

# 以内容为核心稳健加速发展，小而美影视新贵迎爆发期

核心观点：

- 公司的增长前景判断

作为转型新进入的第二梯队影视公司，目前“内容+渠道+衍生”影视文化全产业链跨国企业战略布局确定并稳步落实，公司正处于加速跑步通道，估值在行业具有优势情况下，未来三年业绩确定且保持稳健增长，我们认为该股具有牛股基因，目前是加仓布局最佳时点。

- 国际化战略加速落地，定位国际传媒娱乐集团

区别于竞争对手，公司实施完全、彻底国际化战略，目前在手的业务多数也围绕国际化发展，并且都已经处于实施落实阶段，并开始贡献业绩。我们认为在拥有众多资源的大股东以及优质管理团队的带领下，公司必将在国际化战略上大有可为。

- “外延+内生”双重动力助推业务加速发展

内部业务补充资金做好做实同时，公司将开启影视上下游全产业链上的并购，通过并购进一步完善“内容+渠道+衍生”战略机构，横向涉足动漫、电影、游戏、电视栏目、电视剧等泛娱乐业态，纵向打通从IP到后期到发行产业链条，在协同中逐步壮大。

- 明星IP云集，逐步建立完整IP运营产业链

公司目前储存了数百个签约优质IP，其中包括《环太平洋》《饥饿游戏》《冰雪奇缘》《来自星星的你》等优质IP，以IP运营为切入点，已经建立完整IP运营产业链。

- 行业估值的判断与评级说明

我们预计公司2015-2017年净利润1.43/1.67/2.92亿，对应PE87/74/42。

## 主要财务指标

|              | 2014      | 2015E    | 2016E  | 2017E   |
|--------------|-----------|----------|--------|---------|
| 营业收入(百万元)    | 22.40     | 650.00   | 860.00 | 1060.00 |
| EBITDA(百万元)  | 0.26      | 153.55   | 221.07 | 308.16  |
| 收入增长率%       | 33.40%    | 2801.68% | 32.31% | 23.26%  |
| 净利润(百万元)     | -0.56     | 143.36   | 167.84 | 292.92  |
| 摊薄EPS(元)     | 0.00      | 0.36     | 0.43   | 0.75    |
| PE           | -10549.47 | 87.18    | 74.46  | 42.67   |
| EV/EBITDA(X) | 22582.92  | 58.81    | 56.72  | 19.89   |
| PB           | 546.52    | 81.10    | 38.82  | 20.33   |
| ROIC         | -0.31%    | 67.73%   | 23.77% | 37.03%  |
| 总资产周转率       | 0.22      | 0.26     | 0.26   | 0.21    |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

当代东方(000673.SZ)

推荐 (维持评级)

## 分析师

郝艳辉

Tel: 010-83574080

Mail: [haoyanhui@chinastock.com.cn](mailto:haoyanhui@chinastock.com.cn)

职业证书编号：S0130515070002

## 市场数据

2015-08-06

|             |           |
|-------------|-----------|
| A股收盘价(元)    | 23.63     |
| A股一年内最高价(元) | 48.20     |
| A股一年内最低价(元) | 13.32     |
| 上证指数        | 3661.54   |
| 市盈率         | -16701.02 |
| 总股本(万股)     | 39308.00  |
| 实际流通A股(万股)  | 20808.00  |
| 流通A股市值(亿元)  | 18500.00  |

## 相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究部

## 相关研究

## 投资摘要：

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

我们认为在公司“内容+渠道+衍生”影视文化全产业链跨国企业战略布局确定后，公司各项业务正式步入跑步发展期，主要基于以下几点：

1. 行业高速发展，迎大发展机遇。影视文化行业在中国目前年均增速超过 30%，未来五年将依旧保持高速发展期，但以电影为代表的影视行业一直存在单项目风险，致使影视作品的标准化制作难成行、项目风险指数一直很高，然而我们认为正是基于此，使得行业竞争门槛较低，在公司战略、人才、资金、执行力到位后，伴随着行业风口，影视作品黑马可期，而对于发展初期的企业，黑马时间将带来品牌和业绩双重直线上升。

2. 以盟将成为核心的电影电视剧制作内容产业将发力。我们预计盟将成为在今年二季度开始并表，公司储备项目丰富，其中包括明星 IP《北京遇上西雅图》、《来自星星的你》等，黑马作品可期；除此外，我们看中公司拿项目的能力，待补充现金流到位后，公司将有更多机会参与和投资无论规模还是制作水准，亦或是导演演员等高层次的项目。

3. 国际化战略一触即发、产业链并购循序渐进。在国际化布局上，公司遵循“工业化制作、平台化思考”战略，纵向上考虑并购从前期 IP 到后期制作的全产业链公司，横向上保证项目的充足性，在国内项目遇到问题时有充足的国外项目备抵；我们认为在文化大输出成为趋势以及全球文化大融合背景下，借助上市公司平台，未来跨国传媒集团可期。

### 我们与市场不同的观点：

我们认为当代东方目前正处于全产业链影视集团的布局前期，伴随着国外对中国的文化需求的逐步升级，以及公司“工业化制作、平台化思考”的先入优势，公司在年增速超过 30%的文化产业中发展壮大并建成来自中国的“国际传媒集团”是大概率事件，而国际战略一旦成形，将带来业绩指级发展。

### 估值与投资建议：

我们预计公司 2015–2017 年净利润 1.43/1.67/2.92 亿，对应 PE87/74/42.

### 股价表现的催化剂：

盟将威并表、收购 Juna 有实质性进展、海外项目落地。

### 主要风险因素：

并购项目低于预期、海外项目拓展不顺利。

## 目 录

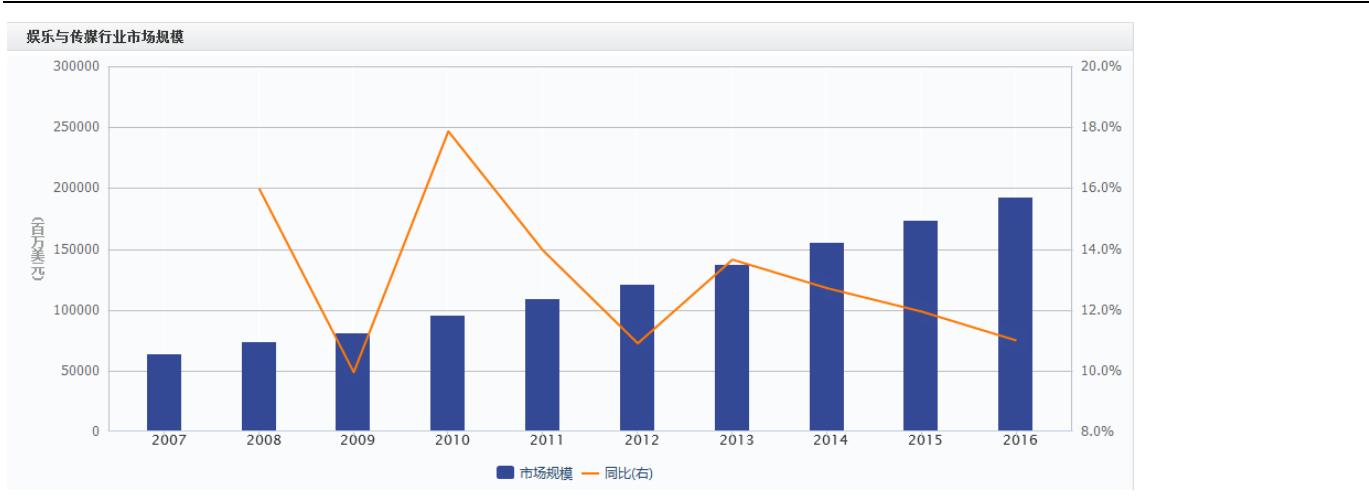
|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 一、风口中的行业，公司转型迎大发展机遇： .....     | 3  |
| (一) 影视行业遇黄金发展五年 .....          | 3  |
| (二) 转型确立、迎接风口 .....            | 4  |
| 二、全产业链国际化布局，外延并购成看点： .....     | 6  |
| (一) 横向国际化布局，定位全球市场 .....       | 6  |
| (二) 纵向搭建上下游全产业链 .....          | 7  |
| (三) 围绕全产业链的国际化外延并购成看点 .....    | 8  |
| 三、盟将威二季度并表，内容产业发力在即： .....     | 10 |
| (一) 储备丰富，2015年完成、开拍影片20部 ..... | 10 |
| (二) 明星IP云集，黑马可期 .....          | 12 |
| 四、自营业务发展循序渐进： .....            | 13 |
| (一) 管理层优秀、大有可为 .....           | 10 |
| (二) 以运营切入IP，内生业务将持续发力 .....    | 12 |
| 五、图表目录： .....                  | 14 |
| 六、附录： .....                    | 15 |
| (一) 公司财务预测表 .....              | 15 |
| (二) 公司估值表 .....                | 16 |

## 一、风口中的行业，公司转型迎大发展机遇：

### (一) 影视行业遇黄金发展五年

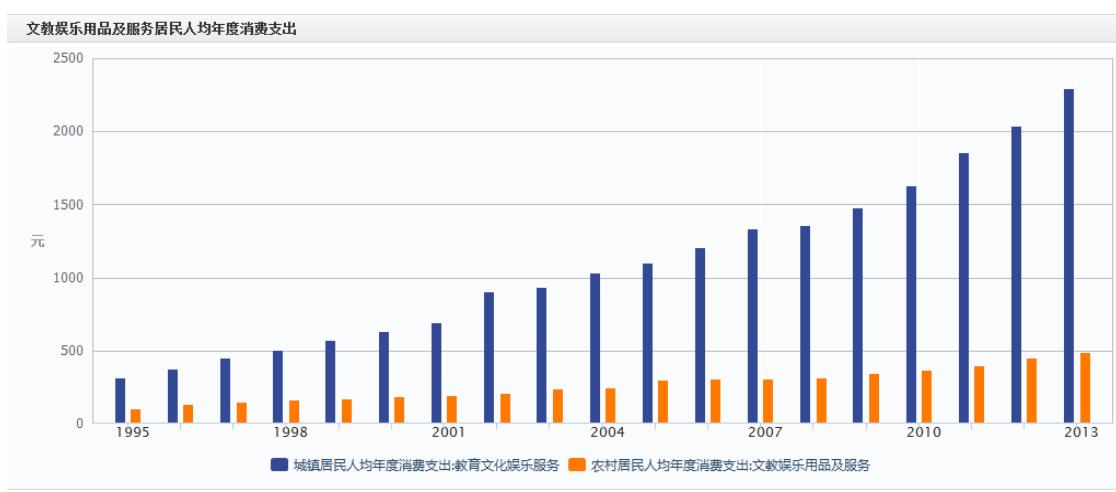
随着居民消费指数的增长，中国娱乐传媒行业的景气度不断上升，以电影、电视剧为代表的细分行业，无论在资本市场还是在实业投资中都表现出了不凡的景气度及行业增速，预计 2016 年整体达到近 2000 亿美元，行业发展充满想象空间。

图表 1：娱乐与传媒业市场规模：



资料来源：PWC、中国银河证券研究所

图表 2：文教娱乐用品及服务居民人均年度消费支出



资料来源：wind、中国银河证券研究所

以电影为例，自 2003 年电影产业化改革启动以来的十余年间，中国电影的市场规模便一直保持平均年增速超过 30% 左右的增长。我们判断未来五年行业将依然保持高速增长，预测未来中国电影票房将继续保持 30% 左右的稳定增长，到 2018 年电影票房将达到 500 亿；预计全国总荧幕数未来三年银幕增长速率仍能保持 30%。

图表 3：中国电影院线数量、影院荧幕数量：



资料来源：wind、中国银河证券研究所

此外，传媒资产化正在成为行业趋势，2014 年因并购或转型等因素带来的新增优质上市公司涨幅较大，排名前十的板块内涨幅榜单中，5 家出自新兴力量标的，而从行业来看仅 2014 年超过 200 起，可统计涉及金额超千亿元，并购、转型力量催生牛股纷飞，在这场资产证券化浪潮中优质转型公司已成为不可忽视的投资标的，以此逻辑为出发点，当代东方未来想象空间巨大。

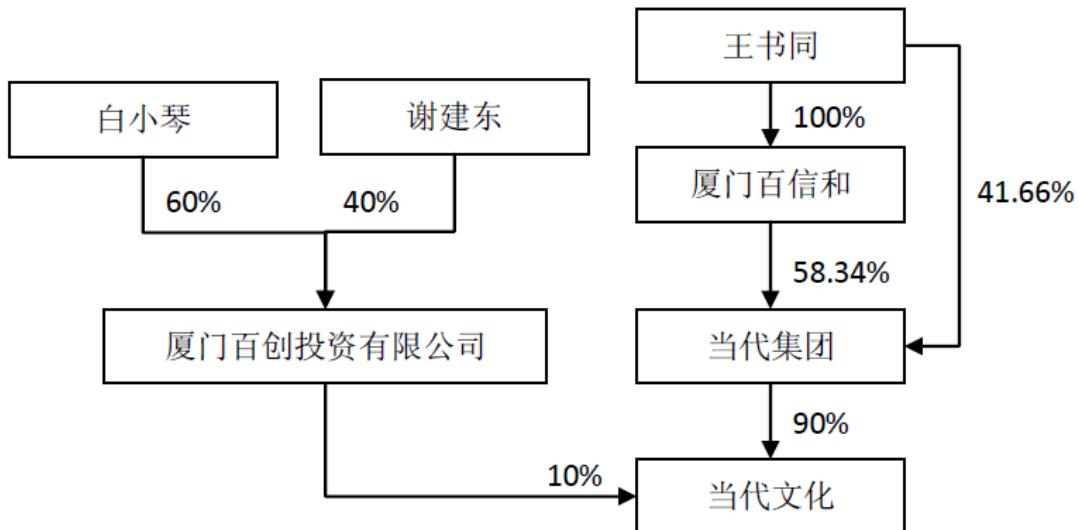
## (二) 转型确立、迎接风口

公司原主要从事水泥及熟料的生产和销售，2010 年末控股股东发生变更，厦门“当代系”入主并自 11 年 3 月起对经营范围进行调整，彻底向文化传媒产业转型，定增并购盟将威后，公司已经全面确立“内容+渠道+衍生”影视文化全产业链跨国企业战略，转型确立，迎接风口。

2014 年是公司战略调整及加快转型的一年。报告期内，面对文化产业良好的政策环境、技术进步推动、行业并购加速等发展机遇，公司将业务范围由原

有的影视制作、影视节目发行向产业链上游扩展，未来3-5年将把当代东方打造成影视文化全产业链跨国企业。

图表4：公司控股股东、实际控制人之间的股权控制图：



资料来源：公司公告、中国银河证券研究所

注：王书同先生持有厦门百信和100%的股权和持有当代集团41.66%的股权均委托王春芳先生管理，王书同先生与王春芳先生为父子关系，因此当代文化的实际控制人为王春芳先生。

图表5：公司主营业务发展变化图：

| 业务名称      | 本期发生额         |              | 上期发生额         |              |
|-----------|---------------|--------------|---------------|--------------|
|           | 营业收入          | 营业成本         | 营业收入          | 营业成本         |
| 影视制作收入    | 8,128,301.83  | 2,129,509.20 | 3,301,886.70  | 2,500,000.00 |
| 影视节目发行收入  | 1,933,962.21  | 1,066,981.05 | 8,850,521.90  | 4,409,433.92 |
| 影视版权分销收入  | 12,005,188.34 | 2,497,894.15 |               |              |
| 会议及展览服务收入 |               |              | 3,354,410.00  | 1,587,089.85 |
| 代理服务费收入   |               |              | 608,000.00    |              |
| 合计        | 22,067,452.38 | 5,694,384.40 | 16,114,818.60 | 8,496,523.77 |

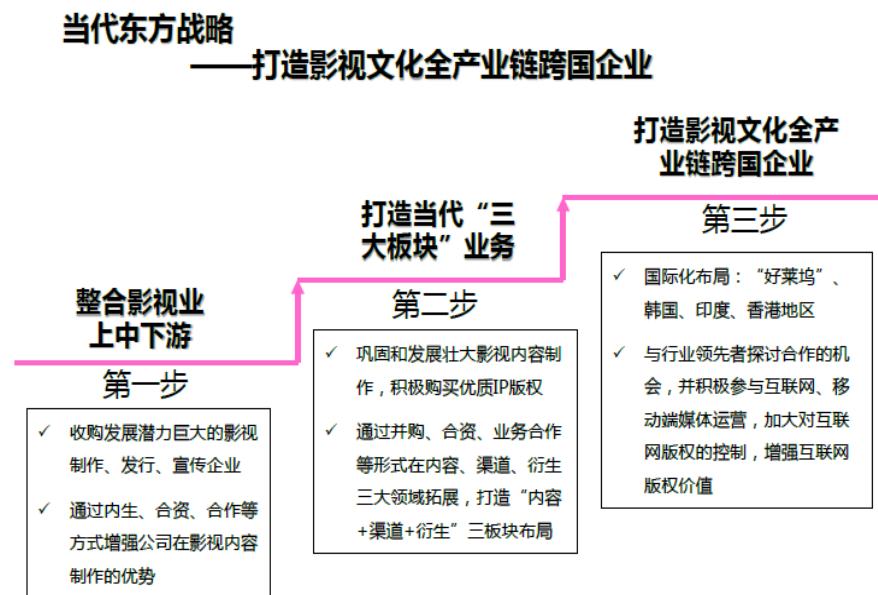
资料来源：公司公告、中国银河证券研究所

## 二、全产业链国际化布局，外延并购成看点：

### （一）横向国际化布局，定位全球市场

尽管各大公司在享受着行业以及政策发展红利，但目前国内的文化产业，尤其是影视产业的竞争已经日趋白热化，但无论是影视龙头还是新进竞争者，在文化产业走出去以及国际化方面都未成气候，鉴于国外市场对中国文化的整体需求增长以及国内在文化输出方面所处的发展阶段，中外结合的国际化市场空间巨大。

图表 6：当代东方的国际化战略

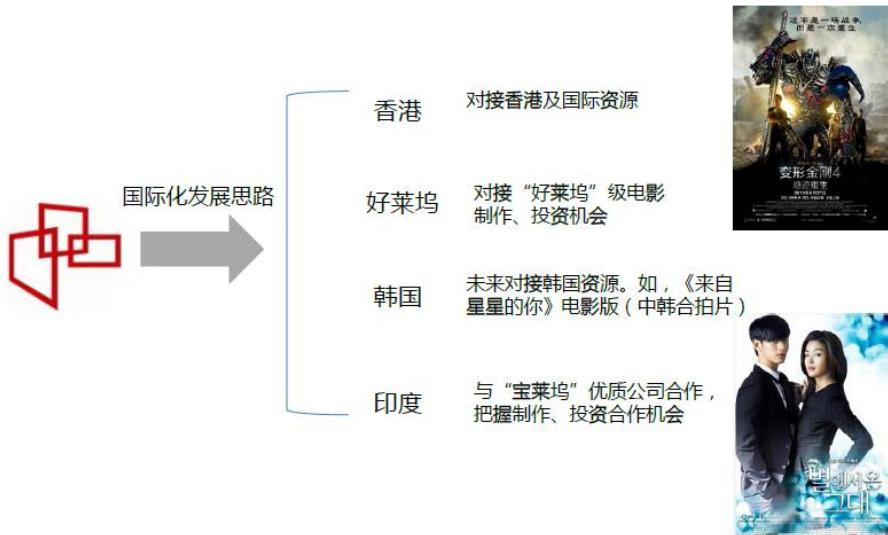


资料来源：中国银河证券研究所

作为公司进军国际市场的第一根据地韩国，公司除了拿到《来自星星的你》中国电影及电视剧改编版权后，再度出手收购 Juna International LTD（俊雅国际）进展顺利，签约 Juna 提升在韩国的地位和威望，公司将在韩国获得资金和项目品牌优势，这对其后面工作进展形成铺垫。

图表 7：当代东方国际化路径：

## 当代东方影视传媒发展思路——国际化



资料来源：中国银河证券研究所

目前公司和 Juna 交易正在洽谈中，但实质性合作已经在沟通中，比如《来自星星的你》中国改编权，以及其他电影、电视剧项目的合拍、中国地区发行权等合作。我们认为，由于韩国影视产业发达，但市场较小，而中国则有市场大，需求多的特点，因此二者未来的合作、以及当代东方在韩国业务的扩展，未来都将获得比较顺的发展。

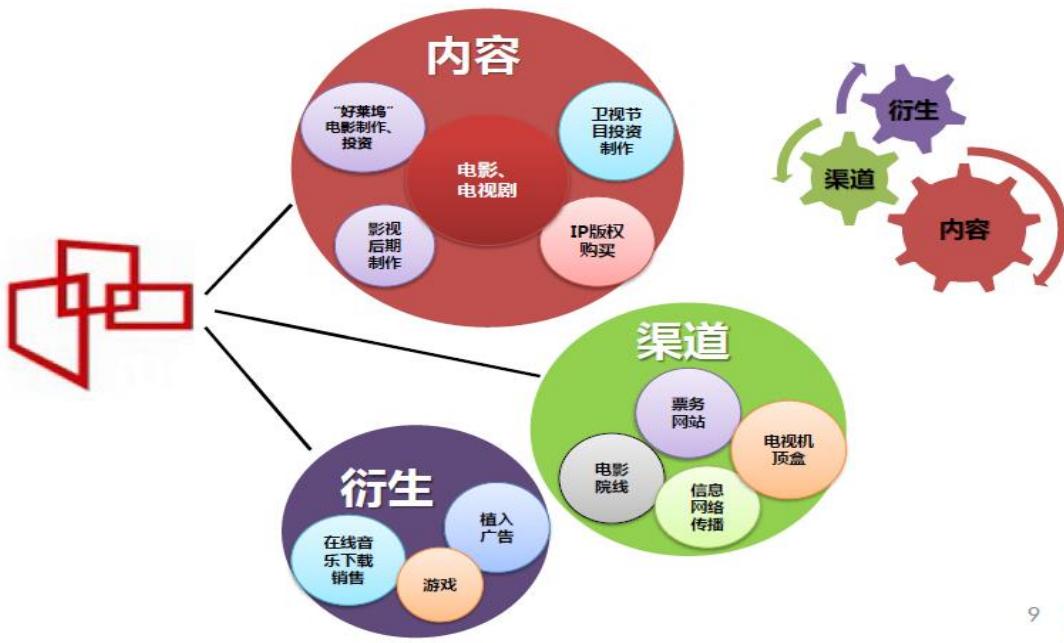
根据初步意向，Juna 在 2015-2017 年间承诺净利润分别不低于 1670 万美元、2000 万美元、2400 万美元，双方协商 Juna 股权的价值初步按照 2015 净利润乘以 6 倍 PE 予以确定，公司对 Juna 尽职调查完成后，双方再根据评估结果最终确定 Juna 股权的价值计算方式和收购方式，这将对当代东方主营业务产生实质性影响。

除了国际化战略的第一步韩国外，目前公司已经在印度、欧洲、美国等多个地区进行沟通和洽谈，国际化战略循序渐进发展中。

## （二）纵向搭建上下游全产业链

除了地域上的横向布局外，公司在产业链上进行了一系列的重组与整合，目前已初步具备全产业链结构，其中包括上游的 IP 资源，到后期的制片、后期制作以及宣发；在题材上则是涵盖动漫、游戏、电影、电视剧等行业主要细分业态。

图表 8：公司全产业链结构规划图示



资料来源：中国银河证券研究所

围绕打造影视文化全产业链跨国企业的战略目标，公司制订了以影视“内容、渠道、衍生”为核心的三步走策略。作为实现战略的第一步，公司在保障现有业务增长的基础上，启动了非公开发行方案，收购影视“内容”公司，并设立产业投资基金，提升公司后续全产业链投资并购能力，按照这种策略，未来公司将逐步在衍生、渠道领域进行发展，其中包括：游戏、植入广告、电视机顶盒、票务网站、电影院线等各个子领域。

**原有业务方面：**公司聚焦影视文化板块重新定义业务模式，在有计划的减少会展服务、代理服务等业务的同时，加大版权采购及自制节目的投入制作。主要通过在内容 IP 上不断增加影视剧、节目的内容储备，在渠道上推动有线电视、卫星电视内容资源的推广发行，业务结构较过去有较大调整。

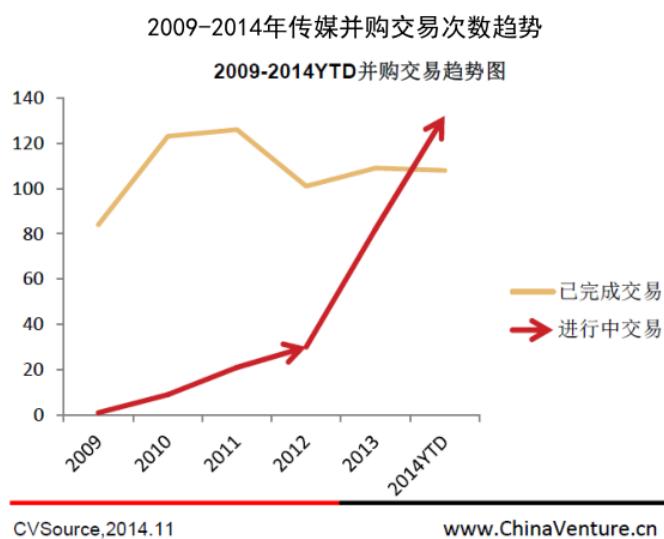
截止到目前，以 IP 版权为中心的自营部门，在自营收入上已经开始贡献收益，预计全年自营收益 7 千万；此外公司的子公司当代春晖也跟公司进行了内部的业绩对赌，各方面盈利指标稳定，业绩有望进入爆发期。

**新业务探索方面：**面对影视版权分销等新业务的开发运营，公司从内部培育与外部合作两个方向上开展工作：在内部引进新媒体等业务团队，培育自生力量；在外部展开战略合作，与中兴九城网络科技无锡有限公司、国广东方网络（北京）有限公司等网络运营服务商签署战略合作协议，为公司介入开展针对互联网电视内容提供、运营服务等业务奠定基础。

### (三) 围绕全产业链的国际化外延并购成看点

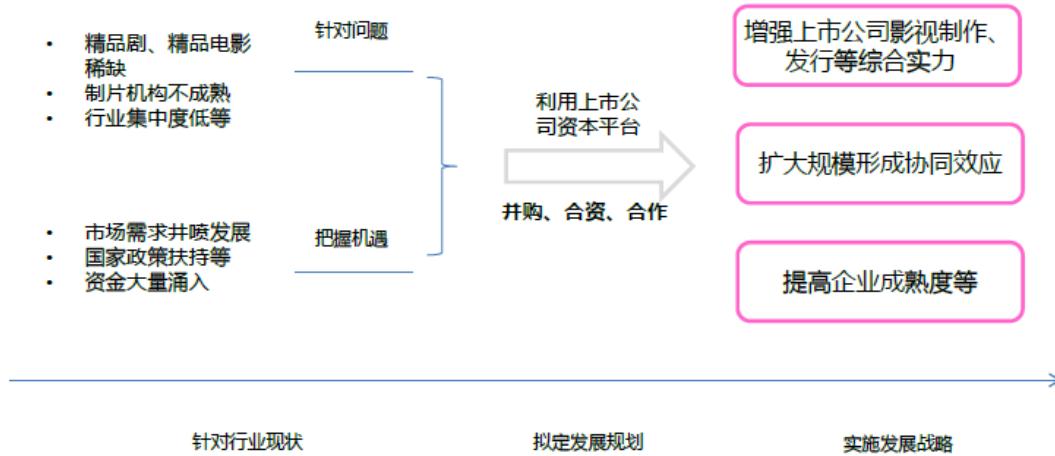
2009年以来，文化传媒相关并购事件达651起，仅2014年超过200起，可统计涉及金额超千亿元。其中跨界投资者以并购方式进入文化传媒领域的案例达410起，涉及交易总额超过2000亿元。2014年，重组类题材的个股涨幅居前，前十大领涨个股中占有5席，包括4家通过收并购从而在今年新加入传媒行业的公司，收并购标的以影视类公司和游戏公司为主，我们预期未来这种行业特征还将继续，当代东方的成长逻辑受益于行业逻辑。

图表 9：传媒行业并购趋势图：



资料来源：公开资料、中国银河证券研究所

图表 10：当代东方并购思路：



资料来源：中国银河证券研究所

按照公司的规划，外延并购将是公司战略发展中的重中之重，但公司的并购战略并非只是简单的增大体量和利润，而是在整个主营业务的分布上搭建骨架，我们预计这种并购的持续发展至少还需要两年，而此后公司重点进入内生快速发展阶段。

图表 11：当代东方转型战略布局进程表：

|                  |                                                                                                                     |
|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2012 年 10 月 23 日 | 与北京天天高清文化传播有限公司共同推进“当代高清数字发行项目”，打造基于电视终端的跨平台“DVB+OTT”模式的高清数字发行运营平台，联合推广天天高清公司的合法授权的数千小时高清内容产品。合作期间至2022 年10 月 22 日。 |
| 2012 年12 月11 日   | 与北京金色号角影视策划有限公司共同打造一个集创意、策划、拍摄、编辑、推广为一体的“数字高清节目制作基地”。合作期限至2017 年12 月10 日。                                           |
| 2012 年12 月25 日   | 与中兴通讯股份有限公司签订战略，提供面对老年人的游戏、家庭医疗等数字内容产品与服务。合作协议至2022 年12 月24 日止。                                                     |
| 2013 年 5 月 24 日  | 设立全资子公司北京当代春晖文化传播有限公司                                                                                               |
| 2013 年 7 月 16 日  | 全资子公司北京当代春晖文化传播有限公司与辽宁北方互动电视有限公司签订《有线电视数字内容服务战略合作协议》。                                                               |
| 2014 年2 月27 日    | 与广西南宁精品雅颂文化传播有限公司设立“广西当代鑫影文化传媒有限公司”。本公司出资人民币120 万元，占注册资本的60%。                                                       |
| 2014 年 4 月 9 日   | 设立全资子公司厦门泰合鑫影文化传播有限公司。                                                                                              |
| 2014 年4 月16 日    | 非公开发行股票募集资金收购东阳盟将威100%的股权；增资东阳盟将威并实施补充影视剧业务营运资金项目；增资当代春晖并实施投资辽宁数字电视增值业务项目；补充流动性资金。                                  |
| 2014 年4 月22 日    | 与中兴九城网络科技无锡有限公司基于OTT 互联网电视的视频内容服务开展                                                                                 |

|               |                                                                                                                                  |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|               | 合作。本公司为内容提供方，中兴九城为ott互联网电视内容平台运营。                                                                                                |
| 2014 年6 月12 日 | 当代春晖与国广东方签订了《互联网电视业务合作协议》，双方就在国广东方平台上开通 CIBN-当代剧场互联网电视业务、国广东方授权当代春晖在许可指定的范围推广CIBN 互联网电视业务、当代春晖授权国广东方使用及推广CIBN-当代剧场互联网电视业务达成合作意向。 |
| 2015 年3月27日   | 东阳盟将威取得根据HB Entertainment 公司制作、SBS 播出的韩国电视剧《来自星星的你》改编和拍摄中国电影、电视剧的授权，并正在国家新闻出版广电总局电影局办理电影的备案摄制手续。此授权为大中华区唯一授权。                    |
| 2015 年3月31日   | 鉴于与Juna International LTD.（俊雅国际）发展战略和业务的方向的契合，公司有意向收购Juna 的51%股权。Juna 在2015-2017 年间承诺净利润分别不低于1670 万美元、2000 万美元、2400 万美元。         |

资料来源：公开资料、中国银河证券研究所

除了在韩国的参股控股扎根计划外，公司在紧锣密鼓的拓展北美、欧洲、印度等市场，其中包括影视项目的制作、优秀游戏公司、电视栏目合作等产业链的上下游地区。

### 三、 盟将威预计二季度并表，内容产业发力在即：

#### （一）储备丰富，2015 年影视项目 20 部

2014 年4 月公司通过向当代文化等共计8 名特定投资者，以10.80 元/股发行不超1.85 亿股募集资金19.98 亿元。其中11 亿元用于收购盟将威100%股权，管理层徐佳暄承诺盟将威 2014 年至 2016 年的净利润分别不低于 1 亿元1.35-1.60 亿元和2 亿元，我们预计盟将威二季度开始并表。

2015 年盟将威项目资源储备丰富，影视项目 20 余部，其中包括电视剧、电影、电视栏目等作品。

图表 12：2015 已播出剧目：

|                                                                                                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1) 由管虎导演，郭京飞陈赫主演的36集青春偶像题材电视剧《月供》已于2015年1月12日在吉林都市频道首播，并于2015年1月31日在江西卫视、广东卫视播出，预计二轮在4月29河北卫视播出 |
| 2) 由何澍培导演，李易峰、唐嫣主演的40集民国情感电视剧《活色生香》于2015年2月4日在湖南卫视“金鹰独播剧场”播出，预计2015年4月19日在江西卫视二轮播出。             |
| 3) 由简川訸导演，闫妮、张博主演的43集革命题材电视剧《王大花的革命生涯》已于2015年4月2日在央视一套播出，4月13日在河北卫视二轮正在跟播。                      |

资料来源：中国银河证券研究所

图表 11：2015 年即将播出剧目：

- 1) 由王勇导演，陈赫、包贝尔主演的36集现代轻喜电视剧《我的前妻住对门》已完成后期制作，将于7月在江苏卫视首播。
- 2) 由李少红导演，崔始源、阚清子、于小彤主演的40集青春偶像电视剧《亿万继承人》已拍摄完成，正在后期制作。
- 3) 由梦继导演，谢霆锋、张卫健主演的35集现代励志题材电视剧《我在回忆里等你》已拍摄完成，取得许可证，将于9月在江苏卫视播出。
- 4) 由曾念平导演，蒋劲夫、宋茜主演的36集民国悬疑题材电视剧《茧镇传奇》已经拍摄完成，后期制作中。
- 5) 由赵俊凯导演，刘欢、叶璇、于和伟主演的60集战争题材电视剧《搜索连》已拍摄完成，正在后期制作，将于9月在浙江卫视、安徽卫视等电视台播出。
- 6) 由钟澍佳导演，江铠童、熊乃瑾主演的40集古装探案电视剧《欢乐无双》已制作完成，即将在湖南周播剧场播出。

资料来源：中国银河证券研究所

图表 13：2015 年即将开拍的影视剧目：

- 1) 由吴斌导演，张桐、王雅捷、赵子惠主演的40集战争电视剧《地道女英雄》预计5月1日开机。
- 2) 由刘惠宁导演，张嘉译、董洁主演的40集情感题材电视剧《妇女生活》预计5月25日开机。
- 3) 由薛晓路导演，吴秀波、汤唯主演的电影《北京遇上西雅图2》预计5月份开机。
- 4) 由沈岩导演，吴秀波、汤唯客串的40集现实题材电视剧《北京遇上西雅图》预计6月份开机。
- 5) 由赵俊凯导演，吴秀波、张静初主演的50集生活轻喜电视剧《警察老张》预计7月份开机。
- 6) 由刘江导演，陈道明、吴秀波、海清主演的60集谍战电视剧《悬崖之上》预计10月份开机。
- 7) 由王勇导演，四喜小丸子编剧，魏晨、郑爽主演的48集古装探案题材电视剧《热血长安》于8月24日登陆湖南卫视周播剧，边拍边播。
- 8) 由唐季礼监制的电影《爱是一颗幸福子弹》筹备中。
- 9) 由金秀贤，全智贤主演的电影《来自星星的你》预计暑期上映。
- 10) 由金秀贤，汤唯主演的电影《来自星星的你》科技版电影于8月开末开机。

资料来源：中国银河证券研究所

图表 14：盟将威投资河北卫视栏目：

2015年4月18日起每周五21:45播出文化类大型季播节目《中华好诗词》，共23期。主持人王凯，嘉宾赵忠祥，梁宏达，左岩。

资料来源：中国银河证券研究所

## (二) 明星 IP 云集，黑马可期

在上述储备作品中，明星IP云集，其中吴秀波、汤唯主演的电影《北京遇上西雅图2》、郭敬明导演、金秀贤、汤唯领衔主演的《来自星星的你》最被市场所期待。

《北京遇上西雅图2》汤唯与吴秀波将再续前缘，原班人马回归主演《北京遇上西雅图》续集，该片仍由前作导演薛晓路编剧执导，目前已经开拍，仍将进行跨国拍摄，除了前作中的中国及美国，还将前往英国及一处神秘地点取景，2013

年,《北京遇上西雅图》创下5.2亿的国产爱情片票房纪录,并使得汤唯和吴秀波再度大红大紫。基于中国电影票房每年20%-30%的增速,以及今年暑期档火爆票房的现状,我们预期《北京遇上西雅图2》有望再创票房佳绩。

《来自星星的你》是韩国SBS电视台2013年12月18日播出的水木特别企划剧,由张太侑导演,朴智恩编剧,金秀贤、全智贤、朴海镇、刘仁娜领衔主演。该剧在韩国播出时首播15.5%为2013年迷你剧最高首播收视率,播毕全剧最高收视率达28.1%,网络最高收视率达73.4%,双双位居2013年迷你剧首位。迅速风靡整个亚洲,仅中国地区网络播放量就超过了50亿,成为史上第一部百度指数破400万的电视剧,被认为是“中国拥有社交媒体以来最被热议的韩剧”。不仅在两会受到关注,被中韩两国最高领导人在重要场合被广泛提起,并登上了美国《华盛顿邮报》头版和《华尔街日报》首页。

图表15:《北京遇上西雅图》、《来自星星的你》:



资料来源:公开资料、中国银河证券研究所

目前《来自星星的你》影片确定为两个版本,剪辑版和重拍版,剪辑版的各项工作已经落定,我们不对该版本收益有太大预期,但该版本由于成本较低,所以产生的收益基本全部为利润;重拍版为原编剧为中国大陆关注量身定做产品,包括剧本都做了较大改动,导演郭敬明、演员汤唯和金秀贤都已确定,因此该作品值得期待。

我们认为以电影为代表的影视行业一直存在单项目风险，致使影视作品的标准制作难成行、项目风险指数一直很高，然而我们认为正是基于此，使得行业竞争门槛较低，在当代东方战略、人才、资金、执行力到位后，伴随着行业风口，影视作品黑马可期，而对于发展初期的企业，黑马时间将带来品牌和业绩双重直线上升。

此外，我们看中公司拿项目的能力，前面定增资金都已全部到位，未来公司将有更多机会参与和投资无论规模还是制作水准，亦或是导演演员等高层次的项目。

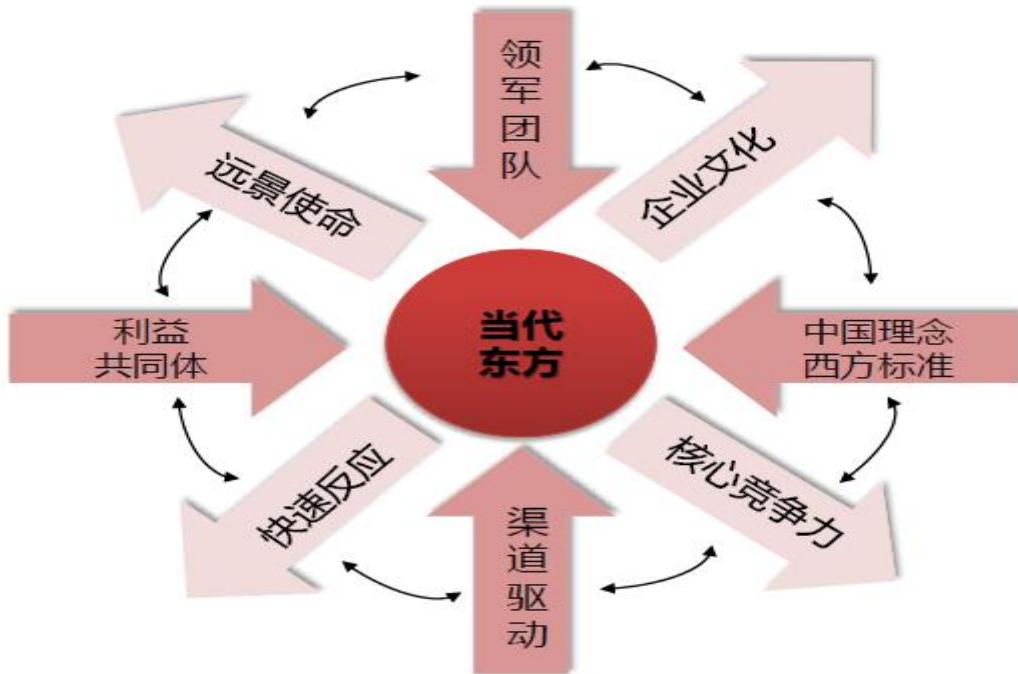
#### 四、自营业务发展循序渐进：

##### (一) 管理层优秀、大有可为

尽管去年公司内生增长业绩不佳，但在公司逐步整合以及注入新的增量资金后，目前的自营业务将有一个新的调整，19.98亿的募集资金中，除了11亿购买盟将威，5亿元用于增资盟将威并实施补充影视剧业务营运资金项目、2.3亿元用于增资当代春晖并实施投资辽宁数字电视增值业务项目、1.68亿元用于补充流动资金，此外，以周国华为代表的公司新的优秀管理层的上任，为公司带来新的新鲜血液。

资料显示，周国华曾历任多家大型、全国性媒体部门主任、总编、社长等职务；历任香港万华媒体集团中国区总裁；现任世界华文传媒联盟副秘书长、世界华文媒体集团中国区首席代表、马来西亚常青集团中国区总裁，有着非常丰富的管理经验，尤其是国家上的资源与人脉关系，符合公司国际化发展战略，新的管理层的上任，让公司在内生业务方面充满想象力，内生增长方面大有可为。

图表 16：当代东方管理体系



资料来源：中国银河证券研究所

此外公司新聘任的刘卫先生将负责公司自身的影视业务，刘卫先生在传媒领域有资深经历，曾任万华媒体集团（香港上市公司）首席营运官、世熙传媒公司首席营运官，副总裁，后续对公司在栏目制作领域布局有所期待。

公司将对当代春晖增资将增强当代春晖的影视内容采购能力，加强其内容制作与编播能力，助其拓展业务类型和用户数量，从而大幅提升其盈利能力。盟将威与当代春晖之间的协同效应也将进一步增强公司整体的盈利能力。

## （二）以运营切入 IP，内生业务将持续发力

值得一提的是公司自营部门中的IP运营管理中心，目前该部门已成为公司内生增长的重要来源之一，IP运营是公司切入影视产业链条的很重要出发点，未来将在该领域持续布局，也是公司未来重要看点之一。

目前，公司在手的优质IP已有上百，不同于传统培养IP的公司运营模式，公司在手的IP都是经过千挑万选，经过专业定性+定量分析后签约，公司IP运营具有独特模式，根据每个IP的用途以及重量级不同，公司分别签署不同的对赌协议，或在付款模式上进行阶段性分期，以尽最大可能保持公司IP运营的稳定性与盈利性，目前IP运营已成为公司重要的内生收入来源之一。

## 图 表 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图表 1: 娱乐与传媒业市场规模 .....           | 3  |
| 图表 2: 文教娱乐用品及服务居民人均年度消费支出 .....  | 3  |
| 图表 3: 中国电影院线数量、影院荧幕数量 .....      | 4  |
| 图表 4: 公司控股股东、实际控制人之间的股权控制图 ..... | 5  |
| 图表 5: 公司主营业务发展变化图 .....          | 5  |
| 图表 6: 当代东方的国际化战略 .....           | 6  |
| 图表 7: 当代东方国际化路径 .....            | 6  |
| 图表 8: 公司全产业链结构规划图示 .....         | 7  |
| 图表 10: 传媒行业并购趋势图 .....           | 8  |
| 图表 11: 当代东方转型战略布局进程表 .....       | 8  |
| 图表 12: 2015 年即将播出剧目 .....        | 10 |
| 图表 13: 2015 年即将开拍的影视剧目： .....    | 10 |
| 图表 14: 盟将威投资河北卫视栏目： .....        | 11 |
| 图表 15: 《北京遇上西雅图》、《来自星星的你》 .....  | 12 |
| 图表 15: 当代东方管理体系 .....            | 16 |

## 八、附录：

### (一) 公司财务预测表

| 资产负债表            | 2014   | 2015E   | 2016E    | 2017E   | 利润表           | 2014        | 2015E        | 2016E        | 2017E        |
|------------------|--------|---------|----------|---------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | 119.13 | 3914.49 | 796.59   | 7319.31 | 营业收入          | 22.40       | 650.00       | 860.00       | 1060.00      |
| 现金               | 4.04   | 3471.40 | 208.04   | 6375.19 | 营业成本          | 5.69        | 470.00       | 630.00       | 720.00       |
| 应收账款             | 1.93   | 64.04   | 112.97   | 111.69  | 营业税金及附加       | 0.41        | 11.87        | 15.70        | 19.35        |
| 其它应收款            | 1.25   | 89.26   | 1.84     | 123.89  | 营业费用          | 3.14        | 16.90        | 18.92        | 21.20        |
| 预付账款             | 16.18  | 36.68   | 45.96    | 86.08   | 管理费用          | 12.81       | 36.40        | 48.16        | 59.36        |
| 存货               | 6.00   | 164.99  | 294.87   | 449.33  | 财务费用          | 0.60        | -32.48       | -27.96       | -58.97       |
| 其他               | 89.73  | 88.13   | 132.92   | 173.14  | 资产减值损失        | -0.05       | 4.23         | 10.32        | 8.48         |
| <b>非流动资产</b>     | 1.81   | 932.12  | 972.39   | 1052.36 | 公允价值变动收益      | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期投资             | 0.00   | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 投资净收益         | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 固定资产             | 1.81   | 158.51  | 153.20   | 152.38  | 营业利润          | -0.20       | 143.09       | 164.86       | 290.58       |
| 无形资产             | 0.00   | 766.82  | 811.36   | 874.41  | 营业外收入         | 0.00        | 8.00         | 12.00        | 18.00        |
| 其他               | 0.00   | 6.79    | 7.83     | 25.56   | 营业外支出         | 0.36        | 0.19         | 0.18         | 0.24         |
| <b>资产总计</b>      | 120.94 | 4846.61 | 1768.98  | 8371.67 | 利润总额          | -0.56       | 150.90       | 176.67       | 308.33       |
| <b>流动负债</b>      | 109.42 | 4691.73 | 1446.27  | 7756.04 | 所得税           | 0.01        | 7.55         | 8.83         | 15.42        |
| 短期借款             | 9.80   | 3.27    | 249.00   | 5.81    | 净利润           | -0.57       | 143.36       | 167.84       | 292.92       |
| 应付账款             | 7.85   | 852.15  | 259.83   | 1157.43 | 少数股东损益        | -0.02       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他               | 91.77  | 3836.32 | 937.43   | 6592.80 | 归属母公司净利润      | -0.56       | 143.36       | 167.84       | 292.92       |
| <b>非流动负债</b>     | 0.00   | 0.00    | 0.00     | 0.00    | EBITDA        | 0.26        | 153.55       | 221.07       | 308.16       |
| 长期借款             | 0.00   | 0.00    | 0.00     | 0.00    | EPS (元)       | 0.00        | 0.36         | 0.43         | 0.75         |
| 其他               | 0.00   | 0.00    | 0.00     | 0.00    |               |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | 109.42 | 4691.73 | 1446.27  | 7756.04 |               |             |              |              |              |
| <b>少数股东权益</b>    | 0.78   | 0.78    | 0.78     | 0.78    | <b>主要财务比率</b> | <b>2014</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 10.74  | 154.09  | 321.93   | 614.85  | 营业收入          | 33.40%      | 2801.68%     | 32.31%       | 23.26%       |
| <b>负债和股东权益</b>   | 120.94 | 4846.61 | 1768.98  | 8371.67 | 营业利润          | 94.91%      | 71827.96%    | 15.21%       | 76.26%       |
|                  |        |         |          |         | 归属母公司净利润      | -           | -            | 17.08%       | 74.52%       |
| <b>现金流量表</b>     |        |         |          |         | 毛利率           | 74.58%      | 27.69%       | 26.74%       | 32.08%       |
| <b>经营活动现金流</b>   | -9.65  | 4413.08 | -3418.56 | 6497.59 | 净利率           | -2.55%      | 22.05%       | 19.52%       | 27.63%       |
| 净利润              | -0.57  | 143.36  | 167.84   | 292.92  | ROE           | -4.88%      | 172.31%      | 70.29%       | 62.43%       |
| 折旧摊销             | 0.32   | 41.36   | 78.22    | 66.24   | ROIC          | -0.31%      | 67.73%       | 23.77%       | 37.03%       |
| 财务费用             | 0.60   | -32.48  | -27.96   | -58.97  | 资产负债率         | 90.47%      | 96.80%       | 81.76%       | 92.65%       |
| 投资损失             | 0.00   | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 净负债比率         | 85.07%      | 2.11%        | 77.16%       | 0.94%        |
| 营运资金变动           | -10.06 | 4260.85 | -3636.66 | 6197.40 | 流动比率          | 1.09        | 0.83         | 0.55         | 0.94         |
| 其它               | 0.06   | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 速动比率          | 1.03        | 0.80         | 0.35         | 0.89         |
| <b>投资活动现金流</b>   | -1.07  | -971.66 | -118.49  | -146.21 | 总资产周转率        | 0.22        | 0.26         | 0.26         | 0.21         |
| 资本支出             | 0.74   | 930.31  | 40.27    | 79.97   | 应收账款周转率       | 0.09        | 0.10         | 0.13         | 0.11         |
| 长期投资             | 0.00   | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 应付帐款周转率       | 0.82        | 1.09         | 1.13         | 1.02         |
| 其他               | -0.33  | -41.36  | -78.22   | -66.24  | 每股收益          | 0.00        | 0.36         | 0.43         | 0.75         |
| <b>筹资活动现金流</b>   | 9.95   | 25.95   | 29.05    | 60.42   | 每股经营现金        | -0.02       | 11.23        | -8.70        | 16.53        |
| 短期借款             | 9.80   | -6.53   | 1.09     | 1.45    | 每股净资产         | 0.03        | 0.39         | 0.82         | 1.57         |
| 长期借款             | 0.00   | 0.00    | 0.00     | 0.00    | P/E           | -10549.47   | 87.18        | 74.46        | 42.67        |
| 其他               | 0.15   | 32.48   | 27.96    | 58.97   | P/B           | 546.52      | 81.10        | 38.82        | 20.33        |
| <b>现金净增加额</b>    | -0.77  | 3467.36 | -3508.00 | 6411.80 | EV/EBITDA     | 22582.92    | 58.81        | 56.72        | 19.89        |

数据来源：公司数据 中国银河证券研究部

## (二) 公司估值表

|               | 2011      | 2012         | 2013   | 2014  | 2015E    | 2016E    | 2017E    |  |
|---------------|-----------|--------------|--------|-------|----------|----------|----------|--|
| <b>EBIT</b>   | -23.99    | 3.04         | 2.16   | -0.06 | 112.19   | 142.85   | 241.92   |  |
| 所得税           | 0.00      | 0.00         | 0.00   | 0.01  | 7.55     | 8.83     | 15.42    |  |
| <b>NOPLAT</b> | -23.99    | 3.04         | 2.16   | -0.06 | 106.58   | 135.70   | 229.82   |  |
| 营运资金净变动       |           |              |        |       | -4260.85 | 3636.66  | -6197.40 |  |
| 资本支出          |           |              |        |       | 930.31   | 40.27    | 79.97    |  |
| 自由现金流         |           |              |        |       | 3478.48  | -3463.00 | 6413.49  |  |
| <b>WACC</b>   | 10.49%    | <b>Ke</b>    | 10.60% |       |          |          |          |  |
| 永续增长率         | 3.00%     | <b>Kd</b>    | 5.70%  |       |          |          |          |  |
| 终值            | 94843.55  | <b>t</b>     | 5.00%  |       |          |          |          |  |
| 企业价值          | 142301.42 | <b>Rf</b>    | 4.00%  |       |          |          |          |  |
| 非核心资产价值       | 3471.40   | <b>E(Rm)</b> | 10.00% |       |          |          |          |  |
| 债务价值          | 3.27      | <b>Rm-Rf</b> | 6.00%  |       |          |          |          |  |
| 股权价值          | 145768.77 | <b>D/A</b>   | 96.80% |       |          |          |          |  |
| 股本            | 393.00    | <b>E/A</b>   | 30.29  |       |          |          |          |  |
| 每股价值          | 370.91    | <b>Beta</b>  | 1.10   |       |          |          |          |  |

|   | 估值            | g      |        |        |        |        |
|---|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|   |               | 2.48%  | 2.73%  | 3.00%  | 3.30%  | 3.63%  |
| ○ | <b>7.88%</b>  | 511.83 | 530.83 | 553.95 | 582.56 | 618.69 |
| ○ | <b>8.67%</b>  | 450.15 | 464.11 | 480.88 | 501.30 | 526.56 |
| △ | <b>9.54%</b>  | 398.22 | 408.57 | 420.87 | 435.64 | 453.62 |
| △ | <b>10.49%</b> | 354.09 | 361.82 | 370.91 | 381.71 | 394.68 |
| ≡ | <b>11.54%</b> | 316.30 | 322.10 | 328.86 | 336.82 | 346.27 |
| ≡ | <b>12.70%</b> | 283.71 | 288.07 | 293.13 | 299.03 | 305.98 |
|   | <b>13.97%</b> | 255.44 | 258.73 | 262.53 | 266.92 | 272.05 |

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**郝艳辉，研究员行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)