



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

中国电影 (600977.SH)：电影行业领导者 全产业链布局显优势

2018年12月28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：14.25

本次评级：推荐（首次覆盖）

公司基本数据

总股本（百万股）：1,867

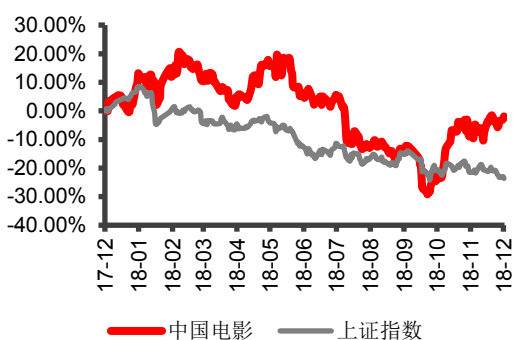
流通股本（百万股）：565

流通A股市值（亿元）：80.51

每股净资产（元）：5.89

资产负债率（%）：33.38%

中国电影近一年涨跌幅变化情况（%）



相关报告

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

内容摘要：

● 电影发行优势明显，市占率保持领先

公司作为国内最大的从事电影发行业务的公司之一，年电影发行量位居行业第一。2018年上半年，公司发行进口影片67部，实现票房71.27亿元，市占率59.16%。我们持续看好公司在电影发行业务上具备的优势，随着中国电影行业的繁荣发展，预计未来三年该业务仍将呈现高收入的现金牛特征，保持15-20%的增速，持续为公司贡献稳定业绩。

● 受益于院线建设政策利好 行业集中度提升有望催化业绩弹性

2018年院线建设进入重构期，影投公司或呈现强者恒强格局。公司影投业务行业排名第六，参控股院线累计市场占有率超21%，位居行业第一，上半年累计实现票房88.31亿元。结合院线重组新规，预计未来行业集中度将持续提升。我们认为中国电影具备资金和政策优势，有望在发展中突出重围，公司放映业务市占率或将进一步提高。

● 收购中影巴可部分股权 助力公司完善影视设备产品矩阵

公司影视服务板块在电影行业上市公司中独具技术优势，其围绕“中国巨幕”系统、“中影巴可”数字放映机、“中影光锋”ALPD激光放映等自主知识产权技术形成了影视设备产品矩阵。在国内影院推广数字放映以及“智慧放映”系统应用的过程中，其他板块协同效应较强，看好未来公司电影器材业务在国内市占率的提升。

● 制片业务有望持续改善 公司低估值高成长特征明显

2018年以来公司制片业务有所改善，2019年多部主投主控的影片有望上映，制片业务有望打开增长空间。综合来看，公司前期受市场环境因素影响较大，安全边际较为明显。经营风险较低且增长平稳，全产业链布局优势渐显。

● 盈利预测

预计公司18/19/20实现归母净利润分别为12.94、14.82和16.95亿元，对应EPS分别为0.69、0.79和0.91元/股，给予“推荐”评级。

● 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。

公司主要指标(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8988.02	10418.01	12005.71	13760.95
(+/-)	14.63%	15.91%	15.24%	14.62%
营业利润	1521.23	1839.62	2136.86	2457.12
(+/-)	37.41%	20.93%	16.16%	14.99%
归属于母公司的净利润	965.28	1294.05	1482.34	1694.77
(+/-)	5.21%	34.06%	14.55%	14.33%
每股收益(元)	0.52	0.69	0.79	0.91
市盈率(倍)	31.34	20.65	18.04	15.66

注：表中计算2017年PE所用价格为2017年最后一交易日收盘价，其他PE使用2018年12月27日收盘价计算

目录

1、公司概况——国产电影历史创造者之一	4
1.1 历史沿革.....	4
1.2 公司经营及财务情况.....	4
1.3 股权结构及质押情况.....	10
2、全产业链布局助力电影行业龙头持续前行	12
2.1 电影发行优势明显，市占率保持市场领先.....	16
2.2 受益于院线建设政策利好，行业集中度提升有望催化业绩弹性.....	18
2.3 收购中影巴可部分股权，助力公司完善影视设备产品矩阵.....	20
2.4 制片业务有望持续改善，公司低估值高成长特征明显.....	22
3、盈利预测与投资建议	23
3.1 盈利预测.....	23
3.2 投资建议.....	23
4、风险提示	23

图表目录:

图 1: 中国电影主要业务板块.....	5
图 2: 公司进口分账影片发行流程.....	6
图 3: 中国电影主控或参与出品的高票房影片.....	7
图 4: 中影基地全数字专业影视级别虚拟拍摄系统.....	7
图 5: 2012-2018 年公司营业收入及同比变化.....	8
图 6: 公司单季度收入及同比变化.....	8
图 7: 2018 年 H1 公司细分行业收入占比.....	8
图 8: 2012-2017 年各业务板块年收入占比情况.....	8
图 9: 2011-2018 年公司归母净利润及同比变化.....	9
图 10: 2011-2018 年公司利润率变化情况.....	9
图 11: 公司各业务板块毛利率 (%) 变化情况.....	9
图 12: 2013-2017 年公司发行业务收入及同比变化.....	9
图 13: 2011-2018 年公司期间费用变化情况.....	10
图 14: 中国电影期间费用率与营业利润率的比较.....	10
图 15: 中国电影股权结构及主要子公司.....	11
图 16: 近年来国内影院及电影银幕数量变化情况.....	12
图 17: 近年来国内影院单银幕产出呈下降趋势.....	12
图 18: 2008-2017 年国内票房收入及同比变化.....	13
图 19: 2018 年月票房收入及同比变化情况.....	13
图 20: 2012-2018 年国产故事片备案数量变化.....	15

图 21: 中国巨幕与 IMAX 数量差距逐年缩小	15
图 22: 电影行业产业链及主要参与者	15
图 23: 进口分账片基本分账情况	16
图 24: 2013-17 年公司发行国产影片及票房占比情况	17
图 25: 2013-17 年公司发行进口影片及票房占比情况	17
图 26: 公司参控股院线体系	19
图 27: 中影巴可股权变更后股东及参股情况	20
图 28: 激光放映新应用 C5 亮相亚洲电影博览会	21
图 29: 中国巨幕荣膺 CineAsia 高端巨幕格式科技奖	21
图 30: 公司 ROE 及 ROIC 温和上行	22
图 31: 公司现金比率与经营现金流量比率变化	22
表 1: 公司股权质押情况	11
表 2: 电影行业近期重大政策梳理	14
表 3: 2018 年票房前十影片中公司参与情况	17
表 4: 2019 年上半年北美预计上映影片情况	18
表 5: 2017 年前十大院线排名情况	19
表 6: 中国巨幕 CGS 与 IMAX 在设备技术及成本上的比较	21
表 7: 中国电影盈利预测表 (百万元)	24

1、公司概况——国产电影历史创造者之一

1.1 历史沿革

公司成立于2010年，注册资本金14亿元，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、江苏省广播电视集团有限公司、北京歌华有限电视网络股份有限公司、湖南电广传媒股份有限公司、中国联合网络通信集团有限公司等7家单位共同发起设立。公司成立之初，中影集团持股93%，其他7家战略投资者各持股1%。

公司控股股东中影集团，其前身为1951年成立的隶属于文化部的中国影片经理公司，后更名为中国电影发行放映公司（1958年）、中国电影输出输入公司（1992年）和中国电影公司（1995年）。1999年，中国电影公司作为集团母公司，集合北京电影制片厂、中国儿童电影制片厂等共同组建了中国电影集团公司，简称中影集团。集团业务涵盖影片进口、影视制片制作、电影发行、放映、影视服务等相关电影经营性业务，同时还包括政策公益类业务和其他经营类业务。

2010年集团公司整体重组改制时，中国电影承接了包括影片进口在内的中影集团优质电影资产和权益。2012年2月18日，中美签订《中华人民共和国与美利坚合众国关于用于影院放映之电影的谅解备忘录》，在电影进口方面确定了两点量化标准，一是在原有20部引进片配额的基础上增加引进14部美国高技术格式（3D或IMAX）影片；二是美国进口分账影片中美国企业分账比例由原有的17%提高至25%。根据这一进口影片政策的变化，国家广电总局做出《关于调整中国电影集团公司进口电影发行收入的通知》，中影集团收回原委托中国电影从事的有关电影进口业务。自此，公司业务明确为影视制片制作、电影发行、放映、影视服务四大板块。

2016年8月9日，公司登陆上海证券交易所，发行价格8.92元/股，共募集资金41.66亿元，发行市盈率为22.98倍，发行后每股收益0.3881元。

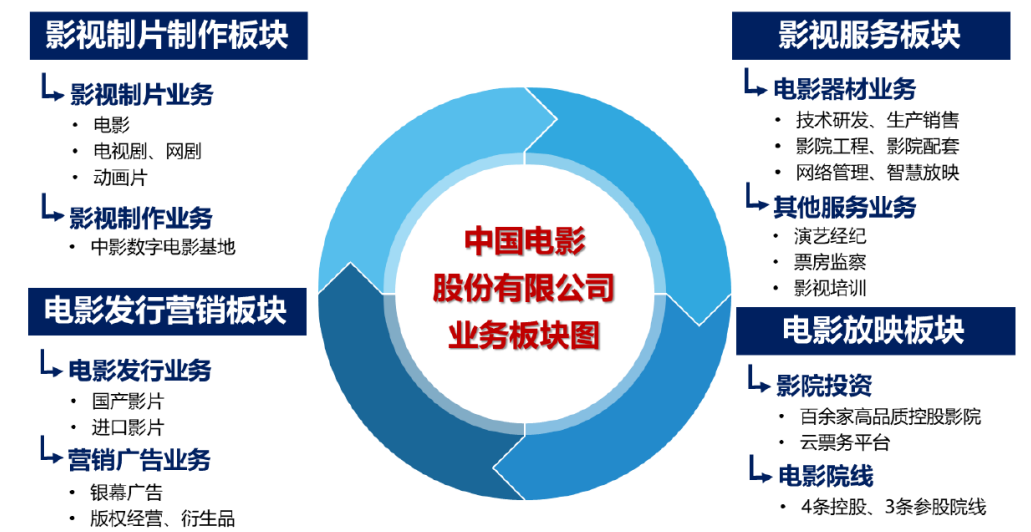
1.2 公司经营及财务情况

公司自成立以来，一直是中国电影行业的中坚力量，承担着促进行业成长和发展的使命。除了2012年由于政策因素不再承担有关电影进口业务外，其主营业务一直较为清晰稳定，即影视制片制作、电影发行、放映、影视服务四大业务板块。从公司管理层面上看，上述四块业务在过去几年间并无明显侧重，而是保持多重并举的发展节奏。在此基础上，公司上市以来取得了较好的经营成果：资产规模和归属于母公司股东的权益总额持续增长。截至2018年三季度末，公司总资产达到178.19亿元，相比2014年末增加121.49亿元，复合年均增长率（CAGR）为35.7%；归属于母公司股东的权益总额109.94亿元，相比2014年末已实现翻倍，CAGR为20.92%。

1.2.1 经营情况——以发行为主要收入来源，多板块协同发展

从业务与收入体量的综合比较上看，电影发行是公司收入的主要来源，年收入占总收入的 60%左右。2018 年发行收入继续稳居行业首位。同时，2013-2018 年间，公司在电影放映、电影器材等影视服务以及影视制片制作方面也取得了长足的进步以及收入体量上的明显变化。

图 1：中国电影主要业务板块



资料来源：公司公告，国开证券研究部

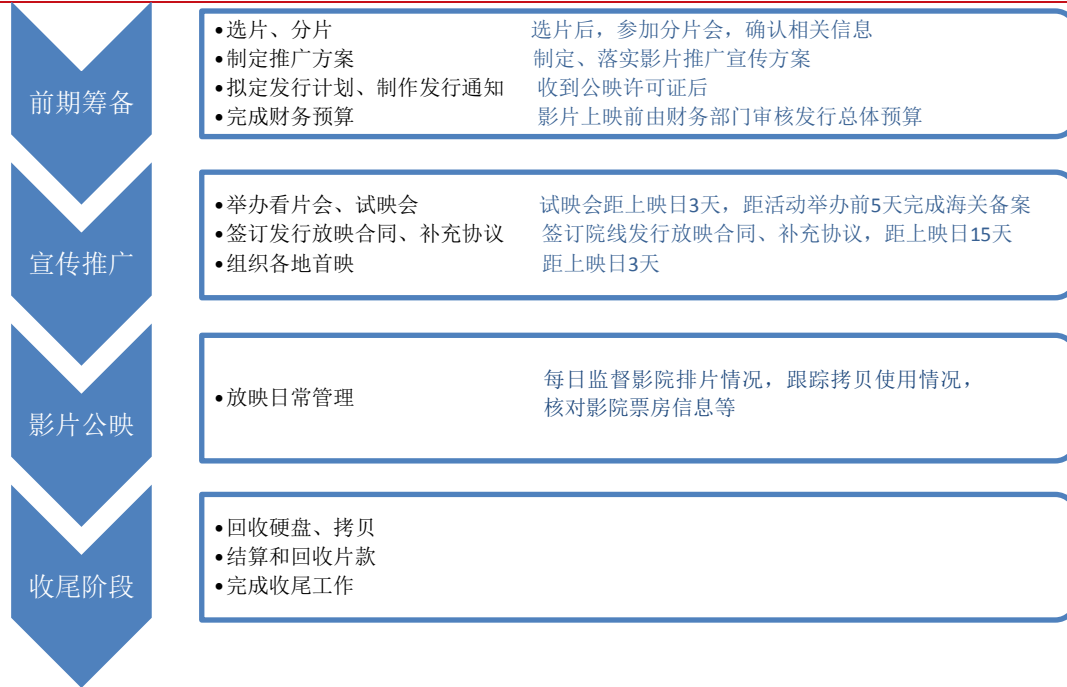
✓ 国内电影发行龙头，市占率行业领先

电影发行一直是中国电影众所周知的传统优势业务，主要包括发行和营销两部分细分业务。发行业务方面，公司已经建立了完善的工作流程，从“与电影制片方或其授权方进行协商”为起点到“票房统计、票房结算、密钥分发管理与拷贝回库”，整个发行流程涵盖十余个环节。

公司发行业务的开展主体是其发行分公司和中影数字电影发展有限公司。发行影片从片源国别分为国产影片与进口影片，其中，进口影片发行又包括进口分账影片发行和进口买断影片发行。从发行能力上看，公司年发行能力在数百部影片之上，2017 年主导或参与发行国产影片 410 部，进口影片 109 部，分别实现票房收入 119.48 和 150.32 亿元，居于行业领先地位。2018 年上半年公司主导或参与发行国产影片 175 部，进口影片 67 部，分别占同期同类型影片票房市场份额的 36.66%和 59.16%。

此外，作为国内电影市场最早开展数字电影发行的践行者，公司拥有全国最大的数字电影发行管理平台，可实现围绕数字电影发行各类功能的综合应用。截至 2018 年 6 月底，公司共计为全国影院提供数字放映设备 6805 套，市占率 11.6%。

图 2: 公司进口分账影片发行流程



资料来源: 公司网站, 公司公告, 国开证券研究部

广告营销方面, 公司主要通过营销分公司以及全资子公司北京中影营销开展营销广告相关业务。截至 2018 年 6 月底, 中影银幕广告平台签约影院数量为 892 家, 拥有银幕数量达 6,049 块, 占全国银幕总数的 10.87%, 覆盖全国 30 个省、自治区、直辖市的 273 个城市, 市占率居于国内第一梯队。

✓产业链结构完整, 制片、放映、影视服务各具优势

除发行业务外, 公司在影视制片制作、电影放映以及影视服务业务上均具有优势, 近几年取得了较为理想的经营成果。

电影制片制作方面, 公司聚焦“正能量”的核心价值, 相比其他影视制作公司, 在主旋律影片制作方面表现突出, 先后推出了“建国三部曲”——《建国大业》、《建党伟业》、《建军大业》(前两部为公司上市前中影集团出品影片) 以及《厉害了, 我的国》等主旋律影片、纪录片。同时, 公司也着眼于商业影片及中低成本小制作影片, 2016 至 2018 年 6 月末, 主投或参投商业影片 44 部, 其中包括 2016 年贺岁档上映创单片票房纪录影片《美人鱼》(公司主投) 以及 2017 年暑期档上映再创票房新高影片《战狼 2》(公司参投), 显示出其较强的电影制作出品能力。此外, 公司还拥有亚洲规模最大、技术及设施首屈一指的影视制作基地中影数字制作基地。随着科技在影视领域应用的加强, 2018 年中影基地已实现多层次的数字虚拟拍摄技术, 其推出的“中影·幻境”虚拟拍摄系统已应用于电影《风雨同仁堂》的拍摄并取得了成功。

图 3: 中国电影主控或参与出品的高票房影片

电影代表作品

全部693部 >



战狼2
56.83亿票房



唐人街探案2
33.97亿票房



美人鱼
33.86亿票房



速度与激情8
26.70亿票房

图 4: 中影基地全数字专业影视级别虚拟拍摄系统



资料来源: 猫眼专业版, 国开证券研究部

资料来源: 中国电影网, 国开证券研究部

电影放映方面, 公司持续加强全国院线布局, 影投业务进展良好。截至 2017 年末, 公司控参股院线及控股影院总计银幕数已接近 1.5 万块, 银幕市占率 29.23%。其控股院线中数院线、中影南方新干线和中影星美在 2018 年上半年取得了较好的票房排名, 分列 4-6 名。此外, 公司控股影院“中影国际影城”通过配置“中国巨幕”系统、高亮度激光放映机等先进设备提升消费者观影体验, 进而助力公司提升放映市场竞争力。

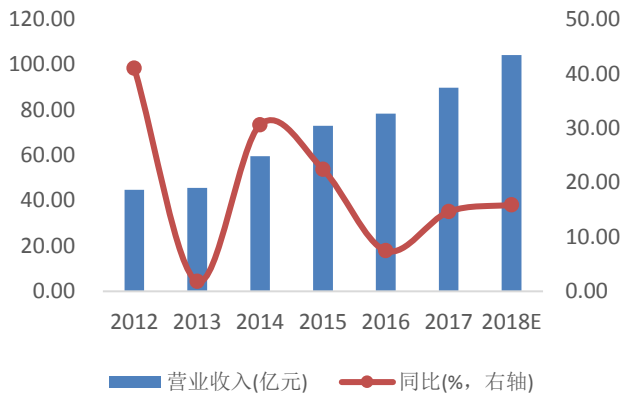
影视服务业务方面, 公司拥有较为完善的自主知识产权影视设备矩阵, 包括“中国巨幕”系统、“中影巴可”数字放映机、“中影光峰”ALPD 激光放映技术和国产 3D、座椅、银幕、氙灯、售票系统、TMS、NOC 等, 具有提供高端影院解决方案的技术和实践能力。其高规格放映机“中影光峰”国内推广效果明显, 截至 2018 年 6 月底, 总数超过一万套, 占国内市场激光放映设备 90% 以上, 覆盖全国银幕约 18%。

1.2.2 财务情况——上市以来稳增长, 御险能力强

2012 年由于进口影片政策变化, 公司不再承担原有中影集团委托从事的影片进口业务。受此影响, 2013 年公司营业收入同比增速明显放缓, 从之前的 40% 左右降到 1.82%。2013 年后, 随着政策趋于稳定以及行业发展提速, 公司经营优势持续显现, 增长进入平稳期。

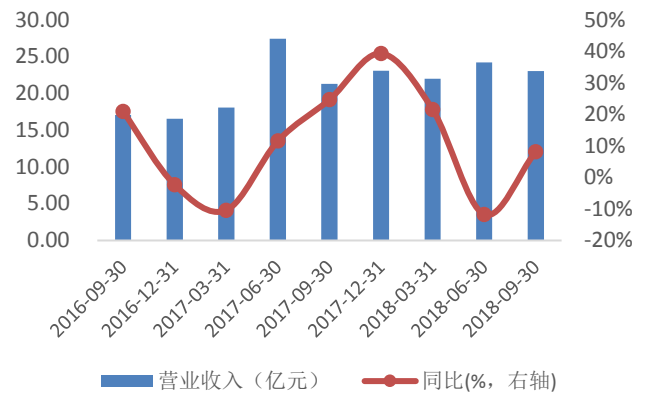
营收稳增长, 2018 年或破百亿。2017 年, 公司实现营业收入 89.88 亿元, 同比增长 14.63%; 2018 年前三季度, 公司实现营业收入 69.22 亿元, 同比增长 3.62%。公司上市两年多时间, 在电影市场跌宕起伏中, 一直保持稳中求进的经营方针, 营业收入保持稳定增长。从 2018 年全年来看, 中国电影具备较强的抵御风险能力, 考虑行业四季度营收通常优于第三季度的惯例, 加之公司各业务板块的稳健经营情况, 预计公司 2018 年整体营收或突破百亿大关。

图 5: 2012-2018 年公司营业收入及同比变化



资料来源: Wind, 国开证券研究部
注: 2018 年营收及同比增速为预测值

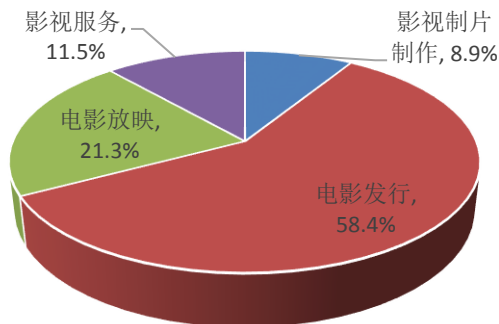
图 6: 公司单季度收入及同比变化



资料来源: Wind, 公司公告, 国开证券研究部

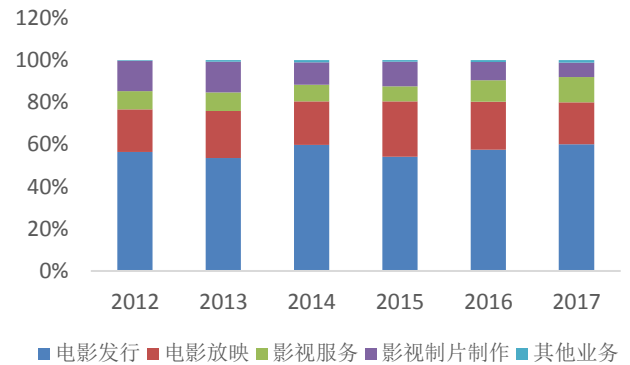
从收入结构来看, 近年来电影发行收入贡献率保持在 60% 左右。2017 年发行收入 53.94 亿元, 实现毛利润 11.67 亿元。此外, 电影放映、影视服务以及影视制片制作分别占公司年收入约 20%、10% 和 10%。各业务板块协同性较强, 收入贡献较为稳定。

图 7: 2018 年 H1 公司细分行业收入占比



资料来源: 公司半年报, 国开证券研究部

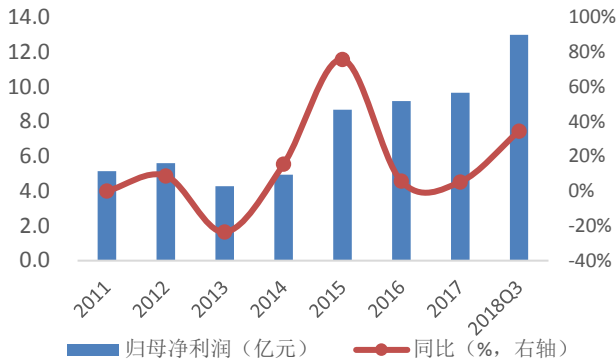
图 8: 2012-2017 年各业务板块年收入占比情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国开证券研究部

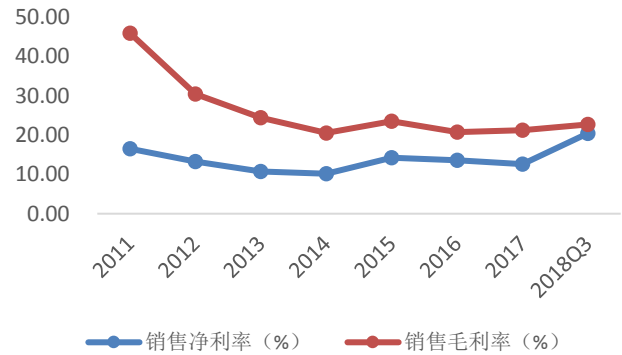
利润方面, 2017 年公司实现归母净利润 9.65 亿元, 同比增长 5.21%; 扣非后归母净利润 8.24 亿元, 同比增长 13.04%。2018 年前三季度实现归母净利润 12.98 亿元, 同比增长 83.37%; 扣非后归母净利润 7.65 亿元, 同比增长 16.87%。三季度归母净利润同比大幅提升主要是受中影巴可并表产生的 4.54 亿元非经常性投资收益所致。从扣非后归母净利润角度看, 公司收益质量有一定提高, 带动利润水平有所增长。

图 9: 2011-2018 年公司归母净利润及同比变化



资料来源: Wind, 国开证券研究部

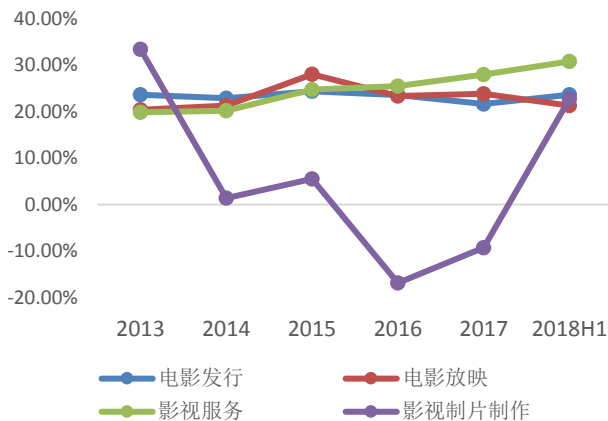
图 10: 2011-2018 年公司利润率变化情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国开证券研究部

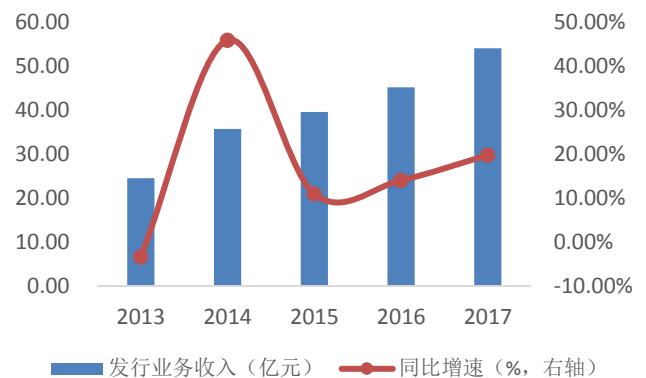
从细分板块盈利情况来看,公司在电影发行和影视服务业务上毛利率稳中有升;2018 年电影放映业务受到院线端竞争加剧、中小影院出现亏损等因素抑制,毛利率略有下降;影视制片制作业务毛利率受制片数量以及不同影片票房差异较大等因素影响,在过去几年波动较为明显。2018 年以来,公司调整了制片板块的基数结构,加之越来越重视该板块发展,二、三季度毛利率有所提升。

图 11: 公司各业务板块毛利率 (%) 变化情况



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 12: 2013-2017 年公司发行业务收入及同比变化

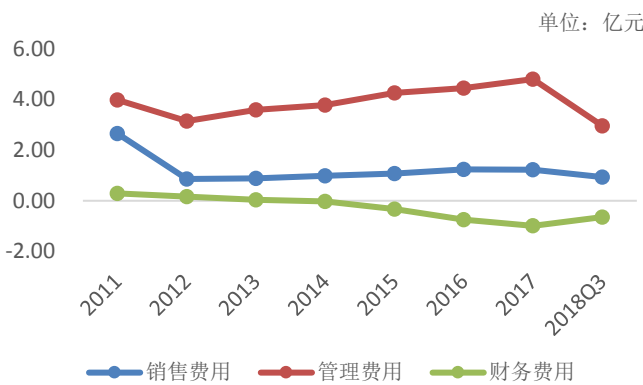


资料来源: Wind, 公司公告, 国开证券研究部

期间费用方面,随着公司规模的扩大和营业收入的提升,费用率整体呈现集约态势。具体来看,销售费用先增后降;管理费用持续趋降,反映出公司在规模经济下的管理能力有所提升。2018 年前三季度,销售费用、管理费用以及财务费用分别为 0.93、2.94 以及 -0.64 亿元,占营业收入之比依次为 1.35%、4.27%和 -0.93%,其中销售费用率同比略增 0.08%,管理费用率同比下降 0.31%。期间费用自 2013 年以来一直保持低位趋降,经营效率较高。在此基础上,公司综合毛利率稳定在

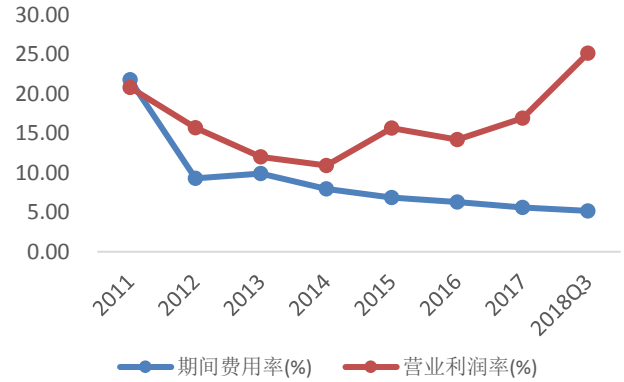
20-25%之间，销售利润率则呈现出明显抬升态势，显示出较好的成本收益配比效果。

图 13: 2011-2018 年公司期间费用变化情况



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 14: 中国电影期间费用率与营业利润率的比较



资料来源: Wind, 公司公告, 国开证券研究部

公司作为国有电影行业龙头，在行业中具有一定话语权和议价能力，财务情况良好，营运能力稳健。截至 2018 年三季度末，公司应收账款总额和周转率均保持稳定，其中应收账款余额 19.29 亿元，周转率 4.05%，略低于 2017 年同期 5.59% 的水平。此外，公司现有子公司多为设立投资及同控下企业合并方式取得，不产生商誉，因此公司商誉水平明显低于同业。截至 2018 年 9 月底，商誉总规模仅为 4.95 亿元，占同期营业利润的 28.42%，商誉减值风险有限。

1.3 股权结构及质押情况

截至 2018 年第三季度，公司现有总股本 18.67 亿股，其中流通股本 5.65 亿股，占总股本 30.26%。中影集团为控股股东和实际控制人，持有公司总股本 67.36%。截至 2018 年第三季度末，其他前十大股东包括社保基金理事会 (2.5%)、证金公司 (2.37%)、中国联通 (0.72%)、中国国际电视总公司 (0.72%)、长影集团 (0.72%)、央广传媒 (0.72%) 及其他机构投资者。

截至 2017 年底，公司共有二级分公司 4 家 (电影制片分公司、电视分公司、发行分公司和营销分公司)、二级全资子公司 12 家、二级控股子公司 5 家、三级控股子公司超过 100 家。下属公司数量较多，分布在全国 20 余个省市、自治区及直辖市，且多数子公司集中在放映板块，未来随着放映业务的扩充，子公司数量或存在进一步增加的可能。

图 15: 中国电影股权结构及主要子公司



资料来源: 公司公告, 国开证券研究部

注: 中影巴可持股数据截至 2018 年 10 月 30 日, 其他子公司信息截止日期为 2017 年 12 月 31 日

此外, 根据中登公司提供的结算数据, 截至 2018 年 12 月 21 日公司股份质押比例仅为 0.02%, 显著低于影视行业平均质押率 28.43%。考虑到截至 2018 年三季度末公司账面现金总量为 70.12 亿元, 显著高于质押总市值。现金流充沛加之公司国企性质使然, 我们认为公司基本不存在质押风险。

表 1: 公司股权质押情况

日期	无限售股份质押数量(万股)	有限售股份质押数量(万股)	A 股总股本(万股)	质押比例(%)
2018.12.21	40.99	0	186,700.00	0.02
			行业质押率中位数	29
			行业质押率均值	28.43

资料来源: 中证登, 国开证券研究部

2、全产业链布局助力电影行业龙头持续前行

从行业发展角度看，2018年电影市场发生了较为深刻的变革。

一方面，院线建设进入重构期：根据艺恩网数据显示，截至10月31日，全国影院数量为9515家，环比减少95家；其中单月新开影院约79家，相当于关停影院174家。渠道下沉仍在继续，银幕总量持续增长。截至2018年10月底，全国银幕总数58,148块，但增速有所放缓。

另一方面，单银幕产出量持续下降使得部分影院投入产出出现负增长，而2018年下半年特别是第三季度上映影片差强人意的票房表现进一步加速了影院行业出清。这也再一次印证了优质的片源资源对于行业发展的核心价值所在。

图 16: 近年来国内影院及电影银幕数量变化情况

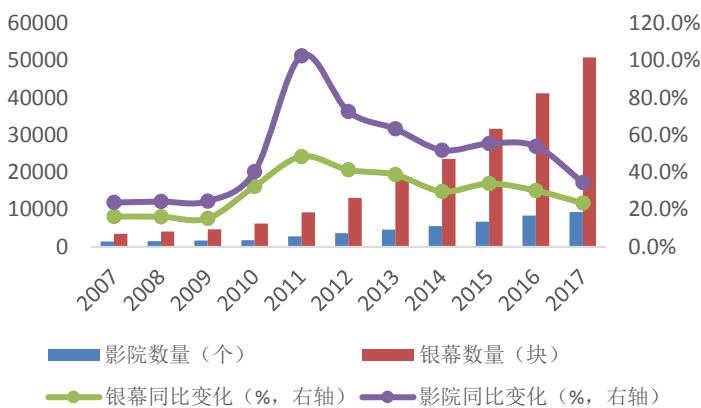
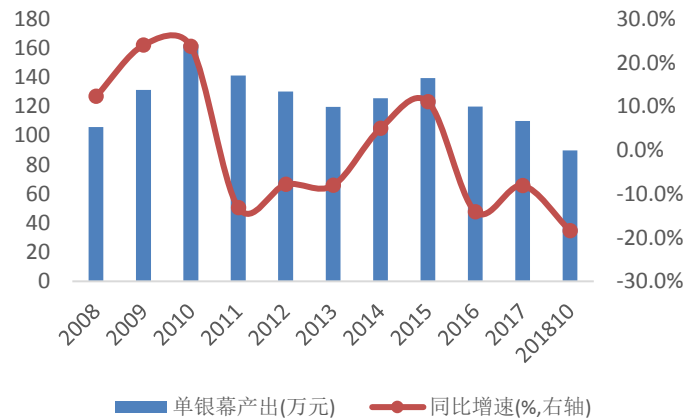


图 17: 近年来国内影院单银幕产出呈下降趋势



资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

从票房情况来看，2008-2017年国内票房收入呈现三个发展阶段，第一阶段是2008-2010年的爆发式增长；随后是2011-2015年间的稳增长；到2016年全年票房增速断崖式下降以及2017年市场回暖带来的拐点预期，标志着中国电影市场进入新的增长阶段。2018年，全年票房先扬后抑，总规模即将突破600亿元大关。

图 18: 2008-2017 年国内票房收入及同比变化

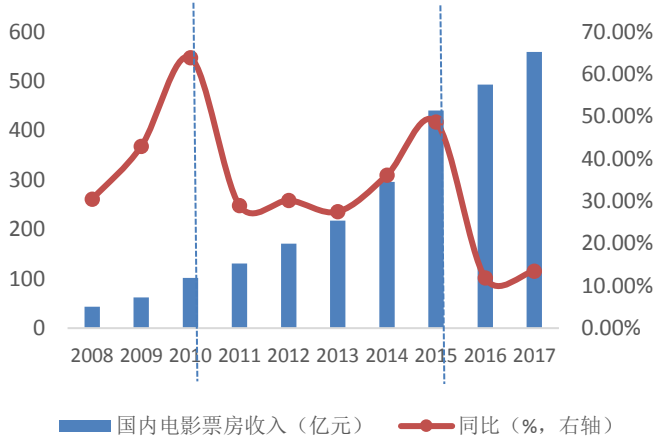
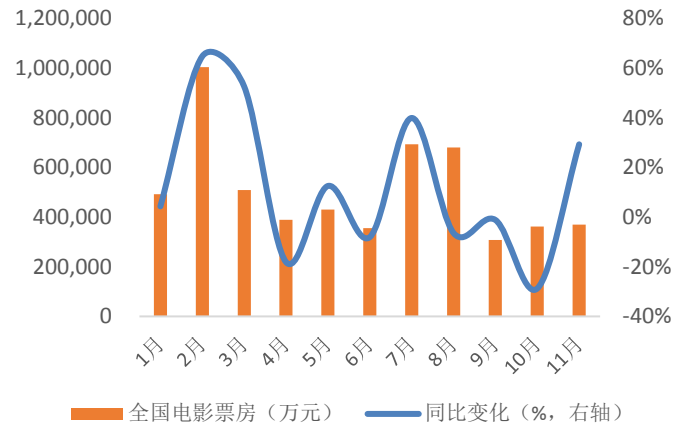


图 19: 2018 年月票房收入及同比变化情况



资料来源：国家统计局、国开证券研究部

资料来源：国家电影资金办、国开证券研究部

综合来看，电影市场景气度仍较高。我们认为，未来1-2年行业增长或遵循以下三点逻辑：

第一，需求驱动。目前国内电影市场仍未充分满足消费需求，观影人次潜力较大。2017年，北美票房收入111亿美元，对应观影人次12.39亿（25年来最低水平），按总人口50%粗略估算的人均观影次数仍接近7次¹。同期国内观影人次16.23亿，同口径下人均观影次数仅2.31次，远低于发达国家水平。因此从需求角度看，国内电影市场仍具较大增量。

第二，政策推动。2017年3月，文化产业领域第一法《电影产业促进法》正式实施。国家对国内电影产业发展的重视程度可见一斑。2018年机构改革后国家电影局成立，电影监管职责精细化；下半年促消费、促繁荣等方案意见的颁发均充分说明了国家发展电影产业的决心。总体来看，我们认为政策利好是激发资本活力的重要因素，近期电影产业相关支持政策将持续利好行业龙头提升市占率和业绩弹性。

¹ 根据百度百科数据，当前北美总人口为 3.62 亿。

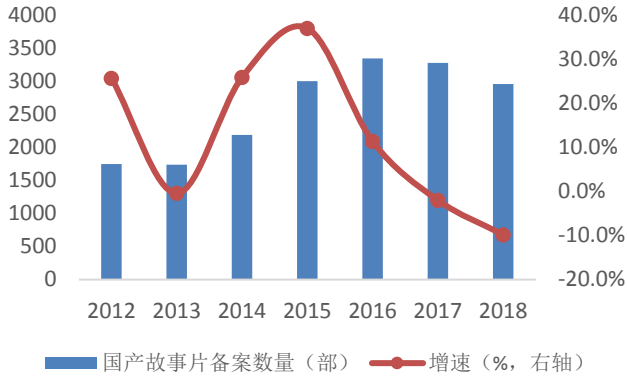
表 2: 电影行业近期重大政策梳理

发文时间	相关政策通知	主要内容
2016 年 11 月	全国人民代表大会常务委员会发布《中华人民共和国电影产业促进法》	旨在促进电影产业健康繁荣发展，弘扬社会主义核心价值观，规范电影市场秩序，丰富人民群众精神文化生活。对电影创作、摄制；电影发行、放映以及电影产业支持、保障均做出法律规定，其中明确全年国产电影放映时间不得少于总放映时间的 2/3。
2018 年 4 月	中宣部“国家电影局”成立	党和国家机构改革持续深化，原国家新闻出版广电总局的新闻出版管理职责和电影管理职责划入中宣部。电影管理职能调整划转后，电影局的主要职责针对管理电影行政事务、指导监管电影制片、发行和放映工作、组织对电影内容进行审查、指导协调全国性重大电影活动、承担对外合作制片、输入输出影片的国际交流等工作展开。
2018 年 9 月	国务院办公厅印发完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020 年）	明确提出在文化领域制定实施深化电影院线制改革方案，推动“互联网+电影”业务创新，完善规范电影票网络销售及服务相关政策，促进点播影院业务规范发展。拓展数字影音、动漫游戏、网络文学等数字文化内容。
2018 年 11 月	国家电影局下发《国产电影复映暂行规定》	明确复映影片是取得《电影公映许可证》或公映许可，距首次公映结束超过两年再次进行发行放映的国产电影，同时还要求影片的复映应严格保护各版权相关方合法权益。
2018 年 12 月	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》	明确指出四大目标任务，包括到 2020 年全国银幕总数达到 8 万块以上且分布更为合理；提升影院建设水平；稳步推进县级城市影院数量增长以及深化院线制改革等。

资料来源：中国政府网，国开证券研究部

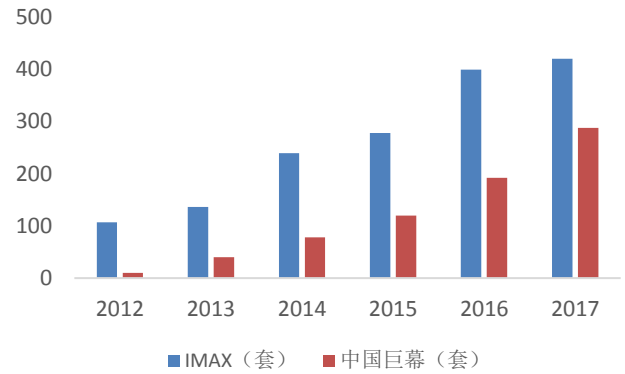
第三，内容+技术变革等供给侧改革成效渐显，最终将带动行业发展。国产故事片产量基本稳定，质量有所提升。2018年国产电影在年度票房榜中占据前四，表现优于引进片。此外，随着数字技术、巨幕技术等电影放映上的应用，消费者观影体验不断升级，国内电影产业的供给侧改革效果正在显现，未来这一因素也将成为行业成长的主要驱动因素。

图 20: 2012-2018 年国产故事片备案数量变化



资料来源: 公司公告, 国开证券研究部

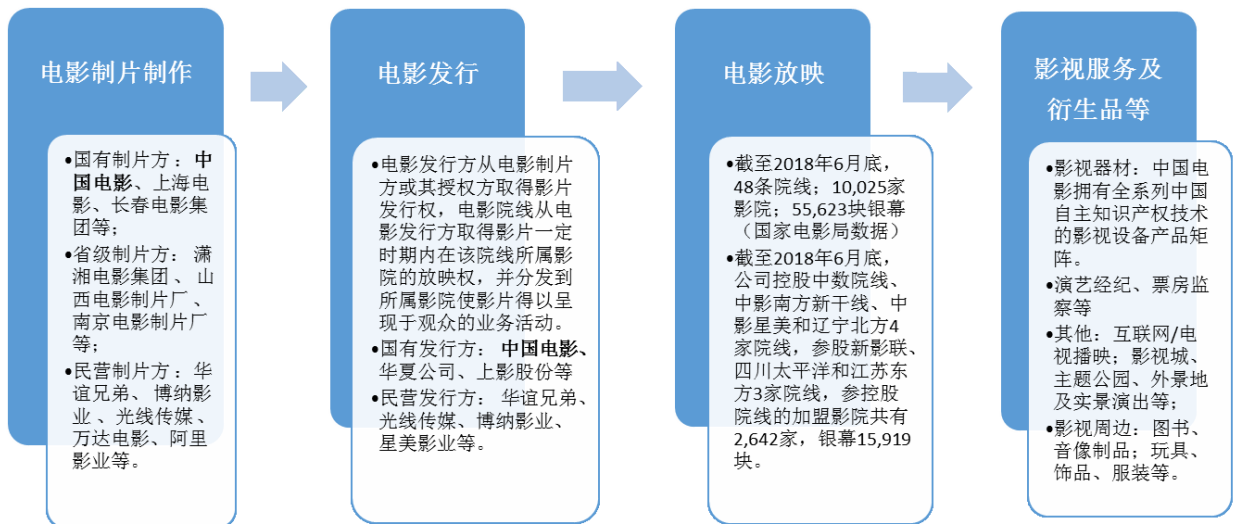
图 21: 中国巨幕与 IMAX 数量差距逐年缩小



资料来源: 公司公告, 国开证券研究部

作为国内电影产业的主要参与者, 中国电影的四大大业务板块串联形成了完整的电影产业链, 与其他国有或民营机构共同构成我国电影行业的产业链布局。

图 22: 电影行业产业链及主要参与者



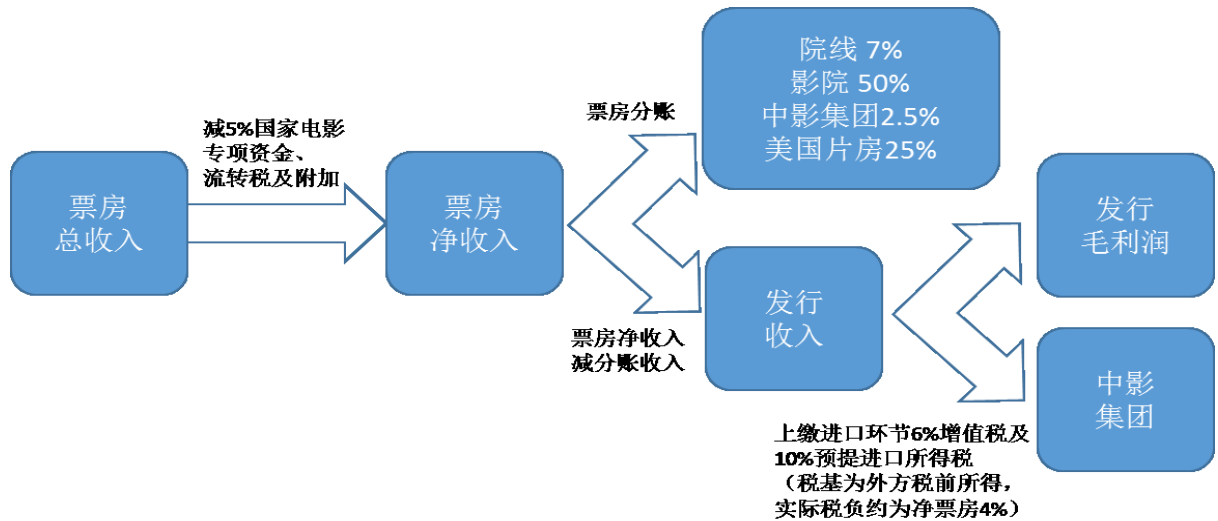
资料来源: 公司公告, 国开证券研究部

结合我们对行业发展逻辑的判断，我们认为公司的投资亮点体现在其各业务板块之上。

2.1 电影发行优势明显，市占率保持市场领先

公司作为国内最大的从事电影发行业务的公司之一，年电影发行量位居行业第一。进口片方面，根据我国进口影片遵循“一家进口、两家发行”的基本原则，中影集团进出口分公司是广电总局授权的唯一一家境外影片进口单位，影片过审引进后，中国电影及关联方华夏电影发行公司负责发行业务。根据2012年中美两国有关影视放映相关《谅解备忘录》以及2015年公司与中影集团签订的《关于进口影片票房分成的合作协议》，进口分账片片方分成及中影集团票房分成比例均有所提高，但同时进口环节增值税大幅降低，对公司整体影响相对有限。

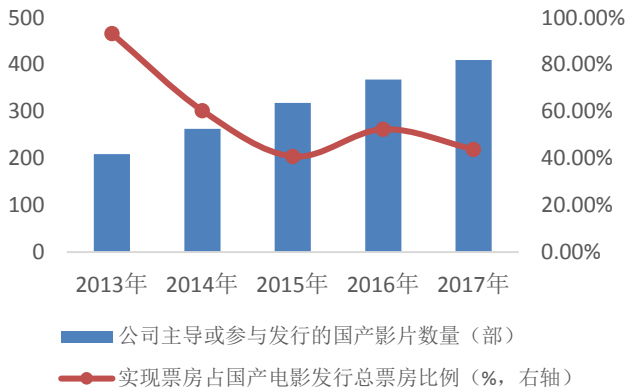
图 23: 进口分账片基本分账情况



资料来源：公司公告，国开证券研究部

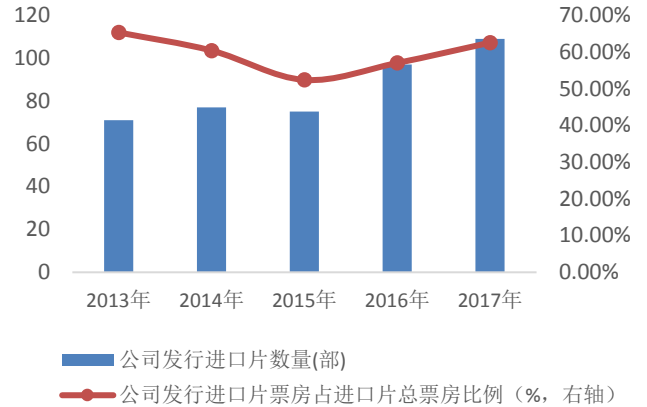
公司在电影发行板块垄断优势较为明显，且未来这种优势有望持续。2013-2017年，公司累计发行进口影片429部，实现票房收入487.84亿元，占国内进口片发行总票房收入的59.13%。2018年上半年，公司发行进口影片67部，票房71.27亿元，市场占有率59.16%。国产电影方面，2013-2018年上半年累计主导或参与发行影片1,743部，实现票房收入超过650亿元，其中2015-2017年公司发行相关票房占国产发行总票房收入的比例依次为40.83%、52.44%和43.86%。

图 24: 2013-17 年公司发行国产影片及票房占比情况



资料来源: 公司公告, 国开证券研究部

图 25: 2013-17 年公司发行进口影片及票房占比情况



资料来源: 公司公告, 国开证券研究部

2018年, 公司继续保持电影发行量全国第一的位置。此外, 中影银幕广告平台建设也在持续推进。截至2018年6月底, 中影银幕广告平台签约院线892家, 拥有银幕6,049块, 占总银幕10.87%, 市场占有率全国第二。通过多渠道、多方式的版权运营, 实现了多品类的衍生品销售, 收入层次更加多元化。

表 3: 2018 年票房前十影片中公司参与情况

名次	影片	票房 (亿元)	中影是否参与
1	红海行动	36.5	否
2	唐人街探案 2	34	联合出品人
3	我不是药神	31	否
4	西虹市首富	25.5	否
5	复仇者联盟 3	23.9	发行
6	捉妖记 2	22.37	联合出品人
7	毒液: 致命守护者	18.69	发行
8	侏罗纪世界 2	16.96	发行
9	海王 (仍在上映, 票房截至 12/25)	16.75	发行
10	前任 3: 再见前任	16.47	否

资料来源: 猫眼专业版, 国开证券研究部

2019年上半年，北美计划上映电影中有多部口碑较好的续集影片和其他优质影片有望引进国内，将对公司电影发行业务产生积极影响。

表 4：2019 年上半年北美预计上映影片情况

片名	北美上映时间（预计）	影片题材	出品公司
乐高大电影 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

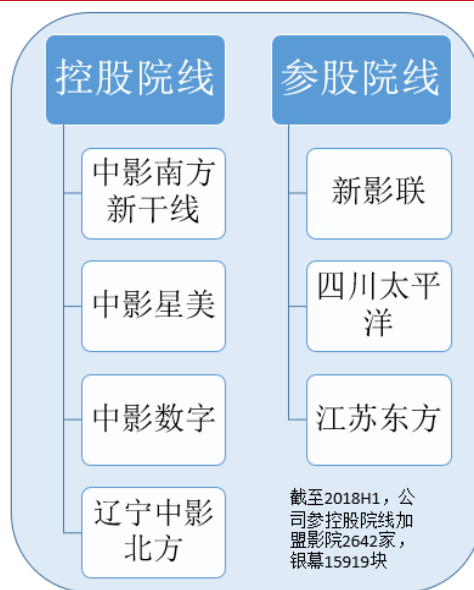
资料来源：猫眼专业版，国开证券研究部

我们持续看好公司在电影发行业务上具备的市场优势，随着中国电影行业的繁荣发展，预计未来三年该业务仍将呈现高收入的现金牛特征，保持15-20%的增速，持续为公司贡献稳定业绩。

2.2 受益于院线建设政策利好，行业集中度提升有望催化业绩弹性

影投业务上，公司持续扩大全国影院布局，2017至2018年上半年公司在珠海、深圳、天津、苏州等地共新开控股影院33家，新增影厅236个，其中中国巨幕厅29个，总座位数超过四万个。截至2018年6月底，公司拥有营业控股影院128家、参股影院15家，影投业务规模居行业第六位。

图 26: 公司参控股院线体系



资料来源: 公司公告, 国开证券研究部

电影院线业务上, 截至2018年6月底, 公司拥有4条控股院线、3条参股院线, 新加盟影院153家, 新增银幕1,105块; 控参股院线全年观影共2.53亿人次, 合计实现票房88.31亿元。从年化指标看, 2017年在全国票房前十名院线排名中, 公司控股院线占据三席, 中影南方新干线、中数院线和中影星美分列第4名、第5名和第6名。

表 5: 2017 年前十大院线排名情况

前十大院线	2017 年票房收入 (亿元)	同比增长	2017 年观影人次 (亿)	同比增长	2017 年市占率
北京万达	68.43	12.14%	1.81	12.5%	12.7%
广东大地	44.89	22.4%	1.5	22.8%	8.3%
上海联和	42.44	17.7%	1.23	23.7%	7.9%
中影南方新干线	38.19	18.2%	1.18	22.3%	7.1%
中数院线	37.85	29.8%	1.22	34.4%	7.0%
中影星美	37.19	8.1%	1.13	12.1%	6.9%
广州金逸珠江	28.19	1.9%	0.85	4.8%	5.2%
浙江横店	22.72	9.7%	0.76	10.6%	4.2%
华夏联合电影	17.65	22.5%	0.57	23.2%	3.3%
江苏幸福蓝海	16.9	19.5%	0.55	23.7%	3.1%
合计	354.45		10.8		65.72%

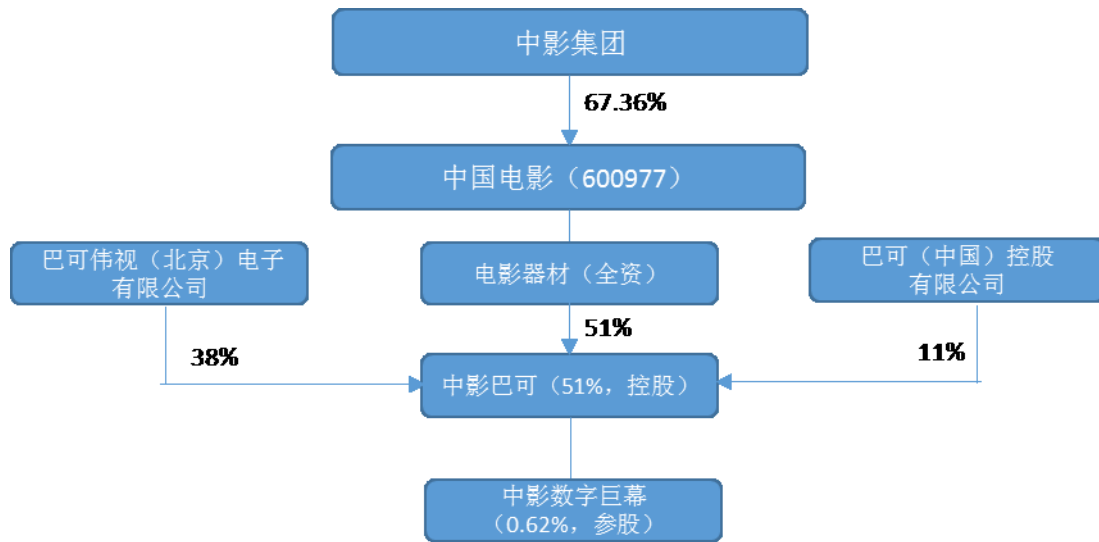
资料来源: Wind, 国开证券研究部

2018年院线建设进入重构期，影投公司或呈现强者恒强格局，中小院线及影院或将出局。结合国家促进电影市场繁荣中有关院线行业重组的相关规定，未来行业集中度有望持续提升。在这种竞争格局下，我们认为中国电影具备资金和政策优势，有望在发展中突出重围，公司放映业务市场占有率或将进一步提高。

2.3 收购中影巴可部分股权，助力公司完善影视设备产品矩阵

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。中影巴可成立于2011年，主要股东包括中影器材、巴可伟视和巴可（中国），其主要产品为2K数字电影放映机，主要包括E/S/C/B四个系列。公司现有产品可覆盖所有银幕宽度的传统放映机，年产量最高可达6,000台，市占率长期保持在50%左右，处于行业领军地位。

图 27：中影巴可股权变更后股东及参股情况



资料来源：公司公告，国开证券研究部

“中影巴可”并表后，中国数字放映系统国产化更进一步加强，公司影视器材板块趋于完善。其拥有自主知识产权技术的影视设备产品矩阵包括“中国巨幕”系统、“中影巴可”数字放映机、“中影光锋”ALPD激光放映技术和国产3D、座椅、银幕、氙灯、售票系统、TMS、NOC等，已经基本满足影院建设需要。

根据公司公布的技术对比数据，中国巨幕从技术上已经优于IMAX，造价更加低廉且不参与票房分成，综合成本显著低于IMAX。截至2018年6月底，正式投入运营的“中国巨幕”影厅已达310家，5年期复合年增速超过50%。考虑到未来将有更

多的影院及院线选择中国制造的CGS巨幕，我们按年增长25%测算“中国巨幕”年销售数量在70-80套左右，按200万元每套计算的收入在1.4-1.6亿元之间。年贡献毛利润预计在2,800-3,200万左右。

表 6: 中国巨幕 CGS 与 IMAX 在设备技术及成本上的比较

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
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 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	物理加密 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 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
造价	100-300 万元/套	700-800 万元/套
版权及拷贝转制费	无版权费，拷贝费用人民币百万以下	超过一千万人民币

资料来源：公司公告、国开证券研究部

此外，近期公司联营企业中影光峰携搭载ALPD 4.0三色激光荧光放映技术的C5近日亮相亚洲电影博览会CineAsia，作为首款中国自主研发并获得DCI认证的激光数字电影放映机，C5可实现荧光激光放映解决方案的多重应用。

图 28: 激光放映新应用 C5 亮相亚洲电影博览会



资料来源：中国电影网，国开证券研究部

图 29: 中国巨幕荣膺 CineAsia 高端巨幕格式科技奖



资料来源：中国电影网，国开证券研究部

我们认为公司影视服务板块在电影行业上市公司中独具技术优势，在国内影院推广数字放映以及“智慧放映”系统的过程中，其他板块协同效应较强，看好未来公司电影器材业务在国内市占率的提升。

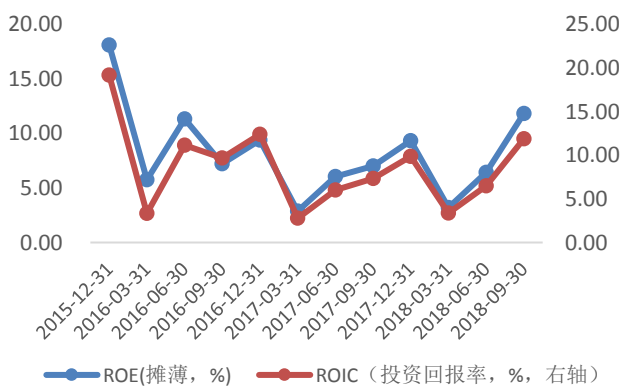
2.4 制片业务有望持续改善，公司低估值高成长特征明显

近年来公司管理层重视影视制片制作业务，其前期推出的主旋律影片市场好评度较高，同时公司也在积极关注商业片和中小成本电影市场。贺岁档影片《中国合伙人2》目前已上映，2019年春节档还将有公司主投主控的《流浪地球》上映。此外，公司还积极投资电视剧、动画等影视剧制作，具有较为丰富的项目资源，预计将在未来几年间逐步落地。公司独有的中影基地积极拓展全领域影视技术建设，能够实现人工智能修复以及应用数字虚拟拍摄等多项前沿技术。其虚拟拍摄技术已经在电影《风雨同仁堂》中得到了成功应用。

总体来看，我们认为中国电影优势业务竞争力突出，基本无明显业务短板。随着影视制片业务的提升改善，其“拍摄—制作—放映”的全产业链条将得到进一步加强。

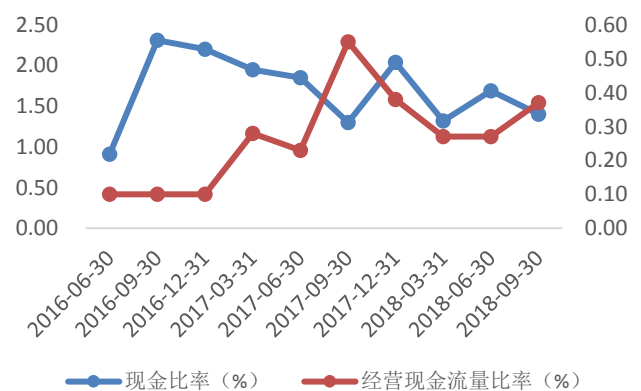
公司前期受市场环境影响较大，目前从估值角度看，安全边际已经较为明显，具备稳健增长的政策及经营基础，经营风险和债务风险均处于较低水平，变现能力强，现金流足以支撑公司扩大发展规模的需要。目前全产业链布局优势渐显，增长可期。

图 30：公司 ROE 及 ROIC 温和上行



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 31：公司现金比率与经营现金流量比率变化



资料来源：Wind，国开证券研究部

3、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

盈利预测相关假设：

1. 电影发行行业政策无明显变化，“一家进口，两家发行”的影片进口政策保持稳定。在此基础上，公司电影发行业务稳健增长，毛利率保持在20-25%的较高水平。
2. 公司影投业务保持现有投资节奏；公司院线业务市占率相对较高，在全国院线市场集中度提升的过程中，有望超过行业平均水平。
3. 影视服务业务和影视制片制作业务毛利率维持稳定，板块增长保持相对平稳。
4. 投资收益保持稳定增长。

在上述假设下，我们预计公司18/19/20三年实现主营业务收入分别为104.18、120.06和137.61亿元，分别同比增长15.91%、15.24%和14.62%；实现归母净利润分别为12.94、14.82和16.95亿，分别同比增长47.53%、14.55%和14.33%；实现EPS 分别为0.69、0.79和0.91元/股，给予“推荐”评级。

3.2 投资建议

公司是国内最大的国有电影全产业链上市公司，政策壁垒加之公司产业链布局形成的资源优势，有助于持续巩固其龙头地位。公司具有如下投资价值：

- 1) 电影发行优势或将持续，关注行业增量利好。公司作为国内最大的从事电影发行业务的公司之一，年电影发行量位居行业第一。我们持续看好公司在电影发行业务上具备的市场优势，随着中国电影行业的繁荣发展，预计未来三年该业务仍将呈现高收入的现金牛特征，保持15-20%的增速，持续为公司贡献稳定业绩。
- 2) 公司受益于院线建设政策利好，其同时具备资金和政策支持，有望在发展中突出重围，公司放映业务市占率或进一步提高，催化业绩弹性。
- 3) 收购中影巴可部分股权后，公司影视设备产品矩阵更加完善，与其他板块协同效应较强。
- 4) 制片业务未来改善预期强，公司低估值高成长特征明显。

综合来看，公司前期受市场环境影响较大，安全边际已经较为明显。其具备稳健增长的政策及经营基础，经营风险和债务风险均处于较低水平，现金流足以支撑公司扩大发展规模的需要。目前全产业链布局优势渐显，增长可期。

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。

表 7: 中国电影盈利预测表 (百万元)

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8988.02	10418.01	12005.71	13760.95	收益率				
减: 营业成本	7078.24	8157.30	9368.06	10755.56	毛利率	21.25%	21.70%	21.97%	21.84%
营业税金及附加	115.24	133.58	153.93	176.44	三费/销售收入	5.60%	5.74%	5.67%	5.48%
营业费用	122.58	145.85	180.09	192.65	EBIT/销售收入	13.88%	16.54%	16.57%	16.53%
管理费用	479.80	577.16	660.31	756.85	EBITDA/销售收入	21.10%	23.73%	22.80%	21.97%
财务费用	-98.85	-125.50	-159.23	-195.88	销售净利率	11.66%	14.69%	14.60%	14.56%
资产减值损失	70.64	20.00	28.69	17.50	资产获利率				
加: 投资收益	118.57	330.00	363.00	399.30	ROE	9.34%	11.13%	11.30%	11.45%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.66%	10.33%	10.53%	10.57%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	9.88%	15.81%	17.75%	19.09%
营业利润	1521.23	1839.62	2136.86	2457.12	增长率				
加: 其他非经营损益	10.31	10.50	12.45	15.00	销售收入增长率	14.63%	15.91%	15.24%	14.62%
利润总额	1531.54	1850.12	2149.31	2472.12	EBIT 增长率	23.10%	38.12%	15.39%	14.38%
减: 所得税	395.47	320.03	396.58	468.21	EBITDA 增长率	13.49%	30.34%	10.73%	10.45%
净利润	1136.08	1530.09	1752.73	2003.92	净利润增长率	5.21%	34.06%	14.55%	14.33%
减: 少数股东损益	170.79	236.05	270.39	309.14	总资产增长率	7.02%	13.97%	13.22%	13.97%
归属母公司股东净利润	965.28	1294.05	1482.34	1694.77	股东权益增长率	5.70%	12.52%	12.75%	12.92%
资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	经营营运资本增长率	14.57%	11.78%	15.91%	11.38%
货币资金	7287.45	9584.79	11806.07	14494.11	资本结构				
应收和预付款项	1930.08	2165.25	2551.81	2856.21	资产负债率	24.76%	24.81%	24.31%	24.27%
存货	1243.23	1250.50	1261.25	1273.21	投资资本/总资产	61.68%	54.84%	51.17%	46.77%
其他流动资产	76.62	77.20	77.85	78.15	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
长期股权投资	571.77	901.77	1264.77	1664.07	流动比率	2.93	3.18	3.44	3.60
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.57	2.86	3.15	3.34
固定资产和在建工程	2726.36	2095.73	1456.41	828.27	股利支付率	45.34%	0.00%	0.00%	0.00%
无形资产和开发支出	102.79	86.69	70.59	54.49	收益留存率	54.66%	100.00%	100.00%	100.00%
其他非流动资产	695.84	516.17	394.57	272.98	资产管理效率				
资产总计	14634.14	16678.10	18883.32	21521.49	总资产周转率	0.61	0.62	0.64	0.64
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	3.53	4.97	8.24	16.61
应付和预收款项	3578.54	4092.41	4544.89	5179.15	应收账款周转率	5.98	6.30	6.05	6.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	5.69	6.52	7.43	8.45
其他负债	45.00	45.00	45.00	45.00	业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	3623.54	4137.41	4589.89	5224.15	EBIT	1135.03	1723.58	1988.88	2274.87
股本	1867.00	1867.00	1867.00	1867.00	EBITDA	1783.66	2471.91	2737.21	3023.20
资本公积	4271.53	4271.53	4271.53	4271.53	NOPLAT	964.16	1427.31	1623.07	1844.73
留存收益	4197.65	5491.69	6974.03	8668.81	EPS	0.52	0.69	0.79	0.91
归属母公司股东权益	10336.18	11630.23	13112.57	14807.34	PE	31.34	20.65	18.04	15.66
少数股东权益	674.42	910.46	1180.86	1490.00	PB	2.860	2.288	2.029	1.797
股东权益合计	11010.60	12540.69	14293.43	16297.34	PS	3.67	2.55	2.22	1.93
负债和股东权益合计	14634.14	16678.10	18883.32	21521.49	PCF	18.03	13.01	13.29	10.95
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	EV/EBIT	18.41	13.99	11.64	9.61
经营性现金净流量	1475.23	2044.85	2001.51	2429.54	EV/EBITDA	10.05	9.76	8.46	7.23
投资性现金净流量	-561.14	125.95	59.34	61.25					
筹资性现金净流量	-492.71	126.54	160.43	197.25					
现金流量净额	420.52	2297.35	2221.28	2688.04					

资料来源: Wind, 国开证券研究部 注: 2017年估值指标所用价格为2017年最后一个交易日收盘价, 其他指标所用价格为2018年12月27日收盘价; 估值指标中EPS单位元/股, 其他比例指标单位倍

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，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