

# 稳增长，低估值，全产业链布局的电影巨头

## 中国电影首次覆盖

### 核心结论

**电影行业长期天花板足够高，短期有超预期的可能。**票房未来有两倍以上的增长空间。2016年中国城镇居民人均观影次数1.7次，远低于发达国家的4次。随着人均观影次数以及城镇化的进行，假设未来人均观影人次能达到4次，则对应票房1500亿，有两倍的增长空间。短期看票房有望恢复高增速，预计2H17票房270亿/+28%。

**进口分账片配额存在放开的可能性。**我们认为配额放开对基本面影响中性，但能提升中影股份的估值。中影拥有进口分账片50%的发行额度，根据我们的测算，若2018年进口片配额扩大至44部，则中影股份税后净利润增加5000多万。

**影院业务经营杠杆高，业绩弹性大。**根据我们的调研，若影院的观影人次增加10%，则税前利润增加30%左右。我们认为中影旗下的影院下半年能受益于票房的增长，收入端和毛利润端均能得到较大的提升。

**全产业链布局，内部协同有空间。**院线和影院广告的协同：中影股份的广告收入与其院线资源并不匹配。控股院线下有1500多家影院，中影银幕广告签约影院仅600多家。院线和制片的协同：我们的测算显示，假设某公司旗下影院票房市场份额为15%，若其为旗下制片公司的某影片提高20%的排片，则该制片方净利润将增加9%。

**估值：**中影股份目前股价对应2018PE25x，低于行业平均的37x。我们使用永续增长率2%和WACC=10%对中影股份进行估值，目标价为24元，亦即基于2017-2019三年EPS分别为0.57，0.69和0.83元，对应市盈率为42X，34X和28X。

风险提示：中国电影票房不达预期；分账片外资片方分账比例提高

### 核心数据

|           | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入（百万元） | 7,297 | 7,841 | 8,030 | 9,555 | 11,358 |
| 增长率(%)    | 22%   | 7%    | 2%    | 19%   | 19%    |
| 净利润（百万元）  | 868   | 917   | 1,059 | 1,286 | 1,553  |
| 增长率(%)    | 76%   | 6%    | 15%   | 21%   | 21%    |
| 每股收益（EPS） | 0.62  | 0.49  | 0.57  | 0.69  | 0.83   |
| 市盈率（P/E）  | 28.2  | 35.7  | 30.9  | 25.4  | 21.1   |
| 市净率（P/B）  | 5.1   | 3.3   | 3.0   | 2.7   | 2.4    |

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

### 公司评级

### 买入

|      |        |
|------|--------|
| 股票代码 | 600977 |
| 目标价格 | 23.51  |
| 前次评级 |        |
| 评级变动 | 首次     |
| 当前价格 | 17.53  |

### 近一年股价走势



### 分析师

|                                  |                |
|----------------------------------|----------------|
| 王艳茹                              | S0800517050001 |
| 021-38584240                     |                |
| wangyanru@research.xbmail.com.cn |                |

### 联系人

|                                |                |
|--------------------------------|----------------|
| 李艳丽                            | S0800117050019 |
| 021-38584239                   |                |
| liyanli@research.xbmail.com.cn |                |

### 相关研究

## 索引

## 内容目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 投资要点 .....                              | 5  |
| 行业：长期天花板足够高；短期有超预期的可能 .....             | 6  |
| 票房未来仍有两倍以上增长空间 .....                    | 6  |
| 预计 2H17 票房恢复高增速 .....                   | 7  |
| 供需空间都在，只欠大量优质内容填充 .....                 | 9  |
| 中影过去三年复合增速维持在高位 .....                   | 11 |
| 中影享受进口分账片发行政策红利 .....                   | 13 |
| 进口发行业务稳定增长 .....                        | 13 |
| 进口分账片配额存在开放的空间 .....                    | 14 |
| 进口分账制度变动对中影基本面影响中性 .....                | 15 |
| 但对市场信心的影响积极 .....                       | 16 |
| 影院业务经营杠杆高，业绩弹性大 .....                   | 17 |
| 全产业链布局，存在内部协同的可能性 .....                 | 20 |
| 院线和影院广告的协同 .....                        | 20 |
| 院线和制片的协同 .....                          | 23 |
| 财务稳健，现金流充沛 .....                        | 24 |
| 盈利预测及估值 .....                           | 26 |
| 盈利预测 .....                              | 26 |
| 估值 .....                                | 27 |
| DCF 估值目标价为 24 元@WACC=10%，永续增长率=2% ..... | 27 |
| 估值远低于行业平均 .....                         | 27 |

## 图表目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图 1：中影股份净利润（百万）及三年复合增速 ..... | 5  |
| 图 2：中国电影观众观影人次及增速 .....      | 6  |
| 图 3：中国城镇人均观影次数及增速 .....      | 6  |
| 图 4：中国电影票价及占可支配收入比例 .....    | 6  |
| 图 5：美国电影票价及占可支配收入比例 .....    | 6  |
| 图 6：中国电影市场票房天花板较高 .....      | 7  |
| 图 7：2016 年至今月度票房增速 .....     | 9  |
| 图 8：电影票房收入拆解 .....           | 10 |
| 图 9：国产电视剧出口金额及增速 .....       | 10 |
| 图 10：国产电视剧出口单价及增速 .....      | 10 |
| 图 11：中影股份营业收入（百万）及增速 .....   | 11 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 12: 中影股份净利润 (百万)、净利率及增速 .....       | 11 |
| 图 13: 1H17 中影股份营收分部 .....             | 11 |
| 图 14: 1H17 中影股份毛利润分部 .....            | 11 |
| 图 15: 中影股份的收入分部及占收比% (2015 年) .....   | 12 |
| 图 16: 中影股份进口片发行业务营收 (百万) 及增速% .....   | 13 |
| 图 17: 中影参与发行的进口片票房 (百万) 及增速% .....    | 13 |
| 图 18: 中国电影产业链利益分配 .....               | 13 |
| 图 19: 中影股份进口分账片收入和成本的确认方式 .....       | 14 |
| 图 20: 中国国产片票房 (百万)、增速及占比 .....        | 14 |
| 图 21: 中国进口片票房 (百万)、增速及占比 .....        | 14 |
| 图 22: 上市公司旗下控股影院数量 (家) .....          | 17 |
| 图 23: 上市公司影院单银幕产出 (万元/年) .....        | 17 |
| 图 24: 中影股份影院放映收入及增速% .....            | 17 |
| 图 25: 中影股份控股影院数量及增速 .....             | 17 |
| 图 26: 中影股份影院放映业务营收增速和毛利润率 .....       | 18 |
| 图 27: 中影股份全产业链布局 .....                | 20 |
| 图 28: 中影股份营销宣传收入 (百万) 及增速% .....      | 20 |
| 图 29: 影院广告的分类 .....                   | 21 |
| 图 30: 电影映前广告市场 (狭义) 规模及增速 .....       | 21 |
| 图 31: 电影贴片广告规模及增速 .....               | 21 |
| 图 32: 电影映前广告市场份额 .....                | 22 |
| 图 33: 电影映前广告公司和影院的合作模式 .....          | 22 |
| 图 34: 2016 年各院线票房市场份额 .....           | 22 |
| 图 35: 中影股份控股院线票房及市场份额 .....           | 22 |
| 图 36: 中国电影营收 (百万) 及增速预测 .....         | 26 |
| 图 37: 中国电影净利润 (百万) 及增速预测 .....        | 26 |
| 图 38: 中国电影发行收入 (百万) 及增速预测 .....       | 26 |
| 图 39: 中国电影影院放映收入 (百万) 及增速预测 .....     | 26 |
| 图 40: 中国电影 DCF 估值 .....               | 27 |
| 图 41: 影院院线上市公司估值 .....                | 27 |
| 图 42: 中国电影 PE Band .....              | 28 |
| 表 1: 中国电影票房预测 .....                   | 7  |
| 表 2: 中国历年 Top25 的电影的票房 (百万) 及占比 ..... | 8  |
| 表 3: 中国电影票房上半年票房占全年比 .....            | 8  |
| 表 4: 2017 国庆档电影一览 .....               | 9  |
| 表 5: 进口配额放开对国产片票房占比影响测算 .....         | 15 |
| 表 6: 2018 年分账片配额变动影响 .....            | 16 |

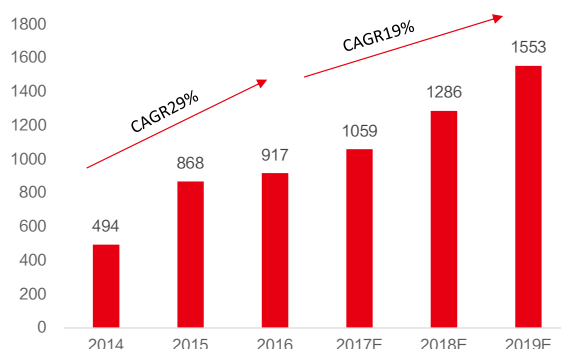
|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 表 7: 外资片方分账比例由 25%上调至 26%影响测算 ..... | 16 |
| 表 8: A 影城基本信息.....                  | 18 |
| 表 9: A 影城收入拆解.....                  | 18 |
| 表 10: A 影院成本拆解（万元） .....            | 19 |
| 表 11: 影院提高排片对制片方净利润影响 .....         | 23 |
| 表 12: 商誉占净资产比例 .....                | 24 |
| 表 13: 现金及现金等价物（亿元） .....            | 24 |
| 表 14: 经营现金流量（亿元） .....              | 24 |
| 表 15: 短期借款（亿元） .....                | 24 |
| 表 16: 长期借款（亿元） .....                | 24 |
| 表 17: 美国五大传媒集团 .....                | 28 |

## 投资要点

### 核心逻辑：

**中影股份业绩增长稳定。**从 2012 年 2 月公司和集团重新划分进口业务以来，公司业绩有波动，但长期看年均复合增速维持在高位。2014-2016 年公司营收 3 年复合增速 19.8%，净利润复合增速 28.9%。我们预计 2017-2019 年净利润三年复合增速 19%。

图 1：中影股份净利润（百万）及三年复合增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

**和竞争对手比，中影股份估值低。**我们认为中影股份目前被低估。2018 年影院院线公司平均 PE 为 37x，中国电影为 25x，远低于行业平均水平。中影股份全产业链布局，发行方面享受政策红利，控股院线合计市场份额第一，控股影院上市公司中排第二，部分电影设备市场份额第一。全产业链布局的公司因为存在协同作用应该享受估值溢价：上游可以和内容协同，向下游可以和广告、衍生品等协同。而且相较于内容公司，重资产的影院公司向产业链上下游渗透更有优势。

**基本面和市场信心面存在催化剂。**下半年票房恢复高增速，大概率超预期。我们预计 2H17 中国票房 270 亿（扣除服务费），同比增长 28%。我们预计 2018/2019 年票房增速 17%/14%。

我们认为分账片配额若是放开能提升中影股份的估值。2018 年进口片配额存在放开的可能性，虽然对中影股份业绩影响不大，但是对市场信心有提振效应：一是配额放开说明我们国产片质量能够跟上；二是对整体票房拉动影响正面；三是带动观影人次增长能拉动影院非票房收入。

### 和市场不同的地方：

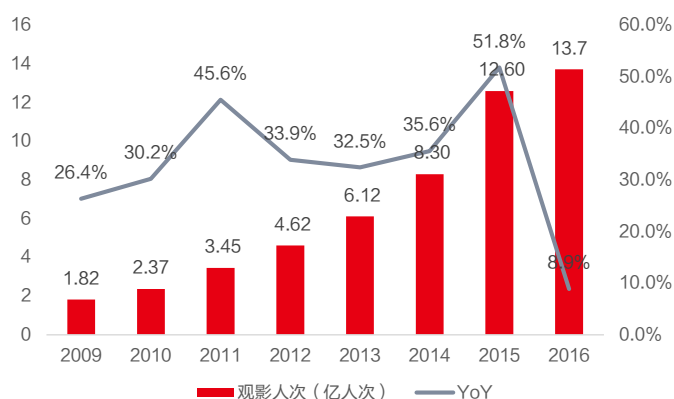
- 我们调研了产业链上近 10 位专家，涵盖影院选址和运营、院线拓展、影片发行、影院广告、影院设备等领域，对中影各版块的业务有较深入的了解
- 我们详细测算了进口分账片额度开放和外资片方分成比例上升对中影股份的影响，并指出对基本面影响中性，对信心面影响积极
- 我们认为下半年和明年在公司基本面和市场信心面方面有催化剂

## 行业：长期天花板足够高；短期有超预期的可能

### 票房未来仍有两倍以上增长空间

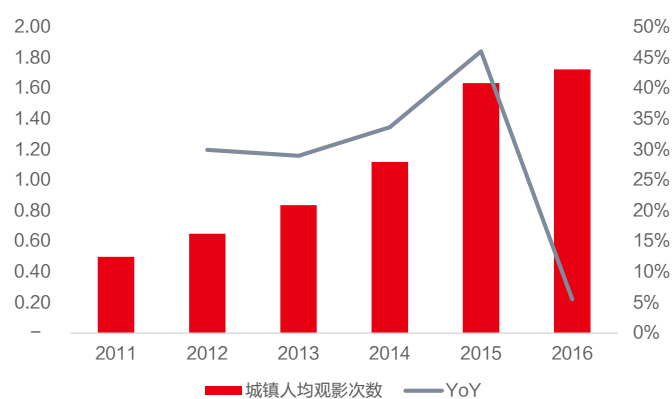
观影人次有较大提升空间。2016年，中国城镇居民人均观影次数1.72次，远低于北美的4.5次，韩国的4次，法国的3.9次及英国的3.2次。随着人均观影次数以及城镇化的进行，中国电影观影总人次有较大的提升空间。我们预计到2020年中国城镇化率63.5%，城镇人均观影次数2.79，电影观影总人次达到25亿次，是2016年底的1.8倍，年均复合增速16%。

图2：中国电影观众观影人次及增速



资料来源：万得，西部证券研发中心

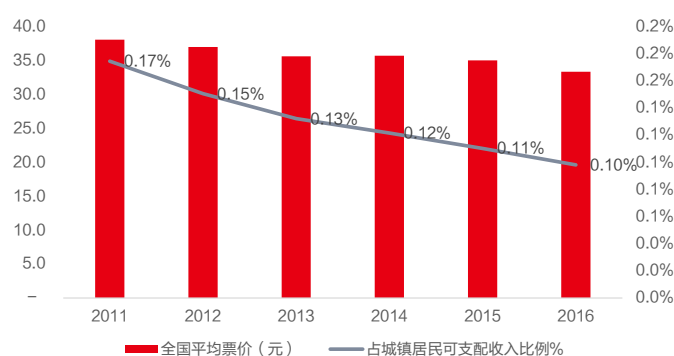
图3：中国城镇人均观影次数及增速



资料来源：万得，西部证券研发中心

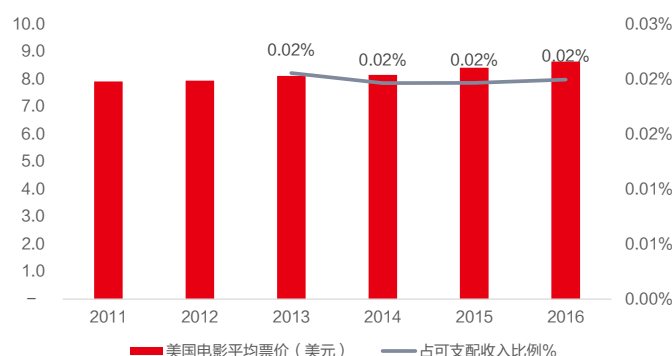
票价方面，2016年全国平均票价33.32元，同比下降4.7%。我们预计未来票价仍会有小幅的下调，主要是因为随着影院渠道下沉，四五线城市票价较低导致。但是长期来看，同店票价下降空间有限，一是居民可支配收入不断提高，电影票价占比逐渐下降（2016年下降到占比0.1%），居民对票价敏感度下降；二是老的影院翻新后装修和设备等都会有提升，给观众更好的观影体验，符合消费升级的趋势。

图4：中国电影票价及占可支配收入比例



资料来源：万得，西部证券研发中心

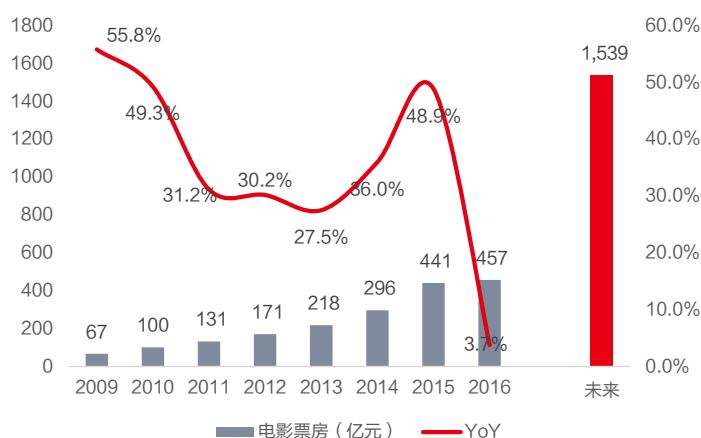
图5：美国电影票价及占可支配收入比例



资料来源：万得，西部证券研发中心

假设未来城镇人均观影人次能达到4次，平均票价38元左右，则对应的票房为1500多亿元。和2016年年底457亿元相比有两倍以上的增长空间。

图6：中国电影市场票房天花板较高



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 预计2H17票房恢复高增速

我们预计2H17票房270亿（扣除服务费，下同），同比增长28%。1H17，中国票房250亿元，同比增长0.5%。截至2017年8月底，中国电影票房360亿，同比增长9%，观影人次11.4亿，同比增长8.2%。我们预计2017年全年电影票房517亿，同比增长13%，即下半年票房270亿，同比增长28%。我们的预测考虑了各种维度，如下：

### 一、根据进口分账片、批片和国产片的单片票房和上映数量预测：

我们预计2017年进口分账片34部，单片平均票房4.8亿元；批片40部，单片平均票房1亿元；国产片380部，单片平均票房8000万。

表1：中国电影票房预测

|             | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全国电影票房（百万）  | 13,115 | 17,073 | 21,769 | 29,600 | 44,069 | 45,713 | 51,741 |
| YoY         |        | 30.2%  | 27.5%  | 36.0%  | 48.9%  | 3.7%   | 13.2%  |
| 国产片票房（百万）   | 7,035  | 8,273  | 12,769 | 16,120 | 27,479 | 26,663 | 30,989 |
| YoY         |        | 17.6%  | 54.3%  | 26.2%  | 70.5%  | -3.0%  | 16.2%  |
| 进口片票房（百万）   | 6,080  | 8,800  | 9,000  | 13,480 | 16,590 | 19,050 | 20,753 |
| YoY         |        | 44.7%  | 2.3%   | 49.8%  | 23.1%  | 14.8%  | 8.9%   |
| 进口分账片数量（部）  | 19     | 34     | 34     | 34     | 34     | 38     | 34     |
| 平均票房（百万元/部） | 256    | 207    | 205    | 337    | 336    | 396    | 483    |
| YoY         |        | -19.1% | -0.8%  | 64.1%  | -0.3%  | 17.9%  | 22.0%  |
| 进口批片数量（部）   | 40     | 41     | 23     | 33     | 29     | 47     | 40     |
| 平均票房（百万元/部） | 30     | 43     | 88     | 61     | 178    | 85     | 108    |

|             |     |        |        |        |        |        |       |
|-------------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
|             | YoY | 41.2%  | 104.1% | -30.3% | 191.6% | -52.2% | 27.0% |
| 国产片上映数量（部）  | 154 | 231    | 273    | 308    | 387    | 376    | 380   |
| 平均票房（百万元/部） | 46  | 36     | 47     | 52     | 71     | 71     | 82    |
|             | YoY | -21.6% | 30.6%  | 11.9%  | 35.7%  | -0.1%  | 15.0% |

资料来源：万得，艺恩咨询，西部证券研发中心预测

## 二、 根据头部电影的票房占比情况：

从进口分账片配额扩充至 34 部以来（2013 年），每年 Top25 的影片票房合计占总票房比例大约在 55%左右，即其同比增速对大盘有参考意义。截至 2017 年 9 月 4 日，排名 Top25 的电影票房合计 291 亿，和 2016 年全年比增长 16%。

表 2：中国历年 Top25 的电影的票房（百万）及占比

|              | 2008  | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 截至 2017/9/4 |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
| 总票房          | 2,330 | 3,959  | 6,487  | 7,290  | 10,115 | 11,744 | 16,336 | 24,950 | 25,130 | 29,066      |
| YoY          |       | 69.9%  | 63.8%  | 12.4%  | 38.8%  | 16.1%  | 39.1%  | 52.7%  | 0.7%   | -           |
| 占全年票房比%      | 54.2% | 59.1%  | 64.9%  | 55.6%  | 59.2%  | 53.9%  | 55.2%  | 56.6%  | 55.0%  | -           |
| 进口片总票房       | 1,016 | 1,727  | 3,096  | 3,464  | 5,984  | 4,407  | 8,281  | 10,630 | 10,457 | 13,059      |
| YoY          |       | 70.1%  | 79.2%  | 11.9%  | 72.8%  | -26.4% | 87.9%  | 28.4%  | -1.6%  |             |
| 平均票房         | 8,465 | 17,274 | 34,400 | 43,298 | 39,892 | 40,062 | 69,011 | 96,638 | 95,067 | 100,455     |
| 国产片（包括香港）总票房 | 1,314 | 2,231  | 3,391  | 3,826  | 4,131  | 7,337  | 8,055  | 13,790 | 14,107 | 16,007      |
| YoY          |       | 69.8%  | 51.9%  | 12.8%  | 8.0%   | 77.6%  | 9.8%   | 71.2%  | 2.3%   |             |

资料来源：艺恩，西部证券研发中心

## 三、 根据上半年票房占比情况：

一般情况下，中国电影票房上半年票房占全年比例在 46%左右（2016 年除外，当年由于监管力度加强，下半年严重下滑）。1H17 票房大盘 247 亿元，假设占全年比例 48%，则全年票房为 517 亿元。

表 3：中国电影票房上半年票房占全年比

|          | 1H13  | 1H14  | 1H15  | 1H16  | 1H17E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 上半年票房占比% | 50.1% | 46.4% | 46.2% | 53.9% | 47.8% |

资料来源：万得，西部证券研发中心

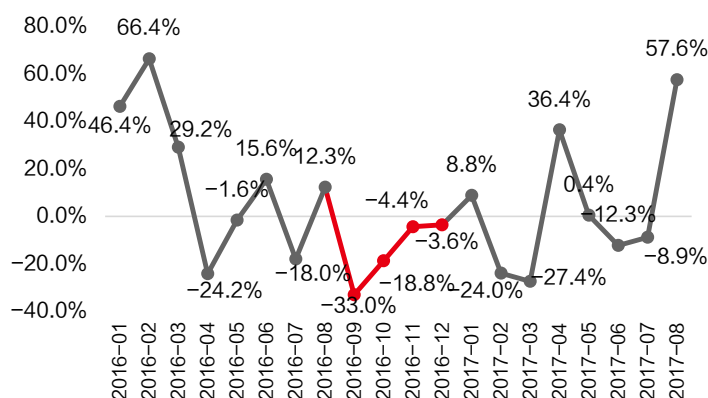
2017年即将到来的国庆档和2016年相比大片云集。2016年国庆档票房过亿的影片只有4部，为《从你的全世界路过》、《湄公河行动》、《爵迹》、和《王牌逗王牌》。档期总票房15.8亿，同比下降15%。相比之下，2017年国庆档有《英伦对决》（对标《功夫瑜伽》，总票房17.5亿）、《羞羞的铁拳》（对标《夏洛特烦恼》，总票房14.4亿）、《缝纫机乐队》（对标《煎饼侠》，总票房11.6亿）、《空天猎》和《芳华》等影片上映。

表 4：2017 国庆档电影一览

| 名称           | 上映日期      | 导演     | 主演          | 制作公司                   | 发行公司      |
|--------------|-----------|--------|-------------|------------------------|-----------|
| 《芳华》         | 2017/9/30 | 冯小刚    | 黄轩/苗苗/钟楚曦   | 浙江东阳美拉/华谊兄弟            | 华谊兄弟      |
| 《英伦对决》       | 2017/9/30 | 马丁·坎贝尔 | 成龙/皮尔斯·布鲁斯南 | 北京耀莱/STX Entertainment | 北京耀莱      |
| 《羞羞的铁拳》      | 2017/9/30 | 宋阳/张吃鱼 | 艾伦/马丽/沈腾    | 开心麻花/新丽传媒/猫眼文化         | 开心麻花      |
| 《缝纫机乐队》      | 2017/9/29 | 大鹏     | 大鹏/乔杉/娜扎    | 上海他城/上海儒意              | 光线传媒      |
| 《空天猎》        | 2017/9/29 | 李晨     | 李晨/范冰冰/王千源  | 春秋时代（霍尔果斯）             | 华夏电影      |
| 《极致追击》       | 2017/9/30 | 查尔斯·马丁 | 奥兰多·吴磊/任达华  | 上海熙颐                   | 华夏电影      |
| 《闺蜜 2：无二不作》  | 2017/10/1 | 黄真真    | 薛凯琪/陈意涵/张钧甯 | 恒业影业                   | 恒业影业      |
| 《降魔传》        | 2017/9/30 | 王晶     | 郑恺/张雨绮      | 海润影业/大河影业              | 五洲电影/大河影业 |
| 《大侦探霍桑》      | 2017/9/30 | 周显扬    | 韩庚/尹正、张慧雯   | 电广传媒影业                 | 枫海影业      |
| 《追龙》         | 2017/9/30 | 王晶/关智耀 | 甄子丹 / 刘德华   | 香港银都/博纳影业              | 霍尔果斯博纳文化  |
| 《大闹天宫》       | 2017/9/30 | 速达/陈志宏 | 李扬/陈道明      | 上海电影集团                 | 上海电影/万达影视 |
| 《昆塔：反转星球》    | 2017/10/1 | 李炼     | 李正翔/洪海天/陶典  | 博采传媒/蓝巨星国际             | 银河文化/娱跃影业 |
| 《钢铁飞龙之再见奥特曼》 | 2017/10/1 | 王巍     | 大张伟配音       | 蓝弧文化/乐视影业              | 乐视影业      |
| 《神剑传奇》       | 2017/10/1 | 王生唯/梅生 | 白马/张瑶函/赵红   | 数字领海/龙文振图动画            | 爱微笑/猎海影视  |
| 《母亲的肖像》      | 2017/10/4 | 赵国桦    | 王萌/郭月/艾丽娅   | 内蒙古电影集团                | 华夏电影      |
| 《那一场呼啸而过的青春》 | 2017/10/5 | 刘全玮    | 李颖/崔航/陶为    | 乐视网信息技术                | 乐视影业      |

资料来源：艺恩咨询，西部证券研发中心

图 7：2016 年至今月度票房增速



资料来源：万得，西部证券研发中心

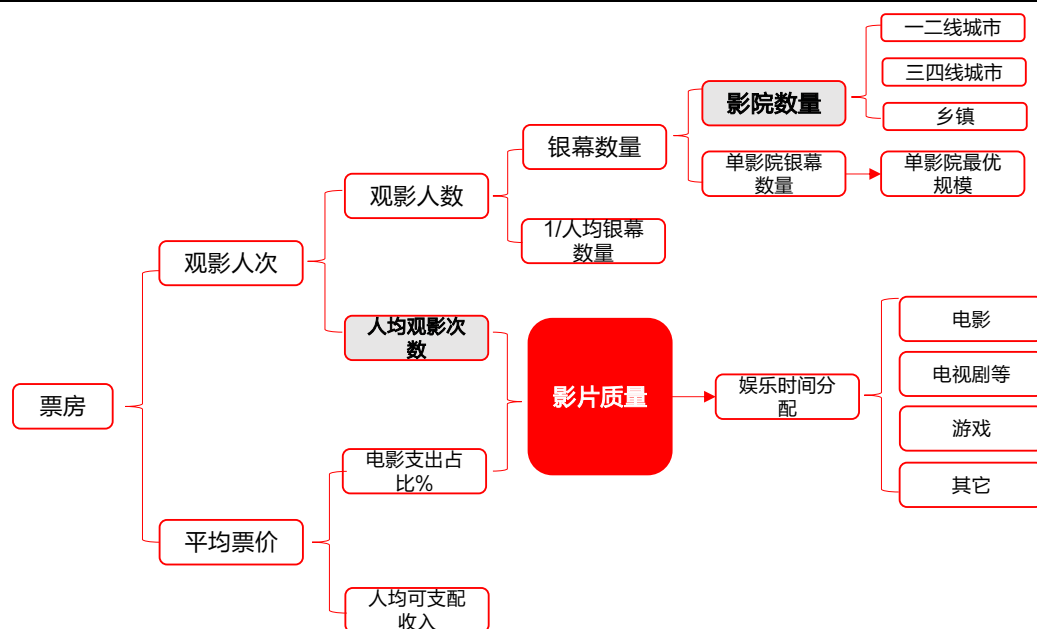
注：2017 年数据扣除 7% 的服务费

## 供需空间都在，只欠大量优质内容填充

我们认为从供给（影院数量）和需求（人均观影次数）两方面来看，中国电影票房都空间巨大，

联系两者的纽带是优质内容的供给。观众的品味提升后，对内容的要求提高，如果出现优质内容的断档票房就会出现 2016 年时的不景气情况。优质内容中又以国产片的质量最为重要，因为存在对国产电影的保护政策，国产片票房提升，进口片在国内数量和票房才能有进一步的提高。

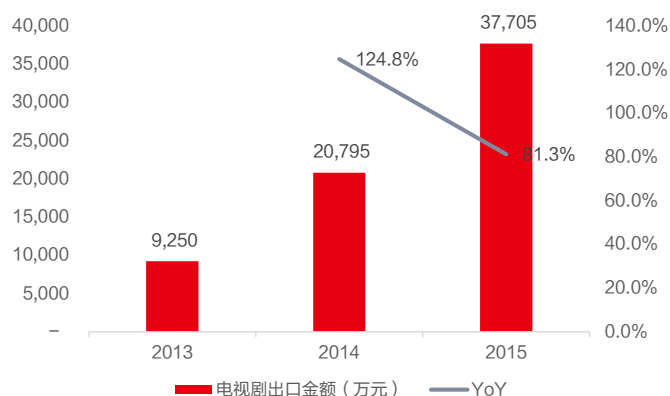
图 8：电影票房收入拆解



资料来源：西部证券研发中心

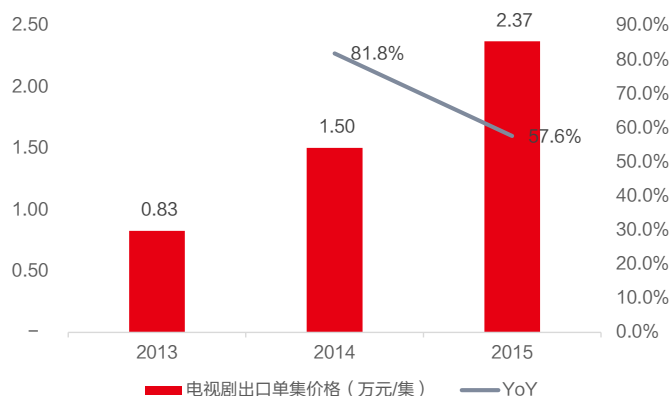
我们坚定看好国产片的发展，我们认为国产影片的质量将不断提高。可以参考电视剧的发展史，早期港台剧、日韩剧盛行，最近几年均被国产电视剧/网络剧所替代。另外，从出口情况来看，国产电视剧量价齐升，也能部分反映国产电视剧的质量在不断提升。

图 9：国产电视剧出口金额及增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 10：国产电视剧出口单价及增速

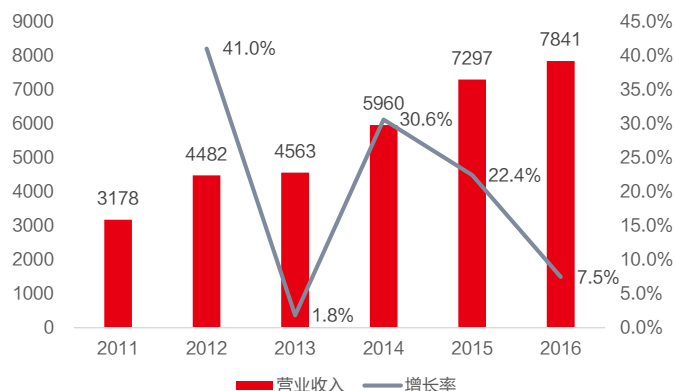


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 中影过去三年复合增速维持在高位

从2012年2月公司和集团重新划分进口业务以来,公司业绩有波动,但长期看年均复合增速维持在高位。2014-2016年公司营收3年复合增速19.8%,净利润复合增速28.9%。1H17公司营业收入45.5亿元,同比增长1.7%;净利润6亿,同比持平。

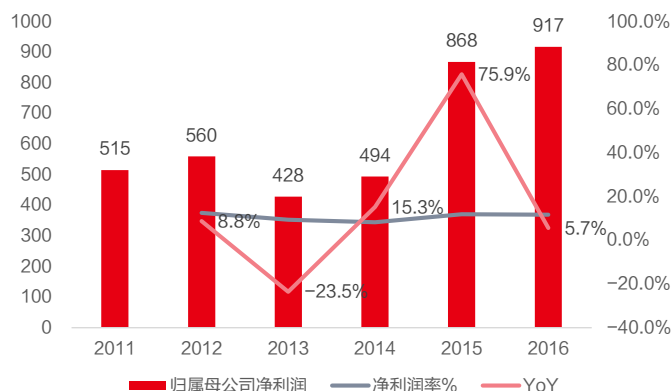
图 11: 中影股份营业收入(百万)及增速



资料来源:公司公告,西部证券研发中心

注:由于历史上和集团的业务调整,2014年开始数据才可比

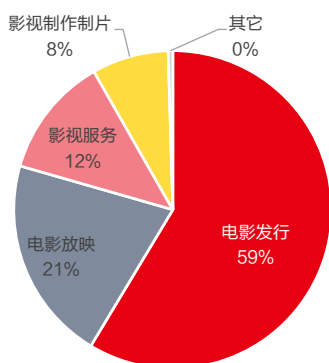
图 12: 中影股份净利润(百万)、净利率及增速



资料来源:公司公告,西部证券研发中心

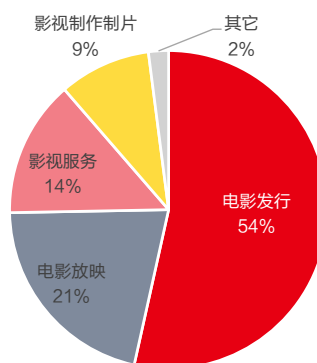
发行业务是公司最大的业务部门。公司业务分为4大板块,8小版块。进口片发行部门是公司营收占比最大的部门,其次是影院放映。1H17公司发行业务收入占比59%,毛利润占比54%,其中以进口片发行为主。电影放映部门(影院+院线)是第二大部门,1H17收入占比21%,毛利润占比21%,其中以电影院放映收入为主,院线收入为辅。

图 13: 1H17 中影股份营收分部



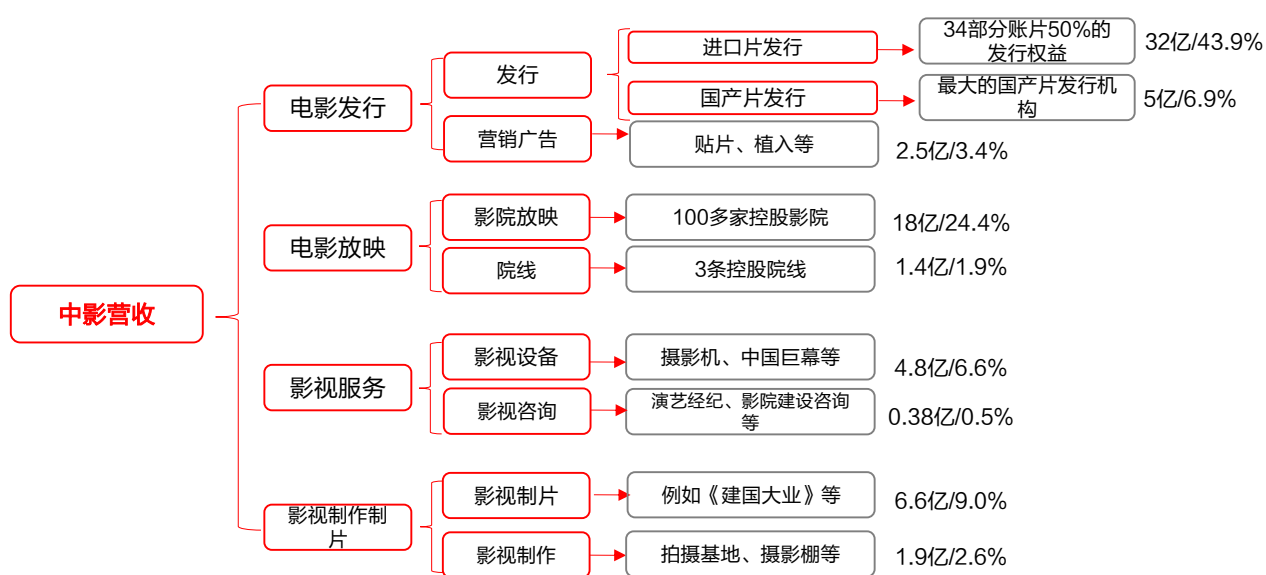
资料来源:公司公告,西部证券研发中心

图 14: 1H17 中影股份毛利润分部



资料来源:公司公告,西部证券研发中心

图 15：中影股份的收入分部及占收比%（2015 年）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

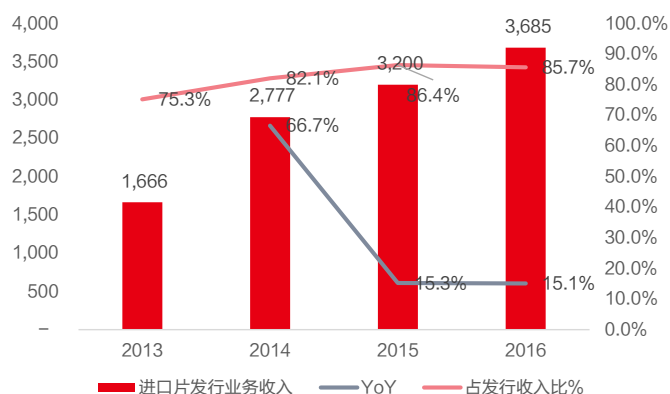
注：2016 年开始公司财务数据只分 4 大板块，不再分 8 小版块

## 中影享受进口分账片发行政策红利

### 进口发行业务稳定增长

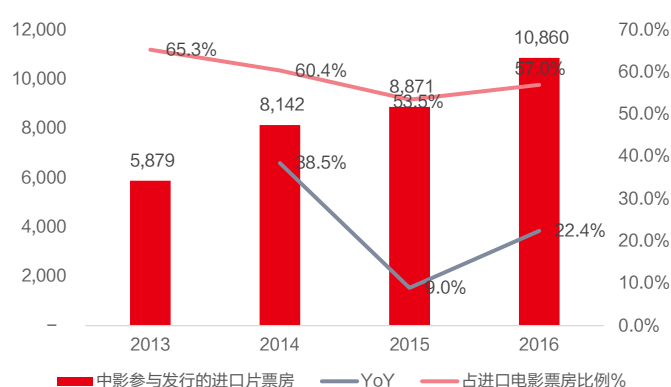
2016年中影股份进口片发行业务收入37亿元,同比增长15%,占公司发行收入的比例为86%,占总收入比例为47%。2016年中影参与发行的进口片票房109亿,同比增长22%,占进口片票房比例为57%。

图 16: 中影股份进口片发行业务营收(百万)及增速%



资料来源:公司公告,西部证券研发中心

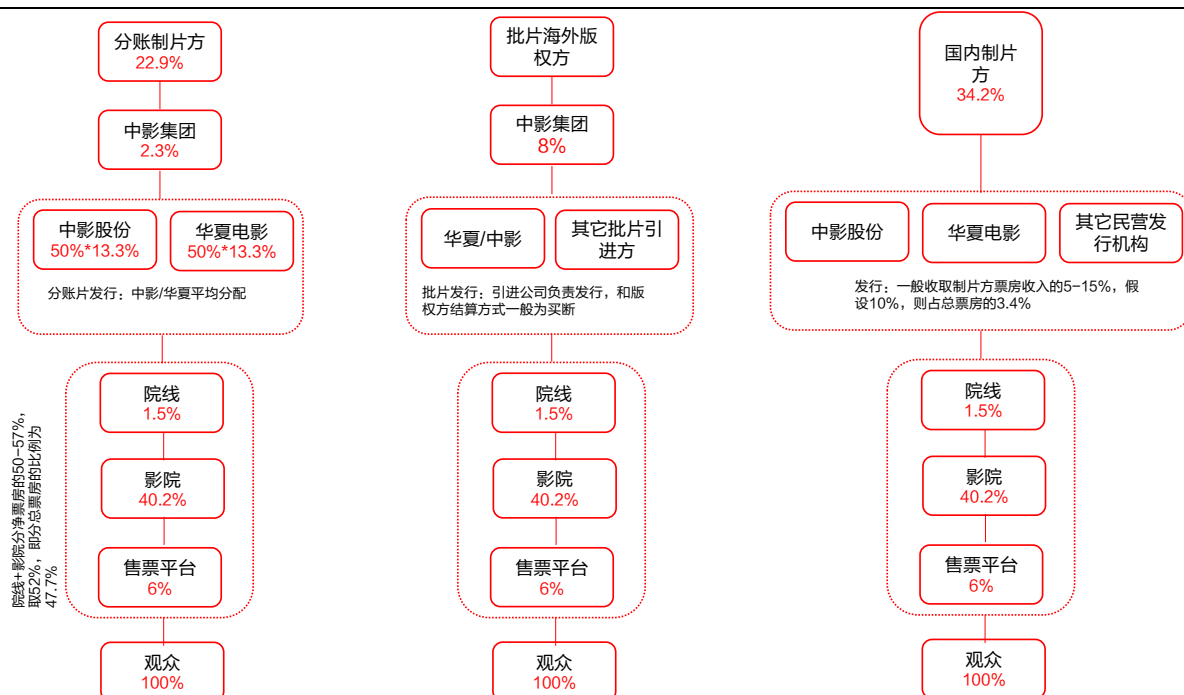
图 17: 中影参与发行的进口片票房(百万)及增速%



资料来源:公司公告,西部证券研发中心

中影拥有进口分账片50%的发行额度。目前中国每年进口分账片配额为34部,只有中影和华夏拥有发行牌照,发行数量原则上两家公司各占进口分账影片配额的50%,在操作上由两家公司依据具体情况协商安排发行工作,可采取双方共同发行(各拿甲区或乙区)或轮流发行等方式。进口分账片发行中,中影股份分账收入为总票房的13.3%左右。

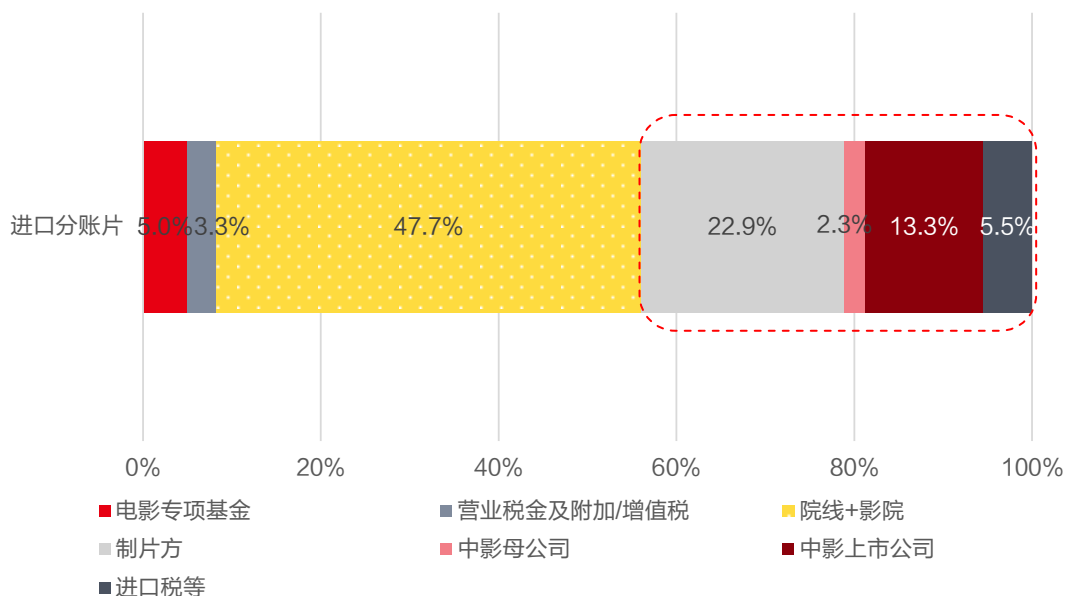
图 18: 中国电影产业链利益分配



资料来源:专家访谈,西部证券研发中心

中影股份进口分账片发行业务确认收入的方式介于总额法和净额法之间，是以扣除专项基金、税、和影院院线分帐后的收入记为营业收入（下图中红框部分）。分账片发行的成本包括给海外制片方的分账，进口税费，和给中影母公司的分账。

图 19：中影股份进口分账片收入和成本的确认方式

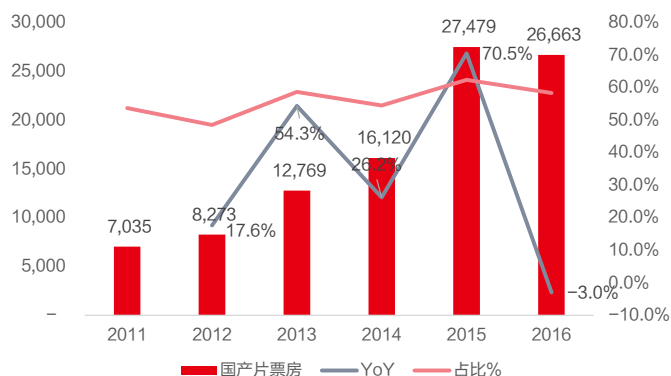


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

### 进口分账片配额存在开放的空间

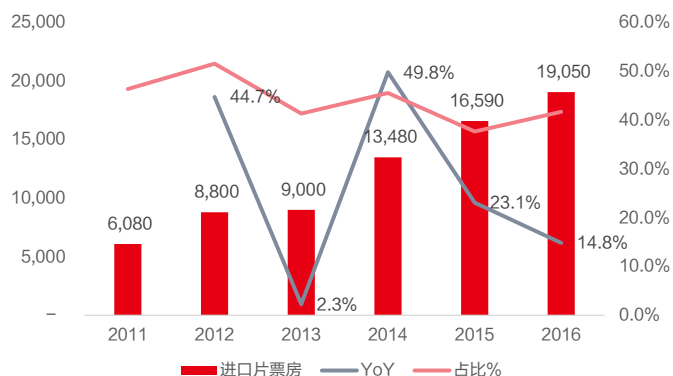
随着国产片从质量到票房竞争力的逐渐加强，国家对进口片放开的力度也是逐渐加大。2012年进口分账片数量从2011年的19部提升到34部。进口批片2016年47部，相较于2015年的29部也有较大的提升。2012-2016年5年间，国产片票房占比维持在55%左右，进口片45%左右。

图 20：中国国产片票房（百万）、增速及占比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 21：中国进口片票房（百万）、增速及占比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

进口配额制度是为了保障国产影片的发展而采取的保护政策，因此进口配额放开程度取决于国产片票房和占比。2013 年进口片配额扩大至 34 部以来，国产片票房占比一直保持在 55% 以上的比例。

假设 2018 年进口配额扩大 44 部，因为低票房的影片增加，分账片单片票房增速从原假设的 17% 下降到 10%，由于挤出效应，进口批片数量由原来假设的 40 部下降到 30 部，国产片单片票房增速从原假设的 18% 下降到 13%，根据我们的测算，2018 年/2019 年国产片票房占比仍能保持在 56% 以上，因此即使考虑到对国产片的保护，进口分账片配额仍存在放开的空间。

表 5：进口配额放开对国产片票房占比影响测算

|             | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全国电影票房（百万）  | 21,769 | 29,600 | 44,069 | 45,713 | 51,741 | 62,117 | 69,281 |
| YoY         | 27.5%  | 36.0%  | 48.9%  | 3.7%   | 13.2%  | 20.1%  | 11.5%  |
| 国产片票房       | 12,769 | 16,120 | 27,479 | 26,663 | 30,989 | 35,017 | 40,620 |
| YoY         | 54.3%  | 26.2%  | 70.5%  | -3.0%  | 16.2%  | 13.0%  | 16.0%  |
| 占比%         | 58.7%  | 54.5%  | 62.4%  | 58.3%  | 59.9%  | 56.4%  | 58.6%  |
| 进口片票房       | 9,000  | 13,480 | 16,590 | 19,050 | 20,753 | 27,100 | 28,661 |
| YoY         | 2.3%   | 49.8%  | 23.1%  | 14.8%  | 8.9%   | 30.6%  | 5.8%   |
| 占比%         | 41.3%  | 45.5%  | 37.6%  | 41.7%  | 40.1%  | 42.4%  | 41.4%  |
| 进口分账片数量     | 34     | 34     | 34     | 38     | 34     | 44     | 44     |
| 平均票房（百万元/部） | 205    | 337    | 336    | 396    | 483    | 532    | 579    |
| YoY         | -0.8%  | 64.1%  | -0.3%  | 17.9%  | 22.0%  | 10.0%  | 9.00%  |
| 进口批片数量      | 23     | 33     | 29     | 47     | 40     | 30     | 30     |
| 平均票房（百万元/部） | 88     | 61     | 178    | 85     | 108    | 124    | 106    |
| YoY         | 104.1% | -30.3% | 191.6% | -52.2% | 27.0%  | 14.5%  | -14.6% |
| 国产片上映数量（部）  | 273    | 308    | 387    | 376    | 380    | 380    | 380    |
| 平均票房（百万元/部） | 47     | 52     | 71     | 71     | 82     | 92     | 107    |
| YoY         | 30.6%  | 11.9%  | 35.7%  | -0.1%  | 15.0%  | 13.0%  | 16.0%  |

资料来源：万得，西部证券研发中心预测

### 进口分账制度变动对中影基本面影响中性

根据我们的测算，若 2018 年进口片配额扩大至 44 部，则当年中影股份税后净利润增加 5000 万左右，即变动率为+4%。2018 年净利润增速会由原假设的 21% 上升至 26%。

表 6：2018 年分账片配额变动影响

|            | 假设配额不放开 | 假设配额放开至 44 部 | 变动%   |
|------------|---------|--------------|-------|
| 发行业务营收（百万） | 5,215   | 5,731        | 9.9%  |
| 其中：国产      | 704     | 674          | -4.2% |
| 进口         | 4,511   | 5,057        | 12.1% |
| 发行业务毛利润    | 1,173   | 1,290        | 9.9%  |
| 净利润        | 1,286   | 1,333        | 3.7%  |

资料来源：西部证券研发中心预测

若 2018 年外资片方分账比例从 25%提高至 26%，其它条件不变，则中影股份净利润下降 7000 万，即变动率为 6%。2018 年净利润增速会由原假设的 21%下降至 15%。其中收入端不变，毛利润原基础上下降 8%。

表 7：外资片方分账比例由 25%上调至 26%影响测算

|            | 假设分账比例不调整 | 假设外方上调 1 个点 | 变动%   |
|------------|-----------|-------------|-------|
| 发行业务营收（百万） | 5,215     | 5,215       | 0.0%  |
| 其中：国产      | 704       | 704         | 0.0%  |
| 进口         | 4,511     | 4,511       | 0.0%  |
| 海外制片公司分成   | 2,424     | 2,520       | 4.0%  |
| 发行业务毛利润    | 1,173     | 1,076       | -8.3% |
| 净利润        | 1,286     | 1,213       | -5.7% |

资料来源：西部证券研发中心预测

## 但对市场信心的影响积极

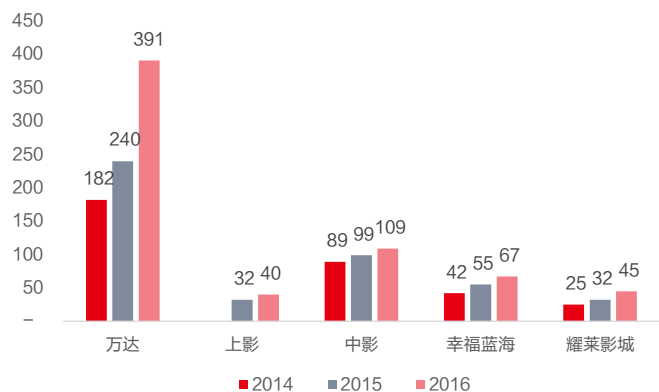
根据我们的调研，业内普遍认为开放是趋势，但进口分账片配额和分账比例短期内不会有大幅度的调整，总体宗旨是保护国产片的发展，以及维持电影票房的稳定增长。

我们认为分账片配额若是放开能提升中影股份的估值。一是配额放开说明我们国产片质量能够跟上；二是放开后对整体票房拉动影响正面；三是带动观影人次增长能拉动影院非票房收入。

## 影院业务经营杠杆高，业绩弹性大

从A股上市公司来看，中影是国内第二大的影院运营公司，仅次于万达。2016年中影控股影院109家，同比增长10%，净增10家。从单银幕产出看，中影也显著高于行业平均。

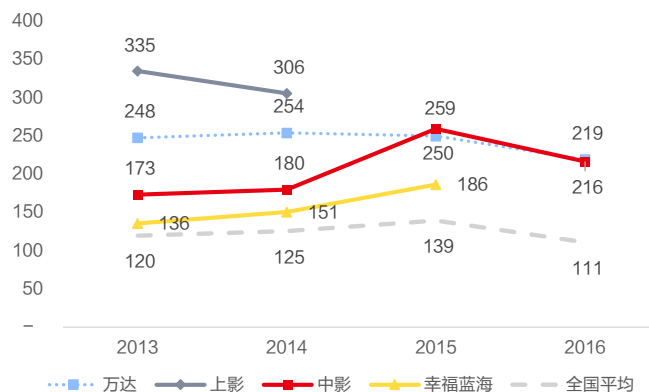
图 22：上市公司旗下控股影院数量（家）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

注：幸福蓝海为控股+参股

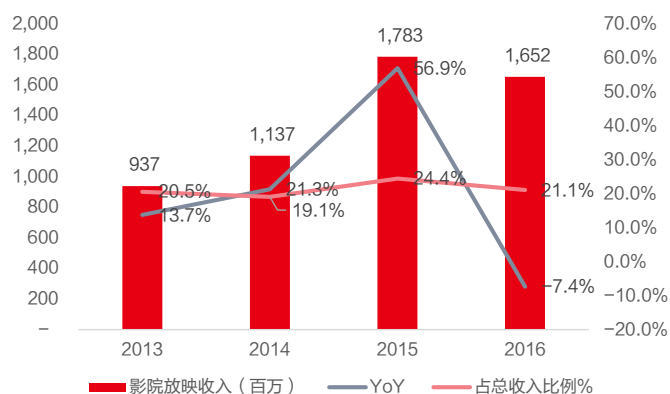
图 23：上市公司影院单银幕产出（万元/年）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

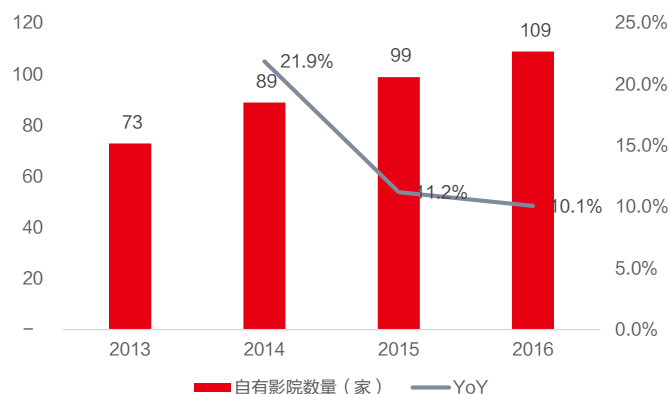
2016年中影股份影院经营业务营收16.5亿元，同比下降7%，主要是因为全国票房增速放缓所致。

图 24：中影股份影院放映收入及增速%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

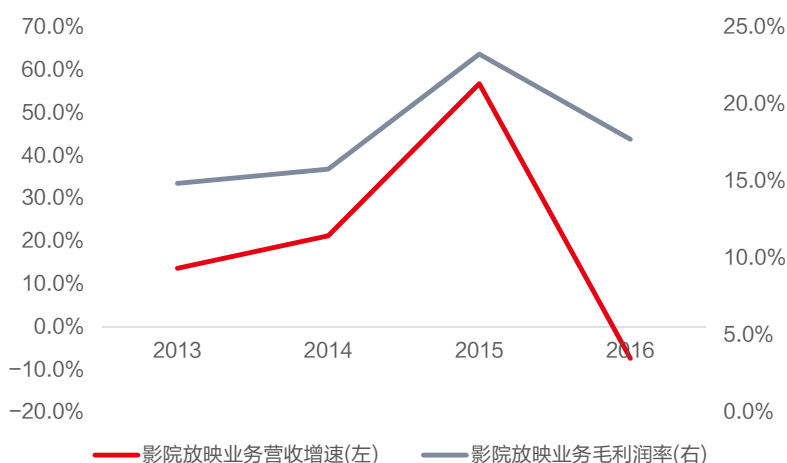
图 25：中影股份控股影院数量及增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

中影股份影院放映业务毛利润率和收入端的增速相关性较大，当放映收入高速增长时，毛利润率会有显著的提升。我们预计2H17中国电影票房会有28%的增长，带动全年票房增速至13%。我们认为中影旗下的影院下半年能受益于票房的增长，收入端和毛利润端均得到较大的提升。

图 26：中影股份影院放映业务营收增速和毛利润率



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

从单个影院来看，影院利润对观影人次的弹性极大，主要是因为影院大部分成本是固定成本（以全额法确认收入固定成本占比 50% 以上，以净额法确认收入 80% 以上是固定成本），经营杠杆较高。根据我们的草根调研，以东部沿海某二线城市工业园区附近的一家影院为例（简称 A 影城），在 2017 年原假设的基础上，若观影人次增加 10%，则税前利润增加 30% 左右。

表 8：A 影城基本信息

| 影院概况        |                                              |
|-------------|----------------------------------------------|
| 品牌          | 中影国际影城                                       |
| 股东          | 中影控股 51%，另外有 5 个小股东                          |
| 开业时间        | 2015 年                                       |
| 地址          | 东部沿海某二线城市工业园区附近                              |
| 所在城市市区影院总数量 | 123 家                                        |
| 占地面积        | 2900 平方                                      |
| 电影厅数量       | 6 个                                          |
| 座位数量        | 908 个，其中一个大厅的座位数量 274 个                      |
| 周边竞争情况      | 2017 年距离 1.1 公里处新开一家同品牌旗下影院；距离 2 公里处新开其它品牌影院 |
| 总部奖励机制      | 完成目标奖励净利润的 5-10%                             |

资料来源：草根调研，西部证券研发中心

A 影院收入包括票房收入（占总收入比例 84% 左右）、影院广告收入（占总票房比例 11%）、娃娃机、按摩椅和 VR 体验等的场租收入，以及国家专项补贴等。

表 9：A 影城收入拆解

|                 | 2015  | 2016   | 2017E |
|-----------------|-------|--------|-------|
| 票房收入（万元）        | 1500  | 900    | 1000  |
| YoY             |       | -40.0% | 11.1% |
| 占比%             | 86.6% | 84.3%  | 83.8% |
| 影院广告（包屏 3 年，万元） | 31.2  | 32.7   | 35.0  |
| YoY             |       | 5.0%   | 7.0%  |

|          |                                               |        |       |
|----------|-----------------------------------------------|--------|-------|
| 卖品（万元）   | 167                                           | 100    | 111   |
| 占票房比例%   | 11.1%                                         | 11.1%  | 11.1% |
| 场租       | -                                             | -      | 12.6  |
| 娃娃机      |                                               |        | 5.4   |
| VR       |                                               |        | 3.6   |
| 按摩椅      |                                               |        | 3.6   |
| 国家专项补贴   | 35                                            | 35     | 35    |
| 衍生品      |                                               | 较少     |       |
| 特殊排片“奖励” | 不固定。例如某片 2 周时间排到 20%奖励 2000 元，排到 60%奖励 1.2 万元 |        |       |
| 收入合计     | 1,733                                         | 1,068  | 1,194 |
| YoY      |                                               | -38.4% | 11.8% |

资料来源：草根调研，西部证券研发中心

A 影院的成本和支出主要包括分账成本（全额法下）、租金、人力、水电和折旧与摊销。

表 10：A 影院成本拆解（万元）

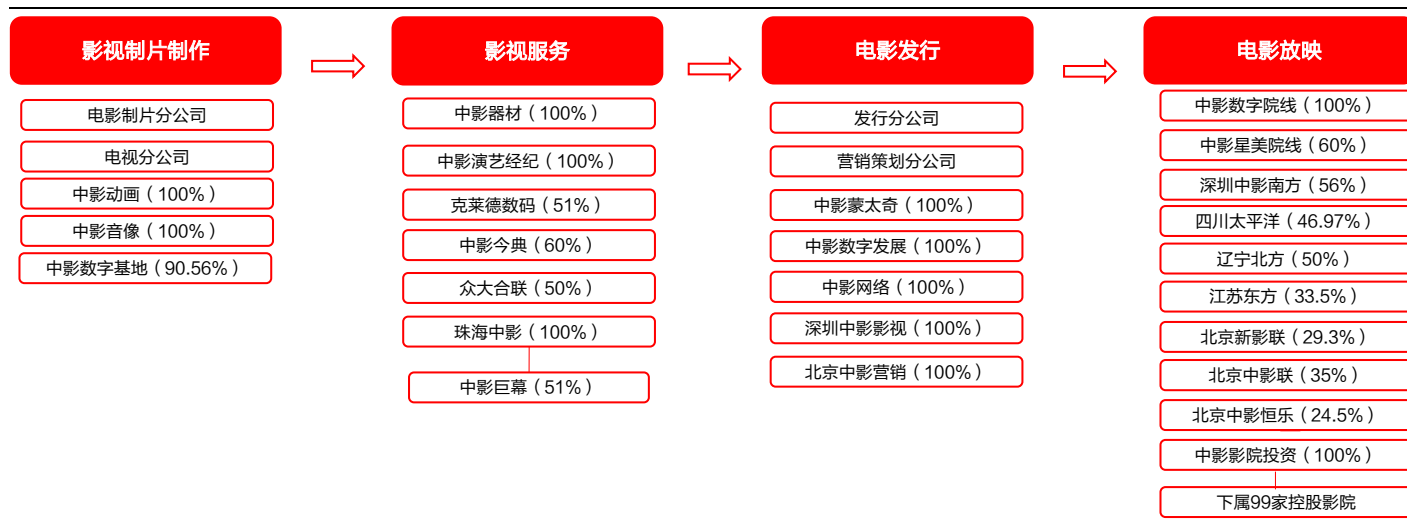
|         | 2015  | 2016  | 2017  |
|---------|-------|-------|-------|
| 院线分账    | 41    | 25    | 28    |
| 分账比例%   | 2.8%  | 2.8%  | 2.8%  |
| 其它各方的分账 | 785   | 471   | 523   |
| 占票房比例%  | 52.3% | 52.3% | 52.3% |
| 运营成本    | 379   | 354   | 354   |
| 租金      | 225   | 200   | 200   |
| 占成本比例%  | 17.2% | 21.1% | 19.9% |
| 人力      | 100   | 100   | 100   |
| 占成本比例%  | 7.7%  | 10.5% | 10.0% |
| 水电      | 54    | 54    | 54    |
| 折旧与摊销   | 100   | 100   | 100   |
| 成本合计    | 1305  | 950   | 1005  |
| 税前利润    | 428   | 118   | 189   |
| 税前利润率%  | 25%   | 11%   | 16%   |

资料来源：草根调研，西部证券研发中心

## 全产业链布局，存在内部协同的可能性

中影股份是国内唯一一家全产业链布局的上市电影公司，旗下资产包括影视设备销售、影视基地运营（包括外景、录影棚、后期制作、工作室等）、影视制片（即电影制片方）、电影发行和电影放映等业务。从国际上看，相对于单一内容公司，全产业链布局更容易成长为巨无霸，例如美国五大传媒集团，均是从内容到渠道全产业链布局。

图 27：中影股份全产业链布局



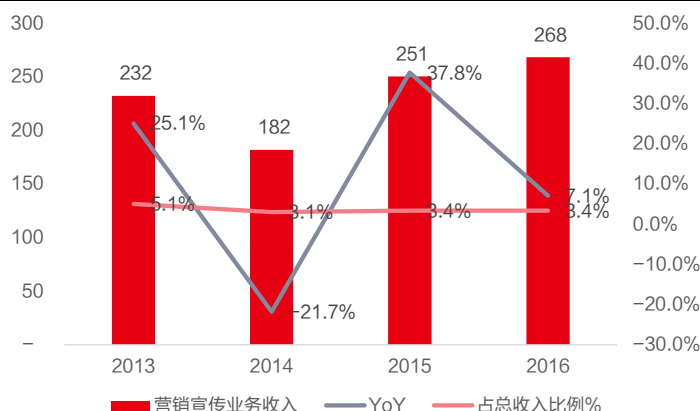
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

我们认为未来中影股份内部机制理顺后，存在至少以下两个方面的内部协同：

### 院线和影院广告的协同

2016 年，我们预计中影股份营销宣传业务收入为 2.7 亿元，占收比 3%。中影股份的营销宣传业务收入包括植入式广告、贴片广告、售票终端广告媒体机等。其中影院广告（映前广告/贴片广告）市场增速很快。

图 28：中影股份营销宣传收入（百万）及增速

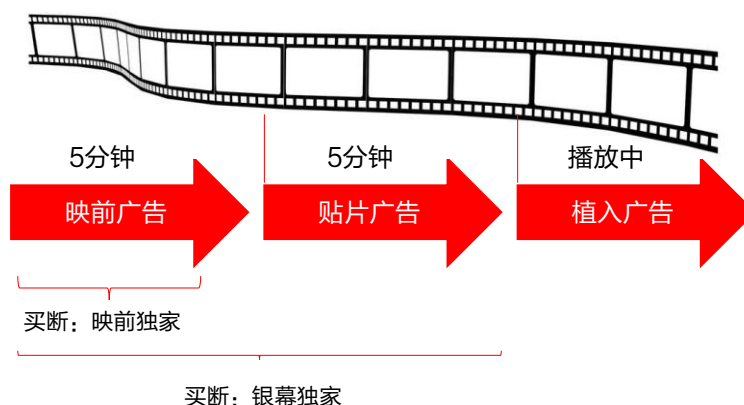


资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

注：2016 年为预测数据

影院广告包括映前广告、贴片广告和植入广告。贴片广告是指电影放映开始前的 5 分钟广告，狭义的映前广告指贴片广告之前的 5 分钟广告（广义的映前广告包括狭义的映前广告和贴片广告）。

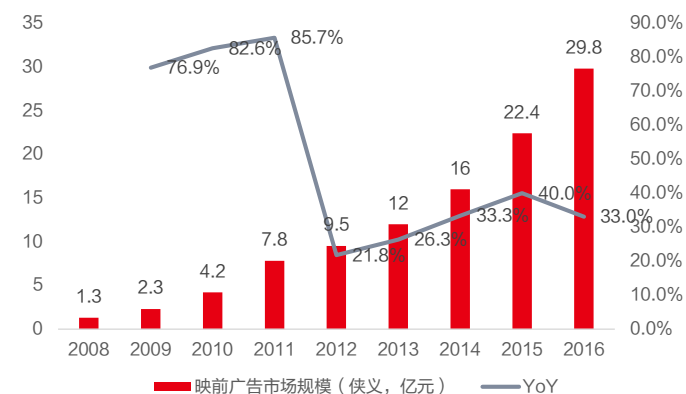
图 29：影院广告的分类



资料来源：西部证券研发中心

2016 年我国电影贴片广告收入 30 亿元，同比增长 33%。分众传媒旗下的分众晶视市场份额最大，按覆盖影院数量市占率为 19% 左右，广告收入 17 亿，同比增长 27%。

图 30：电影映前广告市场（狭义）规模及增速



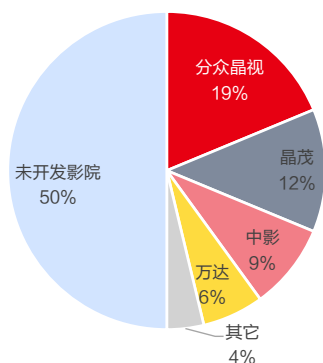
资料来源：艺恩，西部证券研发中心预测

图 31：电影贴片广告规模及增速



资料来源：艺恩，西部证券研发中心

图 32：电影映前广告市场份额



资料来源：专家访谈，西部证券研发中心预测

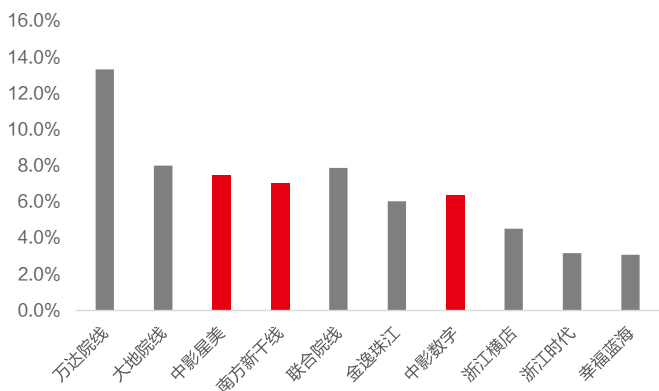
图 33：电影映前广告公司和影院的合作模式

|      | 合作方式                |
|------|---------------------|
| 分众晶视 | 综合（其中800-900家为银幕独家） |
| 晶茂   | 映前独家为主              |
| 中影   | 贴片为主                |
| 万达   | 映前独家为主              |
| 其它   | -                   |

资料来源：专家访谈，西部证券研发中心

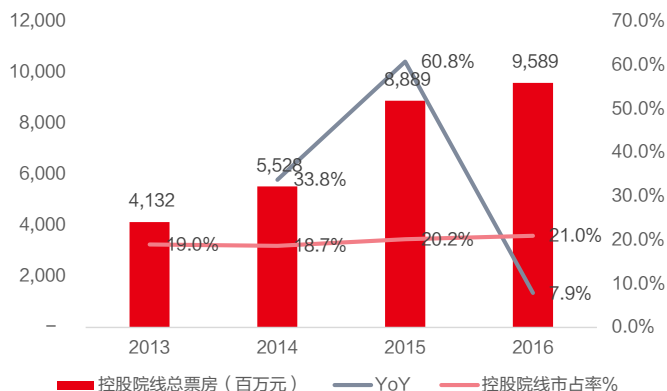
中影影院广告收入规模较小（2016 年 2 亿元左右），与中影丰富的院线资源并不匹配。中影股份有 3 条控股院线，分别是中影星美院线、中影数字院线、和南方新干线院线。截至 2016 年，3 条院线覆盖影院数量 1500 多家，票房占中国票房总收入的 21%，市场份额连续 4 年提升。另外，中影有 4 条参股院线，分别为新影联、四川太平洋、辽宁北方和江苏东方。截至 1H17 中影旗下控股院线和控股影院合计覆盖全国 13,499 块银幕和 179 万个座位，在国内银幕市场的占有率为 30.59%。

图 34：2016 年各院线票房市场份额



资料来源：万得，西部证券研发中心预测

图 35：中影股份控股院线票房及市场份额



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

目前中影影院广告资源自己开发的比例不高。根据我们的调研，中影控股院线下的很多影院广告是和竞争对手合作的。我们认为将来若公司加强对院线和影院的掌控力，在影院广告媒体资源上是有优势的。截至 1H17 中影银幕广告平台已签约影院 676 家，占全国影院的 8.13%；拥有银幕数量达到 4,817 块，占全国银幕总数的 10.92%，覆盖全国 30 个省区的 227 个城市。

## 院线和制片的协同

院线排片对制片方影响很大。例如 2016 年 11 月 18 日，由华谊兄弟、耀莱影视等出品的电影《我不是潘金莲》登陆国内院线，该片上映首日在国内的平均排片为 39%，该片的出品方兼发行方耀莱影视其旗下的耀莱影院给出的排片每天都高达 90%以上。然而在国内市场份额排名第一的万达院线，首日排片量仅为 13%，周末下降到 9%，引发了导演冯小刚的公开指责。

我们的测算显示，假设一家公司旗下影院票房市场份额为 15%，若其为旗下制片公司的某影片提高 20%的排片，其它条件不变，则该制片方净利润将增加 9%。除了极个别头部内容（例如《战狼》），大多数情况下，同一时间段在映的影片很少存在大的质量差距，给影院的排片留下了比较大的操作空间。

表 11：影院提高排片对制片方净利润影响

|                | 电影票房（亿元） | 影院票房市场份额% | 制片方分成% | 制片方收入（亿元） | 制片方成本（亿元） | 制片方净利润（亿元） |
|----------------|----------|-----------|--------|-----------|-----------|------------|
| Base 假设        | 10.00    | 15.0%     | 34%    | 3.42      | 2.22      | 1.20       |
| 情景 1：提高 10%的排片 | 10.15    | 15.0%     | 34%    | 3.47      | 2.22      | 1.25       |
| 比原来增加%         |          |           |        | 1.5%      |           | 4.3%       |
| 情景 2：提高 20%的排片 | 10.30    | 15.0%     | 34%    | 3.52      | 2.22      | 1.30       |
| 比原来增加%         |          |           |        | 3.0%      |           | 8.6%       |

资料来源：西部证券研发中心预测

## 财务稳健，现金流充沛

截至 1H17，中影股份商誉为 0，远低于行业平均水平。

表 12：商誉占净资产比例

|      | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015  | 2016  | 1H17  |
|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 万达电影 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 56.7% | 78.2% | 86.1% |
| 中国电影 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 幸福蓝海 | 2.7% | 2.4% | 2.7% | 2.7% | 2.4%  | 1.4%  | 1.4%  |
| 上海电影 | 3.9% | 4.0% | 2.8% | 2.3% | 1.8%  | 0.7%  | 0.7%  |
| 文投控股 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 75.5% | 69.2% | 49.0% |

资料来源：万得，西部证券研发中心

截至 1H17 中影股份现金及现金等价物 82 亿元，有息负债为 0。1H17 中影股份经营现金流量 10.3 亿元，远高于竞争对手。

表 13：现金及现金等价物（亿元）

|      | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 1H17  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 万达电影 | 3.39  | 6.95  | 11.75 | 17.46 | 43.12 | 24.74 | 25.55 |
| 中国电影 | 16.94 | 15.65 | 21.33 | 26.55 | 37.56 | 74.57 | 81.64 |
| 幸福蓝海 | 4.91  | 2.83  | 1.33  | 2.25  | 3.46  | 9.84  | 6.24  |
| 上海电影 | 3.12  | 2.11  | 3.79  | 5.15  | 5.77  | 10.81 | 10.25 |
| 文投控股 | 0.49  | 0.08  | 0.02  | 0.08  | 11.17 | 9.42  | 29.37 |

资料来源：万得，西部证券研发中心

表 14：经营现金流量（亿元）

|      | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 1H17  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 万达电影 | 4.34  | 9.10  | 10.19 | 12.61 | 20.89 | 19.28 | 8.87  |
| 中国电影 | 11.21 | 3.65  | 11.26 | 9.93  | 20.11 | 3.53  | 10.25 |
| 幸福蓝海 | -0.22 | -1.34 | -1.44 | 2.65  | 3.84  | 4.64  | 1.74  |
| 上海电影 | 1.39  | 0.87  | 1.68  | 2.47  | 3.09  | 1.91  | 1.18  |
| 文投控股 | 0.18  | -0.49 | -0.28 | 0.15  | 2.94  | -2.36 | 5.23  |

资料来源：万得，西部证券研发中心

表 15：短期借款（亿元）

|      | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 1H17  |
|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 万达电影 | -    | -    | -    | -    | -    | 5.00 | 23.04 |
| 中国电影 | -    | -    | -    | 3.00 | 3.20 | -    | -     |
| 幸福蓝海 | -    | -    | 1.00 | 0.80 | -    | -    | -     |
| 上海电影 | 0.60 | 0.48 | 0.49 | 0.29 | 1.84 | 0.19 | 0.40  |
| 文投控股 | 0.29 | 0.10 | 0.05 | 0.29 | 0.58 | 3.90 | 2.00  |

资料来源：万得，西部证券研发中心

表 16：长期借款（亿元）

|      | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 1H17 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 万达电影 | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 中国电影 | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 幸福蓝海 | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 上海电影 | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 文投控股 | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |

|      | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015  | 2016  | 1H17  |
|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 万达电影 | -    | -    | -    | -    | 33.72 | 28.13 | 35.27 |
| 中国电影 | -    | -    | -    | -    | -     | -     | -     |
| 幸福蓝海 | -    | -    | -    | -    | 0.20  | -     | -     |
| 上海电影 | -    | 0.52 | 0.86 | 0.08 | 0.07  | 0.50  | 0.45  |
| 文投控股 | -    | 0.29 | 0.29 | -    | 1.61  | 0.79  | 1.76  |

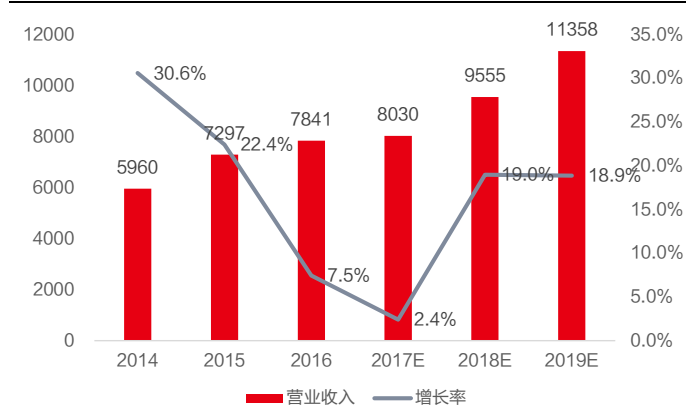
资料来源：万得，西部证券研发中心

## 盈利预测及估值

### 盈利预测

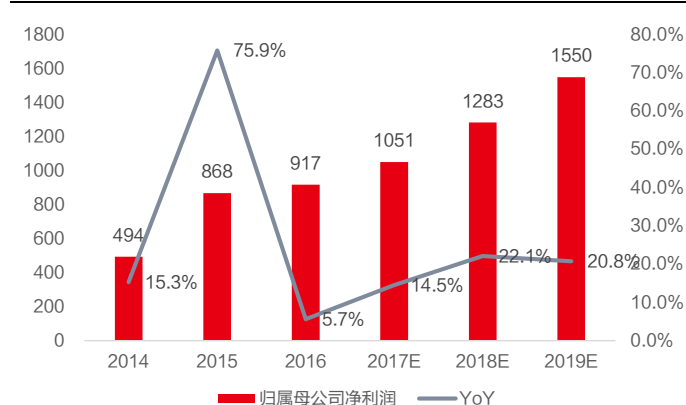
我们预计中国电影 2017 年营业收入 80 亿元,同比增长 2%,净利润 10.5 亿元,同比增长 15%。其中 2H17 净利润 4.6 亿元,同比增长 44%。我们预计 2018 年中国电影营业收入 96 亿元,同比增长 19%,净利润 12.8 亿,同比增长 22%。

图 36: 中国电影营收(百万)及增速预测



资料来源:公司公告,西部证券研发中心预测

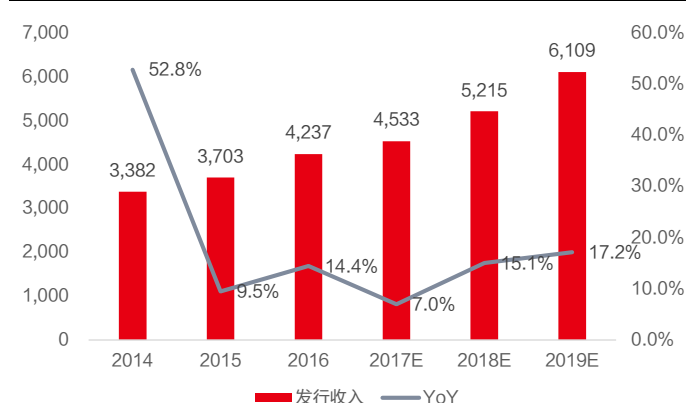
图 37: 中国电影净利润(百万)及增速预测



资料来源:公司公告,西部证券研发中心预测

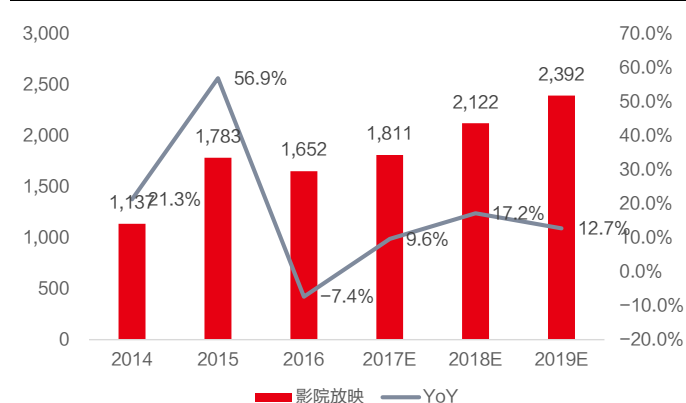
我们预计 2017 年中影股份电影发行收入 45 亿元,同比增长 7%;影院放映业务营收 18 亿元,同比增长 10%。

图 38: 中国电影发行收入(百万)及增速预测



资料来源:公司公告,西部证券研发中心预测

图 39: 中国电影影院放映收入(百万)及增速预测



资料来源:公司公告,西部证券研发中心预测

## 估值

## DCF估值目标价为24元@WACC=10%，永续增长率=2%

我们使用永续增长率 2%和 WACC=10%对中国电影进行估值，目标价为 24 元，亦即基于 2017-2019 三年 EPS 分别为 0.57，0.69 和 0.83 元，对应市盈率为 42X，34X 和 28X。

图 40：中国电影 DCF 估值

| FCFF估值模型    |       |          |       |         |       |  |
|-------------|-------|----------|-------|---------|-------|--|
| 测算年度        |       | 2017     |       |         |       |  |
| Assum       |       |          |       |         |       |  |
| 贝塔β         | 1.02  | 股权资本成本Ke | 12.3% | 适用税率    | 25.0% |  |
| 无风险利率       | 3.4%  | 债务成本Kd   | 3.5%  |         |       |  |
| 市场预期收益率     | 12.2% | 目标债务比率   | 30.0% | 调整WACC值 | 9.7%  |  |
| 第一阶段        |       |          |       |         |       |  |
|             | 2017E | 2018E    | 2019E |         |       |  |
| EBIT        | 1,357 | 1,660    | 2,046 |         |       |  |
| 息税后利润NOPLAT | 1,018 | 1,245    | 1,535 |         |       |  |
| 折旧与摊销       | 266   | 291      | 323   |         |       |  |
| 营业现金毛流量     | 1,283 | 1,536    | 1,858 |         |       |  |
| 营运资本变动      | 18    | -122     | -140  |         |       |  |
| 资本支出        | 459   | 546      | 649   |         |       |  |
| 减值准备        | 88    | 54       | 53    |         |       |  |
| FCF         | 895   | 1,167    | 1,403 |         |       |  |
| APV         | 895   | 1,064    | 1,166 |         |       |  |
| 第二阶段        |       |          |       |         |       |  |
| 期初FCF       | 1,403 | 中期年限     | 10    |         |       |  |
| FCF增长率      | 10%   |          |       |         |       |  |
| 永续阶段        |       |          |       |         |       |  |
| 期初FCF       | 3,774 |          |       |         |       |  |
| FCF增长率      | 3%    |          |       |         |       |  |
| Total PV    |       |          |       | 35,598  |       |  |
| 净现金         |       |          |       | 8,289   |       |  |
| 股权价值        |       |          |       | 43,887  |       |  |
| 发行在外股份数     |       |          |       | 1,867   |       |  |
| 每股价值        |       |          |       | 23.51   |       |  |

| 第一阶段        |        |
|-------------|--------|
| SubTotal PV | 3,124  |
| 第二阶段        |        |
| SubTotal PV | 12,077 |
| 永续阶段        |        |
| SubTotal PV | 20,397 |

资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

## 估值远低于行业平均

2018 年影院院线公司平均 PE 为 37x，中国电影为 26x，远低于行业平均水平。中影股份全产业链布局，发行方面享受政策红利，控股院线合计市场份额第一，控股影院上市公司中排第二，有希望做大做强成为全国性排名靠前的院线影院集团。公司财务政策稳健，商誉为零，现金流丰厚。

图 41：影院院线上市公司估值

| 证券简称      | 收盘价<br>(本国货币) | 股本<br>(亿股) | 总市值<br>(亿元) | 净利润 (亿元) |       |       | EPS   |       |       | PE    |       |       |       |
|-----------|---------------|------------|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |               |            |             | 2017E    | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E |       |
| 300528.SZ | 幸福蓝海          | 16.60      | 3.73        | 62       | 1.46  | 1.76  | 2.15  | 0.39  | 0.47  | 0.58  | 42.3x | 35.2x | 28.8x |
| 601595.SH | 上海电影          | 24.10      | 3.74        | 90       | 2.66  | 3.14  | 3.59  | 0.71  | 0.84  | 0.96  | 33.8x | 28.6x | 25.1x |
| 600715.SH | 文投控股          | 22.47      | 18.55       | 417      | 7.50  | 9.33  | 11.42 | 0.40  | 0.50  | 0.62  | 55.5x | 44.7x | 36.5x |
| 002739.SZ | 万达电影          | 77.84      | 11.74       | 914      | 18.10 | 23.05 | 27.94 | 1.54  | 1.96  | 2.38  | 50.5x | 39.7x | 32.7x |
| 平均        |               |            |             |          |       |       |       |       |       |       | 45.5x | 37.1x | 30.8x |
| 600977.SH | 中国电影          | 17.52      | 18.67       | 327      | 10.51 | 12.83 | 15.50 | 0.56  | 0.69  | 0.83  | 31.1x | 25.5x | 21.1x |

资料来源：Wind，西部证券研发中心预测

图 42: 中国电影 PE Band



资料来源：万得，西部证券研发中心预测

全产业布局的公司因为存在协同作用有估值溢价：向上游可以和内容协同，向下游可以和广告衍生品等协同。参考美国的五大传媒巨头，其估值溢价明显。根据彭博一致预期，未来 3 年净利润平均增速在低个位数水平，而 2017PE18x，2018PE16x。

表 17: 美国五大传媒集团

| 公司名称 | 渠道       | 内容                                             |
|------|----------|------------------------------------------------|
| 迪士尼  | 美国广播公司   | 迪士尼动画、漫威漫画公司、皮克斯动画工作室、试金石影片公司                  |
| 康卡斯特 | 美国全国广播公司 | 环球影业、焦点电影公司、照明娱乐公司                             |
| 维亚康姆 | 哥伦比亚广播公司 | 派拉蒙影业公司、派拉蒙优势、澎湃影业                             |
| 新闻集团 | 福克斯广播公司  | 蓝天工作室、想象娱乐电影公司、二十世纪世纪福克斯家庭娱乐公司、福克斯探照灯影业、摄政娱乐公司 |
| 时代华纳 | CW 电视台   | DC 漫画公司、华纳兄弟、新线电影公司、城堡石娱乐公司                    |

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

注：出于反垄断考虑，美国法律禁止内容制作公司与院线/影院公司合并

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表 (百万元)      | 2015          | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         | 利润表 (百万元)        | 2015         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 3,756         | 7,457         | 8,312         | 9,436         | 10,772        | 营业收入             | 7,297        | 7,841        | 8,030        | 9,555        | 11,358       |
| 应收款项             | 1,592         | 1,383         | 1,417         | 1,686         | 2,004         | 营业成本             | 5,582        | 6,217        | 5,940        | 7,035        | 8,312        |
| 存货净额             | 1,262         | 1,219         | 1,187         | 1,406         | 1,662         | 营业税金及附加          | 106          | 114          | 117          | 139          | 165          |
| 其他流动资产           | 220           | 74            | 76            | 90            | 107           | 销售费用             | 107          | 124          | 137          | 162          | 182          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>6,995</b>  | <b>10,347</b> | <b>11,200</b> | <b>12,865</b> | <b>14,836</b> | 管理费用             | 426          | 444          | 466          | 554          | 647          |
| 固定资产及在建工程        | 2,577         | 2,593         | 2,854         | 3,176         | 3,568         | 财务费用             | -33          | -75          | -93          | -106         | -121         |
| 长期股权投资           | 74            | 99            | 204           | 341           | 514           | 其他费用/( -收入 )     | 35           | 99           | -16          | 18           | 19           |
| 无形资产             | 106           | 112           | 106           | 99            | 94            | <b>营业利润</b>      | <b>1,143</b> | <b>1,115</b> | <b>1,448</b> | <b>1,788</b> | <b>2,191</b> |
| 其他非流动资产          | 302           | 406           | 406           | 406           | 406           | 营业外净收支           | 222          | 276          | 190          | 200          | 211          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>10,891</b> | <b>14,359</b> | <b>15,571</b> | <b>17,688</b> | <b>20,220</b> | <b>利润总额</b>      | <b>1,365</b> | <b>1,392</b> | <b>1,638</b> | <b>1,989</b> | <b>2,402</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>335</b>    | <b>15</b>     | <b>15</b>     | <b>15</b>     | <b>15</b>     | 所得税费用            | 329          | 328          | 410          | 497          | 600          |
| 短期借款             | 2,999         | 1,669         | 1,660         | 1,965         | 2,323         | <b>净利润</b>       | <b>1,036</b> | <b>1,064</b> | <b>1,229</b> | <b>1,491</b> | <b>1,801</b> |
| 应付款项             | 814           | 891           | 912           | 1,085         | 1,290         | 少数股东损益           | 168          | 146          | 169          | 205          | 248          |
| 其他流动负债           | 647           | 822           | 793           | 940           | 1,108         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>868</b>   | <b>917</b>   | <b>1,059</b> | <b>1,286</b> | <b>1,553</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>4,795</b>  | <b>3,396</b>  | <b>3,380</b>  | <b>4,006</b>  | <b>4,736</b>  |                  |              |              |              |              |              |
| 长期借款及应付债券        | -             | -             | -             | -             | -             | <b>财务指标</b>      | <b>2015</b>  | <b>2016</b>  | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> |
| 其他长期负债           | 653           | 520           | 520           | 520           | 520           | <b>盈利能力</b>      |              |              |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>653</b>    | <b>520</b>    | <b>520</b>    | <b>520</b>    | <b>520</b>    | ROE              | 16%          | 9%           | 9%           | 10%          | 10%          |
| <b>负债合计</b>      | <b>5,448</b>  | <b>3,916</b>  | <b>3,900</b>  | <b>4,526</b>  | <b>5,256</b>  | 毛利率              | 23%          | 21%          | 26%          | 26%          | 27%          |
| 股本               | 1,400         | 1,867         | 1,867         | 1,867         | 1,867         | 营业利润率            | 8%           | 8%           | 8%           | 8%           | 8%           |
| 股东权益             | 5,444         | 10,442        | 11,671        | 13,163        | 14,964        | 销售净利率            | 12%          | 12%          | 13%          | 13%          | 14%          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>10,891</b> | <b>14,359</b> | <b>15,571</b> | <b>17,688</b> | <b>20,220</b> | <b>成长能力</b>      |              |              |              |              |              |
|                  |               |               |               |               |               | 营业收入增长率          | 22%          | 7%           | 2%           | 19%          | 19%          |
|                  |               |               |               |               |               | 营业利润增长率          | 75%          | -2%          | 30%          | 24%          | 23%          |
|                  |               |               |               |               |               | 净利润增长率           | 76%          | 6%           | 15%          | 21%          | 21%          |
|                  |               |               |               |               |               | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |              |
|                  |               |               |               |               |               | 资产负债率            | 50%          | 27%          | 25%          | 26%          | 26%          |
|                  |               |               |               |               |               | 流动比              | 1.46         | 3.05         | 3.31         | 3.21         | 3.13         |
|                  |               |               |               |               |               | 速动比              | 1.20         | 2.69         | 2.96         | 2.86         | 2.78         |
|                  |               |               |               |               |               |                  |              |              |              |              |              |
|                  |               |               |               |               |               | <b>每股指标与估值</b>   | <b>2015</b>  | <b>2016</b>  | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> |
|                  |               |               |               |               |               | <b>每股指标</b>      |              |              |              |              |              |
|                  |               |               |               |               |               | EPS              | 0.62         | 0.49         | 0.57         | 0.69         | 0.83         |
|                  |               |               |               |               |               | BVPS             | 3.42         | 5.24         | 5.81         | 6.49         | 7.33         |
|                  |               |               |               |               |               | <b>估值</b>        |              |              |              |              |              |
|                  |               |               |               |               |               | P/E              | 28.2         | 35.7         | 30.9         | 25.4         | 21.1         |
|                  |               |               |               |               |               | P/B              | 5.1          | 3.3          | 3.0          | 2.7          | 2.4          |
|                  |               |               |               |               |               | P/S              | 3.4          | 4.2          | 4.1          | 3.4          | 2.9          |

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

|     |                                     |
|-----|-------------------------------------|
| 买入： | 个股预期未来 6-12 个月内的涨幅（复权后）大于 20%       |
| 增持： | 个股预期未来 6-12 个月内的涨幅（复权后）介于 5%到 20%之间 |
| 中性： | 个股预期未来 6-12 个月内的波动幅度（复权后）介于-5%到 5%  |
| 卖出： | 个股预期未来 6-12 个月内的跌幅（复权后）大于 5%        |

## 联系我们

### 上海市

地址 张杨路 500 号华润时代广场 12 楼 A2BC  
邮政编码 200122  
服务热线 021 3858 4333

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。