

传媒/电影

2016年8月17日

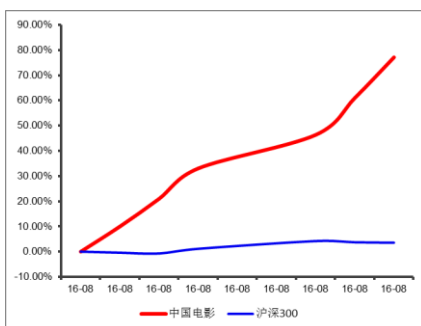
# 中国电影（600977）：产业链完整的电影龙头公司

首次覆盖 买入评级

分析师：徐雪洁  
执业证书编号：S0760516010001  
电话：0351-8686801

联系人：徐雪洁  
邮箱：xuxuejie@sxzq.com  
传真：0351-8686992

## 公司上市后表现



## 基础数据：2015年12月31日

基本每股收益（元）：	0.62
摊薄每股收益（元）：	0.62
每股净资产：	3.42
净资产收益率：	18.11%

## 市场数据：2016年8月17日

收盘价（元）：	53.00
52周最高/最低（元）：	20.67/10.7
总股本/流通股本（百万）：	1867/467
总市值/流通市值（亿）：	386/97

## 报告要点：

**经营规模大&产业链完整的电影公司。**中国电影股份有限公司成立于2010年12月9日，由中影集团联合中视总公司等7家单位共同出资发起设立。公司拥有完整的电影产业链，四大业务板块分别为影视制片制作、电影发行、电影放映和影视服务。公司业绩保持快速增长，2015年营业收入72.97亿元，较2011年年均复合增长率23.1%；净利润10.36亿元，较2011年年均复合增长率18.52%。

**电影产业在突破自我当中不断变革。**近几年我国电影行业发展迅猛，总票房、月票房、单片票房不断刷新纪录，这主要得益于影院和电影银幕、观影人次的高速增长。面对行业的竞争日趋加剧，多元化的收入结构亟待完善，行业中实力较强的电影企业纷纷开始全面介入产业链的上下游，以期在企业内部完成内容制作、产品宣发和终端放映的电影流通全过程，在各个业务口形成协同效力，增强综合实力。此外，互联网的入局催生了网络视频、在线票务和选座、新媒体运营等新兴行业将电影产业链不断扩展延伸。

**内容+渠道+技术强强联合，政策助建业绩护城河。**公司围绕电影产业链的上中下游，构建了制片制作、发行、放映和营销服务四大板块，从内容和渠道两个方面形成了全覆盖，从技术上不断领先巩固内容和渠道的优势。公司背靠大股东中影集团，实力雄厚。凭借进口电影发行政策红利，进口影片发行为公司贡献较多的收入和毛利，为公司搭建了坚实的业绩基础。

**募集资金40.93亿，募投项目契合未来发展规划。**公司此次A股发行募集资金将用于补充影视剧业务运营资金、数字影院投资、数字影院推广、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。未来三年，公司将通过强化现有业务的实力，发展新兴产业项目，借力资本市场，巩固竞争优势，构建多元盈利点，实现产业链发展目标。

**盈利预测与投资建议：**2016-2017年预计公司EPS分别为0.57、0.73。对应2016年8月17日收盘价22.74元，2016-2017年PE分别为40倍、31倍。参考A股上市影视剧企业估值，公司股价具有一定上涨空间。首次覆盖，给予买入评级。

**风险提示：**政策变动风险，行业竞争加剧风险，文化产品收益不确定性风险，侵权盗版风险。

# 目录

<b>一、中国电影基本情况</b>	<b>4</b>
公司简介	4
公司股权结构	5
<b>二、公司经营情况分析</b>	<b>7</b>
整体业绩：经营规模较大，增速放缓	7
业务构成：四大板块构建电影全产业链	8
盈利能力：毛利率水平已基本稳定	9
<b>三、电影行业发展情况</b>	<b>11</b>
我国电影行业正在不断实现自我突破	11
票房的快速增长得益于影院和电影银幕、观影人次高速增长	12
行业竞争日趋激烈，收入结构亟待完善	13
产业链整合趋势渐强，互联网精神不断延伸	15
<b>四、中国电影竞争优势分析</b>	<b>16</b>
内容制片与发行积累丰富，行业地位领先	16
院线+影院搭建全国放映渠道网络	18
领先技术加持制作、发行、放映等各项业务	19
股东实力雄厚，进口片发行政策红利助建业绩护城河	19
围绕产业链，内容+渠道+技术强强联合	22
<b>五、公司募投项目及未来经营规划</b>	<b>22</b>
<b>六、盈利预测与估值</b>	<b>24</b>

---

<b>七、风险提示</b>	<b>25</b>
政策变动风险	25
行业竞争加剧风险	26
文化产品收益不确定性风险	26
侵权盗版风险	26

## 一、中国电影基本情况

### 公司简介

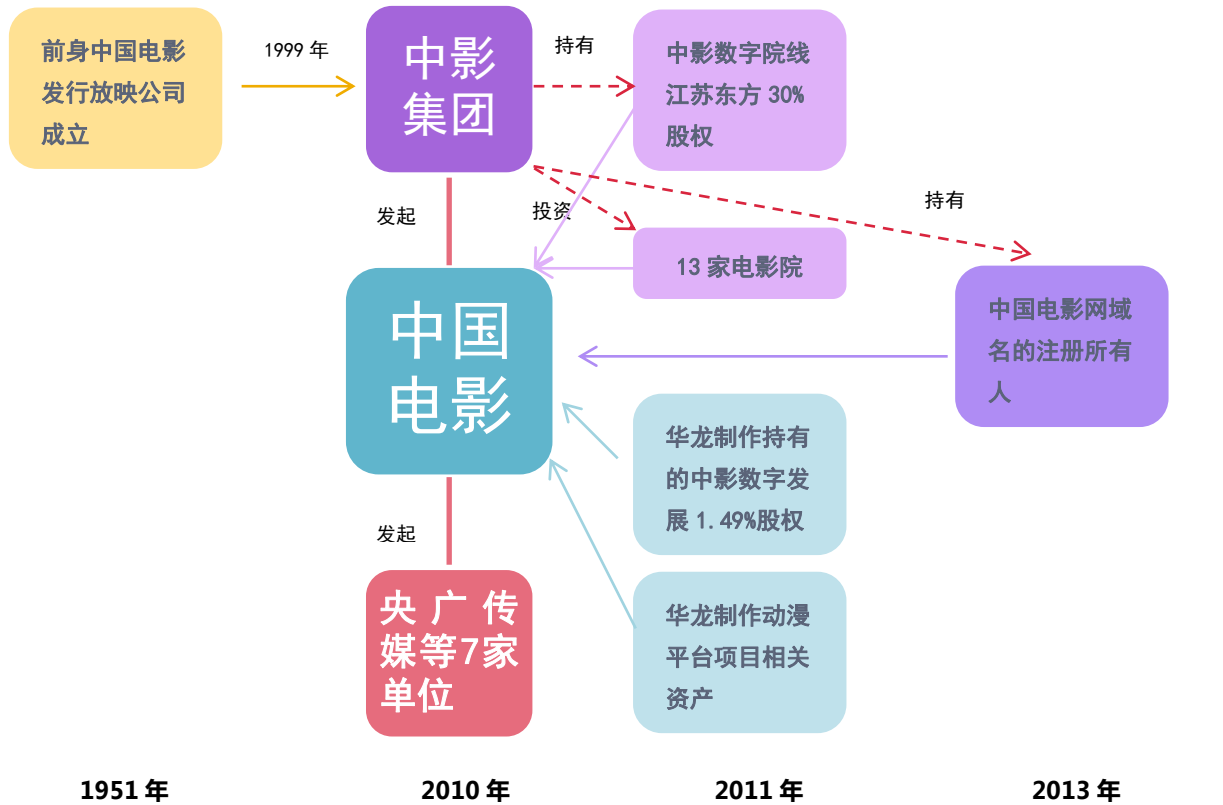
中国电影股份有限公司成立于 2010 年 12 月 9 日，注册资本 14 亿元，是中国电影行业领军企业。公司成立之初由中影集团联合中视总公司、央广传媒、长影集团、江苏广电、歌华有线、电广传媒、中国联通 7 家单位共同出资发起设立。各发起人股东的货币、资产出资折股后，中影集团以其货币、非经营性资产及其下属 59 家公司股权出资，持有公司 93% 股份，为公司的控股股东和实际控制人。

中影集团前身为 1951 年成立的中国电影发行放映公司（中国电影输出输入公司），1998 年，以中国电影公司为集团母北京制片厂、儿童中国电影合作制片公司等公司作为子公司，电影频道作为其他成员单位，共同组建中国电影集团；于 1999 年 2 月 4 日正式成立，是直属于广电总局的全民所有制企业，经营范围：影片及载体的进口业务（限分支机构经营）；从事对外影片广告业务，承办国内外影片广告业务，影视投资咨询服务，自有房屋出租。截至 2015 年 12 月 31 日，中影集团未经审计的总资产 66.04 亿元，归母所有者权益 53.92 亿，2015 年未经审计的归母净利润为 9.31 亿。

为解决中影集团与中国电影的同业竞争问题，2011 年中影集团将其所持中影数字院线 100% 的股权及江苏东方 30% 的股权转予中国电影，将所投资新设的上海中影环银电影城有限公司等 13 家电影院的股权转让予中影影院投资；华龙制作公司将其所持中影数字发展 1.49% 的股权转予中国电影。同年，华龙制作公司决定将其动漫平台项目相关资

产转让予中国电影。此外，中影集团承诺，待中国电影网整顿规范后适时纳入中国电影；而公司已于 2013 年获得中国电影网域名的注册所有人。

图 1：中影集团及中国电影发展历程



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

### 公司股权结构

公司成立至发行股份总股本未发生变化，即为 140000 万股，中影集团持有 130200 万股，占总股本的 93%，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 家发起人公司各持有 1400 万股，占总股本 1%。值得注意的是，公司股东背后的股东或实际控制人包括中央电视台、中央人民广播电台、当地政府或电视台、国资委等单位，实力非常雄厚。在公司发行股票后，中影集团的股权将降至 67.36%，仍为公司的第一大股东和实际控制人；其余发起人股权将降至

0.72%或 0.75%。

截至 2015 年 12 月 31 日，公司旗下拥有 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，分别在影视制片制作、电影发行、电影放映及影视服务四个业务板块。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。

其中全资子公司中影影院投资旗下拥有 99 家控股影院。

图 2：公司股权结构（下属公司不完全统计）



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

表 1：本次发行前后公司股权结构表

股东名称	本次发行 A 股前		本次发行 A 股后	
	持股数 (万股)	所占比例%	持股数 (万股)	所占比例%
中国电影集团公司	130,200.00	93.00	125,768.25	67.36
湖南电广传媒股份有限公司	1,400.00	1.00	1,400.00	0.75
北京歌华有线电视网络股份有限公司	1,400.00	1.00	1,400.00	0.75
中国联合网络通信集团有限公司	1,400.00	1.00	1,352.35	0.72
中国国际电视总公司	1,400.00	1.00	1,352.35	0.72
长影集团有限责任公司	1,400.00	1.00	1,352.35	0.72

央广传媒发展总公司	1,400.00	1.00	1,352.35	0.72
江苏省广播电视集团有限公司	1,400.00	1.00	1,352.35	0.72
全国社会保障基金理事会转持二户	——	——	4,670.00	2.50
公众投资者	——	——	46,700.00	25.01
合计	140,000.00	100.00	186,700.00	100.00

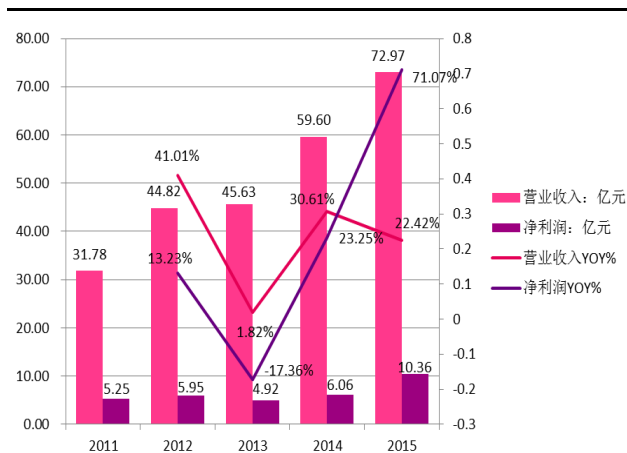
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

## 二、公司经营情况分析

### 整体业绩：经营规模较大，增速放缓

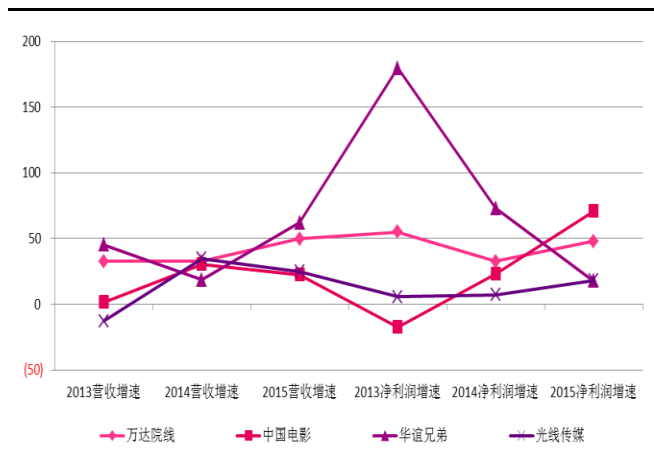
公司 2015 年营业收入为 72.97 亿元，较 2011 年 31.78 亿元的营业收入，年均复合增长率为 23.1%，保持快速增长。2015 年实现净利润 10.36 亿元，较 2011 年的 5.25 亿元的净利润年均复合增长率为 18.52%。2012-2013 年，电影进口受托业务取消使得公司业绩出现了大幅下滑。不过从目前来看该政策的影响已经趋于稳定。但是由于近几年电影行业快速发展，吸引了大量新的市场参与者进入，行业竞争加剧，使得公司的营业收入增长率低于全国票房的增速。公司与已经上市 A 股的电影动画板块公司相比，公司业绩的规模较大，但增速在可比上市公司中较慢。

图 3：中国电影 2011-2015 年业绩规模及增速



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 4：公司与部分上市公司业绩增速比较



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

2016 年 Q1 公司实现营业收入 20.17 亿元，同比增长 7.84%，净利润 3.31 亿元，同比增长 54.81%。2016 年 Q1 发行上映的进口分账影片数



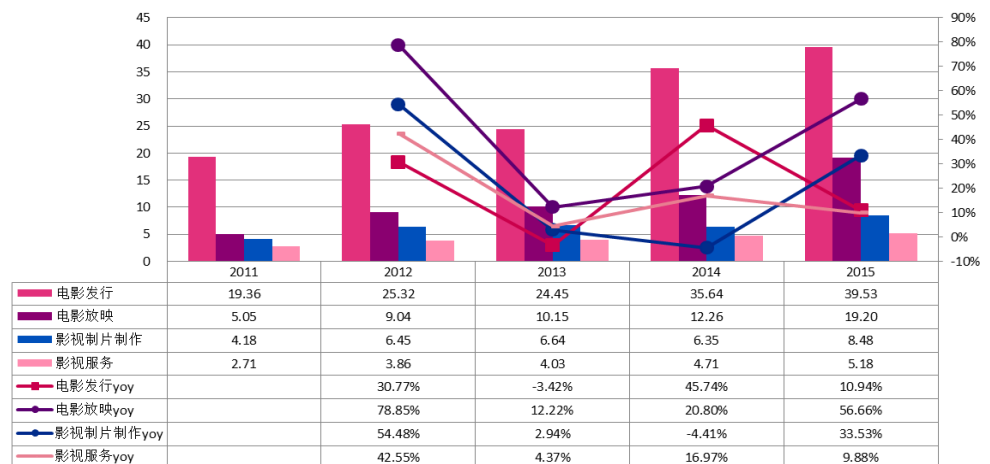
量较小，收入增长放缓，但受益于公司出品的《美人鱼》《功夫熊猫 3》等影片的票房较好，使公司的利润水平大幅增长。

### 业务构成：四大板块构建电影全产业链

公司业务四大板块为影视制片制作、电影发行、电影放映和影视服务，基本上涵盖了电影产业链的上下游。2015 年，四大业务分别实现收入 8.48 亿、39.53 亿、19.20 亿和 5.18 亿元，分别占营业收入的 11.62%、54.18%、26.31%和 7.10%。2011 年-2015 年电影发行业务一直是公司营业收入中占比较高的业务，比重维持在 50%，这也与公司在国内电影发行市场，尤其是进口电影发行方面的龙头地位有关。但随着公司其他业务的发展，2012 年开始电影发行业务的收入比重有所下降，电影放映业务增长较快，15 年增速达 56%，收入占比也上升至 26%。此外，影视制片制作业务的收入波动性较大，主要受公司投资电影项目票房不确定风险的影响 2013 年-2015 年收入增速为 12.98%、-4.41%、33.53%。

图 5：公司主营业务收入情况

单位：亿元

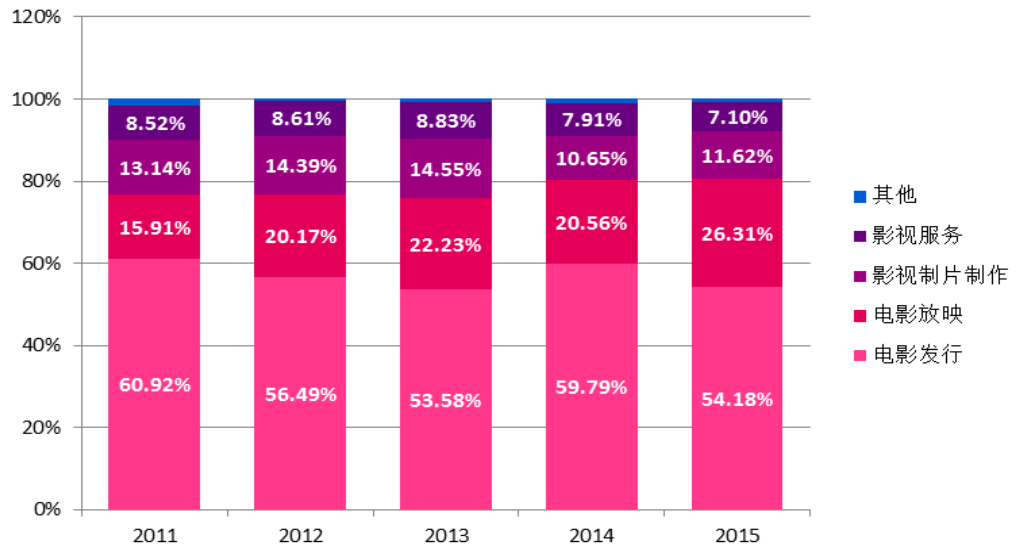


资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所





图 6：公司主营收入占比



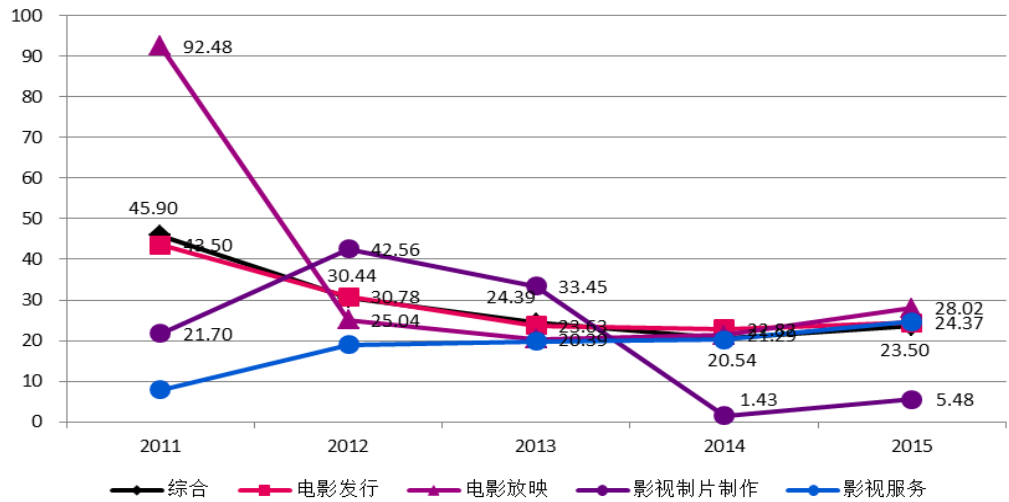
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

### 盈利能力：毛利率水平已基本稳定

盈利能力分析我们以毛利率为主要指标。2011-2015 年期间，公司综合毛利率分别为 45.90%、30.44%、24.39%、20.54%、23.50%。分业务构成来看，电影发行业务毛利对公司整体毛利影响比较大，2012 年以后该业务的毛利率维持在 23%左右的稳定水平，综合毛利率水平趋近于该业务的毛利率水平；电影放映业务毛利率在 2011 年 92.48%的高水平后也回归到 20%以上较为理性的水平，且近三年呈现稳中有升的态势；影视制片制作业务的毛利率波动性较高，2011 年为 21.70%，2012-13 年上升至 30%以上，2014-15 年又降至个位，主要是由于投资影片票房收益的不确定性以及公司约定回报投资的影片收益率在 10%左右，投资规模增加后使得该项业务的毛利率水平被拉低。

图 7：公司综合毛利率与四大业务板块毛利率对比

单位：%



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

我们仍选取已经上市 A 股的电影动画板块公司进行对比，但由于公司从事电影全产业链业务，与上市公司业务存在不完全可比性，尤其是在进口电影发行、影视制作业务等方面。我们以近三年的公司影视制片业务毛利率与我们处理过的上市公司影视剧业务（电影、电视剧合并核算）的毛利率进行了对比，目前来看公司该项业务的毛利率水平与可比公司相当；电影放映方面，A 股上市公司中万达院线及新上市的上海电影均从事此项业务，公司放映业务的毛利率处于中游水平。

图 8：公司毛利率与可比上市公司比较

单位：%



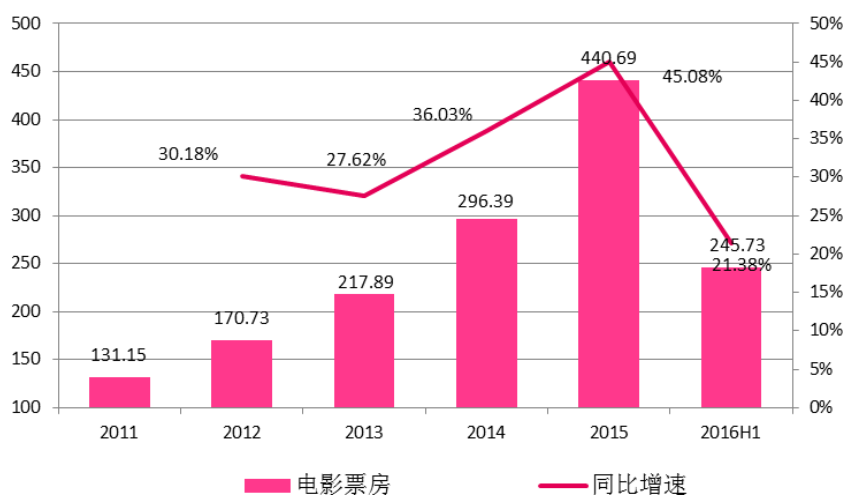
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

### 三、电影行业发展情况

#### 我国电影行业正在不断实现自我突破

近几年我国电影行业发展迅速，2015年我国内地票房实现440.69亿元，较2005年20.63亿元的票房增幅达20.36倍。2015年7月单月总票房达54.9亿元，超出2008年全年票房刷新历史单月最高票房成绩；而这一单月最高成绩很快又被打破，2016年2月在多部过亿电影的加持下，全国单月票房达到68.70亿元，再次刷新票房纪录。2月上映的《美人鱼》也创造了多项历史纪录，包括单片单周最高票房18.13亿元；单片单日票房连续超过7天超过2亿，连续14天超过1亿；国产影片最高首日票房2.72亿；国产影片最高单日票房3.15亿。我国电影市场正在快速增长的过程中不断实现自我突破，成为全球第二大票仓，也是全球票房增速最快的市场之一。

图9：2011-2016H1我国电影市场票房及增长率 单位：亿元

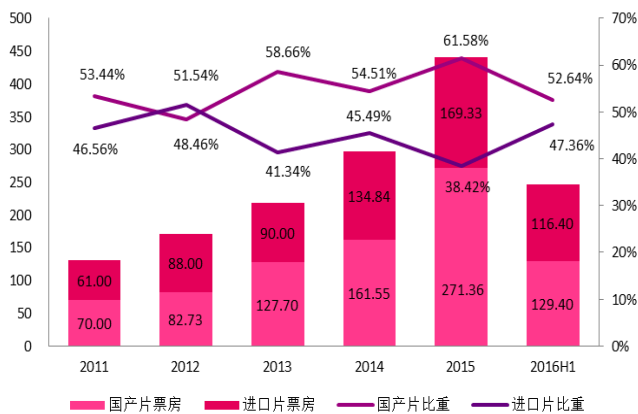


资料来源：中国电影报，艺恩网，山西证券研究所

近几年国产片票房一直保持在50%以上，尤其是2015年比重高达61.58%。2016年上半年共有43部进口片中，其中海外分账片占据15

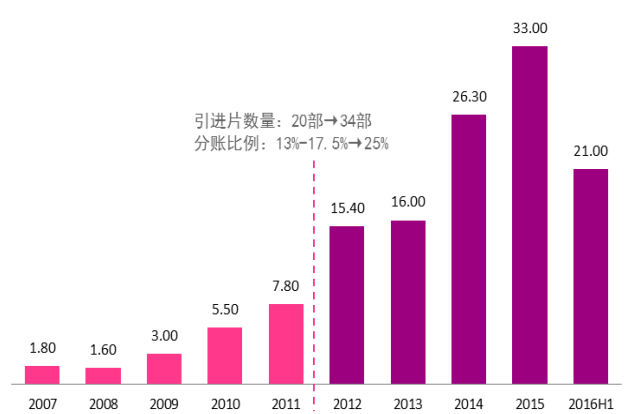
席,获得票房 92.15 亿,单片平均票房 6.14 亿,按照 25%的分账比例,在计提电影专项资金和税率之后,海外片商在中国电影市场已有 21 亿人民币入账。2012 年之后,海外分账片分账金额提升迅速,对整个市场也有提振作用。2016 年 H1 另有 21 部批片贡献 23.57 亿票房,平均单片产出 1.12 亿;7 部纯港片上映,共获得 0.52 亿票房,平均票房不足 1000 万。

图 10: 2011-2016H1 年国产片与进口片票房比重



数据来源: 艺恩网, 山西证券研究所

图 11: 2007-2016H1 海外分账片分账金额



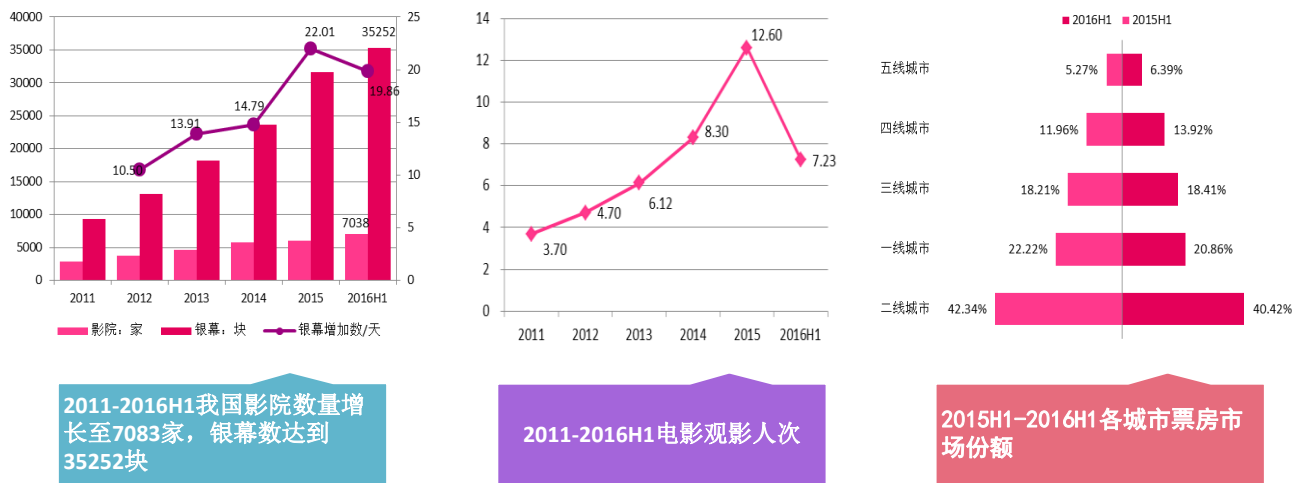
数据来源: 艺恩网, 山西证券研究所

### 票房的快速增长得益于影院和电影银幕、观影人次高速增长

电影票房收入的提升一方面在于我国电影影院、银幕建设的快速增长,数据显示,2013-2015 年间,我国影院银幕增长速度成倍增加,平均每天增加银幕数分别为 13.91 块、14.79 块、22.01 块,增速分别是上一年的 1.32 倍、1.06 倍和 1.49 倍,到 2016 年上半年,全国新增影院 658 家,新增银幕 3583 块,累计影院数达 7083 家,银幕数达到 35252 块。2015 年末,国内城市院线票房在 1 亿元以上的已经 38 条/49 条。另一方面,随着居民可支配收入的增加,消费结构的改善,越来越多的人选择走进电影院看电影。2015 年全年观影人次达到 11.56 亿人

次，较 2010 年 2 亿人次增长近 5 倍；而 2016 年仅上半年就有 7.23 亿人次观影。以 2010 年人口普查城镇 6.66 亿人口摊薄，2015 年我国城镇人均观影次数为 1.74 次，较 2010 年 0.3 次大幅提升。此外，影院和银幕建设的下沉为观影人次的增长提供了可观的空间，数据显示，三、四、五现城市的票房占比在不断提升，2016 年 H1 三者占比较去年同期各自提升 0.2、1、1.12 个百分点。

图 12：影院银幕的建设和观影人次的增加带动了电影票房的增长



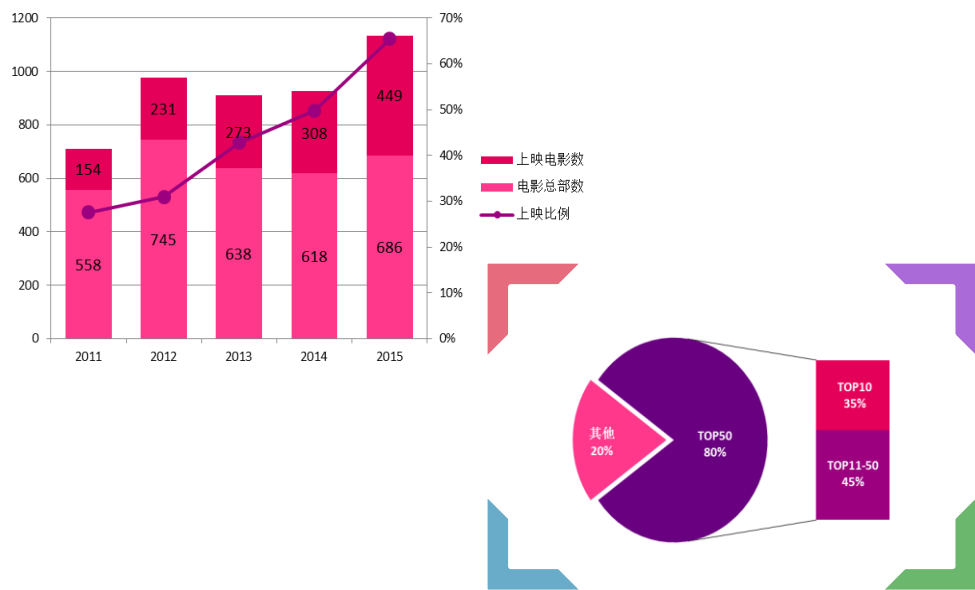
资料来源：艺恩网，公司招股说明书，山西证券研究所

### 行业竞争日趋激烈，收入结构亟待完善

电影行业属于国家管制较为严格的领域，政府对电影企业在资格准入、拍摄、发行及放映各个环节均制定了一系列的法律法规，据此对行业进行行政管理。此外，电影行业需要大量的资金投入，尤其是大制作影片投资规模不断创新高，形成了较高的资金壁垒。然而近几年随着我国电影事业的蓬勃发展，相关政策也不断开放，民营资本和外资纷纷涌入，民营电影企业在市场中日益占据重要位置，外资也可通过与中方合作开展某些业务，使得市场竞争加剧，形成了我国电影行业高度市场化的行

业形态。然而众多电影企业的实力分化明显，尤其是在制片领域，能够进入主流影院发行的制片商集中在数十家国有和民营企业中。龙头电影制片公司往往在资金运筹、人才吸引、影片制作水平以及市场影响力等方面均具有中小制片商难以企及的资源集聚优势。另一方面，行业竞争的激烈还体现在单片票房的分化严重。2015 年国产故事片产出为 686 部但上映的电影占到 65%即为 449 部，这与五年前 28%的比例有所好转，但是需要指出的是，在这其中票房 TOP10 影片的票房占比达 35%，票房 TOP50 影片票房占比达 80%，也就是说 11%左右的影片拿到市场 80%的票房。

图 13：国内电影上映率及票房比重

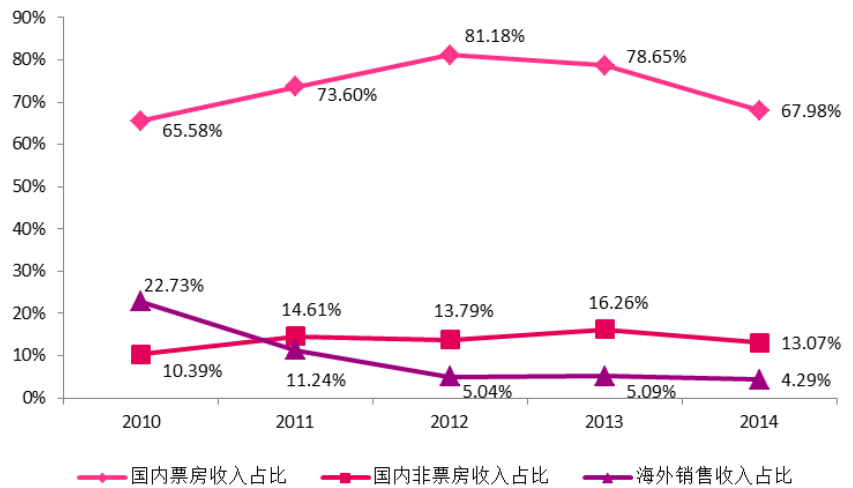


资料来源：艺恩网，山西证券研究所

目前我国电影市场的收入结构单一，国内票房收入占到整个电影产业收入的 60%以上，最高曾达到 80%，国内非票房收入以及海外销售收入的占比较低。而在国际市场中，约有 30%来源于影院票房收入，50%来源于 DVD 销售，20%的收入来源于付费电视。收入结构的不合理一方

面说明我国电影市场过多看重票房，而忽略了衍生品等非票房产品，另一方面也由于单片收益的不确定性，依赖票房作为主要收入加剧了电影企业的经营风险和收益的波动性。目前，我们也看到，以网络发行、影视植入广告等多元化的收入渠道正在慢慢崛起。

图 14：电影产业收入构成分解

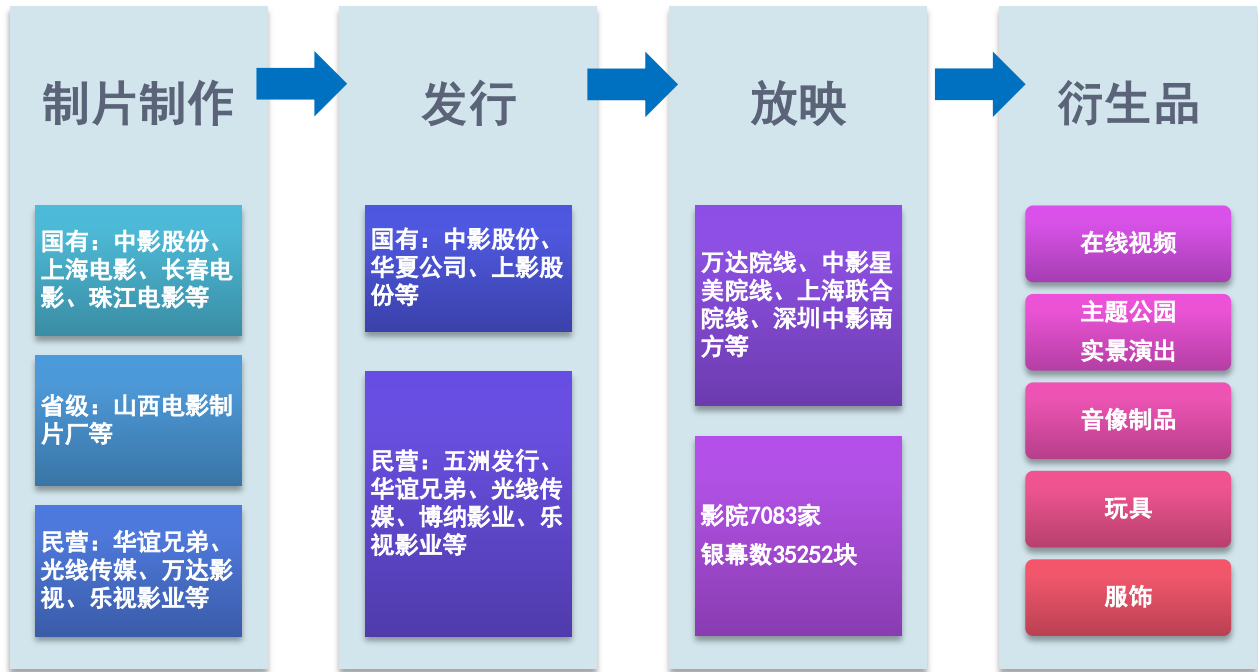


资料来源：wind，山西证券研究所

### 产业链整合趋势渐强，互联网精神不断延伸

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步发展为国有和民营企业充分参与竞争，包括华谊兄弟、博纳影业集团、光线传媒等在内的民营电影企业正逐步发展壮大为国内电影行业的重要力量，推动了我国电影行业的市场化。在电影市场激烈的竞争中，实力较强的电影企业为增强其盈利能力、最大程度减少成本，纷纷开始全面介入产业链的上下游，以期在企业内部完成内容制作、产品宣发和终端放映的电影流通全过程，在各个业务口形成协同效力，增强综合实力。在此整合的过程中，资本运作也逐渐增多。

图 15：电影产业链布局及主要参与者



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

随着互联网和移动互联网的日渐普及，互联网对不同行业的改造衍生出了新的业态。对于电影行业而言，在线播出平台、线上票务、新媒体营销等行业的崛起正是互联网精神的体现。BAT 等互联网巨头的纷纷入局，通过自建或收购方式发展电影事业；传统电影企业也通过利用互联网渠道，多元化宣发和播出平台，围绕 IP 打造线上线下粉丝社区和粉丝经济，将电影行业的产业链不断延伸，打造出了多元化的收入模式。

#### 四、中国电影竞争优势分析

##### 内容制片与发行积累丰富，行业地位领先

2013-2015 年期间公司主导或参与创作生产了 66 部影片，其中票房过亿影片数量为 18 部，票房共计 76.78 亿元，占到 13-15 年全国过亿影片数量的 15.68%，票房 16.53%。公司参与创作的影片中，不乏当年的



票房冠军或票房黑马，比如《致我们终将逝去的青春》、《心花怒放》、《西游记之大闹天宫》、《狼图腾》等，表现出公司强大的生产能力和独到的投资眼光。主旋律影片也是公司内容产品一大特色，近三年公司创作生产了多部影响重大的主旋律影片，例如《建国大业》、《建党伟业》、《南京！南京！》等，形成了公司品牌化、系列化的产品。此外，近三年公司同投拍电视剧 14 部 521 集，尽管数量不多但是不乏精品，《抹布女也有春天》、《武媚娘传奇》等均在播出获得较高收视率和良好的市场口碑。

表 2：公司主导或参与创作生产票房 TOP10 影片

排名	片名	是否第一出品方	放映年份	票房	票房当期排名
1	心花路放	否	2014 年	11.70	1
2	西游记之大闹天宫	否	2014 年	10.45	2
3	致我们终将逝去的青春	否	2013 年	7.19	2
4	狼图腾	是	2015 年	7.03	9
5	九层妖塔	是	2015 年	6.86	10
6	中国合伙人	是	2013 年	5.39	5
7	百团大战	否	2015 年	4.12	19
8	重返 20 岁	否	2015 年	3.69	23
9	富春山居图	是	2013 年	2.99	11
10	有一个地方只有我们知道	否	2015 年	2.89	30

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

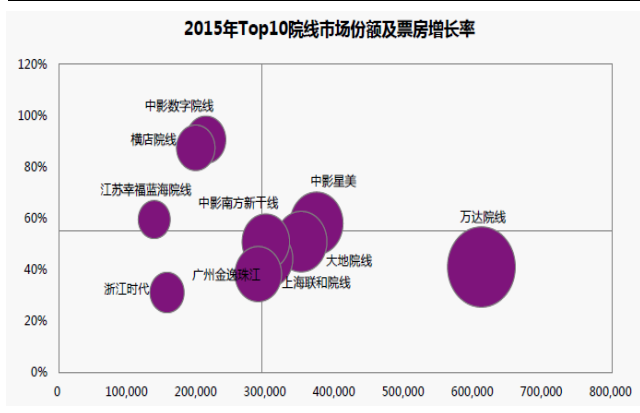
2013-2015 年期间公司共主导或参与发行国产片 790 部，实现票房 327.42 亿，公司占比 58.41%，其中过亿票房影片 104 部，占到全国数量的 90%；进口片方面公司主导或参与发行 223 部，实现票房 228.92 亿，公司占比 58.07%。公司在电影发行领域实力强劲，《捉妖记》、《西游降魔》、《心花路放》均为当年票房冠军。公司在进口片发行领域本身具有政策优势，为公司构建了业绩护城河。此外，公司还通过与全国影院进行合作，将数字放映系统提供给影院使用，并与公司进行票房分成，

来增强公司在电影发行领域的市场竞争力，给业务提供基础支撑。

### 院线+影院搭建全国放映渠道网络

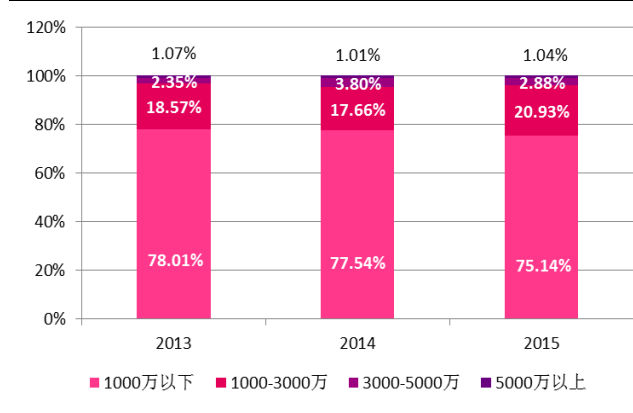
公司拥有全国 49 条城市院线暗中的 3 条控股院线和 4 条参股院线，加盟影院共计 1734 家，占到全国城市影院总量的 28.9%，覆盖全国 32 个省、自治区、直辖市的 221 个大中城市。2015 年公司所有院线实现票房 55.28 亿，市场份额 20.17%，其中中影星美票房规模排第二位，中影数字院线增速最快。从加盟影院的年票房分布来看，13-15 年 1000 万以下和 1000 万-3000 万年票房的电影院数量占比最大，但从趋势来看，1000 万以下票房影院的占比在逐渐减少，1000 万-3000 万以及 5000 万以上票房的电影院数量占比在提升。

图 16：2015 年 TOP10 院线市场份额及票房增长率



资料来源：艺恩《2015-2016 年中国电影产业研究报告》

图 17：2013-2015 年公司旗下院线加盟影院票房分布



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

截至 2015 年末，公司拥有 99 家控股影院，共计拥有 658 块银幕和 10.56 万个座位，另有 13 家参股影院。2014-15 年，公司控股影院分别实现票房 11.46 亿元和 17.06 亿元；其中武汉中影天河 2013-2015 年年度票房均在 5000 万以上，中影华媒管理成长最快，票房从 2013 年的 117.44 万增长到 2015 年的 5526.06 万。2015 年公司共有 4 家控股影院票房在 5000 万元以上。

### 领先技术加持制作、发行、放映等各项业务

公司旗下的中影电影数字制作基地是亚洲地区规模最大、家属最先进、设施最完善的影视制作基地之一，具备电影视觉特效、声音制作、画面剪辑等完善的电影制作能力，以此配套的先进电影制作技术专家队伍，在声音制作、视觉特效制作等技术在亚洲和国际水平领先。2013-15年公司共计为433部电影、137部电视剧和139条广告提供了制作服务，其中包括《中国合伙人》、《十二生肖》、《唐山大地震》等代表作。

公司自 2003 年起负担我国电影数字化放映推广的重任，目前已经建成了全国最大的集数字电影发行、放映、母版制作等功能为一体的数字化管理平台。公司首开国内电影市场数字电影发行的先河，拥有全国最大的数字电影发行平台，能够实现数字电影发行、传输、票房统计、监察等功能，促使公司在数字影片发行领域占据市场主导地位。

2011 年，公司与电影科研机构合作研发了中国巨幕系统，该系统由高亮度数字放映机、3D 系统、专用服务器、影像优化器、全景数字立体声、巨幅高增益金属银幕等部分构成。截至 2015 年末，公司共拥有 100 套数字巨幕放映系统；而根据艺恩网的报道：“2016 年 7 月 31 日，第 150 家影厅已落户安庆恒大影城。从 100 家到 150 家，中国巨幕仅花费了 8 个月时间，平均每月新开 6 家影厅。”中国巨幕的研发打破了 IMAX 公司的技术垄断，其技术的应用和发展推动了我国电影放映质量的提升，为我国电影产业的发展提供了更多的动力。

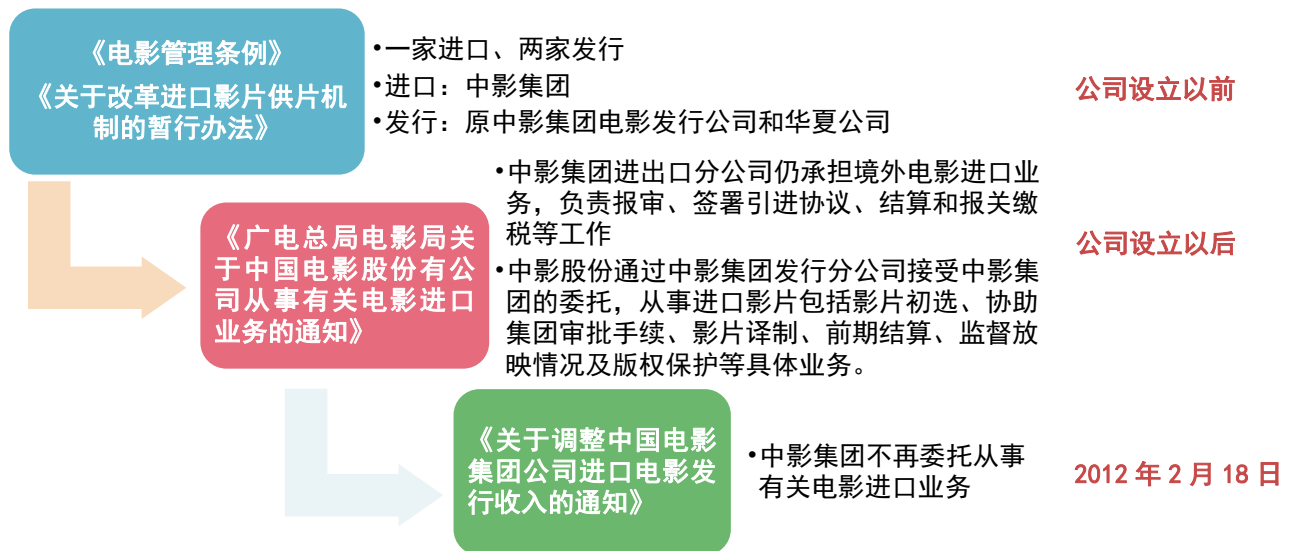
### 股东实力雄厚，进口片发行政策红利助建业绩护城河

中影集团为广电直属单位，是中国最大的电影制作与发行机构。公司背

靠控股股东实力，公司在成立时即获得中影集团影视制片制作、电影发行、电影放映及影视服务相关资产；在公司设立后，中影集团又将其拥有的电影发行和放映相关业务资产及华龙制作公司所拥有的与动漫平台项目相关的资产全部转让给公司。

根据《电影管理条例》、《关于改革进口影片供片机制的暂行办法》的规定，我国进口影片管理坚持一家进口、两家发行的原则，广电总局授权中影集团进出口分公司唯一承担境外影片的进口业务，由中影集团进出口分公司负责向中影集团电影发行分公司和华夏电影发行公司供片发行。公司成立后，中影集团电影发行业务转到公司，通过中影集团发行分公司接受中影集团的委托从事进口影片包括影片初选、协助集团审批手续、影片译制、前期结算、监督放映情况及版权保护等具体业务。2012年2月，随着中美《谅解备忘录》的签订，广电总局对中影集团进口电影收入做出调整，中影集团不再委托从事有关电影进口业务，公司与华夏公司受进出口分公司供片负责进口买断影片和分账影片的发行工作。

图 18：公司电影进口业务的演变



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 19：及电影进口受托业务差异

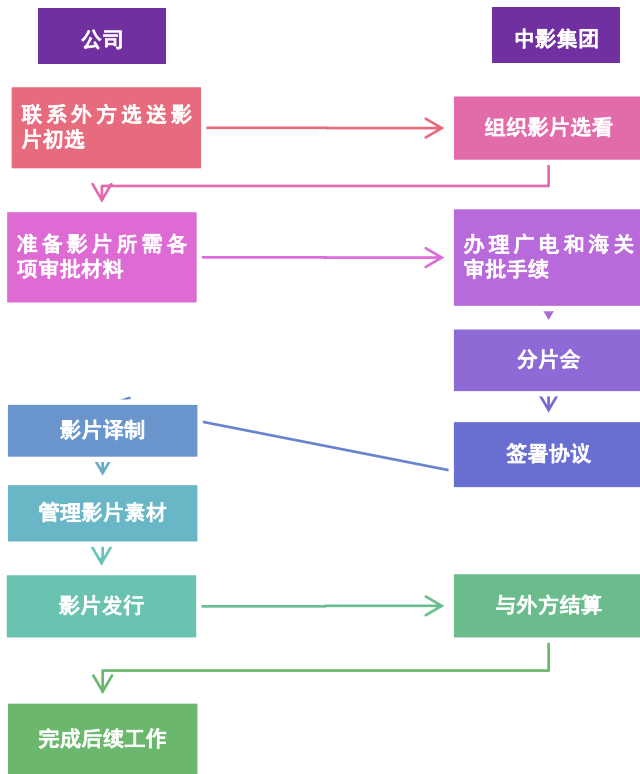
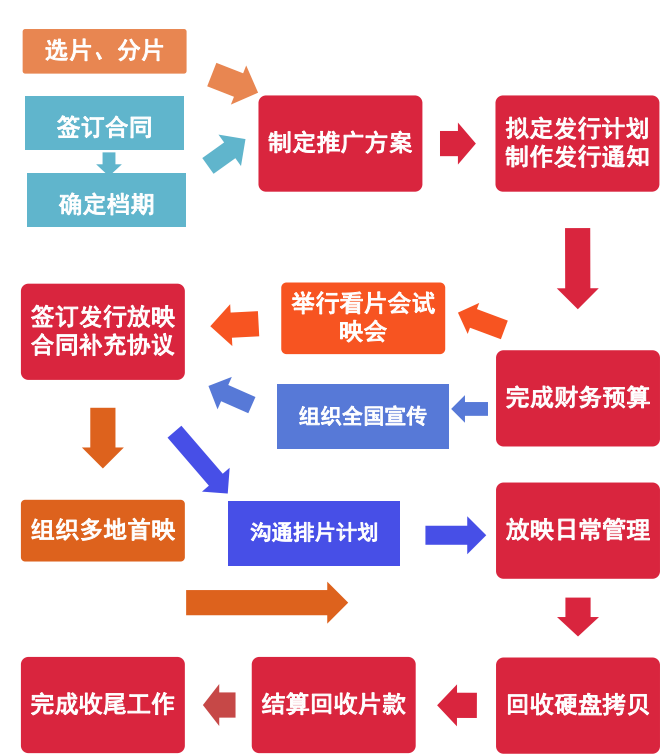


图 20：进口电影发行业务（蓝：买断片；橘：分账片）



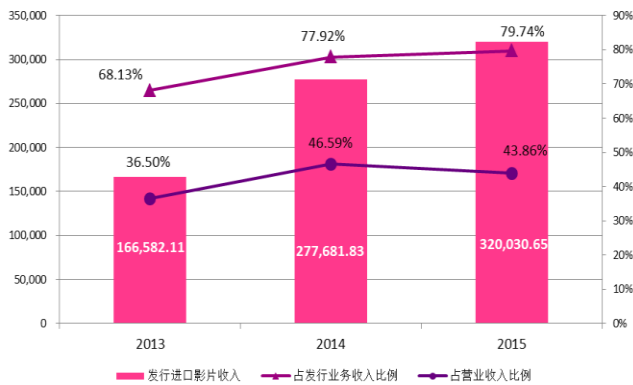
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

入世以来，随着行业的发展，我国已经成为全球第二大票仓，国内电影市场也越来越开放，每年进口片为内地电影贡献 40%以上的票房，《速度与激情 7》《变形金刚 4：绝迹重生》等进口影片票房在内地总票房成绩也榜上有名，进口影片已经成为电影市场重要的组成部分。公司凭借进口电影发行政策，为公司业绩构建护城河。在中影集团收回受托业务后的 2013-2015 年，公司共发行 223 部进口影片，实现票房收入 228.92 亿，进口发行业务分别实现收入 16.66 亿、27.77 亿、32 亿，年复合增长率达 38.61%，2015 年占公司营业收入 45%以上，毛利占比达 37.17%。

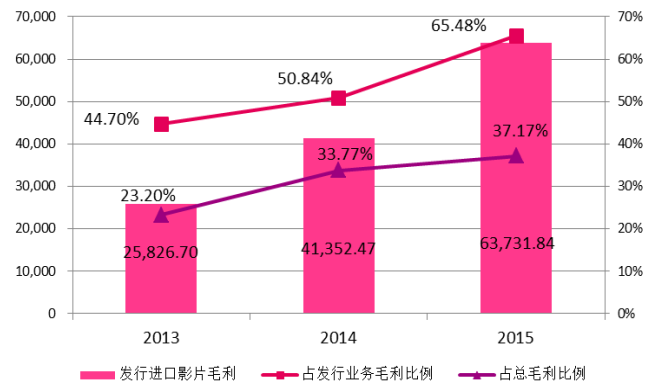


图 21：2013-2015 年公司发行进口影片收入及占比



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 22：2013-2015 年公司发行进口影片毛利及占比



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

### 围绕产业链，内容+渠道+技术强强联合

公司围绕电影产业链的上中下游，构建了影视剧制片制作、发行、放映和营销服务四大业务板块，从内容和渠道两个方面形成了全覆盖，从技术上不断领先巩固内容和渠道的优势。在电影产业链上各项业务的一体化经营，使得公司整个电影生产和流通环节具有控制力，一方面可以凭借各个业务环节竞争优势的充分发挥实现效益的最大化，一方面又可以通过产业链间的整合协同控制成本。公司在建立自己规模优势的同时，优化了业务结构，分散了单项业务的经营风险。

## 五、公司募投项目及未来经营规划

根据公司招股说明书披露，公司此次 A 股发行募集资金将用于补充影视剧业务运营资金、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。

计划项目总投资 46.61 亿元，计划募集资金 40.93 亿元。

表 3：公司本次 A 股发行募投项目

单位：万元

序号	募集资金投资项目	项目总投资	拟使用募集资金
1	补充影视剧业务运营资金项目	118,352.00	118,352.00

2	数字影院投资项目	127,400.00	70,642.29
3	数字放映推广应用项目	143,250.00	143,250.00
4	购买影院片前广告运营权项目	24,000.00	24,000.00
5	偿还 2007 中国电影集团企业 债券本金及最后一期利息	53,050.00	53,050.00
合计		466,052.00	409,294.29

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

募投资项目契合公司业务未来的发展规划。根据公司的招股说明书，未来三年公司将有包括影视剧创作生产、中影数字制作基地、中影发行品牌等九个方面的发展计划。我们将其分为三个主要方向。

第一是强化现有业务的实力，巩固竞争优势。1) 制片方面，公司将在主旋律创作、强化商业片、加强合拍片和中低成本影片的投拍，计划未来三年完成18部电影作品、14部电视剧作品。2) 制作方面，推进数字制作基地二期工程，通过引进先进设备和相关人才，建立配套系统，完善后期制作，提升影视剧制作的科技含量，拓展高技术格式动画、电影、广告等高附加值产品。3) 发行方面，树立公司发行品牌，开发三四线城市市场；建设和推进数字化发行平台、数字化放映平台、跨媒体营销平台三个重要项目。4) 放映方面，公司将继续整合控股和参股院线，覆盖大部分地市级城市，达到40%以上的市场份额；计划新增150家+影院、900块+银幕、15万个+座位，在全国经济较发达地区和主要城市加速推进现代化多厅影院。另一方面还要利用多种促销手段增加非票房收入。5) 加强国际合作，提升中影品牌国际影响力。第二是发展新兴产业，构建多元盈利点。1) 原创动画：未来3年计划投拍2-3部商业动

画电影、2-3部共计约500-1000集电视动画和1-2部网络动画游戏，打造一系列动画IP，形成较完整的中影动画产业链。2) 新媒体宣发渠道，使用募集资金拍摄250分钟总时长的新媒体短片。3) 演艺经纪。4) 巨幕系统、TMS系统，未来三年内计划巨幕系统覆盖130块银幕，影院管理系统TMS覆盖1100家影院6600个影厅。5) 电影衍生品，围绕IP版权开拓图书、话剧、游戏、主题公园、服装、玩具等产品线，开发后电影业务收益空间。第三是借力资本市场实现产业链发展目标。拓宽融资渠道，运用兼并、收购、股权融资等资本运作手段。

图 23：公司未来三年经营规划



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

## 六、盈利预测与估值

预计公司2016-2017年实现归属母公司股东净利润1.56亿、13.70亿，以18.67亿股本摊薄2016-2017年预计EPS分别为0.57、0.73。对应2016年8月17日收盘价22.74元，2016-2017年PE分别为40倍、31倍。

表4：公司盈利预测之利润表（单位：百万元）

利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	4563.37	5960.08	7296.53	8810.05	10770.74



减：营业成本	3450.26	4735.62	5582.07	6897.47	8373.69
营业税金及附加	95.69	74.76	105.98	132.15	161.56
营业费用	88.44	99.18	107.12	111.89	136.79
管理费用	359.32	377.19	426.32	425.27	466.06
财务费用	3.92	-2.17	-32.74	-44.05	-53.85
资产减值损失	69.32	63.75	55.80	62.95	60.83
加：投资收益	52.28	40.27	91.26	100.00	120.00
营业利润	548.70	652.02	1143.24	1324.36	1745.65
加：其他非经营损益	118.92	169.10	222.17	311.04	404.36
利润总额	667.62	821.12	1365.42	1635.40	2150.01
减：所得税	176.07	215.31	329.04	392.50	537.50
净利润	491.55	605.81	1036.38	1242.91	1612.50
减：少数股东损益	63.33	112.10	168.06	186.44	241.88
归属母公司股东净利润	428.22	493.71	868.32	1056.47	1370.63

资料来源：公司公告，山西证券研究所

目前A股市场中有多家属于影视剧行业的公司，我们选取其中与公司电影业务模式相近的院线类和影视剧制发类公司作为参考，公司股价具有一定上涨空间。首次覆盖，给予买入评级。

表5：可比公司盈利预测与估值（收盘价：2016年8月17日）

证券简称	收盘价	每股收益		市盈率 PE	
		16E	17E	16E	17E
光线传媒	11.70	0.22	0.29	53	40
华谊兄弟	13.17	0.48	0.58	27	23
文投控股	22.70	0.34	0.43	67	53
万达院线	74.98	1.52	2.17	49	35
华策影视	15.11	0.37	0.47	41	32
均值				48	37
中值				49	35

资料来源：wind，山西证券研究所（注：由于股本变动，华谊兄弟、文投控股、华策影视三家公司的EPS较此前我们预测的数据有相应的调整）

## 七、风险提示

### 政策变动风险

电影电视行业作为国家重要产业，受到国家有关法律、法规和政策的高度监督、管理。未来国家影视行业的监管政策可能在某些领域逐步放宽

或发生变化,对整个行业将会面临外资企业和进口影视剧强有力的竞争,同样使得公司面临竞争压力。

### 行业竞争加剧风险

随着我国影视剧行业的快速发展,新进入影视行业的机构逐渐增多,市场竞争程度日益激烈。互联网、移动互联网的普及,网剧、微电影等网络视频星期,在线购票、选座的电商平台的推出等互联网+内容/渠道产品,对传统影视行业产生竞争压力。

### 文化产品收益不确定性风险

影视剧等文化作品消费是一种文化体验,产品具有独特性和不可复制性,在投放到市场前无法准确判断是否能够被市场和广大观众所喜爱,更无法准确预测其所能产生的票房收入和收视率,对公司的经营业绩可能产生波动。

### 侵权盗版风险

影视剧盗版产品价格低廉,其存在使电影票房收入、电视剧收视率和版权销售等方面手不利影响,会对公司造成经济损失。

## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。