将面临压缩，行业内会加速整合，精品剧和优质剧目成长空间得到放大。

3、综艺节目：走向大制作时代

2012年，广电总局2012年1月，广电总局发出“限广令”，要求播出电视剧时，不得在每集45分钟之间插播任何形式的广告，受此影响，当年电视剧市场出现低迷。在竞争激烈的省级卫视，综艺节目开始重新受到重视，当年夏天，浙江卫视打造的《中国好声音》火遍全国，成为现象级节目。

《中国好声音》带来了三个效应：

第一，综艺节目的大制作时代（好声音用 1,000 分钟剪辑成 90 分钟）；

第二，综艺节目对电视台品牌的推动力巨大

第三，现象级综艺节目为电视台带来了巨大的广告收入

《中国好声音》之后，湖南卫视推出《爸爸去哪儿》，引领了户外真人秀综艺节目的热潮。

五、非公开发行，引入生命人寿充足资本实力

2014年8月，公司公告将进行非公开发行——面向生命人寿、西藏金宝藏、西藏九达、石河子无极、新疆嘉梦、西藏金桔、新疆愚公、北京北清、宁波大有共计9名特定投资者，以8.94元/股的价格发行37,071.39万股，共计金额33.14亿元。此次非公开发行后，公司的总股本将增加至7.46亿股。此次非公开发行后，公司原有第一大股东将由华力集团变更为生命人寿，生命人寿将持股20.38%。原第一大股东华力集团没有减持计划。中国华力集团旗下拥有地产、贸易、矿产、医疗健康等产业。在香港上市的万达商业地产中，华力集团董事长丁明山为自然人股东，持有万达商业地产2160万股，占比约为0.56%。同时，丁明山还担任大连万达集团投资决策委员会的副主任一职。

公司将利用本次非公开发行的33.14亿元收购世纪伙伴、浙江星河、拉萨群像三家公司，并对艾美院线进行增资。若收购顺利完成，根据业绩承诺，2015-2017年度，三家公司将为北京文化贡献净利润合计分别为2.12亿元、2.61亿元、3.06亿元。自此，在摩天轮文化，以及3家新收购公司的组合下，北京文化将成为拥有旅游和影视娱乐两大板块的文化旅游企业。

六、盈利预测以及投资建议

根据摩天轮等4家公司对北京文化所做的业绩承诺,并假设世纪伙伴等三家公司在完成收购后,于2015年第三季度并表。预计北京文化在2015-2017年影视娱乐板块的净利润分别为1.3亿元、2.92亿元、3.47亿元;

2014年,北京文化旅游板块的净利润为3,461万元,假设旅游板块收入以每年5%的速度下滑,对应2015-2017年,旅游板块收入分别为3,288万元、3,124万元、2,968万元。

合计2015-2017年,北京文化净利润预计为1.63亿元、3.23亿元、3.76亿元,按照公司非公开发行后共计股本7.46亿计算,预计2015-2017年每股收益分别为0.22、0.43、0.50元。对应增发后股本目标价**40.23元**,首次评级**买入**。

图表 22.2015-2017 年北京文化净利润测算

预计净利润 (人民币, 万元)	2015E	2016E	2017E
影视娱乐版块	23,602	29,153	34,662
摩天轮	2,442	3,043	4,022
世纪伙伴	11,000	13,000	15,000
浙江星河	6,530	8,430	10,040
拉萨群像	3,630	4,680	5,600
旅游版块	3,288	3,124	2,968
总净利润	26,890	32,277	37,630

资料来源: 中银国际研究

通过非公开发行资金,若顺利收购世纪伙伴等三家公司,北京文化将转变为影视娱乐+旅游的综合性文化旅游集团。对比其他影视娱乐市值,公司仍然具有较大的市值空间。

图表 23.主要上市影视公司市值比较 (以 2015 年 5 月 8 日收盘价为基准)

可比公司	收盘价(人民币, 元)	当前市值(亿人民币)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
华谊兄弟	37.9	471	0.78	0.97	1.23	48.6	39.1	30.8
光线传媒	32.21	363	0.49	0.65	0.88	65.7	49.6	36.6
华策影视	25.77	252	0.65	0.82	1.44	39.6	31.4	17.9
华录百纳	66.99	264	1.13	1.47	1.97	59.3	45.6	34.0

资料来源: 万得, 中银国际研究

七、主要風險

被收購公司業績不達預期；影視劇行業系統性風險。

损益表(人民币 万元)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	16,286	42,069	59,520	101,842	113,907
销售成本	(7,815)	(21,556)	(29,167)	(46,656)	(51,551)
经营费用	(5,224)	(9,952)	(8,650)	(20,472)	(20,021)
息税折旧前利润	3,247	10,562	21,703	34,713	42,335
折旧及摊销	(3,404)	(4,788)	(5,207)	(5,670)	(6,143)
经营利润(息税前利润)	(158)	5,773	16,496	29,043	36,192
净利息收入/(费用)	1,121	9,739	12,779	32,946	31,009
其他收益/(损失)	4,226	312	(735)	(1,624)	(463)
税前利润	4,365	10,677	22,023	43,713	51,002
所得税	(1,146)	(2,939)	(6,063)	(12,033)	(14,040)
少数股东权益	36	247	349	598	668
净利润	3,255	7,984	16,310	32,277	37,630
核心净利润	3,645	8,289	16,310	32,277	37,630
每股收益(人民币)	0.087	0.213	0.219	0.433	0.505
核心每股收益(人民币)	0.097	0.221	0.219	0.433	0.505
每股股息(人民币)	0.020	0.021	0.023	0.044	0.051
收入增长(%)	(2)	158	41	71	12
息税前利润增长(%)	(114)	(3,762)	186	76	25
息税折旧前利润增长(%)	(18)	225	105	60	22
每股收益增长(%)	(40)	145	3	98	17
核心每股收益增长(%)	(42)	127	(1)	98	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 万元)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	4,365	10,677	22,023	43,713	51,002
折旧与摊销	3,404	4,788	5,207	5,670	6,143
净利息费用	(296)	(4,592)	(6,262)	(16,293)	(15,273)
运营资本变动	(1,743)	(29,872)	(15,021)	(33,113)	(9,168)
税金	(1,146)	(2,939)	(6,063)	(12,033)	(14,040)
其他经营现金流	(2,851)	5,331	7,011	17,951	15,745
经营活动产生的现金流	1,733	(16,607)	6,895	5,894	34,410
购买固定资产净值	(5,906)	(3,339)	(8,209)	(9,627)	(9,453)
投资减少/增加	12,000	(7,793)	0	0	0
其他投资现金流	2,028	129	0	0	0
投资活动产生的现金流	8,123	(11,004)	(8,209)	(9,627)	(9,453)
净增权益	18,749	0	35,709	0	0
净增债务	14,000	14,000	12,000	0	0
支付股息	(562)	(1,500)	(805)	(1,546)	(1,546)
其他融资现金流	(24,302)	25,458	(670)	120	134
融资活动产生的现金流	7,884	37,958	46,234	(1,426)	(1,412)
现金变动	17,740	10,347	44,920	(5,160)	23,545
期初现金	8,622	26,362	48,885	93,805	88,645
公司自由现金流	9,855	(27,611)	(1,313)	(3,734)	24,957
权益自由现金流	23,855	(13,611)	10,687	(3,734)	24,957

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 万元)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	26,362	36,709	93,805	88,645	112,191
应收帐款	373	21,282	31,714	54,264	60,693
库存	907	13,612	13,999	18,059	19,954
其他流动资产	30,862	15,534	21,979	37,055	41,008
流动资产总计	58,503	87,136	161,497	198,023	233,844
固定资产	27,778	26,960	28,690	30,212	31,678
无形资产	6,966	18,137	18,151	18,166	18,180
其他长期资产	16,663	17,974	19,041	21,000	22,697
长期资产总计	51,408	63,531	66,532	70,490	73,799
总资产	109,910	150,667	228,029	268,513	307,644
应付帐款	1,918	8,873	8,505	10,533	11,638
短期债务	14,000	2,000	14,000	14,000	14,000
其他流动负债	4,417	10,098	13,443	21,612	24,078
流动负债总计	20,335	20,970	35,948	46,145	49,716
长期借款	0	12,000	12,000	12,000	12,000
其他长期负债	4,144	24,514	24,528	24,561	24,571
股本	37,498	38,860	74,569	74,569	74,569
储备	47,484	65,807	80,571	111,303	147,388
股东权益	84,982	92,491	155,141	185,872	221,957
少数股东权益	449	692	413	(66)	(600)
总负债及权益	109,910	150,667	228,029	268,513	307,644
每股帐面价值(人民币)	2.27	2.47	2.08	2.49	2.98
每股有形资产(人民币)	2.08	1.91	1.84	2.25	2.73
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.33)	(0.58)	(0.91)	(0.84)	(1.16)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.9	25.1	36.5	34.1	37.2
息税前利润率(%)	(1.0)	13.7	27.7	28.5	31.8
税前利润率(%)	26.8	25.4	37.0	42.9	44.8
净利率(%)	20.0	19.0	27.4	31.7	33.0
流动性					
流动比率(倍)	2.9	4.2	4.5	4.3	4.7
利息覆盖率(倍)	(0.3)	10.4	64.9	81.0	78.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.8	3.5	4.1	3.9	4.3
估值					
市盈率(倍)	299.5	122.1	118.9	60.1	51.5
核心业务市盈率(倍)	267.5	117.6	118.9	60.1	51.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	413.9	182.0	183.9	92.9	79.7
市净率(倍)	11.5	10.5	12.5	10.4	8.7
价格/现金流(倍)	562.7	(58.7)	281.2	329.0	56.3
周转率					
存货周转天数	40.2	122.9	172.8	125.4	134.6
应收帐款周转天数	10.1	93.9	162.5	154.1	184.2
应付帐款周转天数	41.6	46.8	53.3	34.1	35.5
回报率					
股息支付率(%)	46.1	10.1	9.5	4.8	4.1
净资产收益率(%)	3.9	9.0	13.2	18.9	18.5
资产收益率(%)	(0.1)	3.2	6.3	8.5	9.1
已运用资本收益率(%)	0.7	10.6	15.9	23.2	22.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

华谊兄弟(300027.CH/人民币 37.90, 未有评级)

光线传媒(300251.CH/人民币 32.21, 未有评级)

华策影视(300133.CH/人民币 25.77, 未有评级)

华录百纳(300291.CH/人民币 66.99, 未有评级)

以 2015 年 5 月 8 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371