

**强烈推荐-A (维持)**

**中国电影 600977.SH**

目标估值: 30.0-32.0 元

当前股价: 23.88 元

2017 年 03 月 26 日

**2017年引进片发行、内容制作和院线放映三线发力**

**基础数据**

上证综指	3269
总股本(万股)	186700
已上市流通股(万股)	46700
总市值(亿元)	446
流通市值(亿元)	112
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	9.3
资产负债率	28.1%
主要股东	中国电影集团公司
主要股东持股比例	67.36%

**股价表现**



资料来源: 贝格数据、招商证券

**相关报告**

1、《中国电影(600977)——参与《速8》投资合作等, 扩大发行和制片优势》2017-01-22

朱璠

zhujun5@cmschina.com.cn  
S1090516080002

顾佳

021-68407977  
gujia@cmschina.com.cn  
S1090513030002

我们预测 2017 年我国电影票房增速将继 2016 年 3.3% 后迎来向上拐点, 中国电影作为电影全产业链垂直覆盖的行业龙头, 有望受益。2017 年是引进片大年, 《速 8》4 月 14 日即将上映, 公司第一收入来源就是引进片发行。内容制作上我们预期将受益于《建军大业》等影片的业绩弹性。目前对应 2017 年不足 30 倍 PE, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **电影行业龙头, 国资背景雄厚。** 中国电影是我国电影行业的领军企业, 控股股东和实际控制人是中影集团, 持股 67.4%, 直属于广电总局。
- **享有进口电影发行牌照红利, 具有垄断优势。** 中国电影是我国唯二两家具备进口发行资质的公司之一, 在国产电影发行中也处于强势地位。2013-15 年共主导或参与发行进口影片 223 部, 实现票房 228.9 亿元, 占同期进口影片票房的 58.1%。2016 上半年, 中国电影实现票房 70.57 亿元, 市场份额 60.9%。
- **影视制作参与多部国产大片, 并主导主旋律影片。** 2013-15 年参与的票房过亿影片共 18 部, 票房占比 16.5%。2016 上半年参与的电影票房 73.96 亿元, 占比 30.1%, 其中, 《美人鱼》票房排名 2016 年首位。还主导了《建国大业》、《建党伟业》、《南京! 南京!》等主旋律影片, 2017 年将上映《建军大业》。
- **国内龙头院线, 高市占率, 经营效率高于全国平均。** 控股前十大院线中的三家(以加盟影院为主), 分别是中影星美、深圳中影南方和中影数字, 合计票房收入行业第一。同时参股 4 条院线, 2016 下半年还收购大连华臣电影, 延伸渠道布局。公司控股影院的经营效率如单屏幕产出高于行业平均水平。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。** 我们预测 2017 年公司影视制作制片业务将迎来反转, 发行业务有望受益于好莱坞进口片大年 and 进口片数量可能放开, 且电影票房增长反转预期将使龙头影院放映增速回升。预估 2016~18 年 EPS 分别增长 5%、64% 和 24% 至 0.49 元、0.80 元和 0.99 元, 对应 PE 48.9 倍、29.8 倍和 24.1 倍, 处于行业较低水平。且公司作为垂直一体化的行业龙头, 未来将参与行业进一步整合和电影产业链的布局延伸。
- **风险提示:** 电影行业增速放缓, 我国进口发行业务牌照放开的可能, 海外制片方分账比例提升的风险, 市场竞争加剧, 影视制作制片业务经营波动风险。

**财务数据与估值**

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	5960	7297	7881	10657	13134
同比增长	31%	22%	8%	35%	23%
营业利润(百万元)	652	1143	1269	2213	2785
同比增长	19%	75%	11%	74%	26%
净利润(百万元)	494	868	911	1498	1853
同比增长	15%	76%	5%	64%	24%
每股收益(元)	0.26	0.47	0.49	0.80	0.99
PE	90.3	51.3	48.9	29.8	24.1
PB	11.4	9.3	7.2	5.8	4.7

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、公司概况——电影行业龙头，国资背景雄厚 .....	5
1. 简介：全产业链覆盖的电影龙头，发行业务占主导 .....	5
2. 发展历程：强大国资背景，电影行业国家队选手 .....	7
二、进口发行渠道优势突出，内容制作有一定市场地位 .....	9
1. 享有进口电影发行牌照红利，具有垄断优势 .....	9
2. 影视制片制作有一定市场地位，主导和参投多部国产大片 .....	13
三、国内龙头院线，高市占率，经营效率高于全国平均 .....	16
1. 控股全国前十大院线中的三家，合计票房收入行业第一 .....	16
2. 控股影院经营效率领先全国平均 .....	18
3. 放映衍生及增值服务具备增长空间 .....	19
四、全产业链上下游协同，未来延展可期 .....	21
1. 垂直化产业链布局带来协同效应 .....	21
2. IPO 募资将助力公司影视剧制作及扩大影院规模 .....	21
五、2017 年公司看点：制作业务有望盈利改善、进口发行可能同比高增长、院线影院外延预期 .....	23
1. 2017 年参与电影《西游伏妖篇》制作，主投《建军大业》等 .....	23
2. 2017 年进口大片年，发行业务有望受益 .....	23
3. 加大院线影院的自建和收购 .....	25
六、财务分析、盈利预测与投资建议 .....	26
1. 历史财务数据分析 .....	26
2. 盈利预测 .....	28
3. 投资建议 .....	28
七、风险因素 .....	30

## 图表目录

图 1：电影行业相关上市公司 2015 年收入规模 .....	5
图 2：电影行业相关上市公司 2015 年归母净利润 .....	5
图 3：我国电影产业链主要参与者分布 .....	5
图 4：中国电影主营业务梳理 .....	6
图 5：中国电影 2013-15 年收入及净利润 .....	6

图 6: 中国电影 2013-15 年收入按业务划分占比.....	6
图 7: 中国电影各业务板块 2013-15 年年均复合增速 .....	7
图 8: 中国电影 2013-15 年进口片发行业务收入占比 .....	7
图 9: 中国电影发展历史.....	8
图 10: 中国电影新股发行完成后的股权结构 .....	8
图 11: 进口电影净票房分账比例 (以美国好莱坞分账片为例) .....	9
图 12: 国产电影净票房分账比例.....	9
图 13: 传统民营发行公司市场份额.....	10
图 14: 2014 年国内电影发行票房市场份额 .....	10
图 15: 中国电影参与发行的国产与进口电影票房 .....	13
图 16: 中国电影发行业务规模和同比增速 .....	13
图 17: 中国电影影视影片制作业务营收和增速.....	14
图 18: 中国电影影视影片制作业务毛利率 .....	14
图 19: 中国电影放映业务营收及增速 .....	16
图 20: 中国电影放映业务毛利率.....	16
图 21: 2015 年排名前五院线场均票房及人次比较 .....	19
图 22: 2015 年排名前五院线每年单厅单座产出比较.....	19
图 23: 中国电影全资和控股影院平均单银幕产出与全国平均比较.....	19
图 24: 电影行业产业链构成环节.....	21
图 25: IPO 募集资金用途.....	22
图 26: 2016 年我国主要进口影片情况及 2017 年可能引进片片单 .....	24
图 27: 2011 年-2016Q1~Q3 中国电影营收情况 .....	26
图 28: 2011 年-2016Q1~Q3 中国电影归母净利润情况 .....	26
图 29: 2011 年-2016 Q1~Q3 中国电影毛利率情况 .....	26
图 30: 2011~15 年中国电影各业务板块毛利率情况 .....	27
图 31: 2011 年-2016Q1~Q3 中国电影营收情况 .....	28
图 32: 2011-15 年中国电影现金流情况 (万元) .....	28
图 33: 2011-15 年中国电影流动比率、速动比率.....	28
图 34: 2011-15 年中国电影偿债能力情况.....	28
表 1、中国电影进口影片发行的市场份额情况.....	10

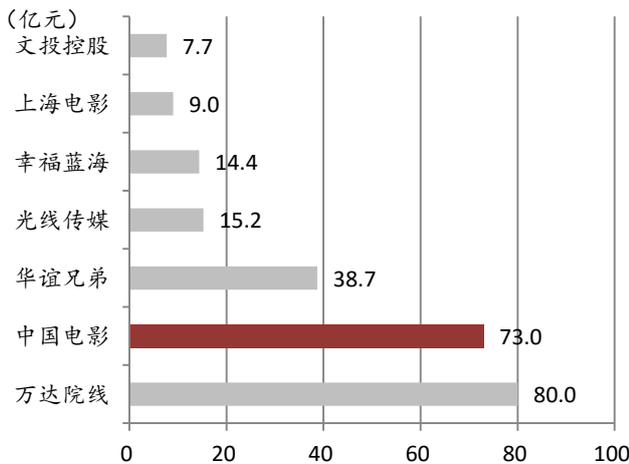
表 2、中国电影发行票房过亿进口影片情况 .....	10
表 3、中国电影历年参与发行的主要引进片 .....	12
表 4、2013-15 年中国电影制作的票房过亿国产影片的票房收入与排名情况.....	14
表 5、中国电影控股院线票房收入情况.....	16
表 6、中国电影控股院线下属影院（含参股影院）经营情况.....	17
表 7、中国电影控股、参股院线基本情况.....	17
表 8、2015 年前十大城市院线排名情况.....	18
表 9、中国电影控股院线加盟影院数量.....	19
表 10、2011-15 年中国电影主营业务收入及其构成.....	27
附：财务预测表 .....	31

## 一、公司概况——电影行业龙头，国资背景雄厚

### 1. 简介：全产业链覆盖的电影龙头，发行业务占主导

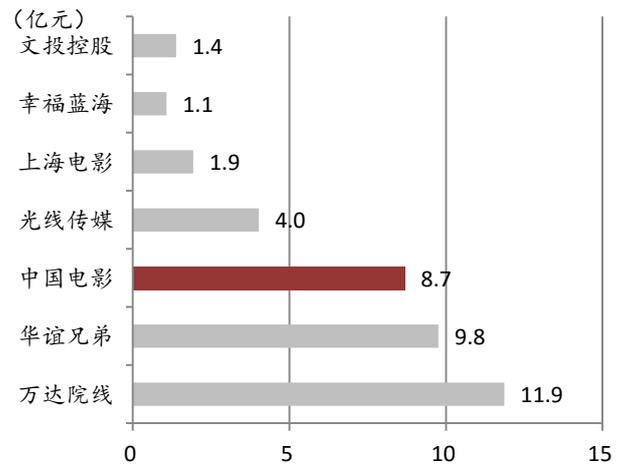
中国电影股份有限公司是我国电影行业的领军企业，控股股东和实际控制人是中影集团，为直属于广电总局的全民所有制企业。从2015年的财务数据来看，对比电影行业其他相关上市公司，中国电影收入位居第二，仅次于万达院线；归母净利润排名第三，仅次于万达院线和华谊兄弟。

图 1：电影行业相关上市公司 2015 年收入规模



资料来源：Wind、招商证券

图 2：电影行业相关上市公司 2015 年归母净利润



资料来源：Wind、招商证券

整个电影行业产业链从上游到下游可以大致分为制作制片、发行和放映三大部分。中国电影在各个业务环节都属于绝对重要的市场竞争者。

图 3：我国电影产业链主要参与者分布

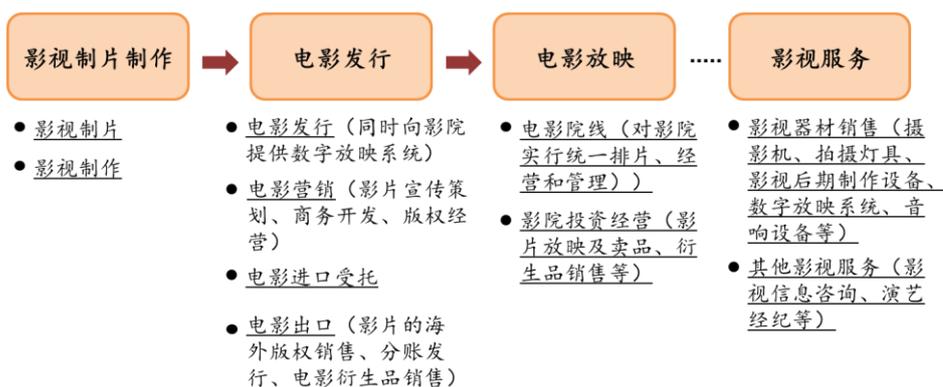


资料来源：中国电影招股说明书、招商证券

近年来伴随我国电影市场的蓬勃发展，公司收入和净利润均实现快速增长，2013-15 年我国电影票房年均复合增速 42.3%，同时期中国电影的收入年均复合增速 26.4%（增速低于行业平均增速，主要因大量新投资者进入，分享了部分市场份额），归母净利润年均复合增速达 42.4%；2015 年中国电影收入规模达 73 亿元，归母净利润达 8.7 亿元。

公司主营业务涵盖电影上游制作到下游放映的全产业链，具体包括 4 大板块：影视制片制作、电影发行、电影放映及影视服务业务。此外，还有代理销售电影卡、酒店服务、非影视场地出租收入等其他业务。

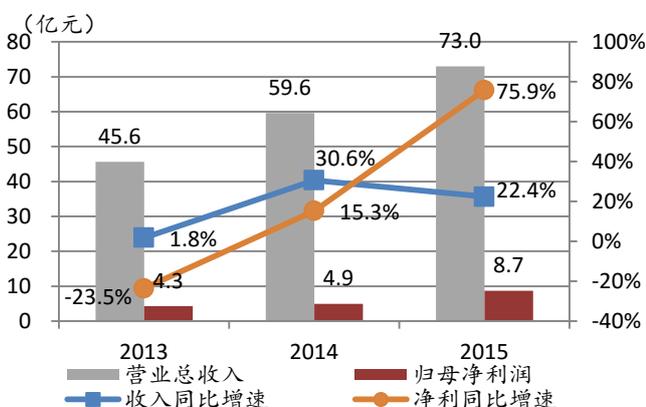
图 4：中国电影主营业务梳理



资料来源：公司招股说明书、招商证券

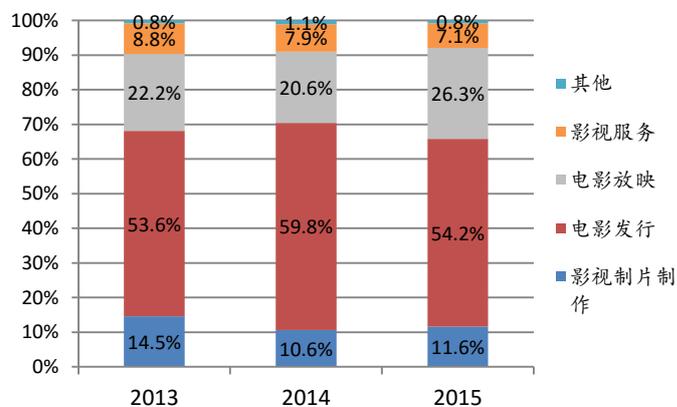
其中，电影发行收入占比最大，其次是放映业务、影视制作业务，最后是影视服务。2015 年这 4 块业务的收入占比分别为 54.2%、26.3%、11.6%和 7.1%，他们各自的近三年年均复合增速分别为 27.2%、37.6%、13.0%和 13.2%，电影放映业务的较快增长主要因公司加大了对电影院建设的投资建设；电影制片制作业务相对来说每年的波动性和不确定性更大，个别投资制作影片的票房结果可能会大幅度影响整个业务板块的收入情况。中国电影在国内电影发行市场处于龙头地位，特别是进口电影发行业务对公司整体收入影响较大，2015 年中国电影的进口影片发行收入占公司发行业务收入的 81%，占营业总收入的 43.9%。

图 5：中国电影 2013-15 年收入及净利润



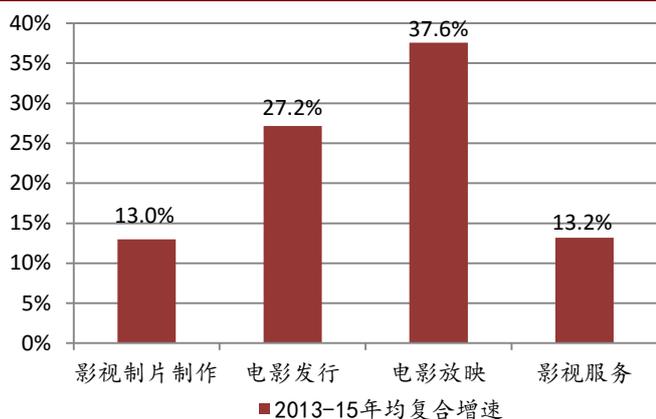
资料来源：公司招股说明书、招商证券

图 6：中国电影 2013-15 年收入按业务划分占比



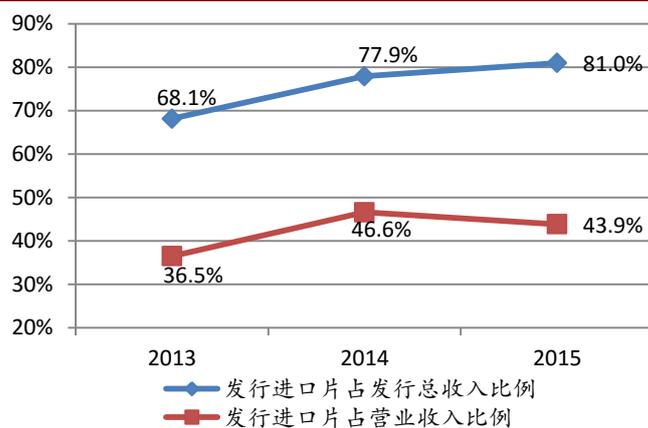
资料来源：公司招股说明书、招商证券

图 7：中国电影各业务板块 2013-15 年年均复合增速



资料来源：公司招股说明书、招商证券

图 8：中国电影 2013-15 年进口片发行业务收入占比



资料来源：公司招股说明书、招商证券

按收入来源的地域划分，绝大部分来自国内，其中来源最多的是华东地区、华北地区和华南地区，2015 年分别贡献了总收入的 32.9%、24.3%和 18.4%，这些地区是城市院线、影院的主要分布地区。且因中国电影总部位于北京，其影视制片制作和影视服务收入大部分确认在华北地区。

## 2. 发展历程：强大国资背景，电影行业国家队选手

中影集团的前身是成立于 1951 年的中国电影发行放映公司，后于 1992 年更名为中国电影发行放映输入输出公司，1995 年更名为中国电影公司，1999 年中影集团成立（以中国电影公司为集团母公司，北京电影制片厂、中国儿童电影制片厂、中国电影合作制片公司、中国电影器材公司、北京电影洗印录像技术厂等作为子公司，电影频道作为其他成员单位，共同组建），隶属于国家新闻出版广电总局。2010 年中影集团联合中视总公司、央广传媒、长影集团、江苏广电、歌华有线、电广传媒、中国联通签订协议，发起设立中国电影股份有限公司，至此，中影集团完成整体重组改制。中影集团持股 93%，其他 7 家单位各持股 1%。2016 年 8 月 9 日，中国电影顺利登陆 A 股市场，在上交所上市，IPO 募集资金 41.66 亿元。当前市值规模 446 亿元，电影相关个股里面仅次于万达院线。新股发行完成后，中国电影大股东中影集团持股 67.36%，其次是社保基金持股 2.5%，湖南电广传媒等 7 家分别持有 0.72~0.75%股份。



## 二、进口发行渠道优势突出，内容制作有一定市场地位

### 1. 享有进口电影发行牌照红利，具有垄断优势

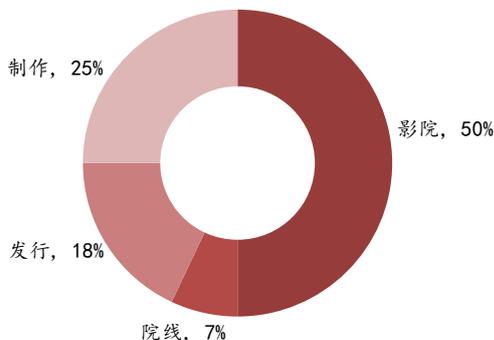
中国电影在电影发行板块的业务收入来源主要包括电影发行和电影宣传营销业务。其中，又以发行收入为主，2015 年营销宣传业务仅占发行业务板块的 6.8%。引进片按“一家进口、两家发行”的管理政策进行，由中影集团进出口分公司唯一承担境外影片的进口业务，由公司和华夏公司两家进行发行，原则上两家公司各占进口分账片配额的 50%，在操作上依据具体情况协商安排发行，可以双方共同发行或者轮流发行等。

**1) 电影发行业务：**中国电影的发行渠道主要是面向影院，涵盖国产和进口影片的发行，其中进口影片包括进口分账片和进口买断片（俗称批片）。发行的具体业务内容包括：与电影制片方或其授权方进行协商、选片、制定发行方案、联系院线与影院排映档期、洗印拷贝、发运硬盘或拷贝、发运影片宣传品、市场巡视、票房统计、票房结算等。中国电影为扩大发行业务的市占率，还给影院提供数字放映系统。

发行方在影片的分账机制中处于中间环节，以国内影片的分账流程为例：放映端首先取得票房收入，在扣除国家电影事业发展专项资金（票房收入的 5%）及与院线约定的适用流转税（营业税为影院票房收入的 3%，营改增后税率增加至 6%）和附加后（城建税及教育费附加等根据影院所在地规定缴纳），作为净票房收入，定期或者按照单部影片，发行净收入=净票房收入-各地电影院线公司和影院分账所得收入。根据目前行业一般操作惯例，电影发行方与院线、影院一般按照 43:57 的比例对影片净票房收入进行分配。发行公司在获得分账收入后，根据影片发行合同约定收取相应的影片发行服务费，之后将剩余票房分账款项支付给电影制片公司。

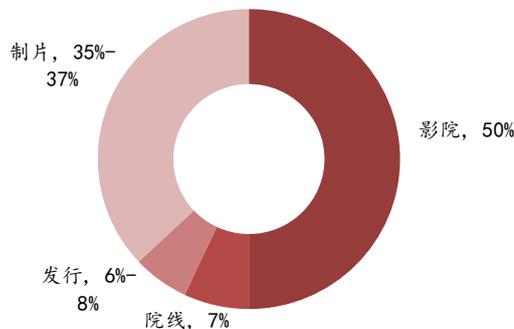
国产影片发行方通常分账净票房的 6%~8%（也有部分分账比例小于 6%或大于 8%），剩下的归属制作方，制作方扣除制作成本后得到净收益。进口影片一般影院和院线合计也是分账 57%左右，发行方在获得剩下的 43%分账收入后，以分账片为例，给制作方分账比例约为 25%（以美国好莱坞电影为例）。即发行方实际拿到约 18%，同时会支付给中影集团票房分成比例约 2.5%，支付给中影集团由中影集团缴纳的进口环节增值税等。

图 11：进口电影净票房分账比例（以美国好莱坞分账片为例）



资料来源：广电总局、中国电影招股说明书、招商证券

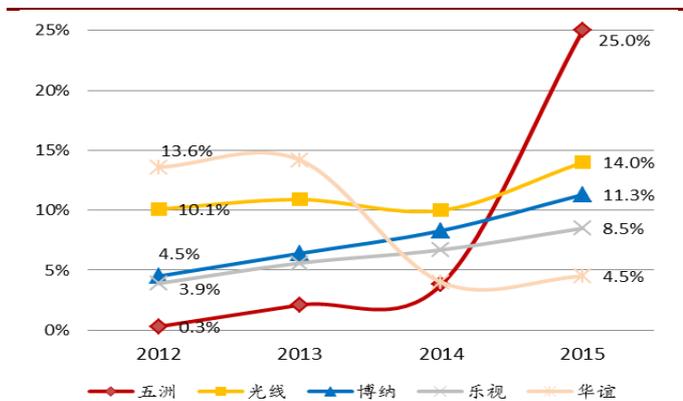
图 12：国产电影净票房分账比例



资料来源：广电总局、中国电影招股说明书、招商证券

我国电影发行市场目前集中度较高，但近年来整体集中度呈下降趋势，主要因众多民营企业参与其中。中国电影和华夏电影具备进口发行垄断优势，在国内电影发行方面仍处于强势地位；民营发行公司如五洲发行、华谊兄弟、光线传媒、博纳影业、乐视影业等拥有一定的市场地位。

图 13：传统民营发行公司市场份额



资料来源：艺恩咨询、招商证券

图 14：2014 年国内电影发行票房市场份额

排名	公司名称	电影票房市场份额
1	中国电影	32.80%
2	华夏电影	22.89%
3	光线影业	7.75%
4	博纳影业	5.99%
5	上海电影	5.20%
6	万达影视	4.10%
7	影联传媒	2.26%
8	华谊兄弟	2.00%
9	福建恒业	1.77%
10	安石英纳	1.52%

资料来源：《中美电影产业比较研究》、招商证券

**进口影片发行：**2013-15 年，中国电影共主导或参与发行进口影片 223 部，实现票房 228.92 亿元，占全国这三年进口影片票房总收入的 58.1%。2013-15 年，中国电影主导或参与发行的进口影片主要包括《速度与激情 7》、《复仇者联盟 2》、《侏罗纪世界》、《变形金刚 4》、《敢死队 3》、《X 战警：逆转未来》、《美国队长 2》等。其中，2013 年中国电影发行的《钢铁侠 3》、2014 年与华夏公司联合发行的《变形金刚 4》、2015 年与华夏公司联合发行的《速度与激情 7》均排名当年进口影片票房首位。2016 年上半年，中国电影共发行进口影片 40 部，实现票房 70.57 亿元，占同期进口影片市场份额的 60.87%，其中《美人鱼》、《疯狂动物城》等全国票房前十位影片均为公司主导或联合发行，保持了行业领先优势和市场主导地位。

表 1、中国电影进口影片发行的市场份额情况

年度	全国进口影片发行情况		中国电影发行进口影片情况		
	总票房	数量 (部)	数量 (部)	票房 (亿元)	占比
2015 年	169.33	75	75	88.71	52.39%
2014 年	134.84	77	77	81.42	60.38%
2013 年	90.02	71	71	58.79	65.31%
合计	394.19	223	223	228.92	58.07%

资料来源：《中电影市场报告》、《中国电影报》

表 2、中国电影发行票房过亿进口影片情况

年度	全国票房过亿进口影片数量	数量 (部)	占比
2015 年	34	33	97.06%
2014 年	30	30	100.00%
2013 年	27	27	100.00%
合计	91	90	98.90%

资料来源：《中电影市场报告》、《中国电影报》

**国产影片发行：**中国电影业在国产电影的发行上也处于市场领先地位，中国电影 2013-15 年共主导或参与发行国产影片 790 部，实现票房约 327.4 亿元，占同期全国国产影片总票房的 58.4%。2013-15 年中国电影主导或参与发行的票房过亿国产影片共计

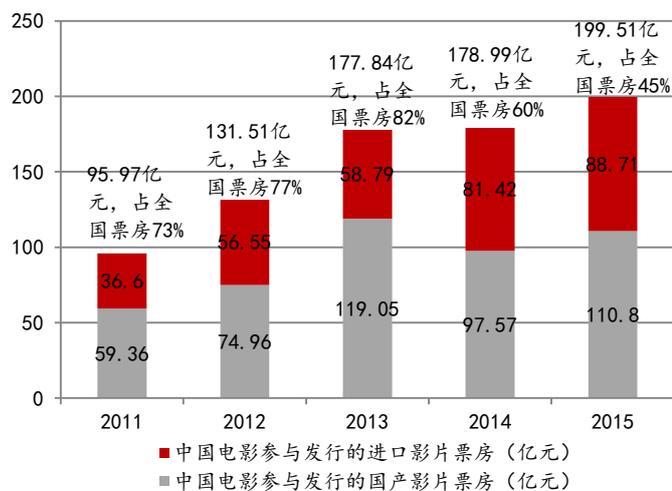
104 部，占同期全国票房过亿产影片总数的 90.4%。中国电影主导或参与发行过的国产大片包括：《捉妖记》、《港囧》、《煎饼侠》、《西游记之大圣归来》、《狼图腾》、《心花路放》、《一步之遥》、《西游记之大闹天宫》、《西游降魔篇》、《私人订制》、《致我们终将逝去的青春》、《中国合伙人》等。其中，2013 年联合发行的《西游降魔篇》、2014 年联合发行的《心花路放》、2015 年联合发行的《捉妖记》均位列当年国产影片票房首位。2016 年上半年，公司共主导或参与发行国产影片 148 部，实现票房 91.95 亿元，占同期国产片市场份额的 70.79%。

表 3、中国电影历年参与发行的主要引进片

2016 年		2015 年		2014 年		2013 年		
片名	总票房 (亿元)	片名	总票房 (亿元)	片名	总票房 (亿元)	片名	总票房 (亿元)	
1	疯狂动物城	15.30	《速度与激情 7》	24.26	《变形金刚 4》	19.79	《钢铁侠 3》	7.68
2	魔兽	14.72	《复仇者联盟 2》	14.65	《星际穿越》	7.51	《环太平洋》	6.95
3	美国队长 3: 英雄内战	12.46	《侏罗纪世界》	14.2	《X 战警: 逆转未来》	7.24	《地心引力》	4.36
4	奇幻森林	9.79	《碟中谍 5: 神秘国度》	8.67	《美国队长 2》	7.21	《速度与激情 6》	4.13
5	星球大战: 原力觉醒	8.26	《霍比特人 3: 五军之战》	7.74	《猩球崛起 2: 黎明之战》	7.11	《疯狂原始人》	3.95
6	X 战警: 天启	8.03	《终结者·创世纪》	7.26	《银河护卫队》	5.95	《超人·钢铁之躯》	3.95
7	奇异博士	7.52	《蚁人》	6.74	《超凡蜘蛛侠 2》	5.85	《007 大破天幕杀机》	3.76
8	蝙蝠侠大战超人: 正义黎明	6.19	《末日崩塌》	6.33	《敢死队 3》	4.53	《星际迷航 2》	3.54
9	神奇动物在哪里	5.91	《火星救援》	5.87	《哥斯拉》	4.81	《侏罗纪公园》	3.48
10	愤怒的小鸟	5.14	《007: 幽灵党》	5.43	《霍比特人 2》	4.62	《雷神 2》	3.42
11	独立日: 卷土重来	5.03	《超能陆战队》	5.26	《极品飞车》	4.11	《特种部队 2》	3.38
12	冰川时代 5: 星际碰撞	4.47	《王牌特工·特工学院》	4.84	《明日边缘》	4.06	《霍比特人》	3.16
13	谍影重重 5	4.47	《灰姑娘》	4.45	《驯龙高手 2》	4.03	《重返地球》	2.11
14	忍者神龟 2: 破影而出	3.94	《小黄人大眼萌》	4.36	《忍者神龟》	3.79	《金刚狼 2》	2.05
15	爱宠大机密	3.89	《博物馆奇妙夜 3》	3.23	《机械战警》	3.14	《虎胆龙威 5》	1.94
16	爱丽丝梦游仙境 2: 镜中奇遇记	3.87	《木星上行》	2.84	《冰雪奇缘》	2.98	《惊天危机》	1.71
17	伦敦陷落	3.40	《饥饿游戏 3: 嘲笑鸟 (上)》	2.25	《沉睡魔咒》	2.96	《魔镜仙踪》	1.64
18	泰山归来: 险战丛林	3.06	《飓风营救 3》	2.08	《马达加斯加的企鹅》	2.51	《极乐空间》	1.6
19	海底总动员 2: 多莉去哪儿	2.54	《移动迷宫 2》	1.96	《里约大冒险 2》	2.43	《遗落战境》	1.49
20	海洋奇缘	2.26	《第七子: 降魔之战》	1.71	《一触即发》	1.6	《蓝精灵 2》	1.38
21	比利·林恩的中场战事	1.65	《疯狂外星人》	1.69	《移动迷宫》	1.48	《极速蜗牛》	1.14
22	但丁密码	1.34	《饥饿游戏: 嘲笑鸟下》	1.42	《安德的游戏》	1.38	《侠探杰克》	0.96
23	佩小姐的奇幻城堡	1.18	《明日世界》	1.25	《超验骇客》	1.26	《了不起的盖茨比》	0.83
24	猎神: 冬日之战	1.06	《分歧者: 绝地反击》	1.2	《天才眼镜狗》	1.21	《独行侠》	0.82
25	鲨滩	1.02	《像素大战》	1	《狂怒》	1.17	《巨人捕手杰克》	0.79
26	云中行走	0.91	《头脑特工队》	0.97	《不惧风暴》	1.1	《斯大林格勒》	0.72
27	逗鸟外传: 萌宝满天飞	0.78	《坚不可摧》	0.38	《宙斯之子》	0.81	《悲惨世界》	0.635
28	鼠来宝 4: 萌在囧途	0.63	《史努比: 花生大电影》	0.37	《雪国列车》	0.75	《森林战士》	0.5
29	萨利机长	0.62	《海绵宝宝 3D》	0.35	《盟军夺宝队》	0.47	《背水一战》	0.49
30	侠探杰克: 永不回头	0.61	《小飞侠: 幻梦启航》	0.28	《冰河世纪二》	0.43	《私奔 B 计划》	0.32
31	魔发精灵	0.55	《这里的黎明静悄悄》	0.07	《鸣梁海战》	0.2	《被解救的姜戈》	0.178
32	火海凌云	0.31			《丛林之王》	0.19	《追踪长尾豹马修》	0.067
33	间谍同盟	0.30			《狂野非洲》	0.08		
34	宾虚	0.17						

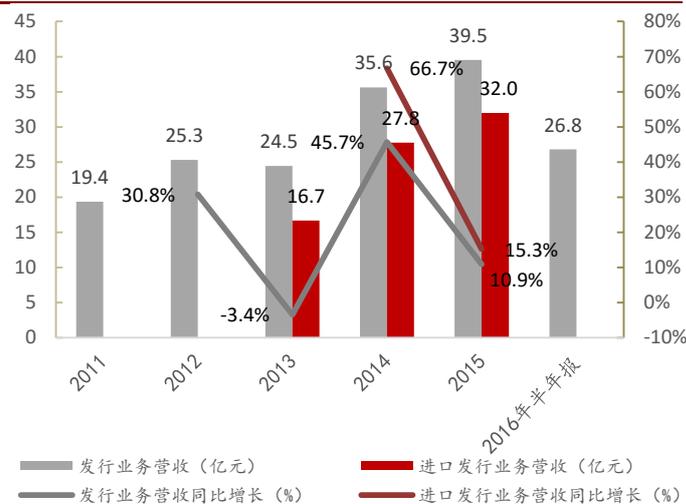
资料来源: 网络公开资料整理、招商证券

图 15: 中国电影参与发行的国产与进口电影票房



资料来源: 中国电影招股说明书、招商证券

图 16: 中国电影发行业务规模和同比增速



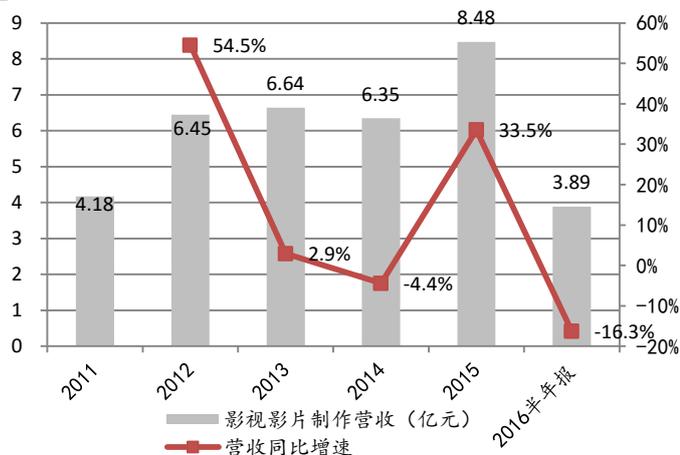
资料来源: 中国电影招股说明书和 2016 半年报、招商证券

**2) 营销宣传业务:** 除了传统营销推广模式以外, 网络团购、半价日、半价时段等营销手段也在推进, 形成电影票价的差异化。同时, 随着移动互联网的发展, 微信、微博、视频网站等新媒体平台的宣传推广逐渐渗透, 成为国产电影营销的主流手段。

## 2. 影视制片制作有一定市场地位, 主导和参投多部国产大片

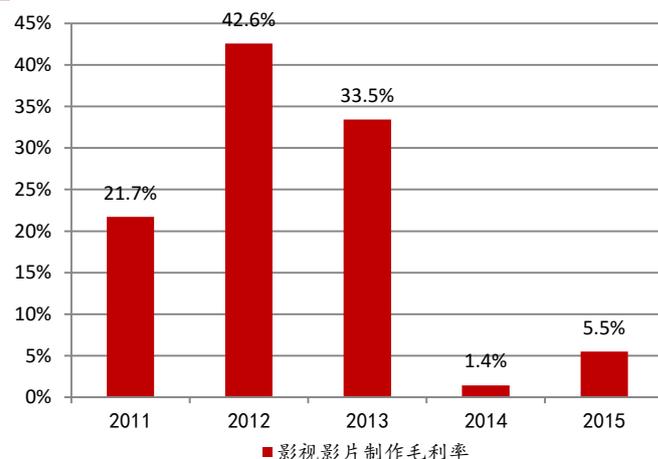
中国电影的影视制片制作业务具体包括影视制片和影视制作, 制片制作业务相对而言经营稳定性较差, 从业务收入的增速和毛利率的巨大变化波动能看出。公司的影视制片业务涉及电影、电视剧和动画, 具体包括: 1) 影视剧的创意及剧本开发、挑选、审核, 决定是否投产并估算及规模估算。2) 项目筹备: 备案立项, 确定主创人员, 筹集资金, 核定摄制的预算、人员与拍摄周期等。3) 制片管理: 组建摄制组, 后期制作等。影视制作业务包括提供摄影、照明、美术置景、服化道、摄影棚租赁、画面、声音和特效制作, 数字放映母版制作、译制、影片素材等。中国电影主要通过中影数字基地开展影视制作, 已发展成为亚洲地区规模最大的影视制作基地之一。

图 17: 中国电影影视影片制作业务营收和增速



资料来源: 中国电影招股说明书及 2016 半年报、招商证券

图 18: 中国电影影视影片制作业务毛利率



资料来源: 中国电影招股说明书及 2016 半年报、招商证券

### 中国电影历年参投多部国产大片

2013-15 年, 中国电影主导或参与的通过广电总局审查的影片分别为 24 部、15 部和 27 部, 代表作包括《狼图腾》、《心花路放》、《西游记之大闹天宫》、《致我们终将逝去的青春》、《中国合伙人》、《无人区》、《越来越好之村晚》、《百团大战》、《九层妖塔》等。2013-15 年参与的票房过亿的影片共 18 部, 占全国票房过亿国产影片总数量的 15.65%, 实现票房占比 16.53%。其中, 《致我们终将逝去的青春》在 2013 年国产影片中票房排名第二; 《心花路放》和《西游记之大闹天宫》在 2014 年国产影片中分列票房排名第一和第二。《狼图腾》、《九层妖塔》也在 2015 年国产电影票房中排名靠前。

2016 年上半年, 公司出品并投放 12 部电影, 实现票房收入 73.96 亿元, 占全国同期影片票房总额的 30.1%, 其中, 《美人鱼》和《西游记之孙悟空三打白骨精》票房排名分列上半年国产影片票房的首位和第二位, 《美人鱼》更是刷新了华语电影票房纪录, 还参与了国内首部佛教题材重点电影《大唐玄奘》; 与海外主流制片机构联合出品了《功夫熊猫 3》、《魔兽》和《卧虎藏龙: 青冥宝剑》, 共取得 27.2 亿元 (中国大陆地区) 的票房佳绩。

表 4、2013-15 年中国电影制作的票房过亿国产影片的票房收入与排名情况

序号	片名	是否为第一出品方	放映年份	票房总额 (亿元)	票房当期排名
1	狼图腾	是	2015 年	7.03	9
2	九层妖塔	是	2015 年	6.86	10
3	百团大战	否	2015 年	4.12	19
4	重返 20 岁	否	2015 年	3.69	23
5	有一个地方只有我们知道	否	2015 年	2.89	30
6	万物生长	否	2015 年	1.48	42
7	王朝的女人: 杨贵妃	是	2015 年	1.34	45
8	不可思议	是	2015 年	1.11	47
9	心花路放	否	2014 年	11.70	1
10	西游记之大闹天宫	否	2014 年	10.45	2
11	太平轮 (上)	否	2014 年	1.95	26
12	白日焰火	否	2014 年	1.02	37
13	致我们终将逝去的青春	否	2013 年	7.19	2
14	中国合伙人	是	2013 年	5.39	5

15	富春山居图	是	2013 年	2.99	11
16	一代宗师	否	2013 年	2.88	13
17	无人区	是	2013 年	2.59	17
18	盲探	否	2013 年	2.10	19

资料来源：招股说明书、《中国电影市场报告》、《中国电影报》

### 出品的主旋律影片占据国内主导地位

2009 年，为庆祝新中国成立 60 周年，中国电影领衔出品《建国大业》最终实现票房 4.16 亿元，排名当年国产影片票房首位。此外，中国电影还投拍了《建党伟业》、《南京！南京！》、《一八九四甲午大海战》、《雨中的树》、《百团大战》等主旋律影片，其中，《建党伟业》在 2011 年国产影片中票房排名第二，《百团大战》于 2015 年上映并实现票房 4.12 亿元。

### 后期特效制作业务业内领先，发展前景广阔

2010 年，中国电影下属的中影数字基地（位于北京怀柔影视基地核心区）建成了数字影片后期制作生产线，数字制作基础设施的不断完善推动了电影数字化制作技术的快速提升。目前，越来越多的国产影片开始运用数字制作技术，对特效、特技、动作捕捉等高新技术的运用日趋成熟，影片科技水平和技术质量明显提升。

中影电影数字制作基地是亚洲地区规模最大、技术最先进、设施最完善的影视制作基地之一，拥有包括世界级规模的 5,000 平方米摄影棚在内的 16 座不同规模的摄影棚和顶级摄影照明器材，建有以亚洲唯一的可兼容 5.1、7.1、11.1、13.1 多种声音格式、多达几十个独立通道监听的混合录音棚为代表的电影后期制作系统，具备电影的声音制作、画面剪辑、数字中间片制作、视觉特效制作、动画制作以及电影数字母版制作等完善的电影制作能力，这也是与横店影视城、中视传媒无锡影视基地、涿州影视城等国内其他以外景地为主的大型影视基地相比的主要特点。公司的数字中间片调色、视觉特效制作也在亚洲保持领先。中影电影数字制作基地提供声音、特效等各类后期制作服务。

未来，为提高电影后期制作的科技含量，公司将引进具有国际领先技术水平的后期制作设备，建立自动控制模型系统，将自动化、遥控、仿真等技术应用于模型制作过程中，使传统技术与数字技术高度结合，电影特技制作效果更加逼真；投资建设超高速数字制作网络及海量存储系统，以及图像超高清晰度、大规模数字制作渲染平台，满足动画及影视特效渲染的需求和 300 人以上的特效制作存储需求，进一步提高制作效率、降低制作成本。实现后期制作网络化、置景工艺环保化，打造高品质的影视剧制作平台。

在内容领域，从美国电影生产史来看，特效制作是大片标配，也是重工业化的重要体现。中国奇幻类、动漫电影等依赖视效的类型片也有较大的成长空间。中国电影的后期特效制作业务未来发展前景广阔。

### 三、国内龙头院线，高市占率，经营效率高于全国平均

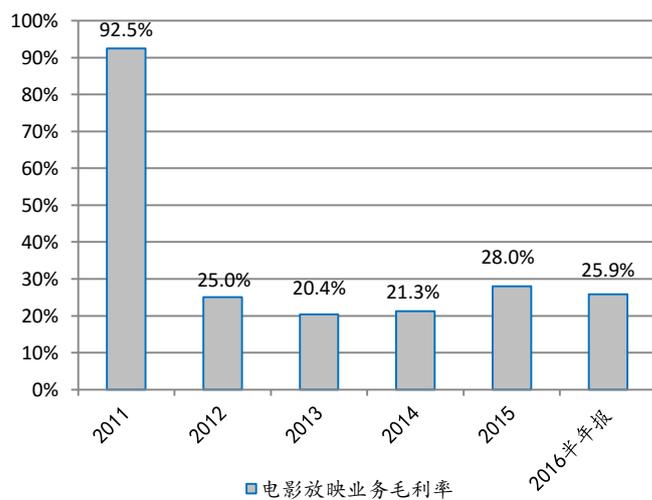
中国电影的电影放映业务主要包括电影院线与影院投资经营业务，从收入构成上又分为院线收入、自有影院票房收入和影片的片前广告收入。2013-15年国内电影票房增速迎来高增长，从127.7亿元增至440.7亿元，年均增速达42.3%。同期中国电影的放映业务收入三年复合增长率也高达37.6%。中国电影放映业务的毛利率2016年上半年为25.9%。

图 19：中国电影放映业务营收及增速



资料来源：中国电影招股说明书及 2016 半年报、招商证券

图 20：中国电影放映业务毛利率



资料来源：中国电影招股说明书及 2016 半年报、招商证券

#### 1. 控股全国前十大院线中的三家，合计票房收入行业第一

电影发行方直接向电影院线发行影片，再由电影院线向旗下影院影片放映做出统一安排及管理。截至 2015 年末，中国电影在全国 49 条城市院线中共控股 3 家电影院线公司，分别为中影星美院线、深圳中影南方和中影数字院线。同时，中国电影还参股了 4 家电影院线公司，分别为北京新影联、四川太平洋、辽宁北方和江苏东方，覆盖了全国 32 个省、自治区、直辖市的 221 个大中城市。中国电影各控股、参股院线与旗下的影院主要采取签约加盟模式，约定一定比例对净票房进行分成，我们估计院线部分一般在单个位数的分成比例；部分院线采用资产连结模式投资了少部分影院，即作为影院的股东参与经营。

表 5、中国电影控股院线票房收入情况

	2016 年		2015 年		2014 年		2013 年	
	票房收入 (亿元)	排名						
中影星美院线	34.49	4	38.12	2	24.45	2	18.38	3
中影数字院线	29.5	6	21.02	7	11	8	7.5	10
深圳中影南方	32.36	5	29.76	5	19.82	6	15.43	5
合计	96.35		88.89		55.28		41.97	

资料来源：中国电影招股说明书、1905 电影网、招商证券

表 6、中国电影控股院线下属影院（含参股影院）经营情况

	2015 年		2014 年		2013 年	
	数量	全国占比	数量	全国占比	数量	全国占比
影院数量（家）	1,323	20.41%	921	18.91%	638	16.58%
银幕数量（块）	6,814	21.54%	4,767	20.21%	3,483	19.14%
票房收入（亿元）	88.99	20.17%	55.28	18.65%	41.32	18.98%
观影人数（万人次）	25,447	20.18%	15,784	17.94%	11,774	19.09%
放映场数（万场）	990.12	18.20%	674.15	18.50%	494.34	19.04%

资料来源：中国电影招股说明书、招商证券

截至 2015 年末，中国电影控股和参股院线拥有的加盟影院数量占全国城市影院总量的 28.9%，2014 年和 2015 年中国电影下属 3 条控股院线分别实现票房 55.28 亿元和 88.89 亿元，分别占全国票房总额的 18.65%和 20.17%。中国电影控股影院银幕数占全国银幕总数的 2.08%。2014 年和 2015 年，中国电影控股影院分别实现票房 11.46 亿元和 17.06 亿元，占全国票房总额的比例分别为 3.87%和 3.87%。

截止 2016 年上半年，公司共拥有 3 条控股院线、4 条参股院线，102 家控股影院和 13 家参股影院，旗下控参股院线和控股影院合计覆盖全国 11,062 块银幕和 149.16 万个座位，约占全国影院市场份额的 31%。控股的三家院线中影星美、深圳中影南方和中影数字 2016 年分别实现票房 34.49 亿元、32.36 亿元和 29.5 亿元，分别排位 48 家院线中的第四至第六名，票房市场份额分别为 7.6%、7.1%和 6.5%，合计占全国票房市场的 21.1%，集中度相比 2014 年和 2015 年进一步提升。参股的 4 家院线中四川太平洋和北京新影联 2016 年分别获得票房 11.87 亿元和 10.72 亿元，分别排名第十二和第十三。此外，2016 年 10 月中国电影收购大连华臣影业 70%股权，扩大放映渠道优势，拥有旗下影城，其主要覆盖东北主流城市。

表 7、中国电影控股、参股院线基本情况

序号	院线名称	2015 年 票房收入 (亿元)	截止 2015 年末拥有加 盟影院数	2013-15 年票房合 计(亿元)	影院分布地区
1	中影星美院线	38.12	462	80.95	北京、上海、重庆、天津、四川、河南、安徽、江西、福建、广东、山西、山东、河北、云南、内蒙古、江苏、贵州、西藏、黑龙江、广西、海南、湖北、湖南、辽宁、陕西、浙江、新疆、甘肃、青海
2	中影数字院线	21.02	451	39.52	北京、天津、山西、河北、上海、广东、广西、海南、山东、陕西、甘肃、吉林、黑龙江、辽宁、河南、江西、江苏、浙江、安徽、湖南、湖北、福建、贵州、云南、四川、宁夏、重庆、西藏、新疆、内蒙古
3	深圳中影南方	29.76	410	65.02	广东、江西、四川、湖南、广西、河北
4	辽宁北方	8.35	116	19.31	黑龙江、吉林、辽宁、河北、山东、内蒙古
5	四川太平洋	12.37	147	28.17	北京、上海、天津、重庆、贵州、湖南、陕西、甘肃、广东、云南、福建、四川

6	江苏东方	2.08	38	6.08	江苏、广东、河南、黑龙江、广西、上海
7	北京新影联	12.22	110	31.15	北京、上海、天津、宁夏、广东、河北、河南、黑龙江、江苏、四川、江西、辽宁、内蒙、山东、山西

资料来源：中国电影招股说明书、招商证券

表 8、2015 年前十大城市院线排名情况

排名	单位名称	放映场次(万场)	观影人次(万人)	票房收入(亿元)	影院数(家)	银幕数(块)	座位数(万个)	市场份额
1	万达院线	365.59	14,569	59.7	225	2,007	-	13.55%
2	中影星美	356.77	10,883	38.12	462	2,137	30.3	8.65%
3	广东大地	528.17	11,465	35.28	596	3,003	39.4	8.01%
4	上海联和	272.24	8,459	31.5	295	1,622	25.49	7.15%
5	中影南方新干线	356.48	8,295	29.76	410	2,166	28.64	6.75%
6	广州金逸珠江	303.33	7,918	28.9	306	1,588	24.27	6.56%
7	中影数字	276.87	6,269	21.02	451	2,511	20.55	4.77%
8	浙江横店	256.81	6,267	19.69	230	1,411	18.92	4.47%
9	浙江时代	207.85	4,596	15.7	190	1,192	15.51	3.56%
10	江苏幸福蓝海	133.28	3,863	13.2	137	783	11.27	3.00%

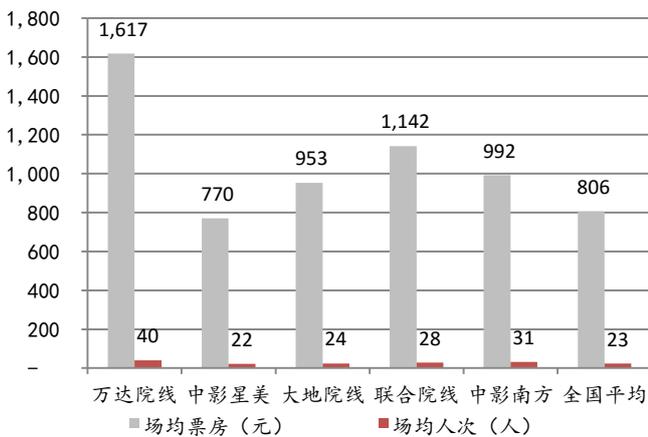
资料来源：中国电影招股说明书、《中国电影报》、招商证券

## 2. 控股影院经营效率领先全国平均

从 2015 年全国前五大院线旗下影院的经营效率来看：

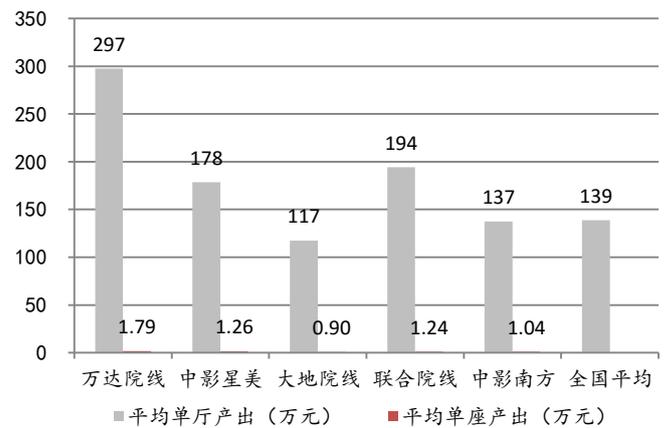
- 1) 场均票房万达院线排名第一达 1,617 元，中影南方和中影星美分列第三和第五，场均票房为 992 元和 770 元，全国平均为 806 元，中影星美略低于全国平均，但中影南方明显领先。
- 2) 场均观影人次方面，全国平均为 23 人次，中影南方平均 31 人次，中影星美平均 22 人次。
- 3) 平均每年单厅产出来看，万达院线达 297 万元，中影星美和中影南方分别排名第三和第四，有 178 万元和 137 万元，均高于大地院线。全国平均为 139 万元。
- 4) 平均单座产出指标方面，前五大院线里中影星美和中影南方排名第二和第四，有 1.26 万元和 1.04 万元。

图 21：2015 年排名前五院线场均票房及人次比较



资料来源：中国电影招股说明书、公开资料整理、招商证券

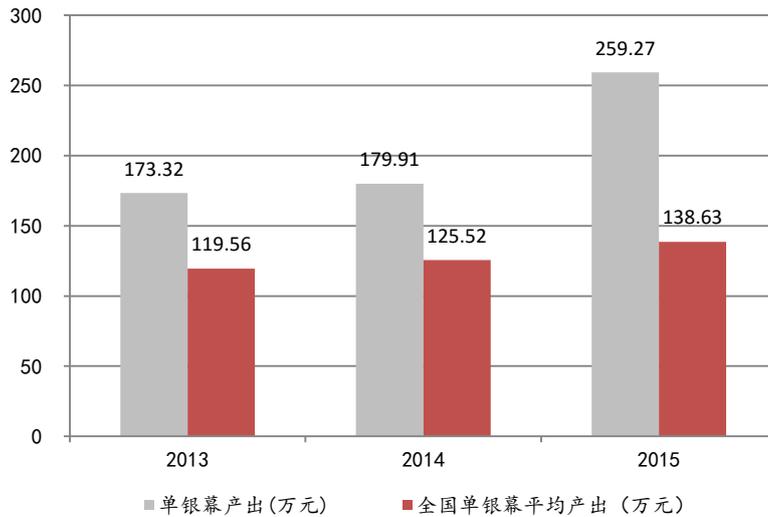
图 22：2015 年排名前五院线每年单厅单座产出比较



资料来源：中国电影招股说明书、公开资料整理、招商证券

中国电影的全资和控股影院平均单银幕产出 2013-15 年均高于行业平均，2015 年达 259.3 万元，大大领先于全国平均的 138.6 万元。

图 23：中国电影全资和控股影院平均单银幕产出与全国平均比较



资料来源：中国电影招股说明书、招商证券

### 3. 放映衍生及增值服务具备增长空间

中国电影还经营影院投资经营业务，影院主要为观众提供影片放映以及相关的配套服务（卖品、衍生品销售或其他放映相关增值服务）。影院作为电影产业链的终端，主要通过票房收入分账的方式获取收益，同时影院也通过卖品销售等配套服务、播放片前广告的方式获取一定收益。

表 9、中国电影控股院线加盟影院数量

单位：个	2015 年	2014 年	2013 年
控股院线加盟影院数量	1734	921	638

资料来源：招股说明书

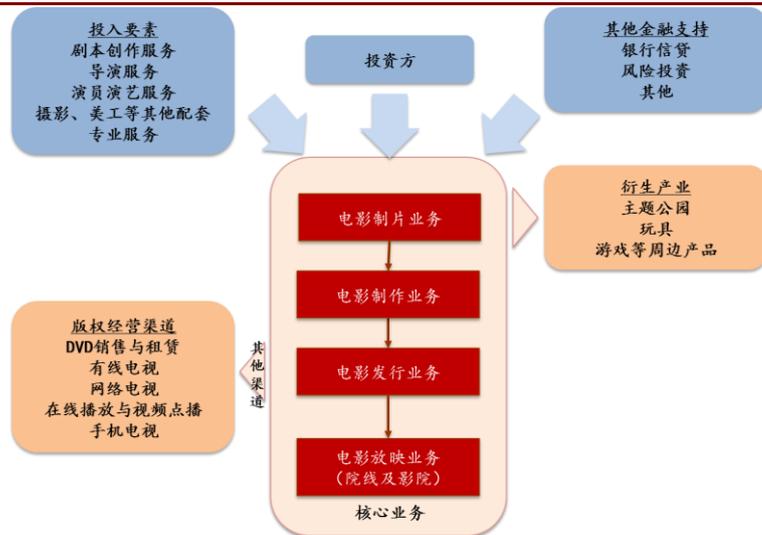
此外，中国电影主要通过与中国影院进行合作，将电影数字放映系统提供给影院使用，合作期一般为 5 至 10 年。影院在使用中国电影的电影数字放映系统时，需根据实际使用中国电影数字电影放映系统所产生的票房收入情况，与中国电影进行分成。截至 2015 年末，中国电影共拥有 6,707 套 2K 电影数字放映系统、100 套数字巨幕放映系统。根据《中国电影报》的统计数据，截至 2015 年末全国共有银幕 31,627 块，以此测算，中国电影所提供的电影数字放映系统占据了 21.52% 的市场份额。

## 四、全产业链上下游协同，未来延展可期

### 1. 垂直化产业链布局带来协同效应

公司业务涵盖电影制作投资、电影发行和电影放映、影视服务，囊括全产业链各环节。放映业务作为电影流量的入口汇聚大量资源，同时也有助于公司上游发行业务的发展。另一方面，公司电影制作内容拥有放映渠道的保障，有利于中国对于自己投资和参股影片的扶持，能更好地进行产业上下游协同。

图 24：电影行业产业链构成环节



资料来源：上海电影招股说明书、招商证券

中国电影拥有最为完整覆盖我国电影行业的产业链体系，业务涉及影视制片、制作、发行、营销、院线、影院、器材生产与销售、放映系统租赁、演艺经纪、电影衍生产品等众多业务环节。完善的产业链布局有利于全产业链的规模化与集约化经营，也保证了中国电影对于各个业务环节对相关影视产品的控制力，有效节约成本，控制经营风险，实现公司利益的最大化。

### 2. IPO 募资将助力公司影视剧制作及扩大影院规模

中国电影 2016 年 IPO 发行募集资金共 40.9 亿元，扣除相关发行费用后，将投入补充影视剧业务营运资金、数字影院投资、数字放映推广、购买影院片前广告运营权、偿还 2007 中国电影集团企业债券本金及最后一期利息等项目。

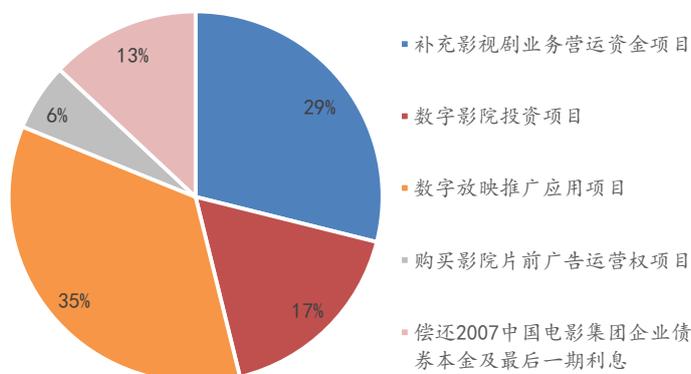
**1) 补充影视剧业务营运资金项目：**拟投资生产 53 部电影和 14 部电视剧，同时建立项目库为公司拟投拍的电影、电视剧储备优良项目。主要目的是强化公司在电影、电视剧制作领域的优势地位，出品更多社会效益、经济效益俱佳，既有主旋律价值观又有较强市场需求的影视精品，引导大众文化消费，满足观众收视需求，提升核心竞争力。

**2) 数字影院投资项目：**拟 3 年内在全国主要城市和县级城市投资建设 91 家电影院。依托中国电影已在电影院线及影院领域形成的竞争优势，进一步扩大在影院市场的市场份额，积极抢占优质的市场资源，在未来的影院市场竞争中处于有利地位。

**3) 数字放映推广应用项目:** 拟投资购买 2,500 套数字放映系统和 100 套数字巨幕放映系统, 进行数字放映系统的推广。为增强在电影发行领域的市场竞争力, 给电影发行业务提供市场基础支撑, 公司主要与全国影院进行合作, 将电影数字放映系统提供给影院使用。依托公司在数字放映设备领域已有的较高市场份额、较大的设备采购规模等优势, 把握我国电影市场对数字放映系统和数字巨幕放映系统的持续旺盛的市场需求, 提升市场占有率。

**4) 购买影院片前广告运营权项目:** 拟购买国内 130 家优质影院未来 2 年的片前广告运营权。通过拥有影院片前广告运营权, 使得公司能够利用现有资源将多种营销产品进行有效组合以大幅提升营销效果, 增强对广告客户的吸引力, 以提升电影营销业务的竞争实力。

图 25: IPO 募集资金用途



资料来源: 中国电影招股说明书、招商证券

## 五、2017 年公司看点：制作业务有望盈利改善、进口发行可能同比高增长、院线影院外延预期

### 1. 2017 年参与电影《西游伏妖篇》制作，主投《建军大业》等

我们估计 2016 年中国电影的制作业务处于亏损状态，主要受《大唐玄奘》和《我的战争》两部影片票房不太理想影响。《美人鱼》和《西游记之孙悟空三打白骨精》均贡献部分业绩。而 2017 年中国电影参投的《西游伏妖篇》最终票房达 16.6 亿元，我们估计该影片最终会有业绩贡献。

此外，2017 年是我国建军 90 周年，中国电影将主投《建军大业》，我们估计投资比例较高。2009 年的《建国大业》就曾实现 4 亿以上的票房，2011 年纪念建党 90 周年的献礼影片《建党伟业》票房也过 4 亿，而此类影片我们估计制作成本并不太高，预期能为公司 2017 年业绩贡献弹性。

### 2. 2017 年进口大片年，发行业务有望受益

我们列举了 2017 年和 2016 年的进口大片对比，2017 年有诸多好莱坞大片的续集。

其中，《速度与激情 8》已定档 4 月 14 日上映，中国电影拟投资 1500 万美元对《速度与激情 8》项目进行投资合作，并提供国内发行。《速度与激情 7》上映后打破了《变形金刚 4》在内地的纪录，最终票房过 24 亿元人民币，使第 8 集的制片方将中国市场列为重中之重。此外，2017 年截至目前已上映的进口大片中《生化危机 6：终章》和《极限特工：终极回归》票房均超过 11 亿元，3 月 24 日刚上映的《金刚：骷髅岛》上映首日票房就过 1.5 亿元，表现强劲，估计最终票房又是一部超 10 亿的作品。此外，《金刚狼 3：殊死一战》、《美女与野兽》均获得不错的票房表现。

2017 年之后还有《银河护卫队 2》、《加勒比海盗：死无对证》、《赛车总动员 3》、《变形金刚 5：最后的骑士》、《神偷奶爸 3》、《蜘蛛侠：英雄归来》、《银翼杀手：2049》、《雷神 3：诸神黄昏》、《正义联盟（上）》、《星球大战 8：最后的绝地武士》等系列海外重磅大片袭来，有望引进国内，值得期待。

且截至 2017 年 2 月 17 日，中美双方就 WTO 电影相关问题签订的《谅解备忘录》已正式到期（该备忘录规定的进口分账大片的配额从之前每年的 20 部提高至 34 部），引进片配额启动第二轮谈判，我们期待进口片数量的进一步放开。

中国电影和华夏电影作为进口电影发行的唯二两家牌照红利公司，有望受益于引进片片票房增长带来的业绩向上弹性。

图 26：2016 年我国主要进口影片情况及 2017 年可能引进片片单

2016年				2017年					
序号	内地上映日期	片名	类型	票房	序号	上映日期	片名	类型	票房
1	2016/1/4	神探夏洛克	剧情/悬疑/犯罪	1.61亿	1	2017/1/6	玩命直播	动作/冒险	1297.4万
2	2016/1/9	星球大战：原力觉醒	科幻/动作/冒险	8.26亿	2	2017/1/6	星球大战外传：侠盗一	动作/冒险	4.8亿
3	2016/1/14	通灵神探	剧情/悬疑/犯罪	3535.0万	3	2017/1/13	魔弦传说	动画/奇幻	4379.8万
4	2016/1/15	最后的巫师猎人	动作/冒险/奇幻	1.80亿	4	2017/1/13	太空旅客	冒险/剧情	3.15亿
5	2016/1/22	云中行走	剧情/传记/冒险	9082.1万	5	2017/1/20	降临	悬疑/冒险	1.1亿
6	2016/1/26	鼠来宝4：萌在囡途	动画/冒险/喜剧	6267.3万	6	2017/2/1	了不起的菲丽西	动画/冒险	4029万
7	2016/1/29	功夫熊猫3	动画/冒险/喜剧	10.01亿	7	2017/2/10	极限特工3：终极回归	动作/惊悚/剧情/悬疑/冒险	11.3亿
8	2016/1/29	蒸发太平洋	动作/冒险/奇幻	3502.4万	8	2017/2/14	爱乐之城	爱情/喜剧	2.47亿
9	2016/2/18	火影忍者剧场版	动画/动作	1.03亿	9	2017/2/17	欢乐好声音	喜剧/动画/音乐	2.13亿
10	2016/2/26	圣斗士星矢	剧情/动画	3785.8万	10	2017/2/24	生化危机6：终章	动作/惊悚/恐怖/奇幻/冒险	11.1亿
11	2016/2/26	末日追踪	动作/惊悚/科幻	3538.1万	11	2017/2/24	刺客信条	动作/奇幻/冒险	1.6亿
12	2016/3/4	疯狂动物城	动画/冒险	15.30亿	12	2017/3/3	乐高电影：蝙蝠侠	动画/冒险/喜剧	4143.2万
13	2016/3/4	地心营救	剧情/历史	2347.0万	13	2017/3/3	一条狗的使命	剧情/喜剧	5.73亿
14	2016/3/11	神战：权力之眼	动作/冒险	2.35亿	14	2017/3/3	金刚狼3：暮狼寻乡	动作/奇幻/冒险	7.22亿 (未完)
15	2016/3/18	荒野猎人	冒险/剧情/惊悚	3.77亿	15	2017/3/10	最终幻想	动作/科幻	2866.7万 (未完)
16	2016/3/25	蝙蝠侠大战超人：正义黎明	动作/奇幻/冒险	6.19亿	16	2017/3/17	美女与野兽	爱情/奇幻/音乐	4.76亿 (未完)
17	2016/4/4	垫底辣妹	剧情	3757.9万	17	2017/3/24	金刚：骷髅岛	动作/历史/奇幻/冒险	4.71亿 (未完)
18	2016/4/8	伦敦陷落	动作/惊悚/犯罪	3.40亿	18	2017/4/1	冰雪大作战	动画/喜剧	
19	2016/4/15	奇幻森林	奇幻/冒险/剧情	9.79亿	19	2017/4/1	守护者：世纪战元	科幻/动作	
20	2016/4/15	废柴特工	动作/剧情/冒险	1993.5万	20	2017/4/7	攻壳机动队	科幻/动作	
21	2016/4/22	猎神：冬日之战	动作/剧情/冒险	1.06亿	21	2017/4/14	速度与激情8	动作/惊悚/犯罪	
22	2016/5/6	美国队长3：英雄内战	动作/科幻/冒险	12.46亿	22	2017/4/21	蓝精灵3：失落的村庄	动画	
23	2016/5/12	幻体：续命游戏	惊悚/悬疑/剧情	3564.4万	23	2017/5/5	银河护卫队2	动作/科幻	
24	2016/5/14	超脑48小时	悬疑/动作	1.04亿	24	2017/5/12	亚瑟王：圣剑传奇	动作/冒险/剧情	
25	2016/5/20	愤怒的小鸟	动画/喜剧	5.14亿	25	2017/5/19	异形：契约	惊悚/科幻/冒险	
26	2016/5/20	分歧者3：忠诚世界	动作/冒险	1.22亿	26	2017/5/19	海滩救护队	喜剧/剧情	
27	2016/5/27	爱丽丝梦游仙境2：镜中奇遇记	奇幻/冒险	3.87亿	27	2017/5/19	抢劫坚果店2	喜剧/奇幻/动画	
28	2016/6/3	X战警：天启	动作/科幻/冒险	8.03亿	28	2017/5/26	加勒比海盗5：死无对	奇幻/动作/冒险	
29	2016/6/8	魔兽	动作/冒险/奇幻	14.72亿	29	2017/6/2	神奇女侠	动作/奇幻/科幻/冒险	
30	2016/6/17	海底总动员2：多莉去哪儿	动画/喜剧/冒险	2.54亿	30	2017/6/9	僵尸世界大战2	动作/惊悚/恐怖	
31	2016/6/24	独立日：卷土重来	动作/科幻/冒险	5.03亿	31	2017/6/9	新木乃伊	动作/奇幻/冒险	
32	2016/6/24	惊天魔盗团2	动作/奇幻	6.38亿	32	2017/6/9	分歧者3：上升之势	爱情/冒险	
33	2016/7/2	忍者神龟2：破影而出	动作/喜剧/冒险	3.94亿	33	2017/6/16	赛车总动员3：极速挑	动画	
34	2016/7/19	泰山归来：险战丛林	动作/冒险	3.06亿	34	2017/6/23	变形金刚5：最后的骑	科幻/动作/冒险	
35	2016/7/22	哆啦A梦：新大雄的日本诞生	动画/冒险	1.04亿	35	2017/6/30	神偷奶爸3	动画/喜剧	
36	2016/8/2	爱宠大机密	动画/喜剧	3.89亿	36	2017/7/7	蜘蛛侠：英雄归来	动作/科幻/冒险/奇幻	
37	2016/8/19	他是龙	爱情/冒险	6013.6万	37	2017/7/14	猩球崛起3：终极之战	科幻/动作	
38	2016/8/19	火海凌云	动作/冒险/灾难	3078.7万	38	2017/7/21	敦刻尔克	战争	
39	2016/8/23	谍影重重5	动作/悬疑/惊悚	4.47亿	39	2017/7/21	星际特工：千星之城	科幻/动作/冒险	
40	2016/8/23	冰川时代5：星际碰撞	动画/喜剧/冒险	4.47亿	40	2017/7/28	黑暗塔	科幻	
41	2016/9/2	寄生兽	恐怖/惊悚/科幻	4831.6万	41	2017/8/4	表情奇幻冒险	动画/喜剧	
42	2016/9/2	星际迷航3：超越星辰	科幻/动作/冒险	4.41亿	42	2017/8/4	刀锋剑客	动画	
43	2016/9/9	鲨滩	惊悚/恐怖/剧情	1.02亿	43	2017/9/29	王牌特工2：黄金圈	喜剧/动作/冒险	
44	2016/9/9	九条命	喜剧/家庭	1.12亿	44	2017/9/29	乐高忍者	动画/动作/冒险	
45	2016/9/20	巴黎危机	剧情/动作	1446.1万	45	2017/10/6	银翼杀手2049	科幻/动作	
46	2016/9/23	逗鸟外传：萌宝满天飞	动画/喜剧	7773.8万	46	2017/10/13	通勤营救	动作/惊悚/剧情	
47	2016/9/23	樱桃小丸子	动画/家庭	2588.3万	47	2017/10/13	幸运的罗根	剧情/犯罪/喜剧	
48	2016/10/10	宾虚	剧情/冒险	1748.6万	48	2017/10/27	科洛弗档案3	科幻/惊悚	
49	2016/10/14	暗杀游戏	动作/科幻/冒险	2108.6万	49	2017/11/1	尼斯大冒险	动画	
50	2016/10/14	圆梦巨人	冒险/奇幻	1.43亿	50	2017/11/3	雷神3：诸神黄昏	科幻/动作/冒险/奇幻	
51	2016/10/21	机械师2	动作/犯罪	3.39亿	51	2017/11/3	彩虹小马	喜剧/奇幻/动画	
52	2016/10/21	侠探杰克：永不回头	动作/冒险/犯罪	6111.7万	52	2017/11/10	圣诞怪杰	动画/家庭/喜剧	
53	2016/10/28	但丁密码	惊悚/悬疑/剧情	1.34亿	53	2017/11/17	正义联盟	动作/冒险/奇幻/科幻	
54	2016/10/28	魔发精灵	动画/喜剧/音乐/歌舞	5477.1万	54	2017/11/22	墨西哥亡灵节	动画	
55	2016/11/4	奇异博士	奇幻/冒险/动作	7.52亿	55	2017/11/24	帕丁顿熊2	喜剧/动画/剧情/家庭	
56	2016/11/4	蜡笔小新：梦境世界	动画/喜剧	2245.1万	56	2017/12/8	明星	喜剧/奇幻/动画	
57	2016/11/8	邻家大贱谍	喜剧/动作	1195.7万	57	2017/12/15	星球大战8	科幻/动作	
58	2016/11/11	比利·林恩的中场战事	战争/剧情	1.65亿	58	2017/12/22	完美音调3	青春/校园/音乐/喜剧	
59	2016/11/11	航海王之黄金城	动画/冒险	1.07亿	59	2017/12/25	地球最强秀	歌舞/剧情/传记	
60	2016/11/15	深海浩劫	剧情/动作	7266.1万	60	2017/12/25	缩身	奇幻/喜剧/剧情	
61	2016/11/18	勇士之门	动作/冒险/奇幻	2283.2万	61	/	异星觉醒	科幻	
62	2016/11/25	神奇动物在哪里	奇幻/冒险	5.91亿	62	/	超凡战队	科幻/动作/英雄	
63	2016/11/25	名侦探柯南：纯黑的噩梦	动画/悬疑	3112.4					
64	2016/11/25	海洋奇缘	动画/冒险/奇幻/喜剧	2.27亿					
65	2016/11/30	间谍同盟	动作/剧情/爱情/战争	3030.4万					
66	2016/12/2	佩小姐的奇幻城堡	奇幻/冒险	1.18亿					
67	2016/12/2	你的名字。	动画/爱情/奇幻	5.77亿					
68	2016/12/2	佩小姐的奇幻城堡	剧情/冒险/奇幻	1.18亿					
69	2016/12/8	血战钢锯岭	剧情/战争	4.26亿					
70	2016/12/9	萨利机长	剧情/传记	6221.6万					
71	2016/12/31	冰雪女皇之冬日魔咒	动画/喜剧	3535.3万					

资料来源：公开资料整理、招商证券

注：2017 年还未确定国内上映时间的引进片标注的海外上映时间

### 3. 加大院线影院的自建和收购

3年内中国电影拟在全国主要城市和县级城市投资建设91家电影院,按每家影院平均6个放映厅、1,000个座位,总投资为12.74亿元,其中公司自己投资7.13亿元(按目前中国电影已投资影院的持股比例均值56%计算),使用IPO募集资金7.06亿元,主要以租赁商业地产的方式获得影院建设所需的商业物业。已实际完成投资2.64亿元,未来将继续投入影院建设。我们预期2017年会有一定数量的新建自建影院。

截至2015年末,中国电影全资和控股影院一共有99家,院线下属影院(含参股影院)共1,323家。影院作为整个电影产业链的末端,是整个电影行业收入的最终来源,也是电影产品投向市场的载体。影院的自建将能进一步扩大公司在电影放映市场的份额,积极抢占优质市场资源,提高竞争力。

此外,我们预期从战略发展方向上看,公司可能继续开展院线影院行业的并购整合。中国电影前不久曾公告拟与中投中财共同出资1,000万元设立基金管理公司(中国电影出资200万占比20%),之后中国电影拟与基金管理公司共同发起设立并购基金,主要用于影院投资并购,中国电影作为LP,基金首期规模不低于10亿元,中国电影拟出资2亿元认购20%有限合伙份额。拟与出资3,575万元参与成立合肥中投中财文化产业投资管理中心(有限合伙)(基金总规模7,160万元,中国电影占比49.93%)。此举是为了储备优质影院并购项目及在线票务、影院后台管理系统等相关项目,不断提升电影放映市场竞争力。截至2016年3季度末,中国电影账面现金约80亿元人民币,也为未来外延延伸提供基础。

## 六、财务分析、盈利预测与投资建议

### 1. 历史财务数据分析

**总体收入、归母净利和毛利率情况：**在过去五年间，公司的营业收入总体保持着较为强劲的增长态势，从2011年的3178.2亿元增长至2015年的7296.5亿元，营业收入翻了一番。同时，公司的净利润总体也保持着较为快速的增长，2015年归母净利润同比增长76%，达8.7亿元。从公司近五年的毛利率来看，毛利率呈现下降趋势，近三年间逐渐较为稳定。

图 27：2011 年-2016Q1~Q3 中国电影营收情况



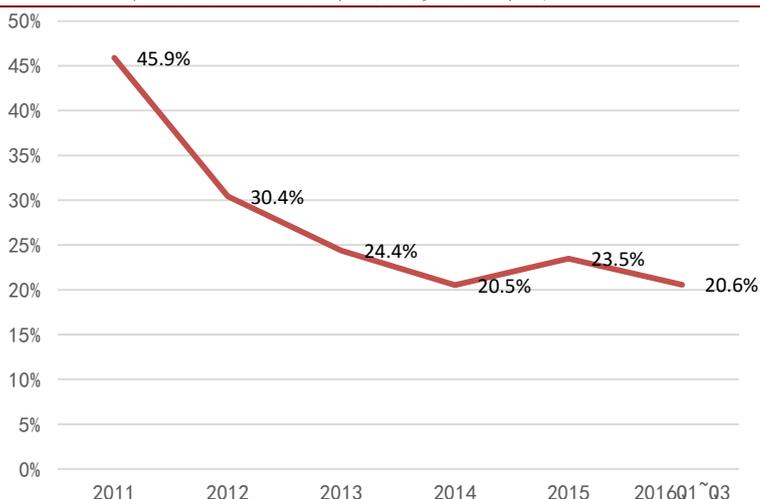
资料来源：中国电影招股说明书和公告、公司三季报、招商证券

图 28：2011 年-2016Q1~Q3 中国电影归母净利润情况



资料来源：中国电影招股说明书和公告、公司三季报、招商证券

图 29：2011 年-2016 Q1~Q3 中国电影毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、公司三季报、招商证券

**主营业务拆分，及各板块利润率情况：**公司营业收入主要来自于四大业务板块中的电影发行及电影放映，其中公司在电影发行领域具有绝对领先优势，其收入占比在近五年间一直维持在 50% 以上，同时电影放映收入占比也呈现出缓慢上升的趋势，2015 年达到 26.5%。影视影片制作与影视服务收入占比在近 3 年间略有下滑，2015 年分别占主营

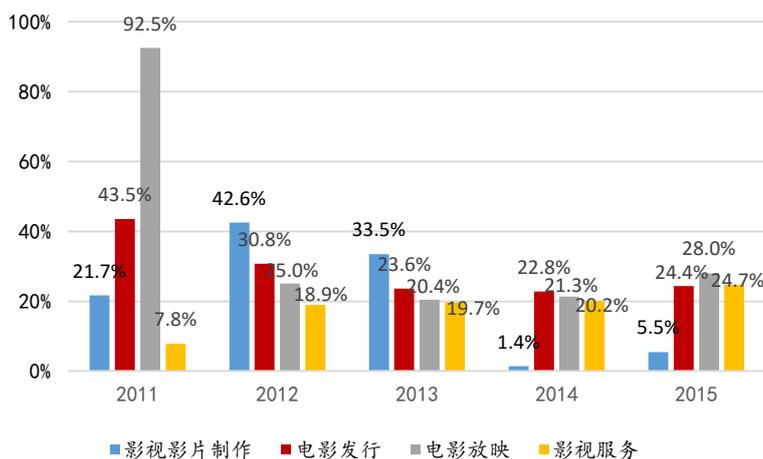
业务收入的 11.7%与 7.15%。从四大业务板块对毛利率的贡献程度来看，对公司收入贡献较大的电影发行与电影放映对毛利率也有较高贡献。电影发行业务毛利率自 2012 年以来大致维持在 23%左右，而电影放映业务的毛利率近年来处于 20%-30%左右的水平。影视影片制作的毛利率水平波动较为剧烈，近两年下降幅度较大，主要受投资的电影项目票房具有较大不确定性的影响。

表 10、2011-15 年中国电影主营业务收入及其构成

项目	2015		2014		2013		2012		2011	
	金额 (亿元)	占比								
影视影片制作	84,750	11.71%	63,469	10.77%	66,395	14.67%	64,498	14.44%	41,751	13.34%
电影发行	395,339	54.62%	356,355	60.45%	244,521	54.02%	253,177	56.68%	193,609	61.86%
电影放映	191,995	26.52%	122,553	20.79%	101,453	22.41%	90,407	20.24%	50,550	16.15%
影视服务	51,777	7.15%	47,123	7.99%	40,286	8.90%	38,598	8.64%	27,077	8.65%
合计	723,861	100%	589,500	100%	452,655	100%	446,680	100%	312,986	100%

资料来源：招股说明书、《中国电影报》

图 30：2011~15 年中国电影各业务板块毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、招商证券

营运能力、偿债能力及现金流情况比较：

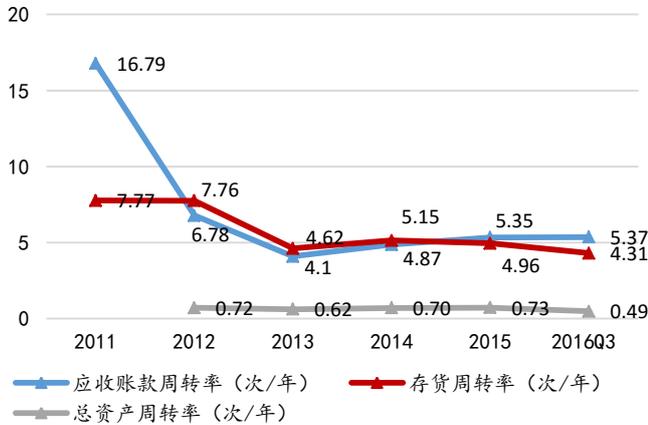
总资产周转率在过去四年间保持着较为平稳的态势。总体来看，公司的业务发展较为平稳，资产流动性较强，在近三年间保持相对稳定的营运能力。

从短期偿债能力来看，流动比率与速动比率自 2013 年起呈现出逐步上升的趋势，短期偿债能力逐步增强，尽管流动比率仍然小于 2，但是速动比率始终保持在 1 之上。从公司的长期偿债能力来看，资产负债率在近五年来一直保持在 50%左右，负债处于合理水平；同时公司的利息保障倍数在近三年来也出现了跨越式的增长，获利能力对债务偿付的保证程度不断增强，长期偿债能力较强。

从经营活动产生的现金流量净额来看，除 2012 年由于电影受托业务的取消使现金流出现大幅下滑外，其他年份的现金流都为公司提供了较为强劲的资金保障，其中 2015 年的经营性现金流同比增长 102%，达到 20.1 亿元。而投资活动产生的现金流量净额在过去五年间均为负数，金额波动较大。从筹资活动产生的现金流来看，除 2013 年出现筹资活动的金额流入外，其余四年均有着不同程度的净流出，主要与公司制作电影电视

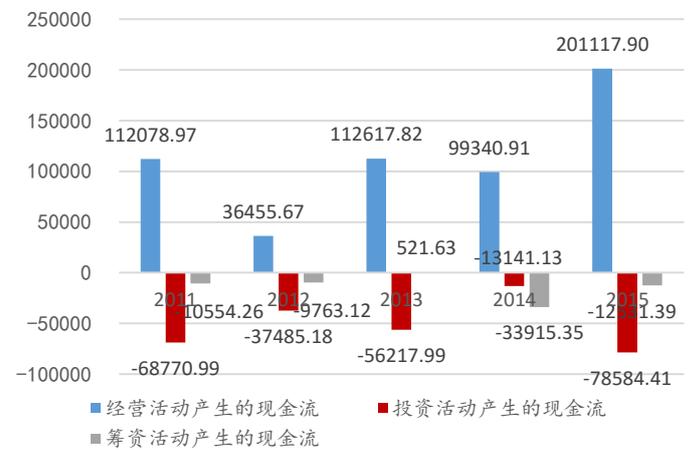
剧周期较长、投入较大、资金回笼需要一定时间相关，高额的筹资会增加公司的股息利息支出。

图 31：2011 年-2016Q1~Q3 中国电影营收情况



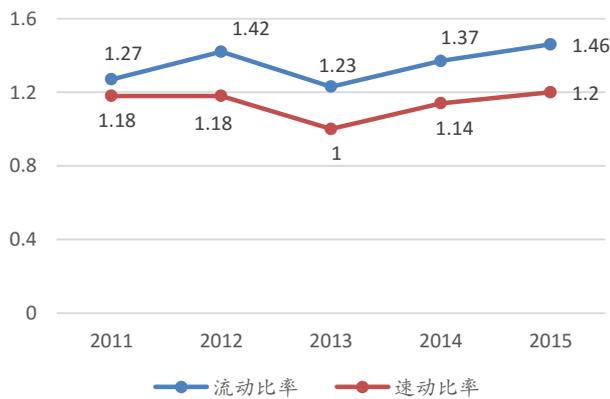
资料来源：中国电影招股说明书和公告、招商证券

图 32：2011-15 年中国电影现金流情况 (万元)



资料来源：中国电影招股说明书和公告、招商证券

图 33：2011-15 年中国电影流动比率、速动比率



资料来源：中国电影招股说明书和公告、招商证券

图 34：2011-15 年中国电影偿债能力情况

会计年度	流动比率	速动比率	资产负债率	利息保障倍数
2011	1.27	1.18	50.61%	25.64
2012	1.42	1.18	49.90%	34.96
2013	1.23	1	50.24%	34.7
2014	1.37	1.14	50.54%	40.75
2015	1.46	1.2	50.02%	129.38

资料来源：中国电影招股说明书和公告、招商证券

## 2. 盈利预测

我们预计中国电影 2016~18 年收入分别同比增长 8%、35.2%和 23.2%，达到 78.8 亿元、106.6 亿元和 131.3 亿元。归母净利润分别同比增长 4.9%、64.4%和 23.7%至 9.1 亿元、15.0 亿元和 18.5 亿元。

## 3. 投资建议

目前中国电影股价 23.88，市值 446 亿元，对应 2016-18 年市盈率分别为 48.9 倍、29.8 倍和 24.1 倍。我们看好公司 2017 年的业绩弹性，可能将受益于制作业务的反转；进口片大年的进口业务业绩贡献；以及放映业务迎来 2016 年之后的拐点，将拥有高于行业平均的增长。

维持强烈推荐评级，目标价 30 元-32 元，距离现价仍有 26%~34% 的增长空间。

## 七、风险因素

### 1) 电影行业票房增速放缓的风险

电影行业票房增速经历了过去几年高增长后平均增速下滑，2016 年仅略超 3%。行业之前受益于渠道下沉、票补因素和优质影片供应带来的消费需求。未来可能面临这些因素的推动减缓而带来行业票房增速下滑的风险。

### 2) 监管政策风险

国家有关法律、法规及政策对电影电视行业有严格监督、管理。未来行业的监管政策可能逐步调整变化，特别是对进口电影发行资质的牌照存在放开的可能，对公司的竞争优势及盈利能力有可能产生影响。

### 3) 市场竞争加剧

影视行业持续增长，吸引了更多的公司进入这个行业，未来整个行业竞争加剧将产生经营风险。中国电影已经形成了影视制片制作、电影发行、电影放映、影视服务等全产业链布局，具有综合竞争优势，但仍需积极准备应对市场竞争风险。

### 4) 经营业绩波动的风险

文化产品具有独特性和不可复制性，无法完全保证影视作品质量，观众对文化作品的品味和评价公司也不太能完全把握，因而票房和收益率无法精准预测。如果市场不认可公司参与的影视作品，则存在对公司经营业绩负面影响的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	5329	6995	8408	11127	14428
现金	2655	3756	5033	6701	8992
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	11	7	8	11	13
应收款项	1362	1367	1341	1814	2235
其它应收款	207	218	235	318	392
存货	907	1262	1371	1733	2119
其他	186	384	419	551	677
<b>非流动资产</b>	3662	3897	3898	3984	4006
长期股权投资	218	302	353	353	353
固定资产	2729	2577	2667	2808	2875
无形资产	120	106	95	86	77
其他	595	912	783	738	701
<b>资产总计</b>	<b>8991</b>	<b>10891</b>	<b>12306</b>	<b>15111</b>	<b>18434</b>
<b>流动负债</b>	3886	4795	4655	5718	6904
短期借款	300	320	0	0	0
应付账款	2461	2999	3313	4189	5121
预收账款	538	814	899	1137	1390
其他	586	662	443	393	393
<b>长期负债</b>	658	653	653	653	653
长期借款	0	0	0	0	0
其他	658	653	653	653	653
<b>负债合计</b>	<b>4544</b>	<b>5448</b>	<b>5308</b>	<b>6371</b>	<b>7557</b>
股本	1400	1400	1867	1867	1867
资本公积金	597	667	667	667	667
留存收益	1903	2727	3638	5090	6869
少数股东权益	547	650	826	1116	1474
归属于母公司所有者权益	3900	4794	6172	7624	9403
<b>负债及权益合计</b>	<b>8991</b>	<b>10891</b>	<b>12306</b>	<b>15111</b>	<b>18434</b>

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	993	2011	1567	2243	2849
净利润	494	868	911	1498	1853
折旧摊销	574	615	554	559	575
财务费用	37	2	(45)	(28)	(25)
投资收益	(40)	(91)	(92)	(92)	(92)
营运资金变动	(198)	425	60	(42)	127
其它	128	193	179	349	410
<b>投资活动现金流</b>	(131)	(786)	(559)	(650)	(600)
资本支出	(502)	(466)	(580)	(650)	(600)
其他投资	370	(320)	21	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(339)	(125)	269	74	42
借款变动	(598)	(247)	(335)	0	0
普通股增加	0	0	467	0	0
资本公积增加	(3)	70	0	0	0
股利分配	(93)	(45)	0	(46)	(75)
其他	355	96	137	120	117
<b>现金净增加额</b>	<b>523</b>	<b>1100</b>	<b>1277</b>	<b>1668</b>	<b>2291</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	5960	7297	7881	10657	13134
营业成本	4736	5582	6167	7797	9533
营业税金及附加	75	106	114	155	191
营业费用	99	107	99	133	164
管理费用	377	426	370	485	578
财务费用	(2)	(33)	(45)	(28)	(25)
资产减值损失	64	56	(1)	(6)	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	40	91	92	92	92
<b>营业利润</b>	652	1143	1269	2213	2785
营业外收入	171	240	165	165	165
营业外支出	2	18	0	0	0
<b>利润总额</b>	821	1365	1434	2378	2950
所得税	215	329	347	590	738
<b>净利润</b>	606	1036	1087	1788	2212
少数股东损益	112	168	176	290	359
<b>归属于母公司净利润</b>	494	868	911	1498	1853
<b>EPS (元)</b>	0.26	0.47	0.49	0.80	0.99

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	31%	22%	8%	35%	23%
营业利润	19%	75%	11%	74%	26%
净利润	15%	76%	5%	64%	24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.5%	23.5%	21.8%	26.8%	27.4%
净利率	8.3%	11.9%	11.6%	14.1%	14.1%
ROE	12.7%	18.1%	14.8%	19.6%	19.7%
ROIC	9.9%	14.3%	13.0%	18.5%	18.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.5%	50.0%	43.1%	42.2%	41.0%
净负债比率	3.5%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	1.5	1.8	1.9	2.1
速动比率	1.1	1.2	1.5	1.6	1.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
存货周转率	5.4	5.1	4.7	5.0	5.0
应收帐款周转率	4.9	5.3	5.8	6.8	6.5
应付帐款周转率	2.0	2.0	2.0	2.1	2.0
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.26	0.47	0.49	0.80	0.99
每股经营现金	0.53	1.08	0.84	1.20	1.53
每股净资产	2.09	2.57	3.31	4.08	5.04
每股股利	0.02	0.00	0.02	0.04	0.05
<b>估值比率</b>					
PE	90.3	51.3	48.9	29.8	24.1
PB	11.4	9.3	7.2	5.8	4.7
EV/EBITDA	55.6	39.0	35.2	22.8	18.8

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱琨，招商证券研发中心传媒行业分析师。清华大学会计硕士，2014年加入中金公司担任纺织服装行业分析师，2016年加入招商证券。2016年新财富第四名团队成员，金牛奖第二名团队成员。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。