

日期: 2017年09月25日

行业: 传媒



极具成长性的民营院线公司

分析师: 滕文飞
Tel: 021-53686151
E-mail: tengwenfei@shzq.com
SAC 证书编号: S0870510120025
研究助理: 胡纯青
Tel: 021-53686150
E-mail: huchunqing@shzq.com
SAC 证书编号: S0870116120003

IPO 询价区间 RMB 15.45 元
上市合理估值 RMB 25.9-30.7 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 53
发行后总股本 (百万股) 453
发行数量占发行后总股本 11.7%
保荐机构 中银国际

主要股东 (IPO 前)

横店集团控股有限公司 91.00%
金华恒影投资合伙企业 (有限合伙) 9.00%

收入结构 (2017H)

电影放映 76.94%
发行 10.77%
广告 5.84%

首次报告日期: 2017年09月25日

投资要点

公司简介

公司主营业务为院线发行、电影放映及相关衍生业务。公司是国内处于行业领先且极具成长性的民营院线及影院投资公司, 公司依托横店控股影视文化产业的品牌宣传效应, 以资产联结型影院投资为主导, 在全国各层级城市快速扩张, 并提前布局三四五线城市的市场空白点, 通过自身连锁经营的优势, 不断提升公司盈利能力和品牌影响力。公司经营模式是采用资产联结为主、签约加盟为辅的方式, 所属影院分为自营影院和加盟影院两大类。公司院线对自营影院实行统一供片、统一品牌、统一管理、指导排片的运作模式。公司在全国拥有243家星级影院, 其中资产联结型影院188家。

盈利预测

我们预计公司2017-2019年归母净利润增速分别为7.61%、17.16%、19.40%, 相应的稀释后每股收益分别为0.96、1.12、1.34元。

定价结论

公司计划发行股份5,300万股, 对应发行价15.45元。预计募集资金净额77,190.17万元, 发行费用4,694.83万元。以2016年扣除非经常性损益后的归母净利润和发行后总股本为基础计算, 对应PE为22.98倍。

参考同行业公司的估值水平, 同时考虑到公司目前在电影放映、院线行业内的市场地位和未来的发展前景, 我们认为给予公司2017年每股收益27-32倍市盈率较为合理, 对应估值区间为25.9元-30.7元。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2280.81	2509.31	2720.91	2983.40
年增长率	7.94%	10.02%	8.43%	9.65%
归母净利润	356.02	383.10	448.84	535.91
年增长率	3.38%	7.61%	17.16%	19.40%
每股收益 (元)	0.79	0.96	1.12	1.34

注: 有关指标按最新股本摊薄

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司是一家以院线发行、电影放映及相关衍生业务为主业的民营院线及影院投资公司。公司主营业务收入主要来源于电影放映业务收入，其余业务收入占比较小。

公司的电影放映业务收入主要为下属资产联结型影院销售电影票收取的票款。截至2017年6月30日，公司旗下共拥有310家已开业影院，其中资产联结型影院245家。2017年1-6月，公司票房收入达11.14亿元，在全国院线中排名第8位，其中资产联结型影院票房收入达9.88亿元，在全国影院投资公司中排名第3位。

其余业务中，公司的卖品业务收入主要来自于观影人群附带的食品饮料及电影衍生产品消费，与票房收入联系紧密；广告业务收入主要包括映前广告和阵地广告两类；院线发行业务收入则是加盟影院将分账票房的一定比例作为分予院线的分账款，上述分账款与应分予供片方部分的差额。另外，公司主营业务中还包括场租收入、过期券收入等，随着公司影城数量的增多和经营规模的扩大，这部分收入呈增长趋势。

表1 发行人下属43家全资子公司情况

序号	公司名称	成立时间	注册资本(万元)
1	长沙横店潇湘王府井影城有限公司	2004年9月30日	500
2	郑州横店影视电影城有限公司	2008年6月26日	500
3	南京横店电影城有限公司	2008年9月13日	500
4	武汉横店影视电影城有限公司	2009年5月13日	500
5	太原横店影视电影城有限公司	2009年5月27日	500
6	重庆市南岸区横店电影城有限公司	2009年9月29日	500
7	金华横店影视电影城有限公司	2010年1月12日	500
8	呼和浩特市横店影视电影城有限公司	2010年4月9日	500
9	义乌横店电影城有限公司	2010年4月26日	500
10	湘潭横店影视电影城有限公司	2010年4月6日	500
11	淮南横店影视电影城有限公司	2010年2月8日	500
12	泰州横店影视电影城有限公司	2010年3月12日	500
13	北京横店影视电影城有限公司	2010年6月12日	500
14	杭州富阳横店影视电影有限公司	2010年6月30日	500
15	郑州宝龙横店影视电影城有限公司	2010年7月30日	500
16	蚌埠横店影视电影城有限公司	2010年11月4日	500

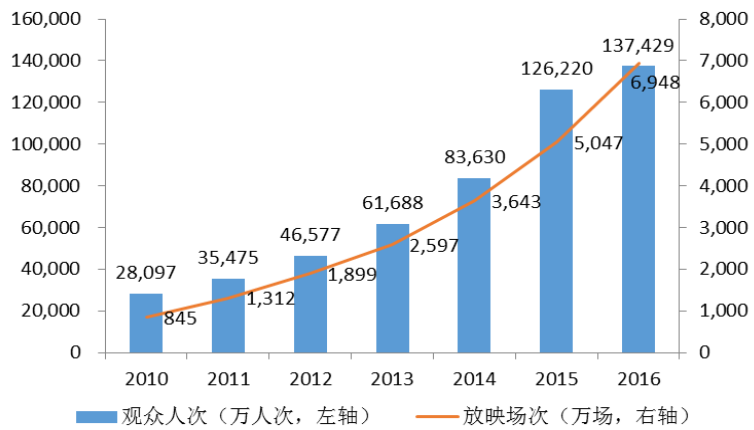
17	深圳横店电影有限公司	2010年11月16日	500
18	天津瑞景横店电影城有限公司	2010年11月23日	500
19	重庆煌华横店电影城有限公司	2010年12月10日	500
20	贵阳横店影视电影城有限公司	2010年12月17日	500
21	东莞横店电影有限公司	2010年12月24日	500
22	菏泽横店影视电影城有限公司	2011年1月5日	500
23	绍兴上虞横店影视电影有限公司	2011年1月18日	500
24	泰安横店电影城有限公司	2011年1月25日	500
25	景德镇横店电影城有限公司	2011年1月30日	500
26	新余横店影视电影城有限公司	2011年1月30日	500
27	太原同至人横店影视电影城有限公司	2011年3月9日	500
28	南京沿江横店电影城有限公司	2011年3月25日	500
29	青岛横店影视电影城有限公司	2011年4月15日	500
30	威海横店影视电影城有限公司	2011年4月27日	500
31	丰都横店电影城有限公司	2011年5月20日	500
32	海宁横店影视电影有限公司	2011年6月3日	500
33	开封横店影视电影城有限公司	2011年6月17日	500
34	太原贵都横店影视电影城有限公司	2011年7月11日	500
35	鄂尔多斯市横店影视电影城有限公司	2011年9月20日	500
36	广州横店电影有限公司	2011年12月30日	500
37	宁海横店电影城有限公司	2012年8月21日	100
38	诸暨市大唐横店电影院有限公司	2012年11月13日	500
39	嘉兴横店电影城有限公司	2013年4月1日	100
40	上海普陀横店电影城有限公司	2013年5月7日	100
41	济南横店电影城有限公司	2014年5月14日	100
42	福州横店电影城有限公司	2013年2月8日	100
43	浙江横店装饰工程有限公司	2017年04月17日	1000

数据来源：公司招股书，上海证券研究所

1.2 行业增长前景

我国电影院线票房收入高速增长的背后是放映场次和观影人次迅速增加。全国城市院线年放映场次由2010年的845万场增加到2016年的6,948万场，城市院线年观影人次由2010年的28,097万人次上升至2016年的137,429万人次，年均复合增长率分别达到42%和30%。

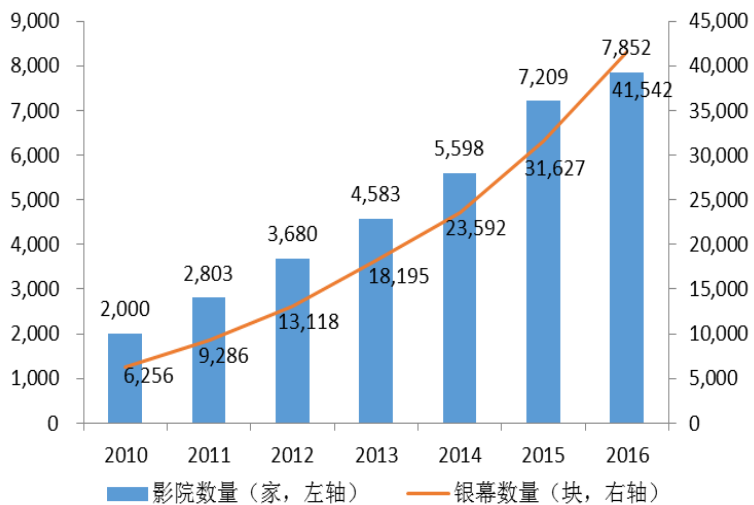
图 1 全国城市院线电影放映场次和观影人次



数据来源：《2016 中国电影市场报告》，上海证券研究所

我国电影观众的观影需求的提升，一方面受到优质影片供应增加的影响，另一方面得益于影院与银幕数量的高速增长。全国影院数量从 2010 年的 2,000 家增长到 2016 年的 7,852 家，年均复合增长率达到 26%，银幕数量从 2010 年的 6,256 块增长至 2016 年的 41,542 块，年均复合增长率为 37%。

图 2 我国影院数量和银幕数量的增长情况



数据来源：2011-2016 年《中国电影市场报告》，上海证券研究所

1.3 行业竞争结构及公司的地位

行业竞争结构

目前，我国院线、影院行业市场竞争主体以国有、民营资本为主。按照组建方情况，主流城市院线可以分为两大类：国有电影集团组建（如联和院线等）和其他机构组建（如万达电影、横店影视等）。由于历史原因，国有电影集团组建的院线仍然是全国城市院线的主要组成部分。但是，近年来，由其他机构组建的院线，逐渐

成为院线放映市场的生力军，改变了电影放映行业竞争格局，提高行业市场化水平，为院线市场带来新活力。

在票房快速增长的同时，我国电影院线行业市场竞争呈现出大型院线集中化与区域化特点。我国电影院线行业已经形成较高的市场集中度，以万达电影为首的十大城市院线已经成为全国院线发行市场的主导力量。2016年，全国前十大院线票房收入合计307.18亿元，占全国电影票房收入总额的67.47%，与2015年占比66.44%相比，上升1.03个百分点，行业集中度较2015年有所上升，仍然呈现较高集中化水平。

公司的竞争地位

公司主营业务为院线发行、电影放映及相关衍生业务，是国内处于行业领先且极具成长性的民营院线及影院投资公司。主要竞争对手为万达电影、大地院线、联和院线、中影星美等国内院线公司。

截至2017年6月末，公司在全国拥有310家星级影院，其中直营影院245家。2017年1-6月，公司票房总收入达11.14亿元，在全国影院投资公司中排名第8位，其中资产联结型影院票房收入达9.88亿元，在全国影院投资公司中排名第3位。

2014年、2015年、2016年和2017年1-6月，公司票房收入分别达到10.6亿元、19.77亿元、20.71亿元和11.14亿元，其中资产联结型影院票房分别达到9.71亿元、18.08亿元、18.55亿元和9.88亿元，且市场份额逐年提高。公司坚持以资产联结型影院投资为主导，加速对全国影院市场的布局，通过快速的跨区域扩张和连锁经营能力，不断提升公司盈利能力和品牌影响力。

表2 公司票房收入 and 市场份额情况 (亿元)

项目		2017年1-6月	2016年	2015年	2014年
院线票房	票房收入	11.14	20.71	19.77	10.60
	票房收入较上年同期的增长率	-2%	5%	86%	36%
	市场份额	4.38%	4.55%	4.50%	3.6%
	市场排名	8	8	8	9
影院投资公司票房	票房收入	9.88	18.55	18.08	9.71
	票房收入较上年同期的增长率	-3%	3%	86%	34%
	市场份额	5.42%	5.26%	4.94%	3.65%
	市场排名	3	3	4	6

数据来源：2014年、2015年度数据来源于《2014中国电影市场报告》、《2015中国电影市场报告》；2016年、2017年1-6月数据来源于EBOT艺恩日票房智库，上海证券研究所

1.4 公司的竞争优势

公司拥有的主要竞争优势包括：

1、重点布局二线城市的时，提前布局高速增长县级影院市场

近年来，我国三四五线城市观影人次、票房收入增速超过一二线城市，且增长潜力远高于市场相对饱和的一二线城市。公司自2009年成立以来，在二线城市进行重点布局的同时，抓住国家大力推进县级城市数字影院建设的契机，提前布局全国县级影院市场的空白点。2013-2015年，公司四线、五线城市的资产联结型影院票房收入复合增长率分别达82.75%、88.77%，是公司业绩快速增长的重要来源。

2、快速的跨区域扩张能力和连锁经营能力

公司拥有专门的影院建设团队，在影院项目投资建设的各个环节建立了一系列标准，包括对新建影院进行统一规划设计，工程物资和设备采购进行统一招投标，工程施工按照相关标准统一建设等，能严格保证公司旗下影院建设品质的一致性。公司已经具备了现代一流连锁服务企业的特质，拥有完善的运营标准体系，统一的经营策略。在对旗下影院管理方面，公司管控能力、执行能力、运营能力及营销能力同样不俗，能保证影院在各方面的统一。

3、控股股东优势

公司控股股东为横店控股。横店控股经过40余年的发展，形成了电气电子、医药化学、影视文化、新型综合服务四大支柱产业。横店是中国首个国家级影视产业实验区，中国拍片最多、全球规模最大的影视实景拍摄基地。横店控股下属子公司横店影视城目前已建有广州街香港街、秦王宫、清明上河图、明清宫苑、梦幻谷、红军长征博览城等28个影视实景拍摄基地及多座高科技摄影棚，被誉为“中国好莱坞”。目前，在横店拍摄的影视剧已超过2万多部（集），公司与众多的影视明星建立了良好的合作关系。公司可依托横店控股影视文化产业的品牌宣传效应，不断提升品牌影响力。

4、资产联结型影院规模优势

截至2017年6月末，公司已在全国各地投资兴建了245家资产联结型影院，数量在全国影院投资公司中排名第3。公司院线发行业务的经营模式是采用资产联结为主、签约加盟为辅的方式，对下属影城实行统一供片、统一品牌、统一管理、指导排片的运作模式。公司拥有较多资产联结型影院，提高公司对于下属影院的管理

控制力，为统一经营、统一品牌的管理模式打下基础，有利于不断提升公司盈利能力和品牌影响力。

二、公司分析及募集资金投向

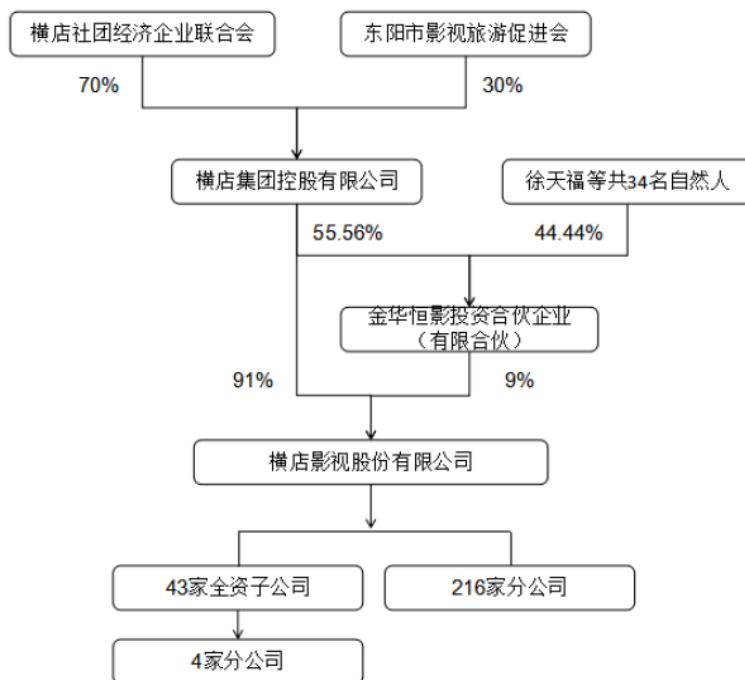
2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

横店影视系由横店院线有限依法整体变更、发起设立的股份有限公司。2008年9月4日，横店影视娱乐、横店控股共同出资设立横店院线有限。2015年6月28日，横店院线有限股东会通过决议，同意整体变更设立横店影视股份有限公司。

公司控股股东为横店控股，IPO前横店控股直接持有公司36,400万股股份，占公司总股本的91.00%；公司实际控制人为企业联合会，持有横店控股70%的股权。企业联合会是于2001年8月3日在东阳市民政局登记注册的社团法人，其业务范围主要有：1、对资本投入企业单位的资产实行管理；2、开展企业单位经营管理的理论研究；3、开展对社会责任贡献的理论研究与实践探索；4、兴办医院、学校，兴建道路、桥梁，捐款等公益、慈善事业。

截至2017年06月30日，公司拥有43家全资子公司和216家分公司，股权结构如所示：

图 3 公司股权结构图（IPO 前）



数据来源：招股说明书，上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

2014年、2015年及2016年，公司实现营收分别为118,149.05万元、211,312.57万元、228,080.94万元，同比增长率分别为28.17%、78.85%、7.94%。2017年H1，公司实现营收124,161.58万元。公司的主营业务突出，主营业务收入占营业收入的比例维持在95%以上。

公司的主营业务包括电影放映、卖品、广告、院线发行等。其中，电影放映业务占公司营业收入的比重最大，2015、2016、2017H1电影放映业务收入分别为172,811.49万元、178,568.61万元、95,533.08万元，占公司整体收入的81.78%、78.29%和76.94%。电影放映业务收入基本保持平稳。

表3 公司主营业务构成（万元）

业务	2014年		2015年		2016年		2017年H1	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
电影放映业务	92,622.57	78.39%	172,811.49	81.78%	178,568.61	78.29%	95,533.08	76.94%
卖品业务	16,059.35	13.59%	24,614.54	11.65%	23,783.88	10.43%	13,366.27	10.77%
广告业务	4,970.00	4.21%	5,995.37	2.84%	11,273.93	4.94%	7,248.26	5.84%
院线发行业务	310.96	0.26%	565.68	0.27%	490.93	0.22%	256.40	0.21%
其他业务	3,653.03	3.09%	4,095.98	1.94%	5,562.44	2.44%	2,648.11	2.13%

数据来源：Wind，上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

2014-2016年及2017H1，公司综合毛利率分别为22.89%、28.74%、26.71%、26.64%。其中，电影放映业务毛利率分别为7.27%、16.92%、10.01%、8.60%，基本保持稳定。

2015年毛利率提高主要原因是：公司影院投资建设以二三线城市及部分重点县级城市为重心，2013年及以前观众上座率较低，同时部分新建影院处于市场培育期，因此票房收入较差。随着我国观众观影习惯的养成和进一步下沉以及公司新建影院逐渐进入稳定运营期，公司票房收入快速增长，而职工薪酬、房屋租金和折旧摊销等成本费用相对固定，占电影放映收入的比例持续下降，因此公司电影放映业务毛利率提升。2016年和2017年上半年，受我国电影市场整体环境的影响，公司放映收入增速有所放缓，但根据公司发展战略，公司影城布局仍保持快速扩张的态势，因此各项成本增速高于放映收入增速，放映业务毛利率有所下降。

表 4 公司分业务毛利构成 (万元)

项目		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 H
电影放映业务	毛利	6,731.04	29,239.54	17,876.40	8,212.44
	毛利占比	25.30%	50.79%	34.00%	29.34%
	毛利率	7.27%	16.92%	10.01%	8.60%
卖品业务	毛利	11,220.91	17,769.13	17,553.96	9,885.46
	毛利占比	42.18%	30.86%	33.39%	35.32%
	毛利率	69.87%	72.19%	73.81%	73.96%
广告业务	毛利	4,968.98	5,993.32	11,265.47	7,245.74
	毛利占比	18.68%	10.41%	21.43%	25.89%
	毛利率	99.98%	99.97%	99.92%	99.97%
院线发行业务	毛利	310.96	565.68	490.93	256.4
	毛利占比	1.17%	0.98%	0.93%	0.92%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他业务	毛利	3,368.49	3,146.11	8,346.94	5,090.27
	毛利占比	12.66%	6.96%	10.26%	8.54%
	毛利率	92.21%	97.84%	96.96%	90.27%
合计	毛利	26,600.39	57,575.04	52,580.04	27,990.52
	毛利率	22.62%	27.67%	23.93%	23.51%

数据来源：招股说明书，上海证券研究所

2.4 募集资金投向

本次募集资金到位后，将用于公司的影院建设项目及补充流动资金，具体情况如下：

表 5 募集资金投入项目情况 (万元)

项目名称	项目总投资	募集资金使用量	项目备案文号
影院建设项目	248,600	63,710.84	东发改备【2016】62 号
补充流动资金	50,000	13,479.33	不适用
合计	298,600	77,190.17	-

数据来源：招股说明书，上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

期间费用率总体改善

2014 年-2016 年及 2017H，公司期间费用率分别为 8.23%、4.51%、4.82% 和 3.72%。

公司销售费用主要包括下属资产联结型影院的广告宣传费、差旅费、业务招待费以及办公费等。公司期间费用总额上升，但由于公司营业收入迅速增长，2015 年期间费用占营业收入的明显下降；

2016 年期间费用占比与上一年基本持平。

公司管理费用主要为职工薪酬、开办费和办公、会务、差旅费等。由于公司开业影城数量不断增加，业务规模不断扩大，公司本部管理人员的薪酬增加、相应的开办费及办公、会务、差旅费金额有所增加。2015 年，公司管理费用占营业收入的比例下降，主要系公司营业收入保持快速增长。2016 年，随着新建影城数量的增加以及营业收入增速的放缓，管理费用占比有所上升。

公司财务费用主要为银行借款利息支出。自 2015 年始，公司银行贷款余额下降且银行存款、理财余额的增加带来了更多的利息收入，从而财务费用大幅下降。

表 6 公司费用率情况 (万元)

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 H1	
	金额	占营收比重	金额	占营收比重	金额	占营收比重	金额	占营收比重
销售费用	3,128.31	2.65%	3,408.49	1.61%	4,360.95	1.91%	2,046.05	1.65%
管理费用	2,996.23	2.54%	3,977.40	1.88%	5,769.13	2.53%	2,152.88	1.73%
财务费用	3,595.43	3.04%	2,152.54	1.02%	873.78	0.38%	424.89	0.34%
合计	9,719.97	8.23%	9,538.43	4.51%	11,003.86	4.82%	4,623.82	3.72%

数据来源: Wind, 上海证券研究所

主要资产周转指标低于行业均值

2014 年-2016 年及 2017H, 公司应收账款周转率分别为 37.55、58.83、72.83 和 100.16。公司应收账款周转率逐年提高, 主要是由于公司营业收入迅速增长, 同时应收账款的账期控制较好; 存货周转率分别为 74.32、92.01、77.59 和 72.20, 主要是由于公司院线发行与电影放映业务不形成存货, 公司存货余额较小; 总资产周转率分别为 0.95、1.32、1.22 和 1.24, 2015 年度总资产周转率较上年明显提高, 主要是由于公司已投入运营的影院逐渐进入盈利期, 公司营业收入增长超过资产规模增长速度。2016 年度总资产周转率略降, 主要是当年新开影城较多, 总资产增长速度较快所致。

行业对比来看, 2014 年, 公司存货周转率高于中国电影, 低于其他可比公司。中国电影的存货包括影视节目内容制作形成的制作中电影、剧本、版权等, 与公司不具备可比性。上海电影存货周转率较高且显著高于公司, 主要是由于其自营影院数量较少, 使得以固定包装食品饮料为主的存货总体规模较小。2015 年, 万达电影应收账款周转率、存货周转率及总资产周转率出现下降主要系新建影城以及收购资产纳入合并范围所致。2016 年, 公司存货周转率指标与可比公司较为接近。公司总资产周转率高于同行业可比公司平均水平, 资产运营效率较高。

表 7 公司及行业平均资产周转率比较

指标	对象	2014 年	2015 年	2016 年
应收账款周转率	行业平均	28.58	12.48	9.07
	横店影视	37.55	58.83	72.83
存货周转率	行业平均	144.04	128.03	76.89
	横店影视	74.32	94.01	77.59
总资产周转率	行业平均	0.87	0.73	0.60
	横店影视	0.95	1.32	1.22

注：行业平均采取万达电影、上海电影、中国电影、时代院线四家可比公司相应指标的算数平均值
 数据来源：Wind，上海证券研究所

3.2 盈利预测及主要假设

- 1) 全国电影行业增速稳定
- 2) 公司电影放映业务收入基本稳定
- 3) 中间费用率稳中有降
- 4) 募投项目进展顺利
- 5) 政府补助情况无重大变动

基于以上假设，我们预计公司 2017-2019 年归母净利润增速分别为 7.61%、17.16%、19.40%，相应的稀释后每股收益分别为 0.96、1.12、1.34 元。

四、风险因素

4.1 新传播媒体竞争的风险

以互联网为代表的新传播媒介已经通过改变消费者的消费理念、消费方式和信息获得方式对包括电影在内的传统媒体构成了冲击和挑战。在电影放映环节，目前我国电影的放映渠道仍以城市院线发行和影院放映为主，但随着视频网站的兴起和在线付费观看逐渐被接受，网络平台播放将凭借其价廉、便利、选择性强等优势，逐渐成为电影投资的重要的回收窗口。尽管在未来相当长的一段时间内，影院终端为观众带来的观影感受无法被网络、移动媒体所取代，但不排除未来观众观影习惯和需求发生变化，从而对公司业绩产业不利影响。

4.2 政府补助政策变化带来的风险

公司长期以来受益于国家、地方制定的一些政策优惠，享受政府补助，主要包括电影专项资金返还、数字放映设备补贴、县城数字影院建设补贴、文化企业补助、影视文化企业总部经济发展专项

资金等。公司 2014、2015、2016 及 2017H 政府补助占当期合并报表利润总额的比例分别为 19.72%、3.53%、12.65%和 10.55%。若未来国家相关税收优惠或者政府补助政策发生变化，公司能否继续享受上述政策存在不确定性。公司的经营业绩不依赖于税收优惠和政府补助，但仍存在因税收优惠和政府补助收入而影响公司利润水平的风险。

4.3 电影分账比例变化的风险

目前我国电影产业以票房分账模式进行经济利益的分配。由于影院产生的票房收入是电影产业主要的收入来源，因此，影院在票房分账中具有较强的议价能力，影院及院线业务环节能够获得票房收入的 50%以上。根据国家广电总局电影管理局于 2011 年 11 月颁布的《关于促进电影制片发行上映协调发展的指导意见》，电影院对于影片首轮放映的分账比例原则上不超过 50%。未来如国家产业政策对于电影票房分账比例进一步向制片业务环节倾斜，则将会影响公司的盈利能力。

4.4 控股股东和实际控制人的控制风险

公司控股股东为横店控股，实际控制人为企业联合会。本次发行前，企业联合会通过横店控股直接持有公司 91.00%的股份，且横店控股通过金华恒影间接控制公司 9.00%股份。公司发行 5,300 万股，发行完成后企业联合会直接和间接控制公司的股份比例将下降为 88.30%，仍为公司实际控制人。公司已经建立起包括独立董事、关联交易决策、对外担保等一系列较为完备的公司治理制度，以防范出现实际控制人、控股股东操控和损害公司利益的情况发生，但当实际控制人、控股股东的利益与其他股东的利益不完全一致时，可能会利用其控股地位，对公司重大事项实施控制或施加重大影响，从而影响公司决策的科学性和合理性，并存在损害公司及公司其他股东利益的风险。

4.5 影院物业租赁的风险

截至 2017 年 6 月 30 日，公司拥有已开业的资产联结型影院 245 家，影院物业均通过租赁方式取得。下属影城与相关物业出租方均签订了租赁期为 10 至 20 年的租赁合同，物业租赁到期后在同等条件下拥有优先续租权。上述措施可从一定程度上减少经营场所租赁期满而无法续租的风险。但当部分物业租赁期满后，可能由于竞争对手的出现导致租赁合同商务条款发生不利变化，公司仍有可能面临续租成本增加甚至无法续租所造成的经营风险。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

基于2017、2018年市场一致预期的均值, 同行业重点公司2017、2018年平均动态市盈率分别为31.31倍、25.85倍。

表8 公司及行业平均资产周转率比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
万达电影	002739.SZ	52.04	1.16	1.54	1.96	45.55	33.77	26.52
上海电影	601595.SH	23.82	0.75	0.71	0.84	66.01	34.00	28.79
中国电影	600977.SH	17.23	0.59	0.66	0.78	48.41	26.16	22.25
可比公司平均						53.32	31.31	25.85

数据来源: Wind, 上海证券研究所

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司计划发行股份5,300万股, 对应发行价15.45元。预计募集资金净额77,190.17万元, 发行费用4,694.83万元。以2016年扣除非经常性损益后的归母净利润和发行后总股本为基础计算, 对应PE为22.98倍。

参考同行业公司的估值水平, 同时考虑到公司目前在电影放映、院线行业内的市场地位和未来的发展前景, 我们认为给予公司2017年每股收益27-32倍市盈率较为合理, 对应估值区间为25.9元-30.7元。

■ 数据预测与估值:

至12月31日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2280.81	2509.31	2720.91	2983.40
年增长率	7.94%	10.02%	8.43%	9.65%
归母净利润	356.02	383.10	448.84	535.91
年增长率	3.38%	7.61%	17.16%	19.40%
每股收益(元)	0.79	0.96	1.12	1.34

注: 有关指标按最新股本摊薄

六、附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	(91.41)	964.86	1,520.40	2,324.77
应收和预付款项	187.24	206.79	183.44	211.91
存货	25.50	22.16	28.27	25.62
其他流动资产	171.54	171.54	171.54	171.54
长期股权投资	50.72	55.02	55.02	55.02
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	698.58	694.32	653.48	464.63
无形资产和开发支出	17.01	16.72	16.43	16.14
其他非流动资产	650.29	586.71	523.12	459.54
资产总计	1,709.46	2,718.11	3,151.71	3,729.18
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收及款项	562.54	624.55	642.93	724.64
长期借款	179.67	0.00	0.00	0.00
其他负债	16.08	16.08	16.08	16.08
负债合计	758.29	640.63	659.01	740.72
股本	400.00	453.00	453.00	453.00
资本公积	36.07	754.97	754.97	754.97
留存收益	515.10	869.51	1,284.73	1,780.49
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	951.17	2,077.48	2,492.70	2,988.47
负债和股东权益	1,709.46	2,718.11	3,151.71	3,729.18

现金流量表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	581.19	644.44	721.72	824.83
投资活动现金流	(495.40)	(148.75)	(136.29)	13.91
融资活动现金流	(243.90)	560.58	(29.89)	(34.37)
净现金流	(158.11)	1056.27	555.54	804.37

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,280.81	2,509.31	2,720.91	2,983.40
营业成本	1,671.54	1,836.95	1,943.61	2,077.31
营业税金及附加	108.96	118.94	128.97	141.41
营业费用	43.61	45.17	48.98	53.70
管理费用	57.69	58.22	63.13	69.21
财务费用	8.74	4.06	(2.63)	(4.67)
资产减值损失	1.03	0.12	0.00	0.00
投资收益	14.63	6.25	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	403.86	452.11	538.85	646.43
营业外收支净额	61.23	36.20	38.20	45.05
利润总额	465.10	488.31	577.05	691.48
所得税	109.08	105.21	128.22	155.57
净利润	356.02	383.10	448.84	535.91
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	356.02	383.10	448.84	535.91

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	7.94%	10.02%	8.43%	9.65%
EBITDA 增长率	6.28%	8.48%	14.33%	13.67%
EBIT 增长率	2.96%	3.92%	16.70%	19.60%
净利润增长率	3.16%	7.61%	17.16%	19.40%
毛利率	26.71%	26.79%	28.57%	30.37%
EBITDA/总收入	29.84%	29.42%	31.02%	32.16%
EBIT/总收入	20.73%	19.58%	21.07%	22.98%
销售净利率	15.61%	15.27%	16.50%	17.96%
资产负债率	44.36%	23.57%	20.91%	19.86%
流动比率	0.51	2.13	2.89	3.69
速动比率	0.17	1.83	2.59	3.42
总资产回报率 (ROA)	27.65%	18.07%	18.19%	18.39%
净资产收益率 (ROE)	37.43%	18.44%	18.01%	17.93%

分析师承诺

滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。