

去粗存精，打造文化产业链生态圈

投资要点

- **坚定转型，旅游业务逐步剥离，传媒板块积极搭建，业绩将上新台阶。**今年，公司一方面加快对旅游业务的收缩，“两寺”进入过渡经营状态、灵山归还区政府并转卖相关资产、龙泉宾馆正在公开挂牌；另一方面落地传媒资产收购整合，完成对电视剧制作商世纪伙伴、艺人经纪公司浙江星河的收购。我们认为，公司正从“旅游+文化”并举向“文化为主、旅游为辅”的格局蜕变，这向市场传递两项利好：1) 就业务板块看，公司传媒业务较旅游业务而言不仅更有前景，还享受更高估值；2) 三家外延标的今年合计承诺净利润 2.4 亿，相较公司近年 2000-3000 万的净利润水平提升了一个量级，将大幅改善公司经营状况。
- **影视艺人综艺四大板块协同发展，建立影视娱乐帝国。**公司现已形成“电影（摩天轮）+电视剧（世纪伙伴）+艺人经纪（浙江星河）+综艺（内生）”四大板块协同发展格局，艺人经纪公司为公司的多元内容提供艺人，而综艺节目中的选秀栏目又会为艺人经纪公司储备人才，产业链两大上游要素兼备，在二八原则明显的影视行业较其他内容公司更有优势。
- **生命人寿资金雄厚，厚德前海资源丰富。**目前生命人寿持股 15.8%、与大股东华力控股的占比基本持平，董事长宋歌亦是生命人寿旗下厚德前海基金的实际控制人，我们认为新的管理层和生命人寿之间关系密切，一方面不容易发生较大的利益冲突，另一方面生命人寿未来能为公司提供资金支持、厚德前海更是投资多家 TMT 领域优质标的，为公司并购和业务合作打开想象空间。
- **高管团队大佬云集，股权激励绑定专业人才。**公司通过收购、外聘等方式聚集了在业界拥有丰富经验的行业大佬：董事长宋歌是原完美时空董事长，万达传媒总经理，在业界有很强的号召力；总裁夏陈安则是电视广播界的大咖，曾一手缔造了浙江卫视的龙头地位，制作了《中国好声音》等一系列优秀节目；王京花在艺人经纪界享有盛名，创建了中国最大的艺人经纪公司拾捌文化；姜晓曦是资深的出品人。近期高管股权激励落地，公司业务也将因此得到有效带动。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.27 元、0.31 元、0.38 元（考虑实际并表贡献），考虑到公司相较其他内容公司在核心资源和业务覆盖面上占据优势，给予 80 倍估值，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**影视行业政策或发生大幅变动、并购企业业绩实现或不及承诺。

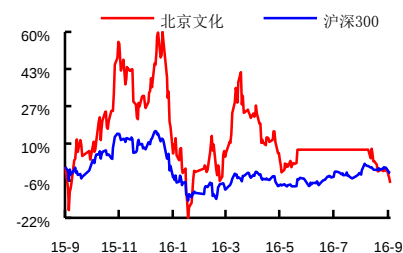
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	349.35	921.13	1181.31	1433.08
增长率	-16.96%	163.67%	28.24%	21.31%
归属母公司净利润（百万元）	21.22	199.05	224.84	272.29
增长率	-73.42%	837.82%	12.96%	21.10%
每股收益 EPS（元）	0.03	0.27	0.31	0.38
净资产收益率 ROE	1.98%	15.72%	15.29%	15.84%
PE	677	72	64	53
PB	13.86	11.71	10.08	8.62

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘言
 执业证号：S1250515070002
 电话：023-67791663
 邮箱：liuyan@swsc.com.cn
 联系人：罗亚琨
 电话：0755-88604093
 邮箱：lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.24
流通 A 股(亿股)	3.78
52 周内股价区间(元)	16.95-34.85
总市值(亿元)	143.70
总资产(亿元)	44.20
每股净资产(元)	5.50

相关研究

目 录

1 公司概况：转型全产业链文化集团	1
2 主营业务：旅游淡出视野，传媒整装待发	3
2.1 旅游业务逐渐剥离	3
2.2 传媒四大板块携手腾飞	3
3 专业、高影响力的高管团队	10
3.1 董事长宋歌及厚德前海基金	10
3.2 影视、综艺、艺人经纪各持王牌	11
4 盈利预测与投资建议	11
5 风险提示	12

图 目 录

图 1：公司目前股权结构（2016 年中报）	1
图 2：公司 2016 年上半年主营业务结构情况	2
图 3：公司 2016 年上半年主营业务毛利结构情况	2
图 4：公司 2011 年以来营业收入及增速	2
图 5：公司 2011 年以来归母净利润及增速	2
图 6：公司旅游业务收入和毛利情况	3
图 7：公司参与的综艺海报	9
图 8：浙江星河旗下公司艺人	9

表 目 录

表 1：2015 年摩天轮上映电影	4
表 2：公司制作和参与投资电影（14 部）	4
表 3：西游类电影作品近年来的市场表现	6
表 4：公司 2016 年投资和参与制作的网络大电影	6
表 5：世纪伙伴已出品影视剧	7
表 6：公司制作和参与投资电视剧（8 部）	7
表 7：公司投资和参与制作的综艺节目（5 部，均已播出）	8
表 8：分业务预测公司业绩情况	12
表 9：可比公司估值	12
附表：财务预测与估值	13

1 公司概况：转型全产业链文化集团

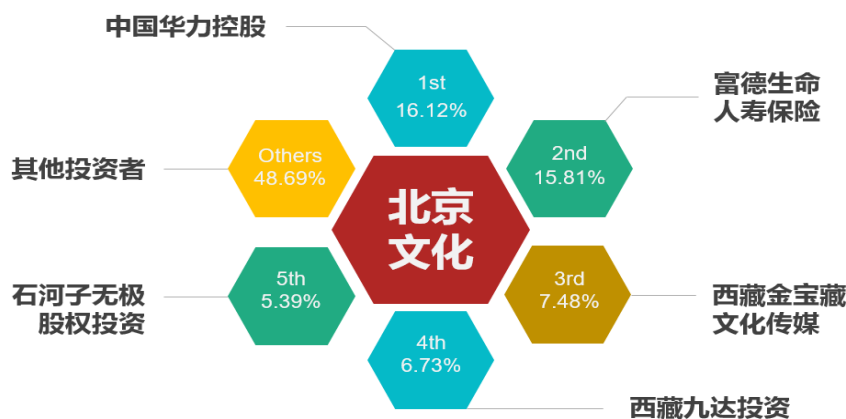
北京文化成立于 1997 年 11 月 18 日，于 1998 年 1 月 8 日在深交所挂牌上市。

公司原有主营业务是以“两山两寺”（妙峰山、灵山、潭拓寺、戒台寺）和龙泉宾馆为代表的地方性旅游服务，涵盖旅游景点、酒店餐饮、相关旅游产品、百货批发等。2013 年底，公司通过收购摩天轮文化传媒公司正式进入影视文化行业，主营业务更改为旅游+影视文化双主业协同发展，今年公司利用定增募集资金近 29 亿元，收购了影视标的世纪伙伴、艺人经纪标的浙江星河，并向全资子公司艾美影院投资有限公司进行增资来打造全国范围的影视院线，未来还将继续利用定增、直接收购和其他途径完善公司影视文化上下游产业资源，长期战略目标是打造全产业链文化集团。

公司近期于 2016 年 6 月 1 日停牌计划收购聚合影联，于 2016 年 8 月 22 日起复牌并终止了本次重大资产重组。终止原因为标的公司盈利能力存在不确定性，交易各方对标的资产估值存在较大分歧，我们认为本次重大资产重组事项终止不会影响公司进一步完善全产业链的战略规划。

公司股权结构：2010 年，公司向华力控股定增 5000 万股，随后华力控股便成为公司第一大股东。目前，华力控股直接持有公司股份 1.10 亿股，通过海通证券股份有限公司约定购回专用账户持有公司股份 375 万股，合计持有公司股份 1.14 亿股，占公司总股本的 16.12%，为公司第一大股东，富德生命人寿保险股份有限公司持有公司股份 1.12 亿股，占公司总股本的 15.81%，为公司第二大股东，公司无控股股东及实际控制人。

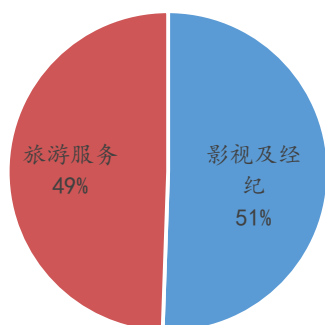
图 1：公司目前股权结构（2016 年中报）



数据来源：公司公告，西南证券

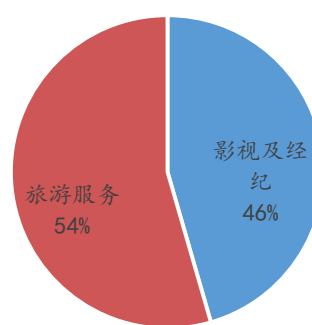
公司主营业务结构：2016 年上半年公司收入主要由旅游和影视文化两个板块构成，其中，旅游、酒店收入 7654 万元，占比 49%，毛利 4401 万元，毛利率 57.5%；影视及经纪收入 7824 万元，占比 51%，毛利 3678 万元，毛利率 47%。整体而言，2016 年上半年两大板块收入贡献五五分，但随着相关传媒标的的并入，影视文化板块占比将逐渐上升。

图 2：公司 2016 年上半年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券

图 3：公司 2016 年上半年主营业务毛利结构情况

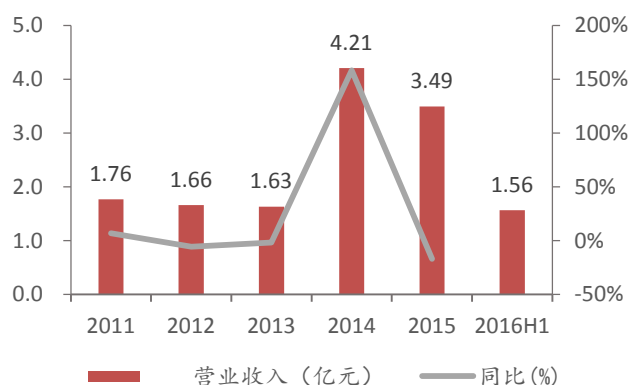


数据来源：公司公告，西南证券

公司业绩状况：在 2014 年以前，公司传统旅游业务营收规模长期处于瓶颈期；2014 年，摩天轮的并入使收入迅速放大。2015 年，公司实现营业收入 3.5 亿元，相较上年同口径的 4.2 亿元减少 17%；实现归属上市公司股东的净利润 2122 万元，相较上年同口径的 5861.9 万元，同比减少约 73%。造成业绩下滑的主要原因是：**1）影视、旅游业务收入减少。**产品收入较上一年减少 7000 万左右，影视下降 15%、旅游下降 19%，主要是 2015 年几部电影票房不理想、旅游政策变化、行业竞争加剧所致。**2）销售费用、管理费用增长较多。**电影宣发费用增多导致销售费用增加 4500 万左右，股权激励、折旧摊销费用增加导致管理费用增加 3000 万左右。整体而言，2015 年公司业绩相对平淡。

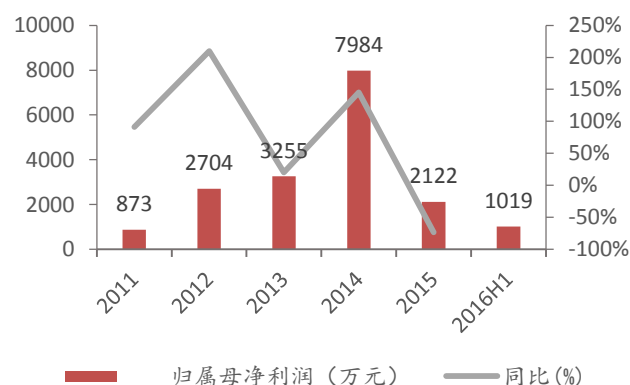
随着世纪伙伴、浙江星河的并入以及配套资金盘活资产，2016 年上半年，公司实现营业收入 1.56 亿元，较去年同期上涨 80%；实现归母净利润 1019 万元，较去年同期上涨 203%。业绩大幅提升的原因主要是由于几家传媒公司的并入促使影视、经纪收入大幅提升，而旅游业务收入较去年基本持平。

图 4：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

图 5：公司 2011 年以来归母净利润及增速



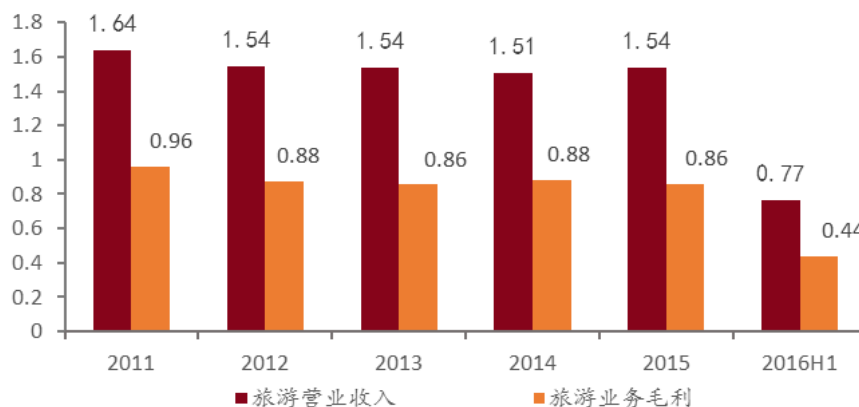
数据来源：公司公告，西南证券

2 主营业务：旅游淡出视野，传媒整装待发

2.1 旅游业务逐渐剥离

公司原本承包经营北京门头沟辖区的“两山两寺”四个核心景区：其中潭柘寺和戒台寺属于 4A 级景区、妙峰山属于 3A 级景区、灵山属于 2A 级景区，各景区合计一年接待游客量 100 多万人，自 2008 年以来旅游业务收入稳定在 1.5 亿元左右，毛利在 9000 万元上下。

图 6：公司旅游业务收入和毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券

“两山两寺”中两寺处于过渡期、灵山相关资产已转让：1) 根据近期北京文化发布的《关于潭、戒两寺退市相关事宜的协议》以及《补充协议》，“两寺”将于 2019 年 6 月 1 日正式退市，退市之前均属过渡期，由公司负责日常维护并获取盈余收入。2) 今年 6 月，公司将灵山景区经营权归还北京市门头沟区旅游发展委员会和清水镇政府，并以 2753 万元的价格转让了灵山景区相关资产。

龙泉宾馆即将剥离：近年，受餐饮和会议市场的不利影响，酒店餐饮业持续疲软。公司旗下的龙泉宾馆经营面临困难，2014~2015 年净利润分别为-958 万元、2653 万元（主要由于出售北京天合晟景物业管理有限公司股权取得投资收益 4073 万元，剔除这一影响亏损较去年加剧为 1420 万元），公司于 9 月 7 日-9 月 21 日在北交所公开挂牌转让龙泉宾馆 100% 股权，挂牌价格为 58084.9 万元，这块资产大概率今年剥离。

此外公司部分旅游投资项目暂缓或变动，我们认为未来旅游业务会进一步淡化，发展重心将落在传媒板块。参考电影《非诚勿扰》、《非诚勿扰 2》播出后，拍摄地点杭州西溪国家湿地公园和日本北海道的游客激增的情况，公司后续有可能采取类似的文化与旅游结合的方式运营旅游业务。

2.2 传媒四大板块携手腾飞

公司影视文化业务主要有影视剧、艺人经纪、新媒体等业务，今年，公司将加速三家公司（摩天轮、世纪伙伴、浙江星河）、四大版块（电影、电视剧网剧、综艺、艺人经纪）人

员及业务的融合并划分了相应的事业部，尽管目前尚处于整合阶，但是内容端已经实现了电视剧、网络剧、电影、综艺的全覆盖，未来延伸至渠道端的产业链布局可期。

2.2.1 电影板块

电影板块主要是公司 2013 年底收购的摩天轮在运营。摩天轮的核心创始人为宋歌、杜扬，二人从事电影投资多年具有丰富的相关资源和经验。2013 年公司敏锐地捕捉到电影市场的需求，投资拍摄青春爱情电影《同桌的你》，票房收入为 4.5 亿。2014 年公司参与发行年度票房冠军电影《心花路放》，最终票房收入为 11.67 亿。2015 年公司投拍了《解救吾先生》等五部电影，票房都在 5000 万以上，承诺 2014-2017 年扣非归母净利润 1537.03 万、2441.9 万、3043.08 万、4022.44 万，2014-2015 年摩天轮累计实现归母净利润 5230.8 万元。

表 1：2015 年摩天轮上映电影

电影名称	类型	发行档期	票房成绩
《解救吾先生》	电影	2015.9	1.93 亿
《第七子：降魔之战》	电影	2015.1	1 亿
《恋爱中的城市》	电影	2015.8	5364 万
《少年班》	电影	2015.6	5068 万
《桂宝之爆笑闯宇宙》	电影	2015.8	6426 万

数据来源：公司公告，西南证券

此外，新收购的世纪伙伴在电影方面也有涉猎，其首部作品《师父》于 2015 年底上映，获得了 5400 万的票房收入并获得了多项重量级大奖。预计公司未来将会把原有的各子公司的旗下的电影业务进行整合，从而创作出更加优质的电影作品。

截至目前，公司制作和参与投资电影 14 部，其中《极限挑战》、《我的新野蛮女友》、《天上我刺》已经上映，票房合计 1.7 亿左右，表现相对平淡。但下半年还将上映《我叫李雪莲》、《铁道飞虎》，前者是冯小刚执导、郭涛和范冰冰主演的喜剧片，后者是丁晟执导、成龙、黄子韬和王凯主演的动作片，就主演和题材看，票房值得期待。此外，《我叫李雪莲》有独家发行方耀莱影视的 5 亿元保底，利润方面比较有保障。

表 2：公司制作和参与投资电影（14 部）

作品	（预计）发行档期	合作方式	主要演职人员	项目进度	票房收入	投资金额
《极限挑战之最后的武士》	2016.01.15	投资	导演：任静、严敏 主演：黄渤、孙红雷、黄磊、罗志祥、王迅、张艺兴、赵丽颖	已公映	1.26 亿	
《我的新野蛮女友》	2016.04.22	投资	导演：赵根植 编剧：李载允 主演：车太贤、宋茜	已公映	3418.5 万	640 万 (20%，不含宣发)
《刺猬小子之天生我刺》	2016.07.22	投资	导演：黄建明 编剧：黄建明、吴晓宇 监制：丁晟	已公映	814.8 万	2300 万 (数字为与每日视界的合作金额)

作品	（预计）发行档期	合作方式	主要演职人员	项目进度	票房收入	投资金额
《我叫李雪莲》	2016.09.30	投资	导演：冯小刚 编剧：刘震云 主演：郭涛、大鹏、范冰冰、张嘉译	后期制作		2835 万
《南极绝恋》	2017 寒假	投资	导演、编剧：吴有音 主演：赵又廷、 杨子珊 监制：关锦鹏	后期制作		1800 万
《铁道飞虎》	2016.12	功做事投资	导演：丁晟 编剧：何可可、丁晟 主演：成龙、黄子韬	后期制作		3000 万
《妈阁是座城》	待定	投资	导演：李少红 编剧：严歌苓、陈文强	筹备中		
《刀背藏身》	2017.07	投资	导演：徐浩峰 编剧：徐浩峰	筹备中		
《傻瓜照相机》	待定	投资	导演：李非 编剧：李非 监制：姜文 艺术顾问：张黎	筹备中		
《岁月忽已暮》	待定	投资	导演：秦小珍 监制：张嘉辉 演员：张子枫、姜潮、宋威龙	后期制作		700 万
《生于四月一日》	待定	投资	导演：王啸坤 编剧：杨曼珠 演员：范伟、贾静雯、林更新、薛之谦	拍摄中		1320 万
《战狼 II》	2017.07.01-08.18	投资	导演：吴京 主演：吴京、Celina Jade	拍摄中		1.4 亿
《西游日记：天蓬传》	2018	投资	导演：未定 编剧：今何在	筹备中		1.4 亿
《英雄本色 4》	2017.07	投资	导演兼编剧：丁晟（暂定） 监制兼顾问：吴宇森 艺术总监：陈国富（暂定）	筹备中		1150 万

数据来源：公司公告，西南证券

未来重点项目：《战狼 II》、《天蓬传》、《球状闪电》、《封神演义》

另外值得注意的是，2017-2018 年有不少公司深度参与的重点项目，例如《战狼 II》和《西游日记：天蓬传》两部影片，公司投资额均在 1.4 亿元。其中《战狼 II》公司主要是以联合保底 8 亿的形式参与，参考：1) 2015 年《战狼》拿下 5.4 亿元票房成绩；2) 通常系列作品的第二部由于有 IP 铺垫票房都超第一部，典型例子《北京遇上西雅图》、徐峥“囧系列”等，加上公司盈亏平衡线对应票房低于 8 亿，我们认为公司保底风险并不大；而《西游日记：天蓬传》为近年较为火热的西游类题材，参考之前其他西游电影票房收入，票房在 10 亿以上是大概率事件。

表 3：西游类电影作品近年来的市场表现

电影名称	上映时间	票房
《西游·降魔篇》	2013.2	12 亿
《西游记之大闹天宫》	2014.2	10 亿
《大圣归来》	2015.7	9.56 亿
《三打白骨精》	2015	12 亿

数据来源：西南证券整理

公司还将重点开发《球状闪电》和《封神演义》：《球状闪电》改编自雨果奖获奖作家刘慈欣同名科幻小说，目前国产科幻电影尚处于起步阶段，其票房反应还有待于进一步观察，如若刘慈欣另一部大作《三体》在该片之前上线且取得良好成绩则对公司作品形成正反馈；《封神演义系列·龙之战》是公司签约导演乌尔善执导的魔幻战争史诗片，乌尔善擅长拍摄奇幻作品，过去成功拍摄《画皮 2》、《寻龙诀》等高票房大作，参考《画皮 2》和《寻龙诀》总计 20 多亿的票房收入，以及《封神演义》优质的 IP 资源，我们认为这部电影的票房收入值得期待。

同时公司亦参与制作两部网络大电影，不过网大制作体量较小，对公司业绩影响不大，主要还是试水为主。

表 4：公司 2016 年投资和参与制作的网络大电影

作品	（计划）开拍时间	（预计）上线时间	合作方式	主要演职人员	项目进度	播出平台
《美少女战队之觉醒阿瓦隆》	2016.08	2016.11	投资	导演：游松 主演：赵梦迪、莫诗旎、蒋梦栖、李沫颌	开机前筹备	待定
伊藤润二漫画系列 1 《肋骨怪女》	2016.08	2016.11	投资	导演：郭虎 演员：待定	开机前筹备	待定

数据来源：公司公告，西南证券

2.2.2 电视剧、网络剧板块

公司的电视剧、网络剧板块主要由世纪伙伴总经理、公司副董事长姜晓曦负责。世纪伙伴由姜晓曦于 2006 年创建成立，公司以精品电视剧出品制作为主体，业务涵盖电视剧电影策划投资制作、新媒体出品、栏目及舞台剧策划制作、广告运营及艺人经纪等多元化产业模块，目前已形成了年产上百集电视剧的生产规模。

世纪伙伴以优秀影视剧从业人员为骨干，建立了具有行业竞争力的影视剧出品中心。出品中心主要负责人员包括：电视剧出品总监边晓军（作品有《宰相刘罗锅》、《少年张三丰》和《铁齿铜牙纪晓岚》等）、电视剧电影制作总监张黎（作品有《走向共和》、《夜宴》和《天下无贼》等）、电影制作顾问胡晓峰（作品有《活着》、《一个都不能少》和《赤壁》等）和文学顾问严歌苓（作品有《天浴》、《四十九日祭》和《风雨唐人街》等）。围绕这些中心主要负责人，公司与制作人、编剧、艺人以艺人工作室等形式签署合作框架协议并形成长期合作关系。

表 5：世纪伙伴已出品影视剧

影视剧名称	上映卫视	上映时间	主演
《少帅》	北京卫视、东方卫视	2016.1	文章、李雪健、宋佳
《伙伴夫妻》	黑龙江卫视	2015.2	姜武、颜丙燕
《神机妙算刘伯温》	北京卫视、广西卫视	2015.2	何冰、于震、王刚、王姬
《四十九日·祭》	湖南卫视	2014.12	张嘉译、宋佳、黄志忠、胡歌
《良心》	陕西卫视、河南卫视	2014.9	姜武、颜丙燕、高曙光、韩青
《谈判冤家》	东方卫视	2014.9	陈数、王雷、张鲁一、张小磊
《红色》	山东卫视、北京卫视、湖北卫视、重庆卫视	2014.8	张鲁一、陶虹、周一围、李天柱
《勇敢的心》	山东卫视、北京卫视、天津卫视、江苏卫视	2014.8	杨志刚、于毅、张少华、杜若溪
《红娘子》	江苏卫视	2012.2	王珞丹、杨志刚、刘威、王绘春
《顾乐家的幸福生活》	江西卫视	2012.8	张国强、姜宏波
《风雨唐人街》	央视	2012.6	苗圃、寇世勋、黄觉
《外姓兄弟》	山东卫视	2012.2	范明、王雅捷、倪大红
《将·军》	黑龙江卫视、江西卫视、云南卫视	2010.12	黄海波、陈数、杨志刚
《烟雨斜阳》	东南卫视、广东卫视	2010.10	陈键锋、杨雪、佟丽娅、俞小凡
《人间情缘》	云南卫视、吉林卫视、辽宁卫视、深圳卫视	2009.1	邓超、范冰冰

数据来源：公司公告，西南证券整理

今年世纪伙伴代表作《少帅》在播出期间取得最高收视率 1.51%，市场份额 3.5%的好成绩，在 CSM50 城收视率排行榜上始终名列前茅，并获得了超过 20 亿的全网播放量，目前公司制作参与投资电视剧有 8 部，就 IP 本身和卡司阵容情况看，我们预计《当分手大师遇到复合大师》（IP 为电影《分手大师》）、《武动乾坤》（IP 为天蚕土豆玄幻长篇小说，点击量累计 600 万次以上）等均有望取得不错表现。世纪伙伴 2015-2017 年承诺净利润不低于 1.1 亿元、1.3 亿元、1.5 亿元，2015 年实际实现扣非归母净利润 1.13 亿元，今年并表后将为公司传媒业务利润主力。

表 6：公司制作和参与投资电视剧（8 部）

作品	（计划）开拍时间	合作方式	主要演职人员	项目进度	投资金额（万元）
《穿越谜团》	2015.1	投资	导演：沈严 编剧：俞白眉 主演：袁弘、张歆艺、孙淳、江珊	已通过互联网进行首播	4410
《极品一家人》	2016.3	摩登视界投资	导演：孙皓 编剧：赵犇、黄苇、平平、沈嵘	后期制作	
《当分手大师遇到复合大师》	待定	投资	导演：沈严 编剧：俞白眉 主演：佟大为、邓超、杨幂	筹备中	2400
《丈夫归来》	2016.3	投资	导演：王梦继 编剧：张晓芸、李慧善[韩] 主演：权相佑、李念、王耀庆	后期制作	1800
《江山不悔》	2016.1	投资	导演：张黎 编剧：刘伽茵	筹备中	
《王子咖啡店》	2016.4	投资	导演：姜信孝、金亨植 主演：徐璐、杨玏、王 阳、曹卫宇、张佑天	拍摄中	

作品	(计划)开拍时间	合作方式	主要演职人员	项目进度	投资金额(万元)
《我的岳父会武术》	2015	投资	导演：俞钟 主演：宋丹丹、倪大红、肖央、王太利、姜妍	待播出	2900
《武动乾坤》	待定	投资	总导演：张黎；编剧：李晶凌、江莱；主演：待定	筹备中	6000

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2.3 综艺板块

综艺板块主要由总裁夏陈安负责。夏陈安曾任浙江广电集团副总编辑、浙江卫视的节目总监。2008年，他入驻浙江卫视担任总监以来，打响“中国蓝”品牌，打造《中国梦想秀》、《中国好声音》、《奔跑吧兄弟》等诸多标杆节目，推出《西湖》、《人文深呼吸》等人文专题节目。从2008年8月浙江卫视启动“中国蓝”的全新频道定位转型至今，浙江卫视的广告从6年前的6个亿飙升到了45亿，卫视排名也从之前的第九，到现在连续6年稳居全国省级卫视前三。夏陈安于2015年5月担任北京文化总裁，开始着手打造现象级的综艺节目。公司2016年参与投资制作5档节目，基本都在一线卫视播出，收视情况良好，公司也借此积累了丰富的综艺运作经验。

表 7：公司投资和参与制作的综艺节目（5部，均已播出）

节目名称	播出平台	播出时间	主要嘉宾	投资金额(万元)	上半年平均收视率CSM52	市场份额CSM52
《花漾梦工厂》	山东卫视	2016.02.21	张国立、秦海璐、郭德纲	1000	0.85%	2.93%
《极限挑战第二季》	东方卫视	2016.04.17	黄渤、孙红雷、黄磊、罗志祥、王迅 张艺兴	4500	2.19%	7.07%
《跨界歌王》	北京卫视	2016.05.28	刘涛、王凯、秦海璐、李光洁、潘粤明、巴图等	3000	1.06%	3.75%
《加油！美少女》	东方卫视	2016.06.11	黄晓明、胜利、陈羽凡、胡海泉	2250	0.92%	4.39%
《我们战斗吧》	江苏卫视	2016.07.15	井柏然、王凯、萧敬腾、杨烁、王嘉尔、白敬亭	1960	(前六期) 1.04%	4.08%

数据来源：公司公告，TVTV.HK，西南证券整理

公司十分青睐能打造产业链的综艺节目，例如东方卫视联合北京文化共同制作的大型原创少女组合励志成长节目《加油！美少女》，可以和公司现有的优秀经纪资源相结合，表现出彩的选手或通过与公司签约进一步挖掘商业价值。

图 7：公司参与的综艺海报



数据来源：百度图片，西南证券

2.2.4 艺人经纪板块

艺人经纪板块由浙江星河总经理王京花负责。浙江星河前身为北京拾捌文化经纪有限公司，目前是国内最大的独立文化经纪公司，旗下拥有众多实力雄厚的艺人，如：白百何、耿乐、郭京飞、黄志忠、胡军、江一燕、焦俊艳、经超、柯蓝、陆毅、李乃文、齐溪、任泉、任程伟、唐曾、于明加、尹铸胜、钟楚红、张恒、朱雨辰、左小青等人，在导演方面更是拥有沈严、郭帆、刘海波、姚晓峰、万洋、潘戍午六位重量级导演，并且不断有新的艺人加盟公司，进一步扩大了公司的实力和在行业中的影响力。

图 8：浙江星河旗下公司艺人



数据来源：浙江星河公司官网，西南证券

我们认为，并购浙江星河最大的看点是两大协同：**1) 人才资源，尤其是艺人资源。**影视娱乐是非常看重人的行业，成功的电视剧、电影、综艺除了需要拥有精品内容外，还需要有能够吸引观众、具有较强商业价值的艺人参与，浙江星河恰为公司其他内容业务提供了优质的资源库。以白百何为例，其主演的许多电影都获得靓丽的票房成绩，比如《捉妖记》、《火锅英雄》、《滚蛋吧！肿瘤君》、《私人定制》、《失恋 33 天》等，仅 2015 年出演四部电影的票房总和就达到 30.6 亿元，稳坐票房女王宝座，这类一线艺人与公司深度绑定将令内容端优势更加明显。**2) 正如我们在综艺板块提及，综艺造星可以反向为艺人板块输入新鲜血液。**

浙江星河 2015-2017 年承诺净利润不低于 6530 万元、8430 万元、10040 万元，2015 年实际实现扣非归母净利润 6870 万元，超出业绩承诺 300 余万，今年并表后业绩会在下半年集中体现。

3 专业、高影响力的高管团队

北京文化在收购摩天轮后开始走上了转型之路，2015 年 5 月宋歌当选北京文化董事长，夏陈安担任集团总裁。2016 年 4 月在定增收购世纪伙伴和浙江星河后，娄晓曦、王京花等人也加入到了管理的核心团队中。文化传媒行业作为轻资产行业，其最基础的资源就是人，这样一个专业化且在业界有影响力的团队能够为北京文化未来的全方位发展提供一个良好的环境。

3.1 董事长宋歌及厚德前海基金

董事长曾任北京完美时空文化传播有限公司董事长，万达影视传媒有限公司总经理，在行业拥有广阔人脉和项目运营经验，目前也担任深圳市厚德前海基金管理有限公司法人、董事长。

深圳市厚德前海股权投资基金合伙企业(有限合伙)成立于 2013 年、由生命人寿控股，主要投资方向是互联网传媒领域，比较有代表性的是影视植入营销公司瑞格传播、影视众筹平台淘梦网和电影发行公司聚合影联。

聚合影联是一家集国内电影渠道发行、策划宣传、数据分析为一体的一站式专业传媒机构，已成功服务过 20 余部电影，票房成绩累计超过了 32 亿人民币。以强大的影院资源为后盾，聚合影联现已覆盖全国 128 余座票仓城市、3000 余家影城，实现了全国票房 500 强影院全覆盖，占据市场票房贡献影院超 90%。聚合影联与国外众多优秀电影制片公司、电影公关公司、知名电影人、电影机构等建立良好合作伙伴关系，如美国哥伦比亚影业公司、美国相对论传媒公司，英国知名的电影营销公关公司 DDA PR，澳洲知名独立电影制作公司 AMPCO Studios，以及包括 Film France 在内的国家级的电影委员会等。国内方面，聚合影联与众多电影制片公司、制片人及行业平台达成深度战略合作，包括：世纪伙伴、摩天轮影业、郭帆工作室、丁晟工作室、陈国富工作室、宁浩导演工作室、七星传媒等国内一线电影公司与独立制片商等。在公司协作方面，曾经和摩天轮影业共同参与发行《同桌的你》和《心花路放》等电影。**公司于 2016 年 6 月 1 日停牌计划收购聚合影联，于 2016 年 8 月 22 日起复牌并终止了本次重大资产重组。**

除了旅游项目和传媒项目以外，厚德前海还投资了由影视明星任泉、李冰冰、黄晓明共同出资组建的明星风险投资机构 StarVC。由此可见，宋歌以及其掌舵的厚德前海将会为北京文化提供大量优质资源，这有利于北京文化在未来迅速崛起，在电影制作发行、引进等领域占据优势地位，成为又一个影视、传媒、经纪等业务综合发展的传媒巨头。

3.2 影视、综艺、艺人经纪各持王牌

除董事长宋歌外，公司数位高管是传媒界的大佬级人物。

总裁夏陈安，曾任浙江教育电视台副总编辑、副台长，浙江电视台教育科技频道总监，浙江卫视总监，由他打造出的浙江卫视“中国蓝”和“教育科技频道由新青年制造”两大频道品牌，在传媒业界影响颇深。同时，经由夏陈安一手打造的主持人、艺人，均具有较高的知名度，例如，华少、朱丹、伊一、沈涛、小强等。其加入北京文化后，公司便参与多档一线卫视综艺的投资制作，资源对接已经开始发酵。

副总裁杜杨，曾任职华谊兄弟太合影视宣传总监、完美时空总经理、万达影视副总经理，目前也是摩天轮总经理。同时，杜杨是资深电影制片人，曾于 2014 年度华语电影票房冠军《心花路放》、电影《同桌的你》等大作中担任监制或制片。

浙江星河总经理王京花，是中国内地第一经纪人，自 1991 年开始涉足艺人经纪行业，一手打造了范冰冰、李冰冰、胡军等明星。曾就职华谊兄弟经纪公司，2005 年携旗下众多艺人跳槽橙天娱乐，经过三年的经营，一手将橙天打造成能与华谊分庭抗礼的演艺经纪公司。2008 年她再次出走成立中国最大的经纪公司拾捌文化（后改名为浙江星河），旗下艺人也再次追随加盟充分说明了她在艺人经纪领域强大的号召力。

公司由众多行业资深高管组局，凝聚了各方资源，近期股权激励落地，授予宋歌、夏陈安、杜杨等 37 名高管合计 2000 万股限制性股票，人才绑定进一步加深，我们认为，公司转型过渡完成之后后续还会有更多亮点。

4 盈利预测与投资建议

关键假设：

1) 行业层面，影视综艺等内容的监管不会突然收紧造成重大利空，2016-2018 年电影行业保持 25%以上复合增长率、电视剧行业精品剧售价保持增长趋势；

2) 公司层面，传媒各项业务稳步推进，三家并购标的完成每年的业绩承诺，旅游业务逐步淡出；

3) 旅游服务：如今两寺处于过渡期、灵山经营权归还并转让资产，业务规模将逐渐减小但轻资产模式带来的毛利率会相对稳定，预计 2016-2018 毛利率维持在 56%左右；

4) 影视及经纪：考虑到今年上半年新增世纪伙伴、浙江星河（两家标的 2013/2014 年毛利率分别 55%、86%左右），整个传媒业务将有较大突破，整体毛利率维持 50%左右。

表 8：分业务预测公司业绩情况

单位：万元		2015A	2016E	2017E	2018E
旅游服务	收入	15363.77	13827.39	12444.65	11200.19
	增速	2.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	55.7%	56.0%	56.0%	56.0%
影视及经纪	收入	7154.81	15740.58	23610.87	30694.13
	增速	-15.0%	300.0%	35.0%	25.0%
	毛利率	42.8%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	34935.3	92113.4	118130.7	143307.7
	增速	-17.0%	163.7%	28.2%	21.3%
	毛利率	48.5%	50.9%	50.6%	50.5%

数据来源：西南证券

业绩预测与估值

（考虑今年实际并表的业绩贡献、但未考虑股权激励带来的股本变动）我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.27 元、0.31 元、0.38 元；估值方面，我们选取以多元内容（尤其影视剧综艺）为核心发展传媒业务的数家上市公司作为参考对象，考虑到公司市值偏小、生命人寿资源丰富、后续外延预期强烈、管理层值得信赖等多方面独特优势以及传媒类备考业绩有 2.44 亿元，我们给予公司 80 倍估值，首次覆盖给予“增持”评级。

表 9：可比公司估值

证券代码	证券简称	预测 PE
300251.SZ	光线传媒	47
300291.SZ	华录百纳	40
600715.SH	文投控股	71
600977.SH	中国电影	51
300533.SZ	冰川网络	79
002699.SZ	美盛文化	78
601595.SH	上海电影	65
	平均	62

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

游戏行业政策或收紧、并购企业业绩实现或不及承诺、各板块之间整合协同或不及预期、核心高管减持风险、产业基金收益或不及预期、股市系统性风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	349.35	921.13	1181.31	1433.08	净利润	20.58	192.97	217.97	263.97
营业成本	180.05	452.27	583.19	709.82	折旧与摊销	51.22	62.87	62.87	62.87
营业税金及附加	7.47	18.42	23.63	28.66	财务费用	-6.67	-0.16	1.25	-0.01
销售费用	49.93	46.06	70.88	85.98	资产减值损失	-1.39	0.58	0.00	0.00
管理费用	163.19	165.80	236.26	286.62	经营营运资本变动	5.67	-263.85	-215.95	-200.02
财务费用	-6.67	-0.16	1.25	-0.01	其他	-18.09	7.45	2.64	-2.80
资产减值损失	-1.39	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	51.32	-0.14	68.78	124.01
投资收益	45.30	-10.64	-5.50	0.00	资本支出	9.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.99	2.61	2.86	2.80	其他	-153.94	-6.68	-3.09	2.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-144.19	-6.68	-3.09	2.95
营业利润	5.05	230.13	263.47	324.80	短期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	27.16	27.16	27.16	27.16	长期借款	-120.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	32.21	257.29	290.63	351.96	股权融资	11.61	0.00	0.00	0.00
所得税	11.63	64.32	72.66	87.99	支付股利	-7.77	-2.12	-19.90	-22.48
净利润	20.58	192.97	217.97	263.97	其他	92.63	-89.84	-1.25	0.01
少数股东损益	-0.65	-6.08	-6.87	-8.32	筹资活动现金流净额	-43.53	-91.96	-21.15	-22.48
归属母公司股东净利润	21.22	199.05	224.84	272.29	现金流量净额	-136.39	-98.78	44.53	104.48
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	230.69	131.91	176.44	280.92	成长能力				
应收和预付款项	331.81	749.96	992.85	1215.86	销售收入增长率	-16.96%	163.67%	28.24%	21.31%
存货	111.64	189.69	264.85	340.13	营业利润增长率	-94.73%	4460.28%	14.48%	23.28%
其他流动资产	11.87	16.05	19.02	21.31	净利润增长率	-73.41%	837.82%	12.96%	21.10%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-49.21%	490.37%	11.86%	18.34%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	283.98	238.96	193.94	148.92	毛利率	48.46%	50.90%	50.63%	50.47%
无形资产和开发支出	178.40	168.91	159.41	149.92	三费率	59.10%	22.98%	26.11%	26.00%
其他非流动资产	274.36	266.01	257.65	249.30	净利率	5.89%	20.95%	18.45%	18.42%
资产总计	1422.75	1761.48	2064.18	2406.36	ROE	1.98%	15.72%	15.29%	15.84%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.45%	10.95%	10.56%	10.97%
应付和预收款项	108.74	303.65	385.28	463.87	ROIC	-0.15%	19.94%	18.18%	19.17%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.20%	31.79%	27.73%	27.05%
其他负债	277.40	230.38	253.38	275.49	营运能力				
负债合计	386.14	534.03	638.66	739.36	总资产周转率	0.24	0.58	0.62	0.64
股本	388.60	723.95	723.95	723.95	固定资产周转率	1.55	5.12	8.77	15.97
资本公积	559.95	224.60	224.60	224.60	应收账款周转率	2.23	5.06	3.92	3.82
留存收益	123.19	320.11	525.04	774.85	存货周转率	1.45	3.00	2.57	2.35
归属母公司股东权益	1010.86	1207.78	1412.71	1662.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	121.46%	—	—	—
少数股东权益	25.75	19.67	12.80	4.49	资本结构				
股东权益合计	1036.61	1227.45	1425.52	1667.00	资产负债率	27.14%	30.32%	30.94%	30.73%
负债和股东权益合计	1422.75	1761.48	2064.18	2406.36	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.85	2.80	2.95	3.13
					速动比率	2.39	2.31	2.41	2.56
					股利支付率	36.62%	1.07%	8.85%	8.26%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	49.60	292.84	327.58	387.66	每股收益	0.03	0.27	0.31	0.38
PE	677.07	72.20	63.92	52.78	每股净资产	1.43	1.70	1.97	2.30
PB	13.86	11.71	10.08	8.62	每股经营现金	0.07	0.00	0.10	0.17
PS	41.13	15.60	12.16	10.03	每股股利	0.01	0.00	0.03	0.03
EV/EBITDA	148.66	47.95	42.72	35.83					
股息率	0.05%	0.01%	0.14%	0.16%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn