

2018年12月20日

中国电影 (600977.SH)

## 行业地位突出的国有控股电影公司，政策支持与进口片强势的直接受益者

■ 中国电影是中国电影行业中历史最悠久、地位最重要的国有控股电影公司之一。回顾历史，在设立中国电影股份有限公司进行改制重组之前，中影集团的主营业务分为电影经营业务（影片进出口、影视制片制作、电影发行与放映、影视服务等）、电影相关政策公益性业务与其他经营性业务。当前上市公司体内集中了集团的优质资产，包括深厚的发行资源与优质的院线资产。公司上市后中影集团仍以 67.36% 的绝对控股权作为公司第一大股东和实际控制人，旗下参控股企业数量众多，业务上覆盖电影行业从制作到放映的全产业链。

■ 国家政策明确支持行业发展，龙头公司有望更加受益。12月11日国家电影局印发《关于加快电影院建设 促进电影市场繁荣发展的意见》进一步明确：1) 到 2020 年全国加入城市电影院线的电影院银幕总数达到 8 万块以上；2) 大中城市电影院建设提质升级，先进放映技术和设施广泛应用；3) 县级城市影院数量稳步增长；4) 院线制改革不断深化，涌现出一批实力较强、经营规范、资产联结为主的大型骨干电影院线，特色院线形成差异化优势的发展目标，并将通过国家电影事业发展专项资金对安装巨幕系统、激光放映机、中西部地区新建影院、新建或扩建城镇影院给予资金支持。我们认为，已占据优势区域资源、有能力提供良好观影场所与设备、经营能力强的龙头院线有望受益于电影市场总量扩大及政策表示支持并购重组的趋势。同时，国家电影事业发展专项资金对安装巨幕系统、激光放映机、中西部地区新建影院、新建或扩建城镇影院给予支持，价格合理、放映效果有保证的中国巨幕系统与中影巴可设备市场需求有望进一步增加。

■ 进口片发行拥有绝对优势，全产业链经营优势突出。我国进口影片管理坚持“一家进口、两家发行”的原则，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和华夏电影发行公司供片发行。公司各项业务中，发行、放映二者相互作用，院线市占率高有利于发行工作开展，发行有话语权可以壮大院线；中影数字发展向中影巴可采购数字放映设备，将电影数字放映系统提供给影院使用，影院根据实际使用该系统产生的票房与中影数字发展进行分成以减少影院一次性投入也是中影吸引加盟的优势；中影上市公司及集团在进口电影发行上的绝对话语权使得其在参投国产大制作影片及中美合拍片上优势突出，故公司全产业链经营优势明显。

■ 投资建议：公司作为中国电影行业历史最悠久、地位最重要、积淀最深厚的国有控股电影公司之一，在政策明确积极支持电影行业做大做

## 公司分析

证券研究报告

电影动画

投资评级 **买入-A**

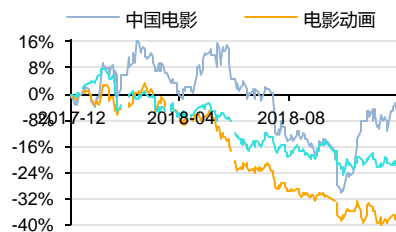
首次评级

6 个月目标价：**16 元**  
股价 (2018-12-19) **14.05 元**

### 交易数据

总市值 (亿元)	26,231.35
流通市值 (亿元)	7,938.25
总股本 (百万股)	1,867.00
流通股本 (百万股)	565.00
12 个月价格区间	10.55/17.95 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.06	18.32	16.75
绝对收益	-2.63	11.69	-5.91

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001  
jiaojuan@essence.com.cn  
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002  
wangzx2@essence.com.cn

### 相关报告

强的背景下优势突出，是产业链上各个环节不可忽视的一支力量。其中进口片发行业务拥有垄断优势，有望受益于2019年进口片强势片单；放映业务受全国票房整体增长驱动，公司控股与参股院线借由加盟形式发展较快，在政策指引与市场环境综合作用下有望进行进一步整合，制片业务增长来源于投资优质且丰富的电影项目，已经逐步摸索出成功率较高的投资逻辑，影视服务中中国巨幕系统与中影巴可设备市场需求有望进一步增加。我们预计公司2018-2020年净利润分别为14亿元、13.57亿元、15.53亿元，分别对应EPS0.75元、0.73元、0.83元，公司业务覆盖全产业链，收入构成丰富，参照院线行业其他公司估值（20x），并给予一定估值溢价（10%），我们给予公司2019年22x合理估值，对应2019年目标价16元，给予“买入-A”评级。

■风险提示：进口片政策变动风险、制片制作业务毛利波动风险、优质内容票房低于预期导致公司收入增长不及预期。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	7,840.7	8,988.0	10,301.0	12,410.0	14,310.0
净利润	917.5	965.3	1,402.5	1,357.6	1,552.9
每股收益(元)	0.49	0.52	0.75	0.73	0.83
每股净资产(元)	5.24	5.54	6.06	6.44	6.86

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	29.8	28.4	19.5	20.2	17.6
市净率(倍)	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1
净利润率	11.7%	10.7%	13.6%	10.9%	10.9%
净资产收益率	9.4%	9.3%	12.4%	11.3%	12.1%
股息收益率	1.5%	2.2%	1.8%	2.3%	2.8%
ROIC	9.8%	9.8%	13.8%	12.5%	13.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1 中国电影：历史悠久、地位突出的国有控股电影公司</b> .....	<b>4</b>
1.1 公司发展历程与股权结构.....	4
1.2 公司经营情况与业务构成.....	4
<b>2 国家政策明确支持行业发展，龙头公司有望更加受益。</b> .....	<b>5</b>
2.1 电影局最新发布《意见》明确支持行业发展.....	5
2.2 2019 年进口电影以高票房号召力续作为主，片单丰富.....	6
2.3 国产电影制作发行能力明显增强，类型呈现多样化.....	8
<b>3 进口片发行拥有绝对优势，全产业链经营优势突出</b> .....	<b>9</b>
3.1 全产业链各项业务经营情况分析.....	9
3.1.1 发行业务：业绩占比最高，拥有绝对优势，是进口片票房的最重要受益者.....	9
3.1.2 放映业务：终端市占率高，行业趋势与政策支持下，龙头有望进一步整合.....	9
3.1.3 制片制作：调整策略谋求发展已初显成效，影视、动画与网络剧均有涉及.....	10
3.1.4 影视服务：中国巨幕与巴可设备竞争力逐步提高，政策有望提振新增需求.....	10
3.2 多业务共同发展，协同效应显著.....	10
<b>4 投资建议</b> .....	<b>11</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>11</b>

## 图表目录

<b>图 1：公司股权结构与业务板块</b> .....	<b>4</b>
<b>图 2：公司历年收入与增长</b> .....	<b>5</b>
<b>图 3：公司历年净利润与增长</b> .....	<b>5</b>
<b>图 4：公司历年收入构成</b> .....	<b>5</b>
<b>图 5：公司历年毛利构成</b> .....	<b>5</b>
<b>图 6：2012-2018H1 国产电影与进口电影票房占比</b> .....	<b>6</b>
<b>图 7：公司各业务之间的协同关系</b> .....	<b>11</b>
<b>表 1：电影局《关于加快电影院建设 促进电影市场繁荣发展的意见》要点</b> .....	<b>6</b>
<b>表 2：2019 年有望引进的海外电影片单</b> .....	<b>7</b>
<b>表 3：国产高票房影片题材呈现多样化</b> .....	<b>8</b>
<b>表 4：2019 年春节档目前定档影片</b> .....	<b>9</b>
<b>表 5：2018 年 11 月全国院线市占率</b> .....	<b>10</b>

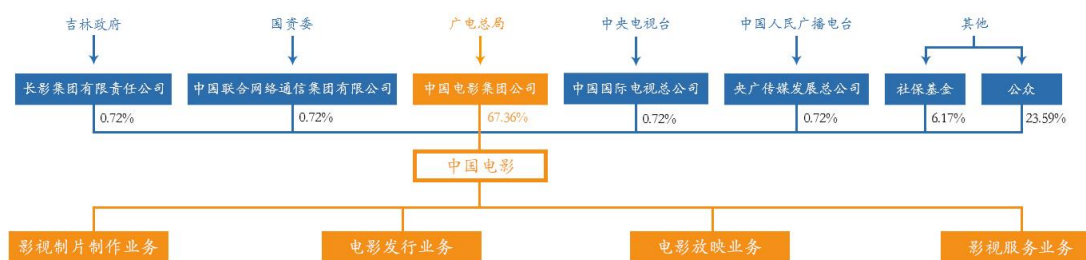
## 1 中国电影：历史悠久、地位突出的国有控股电影公司

### 1.1 公司发展历程与股权结构

回顾历史，在设立中国电影股份有限公司进行改制重组之前，中影集团的主营业务分为电影经营业务（影片进出口、影视制片制作、电影发行与放映、影视服务等）、电影相关政策公益性业务与其他经营性业务。当前上市公司体内集中了集团的优质资产，包括深厚的发行资源与优质的院线资产。公司上市后中影集团仍以 67.36% 的绝对控股权作为公司第一大股东和实际控制人，旗下参控股企业数量众多，业务覆盖电影行业从制作到放映的全产业链。

目前，公司旗下拥有国家中影数字制作基地，技术先进、设施完善，同时拥有包括世界级规模的 5,000 平方米摄影棚在内的摄影棚 16 座，全数字化的电影后期中心具备电影声音制作、画面剪辑、数字中间片制作、视觉特效制作、动漫制作等完善的电影制作能力；发行方面，公司拥有全国最大的数字电影发行管理平台，在数字影片发行领域占据市场主导地位，近年来发行了近千部国内外影片；公司下辖七条控、参股院线及百余家控股影院；公司联合科研单位力量自主研发的中国巨幕系统、中影光峰激光数字放映技术、中国多维声技术打破了发达国家对电影高端放映技术的垄断，使中国数字电影放映进入了世界先进的高格式、全景声效的技术行列，至今已有三百余家中国巨幕影城及近九千个中影光峰激光影厅正式投入运营，并成功出口美国、印尼、印度、阿联酋等国家与中国台湾地区。

图 1：公司股权结构与业务板块

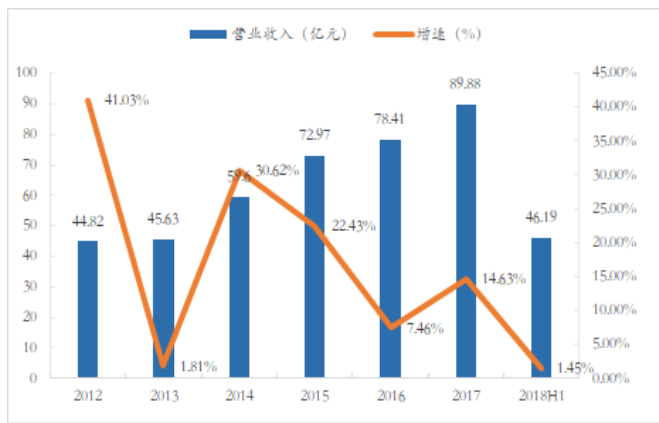


资料来源：招股说明书，wind，安信证券研究中心

### 1.2 公司经营情况与业务构成

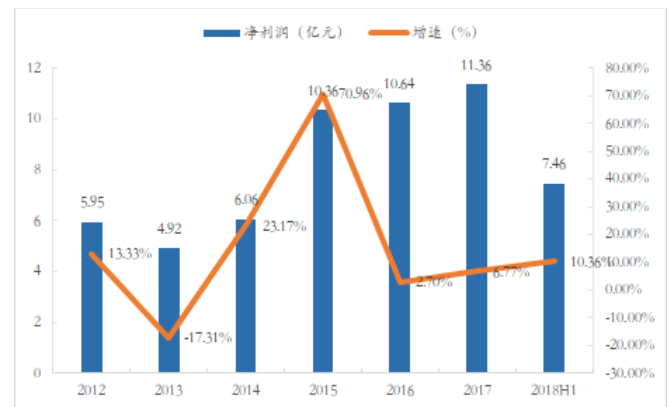
公司 2017 年实现营业收入 89.88 亿元，同比增长 14.63%；实现净利润 11.36 亿元，同比增长 6.77%。2018 年上半年实现营业收入 46.19 亿元，同比增长 1.45%；实现净利润 7.46 亿元，同比增长 10.36%。公司前两年影视制片业务商业大片投资损失，计提部分减值影响净利润情况，近期已开始改观。收入构成中，电影发行业务每年都占到 55% 以上。2018H1 电影发行占收入的 57.83%，其次依次为电影放映（占比 21.07%）、影视服务（占比 11.41%）、影视制片制作（占比 8.79%）与其他（占比 0.93%）；除制片制作业务在 2016 年、2017 年遭受一定挫折出现亏损外，其他业务毛利率相对稳定，毛利构成与收入构成比例相似，2018 年 H1 电影业务毛利占比 56.23%，其次依次为电影放映（18.42%）、影视服务（占比 14.41%）、影视制片制作（占比 8.19%）与其他（占比 2.67%）。

图 2：公司历年收入与增长



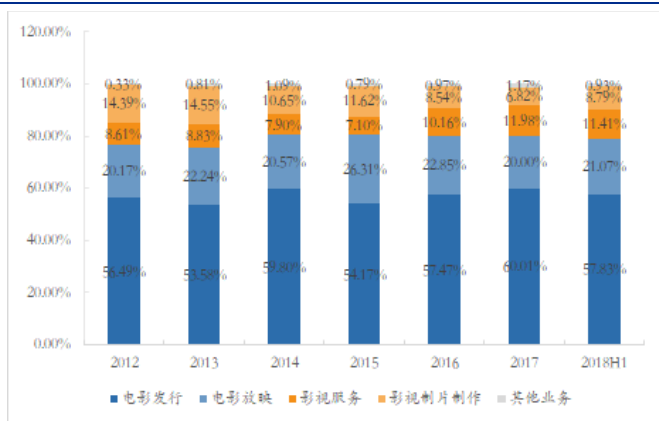
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：公司历年净利润与增长



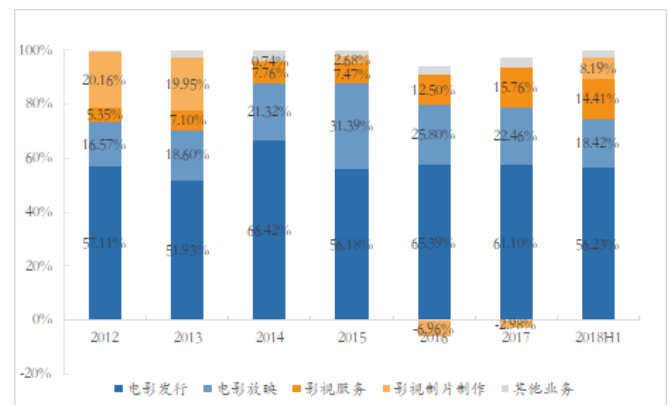
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：公司历年收入构成



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：公司历年毛利构成



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2 国家政策明确支持行业发展，龙头公司有望更加受益。

### 2.1 电影局最新发布《意见》明确支持行业发展

12月11日国家电影局印发《关于加快电影院建设 促进电影市场繁荣发展的意见》进一步明确：1) 到2020年全国加入城市电影院线的电影院银幕总数达到8万块以上；2) 大中城市电影院建设提质升级，先进放映技术和设施广泛应用；3) 县级城市影院数量稳步增长；4) 院线制改革不断深化，涌现出一批实力较强、经营规范、资产联结为主的大型骨干电影院线，特色院线形成差异化优势的发展目标，并将通过国家电影事业发展专项资金对安装巨幕系统、激光放映机、中西部地区新建影院、新建或扩建城镇影院给予资金支持。我们认为，已占据优势区域资源、有能力提供良好观影场所与设备、经营能力强的龙头院线有望受益于电影市场总量扩大及政策表示支持并购重组的趋势。此外，国家电影事业发展专项资金对安装巨幕系统、激光放映机、中西部地区新建影院、新建或扩建城镇影院给予支持，价格合理、放映效果有保证的中国巨幕系统与中影巴可设备市场需求有望进一步增加。

表 1：电影局《关于加快电影院建设 促进电影市场繁荣发展的意见》要点

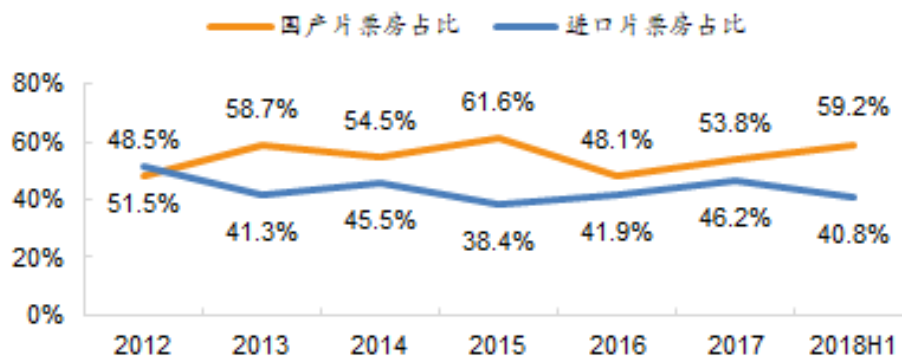
目标任务	1、到 2020 年，全国加入城市电影院线的电影院银幕总数达到 8 万块以上；
	2、大中城市电影院广泛应用先进放映技术和设施；
	3、县级城市影院数量稳步增长；
	4、深化院线制改革，打造实力较强、经营规范、资产联结为主的大型骨干电影院线，特色院线形成差异化优势。
影院建设	1、鼓励企业投资建设电影院；
	2、资助采用先进技术设备的影院，资助金额不超过设备采购支出的 20%，每家影院不超过 50 万；
	3、资助中西部地区影院建设，新建影院资助不超过 30 万元/家，改扩建不超过 20 万/家，资助位于“集中连片特殊困难地区”的县级城市影院 10-15 万元/家；
	4、对加入城市院线的乡镇电影院给予资助，不超过 30 万/家；
院线改革	1、成立院线公司必备条件：（1）控股影院数量不少于 50 家或银幕数量不少于 300 块；（2）控股影院上一年度合计票房收入不低于 5 亿元；
	2、鼓励电影院线公司并购重组，须报国家电影局审批；
	3、对电影院线公司每两年进行年检，完善奖惩机制和退出机制。

资料来源：电影局政策原文，安信证券研究中心

## 2.2 2019 年进口电影以高票房号召力续作为主，片单丰富

根据历史数据，我们发现国产电影与进口电影的票房占比有相对明显的大小年规律，这与电影项目准备、制作、上映周期不无关系。

图 6：2012-2018H1 国产电影与进口电影票房占比



资料来源：艺恩，安信证券研究中心

中国进口影片管理坚持“一家进口、两家发行”的原则，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和华夏电影发行公司供片发行，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，其中中影又是华夏占比 11% 的股东。根据目前行业公开资料整理，我们发现 2019 年有望上映的好莱坞电影系列 IP 大作数量众多，例如漫威系列《惊奇队长》、《复仇者联盟 4》、《蜘蛛侠：英雄远征》、《冰雪奇缘 2》等，这些超级 IP 前作积累的粉丝可以保证观影人次，特效电影制式有望拉动平均票价，使得 2019 年全年票房增速有合理支撑，有望给负责引进发行进口分账片的中国电影带来的业绩弹性更加明显。

**表 2：2019 年有望引进的海外电影片单**

片名	预计上映时间	题材	出品
乐高电影 2	2019/2/8	动画	华纳
阿丽塔：战斗天使	2019/2/14	动作	福斯
驯龙高手 3	2019/2/22	动画	环球、梦工厂
惊奇队长	2019/3/8	科幻	迪士尼
小飞象	2019/3/29	动画真人版	迪士尼
雷霆沙赞	2019/4/5	科幻	华纳
复仇者联盟 4	2019/5/3	科幻	迪士尼
精灵宝可梦：大侦探皮卡丘	2019/5/10	动画真人版	华纳
一条狗的使命 2	2019/5/17	家庭	环球
疾速备战	2019/5/17	动作	狮门
阿拉丁	2019/5/24	动画真人版	迪士尼
星际探索	2019/5/24	科幻	B 计划
哥斯拉：怪兽之王	2019/5/31	科幻	华纳
X 战警：黑凤凰	2019/6/7	科幻	福斯
爱宠大机密 2	2019/6/7	动画	环球
黑衣人外传	2019/6/14	动作	索尼
玩具总动员 4	2019/6/21	动画	迪士尼
蜘蛛侠：英雄远征	2019/7/5	科幻	迪士尼、索尼
狮子王	2019/7/19	动画真人版	迪士尼
霍伯斯与肖	2019/7/26	动作	环球
好莱坞往事	2019/7/26	传记	索尼
X 战警：新变种人	2019/8/2	科幻	福斯
阿特米斯的奇幻历险	2019/8/9	奇幻	迪士尼
愤怒的小鸟 2	2019/8/16	动画	索尼
双子煞星	2019/10/4	动作	派拉蒙
小丑	2019/10/4	犯罪	华纳
终结者 6	2019/11/1	动作	福斯、腾讯
霹雳娇娃	2019/11/1	动作	索尼
冰雪奇缘 2	2019/11/22	动画	迪士尼
勇敢者游戏 2	2019/12/13	动作	索尼
星球大战 9	2019/12/20	科幻	迪士尼
正义联盟 2	2019/6/14	动作、科幻	华纳
绝地战警 4	2019/7/3	喜剧、动作	哥伦比亚、索尼
异人族	2019/7/12	动作、科幻、冒险	漫威影业
鬼娃还魂	待定	恐怖	
航海王伊吹	待定	灾难	华纳兄弟
未定名威利·旺卡项目	待定	喜剧、家庭、奇幻、冒险	华纳兄弟
穷追不舍	待定	剧情、动作、惊悚	
神童	待定	惊悚、恐怖	
密室逃生	待定	悬疑、惊悚	哥伦比亚
一条狗的回家路	待定	冒险	索尼
王者少年	待定	奇幻、冒险	福斯
阿丽塔：战斗天使	待定	动作、科幻、冒险	福斯
丑娃娃	待定	动画、家庭	迪士尼
十二个想死的孩子	待定	悬疑	
小丑	待定	剧情、犯罪、惊悚	华纳
登月计划	待定	动作、科幻、冒险	
虎胆龙威 6：麦克莱恩	待定	动作	
末日崩塌 2	待定	动作、冒险、灾难	
屏住呼吸 2	待定	犯罪、惊悚、恐怖	
阿特米斯的奇幻历险	待定	动作、冒险、家庭	迪士尼
精灵宝可梦：大侦探皮卡丘	待定	喜剧、动画、冒险	传奇影业、华纳兄弟
未定名终结者续作	待定	动作、科幻、冒险	

小丑回魂 2	待定	恐怖	
王牌特工 3	待定	喜剧、动作、冒险	福斯
金蝉脱壳 3: 恶魔车站	待定	动作	
驯龙高手 3	待定	喜剧、动画、奇幻、冒险	
怪物猎人	待定	剧情、动作、战争、奇幻	
刺客信条 2	待定	动作、科幻、冒险	

资料来源：猫眼专业版，安信证券研究中心

## 2.3 国产电影制作发行能力明显增强，类型呈现多样化

近年来中国电影票房与观影人次呈逐年上升趋势，2017 年扣除服务费总票房同比增长 15% 达到 524 亿，观影人次同比增长 18% 达到 16.2 亿，其中国产电影质量明显提升，2018 年前 11 个月全国票房 TOP10 影片中国产电影占 6 席座次，观众口碑对影片总票房的影响越来越大，与此同时观众的口味越来越多样化。

表 3：国产高票房影片题材呈现多样化

片名	题材	票房
《红海行动》	商业主旋律	34.2 亿
《唐人街探案 2》	悬疑	31.8 亿
《我不是药神》	现实主义	28.8 亿
《西虹市首富》	喜剧	23.6 亿
《芳华》	文艺	13.3 亿
《后来的我们》	爱情	12.7 亿

资料来源：猫眼专业版，安信证券研究中心

目前来看，2019 年春节档竞争激烈，整体票房预期乐观，院线及相关参投方市场关注度较高。已经确定的大体量电影有《疯狂的外星人》、《流浪地球》等，中国电影最早明确重点参与、占有较高比例份额的《流浪地球》投资较大，被称为“中国科幻电影元年”的代表性影片，意义重大，关注度高。此外，公司参与出品并拟于 2019 年春节上映的影片还有《新喜剧之王》、《一切如你》等。



表 4：2019 年春节档目前定档影片

片名	题材	导演	主演	出品	发行
新喜剧之王		周星驰	王宝强		
疯狂的外星人	剧情, 喜剧, 科幻	宁浩	黄渤、沈腾、马修·莫里森	坏猴子影业、欢喜传媒集团、光线影业、霍尔果斯乐开花影业	霍尔果斯青春光线影业
飞驰人生	喜剧, 动作, 运动	韩寒	沈腾、黄景瑜、尹正	上海亭东影业、博纳影业集团股份、天津猫眼微影文化传媒、杭州果麦文化传媒、天津磨铁娱乐	天津猫眼微影文化传媒
神探蒲松龄	喜剧, 爱情, 动作, 奇幻	严嘉	成龙、阮经天、钟楚曦	爱奇艺影业、北京耀莱影视文化传媒、金海岸影视基地	
流浪地球	科幻	郭帆	吴京、屈楚萧、李光洁、吴孟达	中国电影、北京文化、郭帆文化传媒	北京文化、中国电影、北京聚合影联文化传媒
情圣 2	喜剧, 爱情	宋晓飞、董旭	吴秀波、白百何、肖央	新丽传媒股份	
小猪佩奇过大年	动画, 家庭, 喜剧	张大鹏、马克·贝克		阿里巴巴影业集团、Entertainment One	
一切如你	剧情、家庭	黄兆函、黄宏等	于兰、于洋、秦怡	中国电影	中国电影
日不落酒店	喜剧	冯一平、刘峻萌、郝心悦	黄才伦、张慧雯、何子君		
忠爱无言 2	剧情, 家庭	谈宜之		安徽一八九五影视传媒、安徽博桥影业	
八戒传说	喜剧, 奇幻	郑冀峰	曾志伟	爱奇艺影业(北京)、美国福斯 2000 电影公司	
廉政风云	犯罪, 悬疑	麦兆辉	张家辉、刘青云、袁咏仪	银都机构、北京合瑞影业文化、英皇影业	耳东影业(北京)

资料来源：猫眼专业版，安信证券研究中心

### 3 进口片发行拥有绝对优势，全产业链经营优势突出

#### 3.1 全产业链各项业务经营情况分析

##### 3.1.1 发行业务：业绩占比最高，拥有绝对优势，是进口片票房的最重要受益者

我国进口影片管理坚持“一家进口、两家发行”的原则，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和华夏电影发行公司供片发行，发行数量原则上两家公司各占进口分账影片配额的 50%，操作上由两家公司依据具体情况协商安排发行工作，中影是华夏占比 11% 的股东，每年可享受分红。

国产影片发行上公司同样具有独特优势：1) 国有控股股东背景与身后的电影行业历史积累坐实公司行业地位，公司在把握监管风向与内容尺度上优势较为明显；2) 进口片发行权优势使得公司在档期、排片上话语权较高，参与较大制作、热门影片投资与发行工作时议价权较强；3) 公司旗下院线资源丰富，根据猫眼专业版 2018 年 11 月数据，中国电影旗下控股与参股院线共七条院线票房总和和市占率在全国所有院线公司中排行第一，终端优势进一步增强发行优势。

##### 3.1.2 放映业务：终端市占率高，行业趋势与政策支持下，龙头有望进一步整合

公司旗下院线大部分是无资产联结关系的加盟性质影院，增长较快。院线作为影院运营商，具有轻资产性质，负责承接发行方，安排影院排片和管理，近年来成为发行业务向下游发展的标配。中国电影旗下共有 3 家控股电影院线公司，分别为深圳中影南方、中影数字院线、中影星美院线，另外还参股了 4 家电影院线公司，分别为北京新影联、四川太平洋、辽宁北方、江苏东方，其中三条控股院线市占率在最近一个月（2018 年 11 月）的院线市占率排名中分别占据第 4 名（7.56%）、第 5 名（7.06%）、第 6 名（5.72%）。

**表 5：2018 年 11 月全国院线市占率**

序号	院线名称	分账票房 (万)	市占率
1	万达院线	49100	14.32%
2	大地院线	32300	9.42%
3	上海联和院线	30700	8.96%
4	中影南方新干线	25900	7.56%
5	中影数字影院	24200	7.06%
6	中影星美	19600	5.72%
7	广州金逸珠江	17500	5.11%
8	横店院线	13200	3.85%
9	江苏幸福南海院线	12800	3.73%
10	华夏联合	12300	3.59%
	<b>CR10</b>	<b>237600</b>	<b>69.31%</b>

资料来源：猫眼专业版，安信证券研究中心

### 3.1.3 制片制作：调整策略谋求发展已初显成效，影视、动画与网络剧均有涉及

公司目前制片有三个大方向：1) 主旋律影片，包括红色题材；2) 为平滑制片板块的毛利率公司参投的大量影片，以保证板块的经济效益；3) 其他多类型影片题材的尝试，如《流浪地球》最开始便属于公司想要做一个科幻题材的尝试。除此之外，公司也有专门的电视剧、网剧制作部门，团队市场化机制强，人员构成年轻，未来增量空间较大。

公司影视制作业务主要指的是中影数字基地的服务收入。中影数字基地运营成本较高，一般是用于做中后期的设施，现在正在补充可用于制作电影前期的部分。基地属于亚洲第一流水准的设备与技术，国内大多数电影都会做后期的声光色及渲染等，目前的战略是以薄利赢得市场竞争，将市占率、利用率作为首要考核标准，等待中国电影工业化带来的更多成本要素分配。

### 3.1.4 影视服务：中国巨幕与巴可设备竞争力逐步提高，政策有望提振新增需求

**影视服务板块，公司通过中影器材和珠海中影开展影视器材销售业务：**中影器材主要开展影视摄制器材，影视后期制作设备，数字放映系统、音响设备等电影放映器材的销售、安装调试及售后服务；影视器材进出口贸易；中国巨幕系统的销售与安装；数字影院信息化管理系统；影厅设备设施的研发、生产、销售与安装；珠海中影主要开展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。根据公司公告，截至 2018 年三季度时，中影巴可股权交割完成，目前间接持有其 51% 股权，并表后三季度计入非经常性损益 4.54 亿元，主营数字放映机业务。

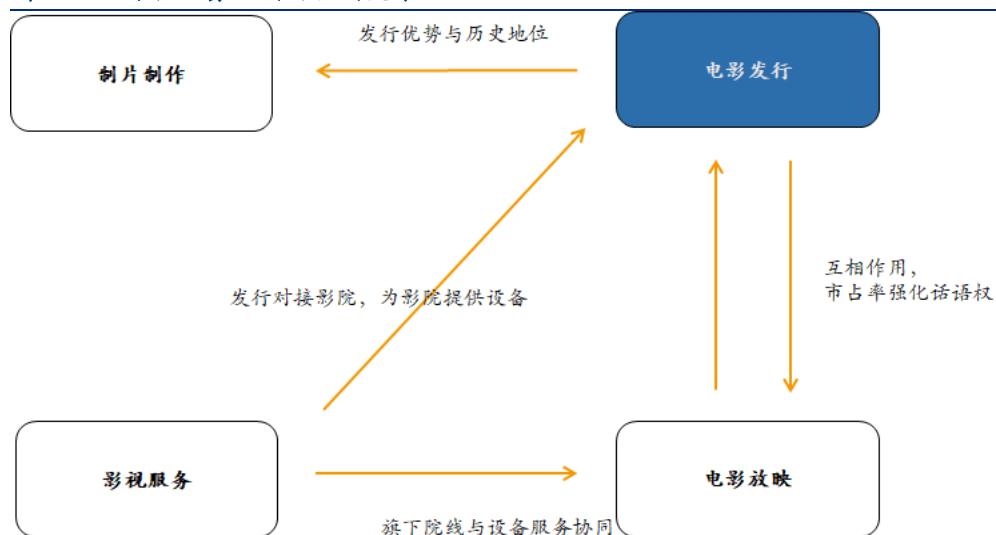
国内巨幕市场上经由中国电影协会承认的有三种，分别是 IMAX、中国巨幕与杜比。中国巨幕以较高的放映品质、合理的价格获得性价比优势。根据调研数据，目前市场上拥有中国巨幕 330 余块。国家电影事业发展专项资金对安装巨幕系统、激光放映机、中西部地区新建影院、新建或扩建城镇影院给予资金支持。此外，国家电影事业发展专项资金对安装巨幕系统、激光放映机、中西部地区新建影院、新建或扩建城镇影院给予支持，价格合理、放映效果有保证的中国巨幕系统与中影巴可设备市场需求有望进一步增加。

## 3.2 多业务共同发展，协同效应显著

梳理公司各版块之间的关系，可以发现其中任意两个板块之间都有较强的协同效应，围绕电影产业链形成一个有机的整体。发行、放映二者相互作用，院线市占率高有利于发行工作开展，发行有话语权可以壮大院线；中影数字发展向中影巴可采购数字放映设备，将电影数字放映系统提供给影院使用，影院根据实际使用该系统产生的票房与中影数字发展进行分成以

减少影院一次性投入也是中影吸引加盟的优势；中影上市公司及集团在进口电影发行上的绝对话语权使得其在参投国产大制作影片及中美合拍片上优势突出，故公司全产业链经营优势明显。

图 7：公司各业务之间的协同关系



资料来源：安信证券研究中心绘图

## 4 投资建议

公司作为中国电影行业历史最悠久、地位最重要、积淀最深厚的国有控股电影公司之一，在政策明确积极支持电影行业做大做强的背景下优势突出，是产业链上各个环节不可忽视的一支力量。其中进口片发行业务拥有垄断优势，有望受益于2019年进口片强势片单；放映业务受全国票房整体增长驱动，公司控股与参股院线借由加盟形式发展较快，在政策指引与市场环境综合作用下有望进行进一步整合，制片业务增长来源于投资优质且丰富的电影项目，已经逐步摸索出成功率较高的投资逻辑，影视服务中中国巨幕系统与中影巴可设备市场需求有望进一步增加。我们预计公司2018-2020年净利润分别为14亿元、13.57亿元、15.53亿元，分别对应EPS0.75元、0.73元、0.83元，公司业务覆盖全产业链，收入构成丰富，参照院线行业其他公司估值（20x），并给予一定估值溢价（10%），我们给予公司2019年22x合理估值，对应2019年目标价16元，给予“买入-A”评级。

## 5 风险提示

进口片政策变动风险、制片制作业务毛利波动风险、优质内容票房低于预期导致公司收入增长不及预期。



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034