



买入

76% ↑
目标价格:人民币 35.00

002655.CH

价格:人民币 19.85

目标价格基础:78倍 16年市盈率

板块评级:增持

共达电声

加速转型, 打造全产业链综合娱乐平台

山东共达电声股份有限公司成立于2001年4月, 2012年1月在深圳交易所挂牌上市。公司主营业务为微电声元件的研发、销售和生產。2015年12月, 公司收购春天融合和乐华文化两家影视娱乐公司, 开启转型之路, 布局电影、电视剧、音乐和艺人经纪四大影视娱乐业务板块。我们预计, 未来公司将借助自身融资平台优势, 继续加大资本支出力度, 扩大泛娱乐产业外延业务的并购, 完善公司影视娱乐产业链建设。预计2015-2017年每股收益0.12、0.45、0.57元。考虑增发股本, 公司目前总市值154亿。首次评级买入, 目标价格35.00元。

支撑评级的要点

- 春天融合是国内优秀的影视资源整合商。公司专注于影视剧制作, 拍摄出如《北平无战事》等获奖无数、收视率极高的电视剧作, 开创“套拍”模式, 《火线三兄弟》和《厨子戏子痞子》皆获好评。核心团队成员包括黄渤、刘和平、管虎等国内最具影响力的影视行业精英, 保证公司未来发展的可持续性。
- 乐华文化是业内著名的娱乐经纪公司。公司以其艺人经纪为核心, 辐射覆盖影视剧投资、音乐发行。公司旗下拥有韩庚、周笔畅、林珍娜等多位中韩两国顶级艺人。公司重视国际化交流与合作, 签约韩国著名导演张太维, 参与《变形金刚4》在国内的宣传发行, 与派拉蒙合资拍摄《马可波罗》。
- 未来公司“影视+艺人经纪+音乐”深度融合, 公司内部艺人、影视制作资源共享, 打造公司内部产业链闭环; “互联网+音乐”增添公司业绩新亮点。通过员工持股锁定黄渤、韩庚、刘和平等双方团队核心成员, 增强团队凝聚力, 为公司发展奠定基石。

评级面临的主要风险

- 收购公司业绩不达预期; 行业系统性风险。

估值

- 预测公司2015至2017年净利润0.42亿元、3.47亿元和4.42亿元, 目标价35.00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 百万)	507	654	712	2,363	2,901
变动(%)	20	29	9	232	23
净利润(人民币 百万)	24	32	42	347	442
全面摊薄每股收益(人民币)	0.099	0.088	0.116	0.446	0.569
变动(%)	(74.4)	(11.5)	32.2	284.5	27.4
全面摊薄市盈率(倍)	200.1	226.1	171.0	44.5	34.9
价格/每股现金流量(倍)	86.9	105.3	80.6	373.3	40.5
每股现金流量(人民币)	0.23	0.19	0.25	0.05	0.49
企业价值/息税折旧前利润(倍)	150.3	96.2	69.9	16.2	12.5
每股股息(人民币)	0.000	0.158	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.	0.8	0.	0.	0.

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.6)	6.0	28.2	107.0
相对深证成指	13.6	29.4	36.8	119.3

发行股数(百万)	360
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	7,146
3个月日均交易额(人民币 百万)	530
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
潍坊高科电子有限公司	15

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2016年1月21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

电子: 电子制造

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

*刘昊涯为本报告重要贡献者

目录

投资摘要.....	3
公司概况：主营业务疲弱，公司亟待转型发掘新增长点...	5
电影市场迎来春天，电视剧市场稳中求变.....	7
巨资收购优秀影视公司，强势打造综合娱乐平台.....	11
春天融合：专注影视精品剧制作.....	14
乐华文化：艺人经纪为核心，辐射影视音三大娱乐板块.	20
“影视+音乐+艺人经纪”互相融合.....	27
盈利预测.....	32
研究报告中所提及的有关公司.....	34

投资摘要

传统业务疲弱，亟待转型寻找新的增长点

山东共达电声股份有限公司创立于 2001 年，2012 年 1 月在深圳证券交易所挂牌上市。公司是专业的电声元器件及电声组件制造商和服务商、电声技术解决方案提供商。公司的主营业务为微电声元件的研发、生产、销售。近年来，由于受到全球经济环境不景气、电声器件制作产业竞争日趋激烈等因素影响，公司的主营业务业绩增长缓慢，难以有进一步提升。因此公司亟待转型寻找新的利润增长点。

巨资收购优秀影视公司，强势打造综合娱乐平台

2015 年 12 月，公司发布重大资产重组公告，通过非公开发行股份及募集配套资金，收购春天融合 100% 股权及乐华文化 100% 股权，对价 41.2 亿元，并募集配套资金 32.72 亿元用于支付现金对价及投资春天融合与乐华文化的影视剧拍摄。通过本次重组，共达电声能够打通整个影视娱乐产业链，形成电影、电视剧、艺人经纪等产业的高度融合和共同开发，促使不同产品间的粉丝相互转化，从而实现产业协同效应，打造多元化的业务模式和影视娱乐综合平台。

春天融合：专注影视剧制作，成为国内领先的影视内容整合商

三大特点塑造公司影视制作行业领军地位：1) 善于 IP 价值的重复变现。公司首创“套拍”模式，在一部电影或电视剧走红后，将其拍摄成电视剧或电影，以满足不同受众群体的观看需求，将内容价值最大化。2) 拥有众多在影视行业极具影响力的导演、编剧和演员。公司与国内影视界诸多精英人士如黄渤、刘和平、管虎等展开深度合作，以部分人参股的形式确保合作的稳定性；3) 通过拍摄历史题材正剧，证明自身影视剧行业地位，体现文化责任感。公司通过拍摄《北平无战事》取得了令人瞩目的成就，证明了公司的影视市场地位。

网剧产业将为春天融合带来新的利润增长点。近年来网剧市场有了飞跃式增长，2015 年度视频网站自制剧目 55 部，点击量达到了 246 亿次，同比上涨 61.8%；公司若投入网剧行业则具备三大利好：1) 通过自身出色的影视剧制作能力，公司能迅速奠定网剧市场地位；2) 精品剧网络价格目前已超过卫视台剧目价格，网剧制作能为公司带来丰厚的收入；3) 网络剧制作将开辟公司“套拍”模式的新“战线”，满足那些休闲时间碎片化的受众人群的观演需求。

乐华文化：艺人经纪为核心，辐射影视音三大娱乐板块

艺人经纪是公司的核心业务。公司通过不断地招募和推广著名艺人，发现有潜力的年轻艺人，为公司未来影视音乐业务的发展奠定基石。公司通过与韩庚、周笔畅、UNIQ 等国内外知名艺人（团体）签订长期合作协议，保证了公司未来盈利的可持续性。公司具有一整套独具特色的艺人培养和推广体系。这套体系以艺人为核心，结合了中国娱乐市场的特点，充分吸收了日韩艺人培养、运作体系的经验，已取得了良好的效果。

公司的管理层在影视行业拥有广阔的人脉资源。公司董事长杜华女士拥有 10 余年的娱乐产业从业经验，有着丰富的娱乐业市场营销经验和行业人脉；公司副总经理李妍女士从业十余年来在多家影视、音乐公司皆担任企宣总监、经纪人等要职。

公司在艺人经纪业务方面与国外市场保持着深入的交流。公司一直致力于吸收和学习韩国等国家先进的艺人培养模式和星探模式，乐于签约韩国艺人，负责他们在中国的宣传和推广。

公司的影视业务依托自身强大的艺人经纪业务不断发展。目前影视投资以参投为主；看重反哺艺人经纪，在取得良好收益的同时能够起到艺人推广的效果；注重国际化交流，签约韩国著名导演为公司拍摄热门题材影视剧，参与进口电影在国内发行的宣传推广工作。

公司的音乐业务以艺人培养为核心。音乐制作和发行是艺人推广的渠道之一，公司将音乐业务与艺人培养相结合，在 A 股市场展现一定稀缺性。作为具有音乐产业全产业链布局的公司，公司有着优秀的音乐制作能力，深厚的音乐版权储备和先进的音乐推广体系。

“影视+艺人经纪+音乐”互相融合

公司形成“影视+音乐+艺人”的三足鼎立格局。收购春天融合和乐华文化后，将充分融合两家公司所长，深耕影视、艺人经纪，大力发展互联网音乐业务，最终形成影视、艺人经纪、音乐三大板块互相依存，互相扶持的产业布局。

影视与艺人经纪深度融合，形成内部闭环。春天融合通过自身影视剧拍摄，为乐华文化旗下艺人提供更多推广平台，乐华文化为春天融合的影视剧拍摄输送艺人资源，辅助其艺人管理。既能提升电视剧整体演员阵容，又降低了部分人员管理成本。

“音乐+互联网”成为公司业务新亮点。公司未来若布局互联网演艺平台将为公司的艺人宣传与推广开辟新的渠道，并且以互联网为载体，发掘具有潜力的年轻艺人。目前国家音乐版权保护制度还不完善，但是广电总局的《意见》提出，体现了国家发展音乐产业的决心。乐观估计，若国家未来音乐版权保护措施尽快建立，公司音乐业务的利润将有几何级增长。

核心成员持股增强团队凝聚力。影视行业中，拥有具有行业影响力和影视制作能力的精英人才是公司持续发展的基石。共达电声在收购春天融合后，以员工持股的方式，锁定春天融合的核心团队成员和乐华文化旗下具有核心价值的艺人，确保公司未来各项业务能持续开展进行。

盈利预测及投资建议：

公司经过并购重组后，将涉足娱乐产业，覆盖电影、电视、音乐与艺人经纪四大娱乐板块，构建全娱乐产业链生态圈闭环。根据春天融合与乐华文化对共达电声的业绩承诺，2016 至 2018 年，两公司合计扣非后归母净利润不低于 3.1 亿元、4 亿元和 5.05 亿元。共达电声 2015 至 2017 年净利润分别为 0.42、3.47 亿元和 4.42 亿元。按照本次非公开发行后，总股本 7.77 亿股计算，预计 2015-2017 年每股收益分别为 0.12、0.45 和 0.57 元。参考市场上影视公司的估值，以 78 倍的市盈率作为目标价格基础，目标价 35.00 元。首次评级**买入**。

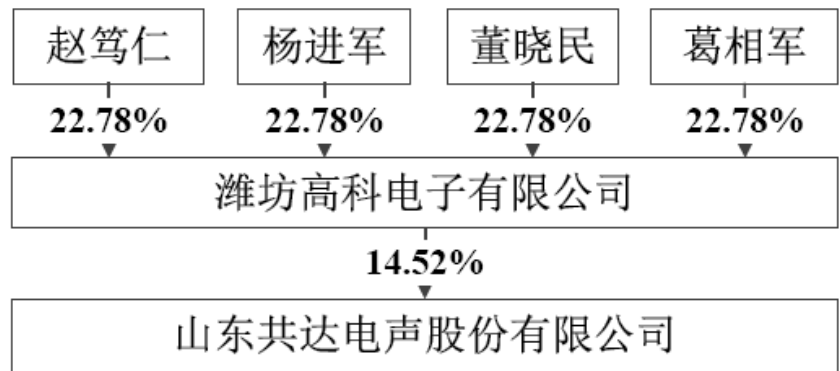
公司概况：主营业务疲弱，公司亟待转型发掘新增长点

山东共达电声股份有限公司成立于 2001 年 4 月，是国内首家大批量为手机配套麦克风的制造商。2008 年 7 月，公司通过董事会决议，整体变更为股份有限公司，2012 年 2 月，公司在深交所中小板挂牌上市，首次公开发行 3,000 万股，上市后总股本为 12,000 万股。公司主营业务为微电声元件的研发、生产、销售，主要产品有微型驻极体麦克风 (ECM)、微型扬声器 (SPK)、硅微麦克风 (MEMS MIC) 等。公司主要客户均为全球知名消费类电子企业，如索尼、三星、华为等。

股权结构：

本次收购前，公司控股股东为潍坊高科电子有限公司，赵笃仁、杨进军、董晓民和葛相军作为一致行动人，是公司的实际控制人。

图表 1. 公司与实际控制人之间控制关系图：

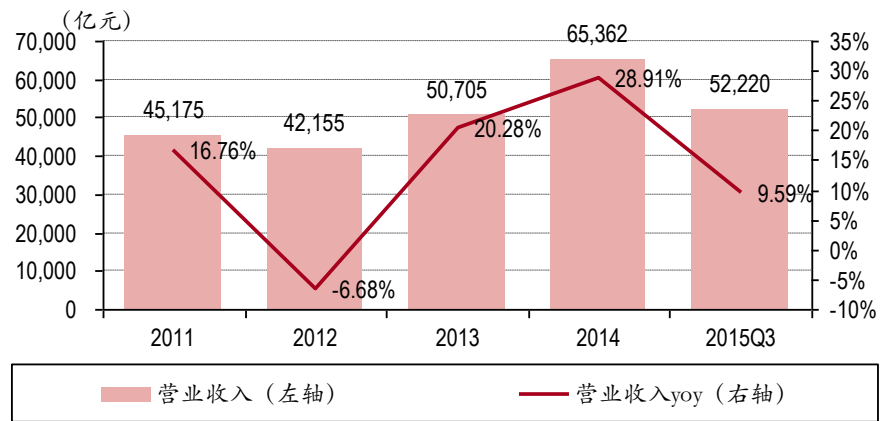


资料来源：公司公告，中银国际证券

公司主营业务分析：营业收入增长缓慢，营业利润波动较大

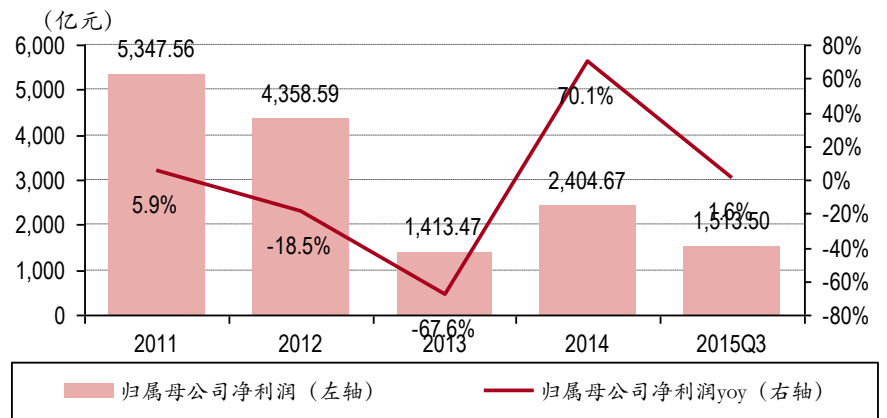
公司自成立以来，主营业务一直以电声元件的生产制造为主，近年来，公司业绩随稳步增加但是增速明显放缓，且受到市场行情不景气、竞争激烈等因素影响，净利润波动较大且下降明显。2015 年前三季度，公司营业收入 5.22 亿元，同比增长 9.59%；归属母公司净利润 1,513.5 万元，同比上涨 1.58%。2011 到 2014 年，公司营业收入分别为 4.52 亿、4.22 亿、5.07 亿和 6.54 亿元，实现归属母公司净利润 5,348 万、4,359 万、1,413 万和 2,405 万。

图表 2. 公司五年来营业收入情况



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 3. 公司五年来归母公司净利润情况

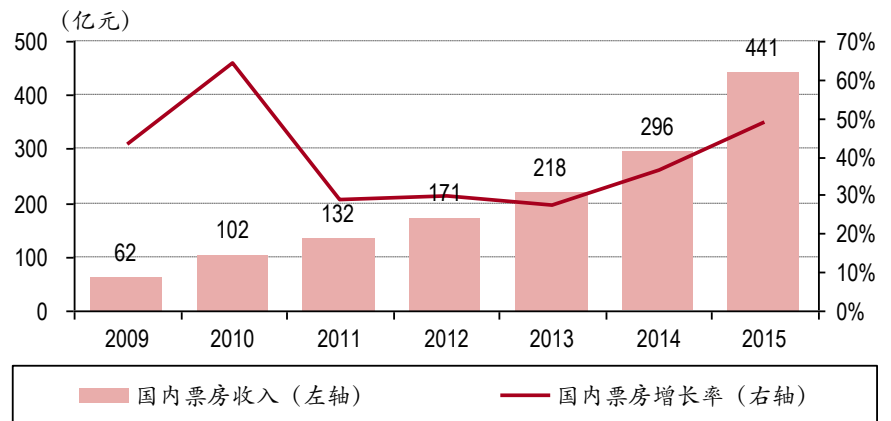


资料来源: 公司公告, 中银国际证券

电影市场迎来春天，电视剧市场稳中求变

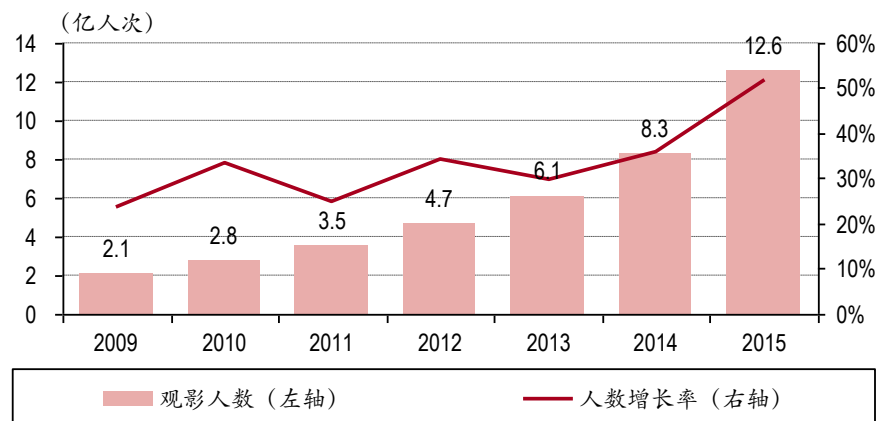
近年来中国电影产业增长迅猛。根据国家广电总局数据通报，2015年我国全年共创作生产故事电影686部，动画电影51部，年度总票房达到440.69亿元人民币，同比增长48.9%。其中，国产电影票房为271.36亿元，占总票房的62%，09年以来首次超过60%。与2014年相比，增加了109.81亿元，增长68%。全年票房过亿的电影共计81部，其中国产电影47部。2015年全国城市观影人次高达12.6亿，同比增长51.08%。银幕方面，2015年中国总银幕数超过31,000块，与北美相比还差7,000多块。

图表 4. 2009-2015 年电影市场票房

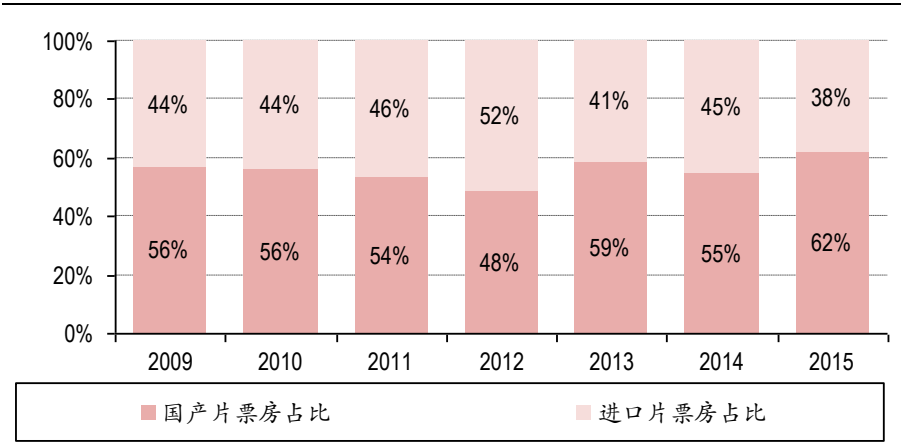


资料来源：网络公开资料，中银国际证券

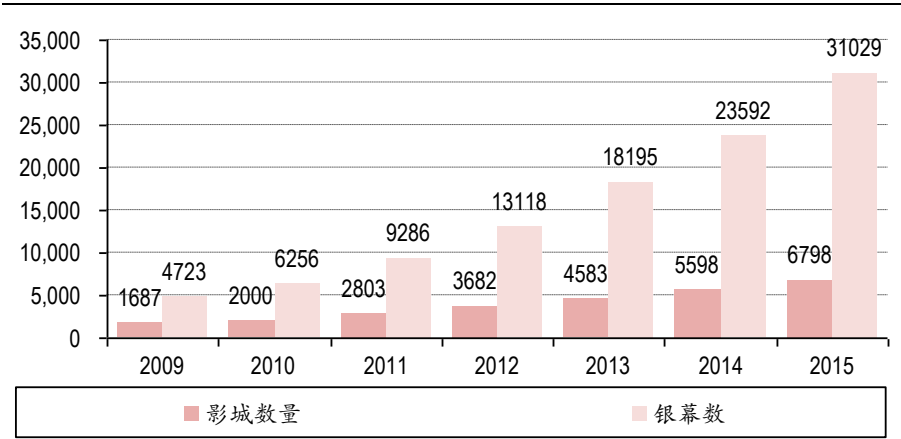
图表 5. 2009-2015 年观影人数情况



资料来源：网络公开资料，中银国际证券

图表 6. 2009-2015 年国产片与进口片占比


资料来源：网络公开资料，中银国际证券

图表 7. 2009-2015 年国内电影院及电影屏幕数情况


资料来源：网络公开资料，中银国际证券

电影产业海外发展迅猛前所未有。2015 年，中国民营电影企业纷纷出海，以资本为先导，展开了与好莱坞形形色色的合作。如华谊兄弟以公告的形式确认的合作片数量多达 26 部，均直接参与全产业链分账收益；博纳影业 2015 年 11 月宣布，以 2.35 亿美元投资美国 TSG 娱乐金融，后者是二十世纪福斯的长期融资伙伴，此番投资使得博纳影业将参与 TSG 与二十世纪福克斯所合作拍摄的《火星救援》等多部好莱坞大片。这些海外投资标志着中国资本开始在国际电影市场上扮演重要角色，而所有海外影视公司都开始重视中国这片影视文化市场热土，纷纷希望通过合作的方式开展中国市场的影视发展。

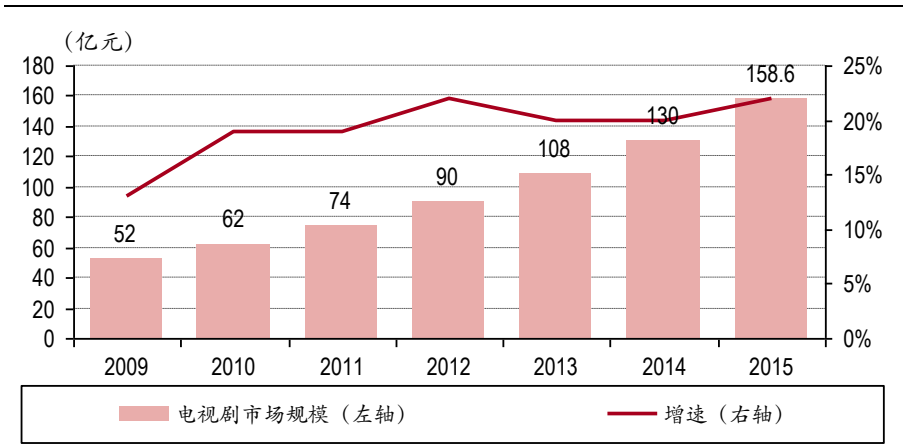
图表 8. 影视公司海外投资合作情况

公司名称	华谊兄弟	博纳影业	乐视影业	华策影视
海外合作企业或基金	STX; Showbox 韩国	TSG (间接参与 20 世纪福 克斯项目)	狮门影业 传奇影业 黑马漫画 Tiger62	20 世纪福斯国际制作 极光影业 N.E.W 韩国
合作片单数量	26+	6	8+	12+
公司名称	万达影业	阿里影业	华人文化产业投资基金	游族影业
海外合作企业或基金	韦恩斯坦影业出品《铁拳》 传奇影业 (收购 51% 股权)	派拉蒙出品的《碟中谍 5》 金秀贤《REAL》	与华纳合资成立旗舰影业 与梦工厂合资成立东方梦工厂	游族 Bliss 电影基金
合作片单数量	1	2	1	10+26

资料来源：网络公开资料，中银国际证券

电视剧产业稳中有升。在电视剧方面，从2010年的62亿到2014年的130亿，年平均增速达到20%，预计2015年度中国电视剧市场规模将达到160亿。由于受到“一剧两星”的政策限制，影视公司的电视剧制作的整体制作风格从原来的大规模粗放式制作渐渐转向精品化电视大剧，对比近四年1-4月同期全国电视剧拍摄备案的电视剧剧目数量，由2012年的15,784部下降到了2015年的12,137部。由于投资风险的增加，制片的更加谨慎，整个电视剧市场的“马太效应”更加明显。大的电视剧制作公司凭借自身强大的制作能力和资金能力，往往可以推出演员阵容强大，制作精良的电视大剧，这些电视剧以往就是各个卫视电台争抢的宠儿，希望能获取其独家播放权，一般只会在一到两个卫视台播出，因此大型影视公司并不会受到政策影响而使得收入下降；但是一些制作质量并不是很高的，以往通过在多家卫视台的非黄金时间播出以增加发行的电视剧则会被挤出卫视台，下放到地方台播出，发行收入将受到较大的影响。

图表 9. 电视剧市场规模



资料来源：网络公开资料，中银国际证券

图表 10. 2015 年度电视剧 TOP10

序号	电视剧名称	平均收视率(%)
1	武媚娘传奇	3.03
2	半月传	2.09
3	花千骨 (周播剧)	1.98
4	锦绣缘华丽冒险	1.88
5	伪装者	1.83
6	活色生香	1.73
7	神犬小七	1.66
8	妻子的谎言	1.54
9	老农民	1.53
10	偏偏喜欢你	1.48

资料来源：网络公开资料，中银国际证券

政策支持利好影视产业发展。电影产业的快速增长与国家出台的各项扶持政策密不可分。近年来，国家出台了多条政策意见，为中国电影的繁荣增添了动力。2014年6月，财政部、国家发改委、广电总局等七部委联合发布了《关于支持电影发展若干经纪政策的通知》，明确指出要将电影产业发展与科技、金融产业发展相结合，走协同发展的路径。2015年9月，财政部、广电总局发布《国家电影事业发展专项资金征收使用管理办法》，进一步明确了要通过专项资金重点支持电影产业发展，并对电影产业实行税收、金融等扶持政策。同月，国务院常务会议通过了《中华人民共和国电影产业促进法（草案）》，进一步详细规定和完善了电影产业的各项政策及法律法规，为中国电影产业发展提供有利环境。国家在如今实体经济增速放缓的大背景下，通过发展影视文化这个抗周期能力较强的产业，目的在于促进企业转型，有利供给侧改革，通过提升居民文化产业的消费来转移国家的GDP增长中心。

中国的影视产业发展正处于黄金时期。一方面国家为促进影视产业的发展，出台了一系列涉及税收、补贴、重点扶持等产业支持政策，另一方面，民营影视公司看准时机，纷纷加大资本投入，扩大与海外影视公司的交流来提升自身的影视制作水平和业务规模。由于大量资本进入影视文化市场，未来一到两年内，市场份额将很快被大型影视娱乐公司所瓜分。如果不及时进入抢占市场，壮大自身，则未来将失去在影视文化市场的竞争力。

巨资收购优秀影视公司，强势打造综合娱乐平台

2015年12月，公司发布重大资产重组公告，通过非公开发行股份及募集配套资金。本次交易中公司拟收购春天融合100%股权及乐华文化100%股权，对价41.2亿元，并募集配套资金32.72亿元用于支付现金对价及投资春天融合与乐华文化的影视剧拍摄。通过本次重组，共达电声能够打通整个影视娱乐产业链，即涵盖上游的IP储备及交易、艺人选拔和培养，中游的影视剧制作发行，下游的衍生品开发等环节，形成电影、电视剧、艺人经纪等产业的高度融合和共同开发，促使不同产品间的粉丝相互转化，从而实现产业协同效应，打造多元化的业务模式和影视娱乐综合平台。

并购方案：41.2亿元收购春天融合与乐华文化，募集资金32.72亿元

1. 并购及配套募集资金概况：

公司于12月18日发出非公开发行股份及募集配套资金公告，内容分两部分：

1) 发行股份及支付现金收购公司：公司拟以发行股份及支付现金的方式购买喀什星光文化、杨伟等9为投资者合计持有的额春天融合100%股权；拟以发行股份及支付现金的方式购买杜华、上海文投等19位特定投资者及投资机构合计持有的乐华文化100%股权。两笔交易将按照11.43元/股的价格，支付对价共计41.2亿元。其中用于收购春天融合所支付的现金对价为11.77亿元，股票对价6.23亿元，合计18亿元，发行股份数量为5,450.57万股；用于收购乐华文化所支付的现金对价为10.45亿元，股票对价为12.75亿元，发行股份数量为1.12亿股。以上交易合计支付现金22.23亿元，发行股份1.66亿股。

图表 11. 交易结构

拟购买资产	交易对价(亿元)	以现金支付的对价 (亿元)	以股份支付的对价 (亿元)
春天融合100%股权	18	11.77	6.23
乐华文化100%股权	23.2	10.45	12.75
合计	41.2	22.22	18.97

资料来源：公司公告，中银国际证券

2) 发行股份募集配套资金：公司拟采用锁价方式按照13.02元/股，将向共达投资、杨伟及员工持股平台等9名特定对象发行股份募集配套资金，以用于支付交易对价以及春天融合、乐华文化投拍的影视作品。拟募集配套资金将不超过32.73亿元。配套募集资金支付完对价后还有10亿元用于公司投拍影视作品，为后续业务发展提供资金保障。

图表 12. 发行股份概况

交易对方	拟认购股数 (万股)	拟认购金额 (亿元)	占发行后总股本(%)
共达投资	7,015	9.13	9.02
杨伟	1,500	1.95	1.93
葫芦影视	3,800	4.95	4.89
三生资本	2,990	3.89	3.85
红树湾	2,000	2.60	2.57
共青城聚泰丰	2,000	2.60	2.57
喀什八达	2,500	3.26	3.22
霍尔果斯双熙	500	0.65	0.64
员工持股平台	2,830	3.68	3.64
合计	25,135	32.73	32.33

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 13. 募集资金用途

序号	项目名称	投资金额 (亿元)	占比(%)
1	本次交易的现金对价	22.22	68.97
2	春天融和投拍影视作品	5	15.52
3	乐华文化投拍影视作品	5	15.52
合计		32.22	100.00

资料来源：公司公告，中银国际证券

2. 交易后股本变动情况

本次交易后，公司总股本将增至 77.73 亿股。潍坊高科和共达投资将持有公司 15.75% 的股权，因此公司控股股东未变，一致行动人赵笃仁、杨进军、董晓民和葛相军仍为公司实际控制人。

图表 14. 股本结构变化情况

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
潍坊高科及共达投资	5,228	14.52	12,243	15.75
喀什橡树林	3,000	8.33	3,000	3.86
上海依惠	2,800	7.78	2,800	3.60
一心资本	2,400	6.67	2,400	3.09
宫俊	1,800	5.00	1,800	2.32
杨伟	-	-	4,335	5.58
西安普润	-	-	1,268	1.63
杜华	-	-	7,799	10.03
西藏华果果	-	-	962	1.24
其他交易对方	-	-	3,736	4.81
除共达投资、杨伟之外的其他配套融资者	-	-	16,620	21.38
其他股东	20,772	57.70	20,772	26.72
合计	36,000	100.00	77,735	100.00

资料来源：公司公告，中银国际证券

3. 并购标的业绩承诺：

本次交易中，春天融合承诺 2016 到 2018 年扣非后净利润分别不低于 1.4 亿元、1.8 亿元和 2.25 亿元。乐华文化承诺 2016 到 2018 年扣非后净利润分别不低于 1.7 亿元、2.2 亿元和 2.8 亿元。

图表 15. 交易标的未来三年业绩承诺

交易标的	扣非后净利润 (亿元)			合计 (亿元)
	2016 年度	2017 年度	2018 年度	
春天融合	1.4	1.8	2.25	5.45
乐华文化	1.7	2.2	2.8	6.7
合计	3.1	4	5.05	12.15
P/E	13.29	10.3	8.16	

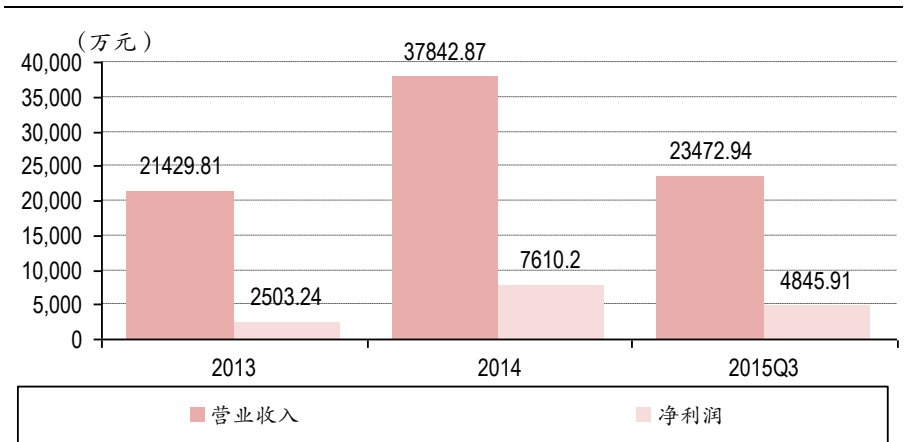
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

春天融合：专注影视精品剧制作

春天融合影视文化有限公司成立于2010年9月13日，是国内优秀的精品影视剧资源整合运营商，专注于精品电视剧的投资、制作及发行和电影的投资制作。

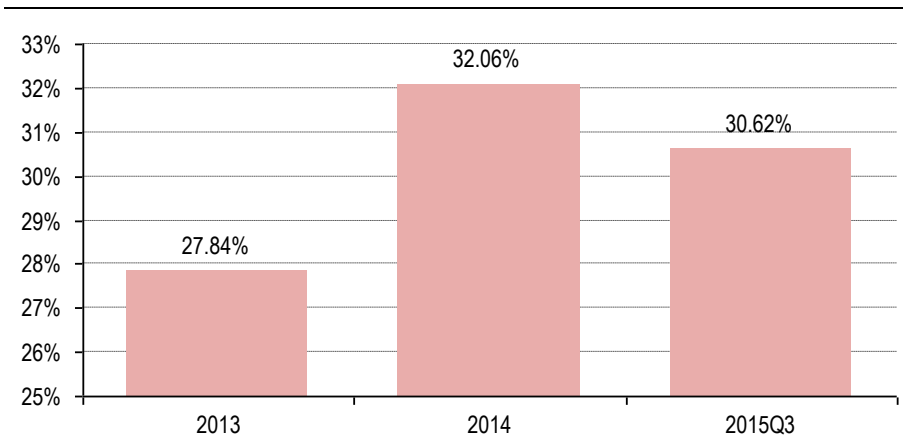
营业收入位于行业前列。2013年到2015年前三季度，公司主营业务收入分别为2.35亿元、3.78亿元和2.14亿元；净利润分别为4,845.91万元、7,610.20万元、3,038.12万元。其中，2014年公司的业绩与同属于“广播、电视、电影和影视录音制造业”的A股上市公司相比，营业收入相对排名为第14位，净利润相对排名为第12位。

图表 16. 春天融合 2013 到 2015 年三季度营业收入及净利润



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 17. 春天融合 2013 至 2015 年三季度毛利率



资料来源：公司公告，中银国际证券

三大特点塑造公司影视剧行业领军地位

1) **善于IP价值的重复变现。**好的IP在影视剧行业内体现为经典的影视剧剧本，经典的人物塑造，经典的故事模式等。春天融合首创的“套拍”方式，即一部电影或电视剧走红后，又将其主要内容拍成电视剧或者电影，将内容的价值变现最大化。虽然是重复拍摄，但是并不代表重复浪费和剧情老套。比如有些人喜欢看情节简练快捷、视听效果震撼的电影而有些人喜欢看剧情细水流长的电视剧，反复品味故事情节，那“套拍”的价值就是将经典的剧情用不同的形式变现出来以满足不同人的需求。而且从营销角度来看，借助一种在市场先行推广实现的“闻名”效应，继而推出另一种形态的同名作品可以有效节省作品的推广费用。但是，“套拍”并不容易，由于前一部作品已经成名，如果下一部“套拍”作品剧情、拍摄不如已有的作品，则反而有可能会影响前一部作品的口碑效果。

“套拍”出新意和创意。公司不仅创造了“套拍”模式，更由于自身强大的影视剧拍摄能力和剧本创作能力，使得“套拍”模式的下一部电影或电视剧能在原有口碑效应的基础上更加出彩，更有新意。公司2012年和2013年先后推出的《火线三兄弟》和《厨子戏子痞子》就是根据同一个剧情分别拍摄成电视剧和电影，均取得了良好的收视率和票房收益。其中《火线三兄弟》北京地区平均收视率5.9%，《厨子戏子痞子》累计票房2.7亿元。2016年，公司再次推出“套拍”模式，著名青年导演、编剧管虎将其历经两年打磨的剧本《老炮儿》分别拍摄制作成电影、网剧、电视剧。其中，公司与华谊兄弟合作投资拍摄的电影《老炮儿》具有以冯小刚、张涵予、李易峰领衔的老中青超豪华演员阵容，2015年12月24日上映至今，累计票房收入达8.7亿元，并荣获2015年度台湾金马奖最佳男主角奖和最佳剧本创作奖提名；同名网络剧《老炮儿》由管虎监制、电影团队打造，寻找全国各地“老炮儿”，在腾讯视频全网独播；目前同名电视剧《老炮儿》也已处于剧本改编中，预计2017年5月上映。

2) **公司拥有众多在影视行业极具影响力的导演、编剧和演员。**影视行业里优秀人才的专业能力及丰富经验是公司持续良好发展的基石。因此，公司与国内影视界诸多精英人士如黄渤、刘和平、管虎等，以个人或工作室的形式展开深度合作，并以部分人参股的形式确保合作的稳定性，享有其作品或劳务的优先购买权。比如黄渤是中国著名的男演员，金马影帝，以近50亿票房稳居《中国演艺票房与号召力排行榜》榜首；刘和平是中国最著名的剧作家、小说作家之一，曾获得过“曹禺戏剧文学奖”、“飞天奖”等各项编剧文学类奖项，《北平无战事》便是他的代表作之一；管虎是中国著名的青年导演、编剧，2015年，他执导的电影《老炮儿》获得了2015年金马奖最佳男主角和最佳编剧提名，目前累计票房达到8.7亿元。

图表 18. 春天融合重要合作伙伴情况介绍

姓名	职业	荣誉奖项	代表作品
刘和平	剧作家、小说作家	文化部突出贡献奖、“曹禺戏剧文学家”、“飞天奖”最佳编剧等	《甲申祭》、《雍正王朝》、《大明王朝 1566》、《北平无战事》
黄渤	演员	“金马奖”最佳男主角、北京大学学生电影节最佳男主角等	《疯狂的石头》、《斗牛》《人再囧途之泰囧》《西游降魔》
管浒	导演、编剧	“金马奖”最佳改编剧本、“金鹰奖”优秀电视剧等	《沂蒙》、《斗牛》、《厨子戏子痞子》
杨树鹏	导演	英国万像国际华语电影节优秀导演奖等	《我的唐朝兄弟》、《匹夫》
张晓光	导演	“飞天奖”电视剧二等奖等	《一米阳光》、《玉碎》、《最后的棚户人家》
杨磊	导演		《乱世书香》、《民兵葛二蛋》
蔡传道	制片人		《DA 师》、《我的兄弟叫顺溜》、《我是特种兵之火凤凰》
朱文玖	制片人		《斗牛》、《杀生》、《厨子戏子痞子》

资料来源：公司公告，中银国际证券

3) 公司所投资拍摄的影视剧以正剧、历史剧为主。这些剧种并不以笑点、雷点吸引观众，博取收视率，而是展现一个国家在一段历史变革时期内，各种人物直接的关系变化，爱恨纠缠。正剧虽然收视率没有青春娱乐剧高，不如搞笑剧赚钱，但是正剧的制作是不可替代的。公司通过拍摄历史题材正剧，能证明自身影视剧行业地位，体现文化责任感。相比起娱乐剧，正剧对人们的世界观、价值观、人生观有着促进作用，就是所谓的“正三观”。目前影视公司里，只有少数影视公司具有拍摄历史题材正剧的资本和实力，能够拍摄正剧是影视公司综合实力的体现。

《北平无战事》证明正剧影响力。公司 2013 年投资拍摄了《北平无战事》，改编自公司旗下著名剧作家刘和平的同名小说，由刘和平任编剧、总制片，刘烨、陈宝国领衔主演。此剧在 2014 年先后登陆北京、天津、河南、山东和广东五大卫视播出，平均收视率 0.7%，最高突破 1%，在同年的历史题材电视剧中，位列第一；同年 12 月，在“国剧盛典”上获得最佳电视剧、最佳导演、最佳编剧；2015 年获得 21 届“白玉兰奖”最佳电视剧、最佳编剧；17 届华鼎奖全国观众最喜爱电视剧；第 30 届中国电视剧飞天奖优秀电视剧奖、优秀导演奖、优秀编剧奖和优秀男演员奖。这些荣誉足以证明春天融合在历史题材正剧的制作实力和艺术成就。

图表 19. 春天融合主要电视剧作品

作品名称	海报	集数	收视率	备注
请你原谅我		30	北京地区收视率 5.10%	春天融合与九州音像出版公司、北京新经典影业公司按投资比例享有收益权
火线三兄弟		40	北京地区收视率 5.9%	春天融合独家享有收益权
乱世书香		46	湖北地区 0.41%	春天融合将发行权卖断给印纪传媒股份有限公司
北平无战事		54	平均收视率 0.71%最高破 1	春天融合与北京儒意欣欣影业投资有限公司、中视文化传播有限公司等按比例共同享有收益权

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 20. 春天融合主要电影作品

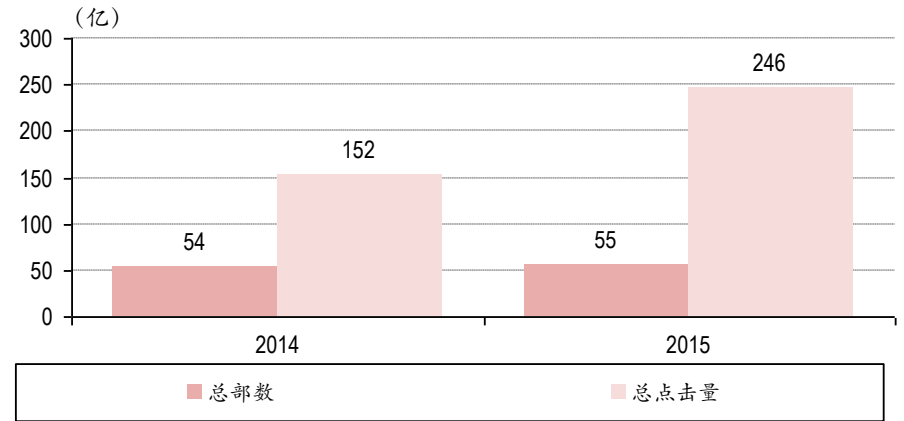
电影名称	海报	上映时间	累计票房	备注
厨子戏子痞子		2013年3月29日	2.7亿	春天融合与北京第五乐章共同投资，春天融合享有21.82%收益权
老男孩之猛龙过江		2014年7月10日	2亿	春天融合与北京儒意欣欣共同投资，春天融合享有2%收益权
黄金时代		2014年10月1日	5,150万	春天融合与北京嘉映影业有限公司共同投资，春天融合享有10%收益权
老炮儿		2015年12月24日	8.47亿	春天融合与华谊兄弟共同投资拍摄，管虎担任导演，具体票房分成未知

资料来源：公司公告，中银国际证券

网剧产业将为春天融合带来新的利润增长点

2015年网剧产业有着飞跃式的发展。全年视频网站的自制视频产量为55部，基本与2014年（54部）持平，但是点击量达到了246亿次，同比上涨61.8%。公司此时进军网剧产业占尽天时。

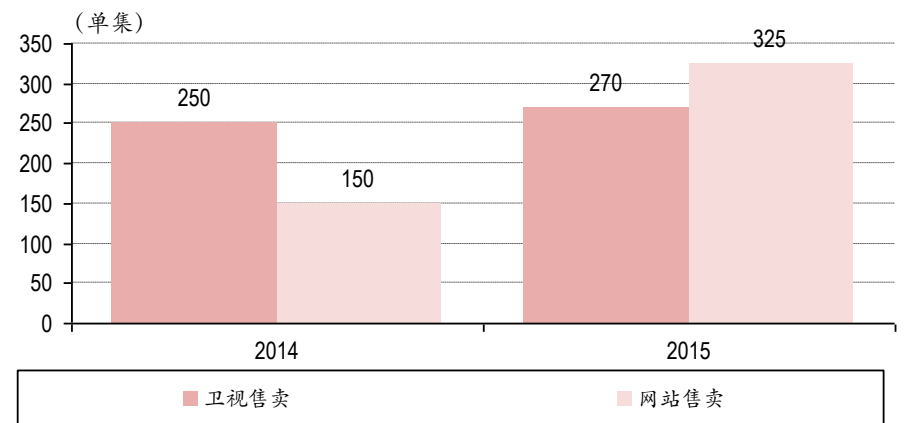
图表 21. 网络剧发行数量



资料来源：网络公开资料，中银国际证券

春天融合若投入网剧行业，则具备三大利好：1) 短时间内奠定市场地位。目前网络剧虽然多，但是普遍质量还无法与传统电视剧相比，春天融合若尽早进入网络精品剧制作，凭借强大的影视剧制作能力，能从大部分网络剧中迅速脱颖而出；2) 精品网剧价格已超过电视剧。目前，精品剧的网络视频售卖价格已从2014年的平均150万/集，增长至325万/集，涨幅超过100%，具体价格已经超过卫视台售卖价格，公司若能投身精品网剧制作，则必能获得丰厚的利润；3) 网络剧制作将开辟春天融合“套拍”模式的第三条“战线”。网剧目前主要的受众人群的特点为工作忙碌，休闲时间碎片化，这是不同于电影和电视的第三类受众人群。若公司能针对这类观众群体的需求，将经典剧本改编成网剧，必将获得更大的关注度。目前公司已经尝试套拍网剧，电影《老炮儿》的网剧版本已经上映，并取得了不错的成绩。

图表 22. 电视剧售卖价格变化情况



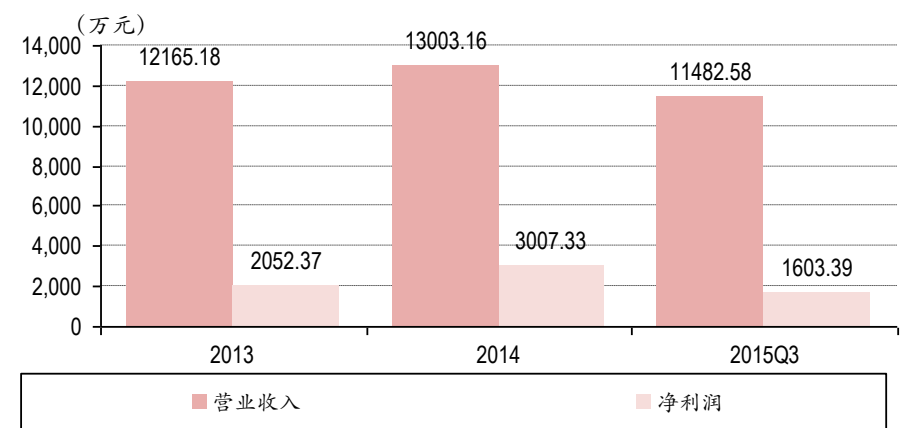
资料来源：网络公开资料，中银国际证券

乐华文化：艺人经纪为核心，辐射影视音三大娱乐板块

乐华文化成立于2009年7月，致力于高品质娱乐产品的开发和艺人价值的深度挖掘。公司最重要的业务是艺人经纪。公司根据签约艺人的自身能力、优势等，为艺人量身打造一整套推广业务，包括影视、音乐、综艺节目等，并以此涉足影视产业，以艺人为中心，扩散开展影视投资，形成公司特有的娱乐产业覆盖网络。

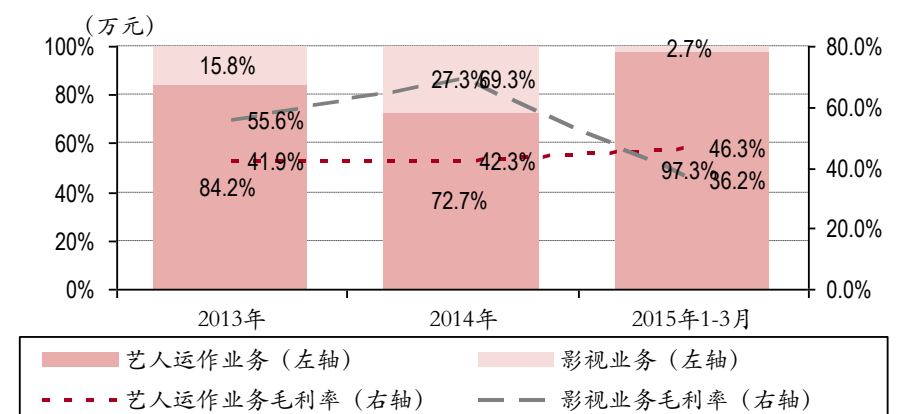
公司近两年业绩稳步提升，影视收入增幅较大。乐华文化近年来主要收入来自于艺人经纪业务，2013年到2015年3季度，公司营业收入分别为1.22亿元、1.30亿元和1.15亿元，净利润分别达到2,052.37万元、3,007.33万元和1,603.39万元。2014年公司影视收入达到3,550.6万元，比2013年增长了85%，可以看出，公司在自身核心产业发展较为稳定的同时更希望将产业向毛利率更高的影视产业衍生，以增加公司的盈利水平，增强收入的稳定性。

图表 23. 乐华文化 2013 年至 2015 年三季度营业收入及净利润



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 24. 公司业务结构及毛利率



资料来源：公司公告，中银国际证券

经纪业务：公司业务核心，立身之本

艺人经纪是乐华文化的核心业务。公司通过不断地招募和推广著名艺人和发行有潜力的年轻艺人，为公司未来影视音乐业务的发展奠定了基石。艺人经纪业务处于娱乐产业的最上游，它服务于整个娱乐产业的源泉：艺人。公司通过与艺人的签约，获得艺人在一定区域内商业活动的独家授权，不断地提高艺人自身的品质，知名度，再通过各种渠道如电影、电视、演唱会等渠道发挥艺人的才能实现艺人价值的变现。

图表 25. 艺人经纪产业链模式



图表来源：网络公开资料，中银国际证券

当红艺人是公司开展影视娱乐业务的核心资产。公司通过与包括韩庚、周笔畅、UNIQ 在内的国内外知名艺人（团体）签订长期合作协议，保证了公司未来盈利能力的可持续性。

图表 26. 公司与主要艺人签约情况：

艺人姓名	艺人类型	合约总类	加盟时间	合约到期日
韩庚	歌手、演员	经纪全约	2010.5.21	2017.5.31
周笔畅	歌手、演员	经纪全约	2012.10.18	2016.10.17
阿杜	歌手	经纪全约	2011.7.1	2016.6.30
黄征	歌手、音乐制作人	经纪全约	2012.2.27	2017.5.7
安又琪	歌手	经纪全约	2010.5.3	2017.5.7
UNIQ（团体）	歌手	经纪全约	2014.10.16	2022.10.15
NANA 林珍娜（韩国）	歌手、演员	中国独家代理 约	2013.9.1	2016.8.31
020 女子团体	歌手	经纪全约	2015.2.14	2018.2.13

资料来源：公司公告，中银国际证券

艺人经纪是复杂和高难度的业务。艺人经纪业务的水平是一个娱乐公司整体实力的体现。一个优秀的艺人经纪公司，需要具备如下三个关键要素：首先，公司需要有一套完整的艺人培养和推广体系，能让已成名的艺人相信加入公司有助于其继续拓展发展渠道，提升知名度，能让年轻艺人相信通过公司的培养和推广能让他们走上成名的道路；其次，公司需要有丰富的社会资源和娱乐圈的人脉关系，优秀的成名艺人是各大娱乐公司追逐的对象，这些艺人也是一个经纪公司最重要的财富，能获得更多成名的艺人是一个经纪公司的业绩保证；再者，一个成功的经纪公司需要有国际化的视野，有能力致力于将艺人国际化。国际化是艺人经纪的发展上限，是可以吸引核心艺人加盟最重要的特质之一。目前公司在这三个方面都有独到的优势和发展布局。

公司具有一整套独具特色的艺人培养和推广体系。这套体系以艺人为核心，结合了中国娱乐市场的特点，充分吸收了日韩艺人培养、运作体系的经验，以中国年轻人群体的需求为市场导向，已经取得了良好的效果。对于成熟艺人，由于他们已经具备一定的艺术和娱乐价值，公司针对他们自身的艺术风格和成长路径，选择合适的宣传平台进行形象的提升和重塑，保证他们的持续发展和价值的持续提升；对于新挖掘的年轻艺人，公司则沿袭日韩艺人的培养模式，如接受韩国公司的专业舞蹈、演唱指导等，并结合中国国内娱乐市场的实际情况，以偶像团体的方式将他们推向市场，如公司目前精心打造的男子偶像团体 UNIQ。

艺人培养案例一：韩庚

韩庚是乐华文化目前最重要的核心艺人之一。他曾经是韩国著名组合 Super Junior 成员之一，也是第一位在韩国出道的中国艺人。2010 年，公司与韩庚签约后，针对其独特的嗓音、优秀舞蹈技艺和现场感染力，通过一系列顶级音乐制作与推广，为其塑造出特有的演艺风格，成功提升了他的亚洲顶级偶像地位。与此同时，公司根据他自身的风格，以投资电影的方式使他在多部知名电影里如《致青春》、《变形金刚》、《万物生长》等，饰演具有一定分量的角色，在提升他电影表演能力的同时，也为公司创造了巨大的收益。根据公司 2015 年的盈利预测，公司艺人经纪的总收入为 1.6 亿，而韩庚能为公司贡献近 8,000 万收入，占公司经纪总收入的一半。

艺人培养案例二：UNIQ

UNIQ 是乐华文化 2014 年 9 月正式推出的第一个自创 5 人男子组合。公司通过从数万名优秀的年轻艺人中选出合适人选，然后使他们接受中韩两国专业的音乐、舞蹈培训，塑造出较高的偶像品质。2014 年，通过公司的各项运作，UNIQ 获邀演唱《忍者神龟：变种时代》以及《马达加斯加的企鹅》在中国上映的主题曲，取得了良好的市场推广效果。同年，UNIQ 获得爱奇艺“2015 最具期待组合”奖，2015 年 4 月，UNIQ 参加酷音乐亚洲盛典，获得“年度内地最佳新人”奖项。

图表 27. 公司艺人培养案例

艺人名字	签约时间	签约期间获得的奖项	推广内容
韩庚	2010 年至今	2012 年 MTV 欧洲音乐奖全球最佳艺人奖、	全多张个人专辑；主演《大武生》、《致青春》、《前任攻略》、《万物生长》、参演《变形金刚 4》；出版书籍《寒更》、《韩庚 1221》；推出“庚 Phone”手机
UNIQ	2014 年 10 月	接受中韩专业音乐、舞蹈训练，以青少年为目标受众	2014 年 9 月出道，10 月出道首支公开单曲《Falling in Love》；先后推出《忍者神龟》、《马达加斯加的企鹅》中文主题曲，12 月获得爱奇艺“2015 最具期待组合奖”；2015 年，获得酷音乐亚洲盛典“年度内地最佳新人”

资料来源：公司公告，中银国际证券

公司管理层人员优秀，在影视行业拥有广阔的人脉资源。公司董事长杜华女士拥有 10 余年的娱乐产业从业经验，她曾经在中国第一家电子商务网站担任公关经理，在国内早期成功的 SP 公司华友世纪带人市场总监兼华友经纪总经理，有着多年娱乐业市场营销经验和行业人脉。在乐华文化成立的第一年，杜华就成功签下了陈好、谢娜、孟庭苇等著名影视明星；公司副总经理李妍女士也拥有十余年娱乐行业从业经验，先后供职过创盟音乐、海蝶音乐、华谊兄弟娱乐、金牌大风等著名经纪、音乐公司，且皆担任企宣总监、经纪人等要职。由于具有这样深厚行业背景和人脉资源的管理层团队，公司在明星招募、艺人塑造等方面左右逢源，有效保证公司未来在艺人经纪方面收入的稳定性。

图表 28. 公司核心成员介绍

	职位	从业经历
杜华	董事长兼总经理	2003年7月至2004年9月就职8848任公关经理；2004年9月至2009年7月就职华友世纪任市场总监；2009年7月至2015年就职乐华有限任执行董事兼经理；2015年6月至今，任乐华文化董事长兼总经理
李妍	副总经理	2005年3月至2006年6月，就职于创盟音乐，任企宣总监；2006年7月至2007年6月，就职海蝶音乐，任经纪企宣总监；2007年7月至2009年1月，就职华谊兄弟娱乐公司，任企宣总监、经纪人；2009年2月至2012年8月就职金牌大风，任企宣总监；2012年9月至今，任乐华文化副总经理
孙乐	副总经理	2003年至2009年，就职于星工场，任艺人助理；2009年至今任乐华文化副总经理，12年行业从业经历

资料来源：公开资料，中银国际证券

公司在经纪业务方面与国际市场保持着深入且广泛的交流。公司一直致力于吸收和学习韩国等国家先进的艺人培养模式和星探模式，也青睐于招募和签约韩国艺人，负责他们在中国的宣传和推广工作。如公司签约了韩国“最美面容”林珍娜，主力打造的UNIQ男团也是中韩混合团体。此外，公司副总经理李祥圭是韩国人，负责乐华文化的韩国分公司的对韩交流业务。目前，韩国籍艺人或者韩国接受培训的中国籍艺人在中国目前的娱乐市场具有极高的吸引力。首先，韩国的艺人培训机制较为细致和成熟，注重艺人在形象、舞台表现及唱歌方面全方位的提升。因此，韩国籍艺人在舞台表现、形象上的水平普遍高于内地艺人。再加上韩国目前与中国的政治关系融洽，因此公司在签约推广韩国籍艺人方面的战略是具有前瞻性的。

影视业务：以电影为艺人推广渠道，同时收获较高收益

乐华文化开展电影投资业务具有如下三个特点：

首先，以参与投资为主。公司往往只负责电影的宣传推广，所取得的收入来源包括电影票房的分账收入、版权收入电视剧的销售收入和广告赞助等衍生收入。

第二，反哺自身的核心业务艺人经纪。是否能让旗下艺人参与电影表演，以达到良好的推广效果是公司投资电影的重要参考因素。公司以当下热点和主流的观影人群的喜好为导向进行影视业务的开展，不断使自身艺人参与其中，提升其影响力。自2013年以来，所投资的电影如《致我们终将逝去的青春》、《前任攻略》、《老男孩之猛龙过江》等，均为当时的“现象级”电影，大部分也都有旗下艺人参与，在取得良好的收益和口碑的同时，也强化了签约艺人的市场影响力。

第三，注重国际化交流。2014年，公司参与了《变形金刚4》在中国的发行推广业务，同年公司与著名韩国导演张太维签约，将开展长达5年的影视合作，目前，双方合作拍摄的电影《青春合伙人》已经拍摄完毕，《青春合伙人2》也在筹备之中。公司与派拉蒙影业合作投资拍摄的《马可波罗》也在进行中。此外，公司还引进了《钢铁骑士》等多部国外电影版权。

图表 29. 乐华文化影视作品情况:

作品名称	影片	国内上映时间	票房或收视率情况	备注	旗下艺人参与
致青春		2013年4月	7.18亿	享有影片4.25%的发行净收益	韩庚 张瑶
前任攻略		2014年1月	1.3亿	享有影片10%的发行净收益	韩庚
变形金刚4		2014年6月	19.79亿	协助推广影片	韩庚
老男孩之猛龙过江		2014年7月	2亿	乐华文化享有影片1%的发行净收益	
虎妈猫爸		2015年	平均收视率1%以上。最高收视率2.088%	乐华文化投资电视剧(按照合同约定分享收益)	
一仆二主		2014年3月	平均收视率1.23%	乐华文化投资电视剧(按照合同约定分享收益)	

资料来源:公司公告, 中银国际证券

图表 30. 乐华文化投资拍摄且即将引进的电影：

业务类型	电影名称	说明	影片类型	公司旗下合作艺人参与情况	预计公映时间
投资制片业务	《青春合伙人》	主投主控，已经拍摄完毕	现代、青春、励志	导演：张太维	2016 年
投资制片业务	《大话西游终结篇》	参投，已经拍摄完毕	魔幻、喜剧	主演：韩庚	2016 年
投资制片业务	《夏有乔木 雅望天堂》	主投，已拍摄完毕	现代、青春、爱情	主演：韩庚	2016 年
投资制片业务	《这就是命》	参投，开机拍摄中	喜剧	主演：金圣柱	2017 年
投资制片业务	《二十一》	主投主控，筹备中	歌舞，动作		2017 年
投资制片业务	《青春合伙人 2》	主投主控筹备中	现代、青春、励志	导演：张太维	2017 年
投资制片业务	《那些年华》	主投主控，筹备中	现代、青春、爱情		2018 年
投资制片业务	《闺蜜 2》	主投主控，筹备中	现代、青春、爱情		2018 年
投资制片业务	《东北往事之破马张飞》	主投主控，筹备中	现代、动作、喜剧		2017 年
投资制片业务	《马可波罗》	参与投资	动作、奇幻、爱情		2016 年
投资制片业务	《旺夫剩女》	乐华文化承制	现代、都市、喜剧		2018 年
引进版权	《海洋之歌》	乐华享有发行方 50% 权利	剧情、动画、奇幻		2016 年
引进版权	《谜一样的双眼》	乐华享有发行方 50% 权利	剧情、犯罪		2016 年
引进版权	《钢铁骑士》	乐华享有发行方 50% 权利	动作、惊悚		2016 年

资料来源：公司公告，中银国际证券

音乐业务：与艺人经纪结合，展现音乐标的稀缺性

音乐业务：与艺人经纪深度结合，打通音乐全产业链

音乐业务与艺人经纪深度结合。音乐和演唱是艺人重要的表演形式，也是大多数艺人赖以成名的基础。在目前 A 股市场上，许多上市公司都通过并购投资的方式在音乐产业有一定涉足，如华录百纳 2016 年将举办数十场演唱会，将 VR 技术融入其中；光线传媒近期向多米音乐增资 6,800 万元，布局在线音乐平台；富春通信旗下的骏梦游戏获得 SNH48 授权，将开发以 SNH48 为主题的音乐游戏。对于标的梳理可知，虽然 A 股上市公司里，涉足音乐产业的众多，但是鲜有像乐华文化一样，将艺人经纪与音乐业务深度结合，自身具有创作音乐、进行音乐表演实力的影视娱乐公司。

图表 31. 部分上市公司涉及音乐产业情况：

上市公司	音乐布局
华谊兄弟	拥有华谊音乐 100% 股权，2012 年投资参股多米音乐
浙富控股	2014 年 8.4 亿收购梦想强音，继续参投《中国好声音》
华录百纳	2016 年将推出数十次线上线下融合演唱会，融入 VR 技术
宋城演艺	收购六间房，开展线上音乐表演业务
富春通信	开发以 SNH48 为主题的音乐游戏

资料来源：公开资料整理，中银国际证券

三大优势打通音乐全产业链。作为具有音乐产业全产业链布局的公司，公司已经打通了创作、录制、出版、发行、演出等纵向产业链，并与影视、游戏、电商等横向产业链相互呼应，形成各个环节纵横相交的音乐产业体系，且在如下三个方面展现较大的优势：

1) 优秀的音乐制作能力。公司旗下的艺人在音乐方面具有较强的实力和积累，音乐作品作为乐华文化艺人的主要表现形式，其推广范围和大众接受程度决定了艺人的知名度和市场影响力。艺人自身条件决定了艺人音乐作品的宽度，市场偏好则明确音乐作品的方向。音乐市场的主要消费人群来自于 80、90 及 00 后，上述人群的喜好代表着音乐市场的潮流指向。公司针对上述人群作为受众，结合艺人自身条件和艺术风格，进行深入调研后打造音乐产品。在词曲创作上，公司与国内主要音乐制作人、词曲作者保持良好合作关系；在产品制作上，以最高标准进行录音、混音，并与知名艺人的录音师保持着长期合作，最快速的融合海外新技术；在 MV 拍摄上，创意十足，极大地吸引受众。

2) **强大的音乐版权。**公司的音乐版权包含原创音乐版权和韩国第一娱乐航母 CJ E&M 的代理音乐版权，总版权数量约 11,253 首，并以每月超过 200 首的速度持续增长。经过多年的运营和积累及对外合作，目前自有并代理了数千首国内外歌曲/MV 的版权。依靠自身所拥有的强大的版权资源，公司深入与中国移动等电信运营商进行合作。音乐作品作为艺人最核心的表现形式之一，突出展露了艺人的天赋与才华。随着国内版权意识的不断提高，音乐作品形成的版权将为公司带来持续而稳定的收入。

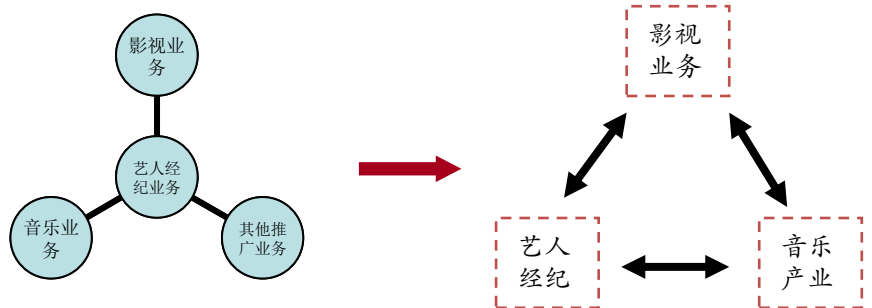
3) **先进的音乐推广体系。**数字化的发展和互联网技术的不断涌现改变了音乐的主要传播方式，塑造了公司新媒体传播的推广主线。公司已打造出了一套较为完善的互联网及无线音乐推广体系，保持着与国内主要电信运营商和音乐网站之间的良好合作，极大地提高了自身的音乐推广能力，有效地提高了艺人的知名度的同时实现版权收入。公司重视艺人与粉丝之间的现场交流，通过演唱会、歌友会等形式加大艺人作品的宣传力度，加强受众对艺人的直观感观，增强艺人影响力的同时实现收入。作为中国移动咪咕歌友会的重要参与方，深度参与中国移动音乐基地的发展，为中国移动提供了优质的服务内容。在音乐发行方面，公司通过发行商、电信运营商、互联网以及 itunes、Youtube、KKbox 等平台达到音乐的全球化输出。

“影视+音乐+艺人经纪”互相融合

公司形成“影视+音乐+艺人经纪”三足鼎立格局

改变原有格局，发扬各家所长。公司在收购春天融合与乐华文化之后，将充分融合两家公司所长，深耕影视、艺人经纪业务，大力发展互联网音乐业务，将乐华文化原来以艺人经济为中心，向其他各项业务辐射的业务格局打散重构，加入春天融合强有力的团队制作能力支持的影视业务，提升音乐产业的发展力度，最终形成影视、音乐、艺人经纪三足鼎立的业务格局。

图表 32. 未来公司业务结构变化示意图



图标来源：资料整理，中银国际证券

影视与艺人经纪深度融合，形成内部闭环

结合两家子公司的业务优势，构建覆盖娱乐产业上下游的全产业链发展平台。一方面，春天融合将继续保持其强大的影视拍摄制作能力，为公司持续出产新的影视剧作品，保持公司影视收入的稳定性；另一方面，乐华文化继续开拓其艺人经纪业务，为公司招募和培养更多有价值 and 潜力的明星艺人，扩充公司的艺人资源储备。两个公司相互依存，相互合作，形成公司内部的影视产业闭环：春天融合通过自身的影视剧拍摄，为乐华旗下的艺人提供更多推广渠道和发展平台，而乐华文化为春天融合的影视剧拍摄输送演员资源，辅助其原有的艺人管理。未来，公司投资拍摄的影视剧中的主演将大部分来自于旗下艺人之中，一方面提升电视剧的演员阵容，另一方面降低了演员的签约成本。

公司未来两年将投拍影视剧共计 40 部。其中春天融合将投拍电视剧项目 12 部，电影项目 11 部；乐华文化将推出电视剧项目 2 部，电影项目 15 部。

重点推荐电视剧版《老炮儿》。《老炮儿》的电影剧本由中国著名青年导演管虎花费两年时间亲自打磨创作。所拍电影具有以冯小刚、张涵予和李易峰领衔的超豪华阵容。自 12 月底上映至今，累计票房成绩达到 8.7 亿。2015 年，《老炮儿》荣获台湾地区金马奖最佳男主角和最佳原创剧本奖提名。同期由管虎监制的网剧《老炮儿》也已在腾讯视频独家上线，讲述了各个城市的“老炮儿”的故事，也取得了不俗的口碑。由于春天融合独特的“套拍”水平，该剧值得期待。

图表 33. 公司未来两年内电视剧投拍计划：

序号	电视剧	预计开机时间	目前进度
1	醒醒吧！小子	2016年3月	全套剧本已经完成，主创演员洽谈中
2	双雄	2016年4月	已交付公司梗概、人物小传和前三集剧本初稿
3	33,43,53	2016年6月	剧本策划已完成，制片人已确定，剧本修改第二稿
4	丝路	2016年7月	剧本大纲已完成，已签订导演
5	国士	2016年8月	2015年剧本完成，导演已确定
6	姐姐饭	2016年9月	剧本初稿基本完成，开始第一轮修改
7	完美的离婚	2017年3月	项目已立项，剧本创作中
8	缉枪	2017年4月	全套剧本已经完成，备案公示中，主创演员洽谈中
9	老炮儿	2017年5月	剧本由电影《老炮儿》改编中
10	苍茫大地	2017年5月	剧本已完成，主创签约中
11	协议爱情	2017年6月	前三集剧本已完成
12	红妆惊梦	2017年6月	故事大纲，策划已完成，剧本改变中
13	虎刺行动	2017年8月	剧本创作中

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 34. 公司未来两年内电影投拍计划：

	电影名称	预计开机时间	目前进度
春天融合投拍电影项目	记忆战	2016年2月	项目已立项，演员已签订
	爱少女神	2016年3月	剧本已创作完成
	七年	2016年5月	全套剧本已经完成，演员签订中
	刺国	2016年6月	电视剧《国士》的电影版，剧本同期创作中
	白麻雀	2016年8月	剧本已完成
	封神重力	2016年12月	剧本已完成特效模拟创作中
	使徒行者	2017年3月	剧本已完成
	十三太保	2017年3月	全套剧本已完成，导演已签约
	少年	2017年4月	剧本已完成，主创签约中
	请你原谅我	2017年5月	由电视剧剧本改编完成
	过河入林	2017年5月	剧本已完成，主创签约中
	刺青	2016年4月	剧本改编中，已处于第二稿状态中
	年少无知	2016年6月	剧本策划中
乐华文化投拍电影项目	西游封神	2016年3月	项目策划中
	邻家女孩	2016年7月	剧本策划初步完成，近期进入初稿审验期间
	网络大电影	2016年6月	项目策划中
	死神来了	2016年7月	剧本初稿已完成
	我是天使	2016年8月	剧本初稿基本完成，开始第一轮初稿的修改
	求婚大作战	2016年10月	IP已购买
	罗伯特烦恼	2016年11月	剧本处于编写中，已经开始导演及演员的签订
	东北往事2	2016年12月	剧本策划中
	魔偶奇缘	2017年3月	剧本策划中
	东北往事3	2017年10月	剧本策划中
	星星合伙人	2017年10月	项目筹备中
魔力女友	2017年12月	项目已立项	
御厨后裔	2017年12月	项目筹备中	

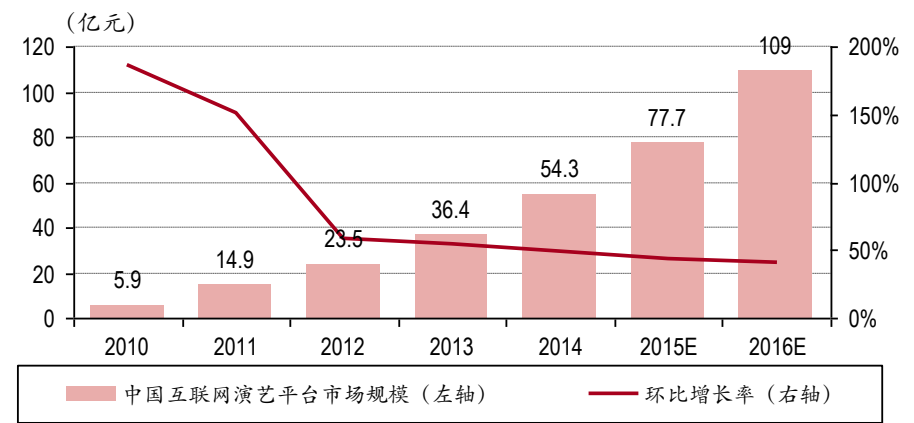
资料来源：公司公告，中银国际证券

“音乐+互联网”成为公司业务新亮点

音乐业务在未来具有巨大的增长空间。公司未来在线演艺和数字音乐上发力，将音乐业务从依附于艺人经纪业务的分支，发展成为与艺人经纪和影视业务相平等的第三主营业务是必要且切实可行的。

中国互联网演艺平台的市场规模呈爆发式增长。2014年，市场规模达到54.3亿元，较2013年增长49.2%，2016年将有可能突破百亿。对于发展速度如此迅猛的演艺市场，作为一个娱乐公司，公司在未来一定会去布局。当前环境下，在线演艺市场并不缺新技术新平台，更缺的高品质的艺人，任何一个演艺平台或者是视频平台都希望有高品质的艺人可以独家入驻或者长期入驻平台进行表演。由于公司在艺人储备和艺人品质上都有明显优势，因此，若此刻切入在线演艺市场，对公司来说是最佳时机。再者，公司通过网络演艺为艺人的推广开辟了新的渠道，也为自身发掘具有价值的年轻艺人找到了新的途径，两者呈现互补关系，有利于公司艺人经纪业务的发展。目前各大娱乐公司都有涉足网络演艺，如宋城演艺收购六间房，将推出“千古情系列”在线演出、华录百纳2016年将线上线下同步开展演唱会，并融合VR技术，因此，从公司战略层面分析，在未来尽快布局在线演艺市场也是刻不容缓的。

图表 35. 在线演艺市场规模



资料来源：网络公开资料，中银国际证券

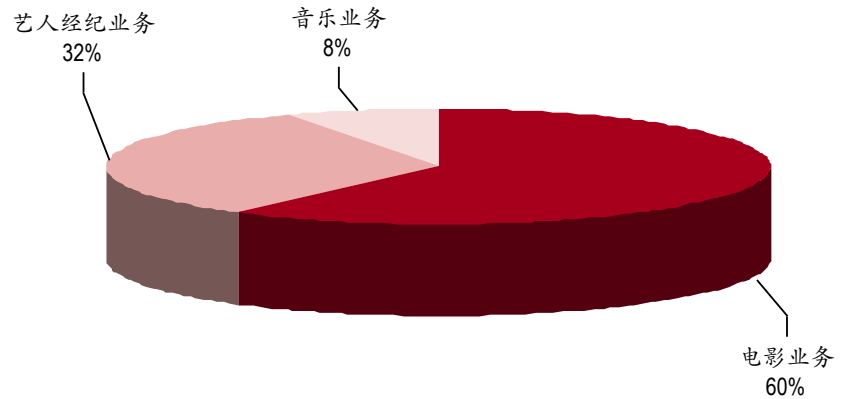
公司在数字音乐方面的收入将因版权制度的完善而呈现几何级增长。2014年，中国数字音乐的市场规模达到491.2亿元，比上年增长11.5%，整齐呈稳步上升趋势。公司一直在拓展无线音乐业务，并且与各大电信移动商都有密切合作，但是目前音乐版权业务的收入占比较低。根据公司2015年的盈利预测，乐华文化2016年实现收入4.99亿元，而音乐业务收入只有3,772.65万元，仅占总收入的7.6%。音乐业务收入较少很重要的原因在于当前中国音乐版权保护制度仍然不完善，盗版音乐下载严重压缩了公司的数字音乐收入。

中美两国音乐收入差距悬殊。根据资料显示，美国流媒体全年人均收入为137.46美元，而中国流媒体人均收入只有1.13元，如果付费水平与美国一样，估算中国流媒体音乐产业规模将从目前的5.12亿元达到415.16亿元人民币，是实际规模的80倍。所以通过以上对比可知，若音乐版权制度能得以有效完善，公司的音乐收入将成为未来公司财报的亮点。此外，2015年12月，国家广电提出了《音乐产业“十三五”规划意见》，表达政府发展音乐产业的决心，预计音乐版权制度的指导意见将在2016年内推出，而公司未来音乐产业的收入将超过5亿元。

图表 36. 美国与中国流媒体收入对比

	美国	中国
人均可支配收入 (2013 年)	40,000 美元	26,955 元人民币 (城镇人口)
流媒体音乐用户 (2014 年上半年)	780 万	4.53 亿
流媒体音乐收入 (2014 年上半年)	536.1 万美元	5.12 亿元
流媒体人均收入 (全年)	137.46 美元	1.13 元
流媒体人均收入占个人可支配收入比例	0.34%	0.004%

资料来源: 网络公开资料, 中银国际证券

图表 37. 2016 年乐华文化盈利预测中音乐收入占比


资料来源: 公司公告, 中银国际证券

核心成员持股增强团队凝聚力

影视行业中, 拥有具有行业影响力和影视制作能力的精英人才是公司持续发展的基石。共达电声在收购春天融合后, 以员工持股的方式, 锁定春天融合的核心团队成员和乐华文化旗下具有核心价值的艺人, 确保公司未来各项业务能持续开展进行。

图表 38. 春天融合人员参与共达电声配套融资情况

核心人员	拟认购股数 (万股)	拟认购金额 (万元)	发行后占比(%)	身份
黄渤	300	3,906	0.39	演员
管泐	100	1,302	0.13	导演
杨树鹏	200	2,604	0.26	导演
刘和平	100	1,302	0.13	编剧
朱文玖	100	1,302	0.13	制作总监
金扬	50	651	0.06	制片人
陈启杰	100	1,302	0.13	签约艺人
黄静	50	651	0.06	发行经理
连凤羽	10	130.2	0.01	行政经理
赵启进	100	1,302	0.13	法务总监
戚兆波	20	260.4	0.03	法务经理
合计	1,130	14,712.6	1.45	-

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 39. 乐华文化核心成员持股情况

核心人员	拟认购股数 (万股)	拟认购金额 (万元)	发行后占比(%)	身份
周景煜	100	1,302	0.13	新媒体部总监
孙乐	250	3,255	0.32	副总经理
谢欣	50	651	0.06	艺人经纪总监
李妍	10	130.2	0.01	副总经理
缪威	10	130.2	0.01	法务总监、董秘
韩小枫	10	130.2	0.0129	艺人经纪主管
张伟	200	2,604	0.26	资金主管
韩庚	280	3,645.6	0.36	签约艺人
周笔畅	100	1,302	0.13	签约艺人
黄征	100	1,302	0.13	签约艺人
陈港	30	390.6	0.04	签约艺人
刘晓悳	30	390.6	0.04	签约艺人
张瑶	50	651	0.06	签约艺人
龚德军	10	130.2	0.01	财务总监
孙一丁	300	3,906	0.39	董事
马骏	30	390.6	0.04	大华骏腾总经理
合计	1,560	20,311.2	2.00	-

资料来源：公司公告，中银国际证券

盈利预测

公司经过并购重组后，将涉足娱乐产业，覆盖电影、电视、音乐与艺人经纪四大娱乐板块，构建全娱乐产业链生态圈闭环。根据春天融合与乐华文化对共达电声的业绩承诺，2016至2018年，两公司合计扣非后归母净利润不低于3.1亿元、4亿元和5.05亿元。共达电声2015至2017年净利润分别为0.42、3.47亿元和4.42亿元。按照本次非公开发售后，总股本7.77亿股计算，预计2015-2017年每股收益分别为0.12、0.45和0.57元。参考市场上影视公司的估值，以78倍的市盈率作为目标价格基础，目标价35.00元。首次评级**买入**。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	507	654	712	2,363	2,901
销售成本	(384)	(481)	(527)	(1,526)	(1,857)
经营费用	(75)	(97)	(82)	(402)	(495)
息税折旧前利润	48	75	103	435	549
折旧及摊销	(38)	(42)	(61)	(74)	(88)
经营利润(息税前利润)	10	33	42	362	461
净利息收入/(费用)	0	(1)	(0)	(0)	(0)
其他收益/(损失)	14	2	3	9	12
税前利润	24	34	45	371	473
所得税	0	(2)	(3)	(24)	(31)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	24	32	42	347	442
核心净利润	24	32	42	349	444
每股收益(人民币)	0.099	0.088	0.116	0.446	0.569
核心每股收益(人民币)	0.099	0.089	0.118	0.449	0.572
每股股息(人民币)	0.000	0.158	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	20	29	9	232	23
息税前利润增长(%)	(79)	227	27	765	28
息税折旧前利润增长(%)	(34)	56	38	322	26
每股收益增长(%)	(74)	(12)	32	284	27
核心每股收益增长(%)	(75)	(10)	32	281	27

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	24	34	45	371	473
折旧与摊销	38	42	61	74	88
净利息费用	1	1	0	0	0
运营资本变动	(2)	(9)	(11)	(380)	(149)
税金	0	(2)	(3)	(24)	(31)
其他经营现金流	(6)	2	(4)	1	1
经营活动产生的现金流	55	68	89	41	381
购买固定资产净值	(159)	(44)	(63)	(279)	(155)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	11	1	0	0	0
投资活动产生的现金流	(148)	(43)	(63)	(279)	(155)
净增权益	120	120	0	417	0
净增债务	18	19	289	(476)	0
支付股息	0	0	(76)	0	0
其他融资现金流	(131)	(174)	44	(1)	(1)
融资活动产生的现金流	7	(35)	258	(59)	(1)
现金变动	(86)	(10)	284	(332)	190
期初现金	171	83	119	404	73
公司自由现金流	(93)	25	26	(238)	226
权益自由现金流	(75)	44	315	(714)	226

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	87	120	404	73	265
应收帐款	152	172	209	751	922
库存	113	152	170	294	383
其他流动资产	107	48	65	171	201
流动资产总计	460	492	848	1,290	1,770
固定资产	325	370	439	475	537
无形资产	134	131	131	222	221
其他长期资产	11	10	(57)	4	6
长期资产总计	476	517	518	723	791
总资产	936	1,009	1,366	2,013	2,561
应付帐款	129	156	236	526	640
短期债务	167	186	476	0	0
其他流动负债	43	34	15	118	144
流动负债总计	339	377	727	645	785
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	11	7	7	7
股本	240	360	360	777	777
储备	341	259	269	617	1,060
股东权益	581	619	629	1,394	1,837
少数股东权益	0	2	2	2	2
总负债及权益	936	1,009	1,366	2,013	2,561
每股帐面价值(人民币)	2.42	1.72	1.75	1.79	2.36
每股有形资产(人民币)	1.86	1.36	1.38	1.51	2.08
每股净负债/(现金)(人民币)	0.33	0.18	0.20	(0.09)	(0.34)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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(%)	9.5	11.5	14.5	18.4	18.9
息税前利润率(%)	2.0	5.0	5.9	15.3	15.9
税前利润率(%)	4.7	5.1	6.3	15.7	16.3
净利率(%)	4.7	4.8	5.9	14.7	15.2
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.2	2.0	2.3
利息覆盖率(倍)	7.8	22.8	1,537.0	13,294.	16,956.
净权益负债率(%)	14.5	18.2	11.3	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	0.9	0.9	1.5	1.8
估值					
市盈率(倍)	200.1	226.1	171.0	44.5	34.9
核心业务市盈率(倍)	200.1	222.4	168.7	44.2	34.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	352.9	392.2	297.4	78.0	61.2
市净率(倍)	8.2	11.5	11.3	11.1	8.4
价格/现金流(倍)	86.9	105.3	80.6	373.3	40.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	150.3	96.2	69.9	16.2	12.5
周转率					
存货周转天数	112.5	100.5	111.4	55.5	66.5
应收帐款周转天数	121.9	90.6	97.8	74.2	105.3
应付帐款周转天数	85.6	79.6	100.7	58.9	73.4
回报率					
股息支付率(%)	0.0	239.3	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	4.1	5.3	6.7	34.3	27.4
资产收益率(%)	1.1	3.2	3.3	20.0	18.8
已运用资本收益率(%)	1.5	4.2	4.4	28.9	28.5

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

研究报告中所提及的有关公司

华谊兄弟(300027.CH/人民币 27.88, 未有评级)

博纳影业(BONA.US/美元 13.22, 未有评级)

华录百纳(300291.CH/人民币 25.06, 买入)

华策影视(300133.CH/人民币 23.31, 未有评级)

宋城演艺(300144.CH/人民币 23.80, 买入)

阿里影业(1060.HK/港币 1.61, 未有评级)

浙富控股(002266.CH/人民币 6.30, 未有评级)

金亚科技(300028.CH/人民币 34.51, 未有评级)

以2016年1月21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公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该公司有关的任何财务权益；本报告评论的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
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