

2016年08月10日

证券研究报告·新股分析报告

中国电影 (600977) 传媒

合理价格区间

23.9-26.5 元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

蛟龙出海，影视龙头终登 A 股

投资要点

- **专注影视领域，市场地位领先：**公司拥有最为完整覆盖我国电影行业的产业链体系，业务涵盖影视制片制作、电影发行、电影放映及影视服务四大业务板块，业务范围涉及影视制片、制作、发行、营销、院线、影院等众多业务环节。2013至2015年，公司共主导或参与创作生产各类影片66部，实现票房收入98.9亿元，占全国近三年实现票房总额的17.64%；发行影片的市场份额达58.27%；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28.90%，处于市场领先地位。
- **硬软件双驱动，电影行业发展空间大：**我国电影市场一直保持高速发展，连续10年增长速度保持在25%以上。近年来，我国银屏数和影院数增速明显，为观众观影需求提供了硬件保障。另外，我国人均年观影次数仅0.8次，与欧美发达国家相比存在较大的差距，提升潜力巨大。随着居民人均收入和观影习惯的进一步提升，我国观影人次将继续增加，电影市场票房收入规模仍存在相当大的发展空间。
- **全产业链覆盖，综合实力最强。**公司是国内影视行业龙头企业，业务覆盖电影全产业链。影视制作方面，公司在电影数量及票房表现等方面均处于行业领先地位；电影发行领域，公司拥有进口影片垄断优势，并凭借强大的电影发行营销能力实现电影发行业务市场份额长期保持行业领先；电影放映层面，公司敏锐捕捉市场变化，积极布局下游终端放映资源，保障了上游发行业务的持续稳定增长；影视服务范畴，公司拥有新中国最早设立的电影器材专业企业，已建成完整的数字化影院设施设备产业链。
- **募投项目助力公司更创辉煌。**公司首次公开发行股票4.67亿股，募集40.93亿元用于补充影视剧业务营运资金、数字影院投资等项目，将进一步加强公司全产业链综合竞争优势，提高公司在国内外市场中的知名度和影响力。
- **盈利预测。**预计2016-2018年每股收益分别为0.53元、0.63元和0.76元。参照可比公司2016年的估值，结合公司的成长性，我们给予公司2016年45-50倍估值，对应合理价格区间为23.9-26.5元。
- **风险提示：**行业政策变化的风险，市场竞争加剧的风险，人才流失的风险，企业规模扩大导致的内部控制风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7296.53	8867.21	10921.64	13354.19
增长率	22.42%	21.53%	23.17%	22.27%
归属母公司净利润(百万元)	868.32	990.14	1181.36	1422.99
增长率	75.88%	14.03%	19.31%	20.45%
每股收益EPS(元)	0.47	0.53	0.63	0.76
净资产收益率ROE	19.04%	18.21%	18.05%	17.98%

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

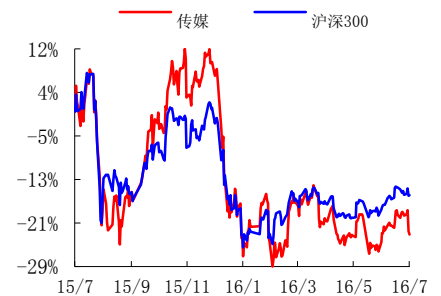
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

联系人：罗亚琨

电话：0755-88604093

邮箱：lyk@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	140,000
本次发行(万股)	46,700
发行后总股本(万股)	186,700
2015年每股收益(摊薄后)(元)	0.47
2015年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.47

主要指标 (2015)

每股净资产	3.42
毛利率	23.50
流动比率	1.46
速动比率	1.20
应收账款周转率	5.35
资产负债率	50.02
净资产收益率	20.10

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：深耕影视行业，布局四大板块	1
2 行业分析：影视行业爆发，国产迎来契机	5
2.1 电影：行业高速发展，供需仍存剪刀差	5
2.2 电视剧：供给降速，精品欠缺	9
3 公司分析：全产业链覆盖，综合实力最强	10
3.1 影视制作：创作经验丰富、技术先进	11
3.2 电影发行：政策倾斜，发行营销能力强大	12
3.3 电影放映：向下游延伸，终端放映资源丰富	13
3.4 影视服务：涉足周边，影视器材品种齐全	14
4 公司特有竞争优势	14
4.1 品牌优势	14
4.2 技术优势	14
4.3 专业人才优势	15
5 募投项目分析	15
6 盈利预测与投资建议	16

图 目 录

图 1：公司主营业务收入构成	1
图 2：主营业务收入及增速	1
图 3：公司主营业务毛利率	2
图 4：公司净利润及增速	2
图 5：2014 年主营业务毛利率贡献	2
图 6：2015 年主营业务毛利率贡献	2
图 7：公司发行前股权结构	3
图 8：公司部分代表作	4
图 9：2005-2016H1 中国电影票房情况	5
图 10：2006-2016H1 观影人次情况	5
图 11：我国均年观影人次提升潜力大	5
图 12：我国居民娱乐服务支出逐年增加	5
图 13：近十年全国银幕数情况	6
图 14：近五年全国影院数量及上座率	6
图 15：近三年国产影片票房情况	6
图 16：2010-2015 中国电影上映情况	6
图 17：2016 年上半年各类城市的票房分布图	8
图 18：2015 年各类城市的票房分布图	8
图 19：我国电影产业链布局及主要参与者分布情况	8
图 20：2008-2015 年我国电视剧市场规模	9
图 21：2006-2015 年电视剧发行部数和集数	9
图 22：持有广电电视节目制作许可证机构数量	9
图 23：电视剧“大剧”销售价格对比（万元/集）	9
图 24：电影产业链	10
图 25：亚洲最大影视制作基地——中影数字基地	12
图 26：品种齐全的电影器材	14

表 目 录

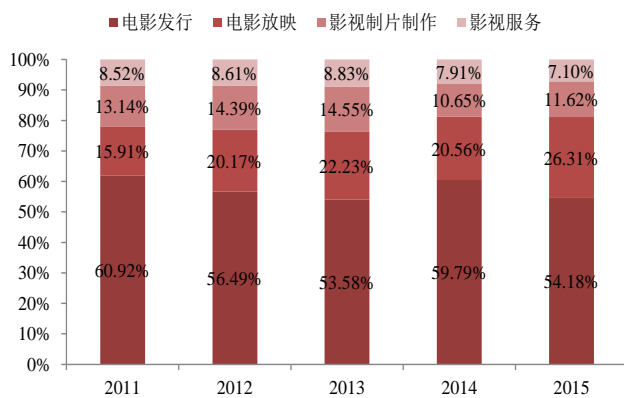
表 1：中国电影重要子公司情况	3
表 2：2016 上半年部分 IP 电影票房差强人意	7
表 3：截止到 7 月 14 日的院线票房排名情况	7
表 4：公司制片数量占比情况	11
表 5：公司票房过亿国产影片占比	11
表 6：公司发行影片实现票房收入情况（单位：亿元）	12
表 7：我国票房前十电影院线情况一览	13
表 8：公司全资和控股影院营收情况一览	13
表 9：募投项目一览（单位：万元）	15
表 10：分业务收入及毛利率（单位：万元）	17
表 11：可比公司估值情况	17
附表：财务预测与估值	18

1 公司概况：深耕影视行业，布局四大板块

2010年12月，经中共中央宣传部、国家新闻出版广电总局批准，由中影集团联合中国国际电视总公司、央广传媒发展总公司、长影集团有限责任公司、江苏省广播电视集团有限公司、北京歌华有限电视网络股份有限公司、湖南电广传媒股份有限公司、中国联合网络通信集团有限公司等7家单位共同发起设立了中国电影股份有限公司。目前，公司已经发展成为我国电影行业中综合实力最强、产业链最完整、品牌影响力最广、代表中国电影先进生产力、拥有经验丰富并卓有成就的经营管理团队、推动国产电影走向世界的领军企业。

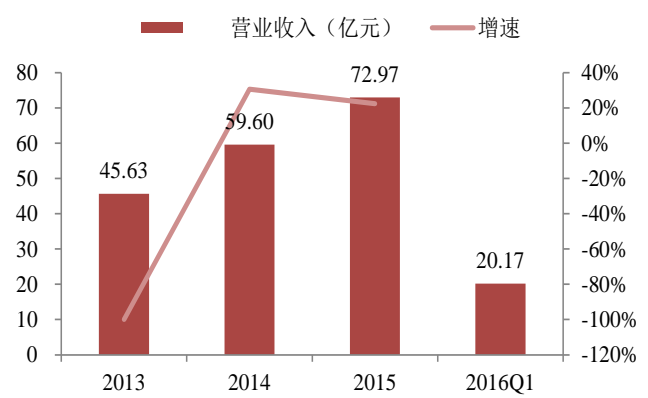
公司拥有最为完整覆盖我国电影行业的产业链体系，业务涵盖影视制片制作、电影发行、电影放映及影视服务四大业务板块，业务范围涉及影视制片、制作、发行、营销、院线、影院、器材生产与销售、放映系统租赁、演艺经纪、电影衍生产品等众多业务环节。另外，公司是亚洲地区规模最大、技术最先进、设施最完善的影视制作基地之一，与世界200多个国家或地区的数百家著名电影企业的具有紧密合作关系。

图 1：公司主营业务收入构成



数据来源：招股书，西南证券

图 2：主营业务收入及增速



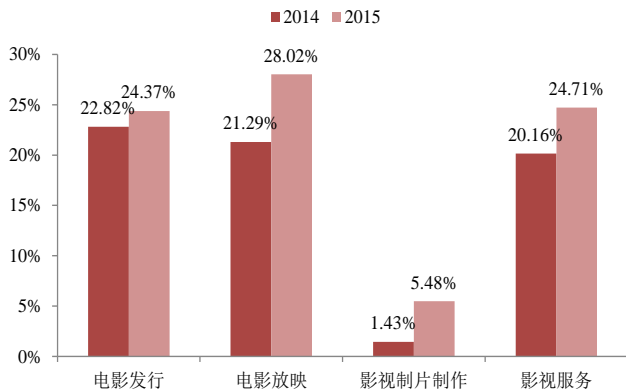
数据来源：招股书，西南证券

公司主营业务结构

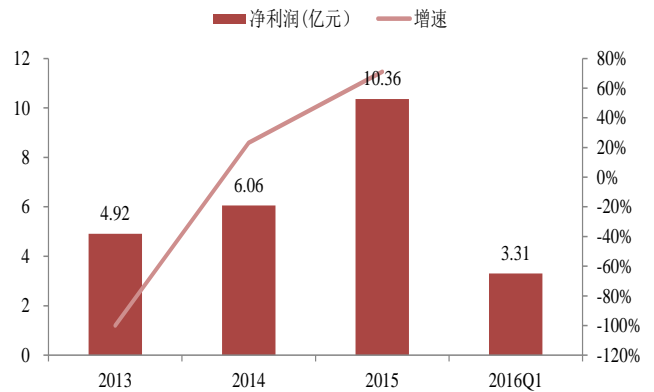
公司收入主要来自电影发行和电影放映，其中电影发行收入占比每年都达到50%以上，是公司收入的主力军。另外，近年来电影放映业务收入占比也有缓慢上升的趋势，15年占比达到26.31%。影视制片制作和影视服务两项业务收入较为平稳，占比均处于10%左右。

公司业绩状况

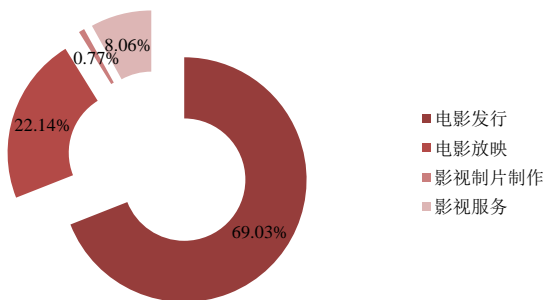
公司近三年来，主营业务收入增长迅速，从2013年的45.26亿元增长至2015年的72.39亿元，年均复合增长率为26.47%。2015年，公司净利润有大幅度上升，总额突破10亿，较2014年上涨了71.07%。2013年至2015年公司综合毛利率分别为24.39%、20.54%、23.50%，基本维持稳定。从毛利率贡献程度来看，公司收入占比最高的电影发行业务毛利率贡献程度也最大，是公司业绩的支撑业务。

图 3: 公司主营业务毛利率


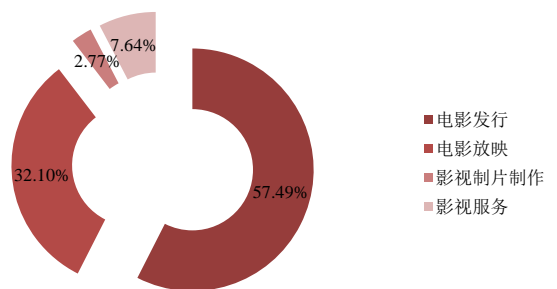
数据来源: 招股书, 西南证券

图 4: 公司净利润及增速


数据来源: 招股书, 西南证券

图 5: 2014 年主营业务毛利率贡献


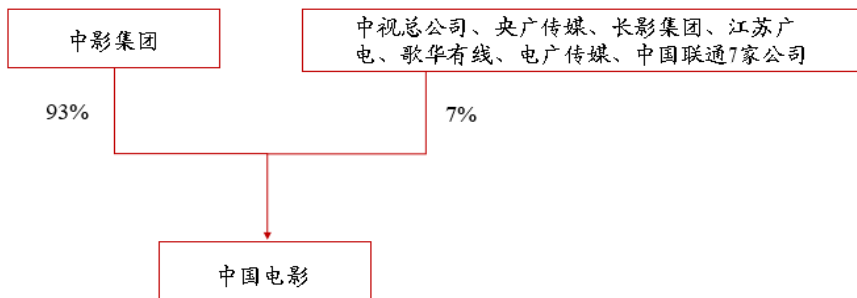
数据来源: 招股书, 西南证券

图 6: 2015 年主营业务毛利率贡献


数据来源: 招股书, 西南证券

股权结构

股权高度集中, 股东资源丰富。公司设立时股本总额为 14 亿股, 其中中影集团持有 13.02 亿股, 占总股本的 93%, 是公司控股股东和实际控制人。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 7 家单位分别持股 1%。公司首次拟发行不超过 4.67 亿股 A 股股份, 若本次发行成功, 中影集团持股比例将下降为 67.36%, 其他 7 家股东分别持股 0.72%, 全国社会保障基金理事会持股 2.50%, 公众投资者持股 25.01%。

图 7: 公司发行前股权结构


数据来源: 招股书, 西南证券

子公司覆盖领域广泛:截至 2015 年 12 月 31 日, 公司主要拥有 12 家二级全资子公司, 5 家二级控股子公司, 17 家二级参股公司, 分布在影视制片制作、电影发行、电影放映及影视服务等四个板块, 其中, 影视制片制作板块拥有 4 家, 电影发行板块拥有 8 家, 电影放映板块拥有 15 家, 影视服务板块拥有 7 家。

表 1: 中国电影重要子公司情况

所属业务板块	被参控公司	参控关系	直接持股比例 (%)	注册资本 (万)
影视制片制作	中影电影数字制作基地有限公司	子公司	90.56	180,000.00
	中影动画产业有限公司	子公司	100.00	6,000.00
	中影音像出版发行有限责任公司	子公司	100.00	140.00
	西影股份有限公司	联营企业	2.20	6,013.20
电影发行	中影数字电影发展(北京)有限公司	子公司	100.00	3,356.00
	北京中影网络传媒技术有限公司	子公司	100.00	1,000.00
	北京中影蒙太奇广告有限公司	子公司	100.00	308.00
	北京中影营销有限公司	子公司	100.00	2,800.00
	深圳市中影影视有限责任公司	子公司	83.33	600.00
	北京紫禁城三联影视发行有限公司	联营企业	14.82	270.00
	华夏电影发行有限责任公司	联营企业	11.00	30,000.00
	幸福蓝海影视文化集团股份有限公司	联营企业	1.00	23,287.67
电影放映	中影影院投资有限公司	子公司	100.00	55,000.00
	中影数字院线(北京)有限公司	子公司	100.00	700.00
	中影星美电影院线有限公司	子公司	60.00	5,000.00
	深圳市中影新南国影城管理有限公司	孙公司	19.91	1,000.00
	辽宁中影北方电影院线有限责任公司	合营企业	50.00	600.00
	四川太平洋电影院线有限公司	联营企业	46.97	806.10
	江苏东方影业有限责任公司	联营企业	33.50	572.00
	北京新影联影业有限责任公司	联营企业	29.29	1,400.00
	北京中影联安乐新东安影院有限公司	联营企业	35.00	1,000.00
	北京中影恒乐新世纪影院有限公司	联营企业	24.50	1,428.00
深圳南国影联股份有限公司	联营企业	19.91	3,000.00	

所属业务板块	被参控公司	参控关系	直接持股比例 (%)	注册资本 (万)
	广州金幕影业有限公司	联营企业	7.50	202.00
	北京华星电影院有限公司	联营企业	10.00	30.00
	浙江翠苑电影大世界有限公司	联营企业	10.00	250.00
	成都王府井影业有限公司	联营企业	3.45	1,582.59
影视服务	中国电影器材有限责任公司	子公司	100.00	16,800.00
	珠海中影影视服务有限责任公司	子公司	100.00	1,500.00
	中影演艺经纪(北京)有限公司	子公司	100.00	1,600.00
	中影今典数字影院投资有限公司	子公司	60.00	13,275.00
	众大合联市场咨询(北京)有限公司	合营企业	50.00	400.00
	中影克莱斯德数字媒介有限责任公司	子公司	61.98	7,825.15
	中影克莱斯德数码科技发展(北京)有限责任公司	子公司	51.00	500.00

数据来源: wind, 西南证券

深耕电影行业，成绩斐然

公司自成立以来，一直在电影行业深耕细作，在我国电影行业中处于领先地位。2013至2015年，公司共主导或参与创作生产各类影片66部，实现票房收入98.90亿元，占全国近三年国产影片票房总额的17.64%；发行影片的市场份额达58.27%；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28.90%。

图8：公司部分代表作



数据来源: 公开资料, 西南证券

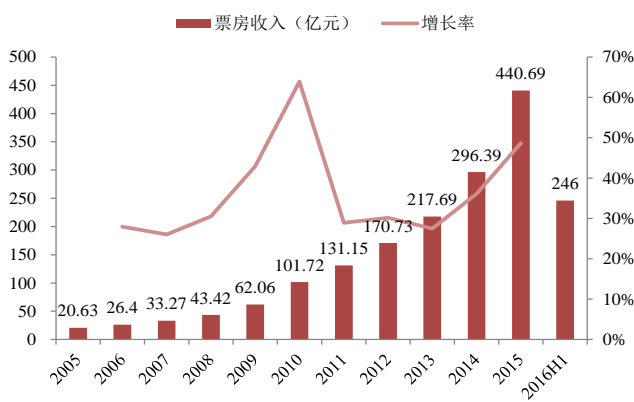
2 行业分析：影视行业爆发，国产迎来契机

2.1 电影：行业高速发展，供需仍存剪刀差

2.1.1 产业结构升级，硬件软件同步利好

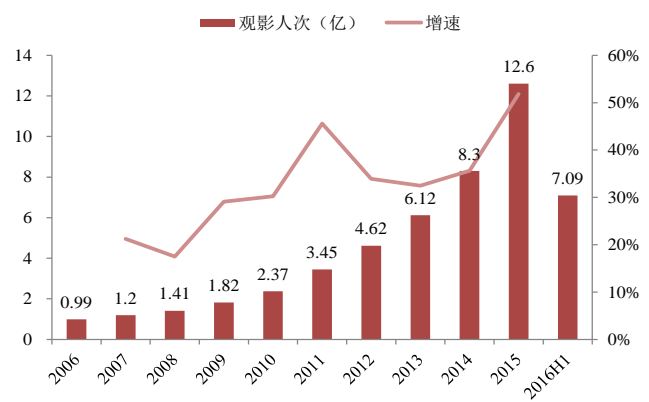
我国电影市场一直保持高速发展，连续 10 年增长速度保持在 25% 以上。2015 年我国电影市场票房收入达到历史新高，总计 440.69 亿元，同比增长 48%。票房高速增长与观影人次密切相关，2016 年上半年，观影人次已经达到 7.09 亿人次，超过 2015 年 12.6 亿人次的一半。

图 9：2005-2016H1 中国电影票房情况



数据来源：艺恩网，《中国电影市场报告》，《中国电影报》，西南证券

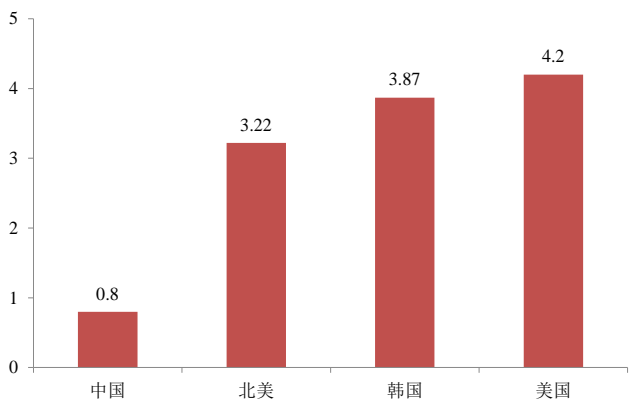
图 10：2006-2016H1 观影人次情况



数据来源：《中国电影市场报告》，《中国电影报》，西南证券

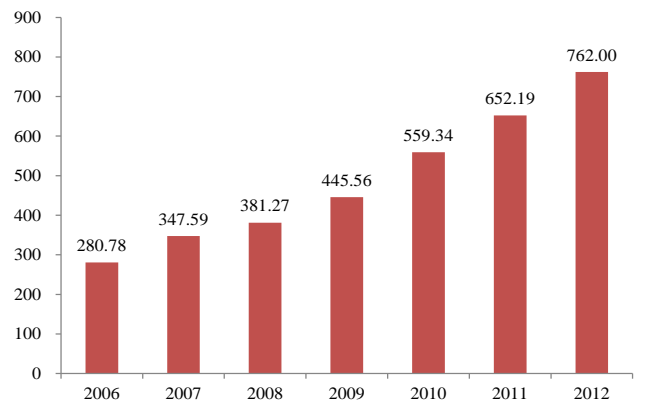
我国人均年观影次数和欧美发达国家相比存在较大的差距，提升潜力大。据腾讯娱乐显示，我国目前人均年观影次数仅为 0.8，不到韩国的四分之一，随着我国居民人均收入和观影习惯的进一步提升，我国观影人次将继续增加，电影市场票房收入规模仍存在相当大的发展空间。

图 11：我国均年观影人次提升潜力大



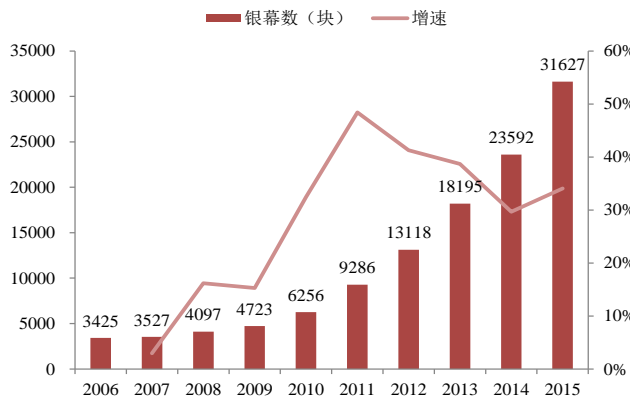
数据来源：《2015 年腾讯娱乐白皮书》，西南证券

图 12：我国居民娱乐服务支出逐年增加

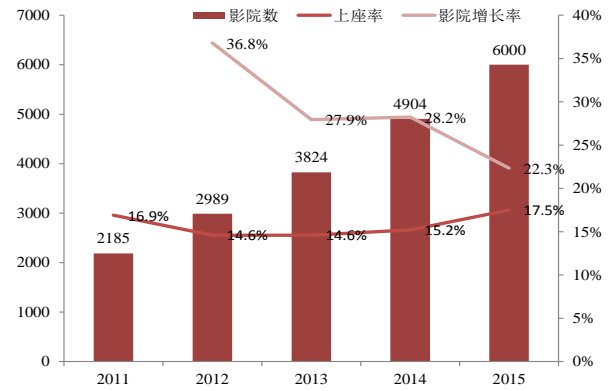


数据来源：wind，西南证券

产业结构升级，硬件建设助力市场发展。2015年，全国新增银幕8,035块，平均每天新增22.0块银幕，是2014年增长速度的1.49倍。截至2015年末，我国银幕总数已达31,627块，同比增速34.1%，是2006年的10倍；可统计票房影院数量已达6,000家，同比增速22.3%；另一方面，影院上座率基本维持在17%左右，观众观影需求满足程度较高。

图 13: 近十年全国银幕数情况


数据来源：艺恩网，《中国电影市场报告》，《中国电影报》，西南证券

图 14: 近五年全国影院数量及上座率


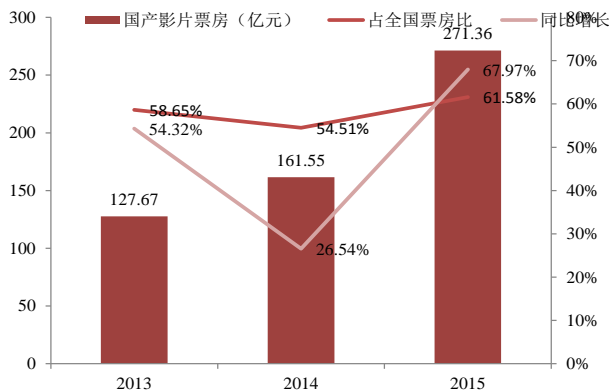
数据来源：《中国电影市场报告》，《中国电影报》，西南证券

2.1.2 国产影片持续发力，成票房主力担当

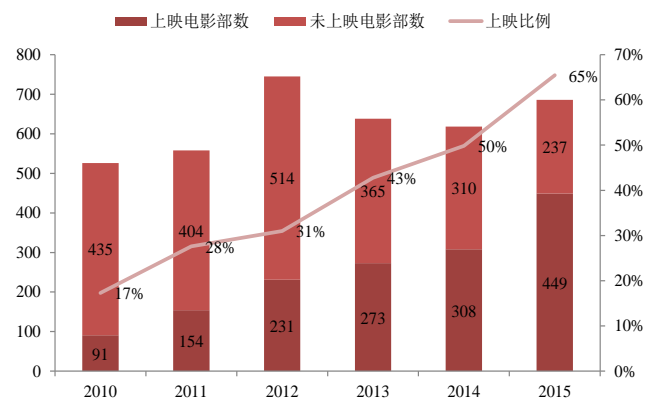
国产影片票房收入占全国票房总额的比例保持稳步提升。2013年，国产影片占全国票房总额的比例为58.65%。2014年，国产影片占全国票房总额的比例下降至54.51%，但仍保持在50%以上。2015年，国产影片表现突出，国产影片票房达到271.36亿元，占全国票房总额的比例大幅提升至61.58%。

《捉妖记》以24.4亿票房荣登2015年票房榜首，2015票房TOP10中国产片占据七席，较2014年增加了3席。另外，国产佳作类型更加丰富，《西游记之大圣归来》、《美人鱼》也都取得了较高的票房和话题度。

值得一提的是，2015年国产电影上映率达到65%，相较于2010年17%的上映率有大幅度提升，平均增长速度32%，从另一角度反映了我国国产电影质量的显著提升。

图 15: 近三年国产影片票房情况


数据来源：《中国电影市场报告》，《中国电影报》，西南证券

图 16: 2010-2015 中国电影上映情况


数据来源：艺恩咨询，西南证券

2.1.3 电影行业发展趋势

IP 弱化，内容为王

2015 年，IP 之于影片的价值被拔得太高，市场也出现了匹配的客观印证。但从 16 年上半年开始，这种盲从的羊群效应几乎已经瓦解，多部 IP 电影票房均不理想。市场对于 IP 的认识已经趋于理性，完全寄希望 IP 或粉丝来驱动票房的逻辑依然不成立，“好的 IP+好的内容”才是成就爆款的根本。另一方面，并非所有 IP 都适合改编成大电影，受众是一切电影的核心，原 IP 的受众和大电影的受众是否匹配，将是制作方需要谨慎考虑的重要因素。

表 2：2016 年上半年部分 IP 电影票房差强人意

电影	IP 类型	票房
《独立日 2》	系列 IP	5 亿
《极限挑战之皇家宝藏》	综艺 IP	1.2 亿
《火影忍者》	日漫 IP	1 亿
《圣斗士星矢》	日漫 IP	0.4 亿
《我叫 MT》	游戏 IP	1214 万

数据来源：艺恩网，西南证券整理

院线“一超多强”，集中度开始加强

从 2015 年和 2016 年上半年各大院线票房来看，前五大院线构成基本一致：万达院线、中影院线、大地院线、上海联合和南方新干线。2016 年上半年，处于龙头地位的万达院线实现票房约 32 亿，贡献了总票房的 12%。整体来看，我们认为随着第一梯队对于各大院线的整合趋势加紧，未来通过并购整合之后，马太效应会更加明显。

表 3：截止到 7 月 14 日的院线票房排名情况

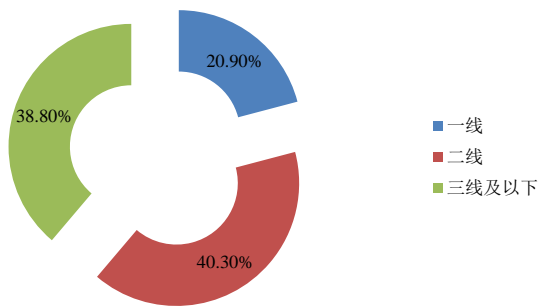
2016 年上半年				2015 年			
		票房 (亿)	占比			票房 (亿)	占比
1	万达院线	32	11.99%	1	万达院线	46	10.43%
2	大地院线	19.7	7.38%	2	中影星美	29.6	6.71%
3	中影星美	18.3	6.85%	3	大地院线	27.6	6.26%
4	上海联合	17.7	6.63%	4	上海联合	24	5.44%
5	南方新干线	16.9	6.33%	5	南方新干线	23.2	5.26%
前五合计		104.6	39.18%	前五合计		150.4	34.10%
6	中影数字	15.2	5.69%	6	金逸珠江	22.5	5.10%
7	金逸珠江	15	5.62%	7	中影数字	17	3.85%
8	横店	11.2	4.19%	8	横店	15.7	3.56%
9	时代影城	7.9	2.96%	9	时代影城	11.9	2.70%
10	华夏联合	7.7	2.88%	10	幸福蓝海	10.5	2.38%
前十合计		161.6	60.25%	前十合计		228	51.7%

数据来源：猫眼电影、西南证券整理

票房增量下沉明显

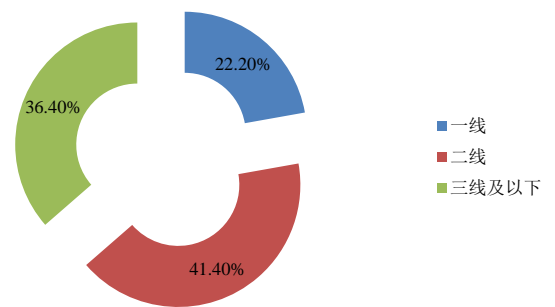
一线城市因为已经经过深度挖掘，电影市场接近饱和；二线城市随着收入和文化程度的提高，观影需求也在缓步上升，所以二线城市的票房增速快于一线城市，成为国内票房的中流砥柱，市场占有率也相对稳定，2015年和2016年上半年的票房占比均在40%以上；三线及以下城市电影市场发展障碍逐渐消除，影院建设加快，成为目前中国电影市场的主要增量贡献者，发展潜力巨大。

图 17: 2016 年上半年各类城市的票房分布图



数据来源：艺恩咨询、西南证券整理

图 18: 2015 年各类城市的票房分布图

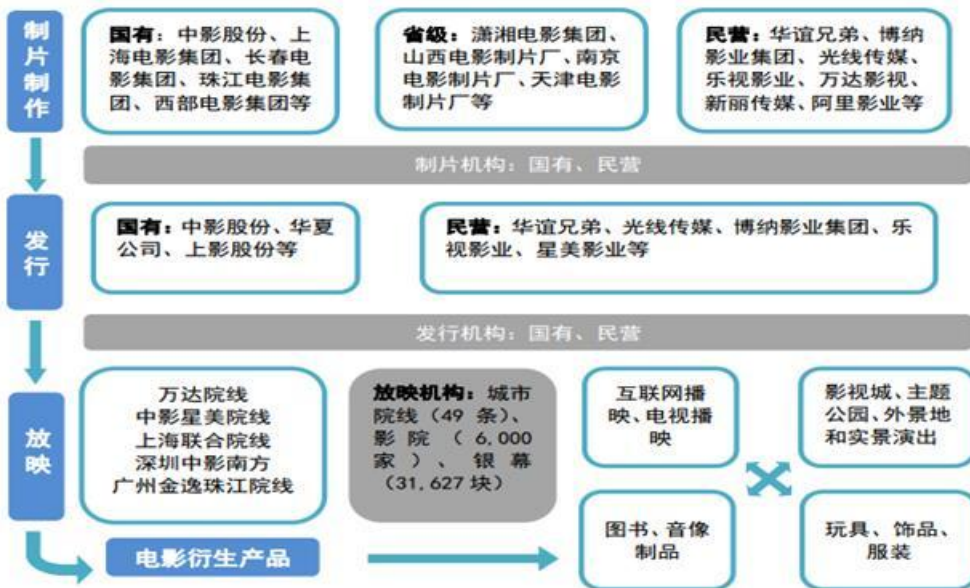


数据来源：艺恩咨询、西南证券整理

电影行业全产业链延伸整合趋势日益明显

近年来随着文化体制改革的不断深入和监管环境的日趋宽松，电影行业的市场格局由最初的国有企业垄断市场逐渐向国有和民营共同参与竞争发展，包括华谊兄弟、光线传媒等在内的民营电影企业正在日益发展壮大为国内电影行业的支柱企业，未来电影行业的竞争格局将随着产业链的进一步整合而改变，行业市场化水平将不断提高。

图 19: 我国电影产业链布局及主要参与者分布情况

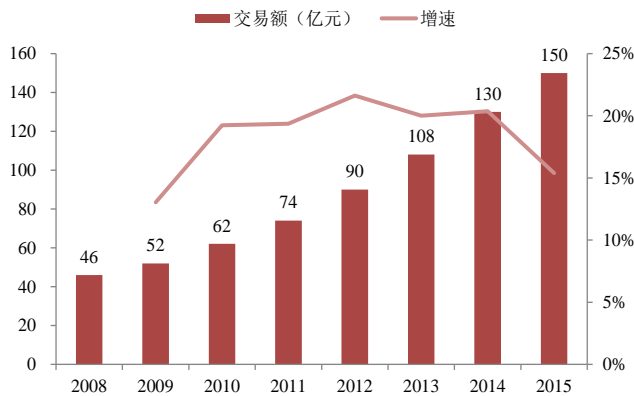


数据来源：招股书，西南证券

2.2 电视剧：供给降速，精品欠缺

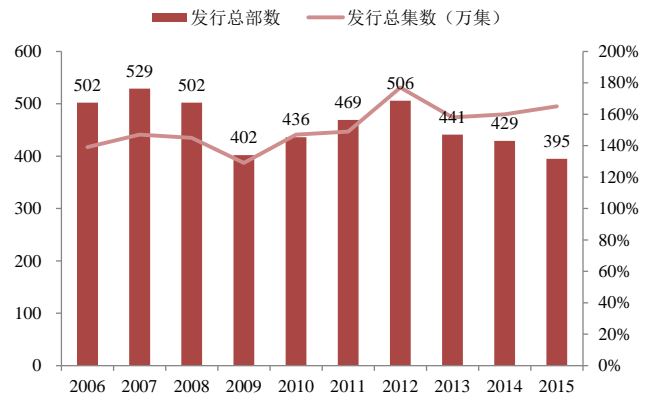
行业规模稳定增长，但电视剧发行数量逐年减少。从电视剧总产量来看，从2012年开始，电视剧发行数量呈现下降趋势，从2012年506部减少到2015年395部，电视剧市场整体供大于求的局面逐渐扭转。从电视剧市场规模来看，2015年达到150亿元左右。从电视剧发行集数来看，近三年呈小幅增长，2015年共发行16500集，市场供给依然庞大，以质取胜仍是关键。

图 20：2008-2015 年我国电视剧市场规模



数据来源：艺恩咨询，西南证券

图 21：2006-2015 年电视剧发行部数和集数

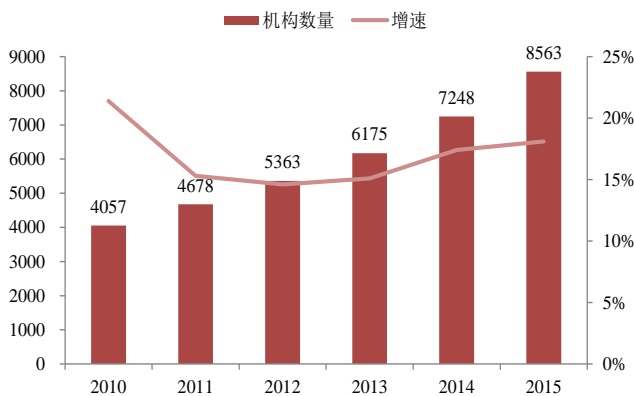


数据来源：广电总局，西南证券

行业制作机构扩张，加剧市场竞争

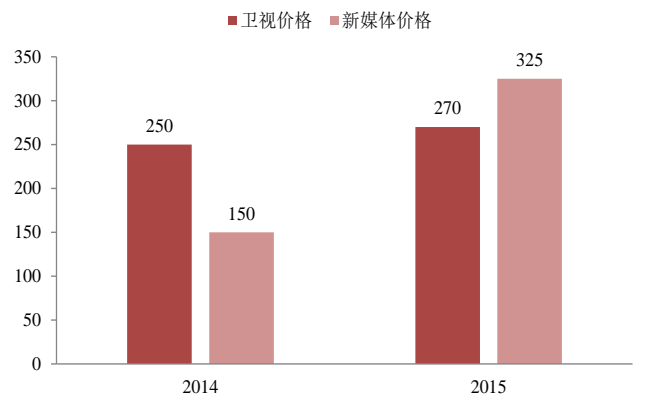
2015年，持有广电电视节目制作许可证的机构数量达到8563家。2013年到2014年之间，全国拥有电视剧制作许可证的结构大概只有1/3在生产制作电视剧，假设比例保持不变，2015年相当于平均每7家机构生产制作一部剧目。随着持有制作许可机构数量增多，生产制作机构比例加大，电视剧行业竞争更加激烈。

图 22：持有广电电视节目制作许可证机构数量



数据来源：艺恩咨询，西南证券

图 23：电视剧“大剧”销售价格对比（万元/集）



数据来源：腾讯娱乐，西南证券

“一剧两星”政策下，市场格局正在转变

1) **优质剧需求上升**：电视台对电视剧数量需求增加，购买成本上升，对剧目的筛选更加严格，进而对电视剧制作质量要求提高；

2) **优胜劣汰，集中度加强**：实力强的电视剧制作公司，会推出更多的精品去抢占市场，而弱小的制作公司，因为各种条件的限制渐渐被市场驱逐；

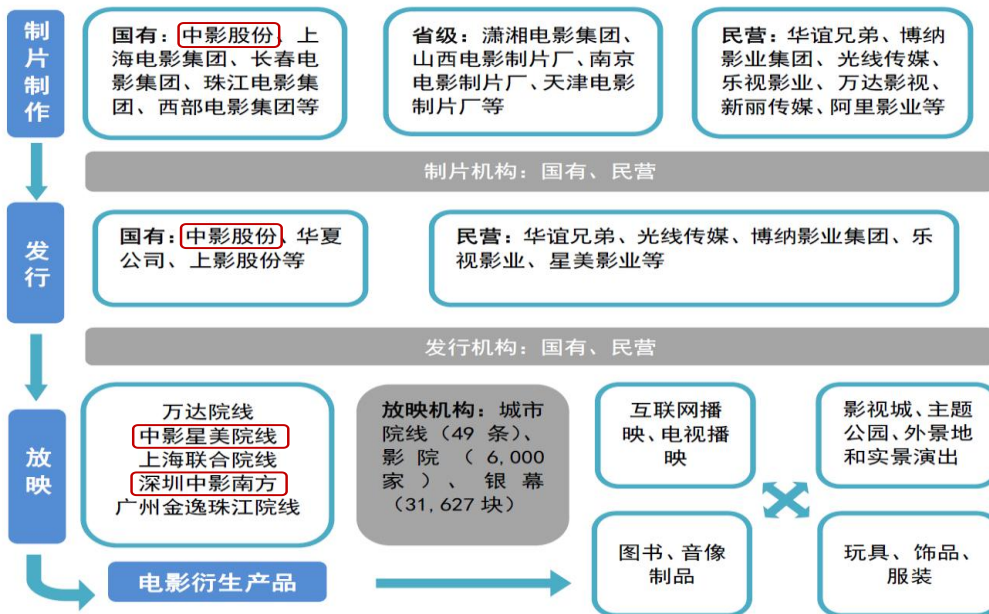
3) **网络新媒体成为电视剧新兴市场**：传统的电视剧销售渠道被压缩。电视剧制作单位除了向卫视平台销售外，在新渠道网络平台上的销售更加亮眼。据腾讯娱乐数据，2015年，电视剧大剧（电视收视1%以上，或单平台网络点击量15亿以上）在网络平台的平均销售价格达到了325万元/集，是2014年价格的两倍多，同时比卫视平均销售价高出55万。

整体而言，从目前卫视对精品剧的滚动播放以及二三线卫视的二轮播放情况来看，市场优质电视剧的供给小于需求，致力于打造精品剧、背景雄厚的制作公司将是抢占市场的霸主。

3 公司分析：全产业链覆盖，综合实力最强

公司是国内影视行业龙头企业，业务覆盖电影全产业链。业务范围涉及影视制片、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。完善的产业链布局为公司影视作品的制片制作、发行与放映提供了强大而完善的平台，有力保障了电影产业链上各项业务的一体化经营，使公司能够保持在各个环节对影视产品的控制力，一方面通过充分发挥各个业务环节的竞争优势实现公司整体利益最大化，另一方面有效控制各影视产品的制作成本，规避经营风险。

图 24：电影产业链



数据来源：招股书，西南证券

3.1 影视制作：创作经验丰富、技术先进

影视制作处于产业链上游，负责电影的规划、融资、拍摄、制作等环节。公司在影视制作方面有丰富的创作经验，曾出品众多优秀影视作品，代表作有《百团大战》、《狼图腾》、《致我们终将逝去的青春》、《心花路放》、《无人区》等。近年，公司在创作生产的电影数量及票房表现等方面均保持了行业领先优势，2013-2015年共制作66部影视作品，影片实现票房收入98.90亿元，占全国近三年国产影片票房总额的17.64%。其中，共有18部影片票房过亿，《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。2013-2015年，公司参与创作生产的票房过亿影片数量占全国票房过亿国产影片总量的15.65%，实现票房占比16.53%。

表4：公司制片数量占比情况

年度	公司制片数量	全国制片数量	市场份额
2013年	24	667	3.60%
2014年	15	658	2.28%
2015年	27	737	3.66%
合计	66	2062	3.20%

数据来源：招股书，西南证券

表5：公司票房过亿国产影片占比

年度	全国票房过亿国产影片		公司创作票房过亿国产影片		市场份额	
	影片数量（部）	影片票房（亿元）	影片数量（部）	影片票房（亿元）	影片数量占比	影片票房占比
2013年	32	97.70	6	23.14	18.75%	23.68%
2014年	36	130.86	4	25.12	11.11%	19.20%
2015年	47	235.89	8	28.52	17.02%	12.09%
合计	115	464.45	18	76.78	15.65%	16.53%

数据来源：招股书，西南证券

公司旗下拥有亚洲地区规模最大的影视制作基地——中影数字基地，于2008年落成，拥有完备的影视剧制作及服务设施，建有16座从800到5000平方米不同规格的摄影棚及配套专业工作间，建筑面积超过4万平方米。同时，拥有建筑面积约2万平方米的画面剪辑、录音及数字后期制作区，包括放映厅、混录棚、动白棚、动效棚、音乐录音棚、数字制作室等。公司共为306部故事影片、32部动画片、105部纪录片及科教片，共计443部电影作品提供了制作服务。此外，公司还为137部电视剧及139条广告提供了制作服务。

图 25：亚洲最大影视制作基地——中影数字基地



数据来源：百度百科，西南证券

3.2 电影发行：政策倾斜，发行营销能力强大

电影发行处于产业链中游，负责电影的营销和推广，是链接上游制作方和终端放映机构的中介。电影发行业务是公司的传统优势业务。凭借强大的电影发行营销能力以及广泛的院线与影院渠道资源，公司电影发行业务市场份额长期保持行业领先。2013-2015年公司影片发行市场占有率达 58.27%，其中，在国产影片发行方面，公司报告期内共主导或参与发行国产影片 790 部，实现票房 327.42 亿元，占同期全国国产影片票房总额的 58.41%。在进口影片发行方面，国内仅有公司及华夏公司能够开展进口影片的发行业务。2013-2015 年，公司共主导或参与发行进口影片 223 部，实现票房 228.92 亿元，占同期全国进口影片票房总额的 58.07%。

表 6：公司发行影片实现票房收入情况（单位：亿元）

年份	国产影片票房收入	进口电影票房收入	票房收入总和	占全国票房比例
2013 年	119.05	58.79	177.84	81.69%
2014 年	97.57	81.42	178.99	60.39%
2015 年	110.80	88.71	199.51	45.27%
合计	327.42	228.92	556.34	58.27%

数据来源：招股书，西南证券

此外，公司在国内电影市场中首开数字电影发行的先河，目前拥有全国最大的数字电影发行管理平台，能够实现数字影片发行、传输、票房统计、监察等功能的综合应用，在数字影片发行领域占据市场主导地位。截至 2015 年末，公司共拥有 6,707 套 2K 电影数字放映系统、100 套数字巨幕放映系统，市场份额为 21.52%。在电影营销领域，公司近三年共在 155 部影片中代理发布了 535 条各类广告，并开展了 142 部影片的版权经营业务。

3.3 电影放映：向下游延伸，终端放映资源丰富

由于我国电影放映业采用特殊经营模式——电影院线制，因此电影院线成为我国电影行业中连接电影发行方和影片放映方的纽带，对影院实行统一排片、统一经营、统一管理。目前，公司在全国 49 条城市院线中拥有 3 条控股院线和 4 条参股院线，覆盖了全国 32 个省、自治区、直辖市的 221 个大中城市。截至 2015 年末，公司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 28.90%。2014 年和 2015 年，公司下属 3 条控股院线分别实现票房 55.2 亿元和 88.89 亿元，分别占全国票房总额的 18.65% 和 20.17%。

表 7：我国票房前十电影院线情况一览

市场排名 (2015 年)	院线	票房收入 (亿元)	控股/参股情况	影院数 (家)	银幕数 (块)	座位数 (万个)
1	万达院线	59.70	-	225	2007	-
2	中影星美	38.12	公司控股	462	2137	30.30
3	广东大地	35.28	-	596	3003	39.40
4	上海联和	31.50	-	295	1622	25.49
5	深圳中影南方	29.76	公司控股	410	2166	28.64
6	广州金逸珠江	28.90	-	306	1588	24.27
7	中影数字院线	21.02	公司控股	451	2511	20.55
8	浙江横店	19.69	-	230	1411	18.92
9	浙江时代	15.70	-	190	1192	15.51
10	江苏幸福蓝海	13.20	-	137	783	11.27

数据来源：招股书，西南证券

此外，公司共拥有 99 家控股影院，拥有 658 块银幕和 10.56 万个座位。以截至 2015 年末数据计算，公司控股影院银幕数占全国银幕总数的 2.08%。2014 年和 2015 年，公司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 3.89%。

表 8：公司全资和控股影院营收情况一览

全资/控股影院	2015 年度		2014 年度		2013 年度	
	数量	全国占比	数量	全国占比	数量	全国占比
影院数量 (家)	99	1.53%	89	1.83%	73	1.9%
银幕数量 (块)	658	2.08%	637	2.70%	506	2.78%
票房收入 (亿元)	17.06	3.89%	11.46	3.87%	8.77	4.26%
观影人数 (万人次)	5058	4.01%	3437	3.91%	2629	4.26%
放映场数 (万场)	117.50	2.16%	92.84	2.55%	73.73	2.84%

数据来源：招股书，西南证券

3.4 影视服务：涉足周边，影视器材品种齐全

公司对影视器材销售及其他影视服务业务也有所涉足。影视器材销售方面，主要通过中影器材和珠海中影开展业务。中影器材是新中国最早设立的电影器材专业企业，经过 60 多年的发展，公司经营及代理的产品已涉及电影各个领域，在组织生产、供应、销售影视器材方面积累了丰富的经验；珠海中影主要开展电影数字放映设备及影院配套的音响系统、银幕及银幕架等影视器材的销售、安装、售后服务及影院系统工程业务。其他影视服务领域，公司主要通过众大合联开展票房监察等影视信息咨询服务，通过中影演艺经纪开展演艺经纪业务。

图 26：品种齐全的电影器材



数据来源：官网，西南证券

4 公司特有竞争优势

4.1 品牌优势

作为我国电影行业的龙头企业，“中影”品牌对整个中国电影市场具有强大的影响力和号召力。公司创作生产的影片先后在“五个一工程奖”、“华表奖”、“金鸡奖”、“百花奖”、西班牙电影节、澳门电影节、上海电影节等众多奖项中获奖 99 次。凭借强大的品牌影响力，公司领衔出品的《建国大业》、《建党伟业》汇聚国内外一线知名演员 170 余位，票房排名分列当年国产影片票房首位和第二位。

4.2 技术优势

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 座摄影棚，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、动漫制作以及电影数字母版制作等完善的电影制作能力。同时，公司培养和吸引了一批掌握先进电影制作技术的专家队伍，电影声音制作能力已达到国际领先水平，数字中间片调色、视觉特效制作也在亚洲保持领先。由中影

数字基地提供制作服务的影片曾于2011年获得代表中国电影最高技术水平的奖项“华表奖”之优秀电影技术奖。2011年，公司与电影科研机构合作研发了中国巨幕系统，打破了外国公司在高技术格式电影领域的垄断。

4.3 专业人才优势

目前，公司已建立了产业链所需的制片、发行、营销、美术置景、服化道设计制作、录音剪辑、后期特效制作、院线与影院投资管理等8个核心团队。凭借对中国电影行业的深刻认识以及多年的电影行业经营管理经验，公司的经营管理团队近三年共组织创作了66部影片，参与了1,013部国内外影片的发行工作，为580部影视剧及139条广告提供了制作服务，培养和造就了一大批活跃在当今中国影坛的编剧、导演、演员及各类电影专业技术人才。

5 募投项目分析

公司此次以8.92元/股的价格发行4.67亿股（占发行后公司总股本比例为25.01%），扣除发行费用后预计募集40.93亿元，主要用于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。

表9：募投项目一览（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟使用募集资金
1	补充影视剧业务营运资金项目	118352	118352
2	数字影院投资项目	127400	70642.29
3	数字放映推广应用项目	143250	143250
4	购买影院片前广告运营权项目	24000	24000
5	偿还2007中国电影集团企业债券本金及最后一期利息	53050	53050
	合计	466052	409294.29

数据来源：招股书，西南证券

本次募投项目均为公司原有影视制片制作、电影发行、电影放映及影视服务业务四大业务板块的延伸，与公司现有业务发展紧密结合，其中：

- 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。该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，提升公司核心竞争力。
- 2) 数字影院投资项目：**拟在全国主要城市和县级城市投资建设91家电影院。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。该项目主要目的是依托公司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。该项目主要目的是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，进一步扩大公司在数字放映系统领域的市场占有率。
- 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。该项目的主要目的是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。
- 5) **偿还 2007 中国电影集团企业债券本金及最后一期利息项目**：该项目的主要目的是保持并不断优化公司的财务结构，进一步提高资产流动性，充实可持续发展能力，从而适应我国电影市场高速发展以及实现公司未来发展目标的需要。

本次募投项目为公司核心业务发展提供必要资金支持，公司影视制片制作、数字电影发行等业务规模将借此迅速扩大，进一步加强公司全产业链综合竞争优势；同时，募投项目的实施将有效改善公司的资本结构，增强公司的融资能力，以应对内生增长和外延并购的资金需求；通过募投项目，公司可以放大国有资本的影响力和控制力，提升公司在国内外市场中的知名度和影响力。

6 盈利预测与投资建议

公司是国内电影行业龙头企业，依靠强大的影视制片制作能力、丰富的电影营销发行渠道、遍布全国大中城市的放映网络、专业的影视服务体系，公司已建立了成熟完善的全产业链条，为进军资本市场打造了坚实基础。通过此次募投项目的实施将进一步加强公司在产业链上的核心竞争力，显著提升公司盈利能力。

假设 1：我国国产电影创作生产保持稳定增长，公司制作电影数量和票房表现继续保持行业领先；同时，影视制作业务不发生较大幅度变动，预计影片制片制作业务 2016-2018 年将保持 35%、33%和 30%的增速，毛利率略有提升，保持在 9%左右。

假设 2：“一家引进，两家发行”的进口影片管理政策不发生变化，在上游电影创作生产及下游终端放映市场的共同刺激下，发行业务显著增长；募投项目陆续落地，公司电影营销实力将得到大幅提升。预计 2016-2018 年增速分别为 21%、25%和 25%，同期毛利率保持 23%的水平。

假设 3：电影放映市场保持稳步提升，随着公司在下游院线和影院布局的不断深入，电影放映业务将实现快速增长，预计 2016-2018 年增速分别为 20%、18%和 15%，毛利率保持在 26%左右。

假设 4：影视服务业务保持稳定，预计 2016-2018 年保持 11%的增速，毛利率维持在 25%左右。

表 10: 分业务收入及毛利率 (单位: 万元)

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
影视制片制作	收入	84,750.21	114,412.78	152,169.00	197,819.70
	增速	33.53%	35.00%	33.00%	30.00%
	毛利率	5.48%	8.00%	9.00%	10.00%
电影发行	收入	395,339.44	478,360.72	597,950.90	747,438.63
	增速	10.94%	21.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	24.37%	23.00%	23.00%	23.00%
电视放映	收入	191,994.75	230,393.70	271,864.57	312,644.25
	增速	56.66%	20.00%	18.00%	15.00%
	毛利率	28.02%	27.00%	26.00%	26.00%
影视服务	收入	51,777.08	57,472.56	63,794.54	70,811.94
	增速	9.88%	11.00%	11.00%	11.00%
	毛利率	24.71%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	收入	5,791.21	6,080.77	6,384.81	6,704.05
	增速	-11.01%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	67.11%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	收入	729,652.69	886,720.54	1,092,163.82	1,335,418.57
	增速	22.42%	21.53%	23.17%	22.27%
	毛利率	23.50%	22.56%	22.19%	22.12%

数据来源: 西南证券

预测与估值:根据以上说明和假设,我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 88.67 亿元、109.22 亿元和 133.54 亿元, 归属母公司所有者的净利润分别为 9.90 亿元、11.81 亿元和 14.23 亿元。估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益 0.53 元、0.63 元和 0.76 元。

表 11: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
300251.SZ	光线传媒	11.02	0.27	0.22	0.29	40.20	50.60	37.90
002739.SZ	万达院线	71.35	1.01	1.61	2.20	70.66	44.19	32.47
300133.SZ	华策影视	14.30	0.44	0.38	0.50	32.79	37.17	28.73
300291.SZ	华录百纳	23.43	0.38	0.58	0.75	62.20	40.52	31.28
平均值						51.46	43.12	32.60

数据来源: Wind, 西南证券整理 (备注: 截至 2016.7.29)

参照可比公司的估值水平,考虑公司的成长性,我们给予公司 2016 年 45-50 倍市盈率,对应合理价格区间为元 23.9-26.5 元。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	7296.53	8867.21	10921.64	13354.19	净利润	1036.38	1184.71	1418.22	1704.75
营业成本	5582.07	6867.14	8498.37	10400.42	折旧与摊销	614.77	524.54	524.54	524.54
营业税金及附加	105.98	122.93	153.82	187.10	财务费用	-32.74	-111.05	-160.48	-218.81
销售费用	107.12	133.01	163.82	200.31	资产减值损失	55.80	0.00	0.00	0.00
管理费用	426.32	487.70	600.69	734.48	经营营运资本变动	384.35	302.58	320.91	421.07
财务费用	-32.74	-111.05	-160.48	-218.81	其他	-47.37	14.89	-1.51	-1.73
资产减值损失	55.80	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2011.18	1915.67	2101.68	2429.81
投资收益	91.26	0.00	0.00	0.00	资本支出	124.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-910.05	99.16	-32.39	10.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-785.84	99.16	-32.39	10.80
营业利润	1143.24	1367.48	1665.41	2050.68	短期借款	20.00	-320.00	0.00	0.00
其他非经营损益	222.17	208.06	214.77	211.71	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1365.42	1575.54	1880.18	2262.39	股权融资	1.50	0.00	0.00	0.00
所得税	329.04	390.83	461.96	557.65	支付股利	-44.80	-52.53	-69.88	-79.41
净利润	1036.38	1184.71	1418.22	1704.75	其他	-102.01	27.40	160.48	218.81
少数股东损益	168.06	194.57	236.86	281.76	筹资活动现金流净额	-125.31	-345.13	90.59	139.41
归属母公司股东净利润	868.32	990.14	1181.36	1422.99	现金流量净额	1100.04	1669.70	2159.88	2580.01
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	3756.05	5425.75	7585.63	10165.64	成长能力				
应收和预付款项	1756.10	2279.69	2753.83	3388.13	销售收入增长率	22.42%	21.53%	23.17%	22.27%
存货	1262.20	1482.80	1870.10	2288.17	营业利润增长率	75.34%	19.61%	21.79%	23.13%
其他流动资产	220.22	194.41	268.52	316.48	净利润增长率	71.07%	14.31%	19.71%	20.20%
长期股权投资	301.82	301.82	301.82	301.82	EBITDA 增长率	41.02%	3.23%	13.95%	16.11%
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	2651.50	2169.90	1688.30	1206.70	毛利率	23.50%	22.56%	22.19%	22.12%
无形资产和开发支出	105.87	91.35	76.82	62.30	三费率	6.86%	5.75%	5.53%	5.36%
其他非流动资产	837.72	712.13	716.11	676.90	净利率	14.20%	13.36%	12.99%	12.77%
资产总计	10891.48	12657.84	15261.14	18406.14	ROE	19.04%	18.21%	18.05%	17.98%
短期借款	320.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.52%	9.36%	9.29%	9.26%
应付和预收款项	4021.25	4941.73	6072.49	7439.25	ROIC	40.74%	60.31%	121.63%	472.44%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.65%	20.08%	18.58%	17.65%
其他负债	1106.54	1208.90	1333.10	1486.00	营运能力				
负债合计	5447.79	6150.63	7405.59	8925.25	总资产周转率	0.73	0.75	0.78	0.79
股本	1400.00	1867.00	1867.00	1867.00	固定资产周转率	2.75	3.80	5.89	9.73
资本公积	598.75	131.75	131.75	131.75	应收账款周转率	5.35	5.63	5.56	5.58
留存收益	2726.76	3664.37	4775.85	6119.43	存货周转率	4.96	4.90	4.96	4.92
归属母公司股东权益	4794.16	5663.12	6774.60	8118.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.71%	—	—	—
少数股东权益	649.52	844.09	1080.95	1362.70	资本结构				
股东权益合计	5443.68	6507.21	7855.55	9480.89	资产负债率	50.02%	48.59%	48.53%	48.49%
负债和股东权益合计	10891.48	12657.84	15261.14	18406.14	带息债务/总负债	5.87%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.46	1.71	1.85	1.95
					速动比率	1.20	1.44	1.57	1.68
					股利支付率	5.16%	5.31%	5.92%	5.58%
					每股指标				
					每股收益	0.47	0.53	0.63	0.76
					每股净资产	2.92	3.49	4.21	5.08
					每股经营现金	1.08	1.03	1.13	1.30
					每股股利	0.02	0.03	0.04	0.04
业绩和估值指标									
EBITDA	1725.27	1780.97	2029.47	2356.40					
PE	0.00	0.00	0.00	0.00					
PB	0.00	0.00	0.00	0.00					
PS	0.00	0.00	0.00	0.00					
EV/EBITDA	-2.30	-3.30	-3.98	-4.52					
股息率	—	—	—	—					

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
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	021-68416206	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