

#### 中国电影(600977)/传媒

## 评级:买入(首次)

市场价格: 14.82

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师: 朱骎楠

执业证书编号: S0740517080007

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	1867.00
流通股本(百万股)	565.00
市价(元)	14.82
市值(百万元)	27668.94
流通市值(百万元)	8373.30

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 相关报告

## 国字号电影龙头,兼具稳定性与弹性

公司盈利预测及估值					
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,988	9,038	10,505	11,486	12,312
增长率 yoy%	14.63%	0.55%	16.23%	9.34%	7.20%
净利润	965	1,495	1,394	1,504	1,644
增长率 yoy%	5.21%	54.85%	-6.78%	7.94%	9.28%
每股收益 (元)	0.52	0.80	0.75	0.81	0.88
每股现金流量	0.79	0.30	1.67	0.56	1.77
净资产收益率	9.34%	13.38%	11.54%	11.70%	11.92%
P/E	28.66	18.51	19.86	18.39	16.83
PEG	2.23	5.75	1.60	1.43	5.23
P/B	2.68	2.48	2.29	2.15	2.01
备注:					

#### 投资要点

#### ■ 国有电影全产业链公司,经营稳健,现金充沛

◆ 公司背靠中影集团,资源丰富,政策支持力度大,产业链布局涵盖上 游制作制片、中游发行、下游放映及相关设备器材研发、销售,一直 以来经营稳健,现金充沛。

#### ■ 四大业务板块联合,兼具稳定性与弹性

- ◆ 1)发行业务:进口片发行高壁垒带来稳定收益。我国进口影片管理按照一家进口、两家发行的原则,由国家广电总局授权中影集团唯一承担境外影片的进口业务,中国电影和华夏电影负责发行。中国电影在进口片发行方面牌照壁垒明显,这也是公司较为稳定的收入来源,当前进口片引进数量呈逐年增加趋势,利于中影发行收入不断提升。
- ◆ 2)制片制作业务:触底反弹,弹性十足。2018年制片制作业务收入增速明显回暖,达到7.23亿,同比增速17.8%,2019年初公司主导出品、发行的科幻影片《流浪地球》开创了国内硬科幻大片先河,获得了46.5亿票房。后续储备包括《希望岛》、《上海堡垒》、《最好的我们》(完成拍摄)、《百万雄师》、《美人鱼2》(正在制作中)。
- ◆ 3)影视服务业务:设备技术国内领先,收入稳定增长。中国巨幕是拥有自主知识产权的唯一国产高端巨幕,中影巴可的放映机全国市占率超过50%,充分受益于国内银幕数增长与设备升级更新换代。
- ◆ 4) 放映业务:维持稳定运营。公司计划2019年新建影城10~15家, 预计后续公司在影院投资方面不会大幅扩张,成本端压力会慢慢有所 缓解,收入基本维持稳定。

#### ■ 盈利预测及估值

- ◆ 预计公司 2019~2021 年营业收入分别为 105.05 亿、114.86 亿、123.12 亿,同比增长分别为 16.2%、9.3%、7.2%,归母净利润分别为 13.94 亿、15.04 亿、16.44 亿,同比增长-6.78%、7.94%、9.28%,现价对应 PE 分别为 20x、18x、17x,可比公司 19 年平均估值为 24x。公司作为国内电影市场唯一全产业链布局的国企,手握 70 亿+现金,资金充裕,增长稳健,产业资源丰富,政策风险较低,适合长线资金布局,首次覆盖,给与"买入"评级。
- 风险提示: 1)政策风险; 2)票房增速低于预期风险; 3)制片业务增长低于预期风险。



## 内容目录

国有电影全产业链公司,经营稳健,现金充沛	4 -
国企背景,业务布局涵盖电影全产业链	4 -
期间费用控制得当,负债低,现金流充沛,收入、毛利率稳步提完	升4-
四大业务板块联合,兼具稳定性与弹性	8 -
发行业务:进口片发行高壁垒带来稳定收益	8 -
制片制作业务:触底反弹,弹性十足	
影视服务业务:设备技术国内领先,收入稳定增长	
放映业务:维持稳定运营,不做大幅拓展	16 -
盈利预测及估值	
业务收入假设及盈利预测	
估值:首次覆盖,"买入"评级	
风险提示	
政策变动风险	
全国票房增长低于预期风险制片业务低于预期的风险	
	21 -
图表目录	
图表 1:中国电影股权、业务结构及发展历程	4 -
图表 2:中国电影 2011~2018 年营业总收入及增速(百万元)	
图表 3: 中国电影 2011~2018 年各项业务营收占比(%)	
图表 4:中国电影 2012~2018 年各项业务毛利率水平	
图表 5:中国电影 2011~2018 各项业务毛利占比营收	
图表 6:中国电影 2012~2018 年归母净利润和扣非归母净利润及增速	
图表 7:中国电影 2012~2018 年净利率与扣非净利率水平	
图表 8:中影、横店、金逸、上影、万达管理费用率对比(%)	
图表 9:中影、横店、金逸、上影、万达销售费用率对比(%)	
图表 10: 中影、横店、金逸、上影、万达财务费用率对比(%)	
图表 11: 中影、横店、金逸、上影、万达期间费用率对比(%)	
图表 12: 中影、横店、金逸、上影、万达带息债务/全部资本投入对战	
图表 13: 中影、横店、金逸、上影、万达账面货币资金+理财量对比	<i>(1</i> Z)8-
图表 14:中影、横店、金逸、上影、万达 ROIC 对比	8 -
图表 15:2012~2018 年公司电影发行收入及增速	9 -
图表 16:2012~2018 年公司电影发行业务毛利率	9 -
图表 17:2012~2018 年国产片与进口片票房与增速	10 -
图表 18:2013~2018 年进口分账片和批片数量	10 -
图表 19:2012~2018 年进口片和国产片票房占比	10 -



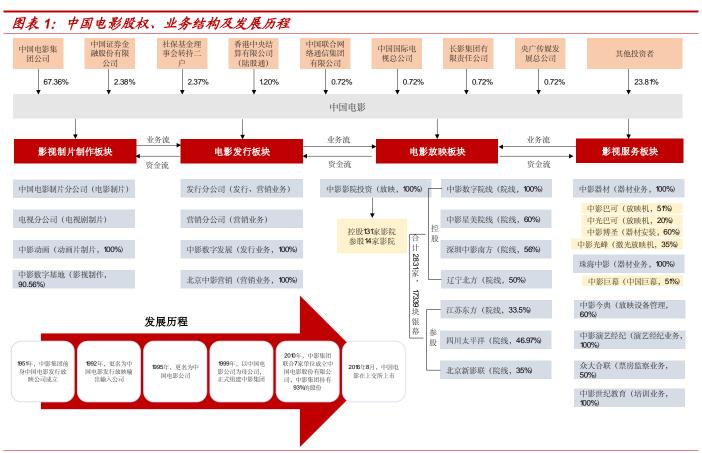
图表 20:	2014~2018 午中彭友行国产厅和进口厅占比	10 -
图表 21:	中国电影2019年进口片发行收入、成本、毛利简单测算	11 -
图表 22:	2012~2018 年中国电影参与发行国产片票房	11 -
图表 23:	国家中影数字制作基地示意图	12 -
图表 24:	2012~2018 年公司影视制片制作业务收入及增速	12 -
图表 25:	2012~2018 年公司影视制片制作业务毛利率(%)	12 -
图表 26:	公司电影储备项目情况	13 -
图表 27:	公司 2014~2019 年出品的票房过5 亿影片一览	14 -
图表 28:	2015~2019 年中国巨幕与 IMAX 巨幕票房对比	15 -
图表 29:	2015~2019 年中国巨幕与 IMAX 巨幕观影人次对比	15 -
图表 30:	2015~2018 年中国巨幕全国铺设情况(块)	15 -
图表 31:	中国巨幕与 IMAX 巨幕指标对比	15 -
图表 32:	中影巴可的股东及持股比例	16 -
图表 33:	中影巴可近三年营收和净利润情况	16 -
图表 34:	2012~2018 年公司放映业务收入及增速	16 -
图表 35:	2012~2018 年公司放映业务毛利率(%)	16 -
图表 36:	2018 年全国影投票房 TOP10 排名	17 -
图表 37:	2012~2018 年公司影投业务收入及增速	17 -
图表 38:	2012~2018 年公司影投业务毛利率(%)	17 -
图表 39:	中影影投 2013~2018 年银幕和影院数量	18 -
图表 40:	中影影投 2013~2018	18 -
图表 41:	2018 年全国院线票房 TOP10 排名	18 -
图表 42:	2012~2018 年公司院线业务收入及增速	19 -
图表 43:	2012~2018 年公司院线业务毛利率(%)	19 -
图表 44:	2012~2018 年公司影投和院线业务占放映业务收入比(%)	19 -
图表 45:	中国电影各项业务营业收入预测	20 -
图表 46:	可比公司估值	21 -
图表 47:	中国电影财务报表及盈利预测	22 -



## 国有电影全产业链公司, 经营稳健, 现金充沛

#### 国企背景,业务布局涵盖电影全产业链

- 中国电影是2010年经由中共中央宣传部、国家新闻出版广电总局批准, 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家单位共同发起设立, 2016年8月9日登陆在上交所上市。
- 电影全产业链布局。公司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,产业链布局涵盖上游制作制片、中游发行、下游 放映及相关设备器材研发、销售,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、演艺经纪等领域。
- 广电总局下属中影集团旗下上市公司。中影集团为公司的控股股东和实际控制人,目前持股比例 67.36%,是直属于广电总局的全民所有制企业,是我国文化企业体制改革的第一批试点单位。



来源:公司公告,中泰证券研究所

期间费用控制得当,负债低,现金流充沛,收入、毛利率稳步提升

■ 2018 年营收增速有所放缓,但在行业较为困难的情况下,仍维持相对

5%

0%

2018



稳定,由于并表中影巴可影响,影视服务收入占比提升。公司营收中电影发行与电影放映的权重较大(2018年合计占比营收超过77%),近些年由于全国票房增速放缓直接影响了公司这两块业务发展,导致整体营收增速放缓,2018年营业总收入为90.38亿,较去年同期增长0.6%,电影发行业务同比下滑7.7%,占营收比较去年下降5个百分点。

■电影发行 电影放映 影视服务 影视制作制片 其他业务 ── 同比增速(%, 右轴) 10000 45% 9,037.70 8,988.02 41.0% 9000 40% 7,840.71 7, 296. 53 8000 35% 5,960.08 7000 30.6% 30% 6000 25% 4, 563, 37 4, 481. 73 5000 22, 4% 2.0% 4000 3, 178. 21 15% Q 6% 3000 1.0% 2000 5%

2014

2015

2016

2017

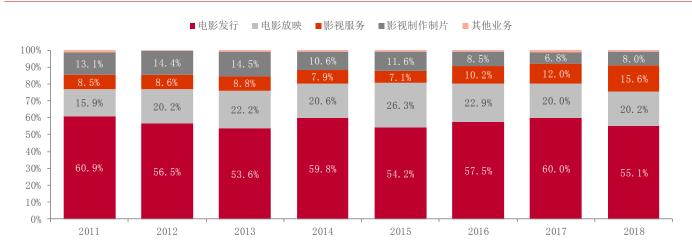
图表 2: 中国电影 2011~2018 年营业总收入及增速(百万元)

来源:公司公告,中泰证券研究所

2011

1000

()



图表 3:中国电影 2011~2018 年各项业务营收占比(%)

2013

2012

来源:公司公告,中泰证券研究所

■ 总体毛利率水平有所回升,制片业务毛利率变动较大,2018 年制片业务毛利贡献较多,明显回暖。公司整体毛利率水平近三年基本维持在20%~22%左右,且呈现逐年小幅提升趋势。分业务来看,电影发行与电影放映两块业务是毛利的核心,2018 年贡献毛利占比 69%,但占比逐年在下滑,毛利率也呈现下滑趋势;影视服务业务毛利率逐年提升,2018 年略有下滑,毛利贡献占比不断增加,是公司重点核心突破的业务之一;制片制作业务由于电影票房的不确定性大,毛利率变化较大,2016



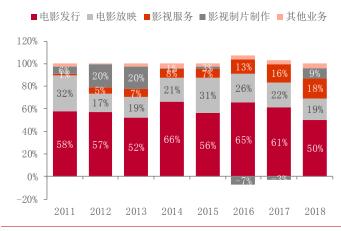
年与 2017 年由于合拍片《魔兽》与《长城》的不达预期,毛利为负, 2018 年表现较为突出,《唐人街探案 2》、《捉妖记 2》票房表现出色, 毛利水平明显回升。

#### 图表 4: 中国电影 2012~2018 年各项业务毛利率水平

### 

来源:公司公告,中泰证券研究所

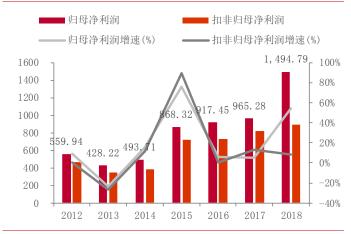
#### 图表 5: 中国电影 2011~2018 各项业务毛利占比营收



来源:公司公告,中泰证券研究所

■ 和非归母净利率维持在 9%~10%, 2018 年由于中影巴可公允价值增加 净利润大幅增厚。2015 年由于电影行业快速增长, 公司净利率及净利润 增速都达到了较高水平, 而后净利润增速逐步下滑, 2018 年归母净利润 为 14.95 亿, 同比增长 54.9%, 扣非后净利润 8.9 亿, 同比增长 8%。

## 图表 6: 中国电影 2012~2018 年归母净利润和扣非归母净利润及增速



来源:公司公告,中泰证券研究所

### 图表 7:中国电影 2012~2018 年净利率与扣非净利率 水平



来源:公司公告,中泰证券研究所

- 对比中影、横店、金逸、上影与万达的期间费用率情况:
- 管理费用率:中影管理费用率处于中游水平,2018为6%,横店与金逸的管理费用率控制在行业中较为领先,中影2018年人均工资为17万,横店影视仅为6万,金逸影视仅为5.2万,而万达为12.4万,上海电影为14.2万。
- 销售费用率:中影的销售费用管控水平较为突出,2018年的销售费用率 仅为 1.69%,且一直非常稳定,横店和上影在这块的管控也较为出色,



分别为 2.37%与 1.84%,而万达与金逸分别达到 7.21%与 11.88%。

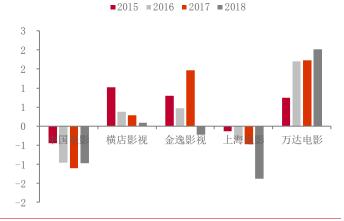
- **财务费用率:** 中影的财务费用率每年均为负数,由于理财带来较多利息收入,借款利息开支极少。对比来看,上影这块表现也非常不错,万达财务费用率近些年持续增长。
- **总体期间费用率:** 综合来看,中影与横店在费用这块的把控做的相对领 先。

## 图表 8: 中影、横店、金逸、上影、万达管理费用率 对比(%)



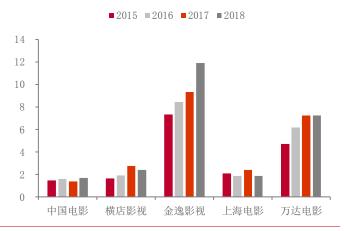
来源: Wind, 中泰证券研究所

## 图表 10: 中影、横店、金逸、上影、万达财务费用率 对比(%)



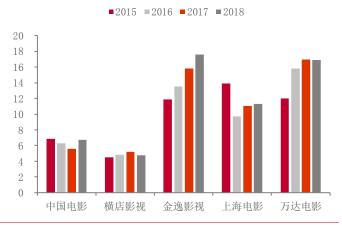
来源: Wind, 中泰证券研究所

# 图表 9: 中影、横店、金逸、上影、万达销售费用率对比(%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 图表 11: 中影、横店、金逸、上影、万达期间费用率对比(%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

■ 对比中影、横店、金逸、上影与万达的带息债务/全部资本投入情况: 2018年中影、横店、金逸、上影带息负债量都很小,只有万达电影带息负债量非常大,从公司的账面货币+理财量也可以看出,中影 2018年年报有超过77亿货币资金+理财,上海电影为15亿,横店为12.4亿,万达和金逸分别为13.4亿和6.6亿。中影的流动性储备非常充裕。

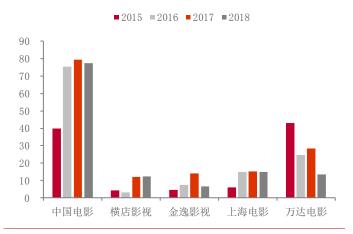


## 图表 12: 中影、横店、金逸、上影、万达带息债务/全部资本投入对比(%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

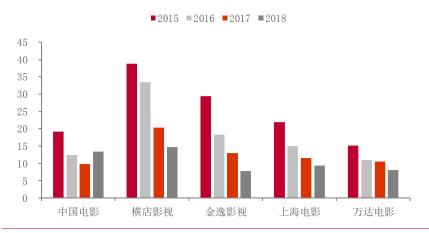
## 图表 13: 中影、横店、金逸、上影、万达账面货币资金+理财量对比(亿)



来源:Wind,中泰证券研究所(注:理财资金使用其他流动资产数值代替, 万达其他流动资产不存在理财,故没有统计进入)

■ 对比中影、横店、金逸、上影与万达 ROIC (投入资本回报率),中影与横店较为领先,均超过 10%,而万达、金逸、上影则分别为 8.1%、7.8%、9.4%,中影 2018 年有一部分公允价值增值提振利润影响,扣除这部分影响在 10%左右,仍处于行业上游水平。

#### 图表 14: 中影、横店、金逸、上影、万达 ROIC 对比



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 四大业务板块联合,兼具稳定性与弹性

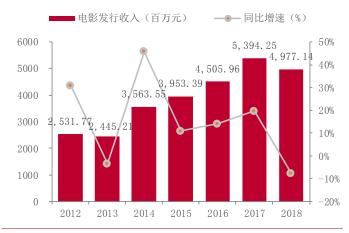
发行业务: 进口片发行高壁垒带来稳定收益

- 中国电影的发行业务主要分为1)电影发行;2)营销宣传。
- 电影发行业务主要分为国产片和进口片两类发行,其中进口片发行还细分为进口分账片和进口批片发行,是公司发行业务收入的主要来源,占比预计在90%左右。



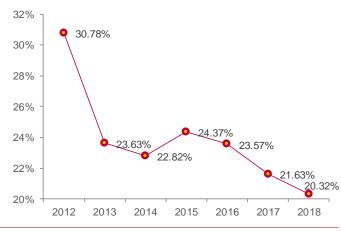
- 营销业务主要是通过高品质银幕广告、新媒体"多屏互动"等产品形式, 为通讯、电商、汽车、快销等多家知名企业提供了广告服务,利用版权 IP 拓展衍生品销售,截至 2018 年末中影银幕广告平台已签约影院 947 家,拥有银幕数量达 6271 块,占全国银幕总数的 10.2%。
- 2018年中国电影的发行业务整体收入为 49.77亿,同比下滑 7.7%,主要是受到进口片整体票房下滑以及全国电影票房增速放缓影响,毛利率也呈现一定下滑态势。

#### 图表 15:2012~2018 年公司电影发行收入及增速



来源:公司公告,中泰证券研究所

#### 图表 16:2012~2018 年公司电影发行业务毛利率



来源:公司公告,中泰证券研究所

- 进口片发行方面:根据《电影管理条例》等规定,我国进口影片管理按照一家进口、两家发行的原则,由国家广电总局授权中影集团唯一承担境外影片的进口业务,并负责向中国电影和华夏电影两家供片发行,中国电影在进口片发行方面牌照壁垒明显,这也是公司较为稳定的收入来源。
- 进口片数量呈逐年增加趋势,利于中影发行收入提升。2012 年~2017年,我国进口片票房呈现逐年上升态势,2018 年略有下滑。2012 年中美两国签署《中美电影谅解备忘录》,增加了 14 部分账电影(此前为每年 20 部分账片,增加的量必须为 3D 电影或者是 IMAX 电影),美国片方分账比例提高至 25%,分账影片每年配额为 34 部(2018 年达到 41部),同时批片的数量也逐年递增,至 2018 年年底有 80 部左右。

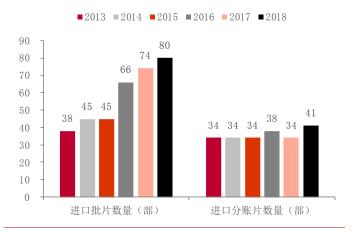


#### 图表 17: 2012~2018 年国产片与进口片票房与增速



来源: 灯塔数据, 中泰证券研究所

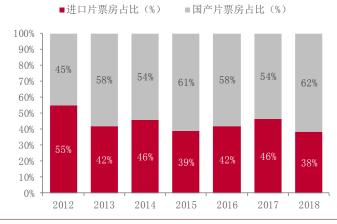
#### 图表 18: 2013~2018 年进口分账片和批片数量



来源: 灯塔数据, 中泰证券研究所

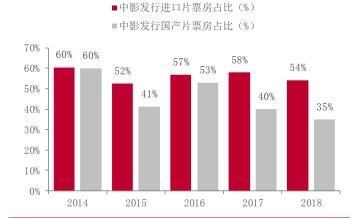
- 从国产片和进口片每年票房占比来看,进口片票房占比近些年基本在 40%~45%之间波动,国产片票房占比在55%~60%之间波动。
- 中国电影发行的进口片票房占每年进口片整体票房比例在55%左右,较为稳定。国产片方面中国电影发行影票的票房占比近3年有所下滑,2018年为35%。

#### 图表 19: 2012~2018 年进口片和国产片票房占比



来源: 灯塔数据, 中泰证券研究所

#### 图表 20: 2014~2018 年中影发行国产片和进口片占比



来源:公司公告,灯塔数据,中泰证券研究所

- 公司进口片发行收入简单测算。进口片发行收入分为分账片收入和批片收入,其中分账片票房按照中影与华夏各占50%计算,批片票房按照中影占收入55%计算。
- **分账片:** 中影收入 = 全国进口片净票房 \* 43% \* 50%; 中影成本 = 全国进口片总票房 \* (境外制片方分成 25%+进口环节税 4.66%+上交集团管理费 2.5%) \* 50%
- 批 片: 中影收入 = 全国进口片净票房 \* 43% \* 55%; 中影成本 = 全国进口片总票房 \* (进口环节税 4.66%+上交 集团管理费 1.5%) \* 55% + 全国进口片净票房 \* 30% \* 55%



图表 21: 中国电影 2019 年进口片发行收入、成本、毛利简单测算

	分账片发行收入测算										
单位: 亿	分账片总票房	电影专项基金	特别营业税	净票房	境外制片方	进口环节税	集团管理费	中影收入	中影成本	中影毛利	毛利率 (%)
公式	α	α *5%	α *3.3%	$\beta = \alpha * (1-8.3\%)$	a=α *25%	b= <b>α</b> *4.66%	c=α *2.5%	S= <b>β</b> *43%*50%	C= (a+b+c) *50%	S-C	
	180	9. 0	5. 9	165. 1	45. 0	8. 4	4.5	35. 5	28. 9	6.5	18. 4%
2019年	200	10.0	6.6	183. 4	50.0	9.3	5	39. 4	32. 2	7.3	
2019年	220	11.0	7.3	201.7	55. 0	10.3	5. 5	43. 4	35. 4	8.0	
	240	12.0	7.9	220. 1	60.0	11. 2	6	47. 3	38. 6	8. 7	
					101.11.45	A-16 1 NH MA					

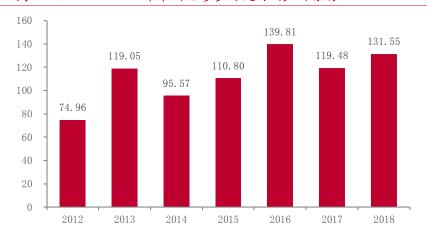
#### 批片发行收入测算

单位: 亿	批片总票房	电影专项基金	特别营业税	净票房	国内买断方	进口环节税	集团管理费	中影收入	中影成本	中影毛利	
公式	α	α *5%	α *3.3%	$\beta = \alpha * (1-8.3\%)$	a=β *30%	b=α *4.66%	c= <b>α</b> *1.5%	S= <b>β</b> *43%*55%	C= (a+b+c) *55%	S-C	
	35	1.8	1. 2	32. 1	9. 6	1.6	0.5	7.6	6. 5	1.1	
2019年	40	2.0	1.3	36.7	11.0	1.9	0.6	8. 7	7.4	1.3	14 CW
2019年	45	2. 3	1.5	41.3	12. 4	2. 1	0.7	9.8	8.3	1.4	14.6%
	50	2. 5	1.7	45. 9	13.8	2.3	0.8	10.8	9.3	1.6	

来源:中泰证券研究所(注:批片按照国内引进方净票房30%进行分成计算,实际中变化较大)

■ 中国电影国产片发行票房 2018 年达到 131.55 亿,较 2017 年略有提升,同时公司通过销售数字放映设备供影院使用获取票房分成也贡献了一部分国产片发行收入,预计随着公司的放映设备渗透率继续提升,公司国产电影发行业务收入将有望稳步增长。

#### 图表 22: 2012~2018 年中国电影参与发行国产片票房



来源:公司公告,中泰证券研究所

#### 制片制作业务: 触底反弹, 弹性十足

- 公司制作制片业务主要包括: 1)电影、电视剧、动画制片; 2)影视制作。
- 制片业务:公司每年主导或参与出品并投放市场各类影片在15部左右,较大项目投资比例根据是否主投主控,预计在5%~30%之间,由于单片上线票房表现不确定性较大,因此制片业务是公司收入弹性较大的一块业务。
- **制作业务**: 向影视剧生产提供摄影、照明、美术置景、服化道、摄影棚



租赁、 画面、声音和特效制作,数字放映母版制作、译制、影片素材等方面的服务,公司旗下的中影基地是亚洲地区规模最全、设施最先进的影视制作基地之一,2018年中影基地共为779部电影作品、78部电视剧作品,272部纪录片、宣传片和专题片,共计1129部作品提供了制作服务。

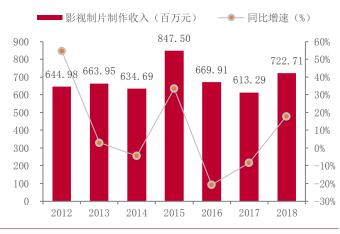
○ E 無由
○ USB (金刊和加等)
○ USB (金刊和加等)
○ 工商ルグ (R資)
○ 工商ルグ (R資)

图表 23: 国家中影数字制作基地示意图

来源: 网络相关资料整理, 中泰证券研究所

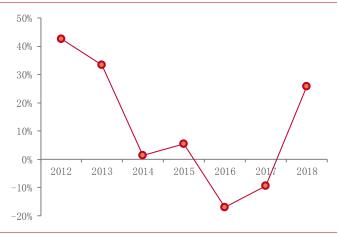
■ 2018 年制片制作业务收入增速明显回暖,达到 7.23 亿,同比增速 17.8%, 毛利率方面也有明显提升,达到 25.8%,此前两年均为负值,主要是受 到《长城》等高投入影片上线票房不达预期影响,2018 年受益于出品的 《捉妖记 2》、《唐人街探案 2》、《无问西东》、《厉害了,我的国》的优 异票房表现,制片业务收入和增速均有明显回暖。2019 年春节档,公司 主导出品和发行的科幻影片《流浪地球》开创了国内硬科幻大片先河, 获得了 46.5 亿票房,仅次于《战狼 2》,排名历史第二。

图表 24: 2012~2018 年公司影视制片制作业务收入及增速



来源:公司公告,中泰证券研究所

图表 25: 2012~2018 年公司影视制片制作业务毛利率 (%)



来源:公司公告,中泰证券研究所

■ **目前公司电影储备项目包括:**主导或参与出品的《希望岛》、《上海堡垒》、



《最好的我们》已完成拍摄,《百万雄师》、《美人鱼 2》正在制作中,其中《希望岛》、《上海堡垒》为科幻类影片,《最好的我们》根据八月长安同名小说改编,《美人鱼 2》为周星驰美人鱼系列第二部,《百万雄师》则为献礼片,从储备项目的情况来看,公司今年的制片业务收入非常值得期待。

图表 26: 公司电影储备项目情况

序号	   作品名称 	类型	制作进度	发行档期	主要演职人员
1	半边天	故事片	待上映	2019年5月	导演:刘雨霖;主演:丹尼拉•托等
3	好小子, 好功夫	故事片	制作中	2019年5月	导演: 沈东; 主演: 郑昊、孙茜、巩汉林、林威、李沛泽
2	妈阁是座城	故事片	待上映	2019年7月	导演: 李少红; 主演: 白百何、黄觉、吴刚
4	最好的我们	故事片	制作中	2019年6月	导演:黄斌、章笛沙;主演:陈飞宇、何蓝逗
5	龙牌之谜	故事片	制作中	2019 年暑期档	导演: 奥列格·斯特普琴科; 主演: 杰森·弗莱明、阿诺德·施 瓦辛格、成龙、姚星彤、安娜·秋琳娜、尤里·科洛科利尼 科夫、马丽、李彧
6	巧虎-大飞船历险记	动画电影	待上映	2019 年暑期档	导演: 井上浩正、河村友宏
7	上海堡垒	故事片	制作中	2019 年暑期档	导演: 滕华涛; 主演: 鹿晗、舒淇
8	魔象传说	动画电影	待上映	2019 年暑期档	导演: 黄军、KirbyAlkins
9	美人鱼 2	故事片	制作中	2019 年暑期档	导演:周星驰田羽生;主演:林允、娜迪、苗溢伦、胡嘉豪、郑冀峰、景如洋、虞嘉娜、林鹏
10	伟大的愿望	故事片	制作中	2019 年暑期档	导演: 田羽生; 主演: 彭昱畅、王大陆、魏大勋
11	亲密旅行	故事片	制作中	2019 年暑期档	导演:沙溢;主演:沙溢、沙俊伯、姚晨、朱锐、赵子琪
12	记忆切割	故事片	制作中	2019 年暑期档	导演: 果靖霖; 主演: 郭采洁
13	百万雄师	故事片	制作中	2019 年国庆档	导演:彭顺;主演:张桐、于越、杨轶
14	一切如你	故事片	制作中	2019 年国庆档	总导演:黄宏;导演:张楠,傅少杰主演:于蓝、秦怡、于洋、田华、谢芳、牛犇、刘江、杨静、管仲祥、许还山、张勇手、雷恪生、彭玉、李明启、吕中、郑毓芝、奚美娟、刘佩琦、侯勇、颜丙燕、张艺兴、郭晓冬、马苏、刘琳、王志飞、聂远、吴军
15	生死斗牛场	动画电影	待上映	2019年	导演: 黄军
16	一千零一夜之拯救黄金城	动画电影	待上映	2019年	导演: 李克、孙继楠
17	耿二驴那些事	故事片	待上映	2019年	导演:韩志君;主演:关小平,周笑莉,巩汉林
18	希望岛	故事片	制作中	2019 年	导演: TIMOVUORENSOLA; 主演: 段奕宏、ANDRESGARCIA、凤小岳、UDOKIERSPE、杨轶、林一
19	家有儿女之最佳拍档	故事片	制作中	2019 年	导演: GilJunger; 主演: JoshuaDuhamel、MeganFox、Gabriel Bateman、KunalNayyar、侯明昊、董博文
20	宠物联盟	动画电影	制作中	2019年	导演: ReinhardKlooss
21	熊猫总动员 2	动画电影	制作中	2019年	导演: SeanPatrickOs、李明启、吕中
22	士为知己者	故事片	制作中	2019年	导演: 魏楠; 主演: 许晴、国村隼、马闻远、孙浩
23	导盲犬小 Q	故事片	制作中	2019年	导演: 罗永昌; 主演: 任达华、梁咏琪
24	征途	故事片	拍摄中	2019 年	导演: 陈德森; 主演: 刘宪华、何润东

来源:公司公告,中泰证券研究所(时间截至2018年报更新)



- 公司在电视剧制作业务上也有一定储备,但电视剧业务对公司的制片制作营收贡献占比不大,预计在 20%左右,目前待上映的电视剧包括《蔓蔓青萝》、《奉天大饭店》、《莫语者》、《鳄鱼与牙签岛》等,在制作拍摄中的包括《少帝康熙》、《建国大业》、《暗恋橘生淮南》、《共和国专列》等近 15 个,还有开发中的项目超过 10 个。
- 制片制作业务一直以来都是公司最为核心、底蕴深厚的业务,前两年由于行业资本大量涌入导致整体玩法变形,公司在制片业务上表现不尽如人意,但从 2018 年开始我们明显看到了改善,投资出品的影片质量提升,票房表现突出,在毛利端的贡献上也在 2017 年-3%提升到 2018 年的 9%。我们认为该项业务的毛利占比将随着公司出品电影产品质量和数量的不断提升进一步提高,成为公司新的利润贡献点,弹性十足。

图表 27: 公司 2014~2019 年出品的票房过5 亿影片一览

序号	电影名称	上映日期	星期	主类型	累计综合票房(万)	累计分账票房(万)
2019	流浪地球	2019/2/5	周二	科幻	465, 528. 56	432, 965. 29
2019	新喜剧之王	2019/2/5	周二	喜剧	62, 449. 40	58, 162. 00
2018	唐人街探案 2	2018/2/16	周五	喜剧	339, 775. 45	318, 865. 77
2018	捉妖记 2	2018/2/16	周五	奇幻	223, 713. 19	212, 137. 11
2018	无问西东	2018/1/12	周五	剧情	75, 410. 37	69, 702. 65
2018	西游记女儿国	2018/2/16	周五	奇幻	72, 740. 06	68, 677. 40
2017	战狼 2	2017/7/27	周四	动作	568, 451. 68	531, 231. 61
2017	功夫瑜伽	2017/1/28	周六	动作	175, 243. 51	164, 809. 88
2017	西游伏妖篇	2017/1/28	周六	奇幻	165, 578. 05	156, 634. 78
2016	美人鱼	2016/2/8	周一	奇幻	339, 355. 20	339, 355. 20
2016	魔兽	2016/6/8	周三	奇幻	147, 255. 31	147, 255. 31
2016	西游记之孙悟空三打白骨精	2016/2/8	周一	奇幻	120, 155. 49	120, 155. 48
2016	长城	2016/12/16	周五	奇幻	117, 469. 41	116, 630. 63
2016	功夫熊猫3	2016/1/29	周五	动画	100, 255. 17	100, 255. 17
2016	寒战 2	2016/7/8	周五	动作	67, 844. 07	67, 844. 07
2015	狼图腾	2015/2/19	周四	剧情	70, 422. 68	70, 422. 28
2015	九层妖塔	2015/9/30	周三	动作	68, 281. 97	68, 281. 97
2014	心花路放	2014/9/30	周二	喜剧	116, 920. 92	116, 920. 92
2014	西游记之大闹天宫	2014/1/31	周五	动作	104, 550. 39	104, 550. 39
2014	一步之遥	2014/12/18	周四	剧情	51, 484. 29	51, 484. 29

来源: 灯塔数据, 中泰证券研究所

#### 影视服务业务:设备技术国内领先,收入稳定增长

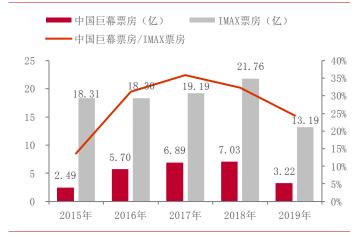
- **影视服务业务包括 1**)器材销售; 2)演艺经纪、票房监察、影视教育培训等服务。
- 器材销售业务: 主要为中国巨幕放映系统、中影巴可数字放映机、数字



影院信息化管理系统销售。

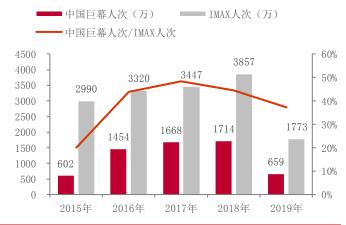
■ 中国巨幕: 唯一国产高端巨幕系统,价格优势明显。中国巨幕的销售主要通过子公司珠海中影下属的中影数字巨幕(北京)有限公司,2018年共计新增投入运营影厅 36 家,完成安装待开业的影厅 16 家,合计新增 52 家。截至 18 年底正式投入运营的中国巨幕影厅已达 324 家,覆盖全国 145 个城市,在所有巨幕影厅票房市场占有率为 24.4%,观影人次占有率为 30.8%。中国巨幕较 IMAX 巨幕最大的优势在于价格更低且亮度更高,适配性更强,但在尺寸以及分辨率上略有逊色,IMAX 单场次的产出在 2000 元左右,而中国巨幕的单场次产出为 1500 元左右,从票价上看中国巨幕更加便宜。同时公司也积极开拓海外市场,以 2000 万美元投资中光巴可 20%股权,致力于向中国大陆以外的全球影院市场提供高端影院解决方案。

### 图表 28: 2015~2019 年中国巨慕与 IMAX 巨慕票房对 比



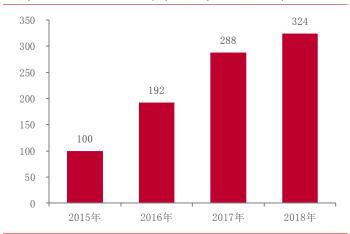
来源: 灯塔数据, 中泰证券研究所

## 图表 29: 2015~2019 年中国巨幕与 IMAX 巨幕观影人 次对比



来源: 灯塔数据, 中泰证券研究所

#### 图表 30: 2015~2018 年中国巨幕全国铺设情况(块)



来源:公司公告,中泰证券研究所

图表 31: 中国巨幕与 IMAX 巨幕指标对比

	中国巨幕	IMAX巨幕
造价	100~300万	700 <sup>~</sup> 800万
尺寸	20×12米	22×12.5米
亮度	36000流明	30000流明
音响	11.1声道	6.1声道
分辨率	2K	$2K^{\sim}4K$
光源	氙灯	氙灯+激光
转制成本	相对较低	相对较高

来源: 网络资料整理, 中泰证券研究所

■ 中影巴可数字放映机: 2018 年 7 月,公司全资子公司中影器材完成对中影巴可 9%股权的收购,中影巴可纳入公司的合并报表范围 (51%)。



目前, 搭载 ALPD 激光光源的中影巴可数字放映机已扩展到 10 款机型,覆盖 6 米到 27 米的银幕,具备为任何规格影城提供全激光影城解决方案的技术能力,截至 2018 年底在全国已安装近 31500 套,市场占有率超过 50%,ALPD 激光光源在国内安装上线已超过 13000 套,占全国激光放映设备总量的 90%、全国银幕总数的 20%。从营收端来看,中影巴可 2018 年营收为 10.82 亿,同比下滑 20%,归母净利润为 1.1 亿,同比下滑 23.1%,一方面是受到行业饱和度提升影响,另一方面是更新换代减少。

图表 32: 中影巴可的股东及持股比例

股东名称	认缴出资额 (万元)	持股比例(%)
中影器材	1758	51%
巴可伟视	1330	38%
巴可中国	385	11%

来源:公司公告,中泰证券研究所

图表 33: 中影巴可近三年营收和净利润情况

	营业收入(亿)	归母净利润 (亿)
2018年	10.82	1. 1
2017年	13.54	1. 43
2016年	15. 18	2. 7

来源:公司公告,中泰证券研究所

■ **其他影视服务:** 截至 2018 年末公司演艺经纪业务已签约演员、导演、 编剧等艺员 40 余人,围绕影视产业开设多项专业技能培训。

#### 放映业务:维持稳定运营,不做大幅拓展

- 公司的放映业务包括: 1)影投业务; 2)院线业务。
- 2018年公司放映业务收入为 18.23 亿,同比增长 1.4%,受到大盘增速 放缓影响,放映业务近两年增速均位个位数,同时由于影院的扩张,成 本端压力持续增大,公司放映业务的毛利率持续走低,2018 年为 21.11%, 较 2017年下滑 2.77个百分点。

图表 34:2012~2018 年公司放映业务收入及增速



来源:公司公告,中泰证券研究所

图表 35:2012~2018 年公司放映业务毛利率(%)



来源:公司公告,中泰证券研究所

■ 1) 影投业务: 截至 2018 年底,公司共计拥有 131 家营业控股影院和 14 家参股影院,2018 年新开业控股影院 14 家,新增影厅 109 个,座



位 17972 席,营业控股影院全年实现总票房 15.89 亿元,占全国全年票房总额的 2.6%。公司计划 2019 年新建影城 10~15 家。

■ 2018 年根据灯塔数据统计,中影影投票房排名为全国第 5,观影总人次为全国第四,上座率仅次于香港百老汇排名全国第二,平均票价为 32.47元,位于行业中游水平。

图表 36: 2018 年全国影投票房 TOP10 排名

排名	影投	总影院数(家)	票房(万)	总人次(人)	上座率 (%)	场均人次(人)	平均票价(元)
1	万达电影	548	763, 868. 96	198, 632, 045	13. 33%	21	38. 46
2	大地影院	433	265, 702. 34	83, 062, 915	11. 95%	16	31. 99
3	横店院线	320	211, 248. 16	67, 545, 012	11. 55%	16	31. 28
4	CGV影投	116	160, 690. 76	42, 171, 396	13. 42%	23	38. 1
5	中影影投	131	160, 337. 86	49, 373, 398	15. 87%	25	32. 47
6	金逸影视	173	152, 637. 83	44, 157, 128	11.67%	19	34. 57
7	星美影院	286	116, 148. 26	34, 029, 605	12. 55%	18	34. 13
8	太平洋影管	93	92, 079. 50	28, 050, 701	17. 23%	22	32. 83
9	香港百老汇	51	90, 275. 36	19, 878, 160	16. 24%	26	45. 41
10	耀莱影管	104	86, 740. 00	27, 655, 013	14.84%	20	31. 37

来源: 灯塔数据, 中泰证券研究所

- 公司影投业务收入 2016~2018 年三年间基本维持在 16 亿左右,但影院数量从 2015 年底的 99 家增加到 2018 年底的 131 家,银幕数量从 658 块增加到 952 块,由于收入并没有增长,导致单银幕产出持续下降,从 2015 年的 271 万下滑到 2018 年的 167 万。同时由于不断扩张的影城,公司的租金、员工成本、折旧摊销成本明显提升,影投业务毛利率快速下降,2018 年预计在 10%左右,较 2015 年高点的 23.3%下降了 13.3 个百分点。
- 我们预计后续公司在影院投资方面不会大幅扩张,成本端压力会慢慢有 所缓解,收入基本维持稳定。

#### 图表 37: 2012~2018 年公司影投业务收入及增速



来源:公司公告,中泰证券研究所(影投收入根据支付电影专项基金倒推)

#### 图表 38: 2012~2018 年公司影投业务毛利率 (%)



来源:公司公告,中泰证券研究所



#### 图表 39: 中影影投 2013~2018 年银幕和影院数量

#### ■银幕数量(块) ■影院数目(家) 2018 131 2017 117 694 2016 658 2015 2014 2013 200 400 600 800 1000

来源:公司公告,中泰证券研究所

#### 图表 40: 中影影投 2013~2018 年单银幕产出(百万元)



来源:公司公告,中泰证券研究所

■ 2) 院线业务:公司共计控股 4 家院线,分别为中数院线、中影南方新干线、中影星美和辽宁北方,参股 3 家院线,分别为新影联、四川太平洋和江苏东方。其中中影南方、中影数字和中影星美分别排名 2018 年院线排行榜 4、5、6 名,四川太平洋排名 12,北京新影联排名 17,辽宁北方排名 20,江苏东方排名 34。

图表 41: 2018 年全国院线票房 TOP10 排名

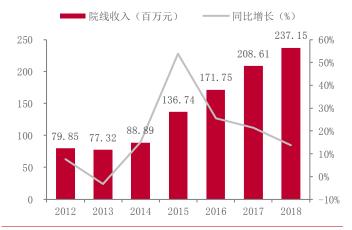
排名	院线	总影院数(家)	票房(万)	票房占比(%)	上座率 (%)	场均人次(人)	平均票价(元)
1	万达院线	577	774, 304. 60	13.68%	13. 31%	21	38. 39
2	大地院线	1, 048	560, 963. 24	9. 91%	12.09%	15	31.31
3	上海联和	563	448, 589. 37	7. 93%	13. 83%	19	34.71
4	中影南方 (控股)	782	410, 445. 13	7. 25%	12. 68%	15	32. 47
5	中影数字(控股)	723	407, 651. 35	7. 20%	10. 51%	14	31. 53
6	中影星美 (控股)	533	362, 803. 23	6. 41%	13. 77%	18	33. 4
7	金逸珠江	385	275, 079. 22	4.86%	11.89%	18	33. 5
8	横店院线	404	246, 099. 88	4. 35%	11. 49%	16	31.08
9	华夏联合	391	204, 254. 98	3.61%	11.41%	15	32.46
10	幸福蓝海	310	194, 441. 26	3.44%	13. 43%	18	32.12
12	四川太平洋 (参股)	292	163, 602. 41	2.89%	14.81%	18	32. 19
17	北京新影联 (参股)	111	95, 841. 18	1.69%	15. 64%	21	36. 11
20	辽宁北方(控股)	168	67, 958. 75	1. 20%	12.87%	14	29. 2
34	江苏东方(参股)	61	22, 126. 01	0.39%	11. 08%	14	29. 36

来源: 灯塔数据, 中泰证券研究所(注: 黄色背景为中国电影控参股院线)

■ 截至 2018 年末,公司参控股院线的加盟影院共有 2831 家,银幕 17339 块,合计实现票房 165.43 亿,收入占比票房为 1.5%左右。院线业务收入保持稳步增长,毛利率水平持续提升,虽然在营收端贡献远低于影投业务,但是占比放映收入毛利逐年提升,2018 年达到 59%,预计伴随影投业务的毛利率持续下降,院线业务的毛利占比将继续提升。

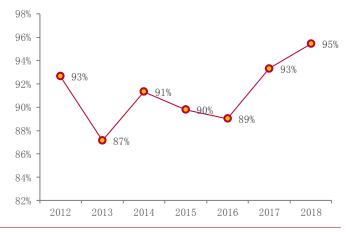


#### 图表 42: 2012~2018 年公司院线业务收入及增速



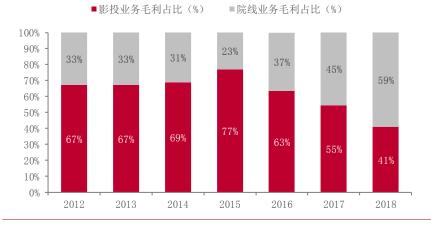
来源:公司公告,中泰证券研究所

#### 图表 43: 2012~2018 年公司院线业务毛利率 (%)



来源:公司公告,中泰证券研究所

#### 图表 44: 2012~2018 年公司影投和院线业务占放映业务收入比(%)



来源:公司公告,中泰证券研究所

- 19 -

#### 盈利预测及估值

#### 业务收入假设及盈利预测

- 发行业务: 首先假设进口片政策仍维持现状,不考虑国外片方分成比例的提升以及进口片数量的增加的情况,中影与华夏依然保持两家发行的进口片的政策壁垒,预计 2019 年、2020 年、2021 年公司发行业务收入增速分别为 12.4%、8.7%、6.0%,预计收入分别为 55.94 亿、60.78 亿、64.42 亿,毛利率维持稳定。
- 制片制作业务:假设公司未来在制片业务上投入将会继续加大,进一步提升内容质量,在"科幻"领域继续有所突破,制片业务将逐渐成长为公司未来利润增长的核心业务,预计 2019 年、2020 年、2021 年公司发行业务收入增速分别为 28.2%、16.1%、12.9%,预计收入分别为 9.26亿、10.75亿、12.14亿,毛利率随着发行成功率提升逐渐提升。
- **影视服务业务**:假设中国巨幕在国内影厅的渗透率继续提升,同时不断



往海外拓展,中影巴可放映机维持现有销量和正常的更新换代。预计2019年、2020年、2021年公司发行业务收入增速分别为36.7%、10.0%、9.6%,预计收入分别为19.31亿、21.29亿、23.28亿,毛利率维持稳定。

■ **放映业务**:假设国内票房增速始终保持在5%~10%左右,公司的影院拓展维持每年10~15家的情况,不大规模铺设,同时选址以1、2线城市为主,院线业务不断吸纳新影院进入,预计2019年、2020年、2021年公司发行业务收入增速分别为7.0%、7.9%、5.7%,预计收入分别为19.49亿、21.04亿、22.25亿,毛利率略有下降。

图表 45: 中国电影	影各项业务营业	收入预测		
单位: 百万元	2019E	2020E	2021E	
营业总收入	10, 504. 69	11, 485. 56	12, 312. 36	
增速 (%)	16. 2%	9. 3%	7. 2%	
电影发行	5, 593. 74	6, 077. 96	6, 442. 19	
同比增速(%)	12. 4%	8. 7%	6.0%	
电影放映	1, 949. 48	2, 104. 28	2, 224. 57	
同比增速(%)	7. 0%	7. 9%	5. 7%	
影视服务	1, 931. 15	2, 124. 87	2, 328. 07	
同比增速(%)	36. 7%	10.0%	9. 6%	
影视制作制片	926. 46	1, 075. 29	1, 214. 02	
同比增速(%)	28. 2%	16. 1%	12. 9%	
其他业务	103. 86	103. 16	103. 51	

来源:中泰证券研究所

■ **盈利预测**: 我们预计公司 2019~2021 年营业收入分别为 105.05 亿、114.86 亿、123.12 亿,同比增长分别为 16.2%、9.3%、7.2%,归母净利润分别为 13.94 亿、15.04 亿、16.44 亿,同比增长-6.78%、7.94%、9.28%,EPS 为 0.75 元/股、0.81 元/股、0.88 元/股。

## 估值: 首次覆盖, "买入" 评级

■ 根据我们的盈利预测,现价对应公司 2019~2021 年的 PE 分别为 20x、18x、17x,对应可比公司 19 年平均估值为 24x,公司作为国内电影市场唯一全产业链布局的央企,手握 70 亿+现金,资金充裕,增长稳健,产业资源丰富,政策风险较低,适合长线资金布局,首次覆盖,给与"买入"评级。



图表 46: 可比公司估值

名称	市值	股价		1	EPS		PE			
石你	(亿元)	(元)	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
金逸影视	65. 94	24. 53	0. 59	0.75	0. 96	0.98	42	33	25	25
上海电影	48. 37	12. 95	0.63	0.73	0.89		21	18	15	
万达电影	331. 15	18. 80	0.74	0. 97	1.08	1. 19	26	19	17	16
横店影视	98. 66	21. 78	0.71	0. 78	0.88	1.02	31	28	25	21. 45
平均 PE								24	21	21
中国电影	276. 69	14. 82	0.80	0.75	0.81	0.88	19	20	18	17

来源: Wind, 中泰证券研究所(盈利预测取自 wind 一致预期)

## 风险提示

#### 政策变动风险

■ 进口片发行政策若有变动,存在较大不确定性,无法量化影响,存在一定风险;

#### 全国票房增长低于预期风险

■ 全国票房增长我们预期未来保持5%~10%的增速,若观影人次继续下滑, 在线媒体冲击,存在票房增速低于预期的风险,直接影响公司各项业务 盈利能力;

#### 制片业务低于预期的风险

■ 制片业务波动较大,若公司持续加大投入,出品电影票房不达预期的情况下,存在亏损较大的风险;



## 图表 47: 中国电影财务报表及盈利预测

损益表(人民币百万元)						资产负债表 (人民币百)	万元)				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8,988	9,038	10,505	11,486	12,312	货币资金	7,873	7,357	9,806	10,152	12,803
增长率	14.6%	0.6%	16.2%	9.3%	7.2%	应收款项	1,633	1,772	2,186	2,141	2,497
营业成本	-7,078	-7,024	-8,086	-8,853	-9,471	存货	1,243	1,795	1,703	2,127	1,970
%销售收入	78.8%	77.7%	77.0%	77.1%	76.9%	其他流动资产	374	692	782	756	834
毛利	1,910	2,014	2,418	2,632	2,841	流动资产	11,123	11,616	14,476	15,177	18,104
%销售收入	21.2%	22.3%	23.0%	22.9%	23.1%	%总资产	72.7%	71.1%	77.5%	80.5%	85.1%
营业税金及附加	-115	-115	-134	-147	-157	长期投资	841	856	856	856	856
%销售收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	2,550	2,477	1,992	1,504	1,014
营业费用	-123	-152	-177	-194	-208	%总资产	16.7%	15.2%	10.7%	8.0%	4.8%
%销售收入	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	无形资产	103	209	286	352	409
管理费用	-480	-478	-522	-554	-564	非流动资产	4,182	4,721	4,205	3,678	3,176
%销售收入	5.3%	5.3%	5.0%	4.8%	4.6%	%总资产	27.3%	28.9%	22.5%	19.5%	14.9%
息税前利润(EBIT)	1,192	1,268	1,585	1,738	1,912	资产总计	15,304	16,337	18,682	18,854	21,280
%销售收入	13.3%	14.0%	15.1%	15.1%	15.5%	短期借款	0	136	0	0	0
财务费用	99	88	104	124	137	应付款项	3,579	3,181	4,645	3,906	5,254
%销售收入	-1.1%	-1.0%	-1.0%	-1.1%	-1.1%	其他流动负债	296	316	316	316	316
资产减值损失	71	63	48	51	61	流动负债	3,874	3,634	4.962	4,223	5,570
公允价值变动收益	0	0	40	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	119	648	59	62	65	其他长期负债	420	687	687	687	687
% 税前利润	8.0%	31.2%	3.0%	2.9%	2.8%	负债	4,294	4,321	5,649	4,910	6,258
营业利润	1.480	2,067	1.836	1,975	2,175	普通股股东权益	10,336	11,174	12,073	12,856	13,795
营业利润率	16.5%	22.9%	17.5%	17.2%	17.7%	少数股东权益	674	842	960	1,088	1,228
营业外收支	10	12	143	158	166	负债股东权益合计	15,304	16,337	18.682	18,854	21,280
税前利润	1,491	2,079	1,978	2,132	2,341	A IX MENTINEED V	10,001	10,001	,	10,001	
利润率	16.6%	23.0%	18.8%	18.6%	19.0%	比率分析					
所得税	-395	-397	-370	-399	-436		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税率	26.5%	19.1%	18.7%	18.7%	18.6%	每股指标					
净利润	1,136	1,622	1,512	1,632	1,784	毎股收益(元)	0.52	0.80	0.75	0.81	0.88
少数股东损益	171	127	118	128	140	每股净资产(元)	5.54	5.98	6.47	6.89	7.39
归属于母公司的净利润	965	1,495	1,394	1,504	1,644	毎股经营现金净流(元)	0.79	0.30	1.67	0.56	1.77
净利率	10.7%	16.5%	13.3%	13.1%	13.4%	每股股利(元)	0.33	0.33	0.30	0.39	0.38
,,						回报率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表(人民币百万	元.)					净资产收益率	9.34%	13.38%	11.54%	11.70%	11.92%
202 No Zabe ( 1 abd   11 11 11	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	7.42%	9.93%	8.09%	8.66%	8.38%
净利润	1,136	1,622	1,512	1,632	1,784	投入资本收益率	47.99%	64.97%	32.40%	53.52%	46.28%
加: 折旧和摊销	649	658	545	557	570	增长率	47.0070	04.0770	02.4070	00.0270	10.2070
资产减值准备	71	63	0	0	0	营业总收入增长率	14.63%	0.55%	16.23%	9.34%	7.20%
公允价值变动损失	0	0	40	0	0	EBIT增长率	19.22%	49.43%	-11.74%	6.95%	9.60%
财务费用	5	8	-104	-124	-137	净利润增长率	5.21%	54.85%	-6.78%	7.94%	9.28%
投资收益	-119	-648	-59	-62	-65	总资产增长率	6.59%	6.75%	14.35%	0.92%	12.87%
少数股东损益	171	127	118	128	140	心贝 / 省 K + 资产管理能力	0.5576	0.7576	14.5576	0.9276	12.07 /0
ラ	-323	-1,228	1,189	-956	1,159	应收账款周转天数	60.0	65.1	65.1	65.1	65.1
经营活动现金净流	1,473	-1,220 <b>563</b>	3,123	1,047	,	应收账私同转入级 存货周转天数	49.3	60.5	59.9	60.0	59.9
<b>赶召为九五子儿</b> 固定资本投资	-34	137	-60	-60	<b>3,310</b> -50		97.0	95.8	96.4	96.1	96.2
<sup>凶足页个权页</sup> 投资活动现金净流				-60 <b>-104</b>		应付账款周转天数					
<b>孜页店初现金净流</b> 股利分配	<b>-561</b> -609	<b>-367</b> -609	<b>-147</b> -557	<b>-104</b> -721	<b>-91</b> -705	固定资产周转天数	103.0	100.1	76.6	54.8	36.8
股利分配 其他						<b>偿债能力</b>	66 000/	00.400/	77 000/	04 570/	00.0004
, · ·	116	-108	30 <b>537</b>	124	137	净负债/股东权益 FDIT 到自保險位数	-66.68%	-80.19%	-77.63%	-91.57%	-88.20%
筹资活动现金净流 现众海沽县	-493 419	-716 -720	-527	-597 346	-568	EBIT利息保障倍数	-12.5	-21.1	-15.8	-14.1	-14.0
现金净流量	419	-520	2,448	346	2,651	<u>资产负债率</u>	28.06%	26.45%	30.24%	26.04%	29.41%

来源:中泰证券研究所



#### 投资评级说明:

	评级	说明
	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
股票评级	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
及示计级	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
行业评级	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准;新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准;香港市场以摩根士丹利中国指数为基准,美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准(另有说明的除外)。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司(以下简称"本公司")具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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,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,可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用,不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。

市场有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本公司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。

投资者应注意,在法律允许的情况下,本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归"中泰证券股份有限公司"所有。未经事先本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为"中泰证券研究所",且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。