



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

中国电影 (600977.SH): 中影巴可完成并表 稳健经营全年业绩可期

——调研简报

2018年12月5日

分析师:

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

研究助理:

王丽丽

执业证书编号: S1380116110015

联系电话: 010-88300857

邮箱: wanglili@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格 (12/4): 13.92

本次评级: 尚未覆盖, 未评级

公司基本数据

总股本 (亿股): 18.67

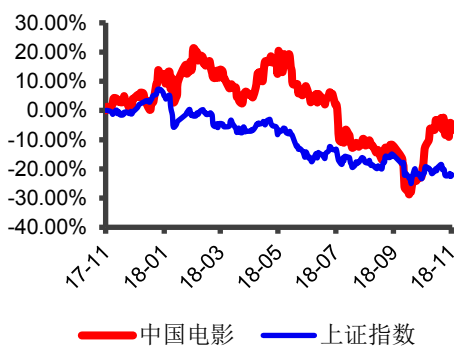
流通股本 (亿股): 5.65

流通 A 股市值 (亿元): 79.10

每股净资产 (元): 6.36

资产负债率 (%): 33.38

中国电影近一年累计投资回报情况 (%)



内容提要:

中国电影作为A股电影行业龙头,持续推动全产业链布局,三季度业绩明显改善。近期我们对公司进行了调研,形成主要投资观点如下:

- **中影巴可完成并表,全产业链布局趋于完善。**2017年底,公司通过全资子公司中影器材收购中影巴可9%股权并于2018年7月完成交割。交易完成后公司间接持有中影巴可51%股权,并于2018年三季度实现并表。中影巴可以生产2K数字电影放映机为主要业务,年产量最高可达6000台,本次中影巴可并表完成后,公司2018年三季度确认投资收益4.54亿元,后续通过业务协同,将进一步加强公司影视服务板块的竞争优势,提升公司该板块的综合竞争实力。
- **制作制片业务同比明显改善,丰富片单资源打开成长空间。**2018年下半年,公司制片板块在业务调整下逐步增强。目前处于开发和开发末期的影视项目储备丰富,片单数量总计超过40部,其中2018年末至2019年已经定档《中国合伙人2》、《流浪地球》等主控影片。我们看好公司丰富片单资源带来的制片板块的成长空间,2019年随着公司前期开发电影作品的逐步落地,该项业务收入有望继续提升。
- **公司各业务板块经营稳健,全年业绩可期。**2018年三季度,国内电影行业整体处于相对低谷期,公司各业务条线仍保持平稳增长,营业收入及扣非后归母净利润分别同比增长3.62%和16.87%,显示出较强的抵御风险的能力。公司净资产收益率稳步提升,截止三季度末摊薄ROE为11.81%,同比增长4.8%,环比增长5.38%。我们预计在各板块继续稳步推进的基础上,公司全年收入仍将稳中有升,增速或将保持在10-15%之间。
- **稳增长低估值行业龙头,中长期配置属性较强。**公司的核心优势体现在如下三个方面:第一,在进口片发行业务上具备显著的寡头垄断优势,2018年上半年,公司共发行进口影片67部,市占率59.16%。第二,公司通过积极布局终端市场,已达到银幕市占率行业第一。第三,公司是国内产业链覆盖最完整的电影公司,集约化的经营模式有利于成本收益达到最优状态。随着行业发展进入重构期,市场占有率有望进一步提高。公司当前动态市盈率低于发行市盈率,股价存在一定低估,考虑到其增长空间,我们认为公司具备较强的中长期配置属性。
- **风险提示:**公司影片票房不及预期,进口片政策变化对公司业绩的不利影响,公司业绩低于预期,相关政策变动风险,行业竞争加剧及增速下滑,国内外股票市场可能出现的剧烈震荡等系统性风险;国内经济下行风险;全球经济下行风险。

中国电影作为A股电影行业的龙头,持续推动全产业链布局,三季度业绩明显改善。近期我们对公司进行了调研,形成主要投资观点如下,供投资者参考。

1、公司基本情况

1.1 公司主营业务

中国电影是中影集团控股公司,2010年由中影集团联合中国国际电视总公司、央广传媒发展总公司、长影集团有限责任公司、中国联合网络通信集团有限公司等7家公司共同发起设立,并于2016年在上海主板上市。公司主营业务包括影视制片制作、电影发行、电影放映及影视服务四大板块,涉及影视全产业链各个环节的业务。

1.2 公司业绩情况

2018年前三季度,公司实现营业收入69.22亿元,同比增长3.62%;实现归母净利润12.98亿元,扣非后归母净利润7.65亿元,分别较2017年同期增长83.37%和16.87%。截止2018年第三季度,公司基本每股收益0.695元,较2017年年末大幅提升83.38%。公司制片板块由于基数变化等原因业绩明显改善,加之其他板块保持稳健,预计全年整体收入仍将保持平稳增长。

2、投资观点

2.1 中影巴可完成并表,全产业链布局趋于完善

2017年底,公司通过全资子公司中影器材收购中影巴可9%股权并于2018年7月完成交割。交易完成后公司间接持有中影巴可51%股权,并于2018年三季度实现并表。中影巴可是2011年中影器材联合巴可伟视及巴可中国成立的中外合资企业,主要产品为2K数字电影放映机。其数字放映机年产量最高可达6000台,向国内电影院线客户提供高品质放映机及安装服务。

公司的影视服务板块包括影视器材和演艺经纪、票房监察、影视教育培训等其他影视服务业务。截止2018年中报,公司影视服务板块营业收入5.27亿元,占主营业务收入11.51%,毛利率保持在30%左右的较高水平。其中,公司持续推进国内影视器材技术升级,前期已参与自主研发了中国巨幕以及ALPD激光放映技术等,建立并完善了国产数字影视设备产业链和相应的自主知识产权体系,并通过“智慧放映”系统推进国内影院技术创新。公司在国内数字电影技术领域已经实现多领域综合发展,处于龙头地位。本次中影巴可并表完成后,公司2018年三季度实现属于非经常性损益的投资收益4.54亿元,并将进一步加强公司影视服务板块的竞争优势,提升公司该板块的综合竞争实力。

2.2 制作制片业务同比明显改善，丰富片单资源打开成长空间

2018年三季度，公司电影制片业务受公司基数结构调整因素影响，同比明显改善。具体来看，2017-2018年上半年，受前期项目亏损以及多数产品处于开发期等因素的综合作用，公司上映影片数量相对较少。2018年下半年，随着业务结构的调整，制片板块逐步得到增强。目前处于开发和开发末期的影视项目储备极为丰富，片单数量总计超过40部。其中，2018年末至2019年已经定档主控影片包括《中国合伙人2》和《流浪地球》，后续预计还会有《动物出击》、《最好的我们》以及《百万雄师》等影片上映。我们看好公司丰富片单资源带来的成长空间，2019年随着公司前期开发电影作品的逐步落地，其影视制作业务收入有望稳步提升，有效增厚公司整体业绩。

2.3 公司各业务板块经营稳健，全年业绩可期

2018年三季度，国内电影行业整体处于相对低谷期，民营电影公司业绩下滑甚至出现亏损。与之相反，公司各业务条线仍保持平稳增长，显示出较强的抵御市场风险能力。从财务指标上看，公司综合毛利率水平小幅提升，三季度同比增加1.32个百分点，期间费用率保持相对稳定。在营业收入小幅增长的同时，其扣除非经常性损益后的净利润增长超过15%，显示出较强劲的增长动力。同时，公司净资产收益率（ROE）稳步提升。截止2018年三季度末其摊薄ROE达到11.81%，同比增长4.8%，环比增长5.38%。四季度在各板块继续稳步推进的基础上，我们预计公司全年收入仍将稳中有升，增速或将保持在10-15%之间。

2.4 稳增长低估值行业龙头，中长期配置属性较强

公司作为国家级电影行业龙头企业，长期受益于产业发展红利。公司的核心优势体现在如下三个方面：第一，公司在进口片发行业务上具备显著的寡头垄断优势；在国产片发行上，其累计发行量也处于相对领先地位。2018年上半年，公司共发行进口影片67部，主导或参与国产影片发行175部，分别对应票房71.27和64.94亿元，市占率分别为59.16%和36.66%。第二，公司通过积极布局终端市场，已达到银幕市占率行业第一。截止2018年6月末，公司控股院线4条、参股3条，总计覆盖全国银幕15,945块，市占率达到28.67%。第三，公司是国内产业链覆盖最完整的电影公司，其业务涉及影视制片、制作、发行、营销、院线、影院、器材生产与销售、放映系统租赁、演艺经纪、影视培训各业务环节，从生产、发行到面对终端消费者，集约化的经营模式有利于成本收益达到最优状态。除此之外，随着行业发展进入重构期，公司依靠其特有的政策前瞻性优势有望进一步提高市场占有率，中长期增长空间广阔。

从估值角度看，经过2年多的市场蛰伏，公司估值水平已处于历史低位，当前动态

市盈率（截止 2018 年 12 月 3 日，16.8 倍）低于发行市盈率（22.98 倍），具有安全边界。考虑到公司上市三年间每股收益累计增长 79%，当前股价或存在一定低估。综合来看，公司核心竞争优势赋予的成长空间仍较大，我们认为公司未来在行业整合以及中国电影工业化进程中的作用不容忽视，具备较强的中长期配置属性。

4、风险提示

公司影片票房不及预期，进口片政策变化对公司业绩的不利影响，公司业绩低于预期，相关政策变动风险，行业竞争加剧及增速下滑，国内外股票市场可能出现的剧烈震荡等系统性风险；国内经济下行风险；全球经济下行风险。

分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至今于公司研究部担任行业研究员，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师；

王丽丽，CFA，毕业于中央财经大学，管理学学士，曾任标普道琼斯指数高级分析师，2016年至今于国开证券研究部任职。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层