



上海电影(601595.SH)

上海电影 (601595.SH , 未评级) ——
——产业链卡位精准，大市值新星

2016 年 11 月 10 日

投资要点

无评级

当前价： 52.15 元

目标价：

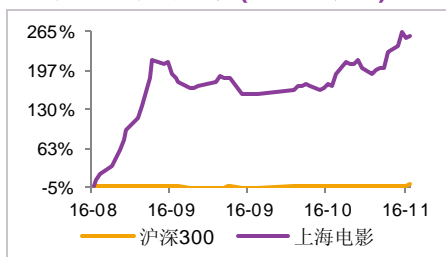
分析师：陈铮娴

执业编号：S0300516090001

电话：021-51782239

邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测 (采用 Wind 平均预估)

百万元	2014A	2015A	2016E	2017E
主营收入	702.95	900.18	1,125.9	1,428.2
(+/-)	18.28	28.06	25.08	26.84
净利润	161.4	192.77	231.68	286.62
(+/-)	15.07	19.44	20.19	23.71
EPS(元)	0.58	0.69	0.62	0.77
P/E	90.48	75.74	84.11	67.99

资料来源：Wind，联讯证券研究院

◇ 事件

我们于 11 月 10 日下午在上海参加了上海电影 (601519.SH, 未评级) 的投资者交流活动。出席会议的有公司董事长任仲伦先生、公司总经理张丰先生、下属联合院线总经理陈果女士、副总裁仲峥先生、财务总监王蕊女士、董事会秘书张晖先生以及其他主要管理层。管理层先就中国电影行业 and 上海电影大致情况进行了介绍，之后为投资者问答环节。主要内容如下。

◇ 投资要点

1. 中国电影产业空间广阔，非票房收入为重要引擎；
2. 全产业链布局业者（尤其是发行和院线资源）可望较大程度分享行业红利，为大市值新星；
3. 公司核心优势明显：产业链卡位好（集团 IP 资源丰富，发行和院线市场份额领先且运营效率高），团队专业视野前瞻；
4. 目前股价对应市场(Wind)平均预估 2016 年 PE84x 和 2017 年 PE68x。



一、管理层发言

(1) 中国电影业前景看好 (任总)

中国电影产业继续向好,虽然 1Q 到 3Q 票房增速放缓,但行业仍在向前走,信心来自于如下几个方面:(1) 3Q 中国票房的同比增速 8.6%,而 2015 年同比增速为 49%,这是超速发展的一年,也导致了基数较高;(2) 观影人次上升中,10 月份人次超过 10 个亿,2015 年人均观影次数为 0.96,预计今年同比增速超过 10%;(3) 票房以外收入增速远超票房。票房不是唯一评价电影行业的指标,以美国经验为例,行业收入仅有 30-35% 来自票房。中国这几年也发生了变化,票房以外收入成为行业发展异军突起的力量。譬如《盗墓笔记》,票房超过 10 亿,另外网络版权超过 7,000 万,电视版权超过 1,000 万,这在过去是难以想象的,过去即便卖给 CCTV,100 多万就已经很好了。此外还有《大闹天宫》,公司授权给造币公司,1,350 万,这些都不算票房,但却是诸多收入中的重要一环。

(2) 政策促进法出台为行业发展营造良好环境 (任总)

促进法支持抵制虚假票房,很多影院在偷票房,500 万年收入以上的票房维持并不容易,个别企业存在做假问题,促进法出台后,虚假票房将受到处罚。

(3) 集团资源丰富,公司产业链布局卡位好 (任总)

电影企业社会性很高,上影集团是公司的大股东,资源丰富,上影的产业链最为完整。电影、美术片和纪录片等都做,取得了很多好的成绩,国际国内都得了不少奖。公司目前在和派拉蒙谈合作,譬如 12 月的《铁道飞虎》,这些资源都离不开集团的强大支撑。公司上市以后,集团所有的影片发行都在上市公司。电影行业发展进程中,影院是红利最大分享者,制片业的利润率并不高且不稳定,但市场端可以直接迅速分享红利(现金流好),这些都在上市公司体内。公司的目标为打造优质活跃的上市公司。

二、Q&A 环节

Q: 今年中国票房低迷,如何看待今年的低迷,对明年的展望? (任总)

A: 与前几年相比,今年中国电影市场增速明显放缓,3Q 仅为 8.3%,低于许多人的预期。认为现在放缓是必然的,从大的盘子来说,电影也有有大小年。2Q 和 3Q 放映的电影观众缘不好。今年只有上影出品的《盗墓笔记》撑住了暑假,另外就是《湄公河行动》过 10 亿。今年美国大片市场表现也弱,这些都和片源有关。此外,观众对前几年成功作品的快速复制,审美疲乏。认为总体还在上行,11 月和 12 月分,会有些观众缘比较高的影片出现,如《潘金莲》和《铁道飞虎》等。年初不少人预期的 600 亿为小概率事件。再有,评价的指标体系,单看票房是不客观的。2017 年,预估票房增速为 10-15%,这样的速度是比较健康的。现在不符合行业规律的因素在减少,是好事。

Q: 院线的发展情况? (陈总)



A: 联合院线于 2002 年成立。历经了电影产业的发展，成立之初为 56 家，现在超过 350 家分布在 26 个城市。今年 1 到 10 月，票房累计 390 亿（同比增速 5%），联合票房 29 亿（同比增速 10%）。评价的核心指标是观影人次，1 到 10 月，观影人次的同比增速为 10-15%。

Q: 发行的趋势？

A（张总）：国内经历了几个过程，最早是连接片方和院线的枢纽，针对院线。后来，存在一个阶段，前移至院线。未来 3-5 年发行的趋势会前移到观众，发行和营销统一是趋势。全版权和全球化。目前发行国内有些比较强的公司，但全球视野来看，中国目前并没有特别优秀的发行公司。最近和派拉蒙合作的电影，英国和法国收入等在运作，是个很好的学习中国的电影如何发行到全球的机会。其实，这几年海外发行增长很快，都是 100%以上，基数低也是一方面。如《盗墓笔记》，公司还在全力拓展在全球的发行。全球化和全版权的运营是重要支撑。

A（任总）：发行是枢纽，利用资本进行兼并重组也是选择。

Q: 集团的子公司关系？

A（任总）：电影本质风险高，这个行业对现金流要求高。市场资源的稳定性和盈利能力都比制片更好。上影集团所有市场资源都在上市公司。

A（投行领导）：目前集团的资产主要是，制片，如美影厂和制片厂，还有技术板块及配套服务等。经常性的关联交易有如下三种：（1）上影主拍的片子，如《盗墓笔记》等；（2）租用集团的场地；（3）版权业务和版权经营，因为版权所有权在集团，运营在公司，譬如帮老片子的版权卖给电视台或视频网站等。

Q: 美国发行模式是否适合中国？（任总）

A: 值得借鉴，核心已有借鉴。

Q: 观影人次？（陈总）

A: 美国成熟度和路径中国可以借鉴。中国和美国的相似度还是不少。目前电影终端仍在高速增长，认为终端的高速成长会维持 2-3 年，在此刺激下，观影频次会向上走。

Q: 万达和联合院线运营效率比较？（张丰）

A: 万达没有加盟影院，而公司不少是加盟，因此没办法直接比较，此外加盟影院的投资主体也不一定是公司。如果是统一口径下比较，就是把万达和上海影城（有“SFC”标志）比较，单位产出来看，CDV 第一、上影第二、万达第三；单座铲除，上影第一。上影的效率是有竞争力的，但是万达有 200 多家影城，规模大管理难度提高，也是需要考虑的因素。



Q: 扩张的看法? (任总)

A: 万达扩张速度快, 因为有自己的商场, 成本相对可控。上影则要兼顾各种关系。上市后募投项目中相当一部分会用于影院投资。我们的扩张质量并重, 上市会加快扩张速度。

Q: 席主席的文化输出政策, 上影如何响应? (任总)

A: 《侠探杰克》, 是个信号。认为上影这个特点很突出, 即对全球发展的敏感度极高。譬如, 2004 年建的永华是中国第一家合资影院(与华纳合作), 2004 年中国最早引入 IMAX, 中国最早引入 EP(美国商业地产投资商, 建影院)。2009 年做了《木乃伊 3》的合拍片。公司有海纳百川, 开放的秉性。

Q: 其他收入介绍? (仲总)

A: 广告是影院中比较重要的一块。观影人群的年龄和知识结构明晰, 对于特定产品的发布比较精准。今后影院广告是比较大的想想空间, 不止于贴片, 影院当中如外面框架广告, 影厅的电子广告和 WIFI 广告等。天下票仓(公司旗下的票务网站), 立足于自有影院的票务, 与其他票务网站的区别在于立足 B2B 又有 B2C。认为随市场发育成熟, 低价竞争不是趋势。产业链合作是方向。天下票仓成立两年来, 去年利润 1,600 多万。

A (任总): 影院的老总要关心爆米花卖的好不好。

Q: 发行? (张丰)

A: 2012 到 2015 年市场份额稳步提升, 有如下几个原因。第一: 片源丰富, 另外也有创新, 如预购发行权(制片方缺资金的时候, 先购买发行权)成立了四海联盟, 未来东海和幸福蓝海, 也会放在这个平台。国际化在推进, 营销落地推广, 如侠探杰克, 去年参与了碟中谍, 今年的愤怒的小鸟。第二, 团队是国内发行很特色的团队, 人不多, 维持约 100 人, 覆盖 50 个城市, 所有发行沟通互联网化。发行的沟通成本是巨大的, 这个系统 2014 年开始, 今年年底出第三版。第三, 发行内容, 拓展 IP 的其他版权, 如电视版权和华老片子的版权。全球化, 内容和发行渠道的建立需要时间。第四, 利用资本的力量。公司的基本理念, 项目和运营都很重要, 会参与国内外的机会合作。政策和趋势都支持, 未来空间很大。

Q: 股权激励? (任总)

A: 同业的国有企业当中, 上影市场化程度较高。最近中央召开了会议, 上海国资委也有政策。比照东方明珠的方案, 觉得力度还可以更大。主管部门已经批准, 股权激励没有问题, 积极准备中, 争取更大的政策, 可以走的更远。2004 年, 上海市委决定公司去行政化(原为正局级单位)。最大的出发点, 是市场化, 为职业经理的推行打基础。公司可以从全球范围内招募管理层, 董事会批准即可。



Q: 新影院建设的财务确认 (王总, CFO)

A: 新项目的开发有全面的投资分析。目前公司已经投的 40 多家影院, 投资回收期 5-6 年 (为市场合理值), IRR15%以上。利润计算方式如下, 电影院的房租采用直线法 (国际通用准则), 即便刚开始, 不支付房租, 但会计计算都会在当年确认。大部分投资影院都实现了盈利。2012 年之前, 只有十几家影院, 大半在 2012-2016 年建成, 2016 新开了 9 家影院, 部分 2016 年在建项目 2017 年会投入使用。

Q: 发行的收入确认 (王总, CFO)

A: 发行代理的收入分两块。第一, 固定收入, 即无论票房多少, 都提前确认, 因为公司有宣发成本; 第二, 票房分成。以《盗墓笔记》为例, 8 月上映, 有结算周期, 部分没有体现在 3Q。

Q: VR 等对电影的替代性? (任总)

A: 今年去美国看了三家 VR 公司。个人感受, VR 替代电影的前景并不是特别乐观, 因为 VR 刺激强度太大, 看几分钟还行, 太久不大好受。一直以来, 电影的制作者都在追求极致的视听效果, 主流观众还是会留在影院。

Q: 版权销售目前的情况? (张丰)

A: 目前主要是集团有 800 多部老故事片 (网络版权), 新电影 (有集团或者不是集团的), 也在尝试的游戏版权 (如去年的《天降雄狮》)。可以延伸的还有很多, 譬如网剧销售, 虽然销售渠道可能不多, 但上游海量。形象授权也在研究, 如美影厂的《大闹天宫》和《葫芦娃》等, 这些可以和影院结合做第三代影城。第三代影城以社交化、定制化和沉浸式为特征, 可能涉及形象授权, 海外的资源也有 (如派拉蒙), 这些会很快落地。

Q: 电影产业促进法对行业的影响?

A: 这些法规主要是把目前已经实施的标准提高到法规层面, 这些都是以前就有的。今年至今放映了 300 多部, 其中 250 多部是国产片。海外片源, 因为分账和批片都已经是比较好的片子, 未来市场发展, 主要靠国产片。1 到 10 月国产片票房占比 55%。

Q: 制片放开对公司的影响? (任总)

A: 放开对行业有促进作用, 目前公司的地位很稳固, 欢迎竞争。

Q: 进口片放开? (任总)

A: 认为不会有大的放开, 一定的数量调整会有。未来营销主体会多元化。目前中国电影海外票房 20 亿左右, 比较惨淡。另一方面, 美国的大机构都在和中国做合拍片, 有中国元素的影片可借力进入海外市场。这是进入世界市场更好的方式 (效益更好)。譬如, 目



前公司在和李安讨论下一步影片，国内几个主题投资，一个项目成功后示范效应就出来了。

Q：网络大电影和网剧对电影的冲击（张总）

A：对电影院的冲击有限。因为观众有效果需求和社交需求，电影存在有其必要性。

Q：公司院线的布局的地域考量？（张丰）

A：一线为主，不认为一线饱和，部分三四线城市，有的有些饱和，不能一概而论，需要个案分析。核心是对每一个项目经营效率的判断来推进自建影院。核心是市占率和质量并重，买进来也可以，卖也是手段。

Q：中国电影、上海电影和光线传媒的比较？（任总）

A：上影集团战略类似美国大公司，产业链布局最为完整。中影是把所有主业都放入上市公司，光线则在主业完整度上有较大差异。背景不同，发展路径也不同。

Q：发行的布局？（张丰）

A：目前国内院线发行公司，有三个特征，第一是营销化（前移阵地），第二是终端反哺（如万达，人流入口），第三是全版权，这也是发行公司的架构。互联网会是终端方向。不会只有互联网化的发行公司。互联网的入口在影院终端，共生共存。



分析师简介

陈诤娴：同济大学经济学硕士。曾就职于凯基证券（香港）研究部、川财证券研究所，目前于联讯证券股份有限公司研究院从事传媒互联网研究。港股执业以来的核心推荐：首个成功挖掘合生元（1112.HK）投资价值的分析师，代表报告，合生元（1112.HK）——定位高端，畅享消费升级_2011_07_13，自首次评级至高点涨幅 582%；A 股执业以来的核心推荐：（1）怡亚通（002183.SZ），代表报告，Diors 的逆袭——中国零售业模式变革者_首次覆盖_2015_02_09，自首次评级至高点涨幅 263%；（2）于数字营销板块有较为深入的研究，重点报告《社交化、移动化：中国数字营销产业——小市值、并购驱动型为首选股》。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com