

## 中国电影 (600977. SH)

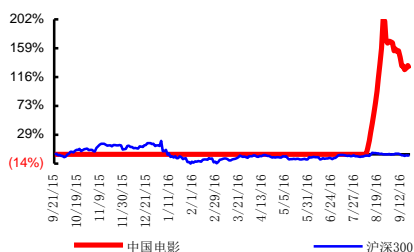
### 电影行业龙头，上市迎发展新契机

**评级： 暂无**      **前次：**  
**目标价 (元)： 暂无**  
 分析师                      联系人  
 康雅雯                      熊亚威  
 S0740515080001  
 021-20315097  
 kangyw@r.qlzq.com.cn    xiongyw@r.qlzq.com.cn  
 2016 年 09 月 21 日

#### 基本状况

总股本(百万股)	1867
流通股本(百万股)	467
市价(元)	29.33
市值(百万元)	54759
流通市值(百万元)	13700

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	5,960.0	7,296.5	8,596.4	10,381.	12,121.
营业收入增速	30.61%	22.42%	17.82%	20.77%	16.75%
归属于母公司的净利润	493.71	868.32	1024.62	1255.34	1481.71
净利润增长率	15.29%	75.88%	18.00%	22.52%	18.03%
摊薄每股收益 (元)	0.35	0.62	0.55	0.67	0.79
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
市盈率 (倍)	-	-	53.44	43.62	36.96
PEG	-	-	2.97	1.94	2.05
每股净资产 (元)	2.79	3.42	5.28	5.95	6.74
每 现金流量	0.71	1.44	1.10	1.11	1.21
净资产收益率	12.66%	18.11%	10.40%	11.30%	11.77%
市净率	0.00	0.00	5.56	4.93	4.35
总股本 (百万股)	1,400.0	1,400.0	1,867.0	1,867.0	1,867.0

备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- **电影行业“老大哥”登陆 A 股，公司发展迎来新契机。**公司控股股东为中影集团，实际控制人为广电总局，其他大股东背后均有政府、国资委、各大电台背景，国资阵容庞大。公司业务范围涉及电影行业整个产业链，此次 IPO 募集资金超过 40 亿元，一方面为核心电影业务募集项目资金；另一方面为公司扩张搭建资本平台，提高融资能力。公司发展迎来新契机。
- **公司全产业链布局，各业务协同发展。**中影股份主营业务包含“制片+发行+放映+服务”，拥有最为完整的产业链体系，各业务协同发展。其中电影发行与放映业务是公司占比最高的业务，2013-2015 年营收占比达 76.43%、81.245%、81.14%，其中公司进口影片发行业务收入占比超过 40%。
  - **公司拥有每年上百部影片的发行能力。**近 3 年公司通过独立发行、联合发行、代理发行与协助发行等多种方式，共主导或参与发行国产影片 790 部，实现票房 327.42 亿元，占全国近 3 年国产影片票房总收入的 58.4%。公司为国内仅有能够开展进口影片发行业务的两家公司之一。
  - **公司控股 3 家院线，参股四家院线，**覆盖全国 32 个省、自治区、直辖市的 221 个大中城市，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%。2015 年末公司的控股院线共拥有加盟影院 1,323 家、银幕 6,814 块、座位 80 万个；2013-2015 年分别实现票房 41.32 亿、55.28 亿元和 88.89 亿元，分别占全国票房总额的 19.0%、18.7%和 20.2%。
- **品牌、资源、渠道等铸就强大竞争优势，产业地位难以撼动。**
  - **“中影”品牌对整个中国电影市场具有强大的影响力和号召。**中影集团为新中国三大电影基地之一，吸引了大批优秀电影人才，成为包括好莱坞在内的众多国际著名机构和企业在中国的首选合作伙伴。

- **全产业链经营使公司充分发挥业务协同优势。**全产业链经营可降低成本，减少影视制作等业务波动带来的风险。
  - **体系内优势。**公司的实际控制人是广电总局。对广电总局的内部运作流程及相关审核要求十分熟悉，对社会主义主旋律和影视市场未来发展的把握更加清晰，有利于公司降低政策风险和营运成本。
  - **国际化优势，与多家知名企业紧密合作。**公司拥有与福克斯、迪士尼、华纳、派拉蒙、梦工厂、韩国希杰、日本角川等世界 200 多个国家或地区的数百家著名电影企业的紧密合作关系。
  - **政策壁垒下的渠道优势。**国家进口影片实行“一家进口、两家发行”的政策，公司与华夏两家独占国内进口电影发行市场。2016 上半年发行进口影片占同期进口影片市场份额的 60.87%
- **行业发展仍具潜力，整合趋势明显。公司上市后可进一步扩大优势。**
- **产业链延伸整合趋势明显，进入壁垒相对较高。**近年来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，但是依然拥有较高的壁垒。主要包括政策壁垒、资金壁垒、品牌壁垒、人才壁垒等。实力较强的企业纷纷开始全面介入上中下游，整个电影产业链的整合趋势日益明显。
  - **中国电影票房保持快速上升趋势，增速可能逐步放缓。**国内电影票房从 2005 年的 20.63 亿元增长至 2015 年的 440.69 亿元，增幅超过 20 倍。2016 上半年电影票房比增长 21%，这与前几年 30% 以上的增速相比，吸金增速明显减慢。票房提升得益于观影人次持续增长以及人均票价一定程度的提升。
  - **影片数量趋于稳定，从追求数量到重视质量，国产片票房占比逐步提高。**影片数量方面，以 2012 年为分界点，国产故事片产出总数开始从稳步增长变为减量减速。上映比例已从 2010 年不足 20% 的低谷阶梯式上涨至 65%。同时国产片票房占比逐步提升，目前已超过 50%。
  - **影院与银幕扩张红利递减，院线集中度进一步提升。**截至 2015 年末，我国可统计票房影院数量已超过 6,000 家，银幕总数已达 31,627 块。然而 2015 年新建影院对于增量票房的贡献仅 25%，老影院贡献度占比上升。未来依靠影院扩张吸纳人次增长的红利减弱。院线数量趋于稳定，近几年没有太大变化，而集中度方面中国前五大院线市占率不足 50%，与美国（接近 60%）、韩国（超过 90%）等地区相比仍有较大提升空间。
- **盈利预测：**我们预测中国电影 2016-2018 年实现收入分别为 85.96 亿元、103.82 亿元、121.21 亿元，同比增长 17.8%、20.8%、16.8%；实现归母净利润 10.25 亿元、12.55 亿元、14.82 亿元，同比增长 18.0%、22.5%、18.0%；对应 2016-2018 年发行摊薄后 EPS 分别为 0.55 元、0.67 元、0.79 元；对应 PE 分别为 53.44 倍、43.62 倍、41.28 倍。
- **风险提示：**（1）政策风险；（2）经营风险；（3）行业竞争加剧风险；（4）市场风险偏好下行风险。

## 内容目录

电影业龙头登陆 A 股，国资阵容庞大.....	- 5 -
电影行业“老大哥”，广电总局实际控制背景强大.....	- 5 -
历经六十五载，中影集团见证电影业腾飞.....	- 6 -
成功 IPO，发展迎来新契机.....	- 6 -
业务结构稳定，盈利稳中有升.....	- 7 -
行业发展仍具潜力，整合趋势明显.....	- 9 -
产业链延伸整合趋势明显，进入壁垒相对较高.....	- 9 -
电影市场保持高速增长，未来增速呈现放缓趋势.....	- 11 -
影院与银幕扩张红利递减，院线集中度进一步提升.....	- 13 -
全产业链布局，竞争优势明显.....	- 16 -
产业链布局完善，各业务协同发展.....	- 16 -
品牌、资源、政策铸就强大竞争优势.....	- 22 -
盈利假设与预测.....	- 23 -
盈利假设.....	- 23 -
盈利预测.....	- 24 -
风险提示.....	- 25 -

## 图表目录

图表 1：中影股份上市前的股权结构.....	- 5 -
图表 2：中影股份发展历程.....	- 6 -
图表 3：中影股份本次 IPO 前后的股权变化.....	- 7 -
图表 4：本次 IPO 募集资金投向（亿元）.....	- 7 -
图表 5：中影股份营收及净利情况（单位：百万元）.....	- 8 -
图表 6：中影股份营收结构.....	- 8 -
图表 7：中影股份整体毛利率及净利率情况.....	- 8 -
图表 8：中影股份各业务毛利率情况.....	- 9 -
图表 9：我国电影产业链布局及主要参与者分布.....	- 9 -
图表 10：电影行业主要壁垒.....	- 10 -
图表 11：行业主管部门及产业链政策监管环节示意.....	- 11 -
图表 12：中国电影票房收入及增速.....	- 11 -
图表 13：我国城市电影院线观影人次增长情况.....	- 12 -
图表 14：电影生产数量趋于稳定，上映率不断上升.....	- 12 -
图表 15：近三年国产与进口片票房、占比及增长情况（单位：亿元）.....	- 13 -
图表 16：2016 年上半年度票房前十中国产片与进口片占比.....	- 13 -
图表 17：全国影院数量及增速.....	- 14 -

图表 18: 全国银幕数量及赠书 .....	- 14 -
图表 19: 全国每年新增影院数 .....	- 14 -
图表 20: 全国每年新增银幕数 .....	- 14 -
图表 21: 城市院线数量 .....	- 15 -
图表 22: 中国与其他地区前五大院线市占率对比 .....	- 15 -
图表 23: 2015 年国内前十大院线票房情况 .....	- 15 -
图表 24: 国内前十五大院线情况对比 .....	- 15 -
图表 25: 中影股份主营业务范围 .....	- 16 -
图表 26: 中影股份影视制片制作业务构成及相关数据 (单位: 百万元) .....	- 16 -
图表 27: 中影股份主导或参与创作的影片数量及市场份额 (部) .....	- 17 -
图表 28: 中影股份参与创作生产票房过亿国产影片情况 .....	- 17 -
图表 29: 中影股份电影发行业务构成及相关数据 (单位: 百万元) .....	- 18 -
图表 30: 中影股份国产片发行概况 .....	- 19 -
图表 31: 中影股份进口片发行概况 .....	- 20 -
图表 32: 中影股份进口片收入及毛利情况 (单位: 亿元) .....	- 20 -
图表 33: 中影股份电影放映业务构成及相关数据 (单位: 百万元) .....	- 20 -
图表 34: 中影股份控/参股院线下属影院经营情况 .....	- 21 -
图表 35: 中影股份控股院线概况 .....	- 21 -
图表 36: 中影股份全资和控股影院概况 .....	- 21 -
图表 37: 中影股份影视服务业务构成及相关数据 (单位: 百万元) .....	- 22 -
图表 38: 公司分项目收入预测 (百万元) .....	- 24 -
图表 39: 可比公司估值比较 (截止 2016 年 9 月 9 日收盘价) .....	- 24 -
图表 40: 中影股份财务预测 .....	- 26 -

## 电影业龙头登陆 A 股，国资阵容庞大

电影行业“老大哥”，广电总局实际控制背景强大

- 中国电影股份有限公司是国内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。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。拥有全国最大的数字电影发行管理平台，在数字影片发行领域占据市场主导地位，是两家拥有进口影片发行权的公司之一。目前，公司拥有与世界 200 多个国家或地区的数百家著名电影企业的紧密合作关系。
- 公司于 2010 年 12 月 9 日注册成立，由中影集团、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、中国联通等 8 家单位发起成立，其中中影集团持有本公司 93% 的股份，其余 7 家单位均分别持有本公司 1% 的股份。截至 2015 年 12 月 31 日公司共拥有 4 家二级分公司、12 家二级全资子公司、5 家二级控股子公司、106 家三级控股子公司，其中影视制片制作板块拥有 6 家，电影发行板块拥有 10 家，电影放映板块拥有 15 家，影视服务板块拥有 7 家。

图表 1：中影股份上市前的股权结构

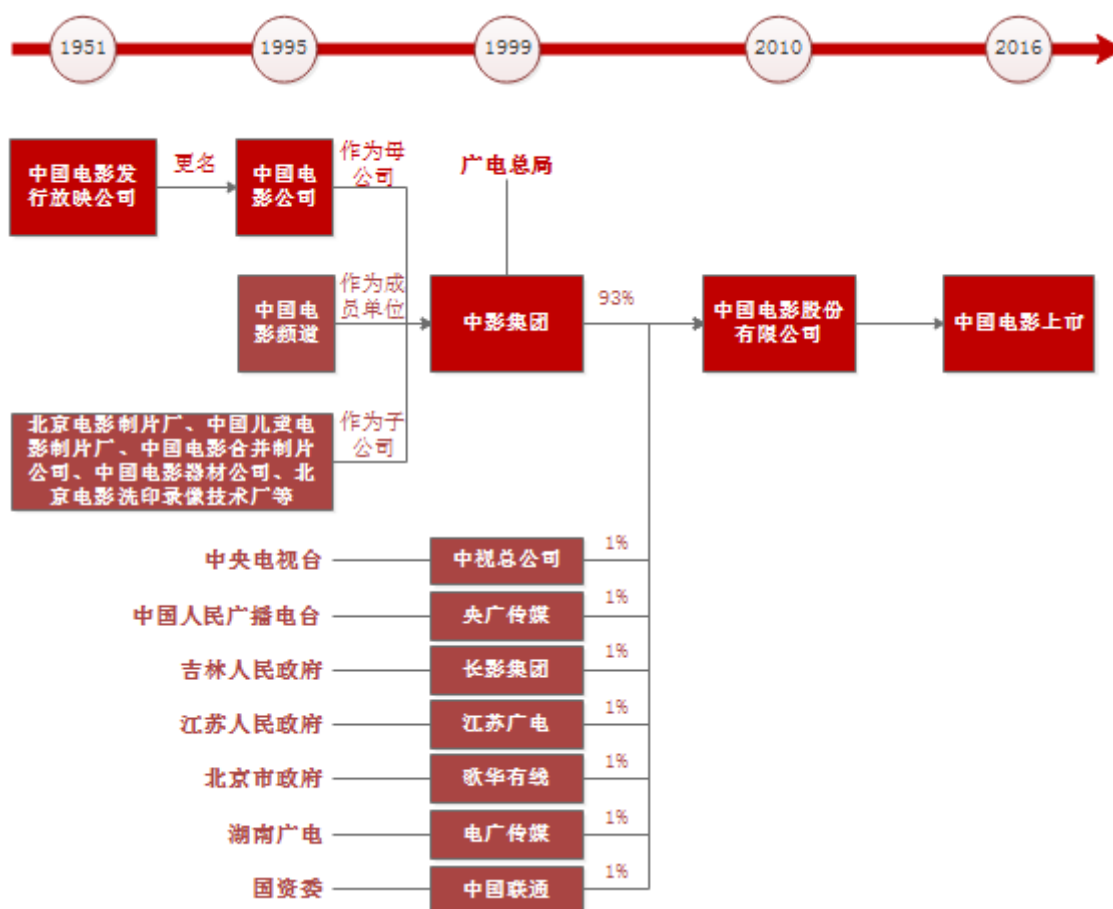


来源：招股书，中泰证券研究所

历经六十五载，中影集团见证电影业腾飞

- 公司控股股东中影集团中影集团的前身为成立于 1951 年的中国电影发行放映公司（中国电影输出输入公司），于 1992 年更名为中国电影发行放映输出输入公司，1995 年更名为中国电影公司。1998 年，中国电影公司经广电总局、国家经贸委、财政部批准吸收合并北京电影制片厂、中国儿童制片厂、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，与电影频道共同组建中国电影集团公司。中影集团在制作、发行、放映等影视领域有超过 60 年的发展历史，对中影股份的发展起着至关重要的作用，广电总局是公司的实际控制人。其余七家公司背后均有政府、国资委、各大电台背景，国资阵容庞大。

图表 2：中影股份发展历程



来源：招股书，中泰证券研究所

成功 IPO，发展迎来新契机

- 中影股份首次公开发行，以每股 8.92 元的价格向社会公开发行不超过 46,700 万股，占发行后总股本的 25.01%，预计募集资金总额 416,564 万元，扣除 7269.71 万元发行费用后，预计募集资金净额为 409,294.29 万元。

图表 3: 中影股份本次 IPO 前后的股权变化



来源: 招股书, 中泰证券研究所

- 公司本次 IPO 一方面为核心电影业务募集项目资金; 另一方面为公司扩张搭建资本平台, 提高融资能力。公司本次募集资金投资项目主要用于补充影视剧业务运营资金、数字影院投资项目、数字放映推广、购买影院片前广告运营权等方向。将进一步加强影视制片制作、电影放映、影视服务、电影发行业务的发展与布局。公司发展迎来新契机。

图表 4: 本次 IPO 募集资金投向 (亿元)

序号	募集资金投资项目	项目总投	使用募集资金	项目投资进度		
				T+1 年	T+2 年	T+3 年
1	补充影视剧业务运营资金项目	11.84	11.84	3.41	4.23	4.19
2	数字影院投资项目	12.74	7.06	3.06	2.51	1.5
3	数字放映推广应用项目	1.33	14.33	4.3	5.12	4.91
4	购买影院片前广告运营权项目	2.4	2.4	1.2	1.2	-
	偿还 2007 中影集团企业债券本金及最后一期利息	5.31	5.31	-	-	5.31
	合计	46.62	40.94	11.97	13.06	15.91

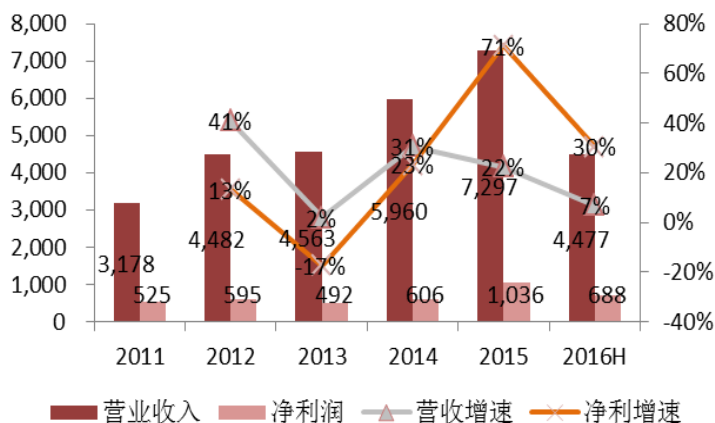
来源: 招股书, 中泰证券研究所

### 业务结构稳定, 盈利稳中有升

- 2015 年, 公司实现营业收入 72.97 亿元, 同比增长 22.42%, 净利润 10.36

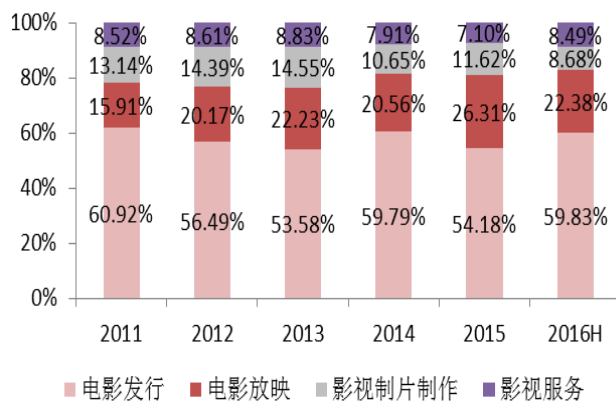
亿元,同比增长 71.07%。公司成立以来,除了在 2013 年营收出现 1.82% 的较低增长幅度,以及净利的负增长,其他年份营收均保持 20% 以上的高速增长。由于电影行业自身的特点,公司营收及净利增速并不稳定。从结构上来看,电影发行及电影放映贡献了营收的 8 成以上份额。

图表 5: 中影股份营收及净利情况 (单位: 百万元)



来源: 招股书, 中泰证券研究所

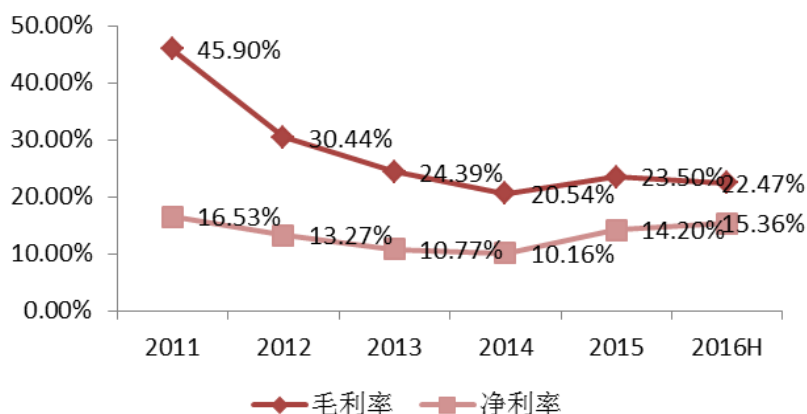
图表 6: 中影股份营收结构



来源: 招股书, 中泰证券研究所

- 公司 2015 年毛利率为 23.5%, 净利率 14.2%, 2016 上半年毛利率为 22.47%, 净利率 15.36%。从近几年的情况来看, 毛利率从公司成立以来不断下降, 近两年已趋于稳定, 净利率先抑后扬, 也趋于稳定。我们认为毛利率下降主要因为近两年电影市场快速发展, 在电影发行及电影放映领域的竞争日趋激烈。影视制片及制作业务不确定性通常较大, 因此毛利水平不稳定。

图表 7: 中影股份整体毛利率及净利率情况



来源: 招股书, 中泰证券研究所



**图表 8：中影股份各业务毛利率情况**

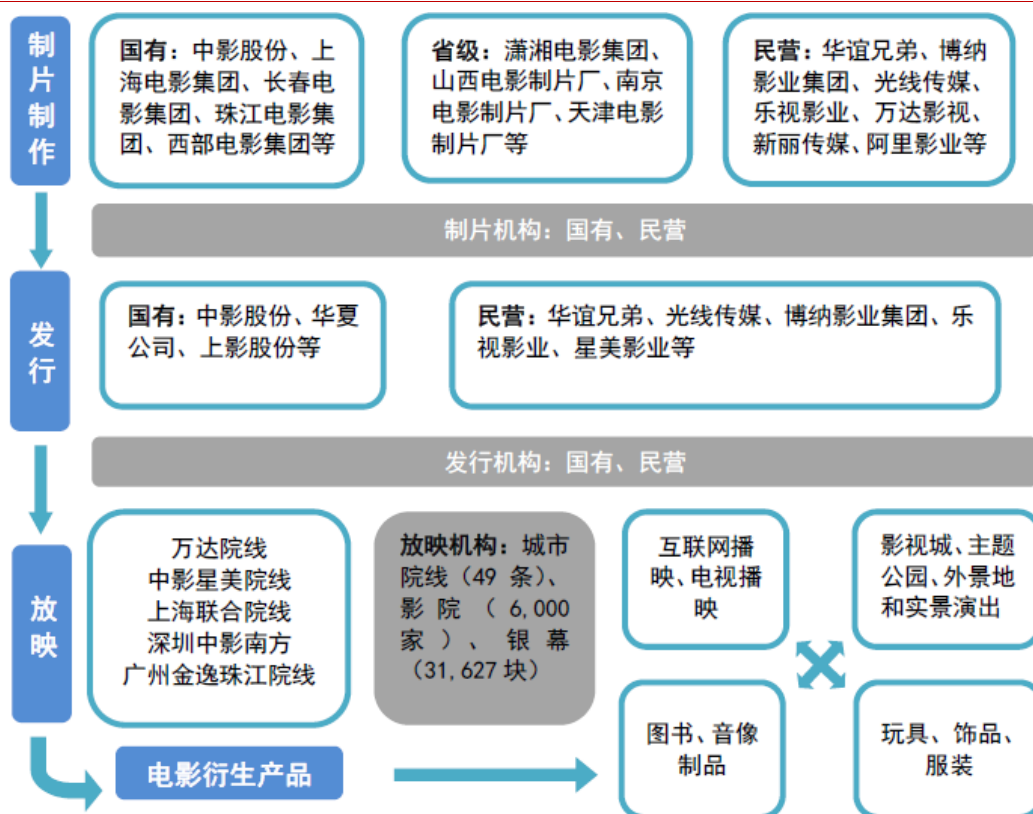
主营业务	20 1	2012	2013	2014	015	016H
电影发行	43.50%	30.78%	23.63%	22.82%	24.37%	25.22%
电影放映	92.48%	25.04%	20.39%	21.29%	28.2%	25.86%
影视制片制作	21.70%	4.56%	33.45%	1.43%	5.48%	-7.79%
影视服务	7.83	18.94%	19.73%	20.16%	24.71%	21.59%

来源：招股书，中泰证券研究所

## 行业发展仍具潜力，整合趋势明显

产业链延伸整合趋势明显，进入壁垒相对较高

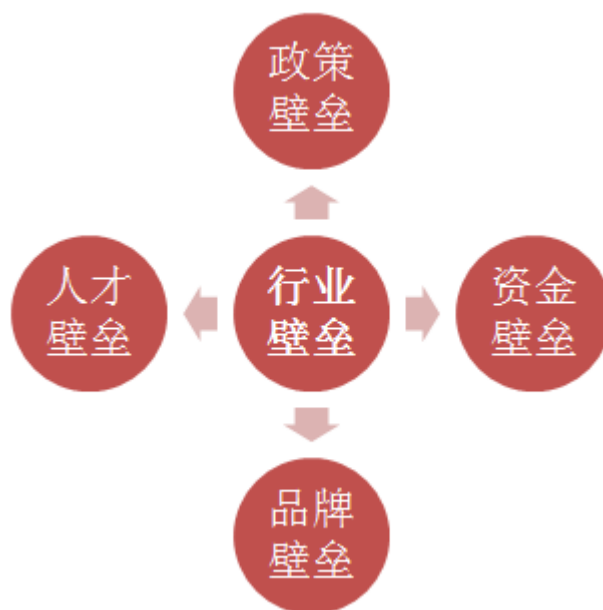
- 由管制到充分竞争。**我国电影行业过去一直属于国家管制行业，近年来随着文化体制改革的不断深入和监管环境的日趋宽松，电影行业的市场格局由最初的国有企业垄断市场逐步发展为国有和民营企业充分参与竞争，包括华谊兄弟、博纳影业集团、光线传媒等在内的民营电影企业正逐步发展壮大为国内电影行业的重要力量，这不但在很大程度上改变了电影行业的竞争格局，也推动了整个电影行业市场化水平的不断提高。

**图表 9：我国电影产业链布局及主要参与者分布**


来源：招股书，中泰证券研究所

- **整合趋势日益明显。** 为了通过整合全产业链资源以强化盈利能力和对产业链各资源要素的控制能力，以此发挥各产业环节的协同效应、增强市场竞争力，国内电影行业中实力较强的企业纷纷开始全面介入上游的内容制作、中游的宣传发行、下游的院线影院终端放映和衍生品产业投资之中，使得整个电影产业链的整合趋势日益明显。
- **行业壁垒相对较高。** 虽然电影行业市场化程度越来越高，但是依然拥有较高的壁垒。主要包括政策壁垒、资金壁垒、品牌壁垒、人才壁垒等。其中政策壁垒与资金壁垒是主要壁垒。

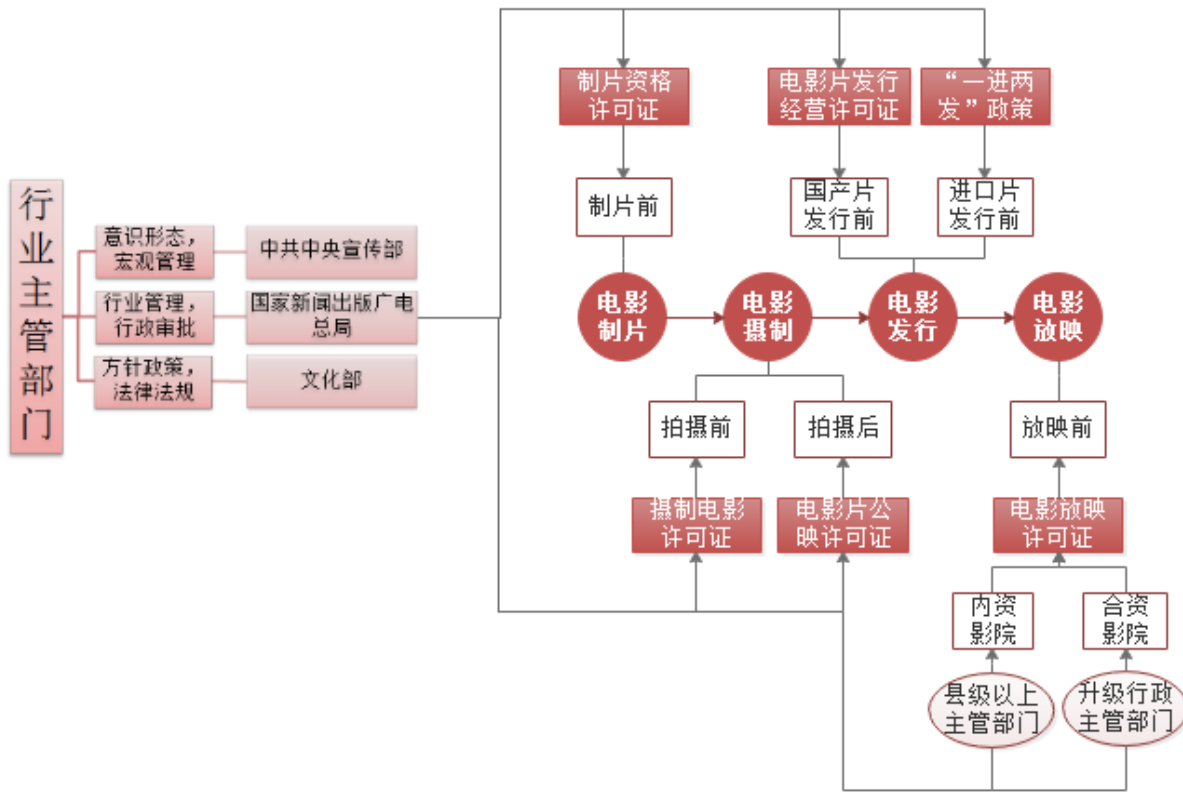
**图表 10：电影行业主要壁垒**



来源：中泰证券研究所

- **政策方面，广电总局对电影全产业链实行全方位监管。** 从电影制片前的制片资格许可，摄制前摄制许可和摄制后公映许可，国产片发行前的发行经营许可和进口片发行的“一进两发”规定，到放映前的放映许可，对影片相关资格和内容的审核渗透了从投资到推入市场的各个环节。
- **资金方面，产业链各环节均成本高昂。** 影视制作企业和放映企业普遍存在前期需要投入昂贵的器材、设备等固定资产的问题，而对于制片企业来说，剧本购买和主创团队的薪酬更是连年递增，影片整体投资过亿已属司空见惯。潜在进入者面临着巨大的投资风险，若失败退出则需承担高额的投资损失。

图表 11：行业主管部门及产业链政策监管环节示意

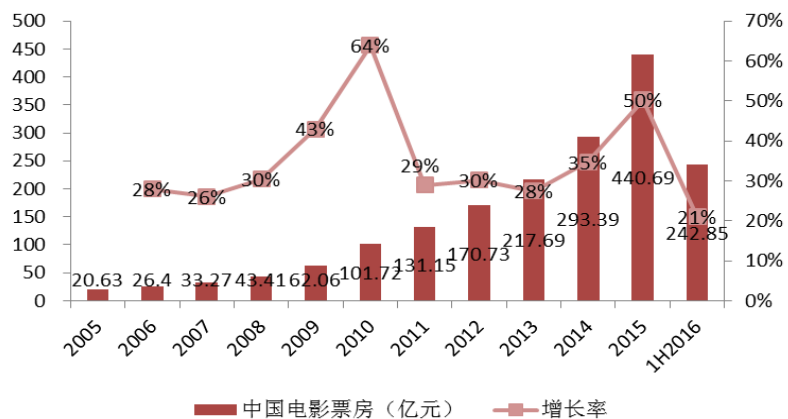


来源：招股书，中泰证券研究所

电影市场保持高速增长，未来增速呈现放缓趋势

- 中国电影票房保持快速上升趋势，增速可能逐步放缓。我国国内电影票房从 2005 年的 20.63 亿元增长至 2015 年的 440.69 亿元，增幅超过 20 倍。2012 年，我国电影票房收入为 170.73 亿元，使得中国电影市场成为仅次于北美的全球第二大电影市场。而 2016 上半年电影票房比增长 21%，这与前几年 30% 以上的增速相比，吸金增速明显减慢。

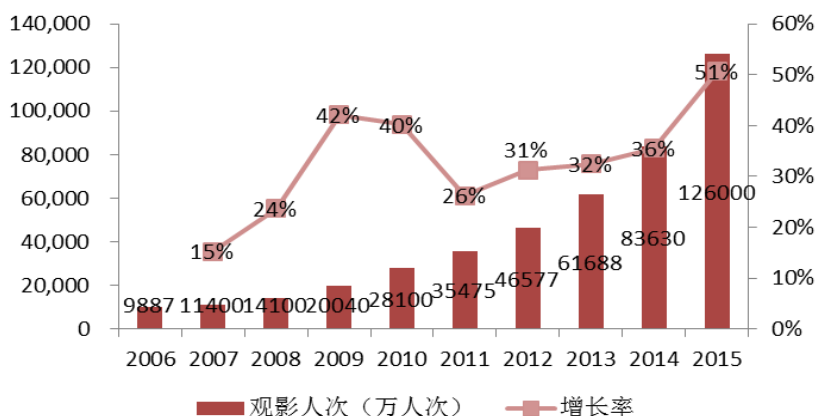
图表 12：中国电影票房收入及增速



来源：招股书，中泰证券研究所

- **票房提升得益于观影人次持续增长以及人均票价一定程度的提升。**我国城市电影院线观影人次从 2006 年的 0.99 亿增长到 2015 年的 12.60 亿，增幅达 1174.40%。2007 年至 2015 年，全国城市院线电影平均票价由 24.46 元逐步提高至 34.94 元。《阿凡达》、《钢铁侠》、《复仇者联盟》等 3D、IMAX 影片的上线公映，在一定程度上推高了电影票价，但网络售票、银幕数量增多、二三线城市影院建设加速等诸多因素对平抑电影票价起了一定作用。

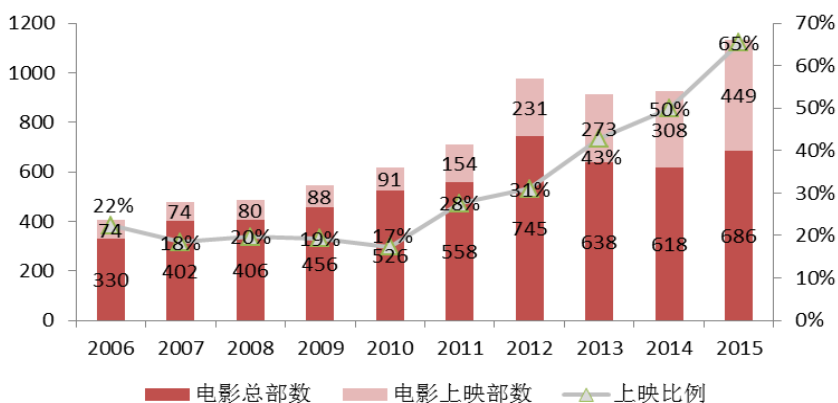
**图表 13：我国城市电影院线观影人次增长情况**



来源：招股书，中泰证券研究所

- **影片数量趋于稳定，从追求数量到重视质量。**在数量方面，以 2012 年为分界点，国产故事片产出总部数开始从稳步增长变为减量减速，国产片从数量竞争开始步入到单片产出效果和票房竞争阶段，提高产能利用率成为关键。作为电影生产的最后一个环节，院线上映成为衡量影片投资回报的基本要素，国产片上映比例已从 2010 年不足 20% 的低谷阶梯式上涨至 65%。投资制片方开始关注除票房外的增长潜力和增长原因等软性指标。国内市场呈现出电影生产数量趋于稳定，上映率不断上升的趋势。

**图表 14：电影生产数量趋于稳定，上映率不断上升**

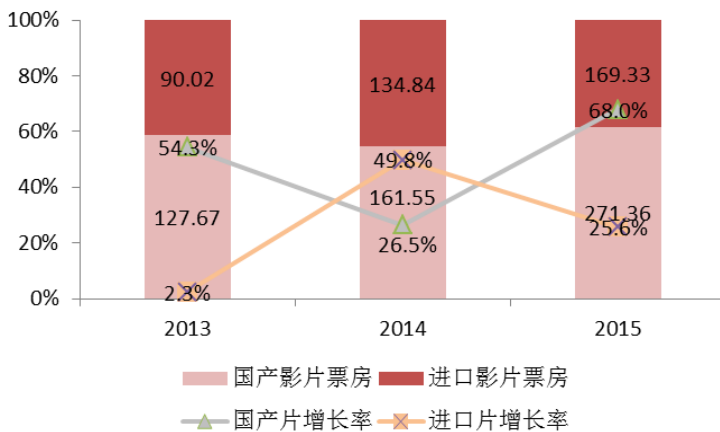


来源：艺恩网，中泰证券研究所

■ 国产影片票房占比提高，整体质量仍待提升。

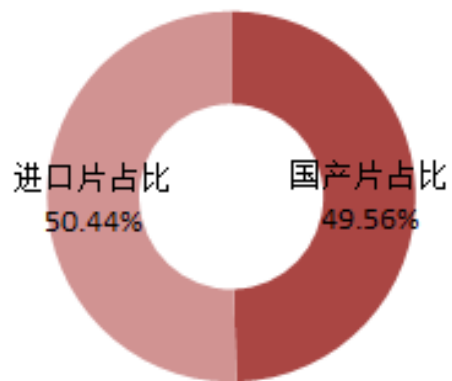
- 国产片体量在增加且总体票房表现趋于乐观。2015 年我国出产国产故事片 686 部，较之 2014 年的 618 部增长了 11%，平均每月有超过 13 部国产影片上映，国产片共实现票房 271.38 亿元，总票房占比为 61.58%，较之 2014 年的总票房占比 54.51%，提升约 7 个百分点，国产片在国内电影市场上的市占份额有较大提升。
- 优质国产片数量有待进一步提升。在 2016 年上半年度票房前十的影片中，国产片票房占比为 50.44%，进口片票房占比 49.56%，两者基本持平。在 2015 年我国生产的 686 部故事影片中，票房过亿国产影片仅 47 部，这 47 部影片的票房为国产片总票房的 86.93%。客观反映了整体上国产影片与进口影片的票房表现基本势均力敌，但是国产影片票房顶部分布过于集中，优质影片体格较小，国产片整体质量有待进一步提高，未来国产片市占率仍需更多优质影片来进一步提升。

图表 15: 近三年国产与进口片票房、占比及增长情况 (单位: 亿元)



来源: 招股书, 中泰证券研究所

图表 16: 2016 年上半年度票房前十中国产片与进口片占比

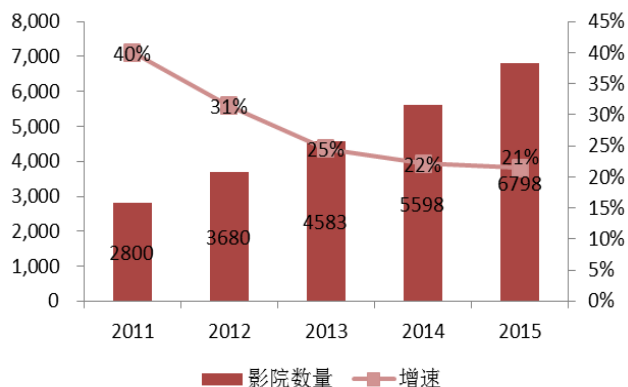


来源: 招股书, 中泰证券研究所

影院与银幕扩张红利递减，院线集中度进一步提升

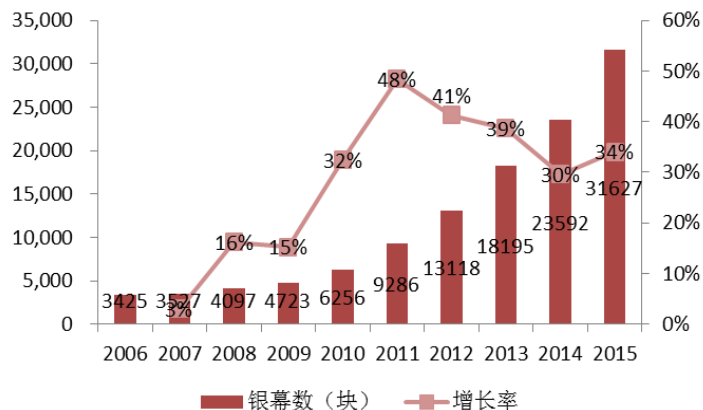
- 影院与银幕快速增长，扩张红利递减。2006 年以来，随着我国电影院线制改革的逐步深入及产业结构不断升级，城市影院与银幕建设速度不断加快。2013 年，全国新增银幕 5,077 块，平均每天新增 13.9 块银幕，是 2012 年增长速度的 1.32 倍。2014 年，全国新增银幕 5,397 块，平均每天新增 14.8 块银幕，是 2013 年增长速度的 1.06 倍。2015 年，全国新增银幕 8,035 块，平均每天新增 22.0 块银幕，是 2014 年增长速度的 1.49 倍。截至 2015 年末，我国可统计票房影院数量已超 6,000 家，银幕总数已达 31,627 块。根据艺恩咨询统计，2015 年新建影院对于增量票房的贡献仅 25%，老影院贡献度占比上升。未来依靠影院扩张吸纳人次增长的红利减弱。

图表 17: 全国影院数量及增速



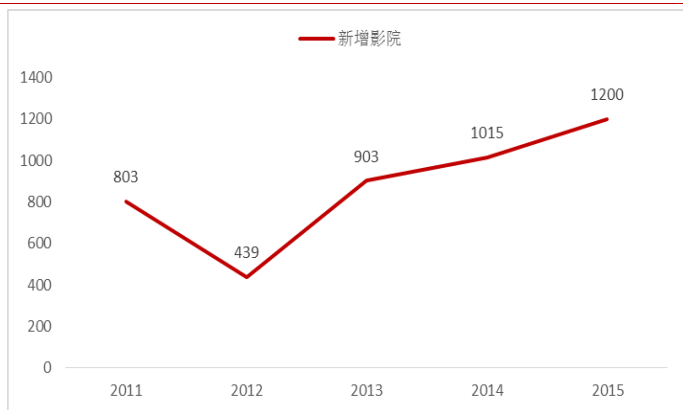
来源: 招股书, 中泰证券研究所

图表 18: 全国银幕数量及增速



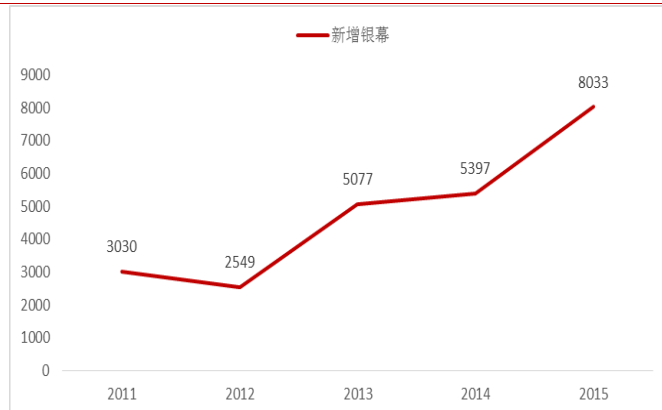
来源: 招股书, 中泰证券研究所

图表 19: 全国每年新增影院数



来源: 招股书, 中泰证券研究所

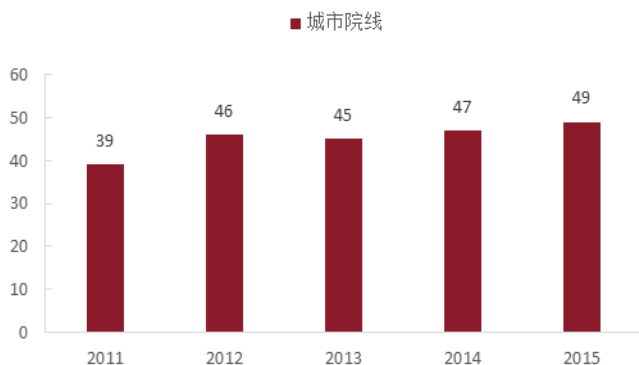
图表 20: 全国每年新增银幕数



来源: 招股书, 中泰证券研究所

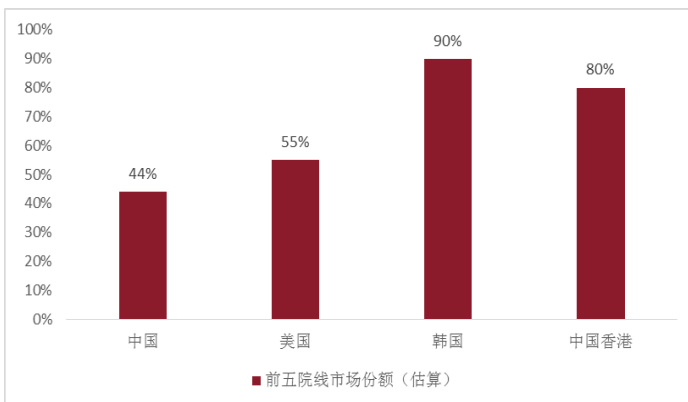
- 院线数量趋于稳定, 集中度将进一步提升。近年来我国电影院线市场发展迅速, 截至 2015 年末, 国内城市电影院线总数已达 49 条。2015 年, 我国票房收入在 1 亿元以上的城市电影院线已达 38 条。目前我国院线与成熟市场相比集中度偏低。前十大院线市占率在 66% 左右; 前四大院线市占率不到 40%。北美市场前 4 大院线市占率近 60%; 韩国前 3 大院线市占率超 90%; 澳洲前 2 大院线市占率近 50%。

图表 21: 城市院线数量



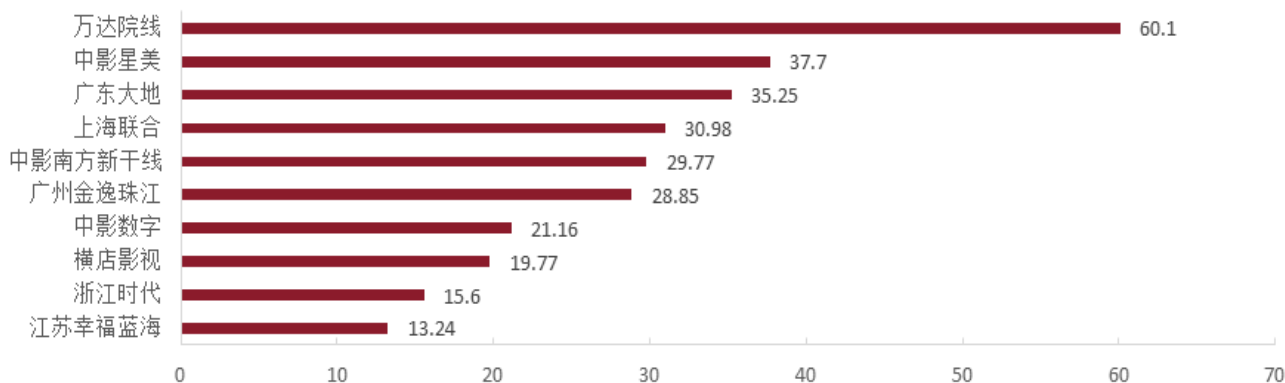
来源: 招股书, 中泰证券研究所

图表 22: 中国与其他地区前五大院线市占率对比



来源: 招股书, 中泰证券研究所

图表 23: 2015 年国内前十大院线票房情况



来源: 招股书, 中泰证券研究所

图表 24: 国内前十五大院线情况对比

序号	院线名称	总票房 (亿元)	占全国比重	平均票价	上座率	影院数	单影院平均票房 (万元)	银幕数
1	万达院线	60.1	13.66%	40.8	23.93%	240	2705.5	2133
2	中影星美	37.7	8.57%	35.3	19.83%	462	1079.7	2189
3	广东大地	35.25	8.01%	30.8	16.39%	572	612.3	3003
4	上海联合	30.98	7.04%	36.5	19.69%	276	1113.8	1622
5	中影南方新干线	29.77	6.77%	35.9	16.9 %	382	776.9	2166
6	广州金逸珠江	28.85	6.56%	36.4	15.98%	283	1021.4	1588
7	中影数字	21.16	4.81%	33.5	13.57%	417	505.8	2193
8	横店影视	19.77	4.9%	31.5	18.33%	224	882.2	1411
9	浙江时代	15.6	3.55%	34	17.44%	188	829.3	1192
10	江苏幸福蓝海	13.24	3.01%	34.2	19.28%	135	1006.9	783
11	四川太平洋	12.4	2.82%	33.9	22.41%	147	902.1	800
12	北京新影联	12.2	2.77%	33.2	13.99%	110	1119	645
13	北京华夏联合	12.2	2.77%	38.5	17.21%	255	536	1324

14	重庆保利万和	10.6	2.41%	36.4	16.37%	113	953	672
15	时代今典	9.9	2.25%	31.2	12.83%	231	442	1137

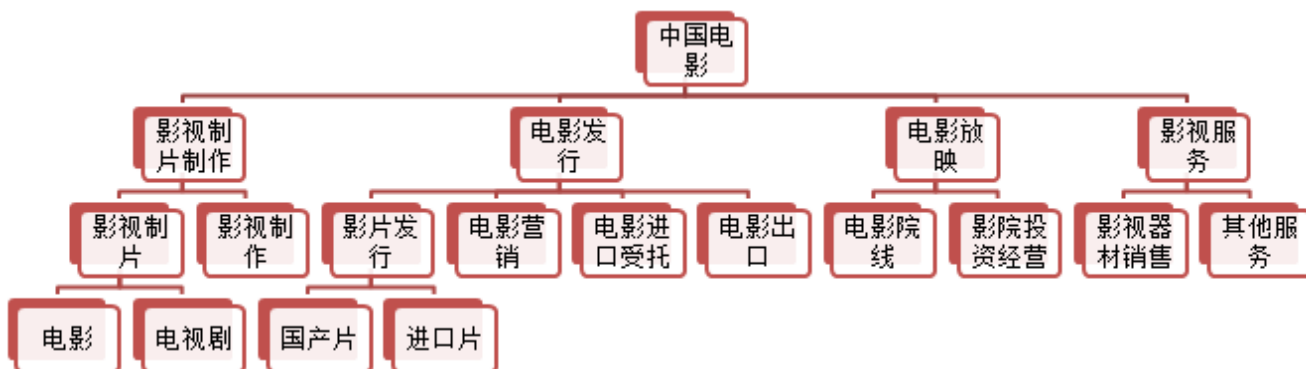
来源：招股书，中泰证券研究所

## 全产业链布局，竞争优势明显

### 产业链布局完善，各业务协同发展

- 中影股份主营业务包含“制片+发行+放映+服务”，拥有最为完整的产业链体系，覆盖我国电影行业的涉及影视制片、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。目前共拥有 4 家二级分公司、12 家二级全资子公司、5 家二级控股子公司、106 家三级控股子公司，其中影视制片制作板块拥有 6 家，电影发行板块拥有 10 家，电影放映板块拥有 15 家，影视服务板块拥有 7 家。

图表 25：中影股份主营业务范围



来源：招股书，中泰证券研究所

- 影视制片制作业务：主要包括影视制片与影视制作两项业务，在总营收中占比 10%左右。2013~2015 年收入分别为 6.64 亿 (+2.94%)、6.35 亿 (-4.4%)、8.48 亿 (+33.5%)，占主营业务收入比例分别为 14.7%、10.8%和 11.7%，毛利率分别为 33.5%、1.4%和 5.5%。在公司毛利水平最低的业务。

图表 26：中影股份影视制片制作业务构成及相关数据（单位：百万元）

业务	2013			2014			2015			营收 CAGR
	营收	增速	毛利率	营收	增速	毛利率	营收	增速	毛利率	
影视制片制作业务	664	2.9%	33.5%	635	4.4%	1.4%	848	33.5%	5.5%	13.0%
影视制片	380	20.1%	40.2%	436	14.8%	15.1%	657	50.0%	14.5%	14.8%
影视制作	284	-13.6%	24.5%	198	-30.1%	-27.7%	191	-3.8%	-25.4%	-18.0%

来源：招股书，中泰证券研究所

- 影视制片业务：是指以影视剧的投资为核心，围绕剧本、导演、演



员、制片团队、制作成本和周期、宣发方案进行论证和决策，并对影视剧的艺术质量、技术质量、成本周期、安全环保等方面承担管理职责的业务。2013~2015 年影视制片业务收入分别为 3.80 亿（+20.13%）、4.36 亿（+14.8%）、6.57 亿（+50.5%），占影视制片制作业务收入比例分别为 57.2%、68.7%和 77.5%，毛利率 40.2%、15.1%和 14.5%。影视制片业务类型包括电影制片、电视剧制片和动画片制片，其中以电影作品为主。

- 1) **电影制片**：公司在影视制片方面取得较快发展，创作生产的电影数量及票房表现等方面均保持行业领先。
  - a) 2013 年至 2015 年，公司主导或参与创作生产的影片合计占全国故事和动画影片总产量的 **3.20%**，代表作品主要包括《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》等。
  - b) 2013 年至 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%。2016 年上半年，公司延续强势表现，出品并投放市场的各类影片 12 部，实现票房收入 73.96 亿元，占全国同期影片票房总额的 30.09%，其中《美人鱼》更是刷新了华语电影票房纪录。

**图表 27：中影股份主导或参与创作的影片数量及市场份额（部）**

制片数量	2013	2014	2015	合计
公司制片数量	24	15	27	66
全国制片数量	667	658	737	2062
公司制片产量份额	3.6%	2.3%	3.7%	3. %

来源：招股书，中泰证券研究所

**图表 28：中影股份参与创作生产票房过亿国产影片情况**

年份		2013	2014	2015	合计
公司参与创作过 亿国产影片	数量(部)	6	4	8	18
	票房(亿元)	23	25	29	77
全国创作票房过 亿国产影片	数量(部)	32	36	47	115
	票房(亿元)	98	131	236	465
市场份额	数量	18.8%	11.1%	17.0%	15.7%
	票房	23.7%	19.2%	12.1%	16.5%

来源：招股书，中泰证券研究所

- c) **公司创作生产的主旋律影片占据国内电影市场主导地位**。公司投拍了《建国大业》、《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《建国大业》在 2009 年实现票房 4.16 亿元，在当年国产影片中票

房排名首位。《建党伟业》在 2011 年国产影片中票房排名第 2，《百团大战》于 2015 年上映并实现票房 4.12 亿元，使革命历史传记题材电影实现系列化、类型化、品牌化发展。

2) 电视剧制片：近三年共投资拍摄电视剧 14 部，521 集，代表作有《裸婚之后》、《武媚娘传奇》、《恋恋不忘》等，均获得较高的收视率和良好的市场口碑。

➤ **影视制作业务**是指向影视剧生产提供摄影、照明、美术置景、服化道、摄影棚租赁、画面、声音、特效制作、数字放映母版制作、译制、影片素材等方面的服务。2013~2015 年影视制作业务收入分别为 2.84 亿 (-13.61%)、1.98 亿 (-30.1%)、1.91 亿 (-3.8%)，占影视制片制作业务收入比例分别为 42.8%、31.2%和 22.5%，毛利率为 24.5%、-28.7%和-25.4%。近些年，随着技术的发展，数字电影逐步取代胶片电影成为主流，公司部分原有业务出现萎缩与亏损，公司正积极推进相关业务的升级与淘汰，例如将洗印分公司进行注销。

1) 公司通过中影数字基地开展影视制作业务。2013~2015 年公司共为 306 部故事影片、32 部动画片、105 部纪录片及科教片，共计 443 部电影作品提供制作服务。代表作品包括《狼图腾》、《长城》、《老炮儿》、《智取威虎山》、《一步之遥》、《西游记之大闹天宫》、《私人订制》、《致我们终将逝去的青春》、《中国合伙人》、《厨子、戏子、痞子》等。此外，本此外公司还为 137 部电视剧及 139 条广告提供制作服务。

2) 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，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。

■ **电影发行业务**：主要包括电影发行业务、电影营销业务、电影进口受托业务、电影出口业务。2013~2015 年收入分别为 24.45 亿 (-3.42%)、35.64 亿 (+45.7%)、39.53 亿 (+10.9%)，占主营业务收入比例分别为 54.0%、60.5%和 54.6%，毛利率分别为 23.6%、22.8%和 24.4%。

**图表 29：中影股份电影发行业务构成及相关数据（单位：百万元）**

业务	2013			2014			2015			营收 CAGR
	营收	增速	毛利率	营收	增速	毛利率	营收	增速	毛利率	
电影发行业务	2445	-3.4%	23.6%	3564	45.7%	21.3%	3953	10.9%	24.5%	27.2%
发行	2213	-5.7%	23.1%	3382	52.8%	22.8%	3703	9.5%	23.7%	29.4%
营销宣传	232	25.1%	28.5%	182	-21.7%	24.3%	251	37.8%	34.8%	3.8%

来源：招股书，中泰证券研究所

➤ **电影发行**：电影发行方从电影制片方或其授权方取得影片发行权，电影院线从电影发行方取得影片一定时期内在该院线所属影院的放映权，并分发到所属影院使影片得以呈现于观众的活动。

2013~2015 年电影发行业务收入分别为 22.13 亿(-5.68%)、33.82 亿(+52.8%)、37.03 亿(+9.5%)，占电影发行业务收入比例分别为 90.5%、94.9%和 93.7%，毛利率为 23.1%、22.8%和 23.7%。

1) **国产影片发行领域：公司拥有每年上百部影片的发行能力。**近 3 年公司通过独立发行、联合发行、代理发行与协助发行等多种方式，共主导或参与发行国产影片 790 部，实现票房 327.42 亿元，占全国近 3 年国产影片票房总收入的 58.4%。2013~2015 年公司主导或参与发行国产影片数量分别为 209 部、263 部和 318 部，实现票房分别为 119 亿、98 亿和 111 亿，其中过亿影片数量分别为 32 部、25 部和 47 部，占比分别为 100.0%、69.4%和 100.0%。公司主导或参与发行的有影响力的国产影片包括《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。

**图表 30：中影股份国产片发行概况**

国产影片发行		2013	2014	2015	合计
公司发行（含联合发行）国产片	数量（部）	209	263	318	790
	票房（亿元）	119.05	97.57	110.8	327.42
国产影片总票房（亿元）		127.67	161.55	271.36	560.58
公司发行国产片票房占比		93.2%	60.4%	40.8%	58.4%
公司发行票房过亿国产影片数		32	25	47	104
全国过亿国产影片数		32	36	47	115
公司发行过亿国产片数量份额		100.0%	69.4%	100.0%	90.4%

来源：招股书，中泰证券研究所

2) **进口影片发行领域：公司为国内仅有能够开展进口影片发行业务的两家公司之一。**近 3 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，占全国近 3 年进口影片票房总收入的 58.1%；2013~2015 年公司主导或参与发行进口影片数量分别为 71 部、77 部和 75 部，实现票房 59 亿、81 亿和 89 亿，票房占比分别为 65.3%、60.4%和 52.4%；其中过亿影片数量分别为 27 部、30 部和 33 部。公司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 年公司发行的《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》均位列当年进口影片票房首位。

图表 31: 中影股份进口片发行概况

进口影片发行		2013	2014	2015	合计
公司主导或参与发行进口片	数量(部)	71	77	75	223
	票房(亿元)	58.79	81.42	88.71	228.92
进口影片总票房(亿元)		90.02	134.84	169.33	394.19
公司发行进口片票房占比		65.3%	60.4%	52.4%	58.1%
公司发行票房过亿进口影片数		32	25	47	104
全国过亿进口影片数		32	36	47	115
公司发行过亿进口片数量份额		100.0%	69.4%	100.0%	90.4%

来源: 招股书, 中泰证券研究所

图表 32: 中影股份进口片收入及毛利情况(单位: 亿元)

项目	2013 年	2014 年	2015 年
发行进口影片收入	16.66	27.77	32
占发行收入比例	68.13%	77.92%	79.74%
占营业收入比例	36.50%	46.59%	43.86%
发行进口影片毛利	2.58	4.14	6.37
占发行毛利比例	44.70%	50.84%	65.48%
占总毛利	23.20%	33.77%	37.17%

来源: 招股书, 中泰证券研究所

- > **影片营销宣传:** 影片的宣传策划、商务开发和版权经营等业务。2013~2015 年影片营销宣传业务收入分别为 2.32 亿 (25.11%)、1.82 亿 (-21.7%)、2.51 亿 (+37.8%), 占电影发行收入比例分别为 9.5%、5.1%和 6.3%, 毛利率为 28.5%、24.3%和 34.8%。公司通过发行分公司和营销分公司开展电影营销业务, 2013~2015 年共在 155 部国产及进口影片中利用植入式广告、贴片广告等方式代理发布 535 条各类广告; 在 87 家影院投放 360 台兼具电影票销售及广告发布功能的售票终端广告媒体机。截至 2015 年末公司共从事 142 部影片的版权经营工作。
- **电影放映业务:** 主要包括电影院线业务与影院投资经营业务。2013~2015 年分别为 10.15 亿(+12.2%)、12.26 亿(+20.8%)、19.20 亿(+56.7%), 占主营业务收入比例分别为 22.4%、20.8%和 26.5%, 毛利率分别为 20.4%、21.3%和 24.4%。占全国电影放映收入的比例分别为 8.9%、8.2%和 8.6%。

图表 33: 中影股份电影放映业务构成及相关数据(单位: 百万元)

业务	2013			2014			2015			营收 CAGR
	营收	增速	毛利率	营收	增速	毛利率	营收	增速	毛利率	
电影放映业务	1014	12.2%	20.4%	1226	20.8%	21.3%	1920	56.7%	28.0%	37.6%
院线	77	13.7%	87.1%	89	15.0%	91.3%	137	53.8%	89.8%	33.0%
影院	937	-3.2%	14.9%	1137	21.3%	15.8%	1783	56.9%	23.3%	37.9%

来源: 招股书, 中泰证券研究所

- > **电影院线业务:** 电影院线制是我国电影放映行业所采用的一种特殊的经营模式, 影片发行方直接向电影院线发行影片, 电影院线统一向旗下影院供片的发行模式。2013~2015 年收入分别为 0.77 亿 (+13.7%)、0.89 亿 (+15.0%)、1.37 亿 (+53.8%), 占电影放映业务收入比例为 7.6%、7.3%和 7.1%, 毛利率为 87.1%、91.3%和 89.8%。

- 1) 公司共控股 3 家院线公司, 分别为中影星美院线、深圳中影南方和中影数字院线; 参股 4 家院线公司, 分别为北京新影联、四川太平洋、辽宁北方和江苏东方, 覆盖全国 32 个省、自治区、直辖市的 221 个大中城市, 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%。
- 2) 2015 年末公司的控股院线共拥有加盟影院 1,323 家、银幕 6,814 块、座位 80 万个; 2013~2015 年分别实现票房 41.32 亿、55.28 亿元和 88.89 亿元, 分别占全国票房总额的 19.0%、18.7%和 20.2%。

**图表 34: 中影股份控/参股院线下属影院经营情况**

控/参股院线下属影院	2013		2014		2015	
	数量	全国占比	数量	全国占比	数量	全国占比
影院数量 (家)	638	16.6%	921	18.9%	1323	20.4%
银幕数量 (块)	3483	19.1%	4767	20.2%	6814	21.5%
票房收入 (百万元)	4132	19.0%	5528	19.7%	8889	20.2%
观影人次 (百万人次)	118	19.0%	158	18.0%	254	20.2%
放映场次 (万场)	494	19.0%	674	18.5%	990	18.2%

来源: 招股书, 中泰证券研究所

**图表 35: 中影股份控股院线概况**

控股院线	2013			2014			2015		
	票房收入	票房份额	排名	票房收入	票房份额	排名	票房收入	票房份额	排名
中影星美	1838	8.4%	3	2445	8.3%	2	3812	8.6%	2
深圳中影南方	1543	7.1%	5	1982	6.7%	6	2976	6.8%	5
中影数字院线	750	3.4%	10	1100	3.7%	8	2102	4.8%	7
合计	4131	19.0%		5527	18.7%		8890	20.2%	

来源: 招股书, 中泰证券研究所

- **影院投资经营业务:** 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)。2013~2015 年收入分别为 9.37 亿 (-3.2%)、11.37 亿 (+21.3%)、17.83 亿 (+56.9%), 占电影放映业务收入比例为 92.4%、92.7%和 92.9%, 毛利率为 14.9%、15.8%和 23.3%。公司共拥有 99 家控股影院和 13 家参股影院, 下属控股影院共拥有 658 块银幕和 10 万个座位, 控股影院银幕数占全国银幕总数的 2.1%。全资及控股影院 2013~2015 年分别实现票房 8.77 亿、11.46 亿和 17.06 亿, 占全国票房总额的比例分别为 4.0%、3.9%和 3.9%。

**图表 36: 中影股份全资和控股影院概况**

全资/控股影院	2013		2014		2015	
	数量	全国占比	数量	全国占比	数量	全国占比
影院数量(家)	73	1.9%	89	1.8%	99	1.5%
银幕数量(块)	506	2.8%	637	2.7%	658	2.1%
票房收入(百万元)	877	4.0%	1146	3.9%	1706	3.9%
观影人次(百万人次)	27	4.3%	34	3.9%	51	4.0%
放映场次(万场)	74	2.8%	92	2.6%	118	2.2%

来源：招股书，中泰证券研究所

- 影视服务业务：主要包括影视器材销售业务及其他影视服务业务。2013~2015 年收入分别为 4.03 亿 (+4.37%)、4.71 亿 (+17.0%)、5.18 亿 (+9.9%)，占主营业务收入比例分别为 8.9%、8.0%和 7.2%，毛利率分别为 19.7%、20.2%和 24.7%。

图表 37：中影股份影视服务业务构成及相关数据（单位：百万元）

业务	2013			2014			2015			营收 CAGR
	营收	增速	毛利率	营收	增速	毛利率	营收	增速	毛利率	
影视服务业务	403	4.4%	19.0%	471	17.0%	20.2%	518	9.9%	24.7%	13.4%
设备供应	376	3.1%	23.1%	429	58.6%	21.1%	490	11.9%	23.6%	12.9%
咨询服务	27	25.9%	-27.5%	43	14.0%	11.2%	38	9.9%	38.2%	19.2%

来源：招股书，中泰证券研究所

- 影视器材销售业务主要是指摄影机、拍摄灯具等影视摄制器材，影视后期制作设备，数字放映系统、音响设备等电影放映器材的销售、安装调试及售后服务。2013~2015 年收入分别为 3.76 亿 (+3.12%)、4.29 亿 (+14.0%)、4.80 亿 (+11.9%)，占影视服务业务收入比例为 93.3%、91.1%和 92.7%，毛利率为 23.1%、21.1%和 23.6%。公司主要通过中影器材和珠海中影开展影视器材销售业务。公司与电影科研机构研发的中国巨幕系统，打破了 IMAX 等公司在高技术格式电影领域的垄断。
- 影视咨询业务：电影票房监察、影视信息咨询、演艺经纪服务等业务。2013~2015 年收入分别为 0.27 亿 (+25.89%)、0.43 亿 (+58.6%)、0.38 亿 (-10.4%)，占影视服务业务收入比例为 6.7%、8.9%和 7.3%，毛利率为-27.5%、11.2%和 38.2%。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。

### 品牌、资源、政策铸就强大竞争优势

- 品牌及资源整合优势。作为我国电影行业的龙头企，“中影”品牌对整个中国电影市场具有强大的影响力和号召。中影集团为新中国三大电基地之一，吸引了大批优秀电影人才，也成为包括好莱坞在内的众多国际著

名机构和企业在中国的首选合作伙伴。公司领衔出品的《建国大业》汇聚国内外一线知名演员 170 余位，取得巨大成功，公司成为主旋律影片市场化运作的典范和标杆。公司资源整合能力在电影行业首屈一指。

- **产业链优势。**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，有利于全产业链的规模化与集约化经营，实现资源的良性循环和业务的全面、可持续发展。**全产业链经营使公司具备单环节经营者不具备的协同优势。**在电影产业链上各项业务的一体化经营，使得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。
- **政策壁垒下的渠道优势。**国家进口影片实行“一家进口、两家发行”的政策，公司与华夏两家独占国内进口电影发行市场。进口影片国内发行收入对公司营收和毛利具有较大贡献，2013 年到 2015 年营收占比为 36.50%、46.59%、43.86%。毛利率占比为 23.20%、33.77%、37.17%。
- **体系内优势。**公司的实际控制人是广电总局。广电总局作为整个影视行业监管者，通过对影视作品从制片制作到发行放映的层层审核，起到把控全局的重要作用。对广电总局的内部运作流程及相关审核要求十分熟悉，对社会主义主旋律和影视市场未来发展的把握更加清晰，有利于公司降低政策风险和营运成本，使得公司具有一般民营企业不具备的体系内优势。
- **国际化优势。**公司拥有与福克斯、迪士尼、华纳、派拉蒙、梦工厂、韩国希杰、日本角川等世界 200 多个国家或地区的数百家著名电影企业的紧密合作关系。在国产影片输出方面，《梅兰芳》以 200 万美元售出日本地区影片发行版权，创造了当时国产影片发行版权销售的最高记录；《一代宗师》于 2013 年 8 月在境外市场上映后，已累计收获票房 1,880.67 万美元。在合拍影片方面，公司先后与美国著名演员威尔·史密斯合作投拍影片《功夫梦》，与迪士尼公司合作投拍动画片《宝葫芦的秘密》，与美国著名媒体出版公司 IDG 合作投拍了影片《胡同里的阳光》，其中《功夫梦》在境外获得过亿美元票房。

## 盈利假设与预测

### 盈利假设

- 根据公司现有业务，我们将公司主营业务分为：电影发行、电影放映、影视制片制作、影视服务。结合公司情况，我们给出以下核心假设：
  - 假设一：电影行业相关政策，尤其是“一进两发”政策不发生重大变动。
  - 假设二：各业务毛利率保持稳定，IPO 之后业务协同性效应进一步发挥，净利率略微提升。
  - 假设三：2017 年受益于 WTO 入关谈判重启分账片配额提升，以及公司发挥上市后的资金优势，收入保持较高增长。

## 盈利预测

- 我们预测中国电影 2016-2018 年实现收入分别为 85.96 亿元、103.82 亿元、121.21 亿元，同比增长 17.8%、20.8%、16.8%；实现归母净利润 10.25 亿元、12.55 亿元、14.82 亿元，同比增长 18.0%、22.5%、18.0%；对应 2016-2018 年发行摊薄后 EPS 分别为 0.55 元、0.67 元、0.79 元。根据公司当前股价，对应 2016-2018 年 PE 分别为 53.44 倍、43.62 倍、41.28 倍。

**图表 38：公司分项目收入预测（百万元）**

项目	2015	2016E	2017E	2018E
<b>电影发行</b>				
销售收入	3953	4665	5598	6438
增长率	11%	18%	20%	15%
<b>电影放映</b>				
销售收入	1920	2342	2928	3514
增长率	57%	22%	25%	20%
<b>影视制片制作</b>				
销售收入	848	805	926	1065
增长率	34%	-5%	15%	15%
<b>影视服务</b>				
销售收入	518	725	870	1044
增长率	10%	40%	20%	20%

来源：中泰证券研究所

**图表 39：可比公司估值比较（截止 2016 年 9 月 9 日收盘价）**

证券代码	证券简称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
002739	万达院线	11.74	833.75	71.00	1.54	2.09	2.76	46.23	34.01	25.68
300251	光线传媒	29.34	330.32	11.26	0.23	0.30	0.38	49.00	37.75	29.60
300027	华谊兄弟	27.85	354.57	12.73	0.41	0.50	0.63	31.22	25.32	20.26
600715	文投控股	16.49	403.38	24.46	0.35	0.48	0.66	70.39	50.73	37.05
300528	幸福蓝海	3.11	132.43	42.65	0.50	0.65	2.95	85.37	65.41	14.46
300104	乐视网	19.82	888.78	44.85	0.40	0.63	0.91	111.62	71.73	49.42
平均 PE								65.64	47.49	29.41

来源：中泰证券研究所



## 风险提示

- **政策风险。**若“一进两发”政策发生变化，允许其他公司参与进口片发行，会对公司业务造成较大冲击。
- **经营风险。**业务快速扩张带来的管理风险、影院选址的风险、影院物业租赁的风险、人力资源不足的风险、公共安全风险。
- **行业竞争加剧风险。**影视市场近几年快速发展，吸引众多的竞争者参与，同时有许多新传播媒体加入，使竞争加剧。
- **市场风险偏好下行风险。**现阶段，A股市场分歧较大，风险偏好有下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。

**图表 40: 中影股份财务预测**

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	4,563	5,960	7,297	8,596	10,382	12,121
增长率	1.82%	30.6%	22.4%	17.8%	20.8%	16.8%
营业成本	-3,450	-4,736	-5,582	-6,580	-7,970	-9,307
%销售收入	75.6%	79.5%	76.5%	76.5%	76.8%	76.8%
毛利	1,113	1,224	1,714	2,017	2,412	2,814
%销售收入	24.4%	20.5%	23.5%	23.5%	23.2%	23.2%
营业税金及附加	-96	-75	-106	-129	-156	-182
%销售收入	2.1%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-88	-99	-107	-129	-156	-182
%销售收入	1.9%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-359	-377	-426	-502	-607	-708
%销售收入	7.9%	6.3%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	570	673	1,075	1,257	1,494	1,742
%销售收入	12.5%	11.3%	14.7%	14.6%	14.4%	14.4%
财务费用	-4	2	33	56	153	189
%销售收入	0.1%	0.0%	-0.4%	-0.7%	-1.5%	-1.6%
资产减值损失	-69	-64	-56	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	52	40	91	100	120	144
%税前利润	7.8%	4.9%	6.7%	6.1%	6.0%	6.2%
营业利润	549	652	1,143	1,413	1,767	2,076
营业利润率	12.0%	10.9%	15.7%	16.4%	17.0%	17.1%
营业外收支	119	169	222	213	226	240
税前利润	668	821	1,365	1,626	1,993	2,315
利润率	14.6%	13.8%	18.7%	18.9%	19.2%	19.1%
所得税	-176	-215	-329	-407	-498	-579
所得税率	26.4%	26.2%	24.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	492	606	1,036	1,220	1,494	1,736
少数股东损益	63	112	168	195	239	255
归属于母公司的净利润	428	494	868	1,025	1,255	1,482
净利率	9.4%	8.3%	11.9%	11.9%	12.1%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	492	606	1,036	1,220	1,494	1,736
少数股东损益	0	0	0	195	239	255
非现金支出	566	637	671	489	489	489
非经营收益	-31	-16	-54	-313	-346	-384
营运资金变动	100	-234	358	660	445	426
经营活动现金净流	1,126	993	2,011	2,251	2,321	2,523
资本开支	669	501	462	-488	-226	-240
投资	-1	1	-419	0	0	0
其他	107	369	96	100	120	144
投资活动现金净流	-562	-131	-786	589	346	384
股权募资	154	43	18	4,101	0	0
债权募资	-15	-215	5	-320	0	0
其他	-134	-167	-148	-5	0	0
筹资活动现金净流	5	-339	-125	3,776	0	0
现金净流量	569	523	1,100	6,616	2,667	2,906

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,133	2,655	3,756	10,177	12,605	15,256
应收款项	1,298	1,580	1,592	1,775	2,144	2,503
存货	833	907	1,262	1,082	1,310	1,530
其他流动资产	108	186	384	451	499	546
流动资产	4,372	5,329	6,995	13,484	16,557	19,835
%总资产	55.1%	59.3%	64.2%	81.1%	86.2%	90.2%
长期投资	270	285	654	654	654	654
固定资产	2,697	2,776	2,652	2,171	1,683	1,194
%总资产	34.0%	30.9%	24.3%	13.1%	8.8%	5.4%
无形资产	375	426	390	106	106	106
非流动资产	3,564	3,662	3,897	3,132	2,644	2,155
%总资产	44.9%	40.7%	35.8%	18.9%	13.8%	9.8%
资产总计	7,936	8,991	10,891	16,616	19,201	21,990
短期借款	514	315	335	15	15	15
应付款项	2,986	3,377	4,247	4,933	5,971	6,972
其他流动负债	141	194	213	251	303	354
流动负债	3,640	3,886	4,795	5,199	6,289	7,342
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	346	658	653	653	653	653
负债	3,987	4,544	5,448	5,852	6,942	7,995
普通股股东权益	3,447	3,900	4,794	9,920	11,175	12,657
少数股东权益	502	547	650	845	1,084	1,338
负债股东权益合计	7,936	8,991	10,891	16,616	19,201	21,990

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.306	0.353	0.620	0.549	0.672	0.794
每股净资产 (元)	2.462	2.786	3.424	5.313	5.986	6.779
每股经营现金净流 (元)	0.804	0.710	1.437	1.101	1.115	1.215
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.42%	12.66%	18.11%	10.33%	11.23%	11.71%
总资产收益率	5.40%	5.49%	7.97%	6.17%	6.54%	6.74%
投入资本收益率	20.36%	27.26%	58.66%	-3273.89%	-116.47%	-69.62%
增长率						
营业总收入增长率	1.82%	30.61%	22.42%	17.82%	20.77%	16.75%
EBIT 增长率	-33.45%	18.20%	59.66%	16.90%	18.87%	16.64%
净利润增长率	-23.52%	15.29%	75.88%	18.00%	22.52%	18.03%
总资产增长率	20.44%	13.30%	21.13%	52.56%	15.56%	14.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	89.1	74.9	68.3	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	76.3	67.1	70.9	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	200.4	178.2	178.5	178.5	178.5	178.5
固定资产周转天数	206.2	164.6	132.7	98.9	64.6	40.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.00%	-52.62%	-62.84%	-94.40%	-102.70%	-108.90%
EBIT 利息保障倍数	145.3	-310.6	-32.8	-22.3	-9.8	-9.2
资产负债率	50.24%	50.54%	50.02%	35.22%	36.16%	36.36%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。