



国家级影视旗舰 产业链全覆盖无短板

——中国电影 (600977) 深度报告

2018年08月22日

推荐/维持

中国电影 深度报告

报告摘要:

国内唯一业务全产业链覆盖的影视公司，共布局四大业务板块，在整体票房增速重新复苏的背景下，公司业绩增长确定性加强。公司各项业务之间存在一定风险对冲，如国产片发行与制作减小进口片票房不及预期的风险，增长曲线得以平滑，降低波动风险。

政策性垄断进口片发行，具有目前国内“唯二”进口片发行资格，进口片发行收入占公司整体营收超过60%，由于进口片质量稳定且公司覆盖进口片一半的份额，该部分营收增长确定性强。预计目前政策仍可延续，公司将继续保持垄断地位，在《谅解备忘录》于2017年过期后，监管部门窗口指导将决定具体进口数量，分账片存在进一步扩大开放的可能性。

制片业务有望扭亏为盈，过去两年公司制片业务亏损主要是由于难以把控的合拍大片票房不及预期并且投入过高，公司已专注于风险可控的国产电影，并于2018年参与出品了数部爆款。基于2018年票房回暖，暑期档火热状态持续，公司下半年仍有重磅佳作上映，预计今年公司制片板块将一扫前两年的颓势。作为制作主旋律影片的传统片商，未来市场对该类型片的喜好也有望提升公司制片业绩。

影视器材业务即将爆发，自主研发的中国巨幕销量亮眼，2017年增速超过50%，总体市场占有率上也对先发的IMAX步步紧逼，保有量已经达到IMAX的50%，由于消费升级的大背景以及单屏产出远高于普通银幕，预计未来中国巨幕的高速增长可持续。未来5年内将进入影院设备更新潮，近年来爆发性增长的银幕数印证了巨大的影院设备市场空间。目前，公司的激光光源以及放映机具有领先的市场占有率，并且已经进入各龙头院线公司的前五大供应商之列，预计将直接受益于设备更新潮。

公司盈利预测及投资评级：我们预计2018-2020年中国电影营业收入分别为106.05/126.81/152.4亿元，同比增长18%/19.6%/20.2%；归母净利润分别为11.82/13.42/16.27亿元，同比增长22.54%/13.51%/21.24%；对应EPS分别为0.63/0.72/0.87，对应当前股价PE分别为20.79/18.31/15.10倍。考虑到中国电影在行业内的龙头地位、全产业链业务带来业绩确定性溢价、进口片垄断性政策红利以及行业平均估值水平，给予公司30倍估值，对应六个月内目标价是18.9元，给予“推荐”评级。

风险提示：票房增速不及预期、进口片政策突发重大不利变化、参与出品的电影票房不及预期。

分析师:郑闵钢

Tel: 010-66554031

执业证书编号:

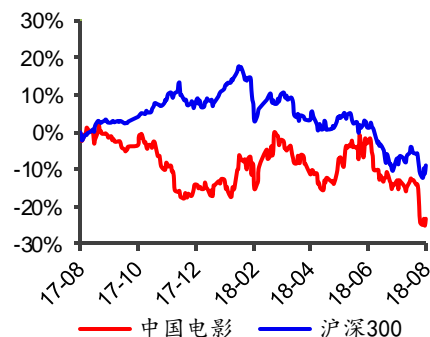
zhengmgdxs@hotmail.com

S1480510120012

交易数据

52周股价区间(元)	18.64-12.84
总市值(亿元)	245.88
流通市值(亿元)	74.50
总股本/流通A股(万股)	186700/56500
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.62

52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《传媒行业周报：市场观望情绪浓厚，等待监管靴子落地》2018-08-19
- 2、《传媒行业深度研究报告：电影行业重回快车道》2018-06-26

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,840.71	8,988.02	10,605.0	12,680.6	15,240.0
增长率(%)	7.46%	14.63%	17.99%	19.57%	20.18%
净利润(百万元)	1,063.92	1,136.08	1,352.87	1,532.65	1,867.87
增长率(%)	2.66%	6.78%	19.08%	13.29%	21.87%
净资产收益率(%)	9.38%	9.34%	10.69%	11.32%	12.68%
每股收益(元)	0.59	0.52	0.63	0.72	0.87
PE	22.32	25.47	20.79	18.31	15.10
PB	2.51	2.38	2.22	2.07	1.91

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目录

1. 电影行业的老大哥	5
1.1 背景优国字号电影公司	5
1.2 业务全唯一电影全产业链覆盖公司	5
1.2.1 电影行业巨头业绩稳步增长	5
1.2.2 产业链中下游业务为主整体营收确定性强	7
1.3 风格稳经营稳健控制风险	8
2. 电影行业重回快车道全面利好公司业务	9
3. 业务全面发展门类优秀	11
3.1 当之无愧的发行龙头进口国产两手抓	11
3.1.1 唯二进口片发行商政策壁垒依旧在	12
3.1.2 进口片票房占比将趋于稳定	14
3.2 放映板块受益影市回暖影投业务有望额外增长	16
3.2.1 院线业务市占率高直接受益于票房增长	17
3.2.2 影投业务仍有弹性空间	18
3.3 制片业务触底反弹未来可期	20
3.3.1 制片业务弹性强毛利有望反转	20
3.3.2 市场对主旋律影片接受度提高	21
3.4 电影服务板块收入走高中国巨幕增速迅猛	23
4. 盈利预测与投资建议	27
5. 风险提示	28

表格目录

表 1:部分影视公司商誉情况	8
表 2:院线公司折旧摊销政策汇总	9
表 3:2017 年公司旗下院线情况	17
表 4:2015-2017 影投市场情况	19
表 5:公司 2018 年出品电影节选	21
表 6:2009 年至今票房过千万主旋律影片列表	22
表 7:中国电影电影服务业务主要公司	24
表 8:中国巨幕与 IMAX 对比	25
表 9:公司 2018-2020 年营业收入预测（亿元）	27
表 10:可比公司 PE 比较	28
表 11:公司盈利预测表	29

插图目录

图 1:中国电影业务版块图	5
图 2:公司营业收入及同比增速	6
图 3:公司净利润及同比增速	6
图 4:2013-2017 年公司三费情况	7
图 5:各业务板块营收占比	8
图 6:各业务板块成本占比	8
图 7:2011-2018 年全国票房	10
图 8:2011-2018 年观影人次	10
图 9:各国年平均观影次数	11
图 10: 中国电影 2013-2017 年发行情况	12
图 11:公司进口片发行收入	12
图 12:公司进口片发行毛利	12
图 13:分账片开放历程	13
图 14:分账片、批片票房比例	13
图 15:分账片各方分账比例	14
图 16:2011-2017 年国产片与进口片票房	14
图 17:2011-2017 年国产片中头部影片票房占比	15
图 18:2011 年-2018 年 1H 国产片、进口片票房前 10 名加权平均豆瓣评分	15
图 19:历年引进分账片数量	16
图 20:历年美国票房前 15/25 电影在中国上映数	16
图 21:历年电影放映板块营收与成本	16
图 22:2015-2018 年院线市场情况	17
图 23:各院线公司及中影控股院线旗下影院数	18
图 24:各院线公司及中影控股院线旗下银幕数	18
图 25:各院线公司控股/直营影院数量	19
图 26:各院线公司控股/直营影院的银幕数量	20
图 27:历年公司制片制作板块营收与成本	20
图 28:官媒为《红海行动》发声一览	23
图 29:历年公司电影服务业务板块营收与成本	23
图 30:中国巨幕与 IMAX 存量数	26
图 31:2005-2017 年全国影院数与银幕数变化	26

1. 电影行业的老大哥

1.1 背景优 国字号电影公司

中国电影的历史可以追溯到成立于 1951 年的中国电影发行放映公司，中影集团为公司第一大股东，目前持股比例为 67.36%。

公司的资产与业务均脱胎于中影集团。在公司成立时，中影集团便将旗下主要经营性资产，59 家下属企业注入公司，之后中影集团和华龙制作公司又将其持有的院线、中国电影网和动漫平台等相关优质资产转让给公司，就此形成了公司目前的业务布局。

1.2 业务全 唯一电影全产业链覆盖公司

中国电影在业务上构筑了影视制片制作、影视服务、电影发行营销、电影放映四大板块，各个板块中的细分业务几乎涵盖了电影产业链上所有环节。除了最重要的制片、发行、院线三大业务，公司还布局了影视器材（拍摄、影院）销售、影院管理平台等业务，所以说，公司是严格意义上的国内电影市场唯一达成全产业链全覆盖的公司。

图 1:中国电影业务版块图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2.1 电影行业巨头 业绩稳步增长

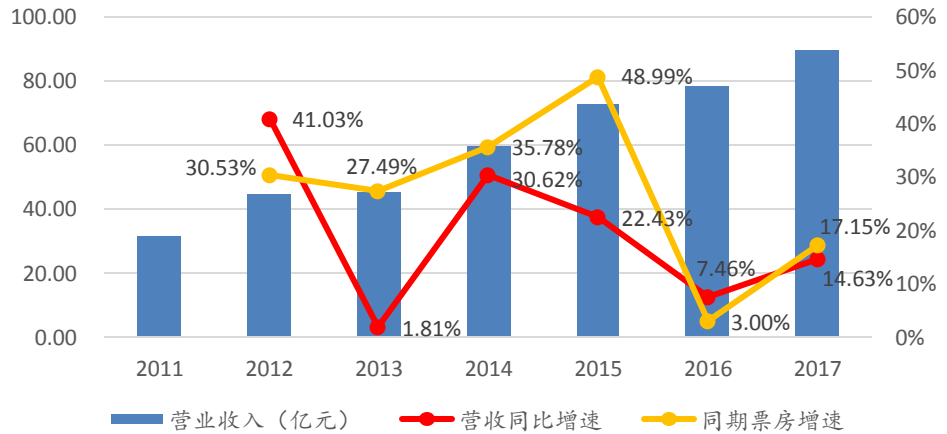
近年来，公司稳定地保持着较快的增长速度，2017 年营收与净利润分别达到了 89.88 亿元、9.65 亿元，近五年营收与净利润的 CAGR 达到 14.52%、17.65%，同时期电影票房的 CAGR 为 19.12%，公司营收增速不及票房的原因主要是制片以及放映业务增速较慢所致。

由于公司业务覆盖电影行业全产业链，而目前电影行业收入主要来自于票房，公司的营业收入增速与整体票房增速有着较强的相关性。2013 年营收增速下降主要是因为

进口片政策调整, 公司不再承担电影进口业务, 2016 年公司营收增速与票房增速一起到达自 2010 年来最低点, 随着 2017 年票房的复苏, 公司营收增速也重回两位数。

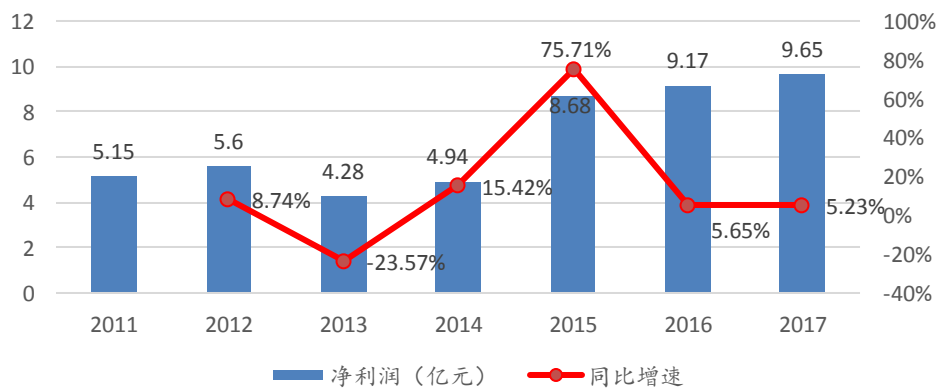
近年来公司销售费用率、管理费用率基本保持稳定, 费用增长与总体营收相匹配, 财务费用率的负增长主要是 IPO 后募集资金产生的利息收入所致。

图 2: 公司营业收入及同比增速

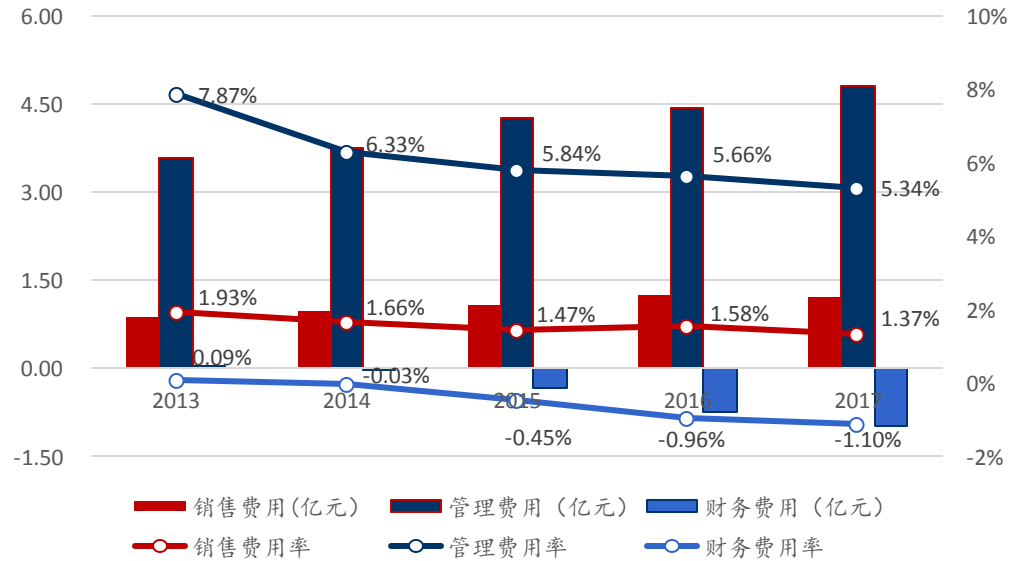


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 3: 公司净利润及同比增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 4:2013-2017 年公司三费情况


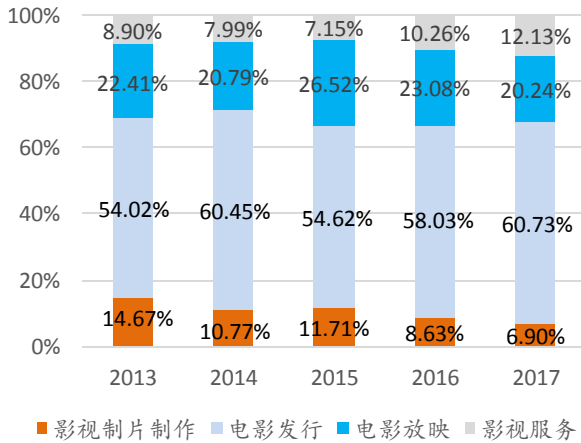
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

1.2.2 产业链中下游业务为主 整体营收确定性强

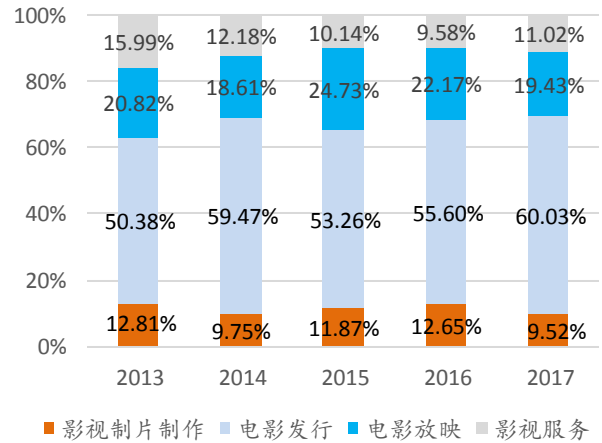
电影行业的产业链以及资金流动方向决定了上游制片是相对风险最大的一环：

- ◆ **收入风险：**制片方在影片上映前即承担了数额巨大的制作成本，一旦票房不达预期便形成亏损，而发行方投入较小，院线可随时调整排片，规避风险，所以一旦票房失败最大的损失将由制片方承担。相反，当票房超预期时，制片方的收益率的提高速度也远超发行与院线；
- ◆ **资金压力：**票房由电影院汇总，扣除院线、影院分账后流动到发行方，发行方扣除分账以及垫付的宣发费用（如有）后，剩余的票房收益再转给制片方。在这条资金链上，制片方在最末端，资金压力最大。

虽然公司业务覆盖全产业链，但是主要营收来源侧重于处于产业链条的中下游的业务，2013-2017 年，发行业务与放映业务收入之和均占总收入的 80%以上，其他业务比如影片制作、器材销售等，属于“给淘金者卖水”的业务，风险也较低。2017 年，电影制片板块的营收/成本在总营收/成本中的占比均为近五年来的新低，公司的主要精力是集中在风险较小的业务上。

图 5:各业务板块营收占比


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6:各业务板块成本占比


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3 风格稳 经营稳健控制风险

由于公司国企的性质, 公司的业务发展以稳健增长为基调, 同时公司在内部治理上也绝对称得上行业翘楚, 公司稳健的风格主要体现在:

1、总体注重内生性发展, 对外并购少。公司主要精力是集中在已有业务板块以及分子公司上, 依靠内生性的增长来提升业绩, 一是公司性质决定了对外并购相对于民营企业会更加谨慎, 二是目前业务覆盖已非常全面, 公司具有足够内生性发展的空间。针对前期市场火爆时传媒类公司的并购热潮, 在市场冷却以及监管趋严的情况下, 不少公司存在商誉减值的风险, 由于公司目前没有商誉, 故不存在该类风险。

表 1:部分影视公司商誉情况

证券代码	证券简称	商誉 (截至 2018.3.31) (万元)	商誉/净资产
002739	万达电影	963,002	79.55%
300251	光线传媒	24,106	2.31%
600977	中国电影	/	/
300133	华策影视	132,940	18.87%
300027	华谊兄弟	304,679	28.00%
603103	横店影视	1,543	0.71%
300182	捷成股份	554,742	55.28%
600715	文投控股	352,020	48.17%
000802	北京文化	158,763	33.12%
601595	上海电影	1,457	0.67%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2、现金充裕，分红力度大。截至2018年3月31日，公司现金及现金等价物为78亿元，充足的现金储备足以支撑目前的经营运转以及未来的业务发展。造成如此现状主要原因有四方面：

- ◆ 一是公司经营策略特点决定，也就是第一点中所指的；
- ◆ 二是业务特点决定的，公司在营收上体现为以发行业务为主，无论是国产片还是进口片，随着近年来高票房影片的增多，在分账过程中对现金的流动性提出了更高的要求，单片一次性向上游制片分账可能达到10亿元的量级，公司需要足够的现金储备以应对正常的业务需求；
- ◆ 三是IPO时部分募资项目进展偏慢，募集资金处于未使用状态；
- ◆ 四是公司长期处于良好的经营状态，历年来均为正向现金流，留存收益节节提高。

公司自2016年上市以来，历年现金分红在传媒行业属于最高一档，2016、2017年现金分红分别为3.98、6.09亿元，占当年归母净利润的43.4%、63.1%，公司作为行业表率向来注重回报投资者。

3、会计政策相对谨慎。公司目前的折旧摊销主要来自影投业务的房屋、机器折旧以及装修费用的摊销，并且每年在该业务成本中占比较大。公司在折旧摊销的会计处理上相对同业是偏谨慎的。

表 2:院线公司折旧摊销政策汇总

上市公司	固定资产折旧（年）		长期待摊费用摊销（年）
	房屋建筑物	机器设备	
中国电影	5-35，残值率5%	5-10，残值率5%	5-8
万达电影	35-40，残值率5%	10-20，残值率5%	10
上海电影	40，残值率5%	5-10，残值率0-10%	8-10
金逸影视	20，残值率5%	5-10，残值率5%	5-10
横店影视	20，无残值	5-10，无残值	8
幸福蓝海	20，无残值	5-10，无残值	5-8

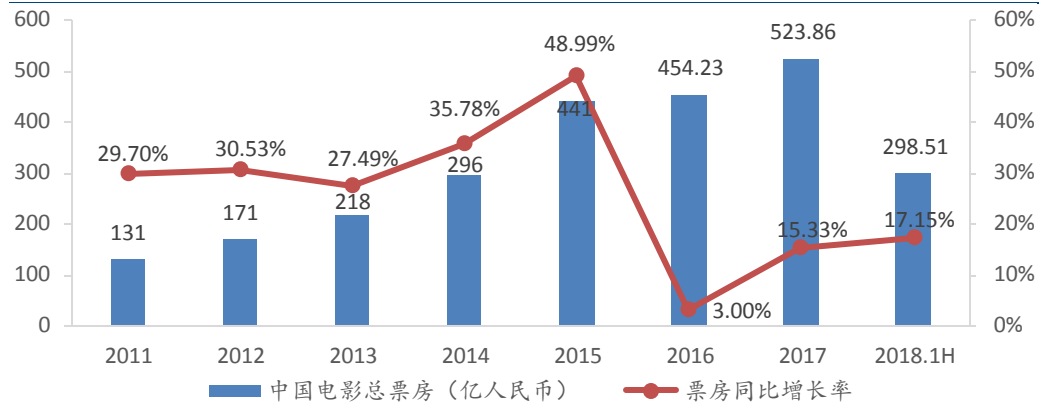
资料来源：各公司公告、招股说明书，东兴证券研究所

2. 电影行业重回快车道 全面利好公司业务

2017年，我国电影票房达到523.8亿元（扣除服务费后，下同），扭转了2016年增长停滞的局面，增速从3%提升至15.3%；观影人次达到16.2亿次，增速从8.7%提升至18.4%。2018年影视热度延续，前6月票房同比增长17.15%，观影人次同比增长15.34%。高增长主要归因于创纪录的春节档行情，2月份票房报收95.38亿元，为全球单一市场最高。

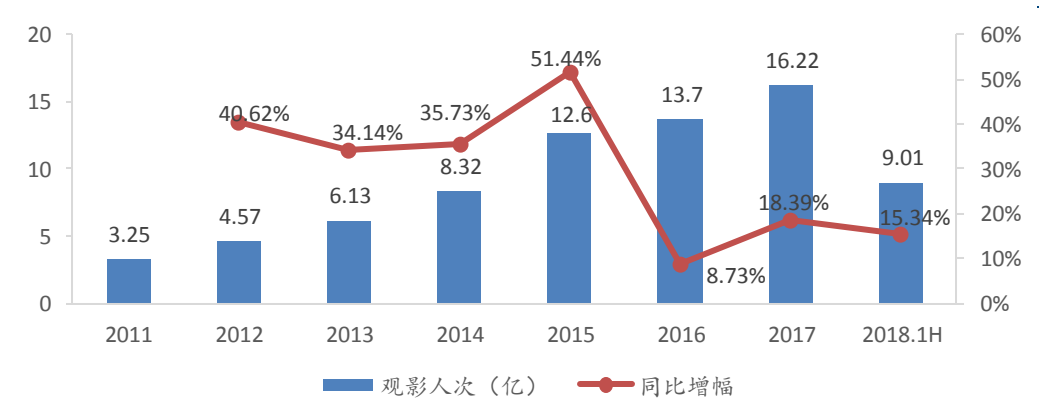
今年暑期档也佳片不断, 市场反响热烈, 截至 8 月 8 日, 《我不是药神》票房突破 30 亿, 《西虹市首富》票房突破 20 亿, 除了这两部爆款以外, 《动物世界》、《狄仁杰之四大天王》、《邪不压正》等片均有良好表现, 口碑也不俗。未来还有《一出好戏》、《爱情公寓》、《蚁人 2》等片接档, 票房具有一定的保障。今年以来, 票房与口碑的齐齐回升也昭示着电影行业重新回到良好的增长轨道中。

图 7:2011-2018 年全国票房



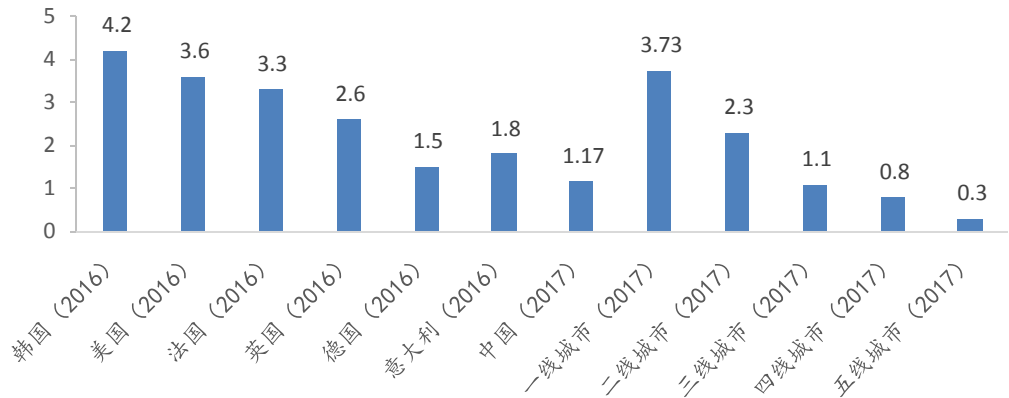
资料来源: 艺恩, 东兴证券研究所

图 8:2011-2018 年观影人次



资料来源: 猫眼, 东兴证券研究所

从长期来看, 整体票房仍存在持续的而向上空间。我们横向比较了各国的人均观影次数, 2017 年全国整体人均观影次数为 1.17 次, 距其他发达国家仍有差距, 未来票房仍有向上空间。同时, 国内一线城市人均观影次数达到了 3.73 次, 这一数字相对来说已经达到国际高位, 未来主要票房的增量来源将是三至五线城市。

图 9:各国年平均观影次数


资料来源: Korean Film Council, British Film Institute, 东兴证券研究所

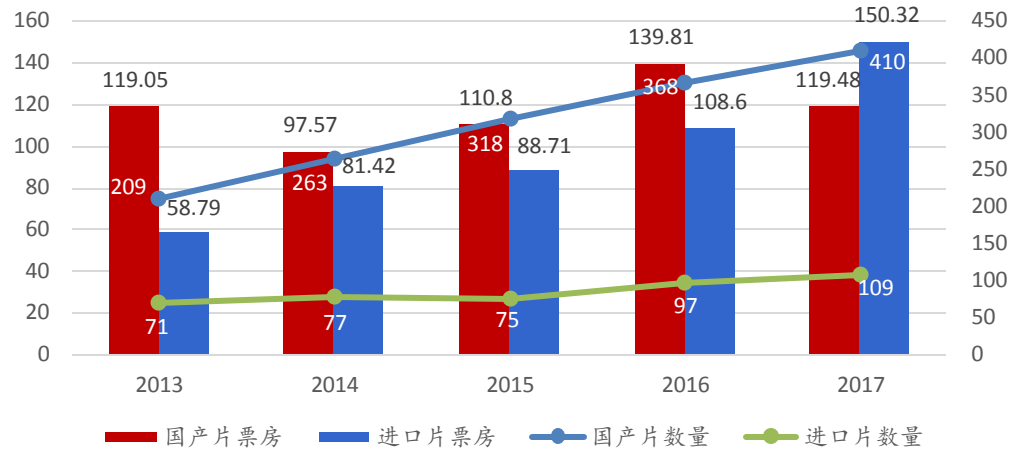
3. 业务全面发展 门门优秀

3.1 当之无愧的发行龙头 进口国产两手抓

电影发行业务是公司最重要的业务板块,2017 年发行营销板块收入占比高达 60.73%,发行业务对于公司的重要性也反映其市场地位,无论从发行影片的票房还是数量上来看,中国电影都是国内电影发行市场当之无愧的龙头:

- ◆ 票房上,2016、2017 年公司参与发行国产片票房为 139.81 亿元、119.48 亿元,占当年国产片票房的 52.44%、43.86%;公司参与发行进口片票房为 108.6 亿元、150.32 亿元,占当年进口片票房的 57.01%、62.54%;
- ◆ 发行数量上,中影也处于非常高产的位置,2016 年、2017 年分别发行了国产片 368、410 部,占国产片总量的 96%、85%。进口片方面,所有进口片都由中影和华夏公司两家进行发行,原则上两家公司各占进口分账片配额的 50%,在操作上依据具体情况协商安排发行,可以双方共同发行或者轮流发行等。

图 10：中国电影 2013-2017 年发行情况

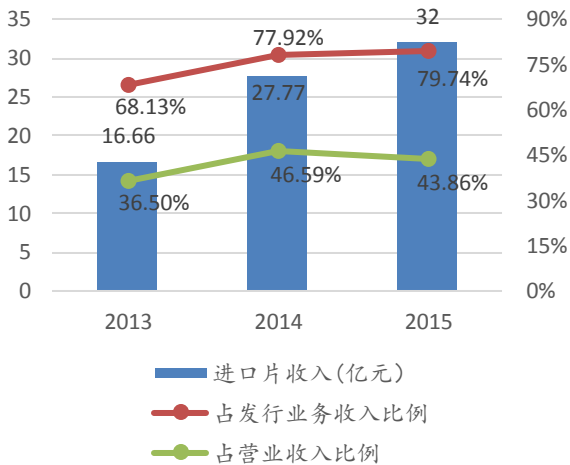


资料来源：招股说明书，公司公告，东兴证券研究所

3.1.1 唯二进口片发行商 政策壁垒依旧在

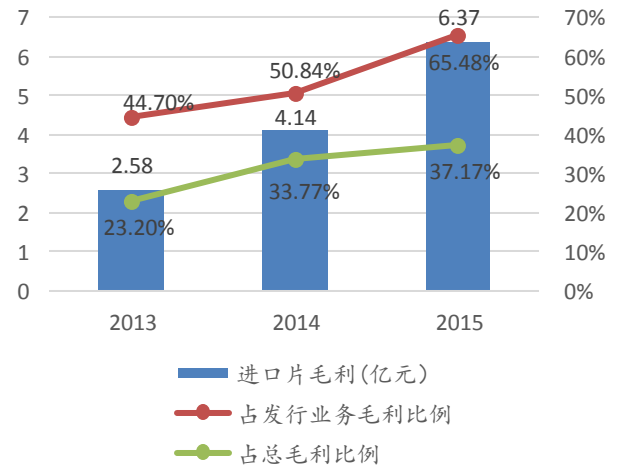
进口片发行是公司最重要的业务类别，该业务无论是营收还是毛利均对公司贡献巨大，进口片发行收入超过公司总营收的 40%，该业务毛利润超过总毛利润的 35%。

图 11：公司进口片发行收入



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 12：公司进口片发行毛利



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

根据 2004 年发布的《电影企业经营资格准入暂行规定》，进口影片的引进权由中影集团独享，进口影片的发行权则由中影与华夏共享，由此构成了“一家进口，两家发行”的格局，原则上两家公司的发行配额是各自一半的。

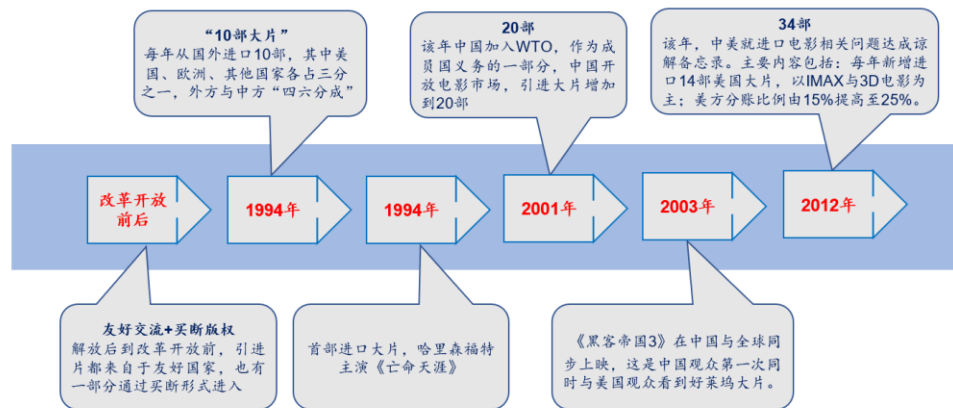
由于影片体量与引进档期的原因，进口片超过 74%票房是由分账片贡献的。从 1994 年国家首次引进分账片以来，分账片的限额从 10 部，到 20 部再到 2012 年《中美双

方就解决 WTO 电影相关问题的谅解备忘录》中约定 34 部。

上述《谅解备忘录》已于 2017 年 2 月到期。但是在实际操作中，2016 年分账片数量在明确文件约定的情况下突破 34 部的限额，达到 39 部；2017 年更是在《谅解备忘录》失效后引进分账片数量创新高，达到 40 部。我们认为：

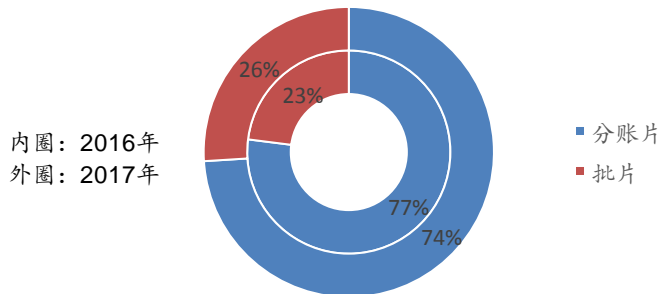
- ◆ 在目前紧张的中美贸易关系背景下，重启分账片政策谈判很有可能被搁置，同时考虑到目前的分账体系，双方无迫切的改变诉求，预计分账片政策短期不会变化；
- ◆ 在无约定的情况保持现状，并辅以监管部门窗口指导将是未来的新常态。窗口指导在本行业并不新奇，以批片为例，原则上每年批片配额为 30 部，但是自 2010 年以来，批片数量只有两年低于此数，2016、2017 年更是以 50 部左右的批片大幅突破配额数量，而批片的档期都是由广电总局直接拍定，因此窗口指导对批片数量起着决定性作用；
- ◆ 分账片数量可能继续上升，同时大概率不会再次低于 34 部。

图 13:分账片开放历程



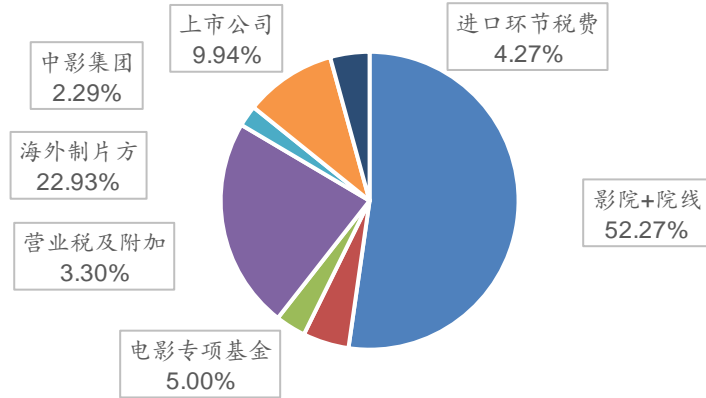
资料来源：时光网，东兴证券研究所

图 14:分账片、批片票房比例



资料来源：猫眼，东兴证券研究所

图 15:分账片各方分账比例



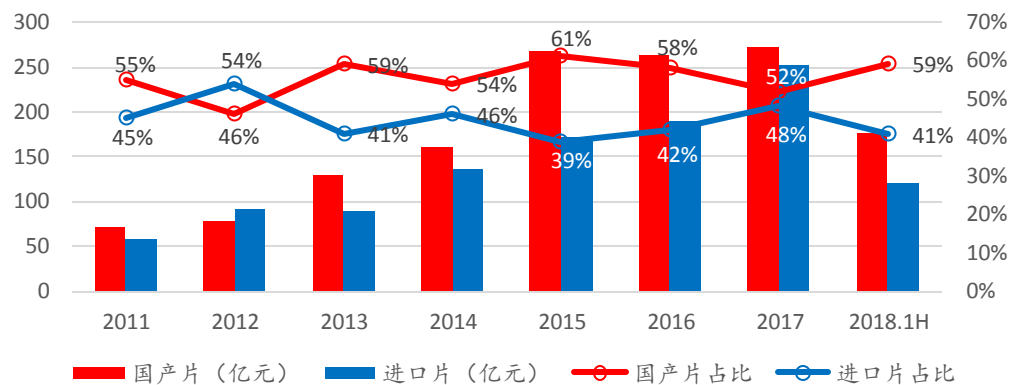
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.1.2 进口片票房占比将趋于稳定

我们认为，未来进口票房占比将是围绕着某一比例上下波动的，占比不会明显提升，故未来进口片票房主要是受到整体票房与占比波动双重影响，主要原因如下：

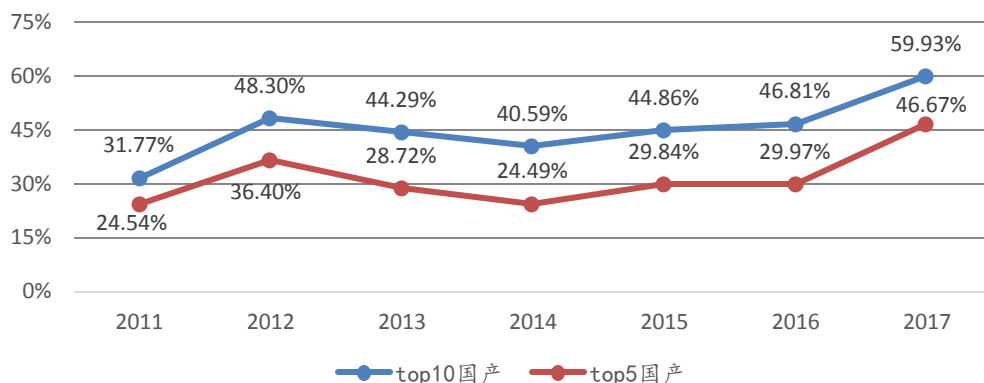
- ◆ 从历史数据看，进口片票房占比是波动的，近七年平均占比为 43.85%。2015-2017 年，进口片票房占比持续走高，2017 年进口片与国产片票房几乎达到对半分的程度。进入 2018 年，上半年主要依靠春节档国产片的爆发，票房重新回到国产片为主的结构，进口片票房占比降至 41%。

图 16:2011-2017 年国产片与进口片票房

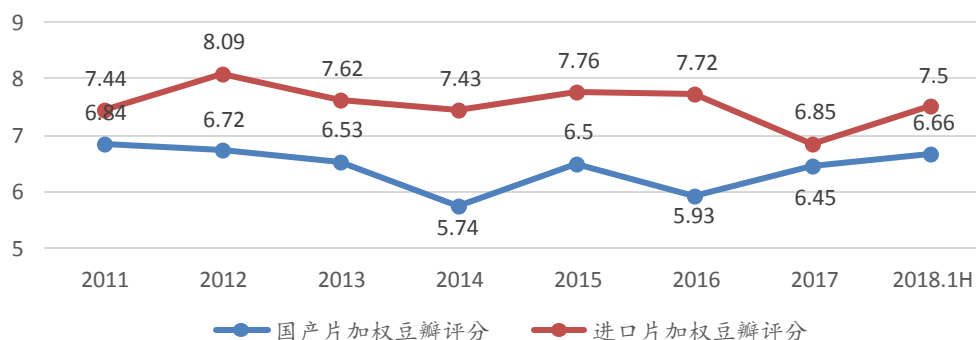


资料来源：艺恩，东兴证券研究所

- ◆ 国产片头部内容表现突出。2015-2017 年国产片票房几乎无增长，与此同时，国产片内部票房争夺却愈发激烈，票房逐渐向头部影片集中，国产片票房前十名影片创纪录的获取了所有国产片中近 60% 的票房，马太效应明显。在这个过程中，国产片质量得到提升，影片质量与票房的相关性变强，同时票房反馈又会促使资源持续向优秀的头部内容生产者聚集，形成正向循环，使得国产片竞争力得到提升。

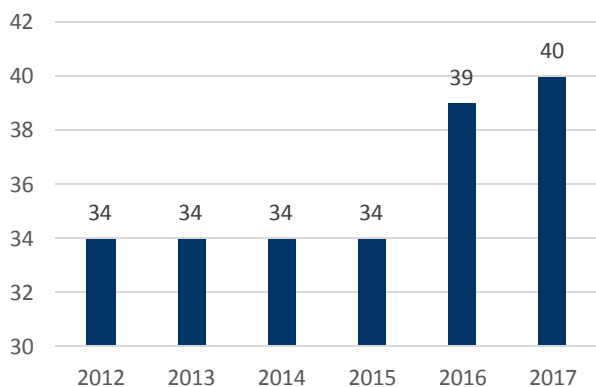
图 17:2011-2017 年国产片中头部影片票房占比


资料来源：艺恩，东兴证券研究所

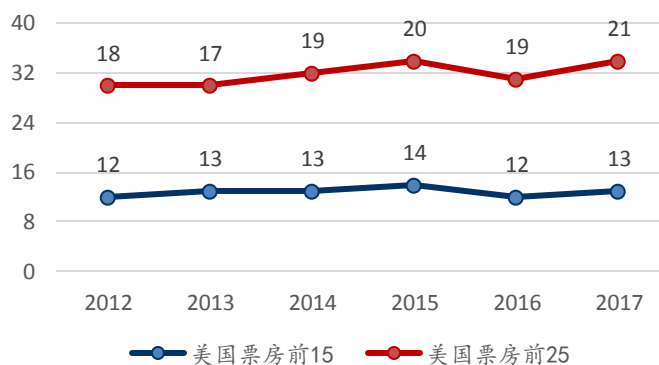
图 18:2011 年-2018 年 1H 国产片、进口片票房前 10 名加权平均豆瓣评分


资料来源：豆瓣，艺恩，东兴证券研究所

- ◆ 好莱坞优秀电影已基本被引进。自 2012 年中美签订《电影备忘录》以来，美国票房前 15/25 的电影大部分都已经被引进到了国内，并且未引进的影片更多的是：(1) 题材问题，如恐怖片、惊悚片；(2) 意识形态问题，如 2014 年美国票房第一的《美国狙击手》；(3) 不同文化背景下的观众偏好，如反映某一族群生活状态的电影，也就是说，适合中国市场的优秀美国电影已经基本被引进了。

图 19:历年引进分账片数量


资料来源：时光网，中国产业信息网，东兴证券研究所

图 20:历年美国票房前 15/25 电影在中国上映数


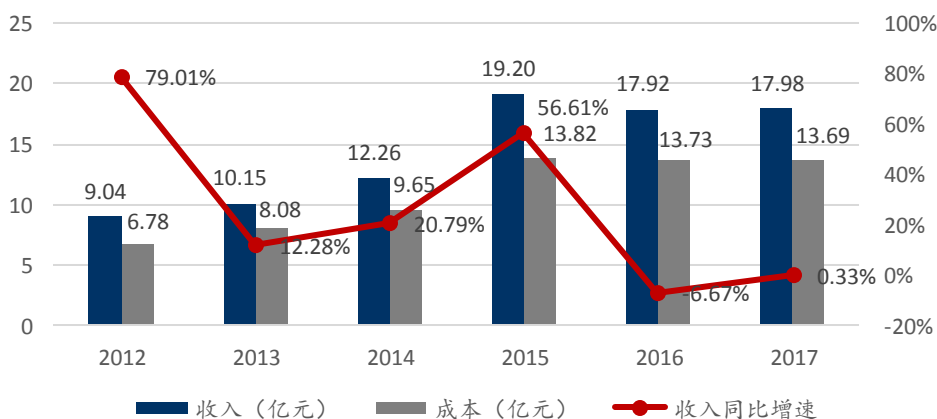
资料来源：Box Office Mojo，东兴证券研究所

综上，未来进口片票房占比将趋于稳定，进口片与国产头部影片会瓜分绝大部分票房。即使继续开放引进，将会挤压少数国产电影本就有限的生存空间，进口片占比可能会小幅提升，但预计不会存在大幅度的变化。

3.2 放映板块受益影市回暖 影投业务有望额外增长

作为直面消费者的终端业务，放映业务的表现主要取决于整体票房收入增速以及公司院线、影投业务所占的市场份额。2011 年以来，得益于整体电影行业体量的迅速增长，公司电影放映板块收入 CAGR 达到 23.57%，近两年由于票房增速相对前期放缓以及公司影投业务扩张速度不及同行的因素，整体放映业务收入增速较慢。

考虑到今年整体投放电影的质量，以及消费者情绪的回升，我们预计 2018 年票房的增速将维持在 15-20%左右。对于公司的市场份额，三大控股院线稳定保持着行业第四、五、六的地位，同时整体院线市场的行业集中度在有所提升；影院建设扩张速度稳定，未来存在加速扩张的可能性，由此提升放映收入。

图 21:历年电影放映板块营收与成本


资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.2.1 院线业务市占率高 直接受益于票房增长

公司目前拥有四条控股院线，三条参股院线，其中控股院线中的中影数字、中影星美、中影南方新干线长期位于院线市场的前十名。

- ◆ 自 2016 年来，此三条院线占据的行业份额稳定处于第四、五、六位，2018 年上半年，公司全资控股的中影数字院线排名提升到了第四名，三条控股院线与第七名的差距持续拉大，与第三名差距继续缩小；
- ◆ 随着行业 CR10 的提升，三条控股院线的市场份额也在增加，2015-2018 年 1H 分别为：17.17%、20.49%、21.68%、23.09%。

表 3:2017 年公司旗下院线情况

院线	持股比例	票房	份额	排名
中影数字院线	100.00%	37.93	7.24%	5
中影星美	60.00%	37.35	7.13%	6
中影南方新干线	36%+20%（间接）	38.31	7.31%	4
辽宁北方院线	50.00%	7.18	1.37%	20
四川太平洋	46.97%	15.03	2.87%	12
江苏东方	33.50%	2.41	0.46%	33
北京新影联	29.29%	9.8	1.87%	15

资料来源：猫眼，公司公告，东兴证券研究所

图 22:2015-2018 年院线市场情况

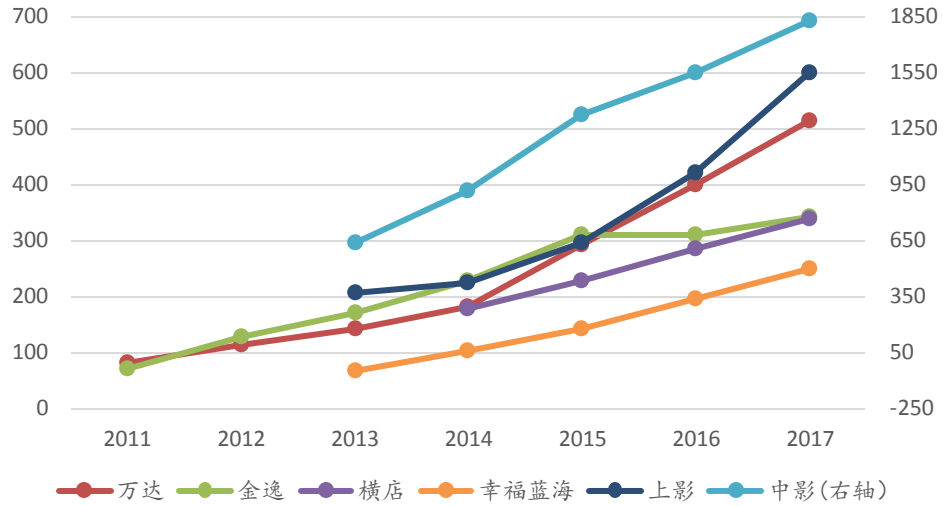
2015 年				2016 年				2017 年				2018 年 1H			
排名	院线	票房 亿元	份额	排名	院线	票房 亿元	份额	排名	院线	票房 亿元	份额	排名	院线	票房 亿元	份额
1	万达院线	58	13.15%	1	万达院线	61.3	13.50%	1	万达院线	68.67	13.11%	1	万达院线	42.62	14.28%
2	大地院线	40.54	9.19%	2	大地院线	27.91	6.14%	2	大地院线	47.1	8.99%	2	大地院线	23.13	7.75%
3	中影星美	33.03	7.49%	3	上海联合院线	35	7.71%	3	上海联合院线	42.1	8.04%	3	上海联合院线	24.57	8.23%
4	上海联合院线	26.71	6.06%	4	中影星美	33.88	7.46%	4	中影南方	38.31	7.31%	4	中影数字院线	23.65	7.92%
5	广州金逸珠江	25.93	5.88%	5	中影南方	31.25	6.88%	5	中影数字院线	37.93	7.24%	5	中影南方	23.36	7.83%
6	中影南方	25.82	5.85%	6	中影数字院线	27.94	6.15%	6	中影星美	37.35	7.13%	6	中影星美	21.92	7.34%
7	横店院线	17.89	4.06%	7	广州金逸珠江	27.05	5.96%	7	广州金逸珠江	28.12	5.37%	7	广州金逸珠江	15.82	5.30%
8	中影数字院线	16.86	3.82%	8	横店院线	20.4	4.49%	8	横店院线	22.92	4.38%	8	横店院线	14.22	4.76%
9	浙江时代院线	14.35	3.25%	9	华夏联合	14.36	3.16%	9	华夏联合	17.73	3.38%	9	华夏联合	11.05	3.70%
10	幸福蓝海	12.57	2.85%	10	浙江时代院线	14.29	3.15%	10	幸福蓝海	17.03	3.25%	10	幸福蓝海	10.45	3.50%
	合计	271.70	61.61%		合计	293.38	64.59%		合计	357.26	68.20%		合计	210.79	70.61%

资料来源：猫眼，东兴证券研究所

公司控股院线旗下的影院数与银幕数均遥遥领先于市场上其他竞争对手。2017 年，公司控股影院数达到了 1834 家，远超上海电影的 599 家以及万达的 516 家，5 年 CAGR 为 23.51%。银幕数方面，2017 年控股院线共拥有 10820 块，5 年 CAGR 为

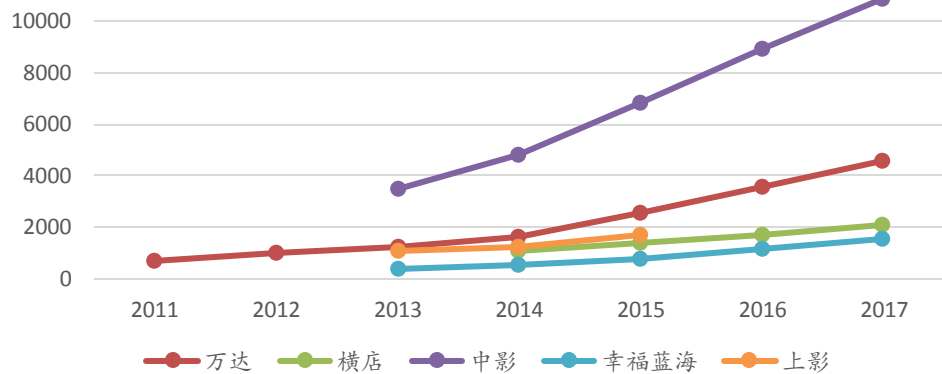
25.43%，同期增速超过其他竞争对手。2018 年上半年，全国票房报收 298.51 亿元，同比增长 17.15%，结合整体票房大盘的增长以及公司控股院线市占率的提升，2018 年院线业务收入将有不俗表现。

图 23:各院线公司及中影控股院线旗下影院数



资料来源：各公司公告、招股说明书，东兴证券研究所

图 24:各院线公司及中影控股院线旗下银幕数



资料来源：各公司公告、招股说明书，东兴证券研究所

3.2.2 影投业务仍有弹性空间

相比起院线业务，影投业务更加重资产，也是放映板块主要的收入来源，近三年来公司影投业务排名市场 5-6 位。由于行业壁垒偏低，以及 2011-2015 年票房的高增长吸引了众多新的市场参与者，导致 2017 年前十名影投公司市场份额都出现了不同程度的下滑。

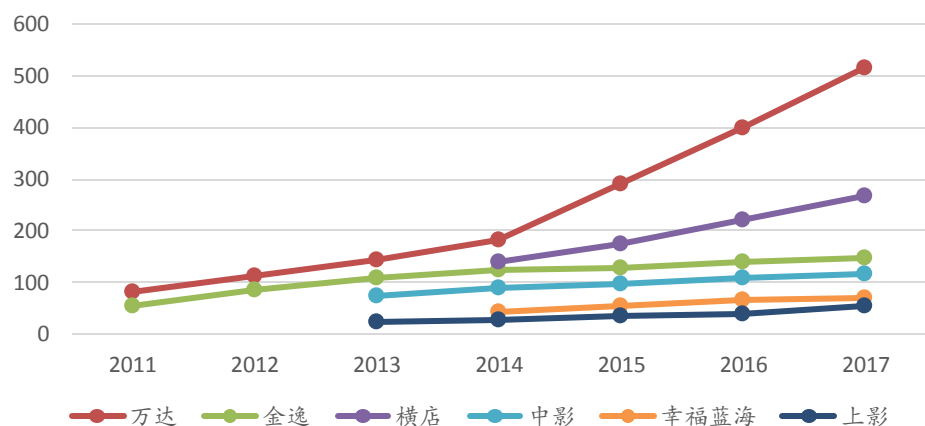
表 4:2015-2017 影投市场情况

2015 年				2016 年				2017 年			
排名	院线	票房	份额	排名	院线	票房	份额	排名	院线	票房	份额
1	万达院线	58	13.15%	1	万达院线	61.3	13.50%	1	万达院线	68.67	13.11%
2	大地院线	20.93	4.75%	2	大地院线	21.98	4.84%	2	大地院线	24.23	4.63%
3	金逸影视	18.28	4.15%	3	横店院线	18.24	4.02%	3	横店院线	19.7	3.76%
4	星美影城	16.63	3.77%	4	金逸影视	17.07	3.76%	4	金逸影视	16.41	3.13%
5	横店院线	16.52	3.75%	5	中影投资	14.51	3.19%	5	星美影城	15.93	3.04%
6	中影投资	13.37	3.03%	6	星美影城	14.2	3.13%	6	中影投资	15.27	2.91%
7	CGV 影城	8.65	1.96%	7	CGV 影城	12.69	2.79%	7	CGV 影城	14.5	2.77%
8	橙天嘉禾	6.65	1.51%	8	橙天嘉禾	7.6	1.67%	8	耀莱影城	8.55	1.63%
9	博纳影业	6.22	1.41%	9	耀莱影城	7.16	1.58%	9	博纳影业	7.86	1.50%
10	幸福蓝海	6.22	1.41%	10	博纳影业	6.86	1.51%	10	百老汇	7.53	1.44%
合计		171.47	38.88%	合计		181.61	39.98%	合计		198.65	37.92%

资料来源: 猫眼, 东兴证券研究所

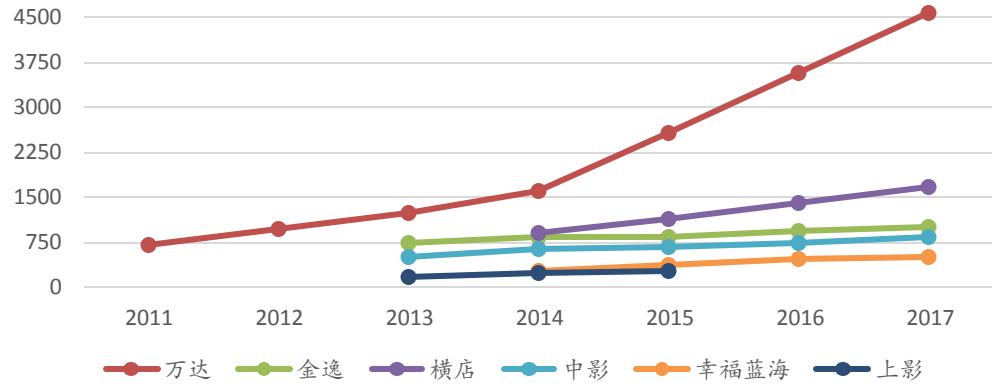
公司 IPO 募资项目中也包括了影院建设, 公司募集资金中 7.06 亿元将用于数字影院投资项目, 整体项目投资规模为 12.74 亿元, 预计三年内在全国主要城市及县城建设 91 座电影院, 公司预计持股比例均值为 56%。

截至 2017 年, 公司实际控股影院数为 117 家, 自上市以来年新增影院数分别为 8 家与 10 家, 历年来增速较为稳定, 排除掉淘汰的老旧影院, 公司年均新开业影院数为 15-20 家, 公司的募资项目进展速度是偏慢于计划的, 存在一定的加快建设的预期。一般来说, 新影院的票房创收能力是高于旧影院的, 同时, 公司新建影院也会借助内部资源, 逐步加大包括“中国巨幕”系统、高亮度激光放映机、杜比全景声、DTS-X 临境音和“中国多维声”等先进放映技术和设备的配置安装力度, 提高控股影院的竞争力。我们预计, 公司影投业务在影院增速以及新影院占比两个方面都将达到新高, 影投业务收入增速有望高于整体票房增速。

图 25:各院线公司控股/直营影院数量


资料来源: 各公司公告、招股说明书, 东兴证券研究所

图 26:各院线公司控股/直营影院的银幕数量



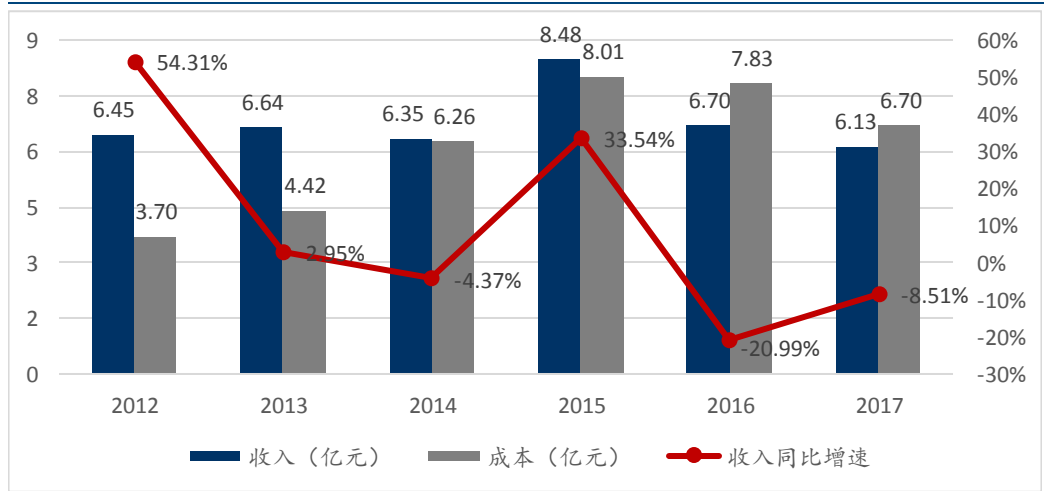
资料来源: 各公司公告、招股说明书, 东兴证券研究所

3.3 制片业务触底反弹 未来可期

3.3.1 制片业务弹性强 毛利有望反转

公司制片制作业务在近两年出现了亏损的情况。由于制片业务风险与业绩弹性均较大, 容易受到单片影响, 根据市场数据以及公司公告, 这两年的亏损主要是由于与海外机构合作的超大型影片因规模大、阵容强, 投资成本较高, 如《魔兽》、《长城》, 票房不达预期造成的。公司披露的 2018 年度片单中已不含合拍片项目, 同时, 公司对于制片项目是趋于谨慎的态度, 2015-2017 年影视制片业务成本分别为 6.1、5.3、4.7 亿元。

图 27:历年公司制片制作板块营收与成本



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司主导或参与出品的电影于 2018 年上映预计有 25 部，截至 2018 年 1H，已投放的电影中包括《唐人街探案 2》、《捉妖记 2》、《西游记女儿国》等春节档强势影片，公司作品表现亮眼。在下半年的暑期档、国庆档与贺岁档公司均有重磅作品面市，考虑到 2018 年整体电影市场的回暖以及暑期档的火爆，预计今年制片业务有望扭亏为盈。

表 5:公司 2018 年出品电影节选

序号	片名	档期	备注
1	《无问西东》	2018 年 1 月 12 日	票房 75425 万元
2	《迷巢》	2018 年 1 月 19 日	票房 4950 万元
3	《唐人街探案 2》	2018 年 2 月 16 日	票房 339728 万元
4	《捉妖记 2》	2018 年 2 月 16 日	票房 223686 万元
5	《西游女儿国》	2018 年 2 月 16 日	票房 72725 万元
6	《厉害了，我的国》	2018 年 3 月 2 日	票房 48032 万元
7	《战神纪》	2018 年 4 月 28 日	票房 3806 万元
8	《神奇马戏团之动物饼干》	2018 年 7 月 21 日	票房 5495 万元
9	《欧洲攻略》	2018 年 8 月 17 日	继《东京攻略》、《韩城攻略》后第三部，梁朝伟、吴亦凡主演
10	《大轰炸》	2018 年 8 月 17 日	全明星阵容，历经多年坎坷终成此作
11	《胖子行动队》	2018 年 9 月 30 日	包贝尔、文章变身 300 斤胖子
12	《流浪地球》	2018 年国庆档	刘慈欣作品改编科幻片
13	《中国合伙人 2》	2018 年贺岁档	言承旭、赵立新、凌潇肃开启创业第二部

资料来源：公司公告，时光网，艺恩，东兴证券研究所

3.3.2 市场对主旋律影片接受度提高

由于公司国有企业的特殊属性，主旋律影片是公司一直以来的特色业务，随着电影行业监管层的升格以及国家对电影在文化宣传体系中的重视，我们认为公司的主旋律影片业务在未来将会贡献更多的利润。

从市场角度来看，消费者爱国情怀的激发以及主旋律影片拍摄角度的创新让近年来部分弘扬国家意志的影片取得了亮眼的票房成绩，如《战狼》系列、《湄公河行动》、《红海行动》等。这类影片：

- ◆ 在故事上，更注重人性的表达，而不是一味重视说教与突出典型，这样的影片更合主流观众的胃口，在口味苛刻的豆瓣也往往能获得较高的评分。
- ◆ 在制作上，不拘泥于体制内的资源，而是抱着开放的态度，广泛吸纳市场上的资本与人才。值得一提的是，近年来票房表现较好的主旋律影片以香港导演居多，如《红海行动》、《湄公河行动》导演林超贤，《建军大业》导演刘伟强，《我的战争》导演彭顺，均为香港电影界的资深导演。
- ◆ 在宣发上，这类主旋律影片插上了国家喉舌的翅膀，更容易取得高票房成绩，如《红

海行动》，获得《人民日报》、《光明日报》人民网乃至国防部为其发声，国家对于主旋律影片的扶持已然明显。

我们认为，无论是供给端监管层的调控还是需求端消费者的喜好，未来的电影市场将会出现更多的叫好又叫座的主旋律影片，成为组成电影市场繁荣的重要力量。公司基于其特殊的市场地位以及成熟的制作经验将有可能因此获得业绩提升。

表 6: 2009 年至今票房过千万主旋律影片列表

年份	影片名	主要出品方	导演	票房(万元)	豆瓣评分
2018	红海行动	博纳影业、海政电视艺术中心、星梦工厂、英皇影业	林超贤	355420	8.5
	厉害了我的国	中央电视台、中国电影		48032	
2017	血战湘江	八一电影制片厂、河北电影制片厂、重庆文投、活力天行、长江电影集团	陈力	7376	4.6
	战狼 2	登峰国际、捷成世纪、春秋时代、嘲风影业、橙子映像	吴京	567877	7.2
	建军大业	中国电影、博纳影业、八一电影制片厂、三次元影业、寰亚电影、南昌广播电视台	刘伟强	40319	/
	空天猎	空军政治部艺术中心、春秋时代	李晨	31758	5.1
2016	我的战争	中国电影	彭顺	3607	4.9
	勇士	中国电影、麦特传媒	宁海强	3287	5.5
	湄公河行动	博纳影业	林超贤	118458	8.0
2015	战狼	登峰国际、春秋时代、南京军区政治部电视艺术中心、传奇人影视	吴京	54554	7.2
	百团大战	中国电影、紫禁城影业、八一电影制片厂、中联华媒、北京中联	宁海强、张玉中	41367	4.8
2014	智取威虎山	博纳影业	徐克	88266	7.7
2011	辛亥革命	耀莱文化、河北电影制片厂、寰亚电影、长影集团、潇湘电影制片厂、江苏省广播电视总台	张黎、成龙	5011	6.2
	建党伟业	中国电影	韩三平、黄建新	41011	/
2009	建国大业	中国电影	韩三平、黄建新	39328	/

资料来源：艺恩，东兴证券研究所

图 28:官媒为《红海行动》发声一览

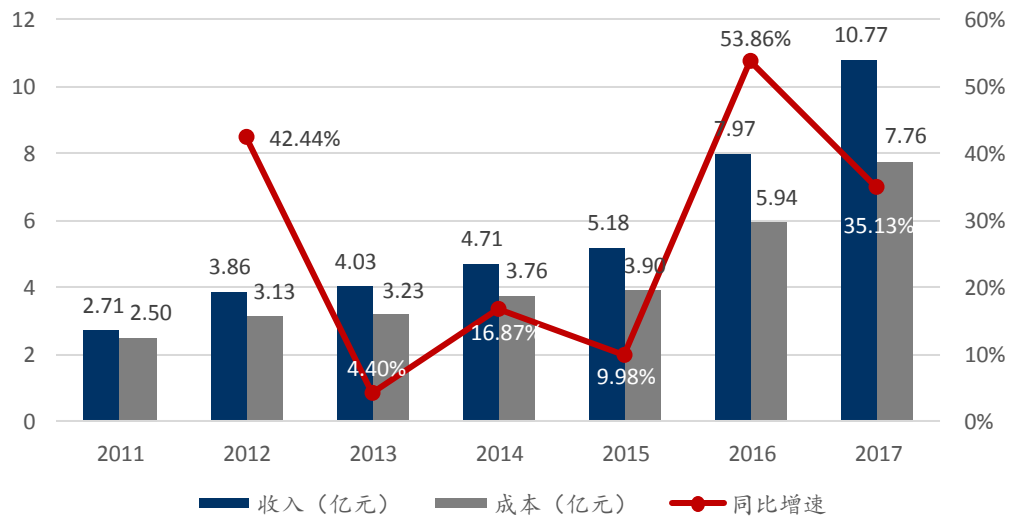


资料来源：公开信息，东兴证券研究所

3.4 电影服务板块收入走高 中国巨幕增速迅猛

电影服务板块涵盖了除制片、发行、院线三大主要产业链节点外的周边业务，包括影视器材、行业咨询、艺人经纪等。公司通过专门设立的分子公司来参与运作这些业务。就目前来说，此板块的主要收入是来自于器材业务，包括影视摄制器材、影视后期制作设备、数字放映系统、中国巨幕系统等。

图 29:历年公司电影服务业务板块营收与成本



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 7: 中国电影电影服务业务主要公司

母公司	子公司			孙公司		
	名称	持股比例	主营业务	名称	持股比例	主营业务
中国 电影	中影器材	100%	摄制器材、后期制作设备、电影放映器材的销售与安装；影视器材进出口贸易；中国巨幕系统的销售与安装；数字影院管理系统解决方案；影院建设工程的技术服务	上海电光器材	100%	影视照明光源和分析仪器光源的生产和销售
				中影南京设备	51%	影院配套设备设施生产
				中影影院咨询	60%	
				中影环球科技	51%	新形式电影、影院管理系统、影院网络运营中心等项目的研发工作
				中影博圣	60%	影院设计咨询服务、影院设备销售与安装、影院管理系统安装等服务
				中影巴可	42%	研发生产电影数字放映系统
				中影光峰	35%	荧光激光光源显示技术的研发、设备生产与销售
	中影演艺经纪	100%	文化经纪业务、影视策划、文化交流			
	珠海中影	100%	电影数字放映设备及影院配套的音响系统、银幕及银幕架、等影视器材的销售、安装、售后服务及影院系统工程业务	中影巨幕	51%	中国巨幕的研发、生产与销售
	中影今典	60%	数字影院的投资；数字影院数据传输系统的开发与建设等			
众大合联	50%	票房监察业务，负责监察影片发行市场情况，维护电影市场秩序，收集电影票房数据信息等				

资料来源：公司公告，公司官网，东兴证券研究所

自 2011 年来，电影服务板块营收持续增长，特别是近两年收入增幅高达 54% 与 35%，七年 CAGR 为 25.86%。我们认为，高比例增长的原因是“中国巨幕”系统以及影院放映设备的热销。

1、公司于 2011 年与电影科研机构合作研发了中国巨幕系统，打破了外国公司在高

技术格式电影领域的垄断。相比起主要竞争对手 IMAX，中国巨幕技术指标相近或更优，播放影片制式简单无需专用格式，价格更为便宜。自 2013 年正式面市以来，中国巨幕的销量保持了较快的速度，2017 年共安装了 96 个影厅，存量数相比上一年度新增了近 50%，与先发的 IMAX 相比，中国巨幕与其差距正在加速缩小。

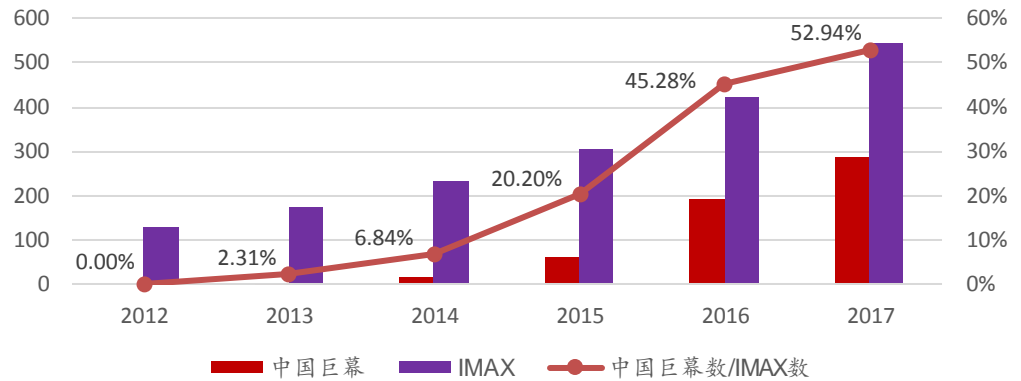
中国巨幕单厅票房产出达到约 300 万元，远远超过 2017 年全国平均单块银幕票房产出 103 万元，在消费升级的趋势下，我们认为中国巨幕的销售将会继续保持高增长态势。

表 8:中国巨幕与 IMAX 对比

对比类别	中国巨幕	IMAX
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
设备 技术	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 DP32B），单机可达 33000 流明 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	使用相同型号放映机
价格	172 万元	约 900 万元
单厅票房（年）	约 300 万元	120-130 万美元

资料来源：搜狐，招股说明书，东兴证券研究所

图 30:中国巨幕与 IMAX 存量数

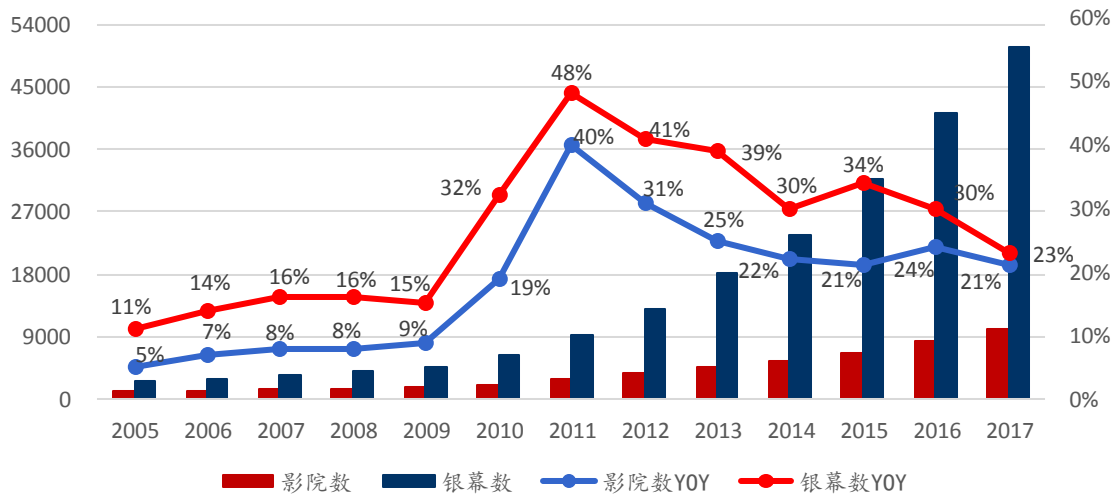


资料来源：IMAX 中国年报，公司公告，招股说明书，东兴证券研究所

2、公司的放映设备在市场上也是处于龙头地位，其中公司放映机生产销售子公司中影巴可位列众多院线，如金逸影视、横店影视、上海电影等前五大供应商之列。2017 年，“中影巴可”销售放映机 5,779 台，累计达到 32,637 台，市场占有率超过 51%。2017 年，国内销售“中影光锋”激光光源超过 7,000 套，约占全国银幕总数的 14%。

根据上文统计数据，院线公司一般机器设备摊销期限是 5-10 年，追溯回 7 年前，正是国内影院数以及银幕数爆发性增长的开端时期，未来 5 年内将进入影院设备更新换代的一波浪潮，所以我们认为公司作为国内电影器材销售的龙头，影视服务板块的业绩在未来将持续保持高增长。

图 31:2005-2017 年全国影院数与银幕数变化



资料来源：中商产业研究院，东兴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们认为，公司业绩将确定性较强的持续提升，主要原因基于以下：

- ◆ **盈利预测核心假设：**2018 年全国电影票房相对上年度增长 15%-20%，即票房达到 601-627 亿元（不含服务费），其中国产片占比约 55%，进口片约 45%。基于 2018 年春节档的火热态势以及暑期档精品不断，我们更加相信于《电影行业重回快车道》报告中的判断，票房的增速将主要来自于影片质量的提升以及渠道的下沉。
- ◆ **发行营销板块：**进口片方面，我们认为在保持现有进口片政策的前提下，未来进口片票房占比将会围绕着 45% 震荡，那么国产片票房的波动中轴也基本确定，公司两块业务间存在一定的对冲，可以平滑该板块业绩的增长曲线。由于 2018 年国产片表现较强，而进口片停止了前两年的猛增态势，我们预计今年进口片票房较去年基本持平，国产片票房将有 30% 以上的增长，同时考虑到该广告营销业务的增长，我们预计发行营销板块未来三年增速均为 15%，毛利率分别为 24%、22%、22%，2018 年毛利率较高是因为国产片发行收入占比的增多，而进口片发行的毛利率要低于国产片。
- ◆ **放映板块：**此板块走势与票房增速相关性程度最大，考虑到公司未来新建影院加速的预期，我们预计未来三年板块营收增速均为 20%，历史上该板块毛利率非常稳定，故预计未来毛利率也将继续保持在 23.5%。
- ◆ **制片制作板块：**由于过去两年大手笔参与的合拍片票房不及预期，该板块过去两年均为亏损，考虑到未来公司在合拍片上将更为谨慎，以及公司今年参与投资的部分影片票房表现优异，我们预计 2018-2020 年制片制作板块收入增速为 20%、15%、15%，毛利率与过去盈利年份相近，三年均为 12.5%。
- ◆ **电影服务板块：**基于中影巨幕亮眼的销售成绩以及预计未来影院设备更新潮的到来，我们预计未来三年该板块营收将持续保持高增速，预计营收增速分别为 40%、35%、35%，由于在销量上升后存在一定的规模化效应，我们预计未来毛利率将会有所降低，分别为 27%、29%、30%。

表 9: 公司 2018-2020 年营业收入预测（亿元）

业务板块	2017A	2018E	2019E	2020E
影视制片制作	613.29	735.94	846.33	973.28
电影发行营销	5394.25	6203.39	7133.90	8203.98
电影放映	1798.05	2157.66	2589.20	3107.04
影视服务	1077.17	1508.04	2111.26	2955.76
合计	8882.76	10605.04	12680.68	15240.06
YOY（合计）	14.60%	19.39%	19.57%	20.18%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

预计 2018-2020 年中国电影营业收入分别为 106.05、126.81、152.4 亿元；备考归母净利润分别为 11.82、13.42、16.27 亿元；对应 EPS 分别为 0.63、0.72、0.87，对应当前股价 PE 为 20.79、18.31、15.10 倍。

考虑到公司业务覆盖整个电影产业链，我们选取了同样参与影视产业链数个环节的万达院线、光线传媒、幸福蓝海以及横店影视作为估值比较，结合中国电影在行业内的龙头地位、全产业链业务带来业绩确定性溢价、进口片垄断性政策红利以及行业平均估值水平，给予公司 30 倍估值，对应六个月内目标价是 18.9 元，给予推荐评级。

表 10:可比公司 PE 比较

证券代码	证券简称	股价(元)		EPS					PE			
		2018 年 8 月 8 日	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
002739.SZ	万达院线	34.56	1.29	1.09	1.40	1.61	40.32	31.70	24.75	21.46		
300251.SZ	光线传媒	9.15	0.28	0.84	0.41	0.48	37.61	10.93	22.61	19.14		
603103.SZ	横店影视	27.18	0.73	0.95	1.16	1.40	39.09	38.54	23.22	19.35		
300528.SZ	幸福蓝海	11.90	0.3	0.54	0.65	0.70	44	17.98	15.04	14.05		
可比公司平均							40.26	24.79	21.41	18.50		
600977.SH	中国电影	13.17	0.52	0.63	0.72	0.87	29.79	20.79	18.31	15.10		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所(除中国电影外, 其他均采用 Wind 一致性预期)

5. 风险提示

国内票房增长不及预期；进口片政策出现重大不利变化；公司参与出品的电影票房不及预期。

表 11: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	单位: 百万元					单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合计	10347	11123	11082	12152	13649	营业收入	7841	8988	10605	12681	15240
货币资金	7457	7873	7146	7402	7929	营业成本	6217	7078	8110	9785	11697
应收账款	1221	1489	1743	2084	2505	营业税金及附加	114	115	136	162	195
其他应收款	159	129	153	182	219	营业费用	124	123	144	172	207
预付款项	214	297	378	476	593	管理费用	444	480	530	634	762
存货	1219	1243	1555	1877	2243	财务费用	-75	-99	-90	-90	-90
其他流动资产	74	77	93	114	139	资产减值损失	18.61	70.64	60.00	60.00	60.00
非流动资产合计	4012	4182	4697	5193	5589	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	406	572	650	700	750	投资净收益	117.74	118.57	100.00	100.00	100.00
固定资产	2592.5	2549.78	2911.80	3215.32	3441.84	营业利润	1115	1521	1815	2057	2509
无形资产	112	103	97	91	87	营业外收入	286.02	14.10	10.00	10.00	10.00
其他非流动资	58	58	0	0	0	营业外支出	9.66	3.79	1.00	1.00	1.00
资产总计	14359	15304	15779	17345	19238	利润总额	1392	1532	1824	2066	2518
流动负债合计	3396	3874	3485	4071	4747	所得税	328	395	471	534	650
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1064	1136	1353	1533	1868
应付账款	1669	2145	2222	2681	3205	少数股东损益	146	171	170	190	240
预收款项	891	806	912	1039	1191	归属母公司净利	917	965	1183	1343	1628
一年内到期的	15	15	0	0	0	EBITDA	1652	2045	2023	2323	2802
非流动负债合	520	420	403	388	388	EPS (元)	0.59	0.52	0.63	0.72	0.87
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务					
应付债券	0	0	0	0	0	比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	3916	4294	3889	4460	5136	成长能力					
少数股东权益	664	674	844	1034	1274	营业收入增长	7.46%	14.63%	17.99%	19.57%	20.18%
实收资本 (或	1867	1867	1867	1867	1867	营业利润增长	-2.45%	36.41%	19.30%	13.36%	21.97%
资本公积	4225	4272	4272	4272	4272	归属于母公司净	5.66%	5.21%	22.54%	13.51%	21.24%
未分配利润	3342	3830	4126	4461	4868	获利能力					
归属母公司股	9779	10336	11060	11866	12842	毛利率 (%)	20.71%	21.25%	23.53%	22.84%	23.25%
负债和所有者	14359	15304	15779	17345	19238	净利率 (%)	13.57%	12.64%	12.76%	12.09%	12.26%
现金流					单位: 百万元		6.39%	6.31%	7.50%	7.74%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	9.38%	9.34%	10.69%	11.32%	12.68%
经营活动现金	353	1473	528	1583	1893	偿债能力					
净利润	1064	1136	1353	1533	1868	资产负债率 (%)	27%	28%	25%	26%	27%
折旧摊销	611.35	622.81	287.98	346.48	373.48	流动比率	3.05	2.87	3.18	2.99	2.88
财务费用	-75	-99	-90	-90	-90	速动比率	2.69	2.55	2.73	2.52	2.40
应收账款减少	146	-268	-254	-341	-421	营运能力					
预收帐款增加	77	-85	106	127	152	总资产周转率	0.62	0.61	0.68	0.77	0.83
投资活动现金	-342	-561	-820	-864	-805	应收账款周转率	6	7	7	7	7
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.36	4.71	4.86	5.17	5.18
长期股权投资	-114	-75	-74	-50	-50	每股指标 (元)					
投资收益	118	119	100	100	100	每股收益 (最新摊	0.59	0.52	0.63	0.72	0.87
筹资活动现金	3689	-493	-435	-462	-561	每股净现金流 (最	1.98	0.22	-0.39	0.14	0.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新	5.24	5.54	5.92	6.36	6.88
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	467	0	0	0	0	P/E	22.32	25.47	20.79	18.31	15.10
资本公积增加	3626	47	0	0	0	P/B	2.51	2.38	2.22	2.07	1.91
现金净增加额	3700	419	-727	257	527	EV/EBITDA	10.38	8.18	8.62	7.40	5.95

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。