

国有渠道、价值重估

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司整体业绩稳中有增, 2018 年营收较 2013 年持续稳健增长; 进口电影票房持续强势, 2019 年预计迎来进口电影大年, 票房占比重回 45% 以上水平; 出品影片《上海堡垒》和《征途》热度较高, 制片制作业务有望延续爆款; 影视服务持续增长, 近 3 年 CAGR 达 40%; 拥有国企背景, 影视内容标准提升与强化电影的正确价值观导向趋势下公司受益; 政策支持+基础扎实, 看好公司海推业务。
- **全产业链布局, 龙头地位稳固。** 1) 发行业务, 受益于进口片政策壁垒, 业绩虽降仍强。2018 年发行收入同比下降 7.7%, 毛利率下降至 20.3%。2018 年进口片以 30.2% 的发行量收获近 40% 的票房, 票房号召能力显著, 作为进口片唯二发行方, 进口片发行收入在公司发行业务中占绝对主力, 发行实力强大。2) 放映业务影院持续扩张摊薄了利润, 目前公司正强化品牌力量, 加强软实力建设以对硬件扩张形成配合。3) 制片业务, 2018 年公司出品的多部影片《唐人街探案 2》《捉妖记》等相继成为爆款, 扭亏为盈。2019 年《流浪地球》等延续爆款, 业绩有望得以保持。4) 影视服务, 主要产品中国巨幕市场需求旺盛, 并表中影巴可扩充数字电影放映机产品种类, 预计该板块业绩将获得持续增长。
- **电影行业最大的国有舆论渠道资源。** 公司一直以较高的影视内容标准作自我要求, 是宣扬我国优秀文化的重要渠道。因此, 目前, 影视内容的高标准以及强调主旋律的政策对行业具有一定“规范力”, 但相较而言, 给公司带来的更多的是“支持力”。
- **政策支持+基础扎实, 公司正扬帆海外。** 在国内影视作品质量提升以及政策支持背景下, 国产影视作品海外发行日渐活跃。公司作为国内影视龙头, 手握各类资源, 拥有丰富海外发行经验, 加之政策协助, 未来海外发行或有喜人表现。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.71 元、0.78 元、0.90 元, 对应的 PE 为 20 倍、18 倍、16 倍, 2019 年净利润下滑是因为 2018 年有大额的非经常性损益。考虑到公司特殊的产业链地位和类牌照业务稳健性, 我们给予公司 25 倍的目标估值, 维持“买入”评级, 目标价 17.75 元。
- **风险提示:** 政策发生改变的风险、银幕和进口电影增长不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	020E	2021E
营业收入(百万元)	9037.70	10309.78	11848.66	13856.59
增长率	0.55%	14.08%	14.93%	16.95%
归属母公司净利润(百万元)	1494.79	1318.80	1462.36	1687.05
增长率	54.85%	-11.77%	10.89%	15.37%
每股收益 EPS(元)	0.80	0.71	0.78	0.90
净资产收益率 ROE	13.50%	10.59%	10.70%	11.18%
P	17	20	18	16
PB	2.34	2.08	1.90	1.73

数据来源: Wind, 西南证券

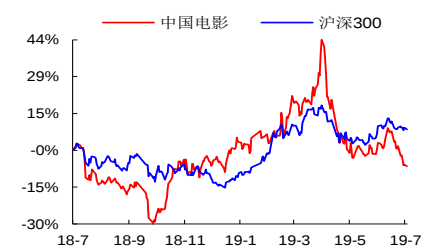
西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 杭爱
 电话: 010-58251921
 邮箱: ha@swsc.com.cn

联系人: 张闻宇
 电话: 021-58351917
 邮箱: zwy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.67
流通 A 股(亿股)	5.65
52 周内股价区间(元)	10.55-21.64
总市值(亿元)	261.57
总资产(亿元)	183.08
每股净资产(元)	6.29

相关研究

1. 中国电影(600977): 复联 4 高歌猛进, 进口片大年基调不改 (2019-04-29)
2. 中国电影(600977): 来年仍然值得期待 (2019-01-31)
3. 中国电影(600977): 稳中求胜, 乘进口片大年东风 (2018-12-17)

目 录

1 四大主业贯穿全产业链.....	1
2 集全产业链业务于一身，公司稳坐影视龙头地位.....	2
2.1 发行业务：政策壁垒高启，辉煌持续	2
2.2 电影放映：参控股影院持续扩张，院线市占率较大.....	7
2.3 制作制片：业绩波动大，主投出品爆款延续	10
2.4 影视服务：市场影视器材需求旺盛，公司影视服务业绩可期.....	12
3 电影行业最大的国有舆论渠道资源.....	14
3.1 上层管理机构改革驱动影视内容标准提升	14
3.2 长效治理与短期引导相结合，影视内容要求标准进一步提升.....	15
3.3 高标准严要求下公司优势：正确舆论传导的践行者.....	17
4 政策支持+基础扎实，公司正扬帆海外.....	19
4.1 多项政策助国产电影“出海”	19
4.2 国产电影海外发行缓慢推进，合拍片为绝对主力	20
4.3 基础扎实经验丰富，出海扬帆正当时	22
5 盈利预测与估值.....	23
6 风险提示	24

图 目 录

图 1: 公司的营业收入 (亿元)	1
图 2: 公司的归母净利润 (亿元)	1
图 3: 公司各项业务实现的毛利情况 (亿元)	2
图 4: 进口分账票票房分账规则	3
图 5: 好莱坞电影自影院发行之日起 7 年内的发行窗口期	4
图 6: 公司电影发行业务营收增速与毛利率情况	5
图 7: 近两年公司进口电影发行情况	5
图 8: 进口电影数量及票房占比	6
图 9: 公司电影发行业务营收增速与毛利率情况	7
图 10: 公司影投品牌中影国际影城	10
图 11: 公司制作制片业务营收与营利	11
图 12: 公司制片制作业务成本	11
图 13: 公司影视服务业绩情况	12
图 14: 中国巨幕影厅	14
图 15: 近 10 年中国电影海外成绩	21
图 16: 2011 年以来公司的电影备案立项情况	22

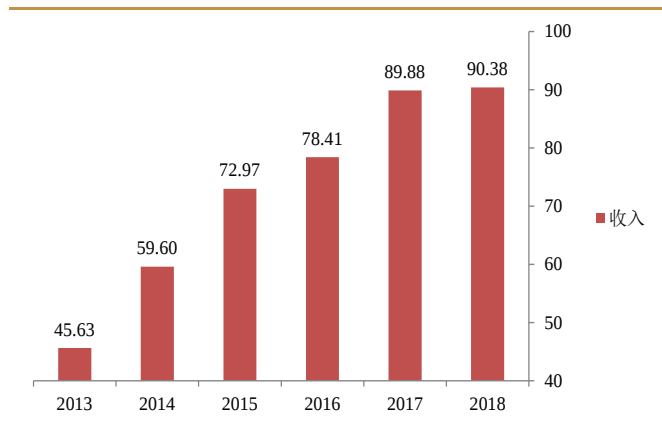
表 目 录

表 1：2013-2018 年中国进口电影数量.....	3
表 2：2016-2018 年我国进口电影的票房结构.....	6
表 3：2019 年公司已上映进口分账片.....	6
表 4：公司影投品牌中影国际的参控股影院数量变化.....	8
表 5：公司控股影院整体经营情况.....	8
表 6：2018 年中影国际影城票房表现前 10 及后 10 的影院经营情况.....	8
表 7：公司控股院线票房情况.....	9
表 8：2017-2019 公司主投或参投出品的上映电影情况.....	11
表 9：近 3 年公司旗下中影基地制作作品情况.....	12
表 10：中国巨幕经营情况.....	13
表 11：中国巨幕与 IMAX 对比.....	13
表 12：近几年中影巴可经营情况.....	14
表 13：2018 年电影电视剧管理机构改革.....	15
表 14：2019 年以来发布的内容监管相关政策梳理.....	15
表 15：2019 年以来部分被延期、被撤档或被下架剧集情况.....	16
表 16：2019 年暑期档部分影片档期调整情况.....	17
表 17：公司主导或者联合出品的部分主旋律电影表现.....	18
表 18：部分文化产业层面对影视产业“出海”的支持政策.....	19
表 19：部分针对影视产品“出海”的支持政策/法律.....	20
表 20：2008 年以来国产电影海外票房榜 TOP10.....	21
表 21：2008 年以来国产电影海外票房榜 TOP10 公司的参与情况.....	22
表 22：分业务盈利预测.....	23
表 23：可比公司相对估值.....	24
附表：财务预测与估值.....	25

1 四大主业贯穿全产业链

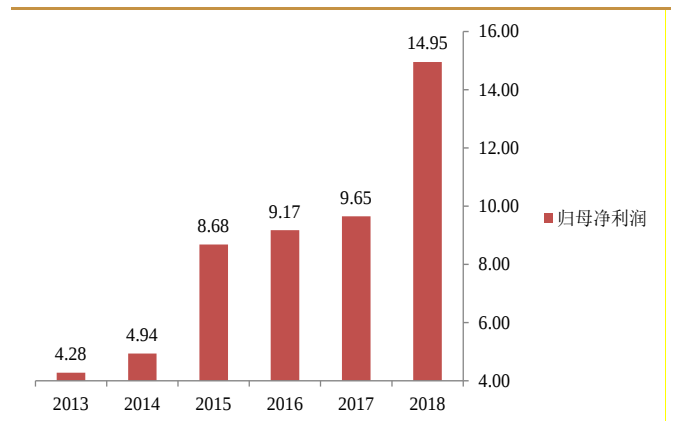
作为国内电影领域最大的集团类公司之一，中国电影上市以后，一直保持着稳健的增长态势：1) 从营业收入的角度，公司收入规模从 2013 年的 45.6 亿到 2018 年的 90.4 亿，5 年时间实现了收入的翻倍；2) 利润方面，公司归母净利润从 2013 年的 4.3 亿，到 2018 年的 15 亿，实现了超过两倍的增长，即使扣掉 2018 年股权溢价带来的约 4.5 亿投资收益，公司归母净利润也实现了 100% 以上的增长。综上，中国电影的财务指标显示出公司稳健而长远的盈利能力。

图 1：公司的营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司的归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的核心业务为产业链上下游四个领域，分别是：电影发行、电影放映、电影制作、和影视服务。

➤ 电影发行

电影发行是公司的核心业务，一直是公司收入的主要组成部分，在过去 5 年之间，发行业务在公司营业收入中所占比重一直维持在 55% 以上，即是在进口电影小年的 2018 年，公司发行业务也实现了约 50 亿收入，在营业收入中的占比为 55%。由于发行业务的毛利结构相对稳定，所以也构成了公司主要的毛利来源，长期中国电影 50% 以上的毛利。

➤ 电影放映

电影放映主要是公司旗下影院贡献的票房收入和公司旗下院线管理费用。该业务在公司收入结构中的占比一直维持在 20% 以上，但由于近年来院线加盟费用在逐步下滑、票房增速回归理性，该业务在主营业务中的占比有小幅下降的趋势，对公司的毛利贡献也因此增速不及其他业务，毛利贡献处于小幅下降的趋势，2018 年电影放映业务贡献的毛利在公司毛利结构中占比为 19.1%，跌破 20% 的历史低位水平。

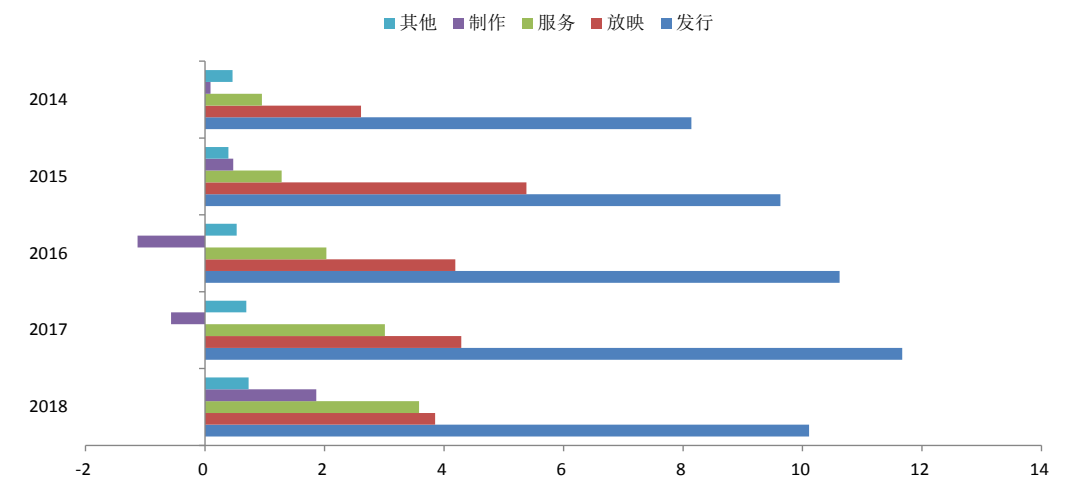
➤ 影视服务

影视服务主要是影院相关设备销售和配套的其他服务，该业务受益于近年来国内影院的扩张以及更新换代，处于高速增长的态势：在营业收入中的占比，从最低时期的 7% 增长到 2018 年的 16%；在毛利结构中，也由几年前的 7%-8%，到 2018 年的接近 18%，成为不输于电影放映的利润贡献力量。

➤ 影视制作

影视制作由于单片的不确定性，导致这块业务是公司波动幅度较大的一项：2016-2017年，由于投资的部分电影作品不达预期，出现了单项业务的亏损；但在2018年，公司投资的影视作品取得了较好的票房成绩，该业务又为公司贡献了1.9亿的毛利。考虑到2019年公司投资的影视作品票房成绩表现良好，所以预计2019年公司的影视制作业务将继续高速增长。

图3：公司各项业务实现的毛利情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 集全产业链业务于一身，公司稳坐影视龙头地位

作为目前国内最大的覆盖电影全产业链的上市公司，公司各板块业务各具特点。发行业务受益于进口电影政策壁垒稳定运行，放映业务随公司控股影院扩张未来可期，影视服务业务因市场需求旺盛持续增长，制片制作业务爆款频出扭亏为盈。四大业务协同发展，公司稳坐影视龙头地位。

2.1 发行业务：政策壁垒高启，辉煌持续

公司的电影发行业务包括进口电影发行和国产电影发行，进口电影的发行又细分为分账电影发行和批片发行。对于进口电影中国实行的是“一家进口，两家发行”的管理政策，公司作为“两家发行”的发行方之一，直接受益于这项政策带来的超宽护城河。

2.1.1 国内票房分配：院线和影院占大头

目前中国电影行业的收入绝大部分来源于电影放映实现的票房收入。根据《电影管理条例》、《关于改革进口影片供片机制的暂行办法》（广影字[2003]第418号）及《广电总局电影局关于中国电影股份有限公司从事有关电影进口业务的通知》的相关规定，仅有中影集团具有进口电影引进权，公司与华夏电影具有发行权。在量的分配上，对于进口分账片，由两个公司联合发行或轮流发行（实际多采用联合发行方式）。

根据 2012 年中美两国签订的《中美电影谅解备忘录》，每年引进分账电影 34 部。但在 2016 年由于国产电影票房疲软，年末则引进了多部分账片，合计达到 38 部；2017 年进口分账片数量再增 1 部达 39 部；2018 年继续增长至 41 部，其中包括 1 部艺联分账电影《三个广告牌》。对于进口买断电影，通常其他影视公司在买进批片版权后由公司或者华夏影业发行，而其他公司则挂名为协助推广方。在 2015 年中美达成的《分账影片进口发行合作协议》后，中国增加了买断电影的进口数量。

表 1：2013-2018 年中国进口电影数量

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
进口批片数量（部）	35	42	45	62	70	82
进口分账片数量（部）	34	34	34	38	39	41
合计（部）	69	79	79	100	109	123

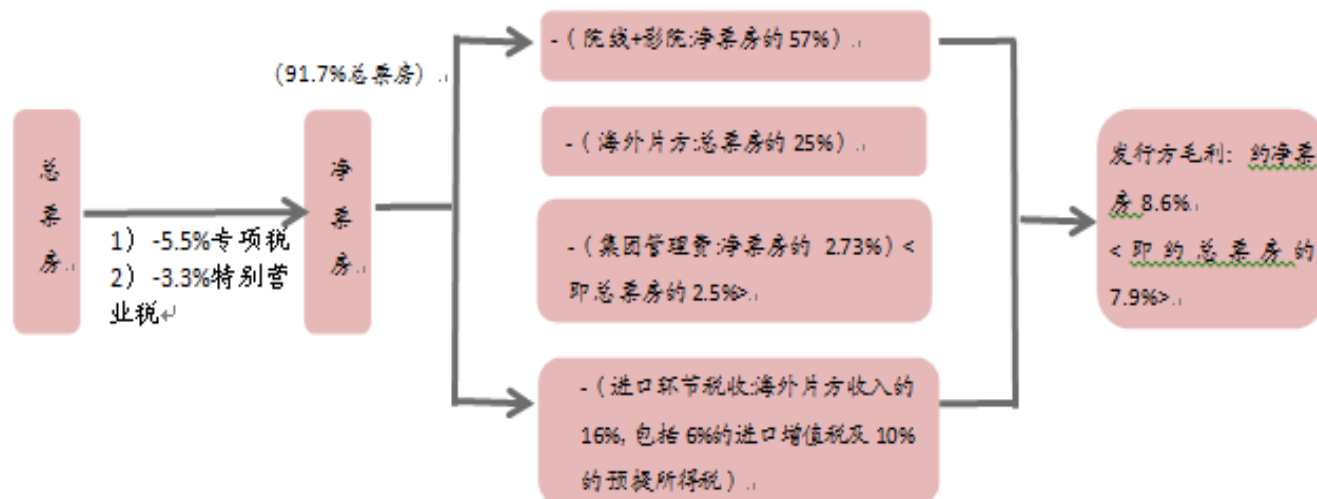
数据来源：猫眼、西南证券整理

对于进口电影的票房分配，无论是分账片还是批片，大致行业规则如下（也有个别进口电影未按此规则分配票房）：

- 首先均需要缴纳总票房 5% 的专项基金以及 3.3% 的税收及附加（合计 8.3%）；
- 其次，剩下总票房的 91.7% 即为净票房，影院及院线合计提留净票房的 57%，即总票房的 52.3%；
- 余下总票房的 39.4%，进口分账片的片方分得 25%，发行方上缴中影集团 2.5% 的管理费，以及缴纳 16% 的进口环节税后（包括 6% 的进口增值税及 10% 的预提所得税，税基均为海外片方所得）。

余下约净票房的 8.6%（即总票房 7.9%）为分账片发行方毛利润。

图 4：进口分账票票房分账规则



数据来源：公司公告，西南证券整理

对于进口批片，片方不参与票房分账，仅获得版权费收入；发行方分账比例比较灵活，上缴中影集团相应管理费以及与版权买入方分账后，中影或华夏作为发行方获得约净票房的10%（部分影片根据票房成绩浮动、或直接约定价格）。

对于国产片，在可分账票房中，院线拿走 57%后，发行方大约能得到 5%~10%的发行费用，制片方则能得到约 30%。

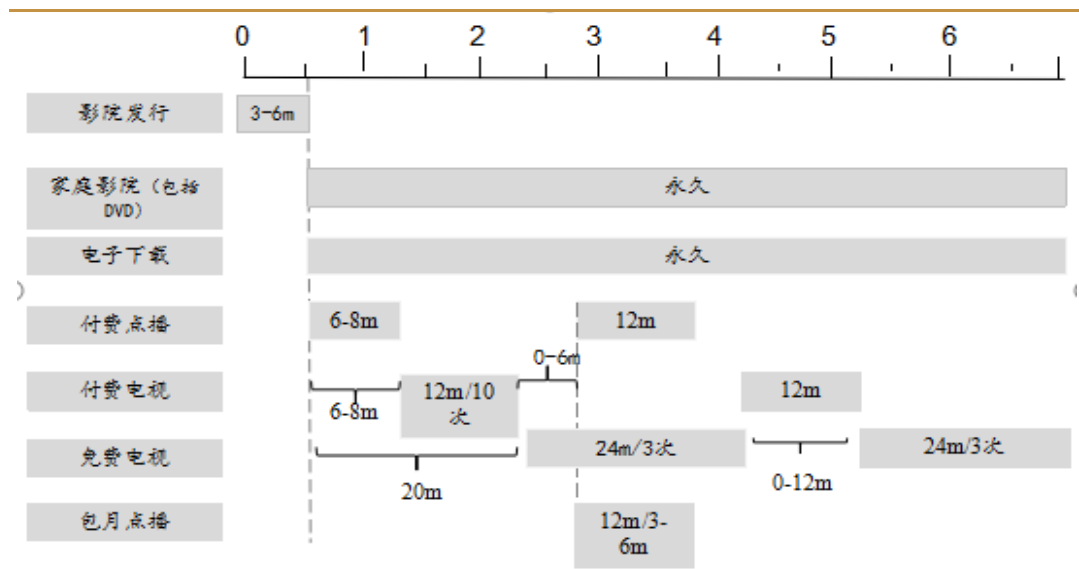
2.1.2 好莱坞票房分配：制片方和发行方话语权强于院线和影院

好莱坞六大都是集制片与发行为一体的集团公司，其影片的发行是面向全球的。在北美本土，产业链上游和院线的分账比例比较灵活，与院线达成的具体协议与电影公司的话语权强度有关。同时好莱坞电影的分账方式也很复杂，有阶梯式、保底等方式。

好莱坞电影的发行从影院、家庭影院线、付费点播、付费电视、免费电视，再到衍生品等，具有过个层次，各个层次之间存在严格的窗口期，以期实现作品的收益最大化。其中：

- 院线是第一发行渠道。一般电影公司与院线之间采取阶梯分账模式，即影片上映首周往往片方分成比例较大，一些大片片方高达 80%，随着影片上映时间增加，片方分得的比例逐渐变少，而院线则增多，但总体来看片方收入会高于院线。但对于票房不佳的影片，则会优先考虑院线收入，降低片方分成。整体来看，一部美国电影的本土票房中，电影公司分得的比例约为净票房的 40-55%，院线所得只占发行总收入的 30%不到。
- 影院播放完毕进入家庭影院市场和电子下载和市场，这块收益通常会超过票房收益，同时，发行方会将这块收益的 20%扣除分销费用后（还有约 13%）与片方分成。
- 之后是付费频道，普通电视频道以及衍生品发行等等。发行方通过向相关交易对象收取票房收入一定比例的特许费进行授权，得到的收益同样与片方进行分成。

图 5：好莱坞电影自影院发行之日起 7 年内的发行窗口期



数据来源：《好莱坞模式：美国电影产业研究》，西南证券整理

总体来说,相较于中国电影,好莱坞电影公司在产业链不仅话语权更强,而且做的蛋糕也更大:

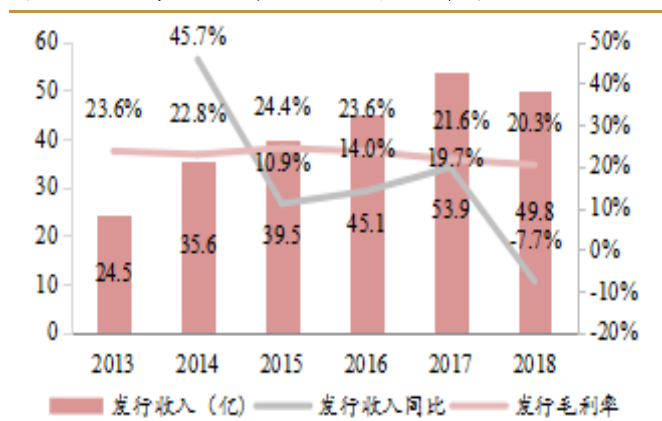
在好莱坞发行体系中,产业链上游的发行方和制片方的话语权相对下游更大,拿到的票房分成相对更多。

好莱坞的电影发行渠道更丰富、层次化更明显,大部分收入来自非院线收入。好莱坞影人通常会通过自身或第三方机构的资源,尽可能地全面开发一部影片能衍生出的各类版权收益,以真正促进实现版权收益的最大化。

2.1.3 公司进口电影发行占主导

2013 年-2017 年公司发行业务整体收入持续增长,2018 年受进口电影票房增长乏力以及国产电影表现强势影响,公司整体发行业务营收为 49.8 亿元,相较于 2017 年下降了 7.7%,毛利率也同比下降 1.3 个百分点至 20.3%。公司主导或者联合发行的进口电影的票房在全国进口电影总票房中保持较高比例。2017 年,公司主导或联合发行进口电影 109 部,实现票房 150.3 亿元,占全国进口电影票房的 62.5%。2018 年公司进口电影发行数量上升至 124 部,但票房下降约 25 亿元,占全国进口电影票房比重也下降近 4%,但仍接近 60%,占比比较高。

图 6: 公司电影发行业务营收增速与毛利率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 7: 近两年公司进口电影发行情况

时间	2016	2017	2018
公司发行数量 (部)	97	109	124
公司发行票房 (亿元)	108.6	150.3	125.0
公司发行票房占全国进口电影票房比重	57.0%	62.5%	58.7%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司发行业务市场份额较高。2014 年以来,公司主导发行和参与发行的电影总计票房大体保持稳定,近 4 年主导或参与发行的票房占同期全国票房总额的比重位于 42%-55%之间,占比较高。

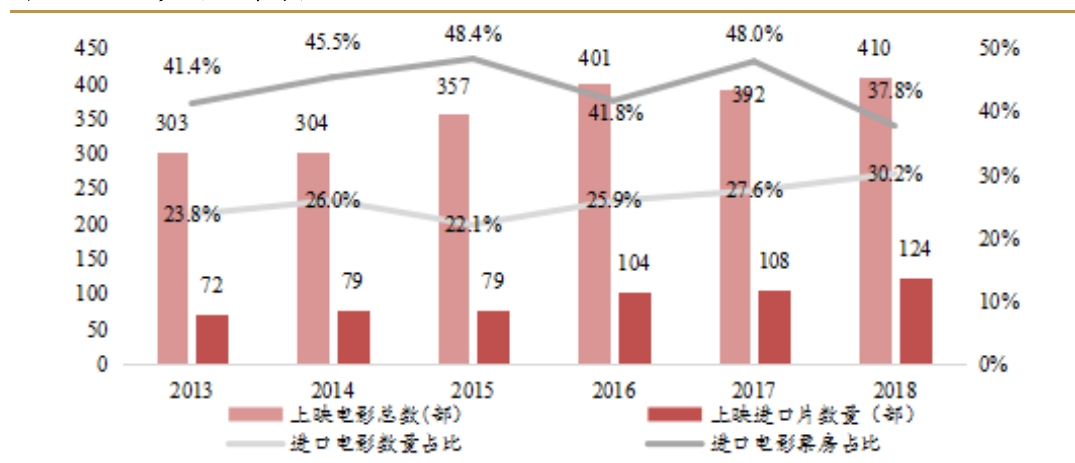
受益于高政策壁垒,公司进口电影发行仍具较强获利能力。2018 年国产电影表现突出,进口电影受此影响票房占比有所下降,为 37.9%,这主要是因为进口电影的票房结构发生变化,腰部数量下降明显所致。对比进口电影的票房结构,2018 年相较于 2017 年头部电影数量有所增加,票房在 20 亿以上及 15~20 亿的电影增加均增加了 1 部;腰部数量下降明显,票房 10-15 亿及 5-10 亿分别下降了 3 部及 4 部;尾部数量增加突出,票房不到 1 亿的小体量进口电影从 2017 年的 70 部大幅上涨 15 部至 2018 年的 85 部。

表 2：2016-2018 年我国进口电影的票房结构

	>20 亿	15-20 亿	10-15 亿	5-10 亿	1-5 亿	<1 亿
2016	0	1	1	7	26	65
2017	1	1	6	9	22	70
2018	2	2	3	5	26	85

数据来源：猫眼专业版、公司公告，西南证券整理

根据历年数据，进口电影以占总发行量 25% 的份额扛起近 50% 票房，虽然在 2018 年票房占总票房比重有所下降，但仍以 30.2% 的发行份额收获了近 40% 的票房。总体来看，相较国产电影，进口电影的吸票能力强势。

图 8：进口电影数量及票房占比


数据来源：猫眼电影，西南证券整理

截止 7 月 4 日，2019 年发行已上映的进口分账电影已达 17 部，总票房达 116.5 亿元，按照我们前文的分账计算，目前公司已经从进口电影发行业务上获取了数亿的票房分成，为公司整体利润增长提供了有效的保障。

表 3：2019 年公司已上映进口分账片

序号	发行	大陆上映时间	票房 (亿)	预测公司发行毛利 (亿)
1	爱宠大机密 2 (3D)	2019/07	-	-
2	蜘蛛侠：英雄远征 (3DIMAX)	2019/06	7.66	0.30
3	黑衣人：全球追缉 (3DIMAX)	2019/06	3.04	0.12
4	X 战警：黑凤凰 (3DIMAX)	2019/06	4.07	0.16
5	哥斯拉 2：怪兽之王 (3DIMAX)	2019/05	9.28	0.37
6	大侦探比卡丘 (3DIMAX)	2019/05	6.38	0.25
7	神奇乐园历险记 (3D)	2019/05	0.47	0.02
8	复仇者联盟 4：终局之战 (3DIMAX)	2019/04	42.40	1.67
9	雷霆沙赞！ (3DIMAX)	2019/04	2.94	0.12
10	乐高大电影 2 (3DIMAX)	2019/04	0.18	0.01
11	惊奇队长 (3DIMAX)	2019/03	10.33	0.41
12	驯龙高手 3 (3DIMAX)	2019/03	3.66	0.14

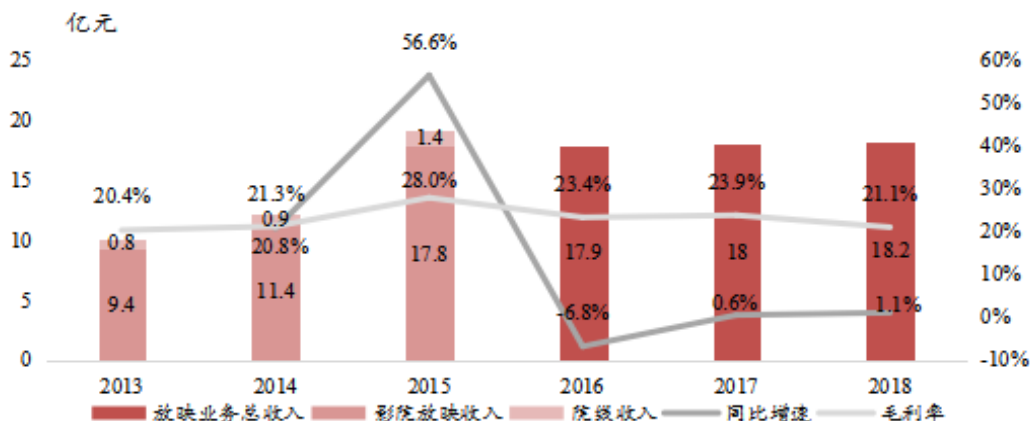
序号	发行	大陆上映时间	票房 (亿)	预测公司发行毛利 (亿)
13	阿塔利: 战斗天使 (3DIMAX)	2019/02	8.95	0.35
14	死侍: 我爱我家 (2DIMAX)	2019/01	2.86	0.11
15	密室逃生	2019/01	2.32	0.09
16	掠食城市 (3DIMAX)	2019/01	0.50	0.02
17	大黄蜂 (3DIMAX)	2019/01	11.47	0.45
	合计		116.51	4.60

数据来源: 猫眼专业版, 西南证券整理

2.2 电影放映: 参控股影院持续扩张, 院线市占率较大

公司电影放映板块业务主要有影投业务和院线业务, 其中影投业务占到该板块营收的 90% 以上, 院线收入占比不到 10%, 近年来院线分账比例已降低至约净票房的 0.5%~2%, 但院线业务为轻资产业务, 投入成本相对较低, 对于高投入的影院业务来说毛利率更高。2016 年受全国票房增速放缓影响, 公司放映业务收入下降至 17.9 亿元, 近两年保持小幅增长。由于公司持续扩张影院摊薄票房利润, 导致近几年放映板块的毛利率下滑, 2018 年下滑 2.8 个百分点至 21.1%。

图 9: 公司电影发行业务营收增速与毛利率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司影投即控股影院持续扩张。中国国际影城是公司的影投品牌, 2014 年中国国际影城拥有影院合计 102 家, 其中控股影院 89 家, 参股影院 13 家。之后参股影院数量相对稳定, 只在 2017 年新增了两家, 其余年份保持不变; 而控股影院每年新增数量保持在 8-16 家的较大扩张规模, 2018 年新增 15 家, 达到至 131 家, 参控股影院合计达到 146 家。公司旗下控股影院的银幕数量也持续增长, 2018 年为 952 块, 相较于 2017 年的 842 块增加了 110 块。2019 年, 公司计划再新增控股影院 10-15 家, 新增银幕 80-120 块。

表 4：公司影投品牌中影国际的参控股影院数量变化

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
控股影院	89	99	107	117	131	137
新增控股影院	16	10	8	10	14	6
参股影院	13	13	13	15	15	15
参控股影院合计	102	112	120	132	146	152
控股影院银幕数 (块)	637	658	-	842	952	1004

数据来源：公司公告，西南证券整理

2015 年以来，中国国际影城控股影院的票房保持在 15 亿元以上，2018 年上升为 15.89 亿元，占全国票房的 2.6%。此外，观影人次、单位票价均表现出上升趋势，但场均人次较则有所下降，这主要系在行业大影院扩张大趋势下，公司影院扩展速度快于观影人次增长速度所致。

表 5：公司控股影院整体经营情况

	票房 (亿元)	观影人次 (万人次)	场均人次 (人)	单位票价 (元)
2014	11.46	2689.6	36	33
2015	17.06	4725.2	42	33.5
2016	15.12	4625.8	33	32.6
2017	15.86	4733.1	29	32.1
2018	15.89	4836.1	26	32.2

数据来源：猫眼专业版，公司公告，西南证券整理

据猫眼数据，2018 年公司的影投品牌中国国际影城旗下有 5 家影院票房收入在 3000 万元以上，相较 2017 年的 9 家下降了 4 家。排在前十的影院合计票房在中影国际影城总体票房占比达 20.9%，较 2017 年的 24.4% 有所下降，再次印证了由于影院扩张导致票房分流，市场竞争加剧。同时从地域分布上可看出高票房影院多处于北上广深这类一线城市，而低票房影院则多分布在经济次发达城市，区域性差异明显。

表 6：2018 年中影国际影城票房表现前 10 及后 10 的影院经营情况

店名	票房 (万元)	人次 (万人)	场均人次	平均票价
前十位				
珠海华发商都店	4409.0	112.2	53	39.2
北京昌平永旺店	4035.3	101.1	62	39.8
上海合生汇店	3508.6	74.0	36	47.3
武汉光谷天河店	3500.0	123.3	64	28.3
上海长泰广场店	3482.0	82.3	36	42.2
杭州西溪印象店	2896.8	77.1	49	37.5
北京丰台千禧店	2797.5	65.6	43	41.7
深圳海口上邦店	2739.4	65.6	43	41.7
广州太阳新天地店	2664.5	70.4	50	37.8
海口上邦店	2614.7	89.2	52	29.3

店名	票房 (万元)	人次 (万人)	场均人次	平均票价
后十位				
苏州吴中区角直店	369.4	12.8	10	28.7
沈阳百联店	363.6	13.4	12	27.1
滁州 1912 店	362.1	12.9	13	27.9
镇江红豆店	350.0	12.6	9	27.7
嘉谷关天诚广场	286.0	10.7	9	26.5
惠州店	276.5	9.8	10	28.1
潍坊歌尔生活广场店	223.7	8.0	10	27.8
广州金沙洲店	64.8	2.0	13	31.8
江油宝龙店	35.0	1.2	12	27
永州春天店	31.4	1.1	6	26.5

数据来源：猫眼专业版，西南证券整理

控股院线票房市占率位于前列。截止，2018 年全国共有 48 条院线。院线票房集中度稳定上升，2018 年前十票房的院线市占率约 68%。目前公司控股了 4 条院线，参股了 3 条院线。控股院线分别为中影数字、中影南方、中影星美以及辽宁北方，2018 年票房总额为 126.3 亿元，市占率达到 22.3%，高于万达院线的 13.2%，排名第一。在这 4 条控股院线中，中影数字、中影南方和中影星美至各大院线中的市占率排名稳居 4-6 名，且中影数字和中影南方的市占率正稳步提升，辽宁北方票房市占率不到 2%。公司的 3 家参股院线分别为四川太平洋、北京新影联、江苏东方，这三家院线体量相对较小，2018 年合计票房 27.9 亿，占全国总票房 5% 不到。

表 7：公司控股院线票房情况

公司控股院线	持股比例	项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中影数字	100%	票房收入 (亿元)	7.5	11	26.9	29.41	37.1	41.3
		市占率	3.5%	3.8%	4.8%	6.5%	7.1%	7.3%
中影南方	56%	票房收入 (亿元)	15.5	19.8	31.2	32.3	38.4	42.0
		市占率	7.2%	6.7%	6.8%	7.1%	7.3%	7.4%
中影星美	60%	票房收入 (亿元)	18.4	24.5	33.8	34.4	36.7	36.3
		市占率	8.5%	8.3%	8.6%	7.6%	7.0%	6.4%
辽宁北方	50%	票房收入 (亿元)	4.9	6.1	8.4	6.76	7.2	6.7
		市占率	2.3%	2.1%	1.9%	1.5%	1.4%	1.2%
合计	-	票房收入 (亿元)	46.3	61.4	97.1	102.8	119.4	126.3
		市占率	21.5%	20.9%	22.1%	22.6%	22.8%	22.3%

数据来源：公司公告、灯塔专业版，西南证券整理

从“粗放型”逐步转向“集约型”，公司院线大力发展“软实力”。前期公司院线的发展模式主要是以占地盘为主，其一是通过院线之间的联盟合作来稳固本区域市场，如广东华影南方电影院线和广西影联影院公司整合形成中影南方新干线，稳固华东华南大区；其二是以加盟或投资建设新的影院向跨地区经济较发达地区延伸，如 2018 年公司新开业影院主要布局在上海、广州、杭州、合肥等地。

院线规模的扩大可以增大放映规模，提升市场话语权。但在信息化、智能化、网络化时代，银屏单位产出连续下降是不争的事实，“谁控制了影院，谁就控制了市场”的理念正成为过去式，靠“软实力”、品质与核心竞争力的集约化经营模式才能真正赢得市场。公司院线也从多方面发展软实力，打造核心竞争点：

- 凭借公司的综合优势，逐步强化“中影国际影城”的品牌价值；
- 通过升级技术与管理系统等方式来提升放映技术及服务质量，保持公司放映终端的竞争力；
- 加强中影云票务平台建设，以提供各类影院产品的线上购买与结算服务。根据公司公告，2018 年年末该平台已上线影院达 6031 家，实现票房近 18 亿元，卖品收入 2971 万元。

图 10：公司影投品牌中影国际影城



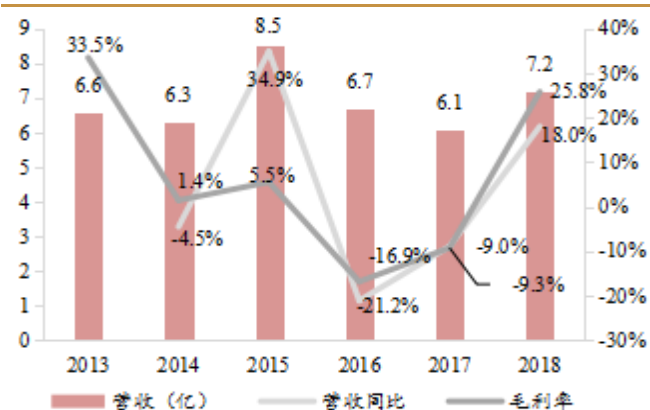
数据来源：百度，西南证券整理

2.3 制作制片：业绩波动大，主投出品爆款延续

公司的制作制片业务主要包括电影、电视剧、动画片制作以及中影数字基地，以电影制片业务为首。

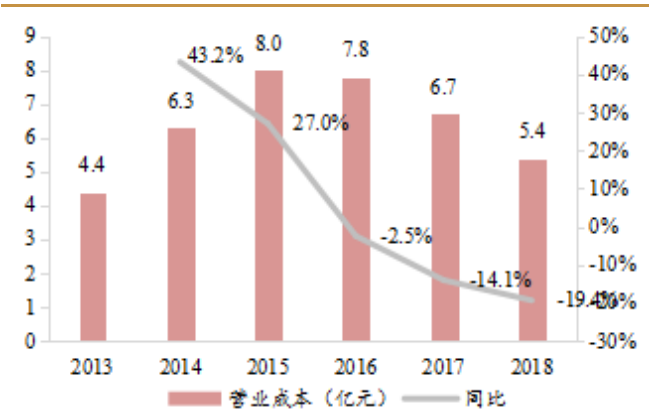
毛利率波动大，业绩不确定性强。2015 年制作制片业务营收达到 8.5 亿，同比增长近 35%，是近几年该业务板块的营收峰值，但同时因成本同比上涨 27%，毛利率仅 5.5%；2016 年因与美国合拍电影《长城》票房不达预期，导致毛利率为负数；2016-2018 年营收相较 2015 年有所下降，但同时成本下降趋势明显致毛利率稳步上升，尤其是 2018 年成本下降了近 20%，毛利率上涨到了 25.8%，是近 5 年峰值。

图 11: 公司制作制片业务营收与毛利



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 公司制片制作业务成本



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

主出品延续爆款, 暑期档票房有望持续。2017 年与 2018 年公司主导或参与出品并发行电影均为 15 部, 分别占同期全国总票房的 18.0 及 13.3%。2017 年票房过亿的电影有 6 部, 其中春节档 2 部, 暑期档 4 部, 包括联合出品票房破记录的《战狼 2》。2018 年公司出品的电影票房过亿的有 7 部, 主要集中在春节档, 其中包括了《唐人街探案 2》《捉妖记 2》, 两部分别收获票房 34.0 及 22.4 亿元, 占据公司主导出品电影票房的前两名。

截止 7 月 18 日, 2019 年上半年公司主投或参投出品的电影已有 10 部, 累计实现票房 57.4 亿元。其中主出品的《流浪地球》预计会给公司带来收益 2.7-2.8 亿元。此外公司主投影片《上海堡垒》《征途》已定档暑期档待映, 目前《上海堡垒》猫眼想看人数 9.1 万人次, 热度指数较高, 预期票房将有不俗表现。

表 8: 2017-2019 公司主投或参投出品的上映电影情况

序号	电影	上映时间	票房 (亿)	电影	上映时间	票房 (亿)	电影	上映时间	票房 (亿)
1	西游伏妖篇	2017/01	16.25	无问西东	2018/01	7.54	新喜剧之王	2019/02	6.24
2	功夫瑜伽	2017/01	17.48	谜巢	2018/01	0.5	流浪地球	2019/02	46.44
3	穆桂英挂帅	2017/04	0.05	唐人街探案 2	2018/02	33.97	梦想之城	2019/03	0.01
4	赵氏孤儿	2017/04	0.0002	捉妖记	2018/02	22.37	半边天	2019/05	0.006
5	谢瑶环	2017/04	0.01	西游记女儿国	2018/02	7.27	好小子, 好功夫	2019/05	0.01
6	中国推销员	2017/06	0.1	厉害了我的国	2018/03	4.80	耿驴二那些事儿	2019/05	2.1W
7	建军大业	2017/07	4.03	战神纪	2018/04	0.38	港珠澳大桥	2019/05	0.07
8	战狼 2	2017/07	56.38	猛虫过江	2018/06	2.03	动物出击	2019/05	0.03
9	侠盗联盟	2017/08	2.37	伊阿索密码	2018/06	0.01	妈阁是座城	2019/06	0.48
10	空天猎	2017/09	3.19	欧洲攻略	2018/08	1.53	最好的我们	2019/06	4.11
11	南哥	2017/10	0.005	出山	2018/08	0.002	小 Q	2019/07	定档待映
12	你若安好	2017/10	0.12	信仰者	2018/08	0.12	上海堡垒	2019/08	
13	六年, 六天	2017/10	0.12	摇滚小子	2018/08	0.004	征途	2019/11	
14	情比山高	2017/10	0.004	大轰炸	2018/10	0.15			
15	极致追击	2017/09	0.18	中国合伙人 2	2018/12	0.20			

数据来源: 猫眼专业版, 西南证券整理

影视基地制作作品数量猛增，一站式服务广受好评。国内影视基地大部分存在配套不齐、技术待提升等问题，整体来看还有待发展。公司拥有的中影基地是目前我国配套最为齐全，技术最高的传统影视基地之一，具备有完备的电影制作能力，以及国际领先水平的专业技术团队，积极拓展承制业务与服务模式，在人工智能修复与数字虚拟拍摄等领域拥有成熟技术，其“一站式”业务模式广受好评。2018 年基地共计为 1129 部作品提供了制作服务，相较 2017 年的 684 部上涨近一半，其中包括 779 部电影作品、78 部电视剧作品，以及 272 部纪律片、宣传片和专题片。

表 9：近 3 年公司旗下中影基地制作作品情况

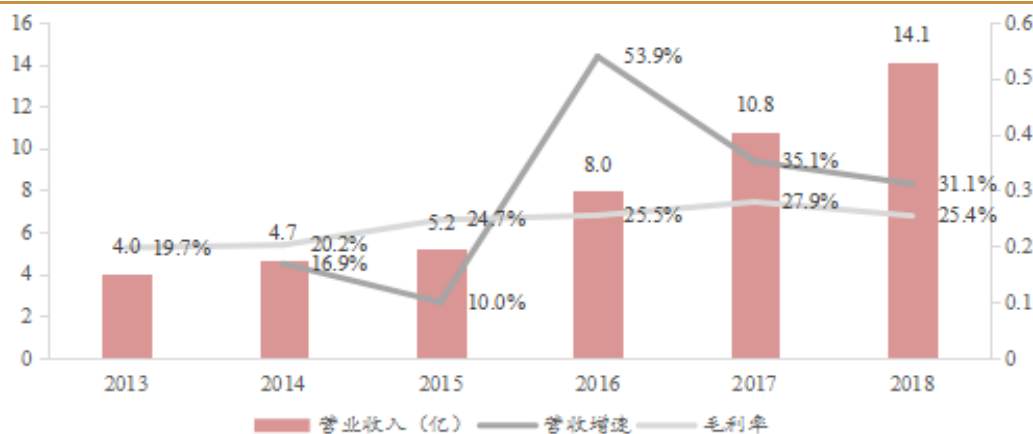
	电影	电视剧	其他	总数
2016	209	41	47	297
2017	352	34	298	684
2018	779	78	272	1129

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.4 影视服务：市场影视器材需求旺盛，公司影视服务业绩可期

公司影视服务板块业务主要包括影视器材销售和影视专业技能培训服务，影视器材销售为大头，公司的影视器材产品主要有中国巨幕系统与中影巴可数字放映机等。2013 年影视服务板块营收仅 4.0 亿元，2015 年后得到快速增长，2015-2018 年复合增速达到 39.7%，到 2018 年营收已经达到 14.1 亿元，超过 2013 年的 3.5 倍，毛利率水平在 2017 年达到新高 28% 后 2017 年有所降低，但仍维持在 25% 以上。

图 13：公司影视服务业绩情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

中国巨幕：质优价廉，需求旺盛业绩有望持续增长

- 中国巨幕铺陈数量连年增长。2018 年中国巨幕新增影厅 52 家，其中包括投入运营的 36 家以及完成安装待业的 16 家，累计投入运营影厅达 324 家，收获票房 7 亿，占据了巨幕影厅总票房的 24.4%。现今中国巨幕的、目标是扩展而非盈利。通过 5 年的发展，中国巨幕已经在中国市场站稳了脚跟。

表 10: 中国巨幕经营情况

	2015	2016	2017	2018
中国巨幕全国运营影厅数 (家)	100	192	288	324
中国巨幕人次 (万)	602	1454	1668	1752
中国巨幕票房 (亿)	2.5	5.7	6.9	7.4

数据来源: 百度、公司公告, 西南证券整理

- **高性价比是中国巨幕的核心优势。**2011 年公司与电影科研机构合作研发了中国巨幕系统, 并于 2013 年开始全面推出。目前国内市场的巨幕品牌主要有 IMAX、中国巨幕和杜比影院等, 其中前两者是相对纯粹的巨幕品牌, 而杜比影院涉及音响等其他维度, 相较而言, IMAX 与中国巨幕最具可比性。对比来看两者技上的差距不是很大, 但中国巨幕的安装成本仅约为 IMAX 一半, 并且商业模式上中国巨幕采取的一次性收费, 而 IMAX 则会参与票房分成以及收取其他类型费用, 中国巨幕具备强大的性价比优势。

表 11: 中国巨幕与 IMAX 对比

	有效画面规格	尺寸标准	安装成本	商业模式	单厅年平均票房
中国巨幕	1:1.85	20*12m	约 450 万	一次性收费	约 300 万元
IMAX	1:1.89	22*16m	约 900 万	参与票房分成及其他类型费用	61.6 万美元

数据来源: 艺恩网、公司公告, 西南证券整理

- **巨幕影厅市场需求旺盛。**2018 年全国银幕数已经超过 6 万块, 在银幕数的大幅攀升, 院线竞争加剧的同时, 观众追求高品质观影体验和放映技术的需求也与日俱增。在以观众需求和消费升级的背景下, 以巨幕厅等为代表的高端影厅迅速崛起, 迎来蓬勃发展。

对于影迷来说, 巨幕影厅不仅意味着更舒适的座椅、更明亮的画面、更震撼的声音效果, 还意味着高端观影潮流。在票房持续增长的同时, 更好的观影体验和更丰富的衍生服务成为各大院线潜在的吸金利器, 高端的观影服务, 不仅包含较高的电影票价, 还意味着消费品位的提高。一些特效电影在剧目影院的观看效果比普通影院好很多, 对比来看巨幕影院更具优势。

此外, 2018 年年末国家电影局下发的《关于加快影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》明确提出要鼓励影院投资建设, 到 2020 年扩张银幕数至 8 万块, 并且施以财政补贴促进放映技术提升等。预计这一政策将会刺激影院对放映设备的新建以及换代需求, 在消费升级需求以及政策鼓励下, 公司的巨幕业务有望持续稳健增长。

图 14: 中国巨幕影厅



数据来源: 百度, 西南证券整理

数字放映机: 增持细分龙头中影巴可, 丰富产品线。

中影巴可由 2011 年公司旗下子公司联合比利时巴可旗下两家子公司——巴可伟视、巴可中国合资成立, 公司间接持股 42%。2018 年中国电影收购中影巴可 9% 的股份, 将其纳入公司合并报表范围 (51%)。

中影巴可的主要产品为数字电影放映机, 分为 E/S/C/B 共 4 个系列。截止 2018 年底中影巴可的放映机在全国安装量达 31500 套, 市占率超 50%, 其中可搭载 ALPD 激光光源数字放映机在全国安装上线量超 13000 万套, 占全国激光放映设备总量的 90%、全国银幕总数的 20%。

表 12: 近几年中影巴可经营情况

项目	2015	2016	2017	2018 (1-7 月)
资产总额 (亿元)	8.9	12.0	99.1	9.9
营业收入 (亿元)	11.1	15.2	13.5	5.2
净利润 (亿元)	1.3	2.7	1.4	0.7

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 电影行业最大的国有舆论渠道资源

影视内容作为一种大众文化, 本身具有强大的渗透性, 对观众生活以思想均具有深刻影响。如何正确引导社会舆论走向、如何防止不正确内容的传播, 加强我国精神文明建设, 营造正确向上的内容环境, 是所有国有文化渠道共同的社会责任和使命。

3.1 上层管理机构改革驱动影视内容标准提升

继 2018 年纪念改革开放 40 周年后, 2019 又将迎来中华人民共和国成立 70 周年, 是具有重要意义的历史性节点。影视内容的相关政策亦配合这个特殊节点, 在震荡激烈的行业中, 逐步建立起新的规则。

2018 年 3 月，电影电视剧管理机构改革：在国家新闻出版广电总局广播电视管理职责的基础上组建国家广播电视总局，作为国务院直属机构；原国家新闻出版广电总局的电影管理职责划入中宣部。

表 13：2018 年电影电视剧管理机构改革

事件	主要职责
组建国家广播电视总局	拟定相关政策及落实，推进相关体制机制改革； 监管、审查广播电视与网络视听节目内容和质量； 负责广播电视节目进出口相关工作。
原广电总局的电影管理职责划入中宣部	管理电影行政事务，指导监管电影制片、发行、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； 承担电影进出口相关工作等。

数据来源：百度，西南证券整理

无论是电视剧还是电影管理机构的相关职责，均可看出影视行业愈发得到重视，其在娱乐功能基础上，也承担了更为重要的正确思想宣传责任，以及对外文化交流职责，同时影视作品的要求标准也更高了。

3.2 长效治理与短期引导相结合，影视内容要求标准进一步提升

长效治理，久久为功。近几年影视行业内容的要求标准持续提高，对内容题材的要求更加明确和细化。2018 年以来，广电总局多次发文强调规范电视剧和综艺节目题材内容，从长期调控上对影视内容予以规范管理。

2019 年影视内容的管理政策延续上一年的高标准态势，出台多个规范性文件，例如对网络影视剧的审查标准、申报备案内容作出规定；对与未成年人相关节目进行规范；以提升换证条件引导节目质量提升等等。这些政策文件从宏观层面对不同的影视内容作出不同的规范，引导其向更高标准靠近，体现出结构化管理、宏观调控的长效监管思路。

表 14：2019 年以来发布的内容监管相关政策梳理

项目名称	下发日期	下发单位	相关主要内容
《网络短视频平台管理规范》	1 月 9 日	中国网络视听节目服务协会	对平台应遵守的总体规范、账户管理、内容管理和技术管理规范提出了 20 条建设性要求。
《网络短视频内容审核标准细则》	1 月 9 日	中国网络视听节目服务协会	网络播放的短视频节目，及其标题、名称、评论、弹幕、表情包等，其语言、表演、字幕、背景中不得出现 21 个方面的具体内容。
《关于做好 2019 年度<广播电视节目制作经营许可证>和<电视剧制作许可证（甲种）>换证工作的通知》	1 月 29 日	广电总局	对换发《电视剧制作许可证(甲种)》的机构条件做出限制，特别包括对于社会效益突出、履行社会责任优秀的持证机构，可酌情放宽电视剧制作业绩要求。
《未成年人节目管理规定》	2 月 14 日	广电总局	1) 加强对未成年人节目的监督管理； 2) 不得宣扬童星效应或者包装、炒作明星子女； 3) 对未成年人参与拍摄的节目做出了详细的要求和规范。
《关于网络视听节目信息备案系统升级的通知》	2 月 15 日	广电总局	1) 系统升级，增加“重点网络影视剧信息备案系统”模块； 2) 重点网络影视剧在立项阶段和拍完都需要进行送审并自行备案

项目名称	下发日期	下发单位	相关主要内容
			3) 重点网络影视剧拍摄完成后的送审过程中, 制作机构要提供的信息包括拟播出的平台、实际投资、演员片酬等。

数据来源: 百度, 西南证券整理

短期引导, 奖惩相辅。在 2019 年 5 月 28 日第七届中国网络视听大会上, 广电总局局长聂辰席主旨演讲中指出“对于今年下半年以及未来发展, 影视行业在内容上要聚焦主题主线, 做大做强正面宣传, 努力营造庆祝新中国成立 70 周年的浓厚氛围……打造精品力作, 努力为人民提供高品质精神食粮、强化责任落实, 严格规范管理”。

在 2019 年 7 月 17 日的国家电影局在横店召开调研座谈会中, 宣部常务副部长、国家电影局局长王晓晖也指出“要坚持以人民为中心的创作导向和现实主义的创作方向, 弘扬主旋律, 推出更多提振民族精神、表现家国情怀的‘中国式大片’, ……从中华优秀传统文化、革命文化和社会主义先进文化中发掘出更多有价值、有份量的题材和素材, ……在‘精’和‘专’上下功夫, 打磨出更多思想精深、艺术精湛、制作精良的精品力作”。

可见当前, 影视内容的标准更上一层, 且宣扬传导正确价值的题材已成为影视内容的核心点。在内容标准提高背景下, 2019 年以来已经有多部电视剧被延期、撤档或下架, 主要集中在古装剧类型。

表 15: 2019 年以来部分被延期、被撤档或被下架剧集情况

作品名称	类型	播出平台	事件	播出异常可能原因
九州缥缈录	古装剧	腾讯、优酷、浙江卫视	原定 2019 年 6 月 3 日播出, 延期至今未上线	限古令
封神演义		湖南卫视	2019 年 4 月 8 日上线, 未播完情况下 6 月 3 日下架	
新白娘子传奇		爱奇艺	原定 2019 年 3 月 27 日播出, 延期至 4 月 3 日	
独孤皇后		爱奇艺、腾讯、优酷	2019 年 2 月 11 日播出, 4 月 5 日下架	
我们都要好好的	都市情感	北京卫视、芒果 TV	原定 2019 年 4 月 14 日播出, 播出当天宣布撤档, 5 月 8 日上线	参演者负面新闻
热血传奇 (原名艳势番之新青年)	血腥、青春、励志	北京卫视优酷、芒果 TV	原定 2019 年 1 月 30 日播出, 临播撤档至今未上线	内容争议
权利的游戏第 8 季第 6 集	古装奇幻	爱奇艺	原定 2019 年 5 月 20 日播出, 当天宣布延期	技术问题、内容争议

数据来源: 百度, 西南证券整理

与电视剧一样, 影片的档期也变化莫测, 目前来看, 今年的暑期档已经有两部影片被撤档, 同时多部影片档期调整。

表 16：2019 年暑期档部分影片档期调整情况

电影名称	电影类型	相关公司	上映异常事件
回到过去拥抱你	青春、奇幻	北京时代影响力、北京耀莱传媒、文投控股等	从原档期 6 月 28 日改档至 8 月 16 日
扫毒 2	剧情、动作、悬疑	银都机构、映艺娱乐等	从 7 月 19 日档期提档至 7 月 5 日
素人特工	喜剧、动作、冒险	新丽传媒、淘淘票、华夏电影、万达影视、优酷电影等	从原档期 7 月 5 日，改档 7 月 12 日
超级的我	奇幻、冒险	黑蚂蚁（上海）、和和（上海）、白马影视（上海）等	从 6 月 28 日档期撤档，新档期未定
少年的你	爱情、青春、剧情	好孩子制作公司、胖小孩影视、河南电影电视制作集团等	从 6 月 27 日档期撤档，新档期未定
伟大的愿望	喜剧、青春	内蒙古恒业牧马人影视传媒、北京恒业牧马人影视传媒、附件恒业影业、中国电影、万达影视、华谊兄弟等	从原档期 8 月 9 日提档 7 月 18 日，改名《小小的愿望》
八佰	剧情、战争、历史	华谊兄弟、北京七印象、腾讯影业、光线影业等	从 7 月 5 日档期撤档，新档期未定

数据来源：百度，西南证券整理

与此相对，一些优秀内容获扶持奖励。对新闻、动画、纪录片等“公益节目”，广电总局以扶持为主。例如 2019 年 7 月 3 日，国家广播电视总局遴选出 12 类 79 个优秀作品、人才、栏目和机构等评为 2018 年度国产纪录片及创作人才扶持项目，并以专项资金予以扶持鼓励目。2019 年一季度也有 7 个节目、75 部纪录片等被评选为优秀节目，并同样给予专项扶持资金。

目前来看以正确价值观导向为基调的电视剧、电影、综艺节目及公益类作品将获得更加有力的支持，在未来登陆院线和卫视黄金档的比例或将进一步提升。

3.3 高标准严要求下公司优势：正确舆论传导的践行者

目前，影视内容的高标准以及强调正确价值观导向类电影的政策对行业具有一定“规范力”，但相较而言，给公司带来的更多的是“支持力”。其原因在于，一方面，作为国有企业，公司至成立之初，就一直以传导正确舆论为己任，因此对影视内容的高标准政策具有较高的理解和执行能力。另一方面，随着公司制作和发行的正确价值观导向类的电影获得越来越多的商业性成功，公司在这类电影的制作和发行方面已经储备了丰富的经验。由此可见，公司一直以较高的影视内容标准作自我要求，且传导正确价值观电影已成为公司影视内容的核心角色。因此，在高标准严要求的影视内容管理政策以及强调主旋律背景下，公司竞争优势明显。

3.3.1 公司是正确舆论的重要传导担当

公司背靠中影集团，隶属广电总局，是目前最大的覆盖全产业链的国有上市影视公司，是国家正确舆论传导的践行者。也正因为公司的特殊性，在对相关影视政策的理解以及执行上具有民营企业不具备的能力，更容易配合现行政策，对其进行理解和执行。因此在当下影视内容政策的高标准严要求下，公司作为最大的电影行业国有舆论渠道资源，必然也是电影行业正确舆论传导的重要担当。

3.3.2 公司的正确舆论传导渠道基石稳固

正确价值观导向类电影作为正确舆论的重要渠道，随着市场多元化的尝试，已经逐步融合了商业性质，发展迅速。公司主导和参与出品的这种类型的电影已获得了较大的成功，累积了一套丰富经验，是公司正确舆论传导的稳固渠道。

正确价值观导向类电影是引导正确舆论的重要渠道。随着行业快速发展，电影已经成为娱乐渠道的中心，受到越来越多的关注。在新中国成立 70 周年的这一重要节点，弘扬正确民族文化，激发更强爱国热情不但是政府需求，更是社会的诉求，由此，宣传正确价值观、弘扬中国传统文化类的电影已经成为当下影视内容的重中之重。

正确价值观导向类电影正逐步得到发展。党的十八大以来，随着对正确意识形态的引导工作进一步强调，以及对于文化事业创新的加倍重视，正确价值观导向类电影得到了快速发展，不仅涌现了《战狼 2》这样收获巨量票房的正确价值观导向类电影，也出现了《十八洞村》这类制作精美、传播核心理念的精品。目前来看正确价值观导向类电影已经逐渐从严肃风格发展沉稳更具故事性的多元化风格，成功的融合了商业性质，越来越受到市场欢迎。

在中国电影票房榜中，《战狼 2》《流浪地球》《红海行动》这 3 部正确价值观导向类影片分别以 56.8 亿、46.5 亿元、36.5 亿元的票房成绩位列历史票房榜单的一、三、四名。而《湄公河行动》《智取威虎山》《天将雄师》《战狼》《中国合伙人》《建军大业》等一大批弘扬正确价值观的影片，也都在电影行业产业化以来不断引领中国电影的创作方向。

公司宣传正确价值观类作品获市场认同。有着多年制作经验累积，公司的主旋律商业片的制作和发行越来越成熟，且已经逐渐形成一套类型化的创作手法与工业化的制作流程，主导或参与出品正确价值观导向类的电影也得到了越来越多的观众认可，商业性收获显著。

如公司出品的《百团大战》《我的战争》《大唐玄奘》《建军大业》《战狼》《流浪地球》等都是商业元素和正确价值观结合较好的电影作品，也取得了很好的反响，尤其是近两年发行的《战狼 2》和《流浪地球》在票房上取得历史性成绩，口碑同样高企。具体来看，这类影片故事内容注重人性表达，贴合观众胃口，叠加爱国热潮，获评价较高；同时在宣发上施以国家口舌，对观众更具吸引力。

表 17：公司主导或者联合出品的部分主旋律电影表现

电影名称	上映年份	类型	票房（亿）	猫眼评分
流浪地球	2019	剧情、冒险	46.5	9.2
无间西东	2018	战争、爱情	7.5	8.5
厉害了，我的国	2018	纪律片	4.8	9.6
战狼 2	2017	剧情、战争、历史	56.8	9.6
建军大业	2017	剧情、历史、战争	4.0	9.1
我的战争	2016	剧情、战争、历史	0.4	8.1
勇士	2016	历史、战争、动作	0.3	5.5
百团大战	2015	战争、历史	4.1	8.5
建党伟业	2011	剧情、历史	4.1	6.9
建国大业	2009	剧情、历史	3.9	7.8

数据来源：猫眼专业版，西南证券整理

总之，随着国家对于内容行业的规范逐步深入，公司作为弘扬和传播正确舆论的排头兵，天然的优势将推动其在商业上获得更有利的竞争优势。

4 政策支持+基础扎实，公司正扬帆海外

目前，国产影视作品海外发行体量相对较小，但在政策支持下，海外发行日渐活跃。公司作为国内影视龙头，手握各类丰富资源，加之政策协助，在我国“文化自信”的大背景下，以电影为载体输出华夏文化必然是未来的大势所趋。

4.1 多项政策助国产电影“出海”

发行根据《电影管理条例》第三十四条和三十五条，国产电影出口应当根据不同情况应当由自制片的制片方、合拍片的中方、协助出口的中方协助方到海关办理电影片出口手续；参加国外电影节或电影展的，须经过国务院广播电影电视行政部门审查批准以及办理临时出口手续等。可见政策对电影的出口方没有指定，与电影进口的只能由中影集团担任引进方迥异。

国有影视企业是发行渠道主导力量

国产影视作品出海渠道主要有四种，分别为中外合拍、参加国际电影节电影展、向海外影片发行商出售版权和购买海外院线或合作建立发行渠道等。目前来看，就发行渠道而言，国有影视企业占据主导地位，最具代表性的是中国电影海外推广公司，其由公司股东中影集团联合华夏电影发行公司、中国电影制片人协会于 2006 年共同组建的中国电影海外推广公司是公益性对外交流活动主体。历年来，海推公司带领国产片进行海外发行，给国内影视机构提供国外相关信息，以及构建国产电影的海外发行网络等。海推公司目前与海外签约的影片已逾 200 部，在国产电影海外发行渠道中的领军力量。

多项政策助力国产影视作品“出海”

文化产业层面，多项政策支持国产影视文化走向国际市场。2005 年，国务院发布《关于进一步加强和改进文化产品和服务出口工作的意见》，紧接着 2006 年《关于鼓励和支持文化产品和服务出口的若干政策》出台，刺激国内影视文化产品参与国际贸易的积极性。

2009 年及 2010 年相继颁布和通过了《文化产业振兴规划》和《中共中央关于深化文化体制改革，推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》，文化产业上升为国家战略性的新兴产业，影视产品“走出去”的发展战略得到再次重申。

表 18：部分文化产业层面对影视产业“出海”的支持政策

政策名称	颁发时间	颁发部门	主要相关内容
《关于进一步加强和改进文化产品和服务出口工作的意见》	2005/11	国务院	提出促进文化产品出口，加快竞争主体建设、鼓励协同开展文化产品和服务出口、加强文化产品出口渠道建设等意见
《关于鼓励和支持文化产品和服务出口的若干政策》	2006/11	财政部	鼓励和支持文化企业参与国际竞争，鼓励企业从事文化出口、削减版权银金属量和指标、支持设立海外营销机构、专项资金支持作品翻译等
《关于金融支持文化出口的指导意见》	2009/04	商务部 文化部 广电总局等	利用个机构及进出口银行的市场优势和资金优势，重点支持文化企业和项目“走出去”
《文化产业振兴规划》	2009/07	国务院	落实国家鼓励和支持文化产品和服务出口地优惠政策，在市场开拓、技术创新、海关通关的呢过方面给予支持

数据来源：猫眼专业版，西南证券整理

在影视产品层面，支持政策更为具体。政府在 2000 年就提到要出台“文化产业政策”，2001 年，广电总局颁布《关于广播影视“走出去工程”的实施细则》，国产影视产品出口扶持政策正式启动。

在这之后多项政策相继出台对影视产品出海予以支持，主要表现为财政支持：通过专项资金对影视产品的翻译工作予以资助，对优秀国产影片的海外推广工作予以奖励，对影视服务、离岸服务外包等出口服务适用增值税零税率政策等。

在 2019 年 7 月 17 日在国家电影局在横店召开的调研座谈会上，中宣部常务副部长、国家电影局局长王晓晖同样也指出了“要推动中国电影走向国际市场，研究电影国际化的实现路径，多使用国际化表达，加大翻译推广力度，努力擦亮中国电影国家名片”。可见电影出海得到的政策支持力度将会更大。

表 19：部分针对影视产品“出海”的支持政策/法律

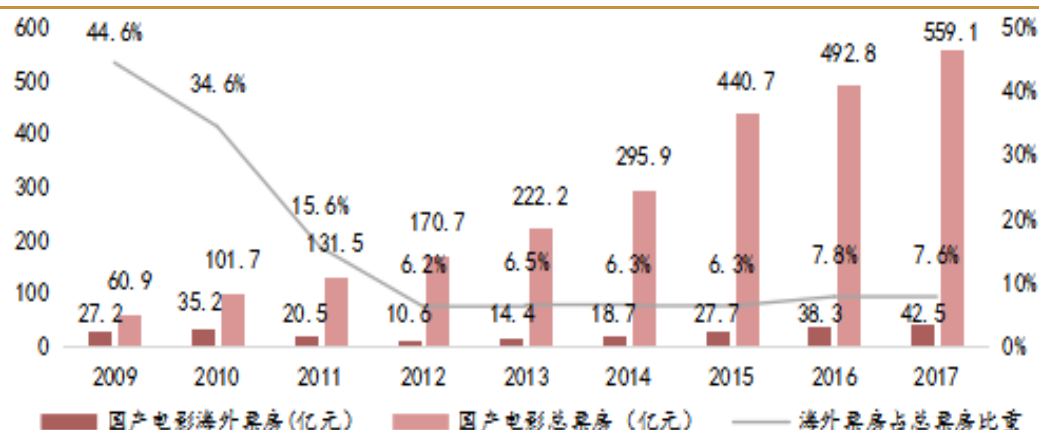
政策名称	颁发部门	颁发时间	主要相关内容
《关于广播影视“走出去工程”的实施细则》	广电总局	2001/12	对广播影视“走出去工程”的方式、渠道、主体、机构布局等方面给出细则指导。
《国产影片出口奖励暂行办法》	广电总局	2009/02	对符合条件的国产影片或合作拍摄的出口影片，按票房收入或合同销售而予以奖励
《关于影视等出口服务适用增值税零税率政策的通知》	财政部、国家税务总局	2015/10	进一步鼓励服务出口，决定对影视服务、离岸服务外包等出口服务适用增值税零税率政策
《关于遴选优秀影视作品进行译制资助有关事宜的通知》	广电总局	2015/08	在全国范围内遴选优秀电视剧、电影、动画片和纪录片进行译制资助
《关于奖励优秀国产影片海外推广工作的通知》	国家管委会	2016/03	优秀影片在海外电影市场取得的票房收入，折算人民币达到或超过 100 万元的，对中方单位给予奖励
《电影产业促进法》		2016/11	鼓励优质国产影片参加境外的电影节（展）输出海外；明确规定国家应该以多种方式对走出去的优秀电影的外语译制给予一定的资金和政策支持与推广

数据来源：广电总局官网、中国电影放映协会官网、百度等，西南证券整理

4.2 国产电影海外发行缓慢推进，合拍片为绝对主力

国产电影海外发行缓慢推进。最近 10 年，中国电影海外票房经历了萧条，现正进入缓慢回升阶段。2010 年共有 17 家制片单位在海外销售 47 部影片，包括《功夫梦》、《叶问 2》、《锦衣卫》、《十月围城》等。在 2010 年国产影片海外总票房达到相对较高的 35.2 亿元人民币（占总票房 34.6%）后，2011 年-2014 年中国电影海外票房收入陷入低谷，最低时期传的 2012 年仅 10.6 亿（占总票房 6.2%），至 2015 年才相对大幅增长了 9 亿，但总额也有 27.7 亿，2017 年相较上年仅增长 4.2 亿，达到 42.5 亿，占总票房 7.6%，增长相对缓慢。

图 15: 近 10 年中国电影海外成绩



数据来源: 知网, 西南证券整理

合拍电影对中国电影在海外的传播起着关键作用。2008-2018 年的国产电影海外票房榜 TOP10 全部由合拍电影构成。在所有合拍地区中, 美国占据主要地位, TOP4 均为与美国合拍, 前 6 中则占据 5 席, 这些电影均有中国演员参演、中国公司参投, 且这些电影的海外票房均在 1 亿美元以上。从类型上来看, 这些电影几乎没有脱离“动作”元素, 类型比较单一。从时间分布来看, 这些电影 2011 年到 2015 年期间上映的仅有 1 部, 多为 2011 年之前及 2016、17 年上映。

在所有合作国家/地区中, 美国公司占据主要地位。根据《2003—2017 年: 中国电影的海外商业发行》的整理, 与美国合拍的电影在中国电影海外票房 TOP30 及 TOP100 中有 11 部及 15 部, 但承担了总票房的 66.2% 及 62.1%。从另一个角度来看, 2011 年-2015 年期间, 中美没有合拍大片推出, 而这几年恰好是中国电影海外票房收入陷入低谷时期, 也侧面印证了国产电影出海对合拍方式有着较大依赖。

表 20: 2008 年以来国产电影海外票房榜 TOP10

排名	上映时间	名称	类别	类型
1	2008	《木乃伊: 龙帝之墓》	中美合拍	动作、冒险、奇幻
2	2016	《功夫熊猫 3》	中美合拍	动画、动作、冒险
3	2010	《功夫梦》	中美合拍	剧情、动作
4	2017	《长城》	中美合拍	剧情、冒险、奇幻
5	2009	《赤壁(下)》	内地日韩港台合拍	剧情、动作、战争
6	2008	《功夫之王》	中美合拍	动作、冒险、爱情
7	2008	《赤壁(上)》	内地日韩港台合拍	剧情、动作、战争
8	2017	《英伦对决》	中英合拍	剧情、动作
9	2012	《十二生肖》	内地香港合拍	动作、冒险、喜剧
10	2016	《美人鱼》	内地香港合拍	喜剧、爱情、科幻

数据来源: 知网、猫眼专业版, 西南证券整理

综上, 国产电影出海的票房成绩在 2010 年达到历史高度后出现缓慢下降, 但在合拍片的加持下, 2014 年后又有恢复缓慢增长态势, 国外票房在总票房中的占比也正逐步扩大, 国产片的海外推广正变得越发重要。

4.3 基础扎实经验丰富，出海扬帆正当时

公司作品出海势头渐起。公司的海外发行业务主要由子公司执行，中影海推公司承担着公司海外发行业务的各方面工作。在 2008 年以来的国产电影海外票房榜 TOP10 中，公司及集团母公司参与制作或出品的电影占到 6 部，且在前 4 部中就有 3 部为公司参与出品，可见公司在合拍片中不仅参与率高，而且成绩斐然。

表 21：2008 年以来国产电影海外票房榜 TOP10 公司的参与情况

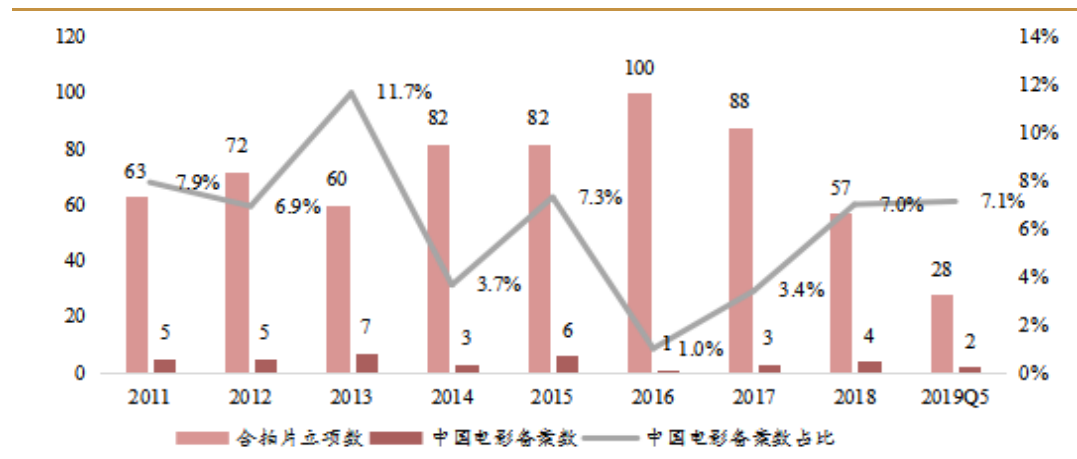
排名	上映时间	名称	相关国内制片和出品公司
1	2008	《木乃伊：龙帝之墓》	相对论传媒
2	2016	《功夫熊猫 3》	中国电影、梦工场动画
3	2010	《功夫梦》	中影集团
4	2017	《长城》	中国电影、乐视影业
5	2009	《赤壁（下）》	狮子山、北京电影、中影集团
6	2008	《功夫之王》	华谊兄弟
7	2008	《赤壁（上）》	博纳影业、狮子山、北京电影、中影集团
8	2017	《英伦对决》	万达影视、耀莱传媒
9	2012	《十二生肖》	成龙影业、东阳一房子、
10	2016	《美人鱼》	中国电影、澳飞影业、象山泽悦

数据来源：知网、猫眼专业版，西南证券整理

根据公司公告，目前公司已与好莱坞六大、韩国希杰、日本角川等数百家国外著名电影企业建立了紧密合作关系，并且逐步加大海外宣传力度。2018 年，公司携出品影片参加了 42 个国内外电影节（展），并获得共计 56 个提名或奖项。截止 2018 年，公司的“中影剧场”已签约海外 110 家电视频道，并已在其中 100 家实时播出。

此外公司也积极储备新项目，根据广电总局的电影备案公示目录，公司每年均有备案并通过审查的合拍片项目，且除 2016 年外，每年均保持在 3 部以上。2018 年全国共有 57 部合拍片备案并成功立项，公司就有 4 部，占比达 7% 以上。2019 年截至 5 月上旬，公司已备案 2 部，分别为《好小子、好功夫》《士为知己者》。

图 16：2011 年以来公司的电影备案立项情况



数据来源：广电总局官网，西南证券整理

公司承担这中国文化海外宣传者角色。公司积极向外推广正确加指导向类电影,例如《建军大业》《大唐玄奘》《南京!南京!》等。2018年5月,在第七十一届戛纳国际电影节上举行了电影《南哥》与美国TriCoast Worldwide公司签约全球发行仪式。根据合同,影片以保底发行,十年分账的形式卖出版权,电影《南哥》也为中国电影的海外推广,尤其是正确价值导向类电影的海外推广提供了可资借鉴的成功的范例。

公司在影视作品的国际交流活动中承担重要角色,例如2018年,为配合国家“走出去工程”,公司出访了波兰,波兰电影家协会特别举办了“中国现代电影周”,期间放映了《狼图腾》《大唐玄奘》《我的战争》《飞跃老人院》等10部有代表性的中国现代影片,在当地产生较大影响,其中公司出品的影片《伊阿索密码》获得波兰电影家协会颁发的“最佳长片”奖。在同年11月,公司又主办了“波兰电影周”展映活动增进两国文化交流。

可见,拥有国企背景,公司在影视作品的海外推广工作中不仅带有商业性质,也承担了中国文化宣传的角色。随着近几年海外推广工作的逐步推进,公司也积累了海外推广的经验、资源等,这为以后工作的进一步展开打下了基础。

综上,我们认为在影视作品海外推广越发重要背景下,公司自身拥有丰富经验、雄厚实力以及担任着国家舆论渠道的正确价值观践行者角色,加之政策对影视作品“出海”的扶持,公司的“海推”业务有望得到进一步扩张。

5 盈利预测与估值

核心假设:

- 1) 目前的进口电影管理制度不发生改变,电影发行业务经营稳定,未来三年发行业务营收复合增速达11.89%,毛利率保持在20%以上水平;
- 2) 影视器材需求稳定增长,预计未来3年影视服务营收增速分别为25%、20%和20%,毛利率维持在26%左右;
- 3) 目前的电影分账规则不发生改变,短期内不出现可替代性观影方式。

表 22: 分业务盈利预测

单位:百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
电影发行	收入	4977.1	5723.7	6696.7	8036.1
	yoy	-7.7%	15.0%	17.0%	20.0%
	毛利率	20.3%	22.0%	22.0%	22.0%
电影放映	收入	1822.8	1859.2	1933.6	2030.3
	yoy	1.4%	2.0%	4.0%	5.0%
	毛利率	21.1%	21.0%	21.0%	21.0%
影视服务	收入	1412.6	1765.8	2118.9	2542.7
	yoy	31.1%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	25.4%	26.9%	25.9%	26.2%
影视制作	收入	722.7	858.6	987.4	1135.5
	yoy	17.8%	40.0%	15.0%	15.0%

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	毛利率	25.8%	30.0%	25.0%	25.0%
其他业务	收入	102.5	102.5	112.0	112.0
	yoy	-	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	71.6%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	收入	9037.7	10309.8	11848.7	13856.6
	yoy	0.6%	14.1%	14.9%	16.9%
	毛利率	22.3%	23.8%	23.2%	23.2%

数据来源: Wind, 西南证券

费用方面:

销售费用: 我们选取过去三年的均值, 预计 2019-2021 年占营业收入的比重分别为 1.52%、1.61%、1.56%;

管理费用: 我们选取过去三年的均值, 预计 2019-2021 年占营业收入的比重分别为 5.69%、5.57%、5.51%;

所得税率取加权平均值, 预计 2019-2021 年占税前利润的比重分别为 21.44%、20.54%、20.99%。

预计 2019-2021 年中国电影归母净利润分别为 13.18 亿、14.62 亿、16.87 亿。目前院线公司整体估值在 20 倍左右, 我们选取万达电影、横店影视、上海电影、金逸影视、光线传媒作为可比公司, 考虑到中国电影特殊的背景和类牌照业务, 我们给予公司 20% 的行业估值溢价, 给予公司 25 倍的估值目标, 对应 2019 年市值为 329 亿, 目标价 17.75 元, 维持“买入”评级。

表 23: 可比公司相对估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002739.SZ	万达电影	16.91	0.74	0.72	0.81	29.70	23.57	20.81
603103.SH	横店影视	14.69	0.71	0.55	0.62	31.50	26.78	23.80
601595.SH	上海电影	14.57	0.63	0.71	0.85	19.44	20.52	17.14
002905.SZ	金逸影视	15.25	0.59	0.64	0.81	22.16	23.81	18.74
300251.SZ	光线传媒	7.78	0.47	0.27	0.32	16.23	28.50	24.03
均值						23.81	24.64	20.90
中值						22.16	23.81	20.81

数据来源: Choice 一致性预测, 西南证券 (数据截至 2019.7.19)

6 风险提示

- 1) 发行政策改变的风险;
- 2) 电影银幕增长不及预期的风险;
- 3) 进口电影发展不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9037.70	10309.78	11848.66	13856.59	净利润	1621.77	1430.84	1586.59	1830.37
营业成本	7023.65	7855.12	9095.70	10635.09	折旧与摊销	657.60	337.79	337.79	337.79
营业税金及附加	115.44	125.78	148.11	177.36	财务费用	-87.95	-117.52	-130.19	-141.51
销售费用	152.35	157.20	190.20	216.85	资产减值损失	62.82	45.76	51.77	55.56
管理费用	478.21	547.14	628.19	734.88	经营营运资本变动	-1418.55	135.96	-133.09	-181.07
财务费用	-87.95	-117.52	-130.19	-141.51	其他	-272.37	-172.35	-206.50	-166.20
资产减值损失	62.82	45.76	51.77	55.56	经营活动现金流净额	563.32	1660.48	1506.37	1734.94
投资收益	647.79	116.55	122.38	128.50	资本支出	-362.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4.50	116.55	122.38	128.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-366.73	116.55	122.38	128.50
营业利润	2005.95	1812.86	1987.28	2306.84	短期借款	136.25	-136.25	0.00	0.00
其他非经营损益	12.36	8.47	9.52	9.84	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2018.31	1821.33	1996.80	2316.68	股权融资	0.00	300.00	0.00	0.00
所得税	396.54	390.49	410.21	486.31	支付股利	-608.64	-298.96	-263.76	-292.47
净利润	1621.77	1430.84	1586.59	1830.37	其他	-243.79	146.45	130.19	141.51
少数股东损益	126.98	112.03	124.23	143.32	筹资活动现金流净额	-716.19	11.24	-133.57	-150.96
归属母公司股东净利润	1494.79	1318.80	1462.36	1687.05	现金流量净额	-520.04	1788.27	1495.17	1712.47
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	7357.41	9145.68	10640.85	12353.32	成长能力				
应收和预付款项	2068.11	2332.95	2690.58	3146.95	销售收入增长率	0.55%	14.08%	14.93%	16.95%
存货	1795.29	2023.12	2380.41	2765.77	营业利润增长率	31.86%	-9.63%	9.62%	16.08%
其他流动资产	395.32	450.97	518.28	606.11	净利润增长率	42.75%	-11.77%	10.89%	15.37%
长期股权投资	654.95	654.95	654.95	654.95	EBITDA 增长率	24.36%	-21.06%	7.96%	14.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2589.71	2313.56	2037.40	1761.25	毛利率	22.28%	23.81%	23.23%	23.25%
无形资产和开发支出	704.32	678.90	653.47	628.05	三费率	6.00%	5.69%	5.81%	5.85%
其他非流动资产	771.95	735.73	699.52	663.30	净利率	17.94%	13.88%	13.39%	13.21%
资产总计	16337.06	18335.84	20275.46	22579.69	ROE	13.50%	10.59%	10.70%	11.18%
短期借款	136.25	0.00	0.00	0.00	ROA	9.93%	7.80%	7.83%	8.11%
应付和预收款项	2594.24	3165.51	3628.69	4204.40	ROIC	39.87%	29.48%	33.72%	38.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.50%	19.72%	18.52%	18.06%
其他负债	1590.85	1659.98	1813.59	2004.21	营运能力				
负债合计	4321.34	4825.49	5442.28	6208.61	总资产周转率	0.57	0.59	0.61	0.65
股本	1867.00	1867.00	1867.00	1867.00	固定资产周转率	3.60	4.41	5.74	7.76
资本公积	4271.53	4521.53	4521.53	4521.53	应收账款周转率	6.10	6.54	6.56	6.61
留存收益	5097.97	6117.82	7316.42	8711.00	存货周转率	4.52	4.03	4.10	4.12
归属母公司股东权益	11173.75	12556.35	13754.95	15149.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.34%	—	—	—
少数股东权益	841.97	954.00	1078.23	1221.55	资本结构				
股东权益合计	12015.72	13510.35	14833.18	16371.08	资产负债率	26.45%	26.32%	26.84%	27.50%
负债和股东权益合计	16337.06	18335.84	20275.46	22579.69	带息债务/总负债	3.15%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.20	3.37	3.41	3.42
					速动比率	2.70	2.88	2.91	2.92
					股利支付率	40.72%	22.67%	18.04%	17.34%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	2575.60	2033.13	2194.88	2503.13	每股收益	0.80	0.71	0.78	0.90
PE	17.50	19.83	17.89	15.50	每股净资产	5.98	6.73	7.37	8.11
PB	2.34	2.08	1.90	1.73	每股经营现金	0.30	0.89	0.81	0.93
PS	2.89	2.54	2.21	1.89	每股股利	0.33	0.16	0.14	0.16
EV/EBITDA	7.21	8.51	7.20	5.63					
股息率	2.33%	1.14%	1.01%	1.12%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	13013130110	13013130110	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	15213310661	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn