

2015 年 12 月 25 日

胡嘉铭

james@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB 46.00

公司基本资讯

产业别	传媒
A 股价(2015/12/25)	34.65
深证成指(2015/12/25)	12980.57
股价 12 个月高/低	46.38/13.71
总发行股数(百万)	393.08
A 股数(百万)	208.08
A 市值(亿元)	72.10
主要股东	厦门当代文化发展股份有限公司 (22.33%)
每股净值(元)	5.20
股价/账面净值	6.67
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	2.5 88.7 145.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

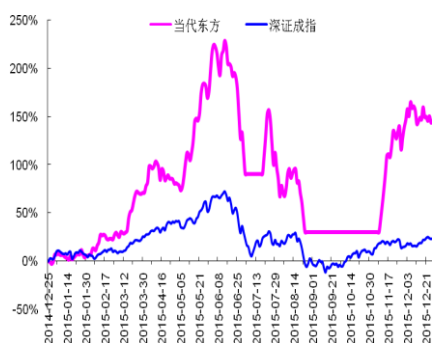
产品组合

电视剧	71.21%
电视栏目	19.51%
电子授权	9.28%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.8%
一般法人	33.0%
阳光私募	2.9%

股价相对大盘走势



当代东方(000673.SZ)

首次评级: Buy 买入

“内容+渠道+衍生”全产业链业务格局初具雏形

结论与建议:

公司制定了“内容+渠道+衍生”三步走的发展战略规划,围绕影视文化产业,打造传媒全产业链跨国企业。15 年通过收购盟将威完成对影视内容的布局,入股中广院线正式涉足电影院线业务。资本运作和外延并购是公司实现全产业链布局的重要手段,未来有望持续推进。公司将版权 IP 运营作为业务重点,并以游戏为切入点,与游戏开发商与运营商合作实现版权 IP 的变现,未来还将启动网剧、动漫、游戏、影视等多项目运作。

短期看,盟将威是公司主要的利润来源,母公司版权运营业务也将开始贡献利润。股权激励计划的实施为 16 年业绩成长提供背书。我们预计公司 2015-2017 年实现净利润 1.46 亿元、2.28 亿元和 2.83 亿元,16-17 年 YOY+56%和 24%;按最新股本计算,每股 EPS 为 0.37 元、0.58 元和 0.72 元,股价对应 16 年、17 年 P/E 分别为 60 倍和 48 倍。如考虑收购 JUNA 后的备考净利润为 2.93 亿元和 3.62 元,每股 EPS 为 0.75 元和 0.92 元, P/E 则为 49 倍和 40 倍。首次评级给予“买入”建议,目标价 46 元(对应备考 17 年 50 倍 PE)。

■ **公司简介:** 公司 2010 年借壳大同水泥(000673)上市,于 13 年初更名为当代东方。在完成对原有债权、债务、资产的清理后,15 年收购盟将威影视 100%股权,入股中广院线 30%股权,初步构建了影视制作、IP 版权运营、艺人经纪、衍生品发展的影视文化全产业链业务架构。

■ **“内容、渠道、衍生”三步走战略:** 公司积极布局内容、渠道、衍生三大业务板,围绕影视文化产业,基于优质的影视内容资源,打造自身核心竞争力,通过资本运作实现全产业链布局,打造传媒全产业链跨国企业。为了实现全产业链跨国集团的战略目标,公司制定了“内容+管道+衍生”三步走的发展战略规划。

■ **收购盟将威布局影视内容业务:** 公司 15 年 4 月非公开发行股份收购盟将威 100%股权,并从 6 月份开始并表。目前投资的影视剧有约 20 个,电视剧方面延续精品策略稳步推进,电影方面 16 年将有《北京遇上西雅图 2》上映,盟将威承诺 2014-2016 年净利润不低于 1 亿元、1.35-1.6 亿元和 2 亿元。

■ **收购中广院线 30%股权涉足电影院线业务:** 公司积极布局渠道业务,14 年公司与中国九城、国广东方合作布局互联网电视管道,15 年 7 月与咪咕科技合作拓展新媒体渠道。2015 年 11 月,公司以 3235.29 万元收购中广院线 30%股权,成为其第一大股东,正式涉足电影院线业务。

■ **版权运营风生水起:** 公司已引进了《饥饿游戏》、《铁甲钢拳》等一批好莱坞热门电影 IP。国内方面,陆续签下了《刀剑笑》、《六道天书》等漫画 IP,和《摩罗传》等热门小说 IP。公司将依托自身优势,继续投资和引进国内外优质的泛娱乐 IP 版权资源,联合行业内顶级合作伙伴,对优质 IP 版权资源进行投资孵化、影视制作与发行、IP 跨界发展以及衍生商业方向发展。

■ **游戏是 IP 变现重要途径:** 14 年以来,公司先后与汉威信恒、巨人网路、印度 Reliance 旗下手游公司 Zapak 签订战略合作协议,与游戏开发商与运营商建立了多种形式的合作关系。15 上半年已完成基于《刀剑笑新传》、《六道天书》等多个 IP 授权手游业务开发,未来还将启动网剧、动漫、游戏、影视等多项目运作。

■ **外延并购有望持续推进:** 公司 2015 年除了收购盟将威之外,还意向收购 Juna International 的 51%股权、1500 万美元入股印度手游公司 Zapak、500 万元受让浙江传媒学院的全资子公司浙广传媒 80%的股权。外延并购和战略投资是公司达成全产业链跨国集团战略目标的重要手段,未来有望持续推进。

■ **盈利预测:** 我们预计公司 2015-2017 年实现净利润 1.46 亿元、2.28 亿元和 2.83 亿元,16-17 年 YOY+56%和 24%;按最新股本计算,每股 EPS 为 0.37 元、0.58 元和 0.72 元。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015F	2016F	2017F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	2	-1	146	228	283
同比增减	%	-	-	-	55.92%	24.19%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.000	-0.001	0.372	0.579	0.719
同比增减	%	-	-	-	55.92%	24.19%
A 股市盈率(P/E)	X	-	-	93.26	59.81	48.16
股利(DPS)	RMB 元	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

营运分析

➤ 公司简介

公司 2010 年借壳大同水泥（000673）上市，于 2013 年 2 月 4 日更名为当代东方投资股份有限公司（简称：当代东方）。在完成对原有债权、债务、资产的清理后，2015 年 4 月非公开发行股份收购盟将威影视 100% 股权，涉足影视剧制作和艺人经纪业务。11 月公司入股中广院线 30% 股权，布局电影院线业务。构建了影视制作、IP 版权运营、艺人经纪、衍生品发展的影视文化全产业链业务架构。

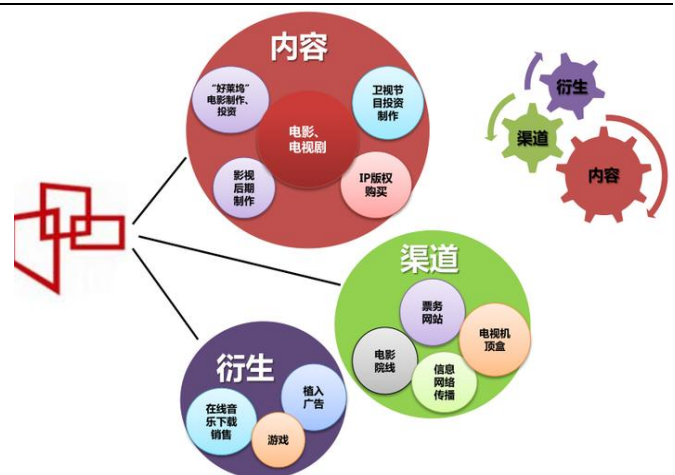
公司最新的总股本为 3.93 亿股。公司实际控制人为王春芳，通过关联企业厦门当代文化发展股份有限公司、厦门当代投资集团有限公司和厦门旭熙股权投资基金管理有限公司，实际持有上市公司 41.74% 的股权。

值得关注的是，苏芒、唐季礼、李少红，李小婉，吴秀波等时尚和影视界知名人物，以及巨人网路、时尚星光、荣信达影视等公司也通过南方资本-定向增发专项资产管理计划（持有公司 12.96% 股权）成为公司的股东。

表 1：公司前十大股东

股东	持股比例
厦门当代文化发展股份有限公司	22.33%
厦门当代投资集团有限公司	15.87%
南方资本-当代东方定增专项资管计划	12.96%
厦门旭熙股权投资基金管理有限公司	3.53%
厦门长航联合投资合作企业	2.36%
北京先锋亚太投资有限公司	1.88%
嘉实基金-中国人寿混合型组合	1.55%
工商银行-浦银安盛价值成长股票型基金	1.48%
吕桢璜	1.41%
厦门华鑫丰广告有限公司	1.41%

图 1：公司主营业务板块



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

资料来源：公司网站，群益金鼎证券

➤ “内容+渠道+衍生”，打造全产业链跨国集团

公司积极布局内容、渠道、衍生三大业务板，围绕影视文化产业，基于优质的影视内容资源，打造自身核心竞争力，通过资本运作实现全产业链布局，打造传媒全产业链跨国企业。为了实现全产业链跨国集团的战略目标，公司制定了“内容+管道+衍生”三步走的发展战略规划。

第一步：整合影视业上中下游，打造以内容为核心的影视板块；

第二步：打造当代“内容”、“渠道”、“衍生”三大板块业务；

第三步：打造影视文化全产业链跨国企业。

根据整体战略布局，公司组建了包括新媒体事业部、全球 IP 版权事业部、游戏事业部、投资并购部等业务新团队，形成了围绕内容、渠道、衍生的基本业务架构。

➤ 收购盟将威 100%股权，打造影视内容核心

公司 15 年 4 月非公开发行股份募集资金 19.98 亿元，其中 11 亿元用于收购东阳盟将威影视文化有限公司 100%股权，5 亿元对盟将威增资补充影视剧业务运营资金。盟将威主要从事影视投资、影视剧制作和发行、演员经纪等业务，十多年来独立或参与投资、策划制作发行了上百部影视剧作品。公司旗下签约艺人有张芷溪、张瑞涵、王鸥、崔林、姜正阳等。目前盟将威已成为公司全资子公司，并从 6 月份开始并表。盟将威承诺 2014-2016 年净利润不低于 1 亿元、1.35-1.6 亿元和 2 亿元。

电视剧方面，盟将威延续其一贯的精品电视剧路线，目前投资的影视剧专案有约 20 个，其中《王大花的革命生涯》、《活色生香》、《月供》等剧已播出，还有《搜索连》、《茧镇奇缘》、《花开如梦》等多部剧集将在 4Q 播出。

盟将威 2015 年上半年还参与制作了综艺电视节目《欢乐喜剧人》，并投资制作了节目《中华好诗词》，分别在东方卫视和河北卫视播出，取得较高的收视率。

电影方面，母公司在 7 月公司参与投资了派拉蒙的《碟中谍 5》，并获得其全球净收入分成 5%的权益，该片全球票房高达 6.82 亿美元，公司在三季报中已确认了 570 多万的分成收益。鉴于此次的成功经验，相信公司未来仍将继续寻求好莱坞大片的投资机会。

而在盟将威方面，其参与制作的《北京遇上西雅图 2》目前正在拍摄中，计划在 2016 年上映，其前作获得了约 5.2 亿元的票房收入，续作有望再创佳绩。

此外，盟将威已取得韩国电视剧《来自星星的你》改编和拍摄中国电影、电视剧的大中华区唯一授权，目前电影版《来自星星的你》已取得国家新闻出版广电总局电影局的备案（影剧备字[2015]第 1153 号）。

表 2：公司 4Q15/2016 预计播出和开拍影视剧码

剧码	公司担任角色	主要演职员	播出时间
我在回忆里等你	出品、承制	谢霆锋、张卫健	预计 2015 年底
茧镇奇缘	出品、监制、策划	宋茜、蒋劲夫、杨洋、张芷溪	预计 2015 年底
亿万继承人	出品、监制、策划	崔始源、阚清子、于小彤、洪秀儿	预计 2015 年底
搜索连	出品、监制、策划	刘欢、于和伟、叶璇、王珂、田牧宸	预计 2015 年底
地道女英雄	出品、监制、策划	张桐、王雅捷、果静林	预计 2015 年底
洪湖风云	出品	刘孜、贾一平	预计 2015 年底
电影<北京遇上西雅图 2>	出品、监制、策划	吴秀波、汤唯	2016
花开如梦	出品、监制、策划	张嘉怡、董洁	2016
女儿红	出品、监制、策划	沈泰、王力可	2016
喋血武工队传奇	出品、制片	任帅、王珂、鲍鲲、孙鹏斌	2016
海边女人	出品、监制、策划	曹曦文	筹备拍摄中
生个孩子吧	出品、监制、策划	蒋雯丽、李小冉、郭晓冬	筹备拍摄中
突击，再突击	出品、监制、策划	陈月末、陈宝国	筹备拍摄中
员警老张	出品、承制	吴秀波、小宋佳	筹备拍摄中
热血长安	出品		筹备中

左手温暖右手
电影<请你们原谅我>

出品
出品

筹备中
筹备中

资料来源：公司公告，群益金鼎证券

➤ 强化管道布局，控股中广院线 30%股权涉足电影院线业务

在做强影视内容的同时，公司积极布局管道业务，2014 年公司与中兴九城合作，布局互联网电视管道，2015 年 7 月与中移动旗下的咪咕科技合作，拓展新媒体管道。此外，公司也积极布局电影院线业务，11 月底公司公告将以 3235.29 万元收购中广院线 30% 股权，并于 12 月 21 日完成工商变更成为其第一大股东，正式涉足电影院线业务。

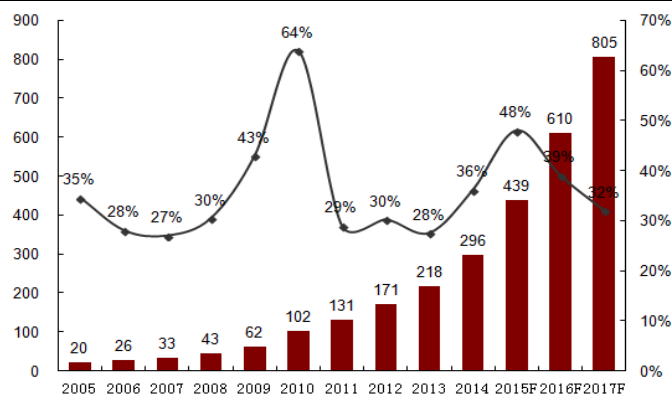
中广院线原隶属于中国广播电视国际经济合作总公司（中广国际），是除中影数字院线、华夏院线之后，国家新闻出版广电总局系统的第三家院线公司，目前拥有 25 家加盟影院。中广国际旗下的中广国际广告（21%）和中广国际传媒（6%）还合计持有 27% 股权。

目前国内共有 46 条城市院线，万达院线以约 14% 的市场份额位居第一，中影星美、广东大地、上海联合、南方新干线、金逸等第二梯队院线公司的市场份额也都超过 5%，CR10 的市场份额仅为 66.5%。国内院线市场尚处于“跑马圈地”快速发展阶段，市场集中度仍较低。目前国家已不再发放新的院线牌照，未来兼并重组将成为国内院线市场竞争的重要手段。

公司入主中广院线后将利用资本市场的优势，加大自有影院的建设力度，提升中广院线的竞争实力。此外，还可结合自有的内容制作能力，实现电影内容和院线的联动，分享中国电影票房市场成长机遇。

图 3：中国电影票房收入

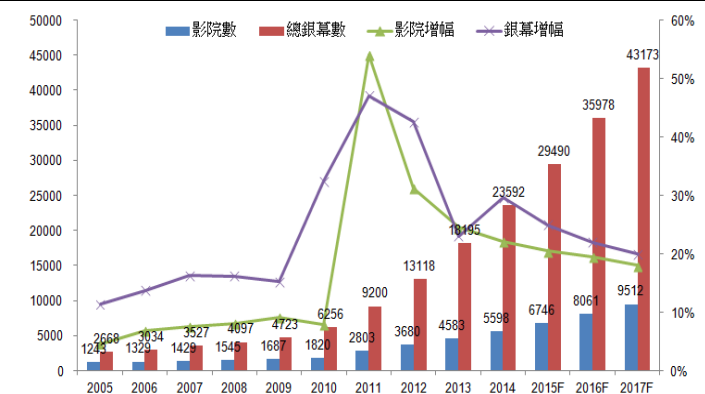
单位：亿元，%



资料来源：广电总局，群益金鼎证券

图 4：中国影院和银幕数量

单位：家，块，%



资料来源：广电总局，群益金鼎证券

➤ 购买优质 IP 资源，版权运营风生水起

公司将版权 IP 运营作为业务发展重点，相关团队拥有丰富的海外 IP 运营经验，与上下游版权方和厂商有着多年的合作经营。与 IP 拥有方、代理方展开深度合作，积极布局海内外优质版权 IP 资源。今年以来已引进了《饥饿游戏》、《铁甲钢拳》、《环太平洋》等一批好莱坞热门电影 IP。

除了与好莱坞开展合作之外，公司还积极布局韩国影视版权 IP 资源。2015 年 4 月，公司有意向收购 Juna International (俊雅国际) 的 51% 股权。Juna International 主要从事韩国电视剧作品版权大陆市场引进业务，拥有众多韩国影视剧 IP 版权资源。Juna International 承诺 2015-2017 年净利润不低于 1670 万美元、2000 万美元和 2400 万美元。双方协商收购股权的价值初步以 2015 年净利润 6 倍 PE 确定，待完成净值调查后再最终确定收购价格和方式。

国内方面，公司陆续签下了《刀剑笑》、《六道天书》等漫画 IP，和《摩梭罗传》、《新宋》、《醉游记》等热门小说 IP。公司将依托自身优势，继续投资和引进国内外

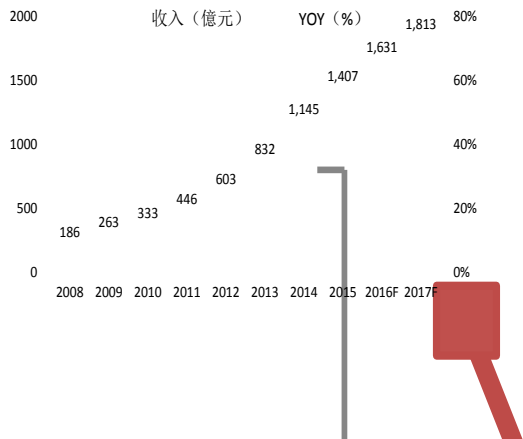
优质的泛娱乐 IP 版权资源，联合行业内顶级合作伙伴，对优质 IP 版权资源进行投资孵化、影视制作与发行、IP 跨界发展以及衍生商业方向发展。

图 5：中国游戏产业规模

单位元：亿元，%

图 6：2015 年中国游戏产业收入结构

单位：%



资料来源：新闻出版广电总局，群益金鼎证券



资料来源：新闻出版广电总局，群益金鼎证券

➤ 加强与游戏业界的合作，加快 IP 版权变现

2015 年中国游戏市场收入 1407 亿元，YOY 增长 22.9%。其中移动游戏收入 514.6 亿元，YOY 增长 87.2%。游戏已经成为版权 IP 资源变现的一个重要途径。

2014 年以来，公司先后与汉威信恒、巨人网路、印度 Reliance 旗下手游公司 Zapak 签订了战略合作协议，拓展影视、游戏 IP 资源的合作，与游戏开发商与运营商建立了多种形式的合作关系。2015 上半年，公司已完成基于《刀剑笑新传》、《六道天书》等多个 IP 授权的手游业务开发，《饥饿游戏》、《铁甲钢拳》等 IP 授权游戏也有望在 16 年面市。未来公司还将启动网剧、动漫、游戏、影视等多项目运作。

- 2015 年 1 月，公司与北京汉威信恒展览有限公司签订战略合作框架协议，汉威信恒展为移动游戏企业家联盟(Mobile Game Entrepreneur Alliance MGEA)的主要发起人，利用其平台资源，共同开拓影视及游戏 IP 领域内的内容和资源合作。
- 2015 年 7 月，公司全资子公司盟将威与上海巨人网络科技有限公司签订战略合作协议。双方约定对于彼此的游戏和影视 IP 拥有优先改编权。
- 2015 年 9 月，公司全资子公司厦门泰和鑫影文化传播有限公司与印度 Reliance 旗下的手游公司 Zapak 及 香港 CCE 公司签订战略合作框架协议，推进基于智慧财产权的数码游戏战略合作。泰和鑫影通过购买 Zapak 发行的新股，以 1500 万美元收购 Zapak 10%股份。同时，Zapak、泰和鑫影、CCE 拟成立一家合资公司，合资公司拥有在大中华地区发展、宣传、出版及运营基于 Zapak 所有或收购的智慧财产权所开发的游戏产品(包括衍生权利)的独家权利。合资公司由泰和鑫影(或其关联方)出资 510 万美元，占 51% 股份。

➤ 资本运作、外延并购有望持续推进

外延并购和战略投资是公司达成全产业链跨国集团战略目标的重要手段。

2015 年除了收购盟将威之外，公司还公告了一系列的投资和并购意向。4 月，有意向收购 Juna International 的 51%股权；7 月拟以 1500 万美元入股印度手游公司 Zapak；11 月拟以 500 万元受让浙江传媒学院的全资子公司浙广传媒 80%的股权。这些投资并购项目的落实将进一步增强公司在内容、管道和衍生领域的实力。

除了直接参与投资并购产业链标的公司外，公司还通过设立产业基金和资产管理计划，增强资本运作能力，实现全产业链的投资布局。14年公司与华安资管合作，共同发起设立“华安当代文化产业基金”，参与影视文化产业资产的投资、并购及相关上市公司定增业务。2015年7月，公司又与华设资管签订了规模不超过人民币10亿元《当代东方—华设资管设立TMT产业并购资产管理计划合作意向书》。2015年12月，又出资1000万元参与设立毅凯鲸韵投资合伙企业，总出资额1.11亿元投资影视文化娱乐产业公司股权项目。相关项目的运作，有望提升公司产业链投资和整合的能力。

➤ 股权激励方案出台，16年业绩成长有保障

得益于盟将威并表的贡献，2015年1-9月公司实现营收2.28亿元，YOY增长1134.89%，净利润6681万元，YOY增长2098.11%。年内盟将威还有多部电视剧可以贡献收入，4Q15将是营收和利润确认的高峰，料可完成15年1.35-1.6亿元的业绩承诺。

公司11月出台限制性股票激励计划，业绩考核目标为以2015年净利润为基数，2016-2018年净利润增长率不低于50%、60%和70%。仅考虑盟将威2016年2亿元的业绩承诺，加之母公司版权运营业务的利润贡献，16年完成净利润50%增长的难度不大。如果再考虑Juna的51%股权收购后的净利润贡献，公司2016-2017年备考净利润有望达到2.93亿元和3.62亿元。

盈利预测

公司制定了“内容+管道+衍生”三步走的发展战略规划，围绕影视文化产业，打造传媒全产业链跨国企业。15年通过收购盟将威完成对影视内容的布局，入股中广院线正式涉足电影院线业务。资本运作和外延并购是公司实现全产业链布局的重要手段，未来有望持续推进。公司将版权IP运营作为业务重点，并以游戏为切入点，与游戏开发商与运营商合作实现版权IP的变现，未来还将启动网剧、动漫、游戏、影视等多项目运作。

短期看，盟将威将是公司主要的利润来源，母公司版权运营业务也将开始贡献利润。JUNA的收购完成后将进一步增强公司的盈利能力。我们预计公司2015-2017年实现净利润1.46亿元、2.28亿元和2.83亿元，16-17年YOY+56%和24%；按最新股本计算，每股EPS为0.37元、0.58元和0.72元，股价对应16年、17年P/E分别为60倍和48倍。如收购Juna后备考净利润可达2.93亿元和3.62元，每股EPS为0.75元和0.92元，股价对应P/E则为49倍和40倍。首次评级给予“买入”建议，目标价46元（对应17年50倍PE）。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
营业收入	17	22	463	702	911
经营成本	9	6	191	322	438
销售费用	2	3	15	24	31
管理费用	9	13	34	53	65
财务费用	0	1	2	2	3
投资收益	0	0	6	0	0
营业利润	-4	0	223	296	367
营业外收入	6	0	9	12	15
利润总额	2	-1	220	304	377
所得税	0	0	75	76	94
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	2	-1	146	228	283

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
货币资金	5	4	486	322	365
应收帐款	4	2	235	317	412
存货	0	6	185	305	382
流动资产合计	81	119	1651	1844	2009
固定资产	1	2	4	5	6
非流动资产合计	1	2	890	917	963
资产总计	82	121	2541	2761	2972
流动负债合计	70	109	502	628	784
长期负债合计	0	0	0	0	0
负债合计	70	109	502	628	784
股本	208	208	393	393	393
少数股东权益	0	1	18	23	31
股东权益合计	11	12	2039	2133	2187
负债和股东权益总计	82	121	2541	2761	2972

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	0	-10	-438	-329	-214
投资活动产生的现金流量净额	0	-1	-1098	-286	-328
筹资活动产生的现金流量净额	0	10	2018	450	585
现金及现金等价物净增加额	0	-1	482	-165	43

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会因使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。