

# 中国电影 (600977.SH)

## 综合传媒行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

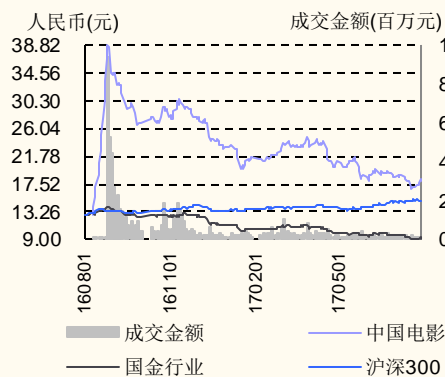
市场价格 (人民币): 18.06 元

### 电影全产业链龙头，制片业务有望发力

长期竞争力评级：高于行业均值

#### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	467.00
总市值(百万元)	33,718.02
年内股价最高最低(元)	38.83/12.84
沪深 300 指数	3721.89
上证指数	3253.24



#### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.620	0.491	0.618	0.717	0.851
每股净资产(元)	3.42	5.24	5.97	6.69	7.41
每股经营性现金流(元)	1.36	0.11	0.93	0.72	0.96
市盈率(倍)	0.00	46.99	29.23	25.17	21.23
行业优化市盈率(倍)	31.11	31.11	31.11	31.11	31.11
净利润增长率(%)	75.88%	5.66%	25.73%	16.13%	18.55%
净资产收益率(%)	18.11%	9.38%	10.34%	10.72%	11.48%
总股本(百万股)	1,400.00	1,867.00	1,867.00	1,867.00	1,867.00

来源：公司年报、国金证券研究所

#### 投资逻辑

- **国有资产背景雄厚，老牌国企全产业链布局：**公司在隶属于广电总局的中国电影集团旗下，股权集中并有雄厚资金实力，布局中国电影行业上中下游产业链，四大业务板块齐发力，涵盖制作、发行、放映、影视服务等业务。
- **背靠政策红利风口，进口片发行龙头持续发挥垄断优势：**受益于“一家进口、两家发行”政策，中国电影与华夏电影一直保持进口片垄断地位。17年上半年进口片表现强势，票房 167.43 亿（包含服务费口径），同比增长约 44.44%。票房过亿的影片一共 41 部，其中进口片 24 部。《速度与激情 8》收获 26.70 亿，排名上半年票房冠军。下半年也将有《敦刻尔克》、《蜘蛛侠：英雄归来》和《星球大战 8》等众多优秀进口大片上线。公司在进口片发行业务上将直接受益。
- **控股院线合计票房第一，收购大连华臣加速影院扩张：**公司旗下拥有中影星美、中影数字及中影南方新干线三条控股院线，去年共实现票房 95.85 亿，市场份额为 20.97%，合计票房全国第一。2016 年收购大连华臣院线 70% 股份，布局东北主流城市并实现三线以下城市渠道下沉，在增加加盟型影院基础上加强资产联结型影院建设，支撑发行与制片业务。
- **影视制片业务业绩有望反弹：**2017 年，公司参投制作《西游伏妖篇》、《速度与激情 8》和《建军大业》等优秀影片，其中《西游伏妖篇》已实现 16.56 亿票房，《速度与激情 8》实现 26.70 亿票房。公司今年主打项目《建军大业》7 月 27 日上映，参投的《战狼 2》也同时上映，两部影片有望实现高票房，为今年公司制片业绩增加利润弹性。

#### 投资建议及估值

- 我们预测 2017-2019 年，公司总收入分别为 89.90、100.78 和 114.88 亿元，归母净利润分别为 11.54、13.40 和 15.88 亿元，对应 EPS 分别为 0.618、0.717 和 0.851 元。我们按照 18 年的 EPS 给予 30XPE 估值，对应 17 年 21.51 元目标价，首次覆盖评级为“买入”。

#### 风险提示

- 票房市场不及预期，中美关于进口分账片的协议谈判在进行中，美方可能要求提高进口片制片方的分账比例，可能会对公司的毛利率有不利影响。

姜姝

联系人  
(8621)60935531  
jiangshu@gjzq.com.cn

裴培

分析师 SAC 执业编号：S1130517060002  
peipei@gjzq.com.cn

## 内容目录

1. 电影全产业链龙头公司 .....	4
1.1 历史发展：国企老字号之子，资产整合快速发展 .....	4
1.2 股份结构 .....	4
1.3 全产业链发展，业务覆盖内容广泛 .....	5
1.5 主要财务状况——发行业务稳增长，制片业务有弹性 .....	7
2. 发行业务——公司主要收入来源 .....	8
2.1 发行市场龙头，背靠政策红利市场份额稳居第一 .....	9
2.2 进口分账片配额有望增加 .....	11
2.3 买断片数量增多，票房贡献日益增长 .....	12
2.4 17年进口片大年有望推升公司业绩 .....	14
3. 放映业务——控股三条优质院线，合计票房全国第一 .....	15
4. 制片制作业务——17年影视制片业务业绩有望反弹 .....	17
5. 影视服务——大力发展新技术，“中国巨幕”走向世界 .....	20
盈利预测与估值 .....	20
风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1：公司历史沿革 .....	4
图表 2：公司股权结构 (2017Q1) .....	4
图表 3：电影产业链布局 .....	5
图表 4：公司主营业务 .....	6
图表 5：截止到 16 年公司主要成就 .....	6
图表 6：公司历年收入与净利润 .....	7
图表 7：近年来分项业务收入及增速 .....	7
图表 8：16 年公司分产品营收和毛利率 .....	7
图表 9：公司分项业务占比 .....	7
图表 10：公司历年毛利率与净利率 .....	8
图表 11：公司分项毛利率 .....	8
图表 12：中国电影发行模式 .....	8
图表 13：公司发行业务收入模式 .....	9
图表 14：进口电影票房分账比例 .....	9
图表 15：国产影片发行 .....	10
图表 16：进口片发行 .....	10
图表 17：进口片发行收入及占比 .....	10
图表 18：进口片发行毛利及占比 .....	10
图表 19：全国票房过亿进口片数量及公司占比 .....	11
图表 20：15 年票房前十名 .....	11

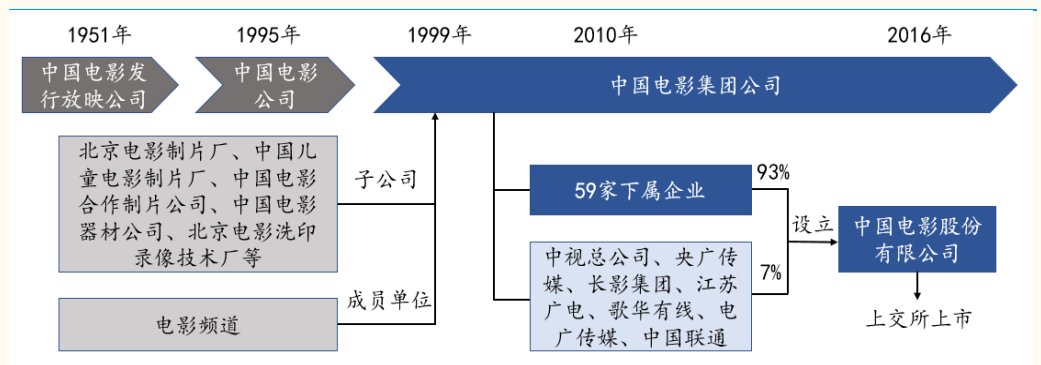
图表 21: 16 年票房前十.....	11
图表 22: 15 年票房结构.....	12
图表 23: 16 年票房结构.....	12
图表 24: 中国进口分账片名额.....	12
图表 25: 中国进口批片名额及票房.....	13
图表 26: 2016 年过亿买断片票房.....	13
图表 27: 17 年上半年国产片进口片票房及占比.....	14
图表 28: 17 年上半年电影票房前 10 名.....	14
图表 29: 下半年主要进口片.....	14
图表 30: 公司电影放映收入及增速.....	15
图表 31: 公司放映业务毛利及毛利率.....	15
图表 32: 公司控股院线下属影院情况.....	15
图表 33: 16 年全国票房前十院线.....	16
图表 34: 上半年各线城市票房及增长情况 (亿元).....	16
图表 35: 16 年和 17 年上半年各线城市票房占比.....	16
图表 36: 2017 年第一季度新开影院院线分布.....	17
图表 37: 公司参与制片优质电影.....	17
图表 38: 公司主导或参与创作的国产影片数量情况.....	18
图表 39: 公司制片数量与制片业务市场份额.....	18
图表 40: 公司参与制片热播大剧.....	18
图表 41: 2013-2015 年公司影视制片与制作收入.....	19
图表 42: 2017 年公司计划出品电影.....	19
图表 43: 中国巨幕与 IMAX 对比.....	20
图表 44: 2017 年主要业务分项收入预测.....	20
图表 45: A 股主要院线上市公司对比.....	21

## 1. 电影全产品链龙头公司

### 1.1 历史发展：国企老字号之子，资产整合快速发展

- **老牌国企中国电影集团主发起设立。**中国电影股份有限公司成立于 2010 年，由中影集团联合中视总公司、央广传媒、长影集团、江苏广电、歌华有线、电广传媒、中国联通等 7 家单位同发起设立。其中国有股东中影集团是中国电影的主发起人，以 59 家下属企业股权在内的资产进行出资，持股 93%，其他 7 家单位分别持股 1%。

图表 1：公司历史沿革

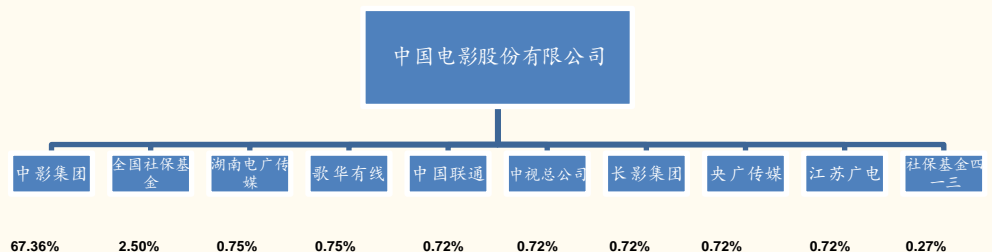


来源：招股说明书，国金证券研究所

- **资产丰富迅速整合，2016 年登陆上交所。**中国电影成立后，中影集团将旗下 16 家股权、动漫平台制作项目相关设备等无形资产、长期股权投资以及固定资产转移至中国电影。2012 年，中影集团不再委托中国电影从事进口影片的具体业务，但仍保持进口分账片发行收入划分及支付进口买断片管理费等方面关联交易。中国电影于 2016 年 8 月 9 日于上交所上市，以 8.92 元/股的价格公开发行 A 股 46,700 万股，占发行后总股本的 25.01%。

### 1.2 股份结构

图表 2：公司股权结构(2017Q1)



来源：wind，国金证券研究所

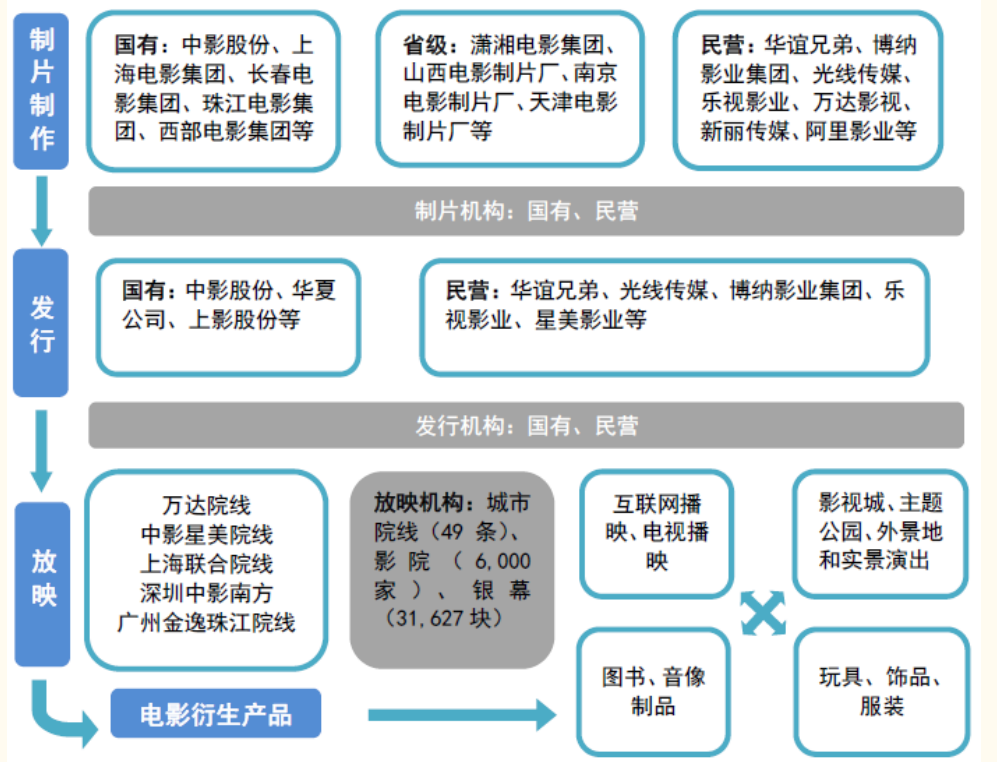
- **公司股权结构集中，国资背景强大。**目前公司股权结构较为集中，中国电影集团是最大控股股东（实际控制人），持有股份 67.36%。除此之外，公

司股东还包括央视传媒、中视总公司、国资委、地方电广传媒公司、中国联通等国资背景强大公司，为公司带来丰富的资源与政策红利。

### 1.3 全产业链发展，业务覆盖内容广泛

- 公司业务布局行业产业链各个环节，形成良好闭环生态。目前国家电影行业上中下游分别为制片制作、电影发行与影片放映。为了通过整合产业链资源，强化盈利能力和对资源的控制力，公司深耕上游内容制作、强化中游宣传发行、整合下游院线、投入衍生品生产投资，以此发挥协同效应，增强市场竞争力。

图表 3：电影产业链布局



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司主营业务涵盖四大板块，近四年来业绩突出。公司主营业务包括四大板块：电影发行、电影放映、影视制片制作及影视服务，涵盖完整产业链。影视发行业务包括电影发行业务、电影营销业务、电影进口受托业务和电影出口业务；电影放映板块业务主要包括电影院线业务与影院投资经营业务；影视制片制作板块业务包括影视制片业务与影视制作业务；影视服务板块业务主要包括影视器材销售业务及其他影视服务业务。

图表 4：公司主营业务



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 5：截止到 16 年公司主要成就

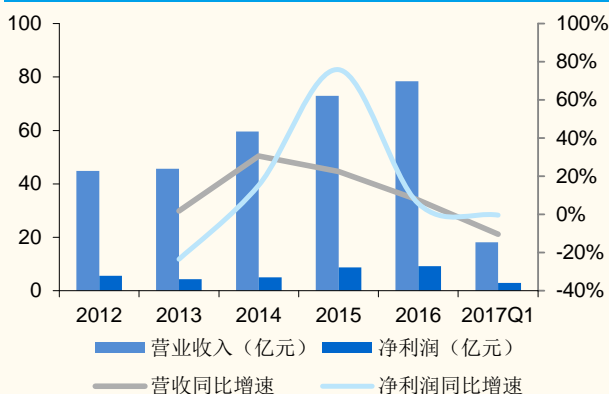


来源：招股说明书，国金证券研究所

### 1.5 主要财务状况——发行业务稳增长，制片业务有弹性

- **发行业务带动业绩增长稳定。**2016 年公司实现营收 78.41 亿元，归母净利润 9.17 亿元，同比分别增长 7.46% 和 5.66%。其中电影发行业务收入 45.06 亿元，同比增长 13.98%，占到总营收的 58.03%，带动了整体的收入稳定增长。今年一季度，公司营收 18.08 亿元，同比下滑 10%，净利润 2.88 亿，与去年同期基本持平，主要原因是受到去年一季度基数较高，Q1 全国票房市场同比下滑 6% 的影响。
- **电影发行收入占比一直维持在 50% 以上。**2012 年以前，公司垄断海外电影进口发行业务，之后中影集团收回进口业务，中影集团不再委托本公司从事相关进口影片的其他具体业务，因此公司除了 2013 年发行业务略有下降以外，近三年来发行业务都保持增长，占总收入比重分别为 60.45%、54.62% 和 58.03%。

图表 6：公司历年收入与净利润



来源：wind，国金证券研究所

图表 7：近年来分项业务收入及增速

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
主营业务收入 (百万)	3,178.22	4,481.73	4,563.37	5,960.08	7,296.53	7,840.71
YoY		41.01%	1.82%	30.61%	22.42%	7.46%
电影放映	505.5	904.07	1,014.53	1,225.53	1,919.95	1,791.88
YoY		79%	12.20%	20.80%	56.70%	-6.70%
电影发行	1,936.09	2,531.77	2,445.21	3,563.55	3,953.39	4,505.96
YoY		31%	-3.40%	45.70%	10.90%	14.00%
影视制片制作	417.51	644.98	663.95	634.69	847.5	669.91
YoY		54%	2.90%	-4.40%	33.50%	-21.00%
影视服务	270.77	385.98	402.86	471.23	517.77	796.77
YoY		43%	4%	17%	10%	54%
其他	48.35	14.93	36.82	65.08	57.92	76.2
YoY		-69%	147%	77%	-11%	32%

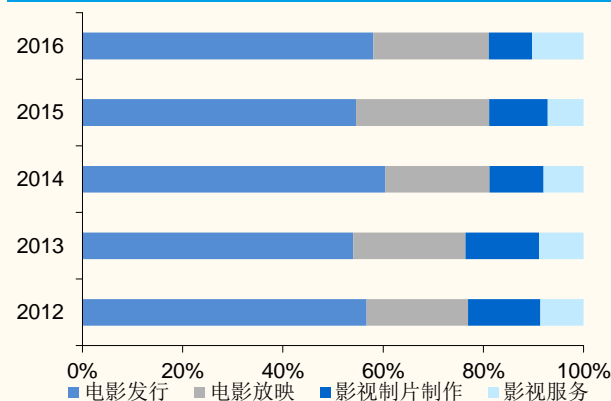
来源：wind，国金证券研究所

图表 8：16 年公司分产品营收和毛利率

分产品	营业收入 (亿元)	营收同比	毛利率	毛利率同比增减
影视制片制作	6.7	-20.96%	-16.94%	-22.42%
电影发行	45.06	13.98%	23.57%	-0.80%
电影放映	17.92	-6.67%	23.37%	-4.64%
影视服务	7.97	53.88%	25.51%	0.80%

来源：wind，国金证券研究所

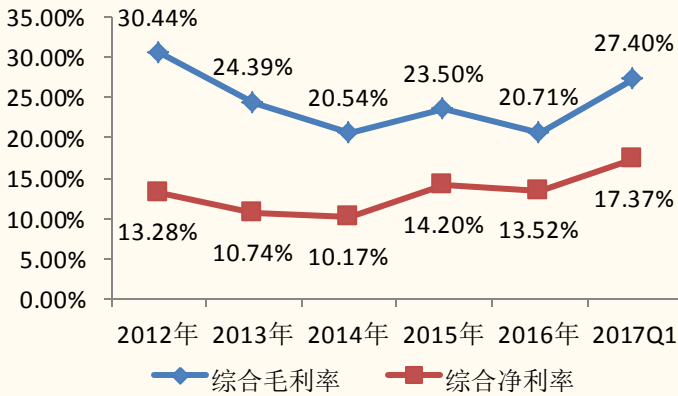
图表 9：公司分项业务占比



来源：公司年报，国金证券研究所

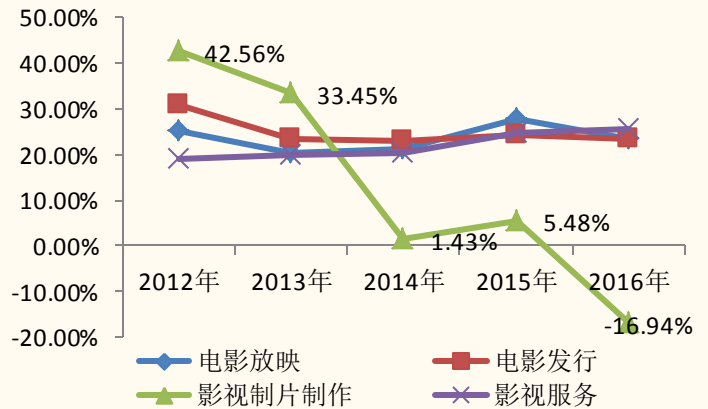
- **17 年 Q1 毛利率提升明显，制片毛利率波动较大。**2012 年由于进口电影政策调整原因，中国电影不再负责进口业务，主营业务受到影响，毛利率与净利率水平出现下滑。近三年公司四大主营业务均有不同程度提升，逐渐拉回盈利能力。2016 年主要受制片业务毛利下滑的影响，整体的毛利率及净利率略微下降。但公司今年一季度毛利率达到 27.40%，提升较为明显，主要是由于今年 Q1 进口片表现亮眼，发行业务带动毛利提升。而在分项毛利率中，电影发行、放映和影视服务毛利率稳定，影视制片制作波动较大，16 年毛利率为 -16.94%，比 15 年 5.48% 的毛利率下滑 22.42%。

图表 10: 公司历年毛利率与净利率



来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 公司分项毛利率

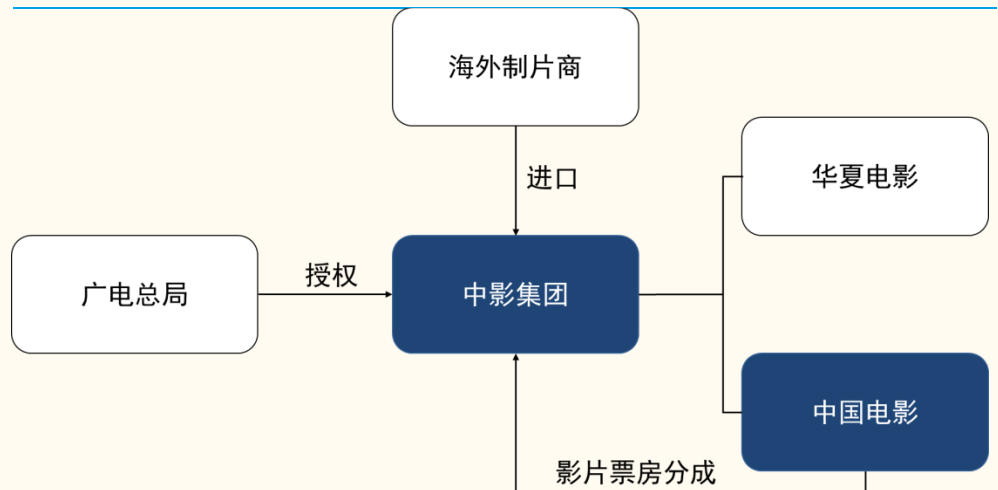


来源: wind, 国金证券研究所

## 2. 发行业务——公司主要收入来源

- “一家进口、两家发行”政策下，中国电影和华夏电影主要负责进口片发行。我国进口影片管理坚持“一家进口、两家发行”原则，即广电总局授权中影集团进出口分公司唯一承担境外影片的进口业务，由中影集团进出口分公司负责向中影集团电影发行分公司供片发行。本公司成立后，中影集团的电影发行业务转到本公司。本公司在开展进口分账影片发行业务时以支付版权使用费的形式向中影集团支付影片票房分成（含境外片方应获得的影片票房分成），并将支付中影集团的票房分账款核算为进口影片发行成本。

图表 12: 中国电影发行模式

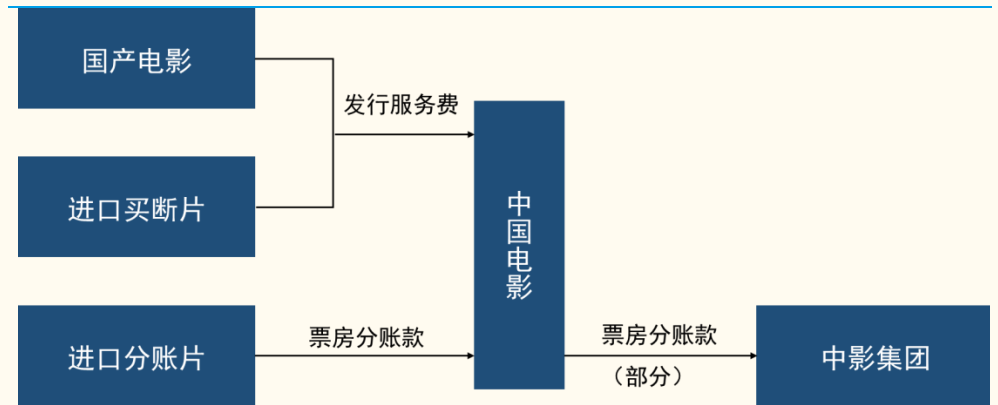


来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 公司目前根据影片的不同类型在获得票房分账后采用不同方式确认发行收入。公司发行业务面向国产及进口影片，分别采取采购和进口模式。对于国产影片和进口买断片，公司向电影制片方或影片进口方提供影片的发行，并收取占净票房一定比例的发行服务费；对于进口分账片，公司在发行环节取得票房分账款后，需支付中影集团票房分账款作为本公司发行成本。



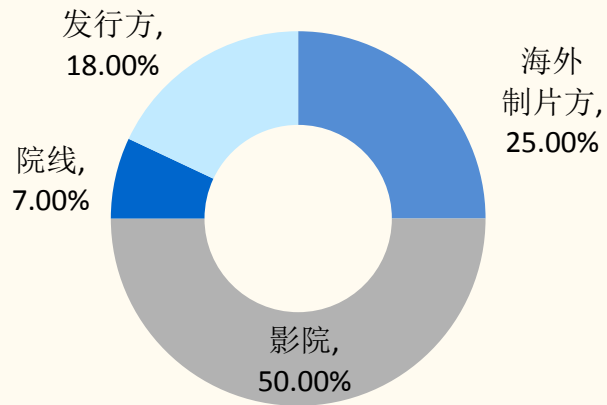
图表 13：公司发行业务收入模式



来源：公司年报，国金证券研究所

- 目前中国国产电影扣除影院与院线的 57%票房分账后，制片方和发行方大约分得 43%的票房收入。进口电影方面，院线与影院分账也是 57%左右，发行方在获得剩下的分账收入后需付给海外制作方的分账比例约为 25%，剩下的票房收入的 18%左右为发行方票房分成。此外，公司在拿到票房分成后需支付中影集团 2.5%的票房分成以及 6%左右的进口环节增值税。

图表 14：进口电影票房分账比例



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

## 2.1 发行市场龙头，背靠政策红利市场份额稳居第一

- 目前公司在国内发行市场稳居市场份额占有率第一。2016 年，公司以发行 465 部影片（国产电影 368 部，进口电影 97 部），实现票房 248.41 亿的成绩在发行公司中排名第一，其中国产片实现票房占比 52.44%，进口片实现票房占比 57.01%。其中，《美人鱼》和《疯狂动物城》分别以 33.93 亿元和 15.32 亿元的成绩分别占据 2016 年内地票房排行榜前两名，优势地位明显。

图表 15: 国产影片发行

国产影片发行	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
当年国产片票房 (亿元)	127.7	161.55	273.55	266.63
主导或参与发行影片数量	209	263	318	368
实现票房 (亿元)	119.05	97.57	110.8	139.81
公司占比	93.23%	60.40%	40.50%	52.44%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

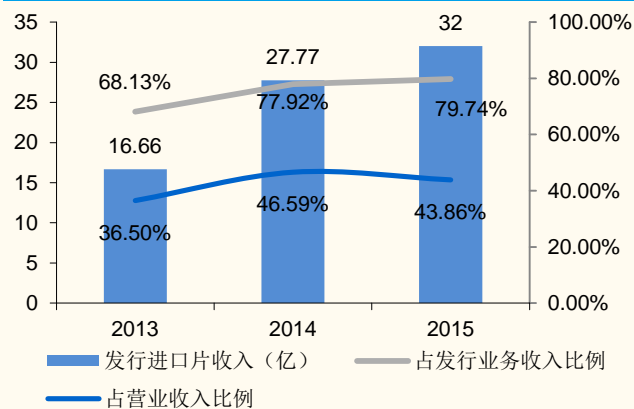
图表 16: 进口片发行

进口影片发行	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
全国进口影片总票房 (亿元)	90.02	134.84	165.25	190.49
主导或参与发行影片数量	71	77	75	97
实现票房 (亿元)	58.79	81.42	88.71	108.6
公司占比	65.31%	60.38%	53.68%	57.01%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

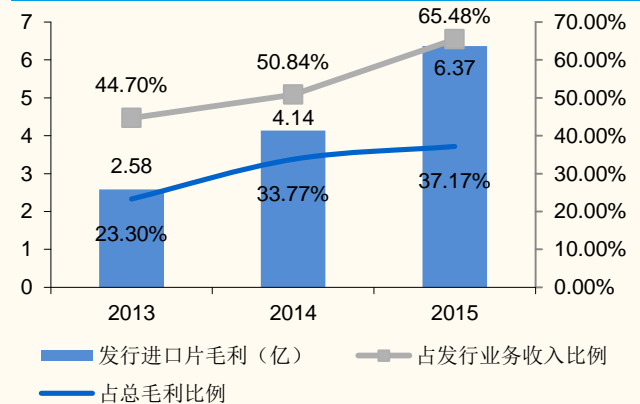
- 进口影片成为公司业务最大优势。**2013-2016 年间, 公司共发行 330 部进口影片。近四年来公司主导或参与发行的进口影片实现票房占全国进口电影总票房占比一直维持在 50% 以上, 2016 年市场份额为 57.01%。与此同时, 公司参与发行的票房过亿进口影片数量占比一直维持在 90% 以上。进口影片成为公司业务最大优势, 2013-2015 年间进口片发行业务收入分别为 16.66 亿元、27.77 亿元和 32.00 亿元, 复合增长率达 38.59%, 占营业收入比例 40% 以上; 进口片发行毛利稳步上升, 2013-2015 年间毛利分别为 2.58 亿元、4.14 亿元、6.37 亿元, 复合增长率高达 57.13%。进口影片发行收入成为公司收入主要来源。
- 电影市场进口票房很大程度取决于分账片。**进口片通常分为分账片和买断片。分账片即电影版权所有者不买断发行权, 委托中介机构代理发行, 并按票房收入分成的电影, 具有上映时间相对同步、制作精良、大多出自好莱坞、票房高等特点。从 1994 年开始, 中国内地每年引进 10 部海外分账大片。加入 WTO 之后增加到 20 部。2012 年之后再原有的基础上增加了 14 部特种分账片 (3D 和 IMAX 电影), 达到 34 部分账片。2016 年分账片增加到 38 部。进口买断片即从国外片商买断放映权的电影, 国外片商不参与票房分成。买断片一般具有国内上映时间较晚、投资规模小、大多国外制作、故事情节一般等特点。我国电影市场进口票房很大程度取决于分账片。

图表 17: 进口片发行收入及占比



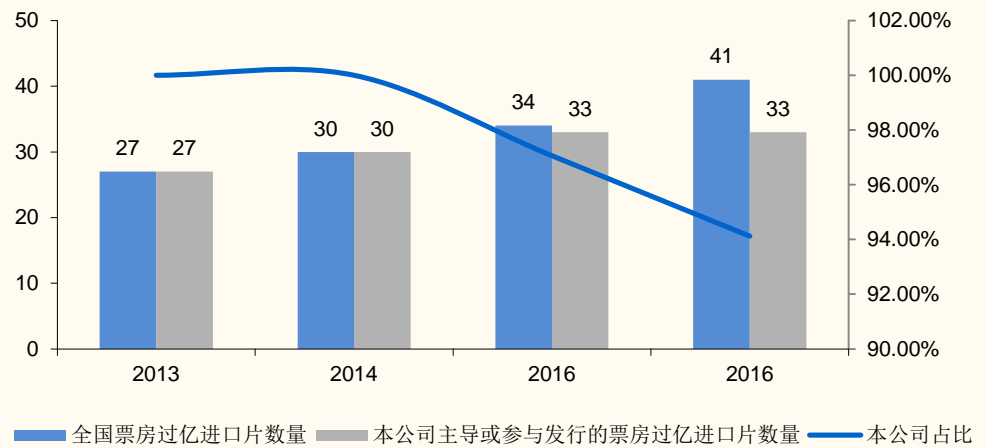
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 18: 进口片发行毛利及占比



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 19：全国票房过亿进口片数量及公司占比



来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.2 进口分账片配额有望增加

- **进口片分账票房高，占比大。**2015 年，分账片《速度与激情 8》、《复仇者联盟 2：奥创纪元》、《侏罗纪世界》分别以 24.27 亿、14.64 亿、14.21 亿票房占据当年票房排行榜 2、4、6 名；2016 年，分账片《疯狂动物城》、《魔兽》和《美国队长 3》分别以 15.3 亿元、14.72 亿元和 12.48 亿元排在全年中国电影票房榜 2、3、4 名，同时《疯狂动物城》成就影史最高单日票房动画片。2015 年分账片数量为 34 部，票房占比约为 33%；2016 年，38 部分账片占据全年票房约 32% 的比例。

图表 20：15 年票房前十名

排名	电影	分账票房 (亿元)	分账票价	场均人次
1	捉妖记	24.4	37.2	42
2	速度与激情 7	24.27	38.9	43
3	港囧	16.14	32.9	41
4	复仇者联盟 2：奥创纪元	14.64	40	29
5	夏洛特烦恼	14.42	32.2	34
6	侏罗纪世界	14.21	38.3	33
7	寻龙诀	13.74	36.3	46
8	煎饼侠	11.6	32.7	40
9	澳门风云 2	9.68	46.5	37
10	西游记之大圣归来	9.56	34.7	35

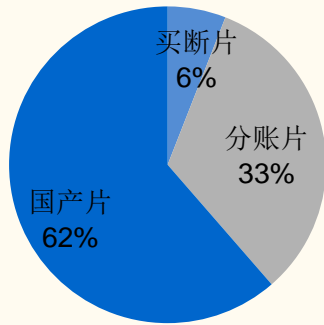
来源：艺恩网，国金证券研究所

图表 21：16 年票房前十

排名	电影	分账票房 (亿元)	分账票价	场均人次
1	美人鱼	33.92	36.7	44
2	疯狂动物城	15.3	33.6	29
3	魔兽	14.72	37.1	25
4	美国队长 3	12.46	35	26
5	西游记之孙悟空三打白骨精	12.01	36.7	36
6	湄公河行动	11.84	30.4	25
7	澳门风云 3	11.18	35.6	36
8	盗墓笔记	10.04	35.2	28
9	功夫熊猫 3	10.02	35.6	25
10	长城	9.79	35	25

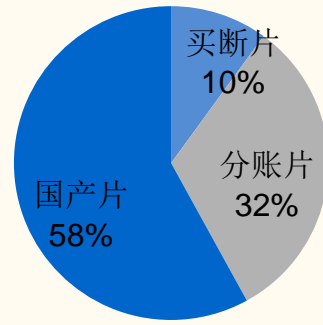
来源：艺恩网，国金证券研究所

图表 22：15 年票房结构



来源：1905 电影网，国金证券研究所

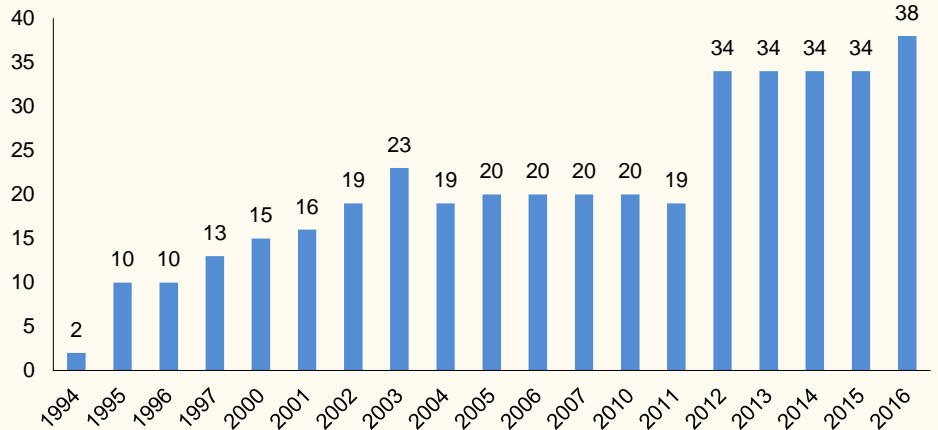
图表 23：16 年票房结构



来源：新传智库，国金证券研究所

- 国内分账片配额有望增加，有望带来更多票房利润。近 10 年来，国内分账片配额由 20 部增至 34 部。2012 年，中美签订《中美双方就解决 WTO 电影相关问题的谅解备忘录》，在每年引进 20 部美国电影基础上增加 14 部特种分账片。2016 年年末，广电总局更以文化交流名义超额引进进口片，达到 38 部。2017 年 2 月 17 日，《谅解备忘录》到期，面临新配额重新商定问题，配额增加可能性极大。但同时也应关注进口制片方分账比例提升的风险（对公司毛利率可能有不利影响）。

图表 24：中国进口分账片名额



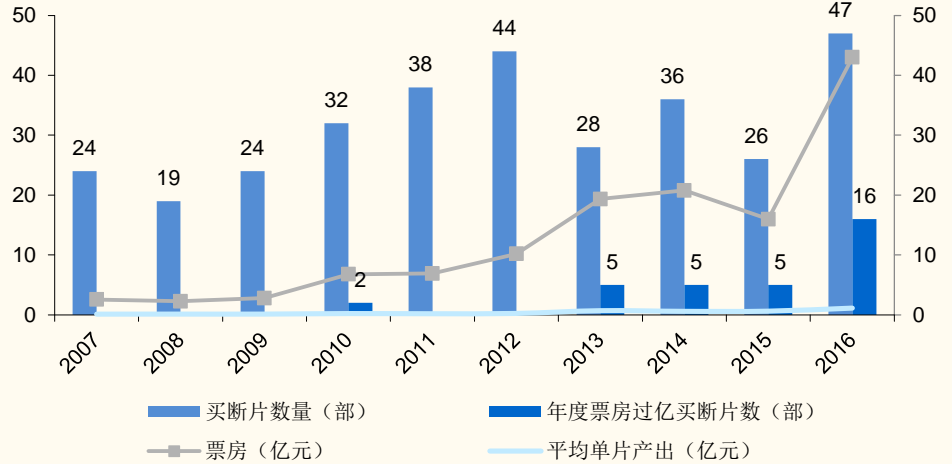
来源：1905 电影网，国金证券研究所

### 2.3 买断片数量增多，票房贡献日益增长

- 一直以来，由于制作成本和质量问题，买断片受到关注较小。在 2005 年，广电总局要求中影和华夏每年完成至少 10 部非美进口买断片引进发行。在政策支持下，《帝企鹅日记》作为买断片，以高票房低版权费优势获得了较高利润。2010 年，爆款买断片《敢死队》的引进打破了买断片的冷门趋势，以 50 万美元的买断版权费创造了 2.16 亿元的票房并成功挤进当年国内票房 Top10。
- 2016 年买断片数量再次升高，票房抢眼，上半年单片产出首次突破 1 亿，创造排片市场单片亿元时代。一直以来，买断片在与分账片数量相差不多

的情况下贡献票房并不理想。2013年，28部引进的买断片票房大约为19.33亿；2014年，36部买断片贡献了20.77亿票房；2015年，26部买断片仅创造票房约15.98亿。2016年买断片创造了票房突破，47部买断片贡献票房总额超过43亿元，平均单片票房大约为8700万。值得一提的是，2016年上半年21部买断片贡献23.57亿票房，超过2015年买断片全年票房水平，平均单片产出1.12亿，占总票房9.6%。

图表 25：中国进口批片名额及票房



来源：艺恩电影智库，国金证券研究所

- 2016年买断片创爆款，公司发行业务受益。**从2016年来看，《惊天魔盗团2》和《你的名字》作为买断片创造了5亿以上的票房，《荒野猎人》、《血战钢锯岭》等票房不俗的进口大片也都是买断片。与此同时，2016年买断片市场的一个特点是许多买断片为日本进口电影，其中大多为动画片，其中票房成绩不错的有《你的名字》、《航海王之黄金城》、《哆啦A梦：新大雄的日本诞生》、《火影忍者剧场版：博人传》等。原因是欧美大片效应失利导致观众审美疲劳，日本动漫的粉丝积累及内容独特性造就了买断片爆款的出现，公司发行业务直接受益。

图表 26：2016年过亿买断片票房

影片	排名	票房	发行公司
惊天魔盗团2	20	6.39	中国电影
你的名字	24	5.66	华夏电影
荒野猎人	38	3.79	华夏电影
机械师2：复活	42	3.39	华夏电影
血战钢锯岭	45	3.23	华夏电影
神战：权利之眼	53	2.35	中国电影
最后的巫师猎人	59	1.8	中国电影
神探夏洛克	64	1.61	华夏电影
圆梦巨人	66	1.43	华夏电影
分歧者3：忠诚世界	73	1.22	中国电影
九条命	77	1.12	中国电影
航海王之黄金城	79	1.07	中国电影
超脑48小时	81	1.04	中国电影

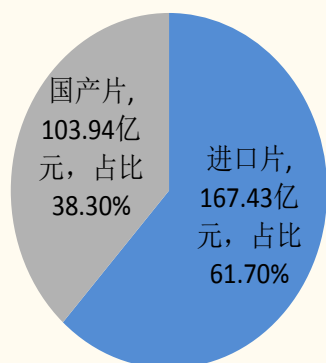
哆啦 A 梦：新大雄的日本诞生 82 1.03 华夏电影

来源：1905 电影网，国金证券研究所

## 2.4 17 年进口片大年有望推升公司业绩

- **上半年进口片票房表现强势。**今年上半年国内一共上映 221 部影片，比去年同期多 36 部，其中国产片 169 部，同比增长 17.36%；进口片 52 部，同比增长 26.83%。虽然国产片数量多于进口片，但是从票房（含服务费）上看，进口片票房 167.43 亿，同比增长 44.44%，国产片 103.94 亿票房同比下滑 19.98%。票房过亿的影片一共 41 部，其中国产片 17 部，进口片 24 部。上半年票房前 10 名中，进口片占 7 席，《速度与激情 8》收获 26.70 亿，排名上半年票房冠军。

图表 27：17 年上半年国产片进口片票房及占比



来源：m1905，国金证券研究所

图表 28：17 年上半年电影票房前 10 名

排名	片名	票房 (亿元)	场均人次	平均票价 (元)
1	速度与激情 8	26.70	30	37
2	功夫瑜伽	17.53	33	38
3	西游伏妖篇	16.56	36	39
4	摔跤吧！爸爸	12.90	22	30
5	加勒比海盗 5：死无对证	11.78	22	36
6	变形金刚 5：最后的骑士	11.56	28	37
7	金刚：骷髅岛	11.50	20	35
8	极限特工：终极回归	11.27	23	36
9	生化危机：终章	11.12	20	35
10	乘风破浪	10.49	27	36

来源：艺恩网，国金证券研究所 注：标红为国产片

- **下半年进口片依然值得期待。**今年下半年将会有许多好莱坞大片上映，包括很多大 IP 电影的续集，像《蜘蛛侠：英雄归来》、《猩球崛起 3》、《王牌特工 2》、《星球大战 8》。值得注意的是，由大导演克里斯托弗·诺兰执导的首部战争动作题材影片《敦刻尔克》将在 9 月 1 日登陆中国，从现在的国外放映的口碑来看，IMDB 评分高达 9.8，口碑爆棚，北美首周三天票房 5050 万美元，有望带来一波观影热潮。所以，整体上看，进口片票房今年大概率实现高增长，直接推升公司发行业务业绩提升。

图表 29：下半年主要进口片

上映时间	影片	类型	备注	总票房预测
6 月 30 日	神偷奶爸 3	动画	神偷奶爸 2 (2014) 3.22 亿	10 亿 (9.56 亿)
9 月 1 日	敦刻尔克	战争	克里斯托弗·诺兰导演	10 亿 (北美首周票房 5050 万美元)
9 月 8 日	蜘蛛侠：英雄归来	超级英雄	超凡蜘蛛侠 (2012) 3.15 亿 超凡蜘蛛侠 2 (2014) 5.86 亿	12 亿 (北美上映 19 天票房 2.60 亿美元)
9 月 15 日	猩球崛起 3：终极之战	科幻	猩球崛起 (2011) 1.84 亿 猩球崛起 2：黎明之战 (2014) 7.09 亿	8 亿 (北美上映 12 天票房 1.04 亿美元)
9 月	表情奇幻冒险	动画		

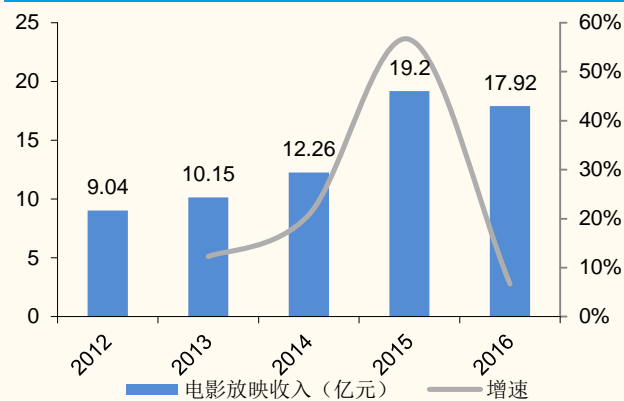
9月	王牌特工2：黄金圈	动作/冒险	王牌特工：特工学院（2015） 4.85亿	8亿
10月6日 （美国）	银翼杀手2049	科幻	时隔34年的科幻经典回归之作	
11月3日 （美国）	雷神3：诸神的黄昏	超级英雄	雷神（2011）9785万	5亿
			雷神2：黑暗世界（2013）3.42 亿	
11月17日 （美国）	正义联盟	超级英雄		
12月15日 （美国）	星球大战8：最后的绝地 武士	科幻	星球大战：原力觉醒（2016） 8.26亿	10亿

来源：豆瓣电影，国金证券研究所

### 3. 放映业务——控股三条优质院线，合计票房全国第一

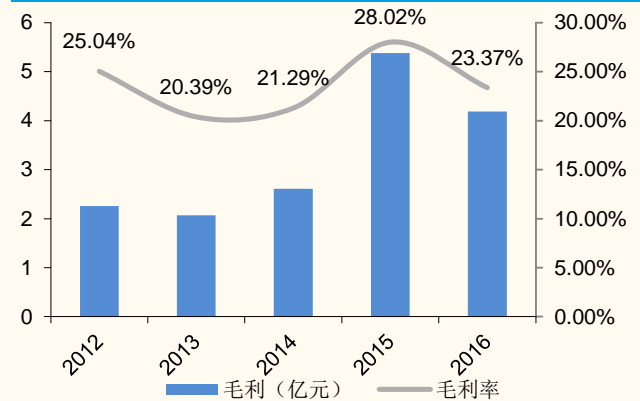
- 公司作为龙头院线，影院不断扩张。2016年公司收购大连华臣70%股权，至此拥有3条控股院线（持股比例中影星美60%，中影南方56%，中影数字100%）、4条参股院线（持股比例北京新影联29.29%，四川太平洋46.97%，辽宁北方50%，江苏东方33.5%）、107家控股影院及13家参股影院。2016年公司电影放映业务收入下滑，主要是受票房市场低迷的影响；毛利率下降是由于公司全年努力扩大控股影院规模，吸收优质影院加盟院线所致。

图表 30：公司电影放映收入及增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 31：公司放映业务毛利及毛利率



来源：wind，国金证券研究所

图表 32：公司控股院线下属影院情况

	2016年		2015年		2014年		2013年	
	数量	全国占比	数量	全国占比	数量	全国占比	数量	全国占比
影院数量 (家)	1550	19.13%	1323	20.41%	921	18.91%	638	16.58%
银幕数量 (块)	8902	21.62%	6814	21.54%	4767	20.21%	3483	19.14%
票房收入 (亿元)	95.85	20.96%	88.89	20.17%	55.28	18.65%	41.32	18.98%
观影人数 (万人次)	28730	20.91%	25447	20.18%	15784	17.94%	11774	19.09%
放映场数 (万场)	1514.15	18.20%	990.12	18.20%	674.15	18.50%	494.34	19.04%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **全国前 10 名院线占 3 家，合计票房全国第一。**2016 年在全国票房前十院线排名中，公司控股院线占据三席，中影星美院线、深圳中影南方新干线和中影数字院线分列第 4 名、第 5 名和第 6 名，票房占有率分别为 7.53%、7.07%和 6.37%，合计票房市场份额达 20.97%，集中度较 2015 年有所提升；3 家控股院线创下票收合计 95.85 亿元，超过万达院线全年票收达到全国第一。去年全年平均上座率在 14%左右，中影星美和中影新南方上座率皆高于全国平均水平。

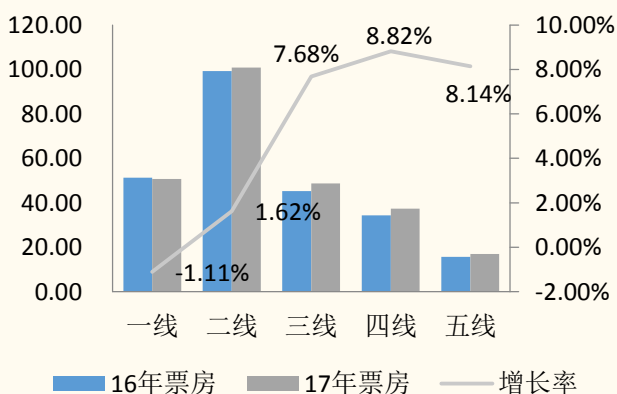
图表 33：16 年全国票房前十院线

排名	院线名称	影院数 (家)	银幕数 (块)	观影人次 (万人)	票房收入 (亿元)	上座率
1	万达院线	356	3180	16064	60.89	18.20%
2	大地院线	800	4242	12178	36.69	13.30%
3	上海联合院线	471	2755	9897	35.69	16.60%
4	中影星美	428	2602	10068	34.44	15.60%
5	中影新南方干线	539	2968	9616	32.31	15.00%
6	中影数字院线	583	3332	9046	29.1	12.10%
7	广州金逸珠江	395	2108	8160	27.68	14.10%
8	横店院线	317	1912	6850	20.71	14.60%
9	浙江时代	256	1526	4443	14.53	14.60%
10	华夏联合	318	1735	4657	14.44	13.20%

来源：艺恩咨询，国金证券研究所

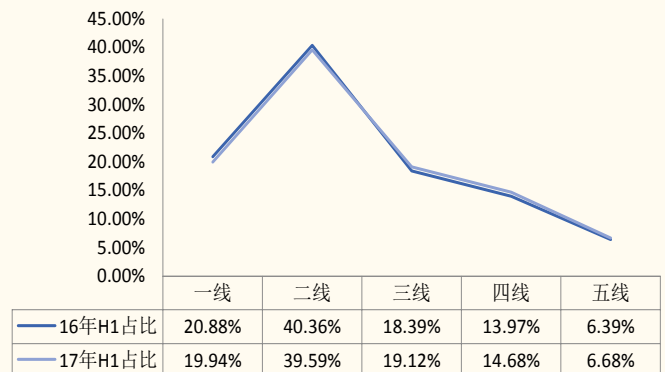
- **渠道下沉：三线以下城市带来市场增量。**近年来，随着渠道下沉的效果不断显现，三四五线城市票房也不断增长，占比也不断提升。从今年前 6 个月来看，一线城市的票房市场已经接近饱和，上半年同比出现了小幅下滑，二线城市则是影市的中坚力量，占比最大，三四五线的票房呈现不断扩张的态势，占比都有不同程度的增长。随着各地区影院设施的不断完善，三线以下城市的票房地位将进一步提升。

图表 34：上半年各线城市票房及增长情况 (亿元)



来源：艺恩网，国金证券研究所

图表 35：16 年和 17 年上半年各线城市票房占比



来源：艺恩网，国金证券研究所

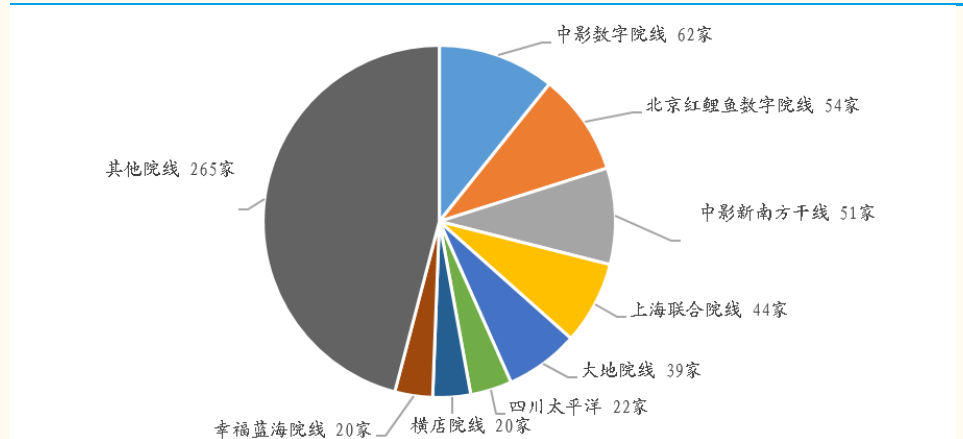
- **公司收购大连华臣，抢占三线以下城市市场。**2016 年 12 月，公司以 5.53 亿元收购大连华臣 70%股权。大连华臣旗下拥有 3 家分公司、15 家影城，



其下属影城已覆盖东北主流城市近 12 年，是东北高端观影人群的知名文化品牌；大连华臣的影院主要分布在大连、沈阳、哈尔滨等二线城市。与此同时，大连华臣影院也在丹东、营口等三线以下城市有所布局，加强了中国电影在三线以下城市的布局，有助于公司凸显渠道下沉带来的优势。

- 今年一季度公司加快影院与屏幕建设，实现市场份额增长。2017 年第一季度，中国电影旗下的中影数字院线与中影新南方干线各增加影院 62 家、51 家，占全国新增影院数量的 19.58%。公司未来将大力投资、开发和新增影院，加强屏幕建设。

图表 36：2017 年第一季度年新开影院院线分布



来源：艺恩电影智库，国金证券研究所

#### 4. 制片制作业务——17 年影视制片业务业绩有望反弹

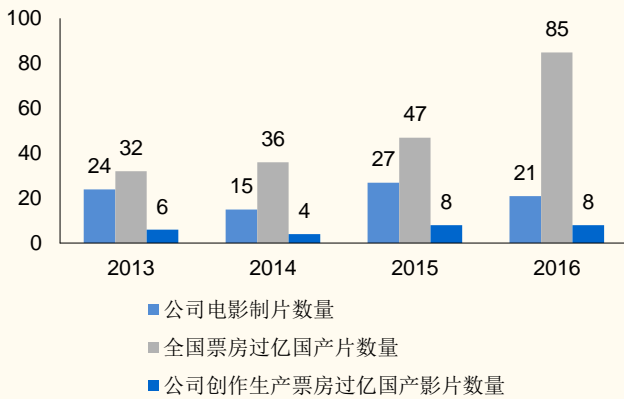
- 公司在创作生产的电影数量和票房表现等方面均保持领先优势。电影制片方面，2013-2015 年，公司电影制片数量共 66 部，参与制片故事影片、动画影片共 2062 部，平均制片业务市场份额为 3.20%。期间《中国合伙人》、《西游记之大闹天宫》、《心花路放》、《狼图腾》、《速度与激情 7》等由公司投资拍摄电影皆取得不错成绩。2016 年，公司出品并投放市场的各类影片共 21 部，实现票收 95.43 亿元，占全国同期影片票房总额 20.88%。其中，公司出品并投放市场影片中 8 部电影票房过亿，全年票房前十影片中占据四部。创下 34 亿票房神话的《美人鱼》是公司作为第一出品方出品的商业大片，刷新华语电影票房纪录；与海外机构联合出品的《功夫熊猫 3》、《卧虎藏龙：青冥宝剑》和《魔兽》三部大片共在中国贡献 27.3 亿票房。

图表 37：公司参与制片优质电影



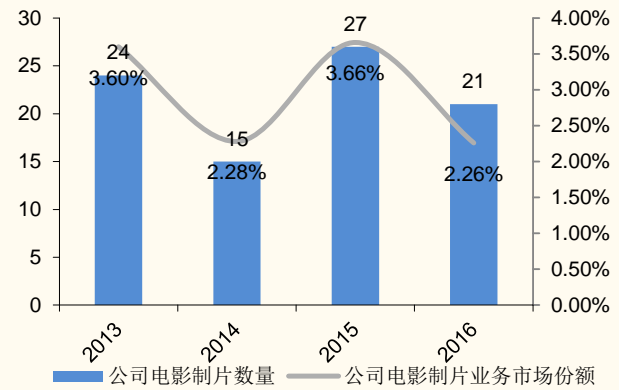
来源：公开资料，国金证券研究所

图表 38: 公司主导或参与创作的国产影片数量情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 39: 公司制片数量与制片业务市场份额



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司参与大量热播电视剧制片业务。2015 年, 公司出品电视剧《婚姻时差》获“2015 BTV 年度最佳收视奖”, 在各大卫视和中央八套连续热播; 2016 年, 公司联合出品 40 集电视剧《天伦》于 3 月在北京卫视和四川卫视登录, 收视率全线飘红; 35 集电视剧《亲情暖我心》于 5 月在天津卫视播出, 取得收视佳绩; 2017 年 5 月, 公司投拍电视剧《职场是个技术活》在北京卫视首播, 成为热播大剧, 并取得网络播放量排行前 5 的佳绩。

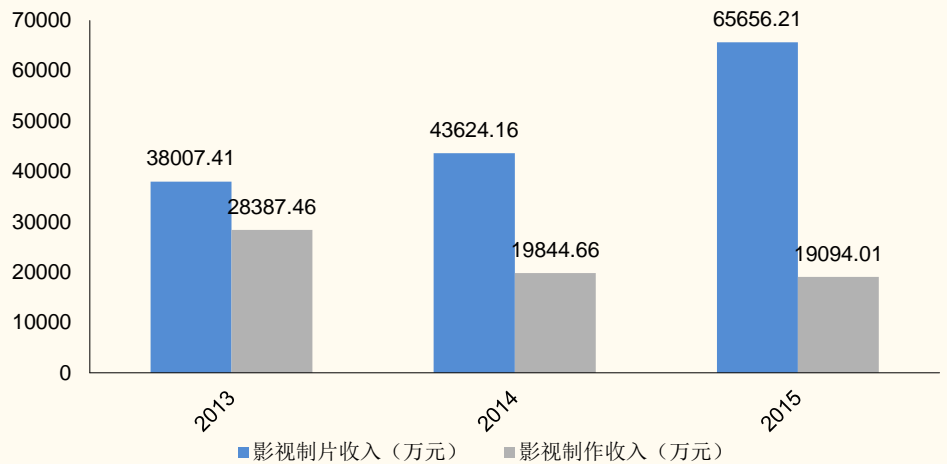
图表 40: 公司参与制片热播大剧



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司主要通过中影数字基地开展影视制作业务, 为多部国产及进口电影提供制作服务。中影电影数字制作基地是亚洲地区规模最大、技术最先进、设施最完善制作基地之一, 具备电影声音制作、画面剪辑、数字中间片制作、视觉特效制作、动画制作等一系列完善制作能力。2016 年, 中影基地加大影视制作业务规模, 一年内为 209 部电影作品、41 部电视剧作品、22 部纪录片、宣传片和专题片、25 条广告提供制作服务, 共计 297 部作品。其中包括电影《清水镇》、电视剧《赢天下》等 30 余部作品的前期置景; 《我叫李雪莲》、《中国游记》等 10 余部作品特效; BBC《捕食者》、《大话西游 3》等影片后期立体转换制作; 为 117 部进口、国产影片制作数字母版拷贝 42 万份, 占整体市场份额 30%。

图表 41: 2013-2015 年公司影视制片与制作收入



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- **预计 2017 年公司影片制片制作业务盈利回暖。**公司制片业务的毛利率波动比较大, 2016 年, 受当年国内电影票房增幅下降影响, 公司影视制片制作业务营收下降至 6.7 亿元; 除此之外, 由于公司加大电视剧拍摄投入力度, 当年影视制作成本同比增长 34.51%, 使去年公司制片制作业务毛利下降。2017 年公司参投的《西游记伏妖篇》已贡献 16.56 亿票房, 今年为纪念建军 90 周年即将上映的《建军大业》也是最值得期待的国产电影之一, 对比 2011 年上映的获得 4.12 亿票房的《建党伟业》以及 2009 年上映获得 4.3 亿票房的《建国大业》, 预计《建军大业》会贡献 5 亿以上票房。另外, 公司还参投了同日上映的《战狼 2》, 前作《战狼 1》在 2015 年取得了 5.45 亿的票房佳绩。两部大片有望实现高票房, 拉动公司制片业务业绩提升。

图表 42: 2017 年公司计划出品电影

序号	作品名称	公映档期
1	《西游记伏妖篇》	2017 年 1 月 28 日
2	《功夫瑜伽》	2017 年 1 月 28 日
3	《速度与激情 8》	2017 年 4 月 14 日
4	京剧电影《谢瑶环》	2017 年 4 月 21 日
5	京剧电影《穆桂英挂帅》	2017 年 4 月 21 日
6	京剧电影《赵氏孤儿》	2017 年 4 月 21 日
7	《中国推销员》	2017 年 5 月 26 日
8	《建军大业》	2017 年 7 月 27 日
9	《战狼 2》	2017 年 7 月 27 日
10	《侠盗联盟》	2017 年 8 月 11 日
11	《欧洲攻略》	2017 年 10 月
12	《战神纪》	2017 年 12 月 22 日
13	《无问西东》	2017 年 12 月
14	《中国游记》	待定

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 5. 影视服务——大力发展新技术，“中国巨幕”走向世界

- 公司在发展主营业务的同时，大力发展新技术研发，“中国巨幕”得到普及应用。为了提高更优质，更完美的观影体验，公司大力开发“中国巨幕”系统、“中影光峰”激光技术、“中国多维声”技术和“观影头等舱”等具有国际先进制造工艺与技术水平的国产电影器材。其中，“中国巨幕”以成本低、音响技术与放映效果好、双放映系统等优势挑战 IMAX 技术，市场前景宽广，有望推向海外市场。截止到 16 年底，已有 192 家“中国巨幕”正式投入商业运营，覆盖全国 110 个城市。2016 年 9 月，“中国巨幕”与恒大院线牵手，计划 3 年内新增 100 家巨幕影厅；2017 年 1 月，公司拟不超过 1 亿人民币收购法国公司 YMAGIS 公司 15% 股权，以开拓“中国巨幕”和“中影光峰”等技术和设备的欧洲市场；2017 年 3 月，阿里影业旗下控股公司与中国巨幕签订协议，三年内新建影院 20 家。在自主研发方面，公司打破了发达国家对电影技术的垄断，使中国数字电影放映进入了先进技术行列。

图表 43：中国巨幕与 IMAX 对比

类别		中国巨幕	IMAX
设备技术	银幕	大于 20m*12m 巨型高增益金属银幕	大于 20m*12m 巨型金属银幕
	音响	音响系统配置全景声还音技术，此技术为多维多声道技术	音响系统仅为 5.1 声道
	核心系统	中国巨幕的图像优化处理核心系统完全符合 DCI 标准，包含多项自主研发的软件系统	物理加密
		采用图像优化器对锐度、均匀度、重合度、变形等参数进行优化处理	双机重合
	放映机	采用世界上两台亮度最高的双机放映系统（巴可 DP 32B），单机可达 33000 流明	使用相同型号放映机
		放映画面色彩深度：4:4:4，12 比特；优化处理 48 比特；超过 DCI 标准	

来源：招股说明书，国金证券研究所

### 盈利预测与估值

- 盈利预测核心假设：**假设 2017 年票房为 489 亿元（不含服务费），同比增长 7%；其中国产片票房 230 亿元，同比下滑 13.8%，进口片票房 259 亿元，同比增长 36%。假设 2018-2019 年的票房同比增速为 8% 左右。
- 盈利预测：**我们预测 2017-2019 年，公司预计总营业收入分别为 89.90 亿元、100.78 亿元和 114.88 亿元，预计归母净利润分别为 11.54 亿元、13.40 亿元和 15.88 亿元，对应 EPS 分别为 0.618 元、0.717 元和 0.851 元。

图表 44：2017 年主要业务分项收入预测

项目	金额（万元）	同比增长	毛利率	毛利润（万元）
影视制片制作	77,709	16%	16%	12,433
电影发行	546,900	21%	22.36%	122,287
电影放映	179,188	0	21.77%	39,009
影视服务	94,019	18%	25.51%	23,984
合计	897,816	16%	22.02%	197,714

来源：国金证券研究所

- 估值分析：**我们选取 A 股院线上市公司按照 Wind 一致盈利预期对 2017 年的 PE 进行了比较，中国电影估值最低。我们看好今年进口片高速增长带来的发行业绩增长以及制片业务的弹性，看好公司在电影产业链全产业链布局优势。我们按照 18 年的 EPS 给予 30XPE 估值，对应 17 年 21.51 元目标价，首次覆盖评级为“买入”。

**图表 45：A 股主要院线上市公司对比**

代码	证券简称	市盈率 (PE)		
		TTM	2016	2017E
300528.SZ	幸福蓝海	45.93	85.33	38.31
601595.SH	上海电影	40.14	66.01	29.92
600977.SH	中国电影	36.80	48.41	25.89
002739.SZ	万达电影	44.38	45.55	32.87

来源：wind，国金证券研究所 注：PE (TTM) 以 7 月 28 日股价计算，盈利预测来自 wind 一致预期。

### 风险提示

- 票房市场不及预期，中美关于进口分账片的协议谈判在进行中，美方可能要求提高进口片制片方的分账比例，可能会对公司的毛利率有不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	5,960	7,297	7,841	8,990	10,079	11,488	货币资金	2,655	3,756	7,457	9,217	10,774	12,535
增长率		22.4%	7.5%	14.7%	12.1%	14.0%	应收账款	1,580	1,592	1,383	1,644	1,789	1,946
主营业务成本	-4,736	-5,582	-6,217	-7,088	-7,900	-8,922	存货	907	1,262	1,219	1,359	1,515	1,711
%销售收入	79.5%	76.5%	79.3%	78.8%	78.4%	77.7%	其他流动资产	186	384	288	327	239	270
毛利	1,224	1,714	1,624	1,902	2,179	2,566	流动资产	5,329	6,995	10,347	12,547	14,317	16,462
%销售收入	20.5%	23.5%	20.7%	21.2%	21.6%	22.3%	%总资产	59.3%	64.2%	72.1%	76.4%	78.8%	81.1%
营业税金及附加	-75	-106	-114	-130	-146	-168	长期投资	285	654	770	782	781	781
%销售收入	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	2,776	2,652	2,692	2,632	2,668	2,703
营业费用	-99	-107	-124	-139	-156	-178	%总资产	30.9%	24.3%	18.7%	16.0%	14.7%	13.3%
%销售收入	1.7%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	无形资产	426	390	414	345	289	245
管理费用	-377	-426	-444	-494	-544	-609	非流动资产	3,662	3,897	4,012	3,879	3,857	3,847
%销售收入	6.3%	5.8%	5.7%	5.5%	5.4%	5.3%	%总资产	40.7%	35.8%	27.9%	23.6%	21.2%	18.9%
息税前利润 (EBIT)	673	1,075	941	1,138	1,332	1,612	<b>资产总计</b>	<b>8,991</b>	<b>10,891</b>	<b>14,359</b>	<b>16,426</b>	<b>18,174</b>	<b>20,308</b>
%销售收入	11.3%	14.7%	12.0%	12.7%	13.2%	14.0%	短期借款	315	335	15	0	0	0
财务费用	2	33	75	103	137	171	应付款项	3,377	4,247	3,172	4,228	4,610	5,218
%销售收入	0.0%	-0.4%	-1.0%	-1.1%	-1.4%	-1.5%	其他流动负债	194	213	209	292	238	348
资产减值损失	-64	-56	-19	-15	-1	-1	流动负债	3,886	4,795	3,396	4,520	4,848	5,567
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	40	91	118	100	100	100	其他长期负债	658	653	520	0	0	0
%税前利润	4.9%	6.7%	8.5%	6.2%	5.4%	4.6%	<b>负债</b>	<b>4,544</b>	<b>5,448</b>	<b>3,916</b>	<b>4,520</b>	<b>4,848</b>	<b>5,568</b>
营业利润	652	1,143	1,115	1,325	1,568	1,882	普通股股东权益	3,900	4,794	9,779	11,152	12,492	13,837
营业利润率	10.9%	15.7%	14.2%	14.7%	15.6%	16.4%	少数股东权益	547	650	664	754	834	904
营业外收支	169	222	276	300	300	300	<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,991</b>	<b>10,891</b>	<b>14,359</b>	<b>16,426</b>	<b>18,174</b>	<b>20,308</b>
税前利润	821	1,365	1,392	1,625	1,868	2,182	<b>比率分析</b>						
利润率	13.8%	18.7%	17.7%	18.1%	18.5%	19.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-215	-329	-328	-382	-448	-524	<b>每股指标</b>						
所得税率	26.2%	24.1%	23.5%	23.5%	24.0%	24.0%	每股收益	0.353	0.620	0.491	0.618	0.717	0.851
净利润	606	1,036	1,064	1,244	1,420	1,658	每股净资产	2.786	3.424	5.238	5.973	6.691	7.411
少数股东损益	112	168	146	90	80	70	每股经营现金净流	0.645	1.358	0.112	0.927	0.717	0.961
归属于母公司的净利润	494	868	917	1,154	1,340	1,588	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.130
净利率	8.3%	11.9%	11.7%	12.8%	13.3%	13.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.66%	18.11%	9.38%	10.34%	10.72%	11.48%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	5.49%	7.97%	6.39%	7.02%	7.37%	7.82%
净利润	606	1,036	1,064	1,244	1,420	1,658	投入资本收益率	10.43%	14.06%	6.87%	7.31%	7.60%	8.31%
非现金支出	547	561	524	216	202	202	<b>增长率</b>						
非经营收益	-16	-54	-105	-417	-398	-400	主营业务收入增长率	30.61%	22.42%	7.46%	14.66%	12.11%	13.99%
营运资金变动	-234	358	-1,274	689	115	333	EBIT增长率	18.20%	59.66%	-12.46%	20.89%	17.09%	20.99%
经营活动现金净流	903	1,902	209	1,731	1,338	1,794	净利润增长率	15.29%	75.88%	5.66%	25.73%	16.13%	18.55%
<b>资本开支</b>	<b>-501</b>	<b>-462</b>	<b>-515</b>	<b>246</b>	<b>119</b>	<b>109</b>	总资产增长率	13.30%	21.13%	31.83%	14.40%	10.64%	11.74%
投资	1	-419	81	-12	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	369	96	93	100	100	100	应收账款周转天数	74.9	68.3	60.2	60.0	58.0	55.0
投资活动现金净流	-131	-786	-342	334	219	209	存货周转天数	67.1	70.9	72.8	70.0	70.0	70.0
<b>股权募资</b>	<b>43</b>	<b>18</b>	<b>4,111</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应付账款周转天数	178.2	178.5	137.0	135.0	130.0	130.0
债权募资	-215	5	-335	-521	0	1	固定资产周转天数	167.1	128.9	120.7	98.7	82.1	66.8
其他	-167	-148	-87	215	0	-243	<b>偿债能力</b>						
筹资活动现金净流	-339	-125	3,689	-306	0	-242	净负债/股东权益	-52.62%	-62.84%	-71.27%	-77.41%	-80.85%	-85.03%
<b>现金净流量</b>	<b>433</b>	<b>990</b>	<b>3,556</b>	<b>1,759</b>	<b>1,558</b>	<b>1,761</b>	EBIT利息保障倍数	-310.6	-32.8	-12.5	-11.1	-9.7	-9.4
							资产负债率	50.54%	50.02%	27.27%	27.52%	26.68%	27.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	4	4	4	5
增持	0	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.20	1.20	1.17

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

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%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD