

电影产业龙头公司，业务板块覆盖全产业链

——中国电影(600977)公司深度分析

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 乔琪

qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

证券研究报告-公司深度分析

增持(首次)

市场数据(2019-10-16)

发布日期: 2019年10月17日

收盘价(元)	13.92
一年内最高/最低(元)	21.82/10.50
沪深300指数	3922.69
市净率(倍)	2.33
流通市值(亿元)	259.89

基础数据(2019-6-30)

每股净资产(元)	6.22
每股经营现金流(元)	0.94
毛利率(%)	23.90
净资产收益率-摊薄(%)	5.87
资产负债率(%)	32.96
总股本/流通股(万股)	186700/56500
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- 从电影市场内容端来说, 2019年国内电影市场出现了3部票房40亿以上的影片, 并有4部影片进入内地总票房前10, 头部影片的质量和观影人次都有所提升。市场对于优质内容的需求未见明显下滑的痕迹, 景气度依然较为理想。

从渠道端来说, 虽然2019年票房和观影人次有望实现同比增长, 但在银幕增长速度高于票房增速的环境下, 单银幕票房下滑的趋势还没有出现明显的短期逆转的迹象, 我们认为仍需要从中长期的角度来看待渠道端的发展。

- 从公司业务的角度来说, 四大主营业务板块基本能够覆盖电影行业的上下游的全产业链, 与国内电影市场的内容端与渠道端发展都有较为紧密的联系。

- 电影发行业务: 发行业务是公司的收入与利润的核心。公司在电影发行领域拥有比较强的实力和话语权, 尤其是在进口影片的发行上更是具备极强的政策壁垒。公司主导或参与发行的国产影片票房能够占到全年国产票房的40%-50%左右, 主导或参与发行的进口影片的票房占比更是能够达到60%。

- 电影放映业务: 公司控股的院线公司在国内院线公司排名中位居前列, 中影数字、中影南方以及中影星美三家院线公司市占率合计基本能够维持在20%左右, 是院线行业的龙头之一。公司旗下控股影院的单银幕票房产出也高于全国平均水平60%左右, 经营效率优势明显。

- 电影制片业务: 公司主导或参与制作的《捉妖记2》、《唐人街探案2》、《流浪地球》等爆款电影票房表现十分优异, 春节档影片《流浪地球》的票房超过了40亿元, 开创了国内硬科幻电影的先河并排在国内电影票房排行榜第三位, 实现了口碑与票房的双赢。除了商业影片之外, 公司还兼顾主旋律影片的制作, 电影《建军大业》、《建国大业》、《建党伟业》以及纪录片《厉害了我的国》等影片不仅在内容上宣传了爱国精神, 也在商业表现上创造了良好的票房。我们认为, 在当前国家提倡创作主流价值观内容的大环境下, 加上已经有多部在表现手法上实现多元化, 在商业上也取得了良好回报的主旋律影片出现, 公司能够凭借优秀的制作水平和对主流价值观的把握, 未来在主旋律影片的领域持续发力。

- 影视服务业务: 公司目前拥有多项与影视相关的先进设备技术, 包括中国巨幕、中影巴可放映机、中影光峰激光数字放映机、银幕、座椅、

影院管理系统、售票系统、数字电影运营服务技术支撑平台等。我们认为，在影院竞争压力日益增大的市场环境中，观影体验是影院的核心竞争力之一，加上国家鼓励影院对放映环境和设备设施进行升级改造，采用资金支持的方式鼓励影院安装巨幕系统，激光放映机等先进设备。公司将有望受益于影院对于设备的更换升级需求。

- 预计公司 2019-2020 年 EPS 为 0.73 元/0.83 元，按 2019 年 10 月 16 日 13.92 元收盘价，对应 PE 分别为 19.1 倍与 16.8 倍。首次覆盖并给予“增持”评级。

风险提示：电影票房增速不及预期；影视项目表现不及预期；银幕数继续维持高增长；行业竞争加剧。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,988	9,038	9,950	10,987	11,963
增长比率(%)	14.6	0.6	10.1	10.4	8.9
净利润(百万元)	965	1,495	1,359	1,550	1,691
增长比率(%)	5.2	54.9	-9.1	14.1	9.1
每股收益(元)	0.52	0.80	0.73	0.83	0.91
市盈率(倍)	26.9	17.4	19.1	16.8	15.4

资料来源：贝格数据，中原证券

内容目录

1. 股东国资背景强大	5
2. 覆盖全产业链的影视公司	6
2.1. 制片业务：挖掘主旋律影片的商业价值	7
2.2. 发行业务：公司主要的收入与利润来源，政策壁垒优势明显	8
2.3. 电影放映业务：控股院线市占率居前	10
2.4. 影视服务：影视器材业务有望受益于影院更新换代需求	12
3. 头部影片需求旺盛，银幕数持续高增，尚需耐心等待银幕产出拐点	14
3.1. 国庆档带动下，票房由负增长转回正增长	14
3.2. 全年平均票价上涨明显	15
3.3. 高票房影片数量增多，头部影片需求未见明显下降	16
3.4. 院线竞争格局稳定，头部影投市占率小幅下滑	17
3.5. 银幕数量继续增加，单银幕产出拐点短期难现	18
4. 经营业绩稳健，整体风险较低	20
4.1. 营业收入与净利润稳步增长	20
4.2. 发行业务是主要收入与毛利来源，放映业务受市场环境的影响较大	21
4.3. 毛利率总体稳定，费用率持续改善	22
4.4. 货币资金充沛，债务与商誉风险低	23
4.5. 投资建议与盈利预测	24
4.6. 风险提示	25

图表目录

图 1：中国电影上市前股权结构	5
图 2：公司四大业务板块	6
图 3：影视制片制作业务营收、同比增幅与毛利率情况	8
图 4：电影发行营销业务营收、同比增幅与毛利率情况	10
图 5：电影放映业务收入、增幅以及毛利率情况	12
图 6：影视服务业务营收、增长率以及毛利率情况	13
图 7：2011-2019 年 9 月国内电影市场票房收入与同比增幅（含服务费）	14
图 8：2011-2019 年 9 月国内电影市场观影人次与同比增幅（亿次）	15
图 9：国内电影市场平均票价	16
图 10：2011-2018 年国内银幕数量及增幅	19
图 11：2011-2018 年国内单银幕产出票房及增幅	19
图 12：13-19 年 H1 公司营收增幅	20
图 13：13-19 年 H1 公司净利润增幅	20
图 14：13-19H1 年公司业务营收占比	21
图 15：13-19H1 年公司业务毛利占比	21
图 16：公司各项业务毛利率	22
图 17：公司毛利率与净利率	22
图 18：公司主要费用率	23
图 19：公司货币资金账面余额（亿元）	23
表 1：公司十大股东（2019 年中报）	6

表 2: 2019H1 公司主导或参与出品并投放市场的电影作品 TOP5.....	7
表 3: 公司主导或参与发行影片票房占比	9
表 4: 公司广告营销业务签约情况	10
表 5: 公司控股院线票房收入	11
表 6: 公司影院数量	11
表 7: 公司控股影院单银幕产出	11
表 8: 2018-2019 票房收入 TOP10.....	16
表 9: 国内票房排行榜 TOP10	17
表 10: 2016-2019 年国内院线市占率 TOP10.....	17
表 11: 2016-2019 年国内影投市占率 TOP10.....	18
表 12: 影视公司负债与商誉情况 (2019H1)	24

1. 股东国资背景强大

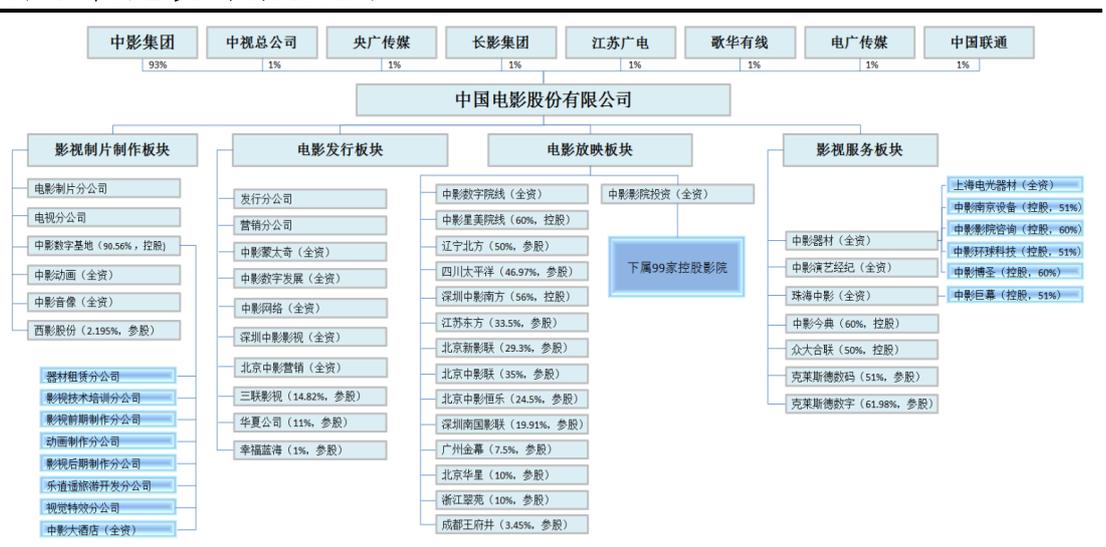
中国电影股份有限公司（简称“中国电影”）是经中共中央宣传部、国家新闻出版广电总局批准，由中影集团联合中视总公司、央广传媒、长影集团、江苏广电、歌华有线、电广传媒、中国联通等7家单位共同出资发起设立的股份有限公司。

公司成立于2010年12月并于2016年8月正式在上海证券交易所上市，业务基本覆盖了影视制片制作、电影发行营销、影视服务和电影放映等与电影有关的全产业链布局。

公司上市前最大的股东为中影集团，持股比例高达93%，其余7家单位分别持有公司1%的股份。中影集团前身为成立于1951年的中国电影发行放映公司（中国电影输出输入公司），于1992年更名为中国电影发行放映输出输入公司，1995年更名为中国电影公司。1998年，经广电总局、国家经济贸易委员会、财政部等政府部门批复，以中国电影公司为集团母公司，北京电影制片厂、中国儿童电影制片厂、中国电影合作制片公司、中国电影器材公司、北京电影洗印录像技术厂等公司作为子公司，电影频道作为其他成员单位，共同组建中国电影集团公司。

公司的股东基本都是国有资产背景，中影集团隶属于国家新闻出版广电总局，中视总公司股东为中央电视台，央广传媒股东为中央人民广播电台，长影集团出资人为吉林省人民政府，江苏广电出资人为江苏省人民政府，歌华有线实控人为北京广播电视台，电广传媒控股股东为湖南广播电视产业中心，中国联通股东为国务院国有资产监督管理委员会。

图 1：中国电影上市前股权结构



资料来源：公司公告，中原证券

而在公司上市后，公司股权结构也相应发生了变化，引入了证金公司、全国社会保障基金理事会和公众投资者等作为公开发行股票后的新晋股东。虽然上市后中影集团的持股比例被压缩至67.36%，但仍占据绝对控股地位。

截止至2019年8月9日，公司首次公开发行的股票已经全部解禁，目前公司所有股份均

为流通股，不再有限售股。

表 1: 公司十大股东 (2019 年中报)

排名	股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)	股本性质
1	中国电影集团公司	1,257,682,500	67.36	A 股流通股
2	中国证券金融股份有限公司	44,371,120	2.38	A 股流通股
3	全国社会保障基金理事会转持二户	44,317,500	2.37	A 股流通股
4	香港中央结算有限公司 (陆股通)	15,636,719	0.84	A 股流通股
5	中国联合网络通信集团有限公司	13,523,500	0.72	A 股流通股
6	中国国际电视总公司	13,523,500	0.72	A 股流通股
7	长影集团有限责任公司	13,523,500	0.72	A 股流通股
8	央广传媒发展总公司	13,523,500	0.72	A 股流通股
9	中国人寿保险股份有限公司 - 分红 - 个人分红 - 005L - FH002 沪	11,840,762	0.63	A 股流通股
10	全国社保基金一零五组合	8,247,883	0.44	A 股流通股
合计		1,436,190,484	76.90	

资料来源: Wind, 中原证券

注: “股本性质”一栏是根据 8 月限售股解禁情况统计, 并非按照中报披露的信息

2. 覆盖全产业链的影视公司

公司目前主营业务覆盖影视制片制作、电影发行营销、影视服务和电影放映四大业务板块, 实现了从上游的影视制作、中游的发行营销到下游的电影放映的全产业链覆盖, 是国内较为稀少的能够覆盖影视全产业链的公司之一。

图 2: 公司四大业务板块



资料来源: 公司公告, 中原证券

2.1. 制片业务：挖掘主旋律影片的商业价值

公司影视制片制作业务板块主要包括影视制片业务与影视制作业务。

其中影视制片业务包括对电影、电视剧、网剧、网大以及动画片的制作。公司通过制片分公司开展电影的制片业务；通过电视剧分公司开展电视剧、网剧制片业务；通过中影动画开展动画片制片业务；通过演艺经纪公司开展签约艺员的网剧制片业务。

上半年由公司主导或参与出品并投放市场的各类影片共 9 部，累计实现票房 57.57 亿元，占全国同期影片票房总额的 40.78%，其中《流浪地球》票房 46.55 亿元、《新喜剧之王》票房 6.25 亿元、《最好的我们》票房 4.00 亿元。

表 2: 2019H1 公司主导或参与出品并投放市场的电影作品 TOP5

片名	上映时间	出品方式	票房(万元)
流浪地球	2019 年 2 月 5 日	主投出品	465,528.37
新喜剧之王	2019 年 2 月 5 日	参投出品	62,449.40
最好的我们	2019 年 6 月 6 日	主投出品	39,991.88
妈阁是座城	2019 年 6 月 14 日	参投出品	4,919.75
巧虎大飞船历险记	2019 年 6 月 1 日	参投出品	2,262.83

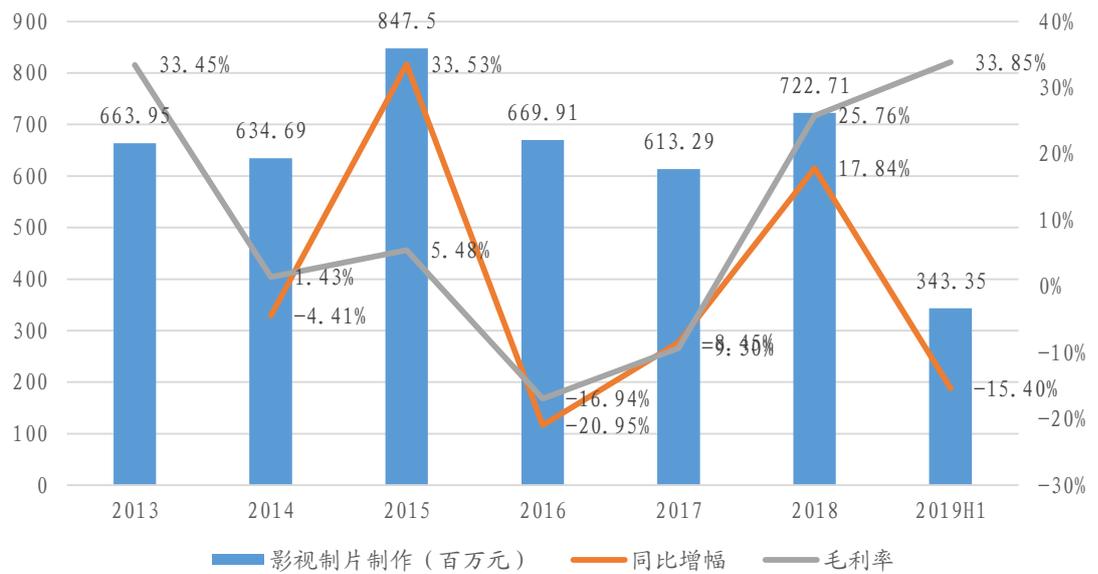
资料来源：公司公告，中原证券

影视制作业务是指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大、技术最先进、设施最完善的影视制作基地之一，拥有包括世界级规模摄影棚、顶级摄影照明器材、专业置景团队、服装道具库和电影后期制作系统，多项业务已经成为国内电影制作领域的标杆。19 年上半年，中影基地共为 285 部电影作品、26 部电视剧作品、74 部纪录片、宣传片和专题片共计 385 部作品提供了制作服务。

19 年 H1 公司影视制片制作业务营业收入为 3.43 亿元，同比下降 15.40%。公司 16 年与 17 年该项业务均出现亏损情况，主要原因是公司参与投资制作的高投入大制作影片《魔兽》以及《长城》在海外市场票房表现未达到预期所致，此后公司对于合拍片的态度更加谨慎，在 18 年该项业务实现扭亏，毛利达到 1.86 亿元。19 年 H1 公司的影视制片制作业务虽然收入下降了 15.40%，但成本下降幅度更高，达到了 27.55%，公司该业务毛利率也相应提高了 11.09 个百分点，毛利为 1.16 亿元，同比增加了 10.16%。

图 3: 影视制片制作业务营收、同比增幅与毛利率情况



资料来源: 公司公告, 中原证券

公司作为“国字号”的电影公司,不但在商业影片领域持续发力,还兼顾着主旋律题材影片。除了成功推出《流浪地球》、《美人鱼》、《捉妖记 2》等商业影片之外,公司还陆续推出了包括《建党伟业》、《厉害了,我的国》、《建军大业》等在内的主旋律影片。

近年来高质量的主旋律影片开始逐渐获得市场的认可,自 2016 年的《湄公河行动》票房进入当年 TOP10 之后,2017 年的《战狼 2》、2018 年的《红海行动》都成为了当年票房最高的影片,可见即使是主旋律影片也可以能够通过商业影片的表现形式获得较好的市场回报。2019 年国庆档也出现了三部在题材、叙事手法、表现方式完全不同的主旋律献礼电影并收获了比较好的票房。

在摆脱了对主旋律影片“歌功颂德”或“刻板说教”的固有印象之后,主旋律影片开始融合商业化的表现手法,试图在宣传家国精神和主流观众偏好中找到平衡点。

我们认为,在政策鼓励正能量的内容创作的环境下,加上主旋律影片逐渐得到大众观众认可,未来有望会有更多形式题材创新的主旋律影片出现,公司可以凭借其市场地位以及内容把控能力实现在主旋律影片领域的再次突破。

2.2. 发行业务: 公司主要的收入与利润来源, 政策壁垒优势明显

电影发行业务主要包括与电影制片方或其授权方进行协商、选片、制定发行方案、联系院线与影院排映档期、联系密钥制作、数字母版制作及发运、海报等影片宣传品发运、市场巡视、影片监察、票房统计、票房结算、密钥分发管理与拷贝回库等工作环节。

公司凭借其强大的发行能力、丰富的院线渠道在电影发行市场维持行业领先地位。根据公司 19 年中报显示,公司 19 年上半年主导或参与发行的国产影片 292 部,累计票房 80.06 亿元,占同期国产电影票房总额的 55.18%;发行进口影片 80 部,票房 85.13 亿元,占同期进口影片

票房总额的 59.62%。换言之，2019H1 公司参与发行的国产影片和进口影片的票房占比都超过了一半，可以看出公司在电影发行领域的话语权。尤其是在进口影片领域，中国电影参与发行的进口影片票房占比基本能维持在 60%左右，占比较高。

在 2019 年公司主导或联合发行的影片《流浪地球》、《复仇者联盟 4：终局之战》、《蜘蛛侠：英雄远征》等影片都进入了年度票房 TOP10，其中《流浪地球》和《复仇者联盟 4》的票房均超过了 40 亿元。

表 3: 公司主导或参与发行影片票房占比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
公司主导或参与发行的国产影片（部）	209	263	318	368	410	451	292
公司主导或参与发行的国产影片票房（亿）	119.05	97.57	110.80	139.81	119.48	131.55	80.06
当年国产电影总票房（亿）	127.67	161.55	271.36	266.63	301.04	326.99	
中国电影发行国产片票房占国产电影票房比	93.25%	60.40%	40.83%	52.44%	43.86%	40.23%	55.18%
公司主导或参与发行的进口影片（部）	71	77	75	97	109	124	80
公司主导或参与发行的进口影片票房（亿）	58.79	81.42	88.71	108.60	150.32	125.04	85.13
当年进口电影总票房（亿）	90.02	134.84	169.33	190.49	258.07	213.20	
中国电影发行进口片票房占进口电影票房比	65.31%	60.38%	52.39%	57.01%	62.54%	58.65%	59.62%

资料来源：公司公告，中原证券

根据《电影管理条例》和《关于改革进口影片供片机制的暂行办法》规定，国内进口境外影片按照“一家进口、两家发行”的原则，由国家广电总局授权中影集团进出口分公司唯一承担境外影片进口业务，接受国家广电总局电影局的政策指导和宏观调控，影片报国家广电总局电影审查委员会审查通过并引进后，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。

即中影集团拥有唯一的境外影片进口权，中国电影和华夏公司拥有唯二的进口分账影片发行权，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发行工作，可采取双方共同发行或轮流发行等方式。公司在境外电影方面的进口发行方面拥有比较明显的政策壁垒。

电影营销业务主要包括广告商务、宣传策划、版权经营、节目运营和衍生品经营等业务。广告商务业务主要包括利用影院映前广告、贴片广告、植入式广告、影院阵地广告等方式为客户提供广告营销和市场推广服务。宣传策划业务主要包括制定影片宣传计划、确定广告投放渠道与合作媒体、制作和投放电影宣传材料、策划并执行首映礼及发布会等各类宣传活动等。版权经营业务主要包括影片的版权销售、版权保护和版权运营以及电影衍生产品开发和销售等业务。

截止至 2019 年中，中影银幕广告平台签约影院 859 家，银幕数量 5,679 块，占全国总银幕数的 8.7%，覆盖全国 30 个省、自治区和直辖市的 176 个城市。公司还以版权运营为核心，通过多渠道、多手段、多方式开拓版权收入，完成多部以电影 IP 为内核的版权项目签约以及版

权销售，实现玩具、音像、服饰等 10 余种版权销售，覆盖玩具、手办、模型等上百个衍生品类。

表 4: 公司广告营销业务签约情况

	2016	2017	2018	2019H1
签约影院	668	768	947	859
占全国影院比	8.5%	8.22%		
签约银幕数	4469	4837	6271	5679
占全国银幕比	10.75%	9.53%	10.2%	8.7%

资料来源：公司公告，中原证券

公司 2019 年 H1 发行业务收入为 29.04 亿元，同比增加 8.74%，毛利率 23.90%，比 2018 年全年有小幅上升，毛利 6.94 亿元，同比增加 9.83%。电影发行业务是公司主要的收入与利润来源，占公司 2019H1 总收入与总毛利的约 60%左右。

图 4: 电影发行营销业务营收、同比增幅与毛利率情况



资料来源：公司公告，中原证券

2.3. 电影放映业务：控股院线市占率居前

公司在电影放映板块的业务主要包括电影院线业务与影院投资经营业务。

电影院线业务为以资本或供片为纽带，连接电影发行方和影片放映方，对所属影院实行统一排片、统一经营、统一管理。截至 19 年中，公司共控股 4 家电影院线公司，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 家电影院线公司，分别为新影联、四川太平洋和江苏东方，公司参控股院线的加盟影院共有 2865 家，银幕 17,478 块。2019 上半年，7 条院线新加盟影院 218 家，新增银幕 1489 块，观影人次 2.15 亿，合计实现票房 79.45 亿元。

公司控股的院线公司中,中影南方、中影数字和中影星美连续多年位列院线市占率 4-6 位,辽宁北方票房市占率排名 20 名左右,4 家控股院线票房收入占比维持在 22%左右,在当前院线竞争格局日趋固化的环境下,公司在院线方面仍有望继续维持行业头部地位。

表 5: 公司控股院线票房收入

	2016			2017			2018		
	票房收入	排名	票房占比	票房收入	排名	票房占比	票房收入	排名	票房占比
中影星美	33.88	4	7.46%	37.33	6	7.13%	36.27	6	6.41%
中影数字	27.94	6	6.15%	37.34	5	7.13%	39.92	5	7.06%
中影南方	31.26	5	6.88%	38.12	4	7.28%	41.01	4	7.25%
辽宁北方	6.71	19	1.48%	7.19	20	1.37%	6.83	20	1.21%
合计	99.79		21.97%	119.98		22.90%	124.03		21.92%

资料来源:猫眼专业版,中原证券

注:不包含服务费口径

影院主要为观众提供影片放映以及相关的配套服务(餐饮、电影衍生品销售或其他放映相关增值服务),同时开展电影贴片广告、影院场地广告等经营业务。影院投资业务是指对影院的投资、建设和运营管理。公司主要通过中影影院投资公司开展影院的投资与经营管理工作。截至 19 年中,公司共拥有 136 家营业控股影院,997 块银幕。

表 6: 公司影院数量

	2016	2017	2018	2019H1
控股影院数量	107	117	131	136
新增控股影院数量		10	14	5
控股银幕数		847	952	997
新增控股银幕数			105	45
参股影院数量	13	15	14	14
合计	120	132	145	150

资料来源:公司公告,中原证券

受票房增速不及影院与银幕建设增速的影响,由公司控股的影院中,单银幕每年能够产出的票房正在持续下降。但与全国平均水平相比仍然高出了 60%以上。说明公司控股影院的经营效率要明显高于全国平均水平。

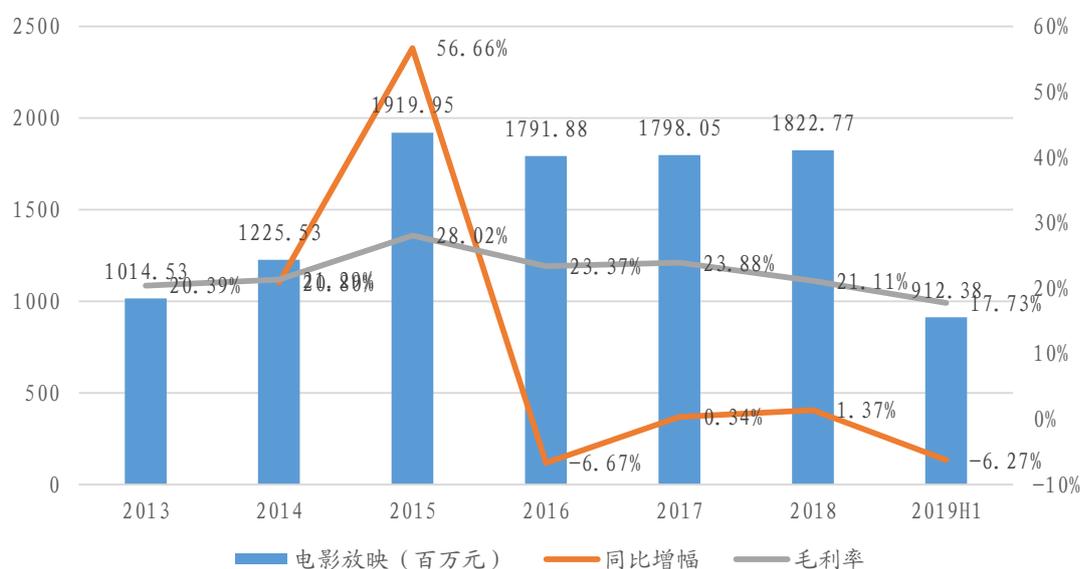
表 7: 公司控股影院单银幕产出

	2017	2018	2019H1
控股影院银幕数	847	952	997
控股影院票房(亿元)	15.86	15.89	7.82
控股影院单银幕票房(万元)	187.25	166.91	78.43
全国平均单银幕产出(万元)	103.20	94.04	47.99

资料来源:公司公告,猫眼专业版,中原证券

19年上半年电影市场整体不景气，票房和观影人次出现双降，公司又在进行影院的扩张导致收入减少，成本增大，受此影响，公司电影放映业务收入和毛利率都出现不同程度的下滑，但截止至2019年10月中旬，票房收入由负转正，预计全年有一定程度回暖，公司放映业务有望回升。

图 5：电影放映业务收入、增幅以及毛利率情况



资料来源：公司公告，中原证券

2.4. 影视服务：影视器材业务有望受益于影院更新换代需求

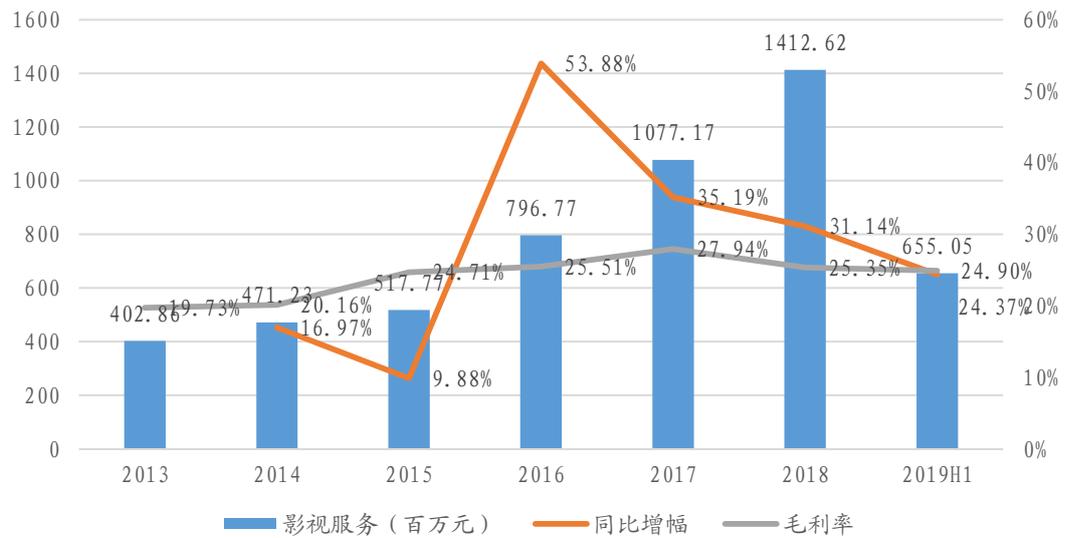
公司影视服务业务分为影视器材业务与其他影视服务业务。

影视器材业务主要以数字放映机国产化为龙头，通过“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”等系列创新技术设备的研发和推广，带动数字电影光源等放映机耗材生产、影院相关设备设施生产、影院设计咨询系统工程及影院信息化管理系统等多领域综合全面发展，目前已经形成集生产、研发、涉及、培训、服务于一体，国内规模最大、覆盖面最广、服务内容最多的电影科技产业链。同时积极参与国际市场竞争，推动国有自主知识产权电影核心设备走出去。

其他影视服务业务主要包括演艺经纪、票房监察、影视教育培训等影视信息、教育、咨询服务。公司主要通过中影演艺经纪开展演艺经纪业务，集演艺经纪与项目运作为一体，经纪代理范围包括演员、导演、编剧、作曲家及制片人，目前签约各类艺员共 40 余人；主要通过众大合联开展票房监察业务，负责监察影片发行市场情况，维护电影市场秩序，收集电影票房数据信息等工作，保障电影发行方权益；通过中影世纪教育开展影院经营、影视投融资和影视后期制作等管理与职业技能的培训业务。

2019H1 公司影视服务业务收入 6.55 亿元，同比增加 24.37%，毛利率为 24.90%。

图 6: 影视服务业务营收、增长率以及毛利率情况



资料来源: 公司公告, 中原证券

公司目前拥有自主研发的“中国巨幕”技术,可以实现观影体验与IMAX技术相近,但成本大幅低于IMAX影厅。截止至19年中,正式投入运营的“中国巨幕”影厅已达342家,覆盖全国145个城市,并陆续在美国、印尼等国家和地区实现落地。2019上半年,中国巨幕影厅放映总场次超过25万场,观影人次超过840万,总票房4亿元。

视听效果与观影体验是目前影院的核心竞争力之一,巨幕影厅在播放场面恢宏的大制作影片时观影体验明显好于普通影厅,对注重观影体验的核心观众群体吸引力更强。目前院线竞争压力巨大,为了提高自身竞争力,部分老旧的影院逐渐进入硬件设备的更新换代的高峰期,新建影院也开始逐渐加入巨幕影厅,具备成本优势的“中国巨幕”技术预计会有比较大的应用空间。

除了中国巨幕技术之外,公司在国内累计安装的放映机达到约33,599台。第四代中影巴可放映机S4系列搭载最新的RGB激光光源、TRP DMD,支持全平台4K分辨率、98.5% REC2020色域,为画质带来全面提升;应用多项技术设计专利,在硬件的稳定性、整机散热性能等方面表现俱佳。同时,面向中国市场的新型号放映机15SLP正在联合研发中,具有稳定、高效、性价比高等优势。

2019年6月,中影光峰研发的激光数字电影放映机C5工程样机在上海亮相,作为首款中国创造的符合DCI规范的激光放映机,适用于6米以下小型银幕且具有5,000流明亮度,可以满足影院经营特色化、多元化的需求。

除上述技术产品外,公司还开展了数字电影智慧运营服务技术支撑平台、影院TMS管理系统、售票系统、银幕、座椅等全品类影视设备的研发、生产、销售和技术服务业务。截至2019上半年,公司研发的数字影院智慧放映系统已落户近120家影院。

在2018年底国家电影局印发的《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》中

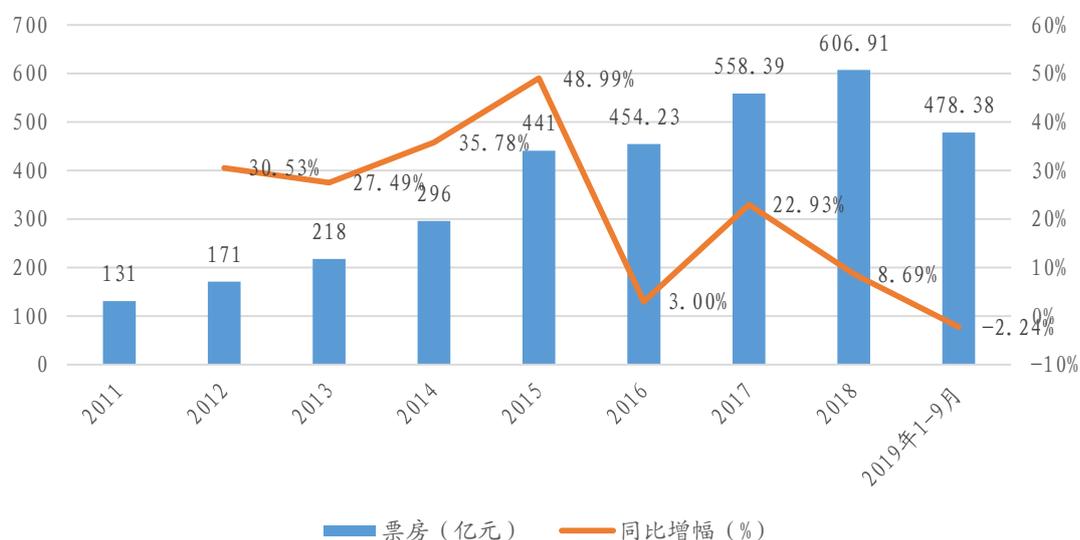
明确了鼓励电影院对放映环境和设备设施进行升级改造，提高放映质量。对安装巨幕系统，激光放映机等先进设备的影院给予资金支持。我们认为公司在放映设备上具备的技术优势有望受益于影院设备的更新换代需求。

3. 头部影片需求旺盛，银幕数持续高增，尚需耐心等待银幕产出拐点

3.1. 国庆档带动下，票房由负增长转回正增长

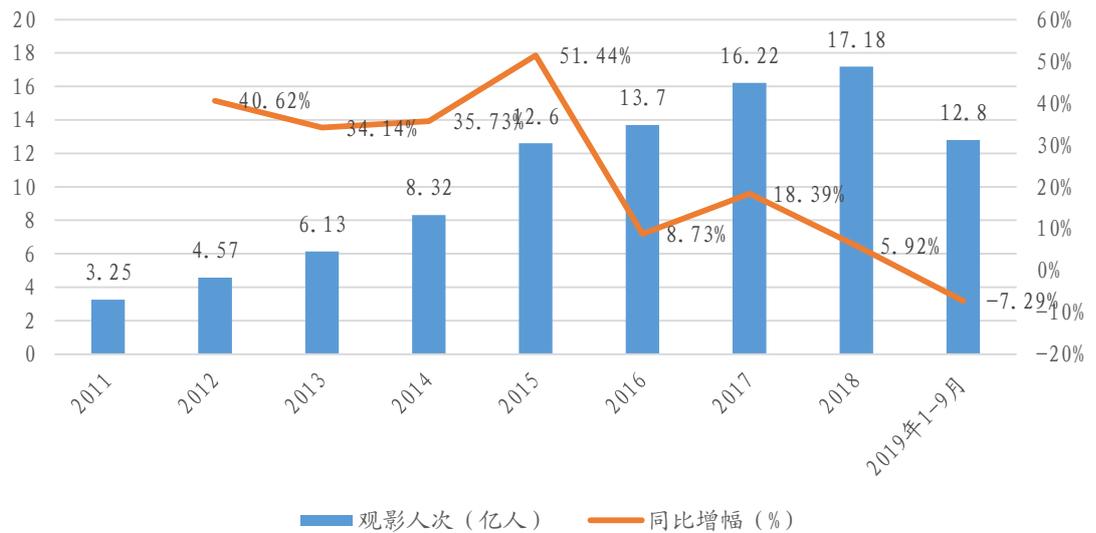
根据猫眼专业版统计，截止至2019年9月底，国内电影市场票房478.38亿元，同比下降2.58%，观影人次12.80亿，同比减少7.29%，观影人次的变化与票房基本保持同向，但下滑幅度要略高于票房的下降幅度。

图7：2011-2019年9月国内电影市场票房收入与同比增幅（含服务费）



资料来源：猫眼专业版 APP，中原证券

图 8: 2011-2019 年 9 月国内电影市场观影人次与同比增幅 (亿次)



资料来源: 猫眼专业版 APP, 中原证券

虽然前 9 个月国内电影市场的票房和观影人次出现了双降, 但是在 10 月国庆档主旋律影片的带动下, 2019 年全年票房在 10 月 3 日突破了 500 亿元, 速度比 2018 年还要早一天。换言之, 目前国内电影市场的票房已经由负增长转为了正增长。

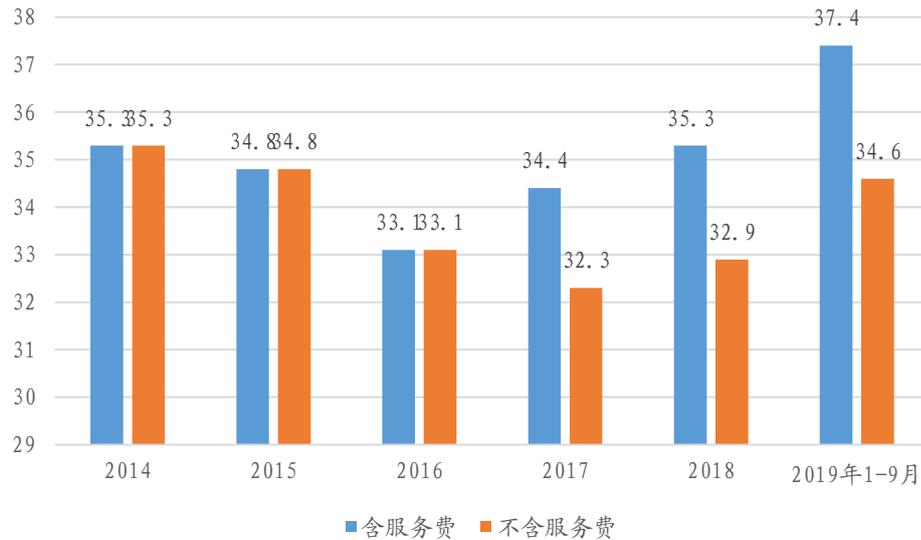
由于 2018 年四季度电影市场整体相对较弱, 基数也比较低, 因此预计 2019 年全年票房能够实现小幅增长。

3.2. 全年平均票价上涨明显

在平均票价方面, 自 2016 年票价触底以后, 国内票价便一直处于上升通道中, 2019 年 1-9 月平均票价为 37.4 元, 比 2018 年上涨 2.1 元, 涨幅为 5.9%; 扣除服务费后平均票价为 34.6 元, 比 2018 年上涨 1.7 元, 增幅为 5.2%。

2019 年平均票价上涨幅度为历年来最高, 我们认为主要原因是影院间竞争压力增大导致影院选择在部分热门档期或热门大片上映的时期提高票价来实现收益的最大化, 同时降低冷门档期影院经营出现亏损的可能性。

图 9: 国内电影市场平均票价 (元)



资料来源: 猫眼专业版, 中原证券

注: 2016 年及以前不区分服务费口径

3.3. 高票房影片数量增多, 头部影片需求未见明显下降

截止至 2019 年 10 月中旬, 国内共上映 470 部影片, 其中国产片 359 部, 进口影片 104 部; 国产片影片数量占比为 76.4%, 票房占比为 61.2%, 进口片数量占比为 22.1%, 票占比为 38.5%。从数量占比和票房占比的数据来看, 国产影片的票房吸引力要逊于进口影片。

但是具体到高票房的头部影片, 排名前十的影片中有 7 部国产影片, 3 部进口影片, 2018 年为 6 部国产片, 4 部进口片, 高票房的国产影片数量明显多于进口影片, 说明近年来优质的国产影片数量正在增多, 大量虽然上映但无法吸引观众的尾部国产影片拖累了国产影片票房的平均数据。

在 2019 年上映的电影中, 《哪吒之魔童降世》、《流浪地球》以及《复仇者联盟 4》的票房都突破了 40 亿元, 填补了长久以来 40 亿-50 亿票房区间始终处于空白的地带。

表 8: 2018-2019 票房收入 TOP10

2019				2018			
影片名称	类别	当年票房 (亿元)	票房占比	影片名称	类别	当年票房 (亿元)	票房占比
哪吒之魔童降世	国产	49.71	9.30%	红海行动	国产	36.51	6.02%
流浪地球	国产	46.55	8.71%	唐人街探案 2	国产	33.97	5.60%
复仇者联盟 4: 终局之战	进口	42.40	7.93%	我不是药神	国产	31.00	5.11%
我和我的祖国	国产	26.61	4.96%	西虹市首富	国产	25.48	4.20%
中国机长	国产	25.33	4.72%	复仇者联盟 3: 无限战争	进口	23.90	3.94%
疯狂的外星人	国产	22.02	4.12%	捉妖记 2	国产	22.37	3.69%
飞驰人生	国产	17.16	3.21%	毒液: 致命守护者	进口	18.70	3.08%

烈火英雄	国产	16.89	3.16%	海王	进口	18.52	3.05%
速度与激情：特别行动	进口	14.30	2.68%	侏罗纪世界 2	进口	16.96	2.79%
蜘蛛侠：英雄远征	进口	14.13	2.64%	前任 3：再见前任	国产	16.47	2.71%
合计		536.39	51.44%	合计		606.98	40.18%

资料来源：艺恩数据，猫眼专业版，中原证券

注：2019 年数据截止至 10 月 16 日

除了票房之外，头部影片的质量也有明显的提高，2019 年上榜的影片豆瓣评分基本都在 8 分以上。从上升的观影人次和影片评分可以看出头部影片内容质量与吸引力的关联度越来越高，虽然全年总体的观影人次出现了一定程度的下滑，但《哪吒》与《流浪地球》的观影人次都突破了 1 亿人次，《复联 4》的观影人次也达到了 8600 万，观众对于高质量影片的观影需求并未出现明显的下滑。

表 9：国内票房排行榜 TOP10

影片	票房(亿元)	观影人次(亿)	上映时间	豆瓣评分
战狼 2	56.79	1.60	2017-07-27	7.1
哪吒之魔童降世	49.71	1.39	2019-07-26	8.6
流浪地球	46.56	1.05	2019-02-05	7.9
复仇者联盟 4：终局之战	42.41	0.86	2019-04-24	8.5
红海行动	36.51	0.93	2018-02-16	8.3
唐人街探案 2	33.98	0.88	2018-02-16	6.7
美人鱼	33.92	0.92	2016-02-08	6.7
我不是药神	31.00	0.89	2018-07-05	9.0
我和我的祖国	26.61	0.71	2019-09-30	8.0
速度与激情 8	26.71	0.73	2017-04-14	7.0

资料来源：艺恩数据，豆瓣网，中原证券

注：2019 年数据截止至 10 月 16 日

3.4. 院线竞争格局稳定，头部影投市占率小幅下滑

近年来国内院线集中度保持稳定上升的态势，2019 上半年前十大院线占总体票房约 70.18% 的份额，集中度呈逐年连续上升的趋势。院线竞争格局较为稳定，排名前十的院线并未出现较大变化，万达院线市占率连续数年稳稳占据首位，市占率超过 14%。

中影旗下三家控股院线排名长期维持在 4-6 名，市占率总和维持在 20% 左右。

表 10：2016-2019 年国内院线市占率 TOP10

2016		2017		2018		2019	
院线名称	市占率	院线名称	市占率	院线名称	市占率	院线名称	市占率
万达电影	13.50%	万达电影	13.13%	万达院线	13.69%	万达电影	14.52%
大地院线	8.35%	大地院线	9.00%	大地院线	9.91%	大地院线	10.19%
上海联合	7.71%	上海联合	8.03%	上海联合	7.92%	上海联合	8.13%
中影星美	7.46%	中影南方	7.28%	中影南方	7.25%	中影南方	7.72%

中影南方	6.88%	中影数字	7.13%	中影数字	7.05%	中影数字	6.72%
中影数字	6.15%	中影星美	7.13%	中影星美	6.41%	中影星美	5.60%
广州金逸	5.96%	广州金逸	5.36%	广州金逸	4.86%	广州金逸	5.09%
横店院线	4.49%	横店院线	4.38%	横店院线	4.35%	横店院线	4.43%
华夏联合	3.16%	华夏联合	3.41%	华夏联合	3.61%	幸福蓝海	4.03%
浙江时代	3.15%	幸福蓝海	3.26%	幸福蓝海	3.46%	华夏联合	3.75%
CR3	29.55%	CR3	30.61%	CR3	31.53%	CR3	32.85%
CR5	43.89%	CR5	44.57%	CR5	45.83%	CR5	47.29%
CR10	66.80%	CR10	68.10%	CR10	68.52%	CR10	70.18%

资料来源：猫眼专业版，中原证券

注：不包含服务费口径；2019年数据截止至10月16日

在影投方面，头部影投公司的市占率小幅下降。万达同样维持在影投公司市占率第一名，市占率超过13%。中影投资市占率虽然小幅下滑，但维持在行业第六的位置。

表 11：2016-2019 年国内影投市占率 TOP10

2016		2017		2018		2019	
影投名称	市占率	影投名称	市占率	影投名称	市占率	影投名称	市占率
万达院线	13.40%	万达院线	13.14%	万达院线	13.34%	万达院线	13.75%
大地影院	4.84%	大地影院	4.68%	大地影院	4.67%	大地影院	4.57%
横店院线	4.02%	横店院线	3.77%	横店院线	3.71%	横店院线	3.63%
金逸影视	3.76%	金逸影视	3.13%	CGV 影城	2.84%	CGV 影城	3.09%
中影投资	3.19%	星美影城	3.03%	金逸影视	2.70%	金逸影视	2.75%
星美影城	2.69%	中影投资	2.84%	中影投资	2.52%	中影投资	2.43%
CGV 影城	2.80%	CGV 影城	2.79%	星美影城	1.95%	博纳影业	1.55%
橙天嘉禾	1.68%	耀莱影城	1.63%	百老汇	1.58%	百老汇	1.53%
耀莱影城	1.58%	博纳影业	1.50%	耀莱影城	1.51%	幸福蓝海	1.50%
博纳影业	1.51%	百老汇	1.45%	博纳影业	1.43%	耀莱影城	1.48%
CR3	22.26%	CR3	21.59%	CR3	21.72%	CR3	21.95%
CR5	29.21%	CR5	27.76%	CR5	27.26%	CR5	27.79%
CR10	39.46%	CR10	37.97%	CR10	36.26%	CR10	36.28%

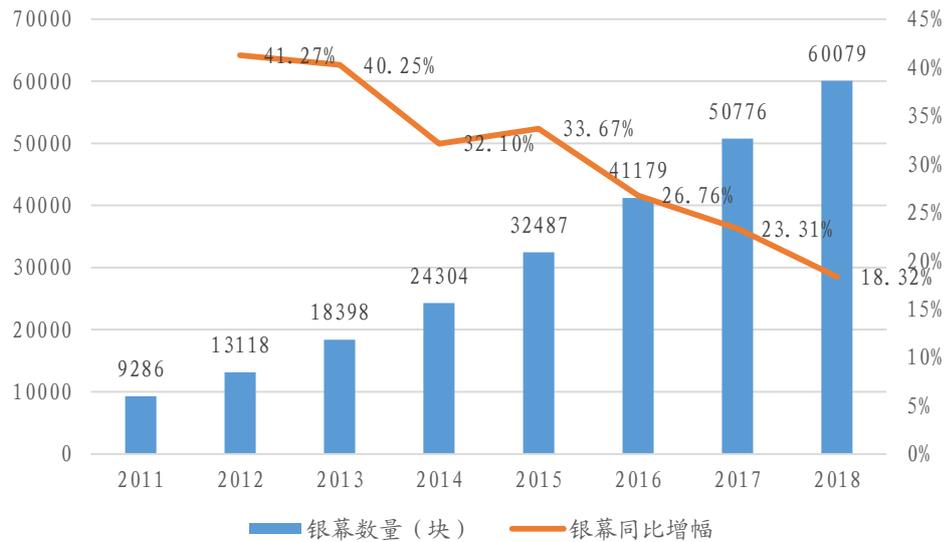
资料来源：猫眼专业版，中原证券

注：不包含服务费口径；2019年数据截止至10月16日

3.5. 银幕数量继续增加，单银幕产出拐点短期难现

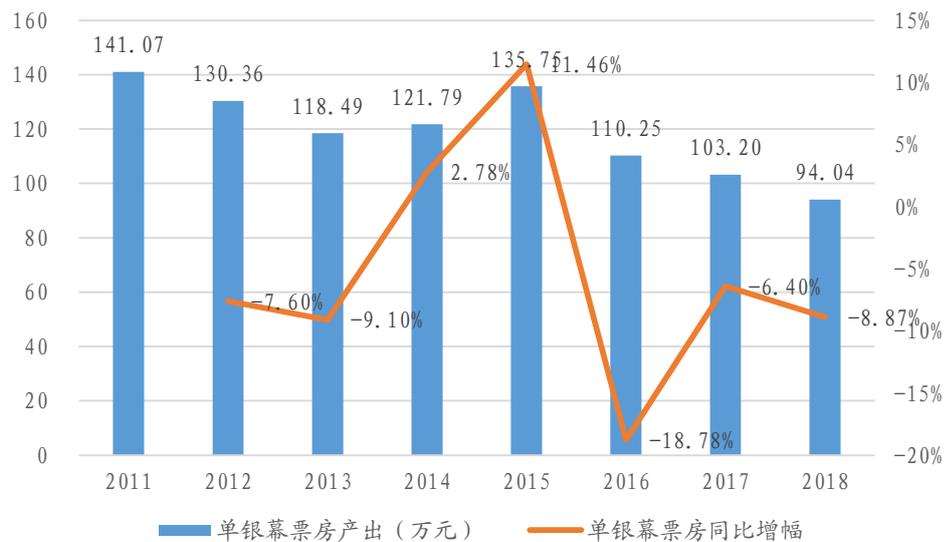
截止至2018年，全国银幕数总量达到60079块，较17年底的50776块增加了18.32%，稳居世界第一。虽然银幕数量的增幅已经开始连年下降，但18.32%的票房增幅仍远高于2018年8.69%的票房增速，而在2016年以后，银幕增加的速度便始终高于票房增长的速度，导致单银幕产出持续下滑，至2018年，平均每块银幕每年产出的票房仅94.04万元，首次低于100万元大关。

图 10: 2011-2018 年国内银幕数量及增幅



资料来源: 广电总局, 中原证券

图 11: 2011-2018 年国内单银幕产出票房及增幅



资料来源: 广电总局, 中原证券

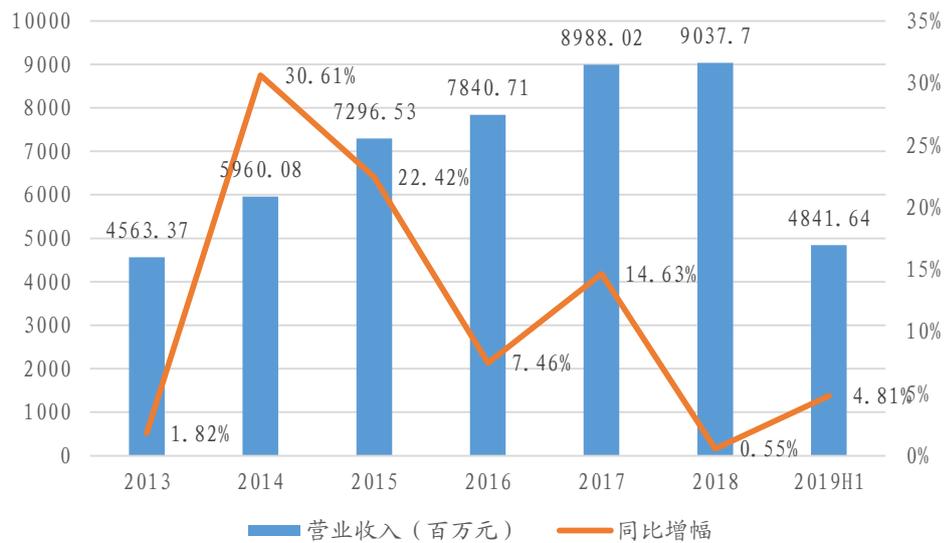
根据灯塔专业版显示, 截止至 2019 年 10 月中旬, 全国银幕数据已经达到了 66354 块, 比 2018 年底又增加了 10.44%, 考虑到 2019 年电影市场票房仅能实现微增, 预计全年单银幕产出仍将继续承压。行业单银幕产出的拐点短期或难以出现。

4. 经营业绩稳健，整体风险较低

4.1. 营业收入与净利润稳步增长

根据公司年度报告显示，公司在营业收入与净利润方面稳步增长。公司营业收入从 13 年的 45.63 亿元上升至 18 年的 90.38 亿元，期间 CAGR 为 14.64%。19 年 H1 营业收入同比增加 4.81%，增幅比 18 年有小幅回升。

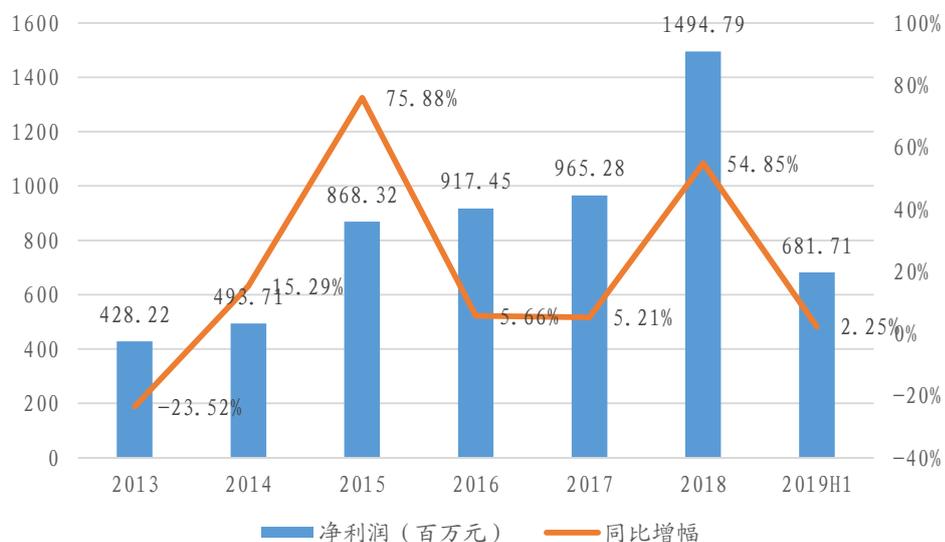
图 12: 13-19 年 H1 公司营收增幅



资料来源：公司公告，中原证券

公司净利润由 14 年的 4.28 亿元上升至 14.95 亿元，CAGR 为 28.41%。18 年净利润大幅上升的原因主要是公司完成了对中影巴可的股权增持，公司原持有的股权账面价值与公允价值之间的差额确认为投资收益，扣除非经常性损益后 2019H1 的净利润增幅为 7.99%。

图 13: 13-19 年 H1 公司净利润增幅

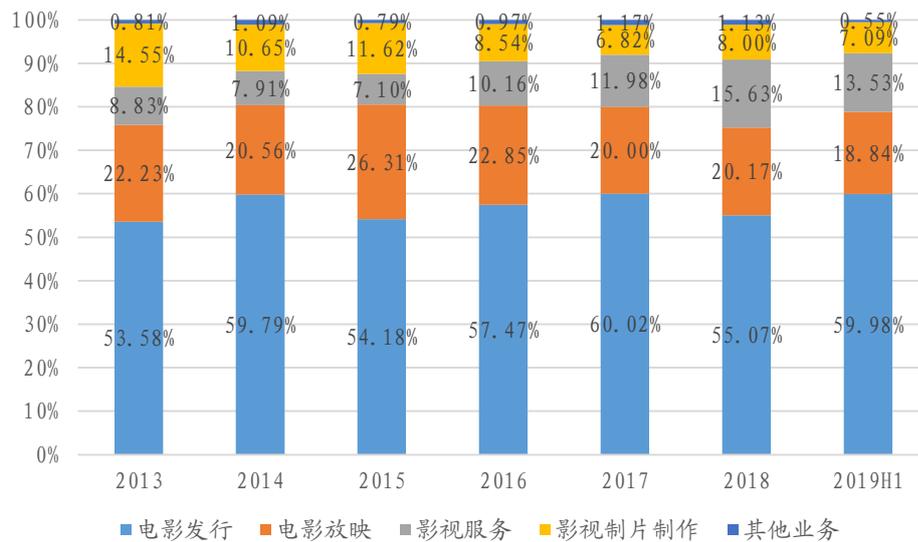


资料来源：公司公告，中原证券

4.2. 发行业务是主要收入与毛利来源，放映业务受市场环境影响较大

从各项业务营收占比来看，电影发行营销业务是公司主要的收入来源，基本能够占其业务收入的 55%-60%左右；其次是电影放映业务，但受市场环境的影响，电影放映业务 2019 上半年的收入占比出现了下滑；影视服务与影视制片制作业务营收占比较少，合计仅占公司营业收入的 20%左右。

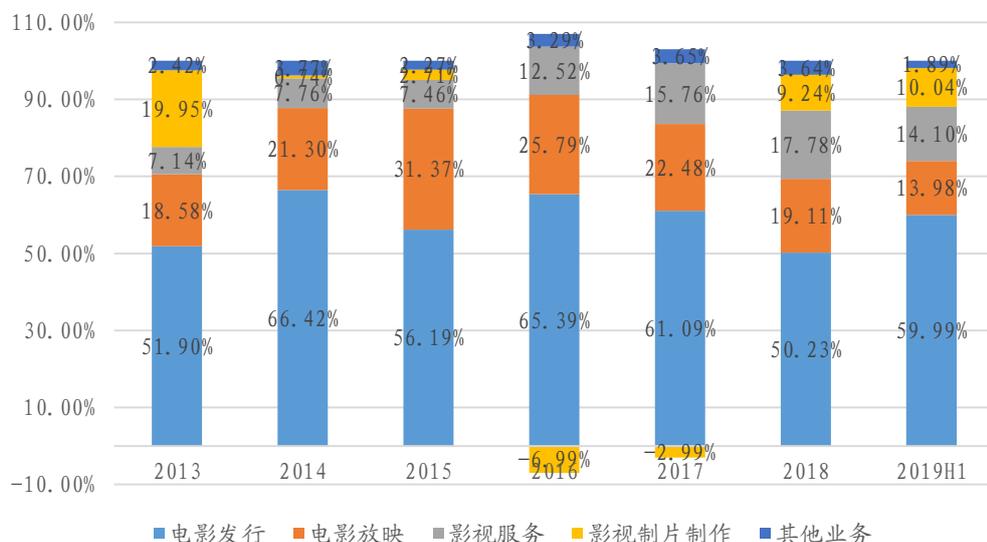
图 14: 13-19H1 年公司业务营收占比



资料来源：公司公告，中原证券

发行业务和电影放映业务同时也是公司主要毛利来源，其中电影发行业务毛利占总毛利的 60%左右；电影放映业务承压，2019 上半年毛利占比出现了比较大幅度下降；影视制片制作则在 16 年与 17 年出现了不同程度的亏损。亏损的原因是公司投资的几部高成本中外合拍片如《魔兽》、《长城》等在境外市场表现不及预期。

图 15: 13-19H1 公司业务毛利占比



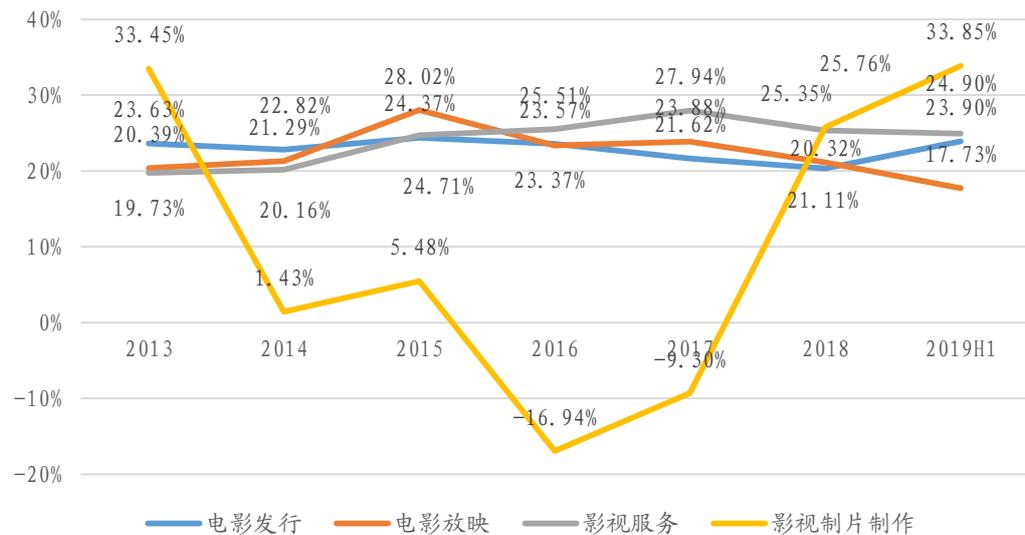
资料来源：公司公告，中原证券

4.3. 毛利率总体稳定，费用率持续改善

公司业务中，影视制片制作业务与投资出品影片的表现呈现强相关，如果大投资的影片票房无法达到预期则有可能导致该项业务毛利率大幅波动甚至出现亏损的情况。放映业务的毛利率受当年电影市场的总体表现影响比较大，如果电影市场面临景气度下滑，放映业务的毛利率则会出现下降。除此之外公司的其他业务毛利率基本都能维持在比较稳定的状态。

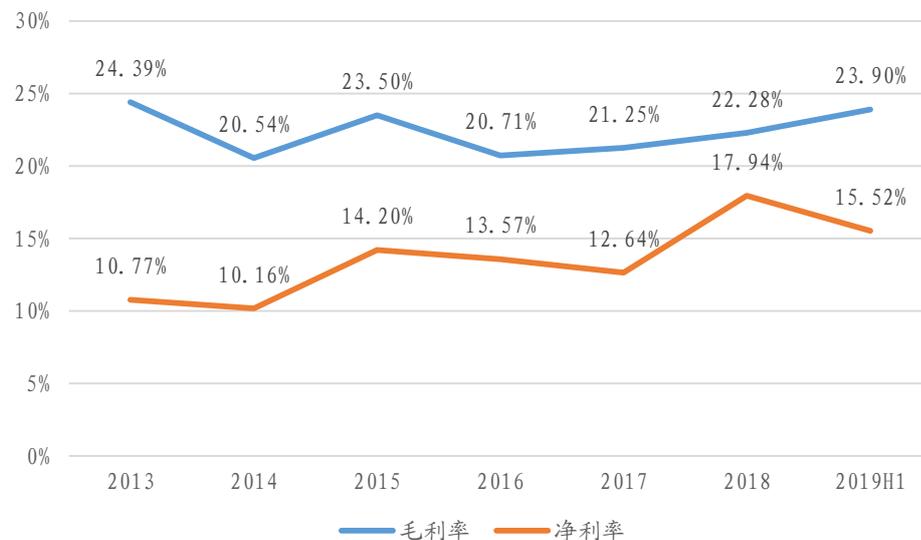
公司整体毛利率能够维持在 20%-25%左右的稳定状态，自 2016 年以后，公司整体毛利率逐年提升。

图 16: 公司各项业务毛利率



资料来源：公司公告，中原证券

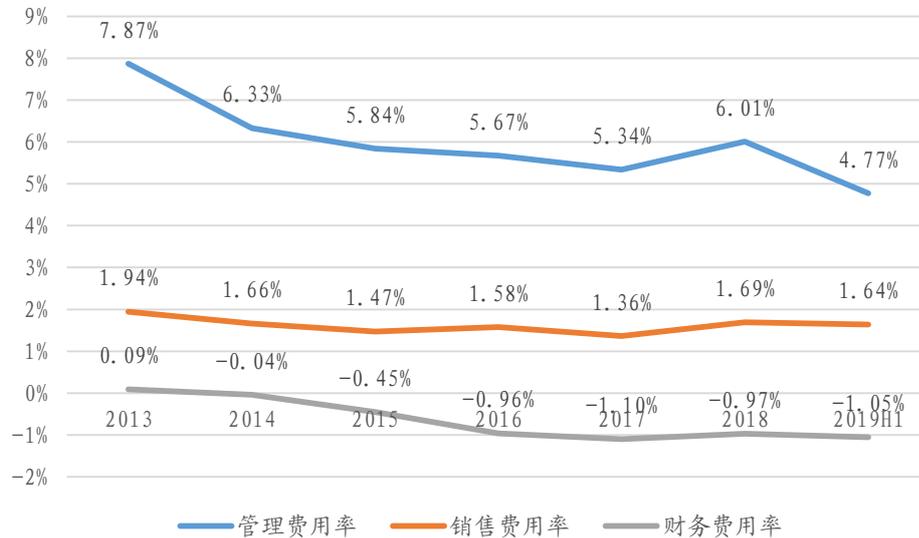
图 17: 公司毛利率与净利率



资料来源：公司公告，中原证券

公司对于主要费用率的控制能力良好，近年来呈现稳步下降的趋势，2019H1 公司销售费用率为 1.64%，管理费用率为 4.77%（包含研发费用），财务费用率为-1.05%，合计为 5.36%，比 2018 年全年降低了约 1.37 个百分点。

图 18: 公司主要费用率



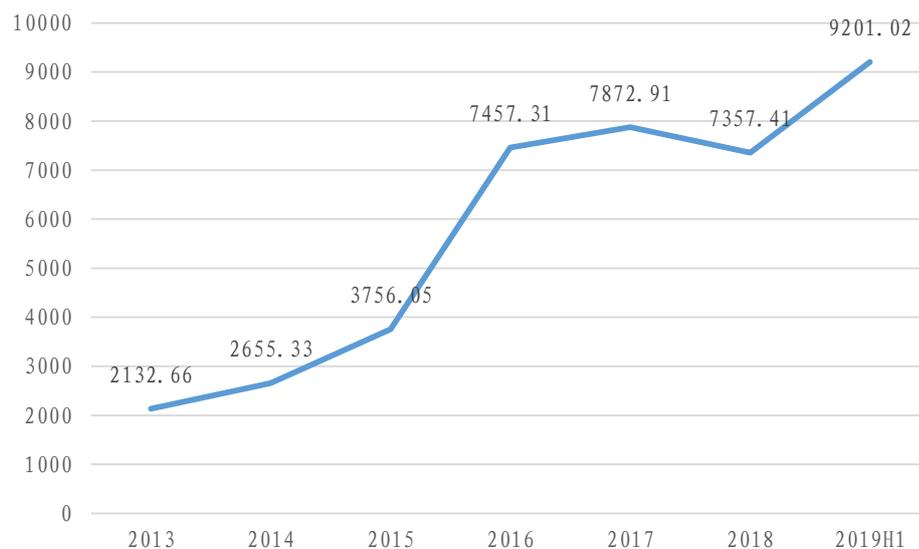
资料来源：公司公告，中原证券

注：管理费用率包含了研发费用率

4.4. 货币资金充沛，债务与商誉风险低

公司货币资金充沛，账面货币资金余额连年增加，截止至 2019 年中，公司的拥有约 92.01 亿元的货币资金储备。充沛的货币资金保障了公司进行大规模影视项目投资制作的可能性。

图 19: 公司货币资金账面余额（亿元）



资料来源：公司公告，中原证券

公司的经营比较稳健，资产负债率为 32.96%，在影视公司中处于中等水平，短期借款仅 1.36 亿元，公司的负债水平总体控制良好，加上公司货币资金较为充沛，偿债压力较小。

在商誉方面，公司仅在 2018 年收购中影巴可时合并范围变动导致产生了账面商誉 4.95 亿元，此前公司并无任何商誉。公司商誉与总资产的比例为 2.66%，在行业内同样属于较低的水平。

表 12: 影视公司负债与商誉情况 (2019H1)

	资产负债率	商誉 (亿元)	商誉/总资产
北京文化	24.06%	15.88	24.15%
万达电影	38.09%	134.64	42.65%
华谊兄弟	48.62%	20.96	11.77%
金逸影视	36.46%		0.00%
光线传媒	14.65%	0.1548	0.16%
幸福蓝海	43.92%	0.2443	1.02%
中国电影	32.96%	4.95	2.66%
上海电影	25.43%	0.1457	0.46%
横店影视	30.24%	0.1544	0.48%

资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

4.5. 投资建议与盈利预测

从电影市场内容端来说，2019 年国内电影市场出现了 3 部票房 40 亿以上的影片，并有 4 部影片进入内地总票房前 10，头部影片的质量和观影人次都有所提升。市场对于优质内容的需求未见明显下滑的痕迹，景气度依然较为理想。

从渠道端来说，虽然 2019 年票房和观影人次有望实现同比增长，但在银幕增长速度高于票房增速的环境下，单银幕票房下滑的趋势还没有出现明显的短期逆转的迹象，我们认为仍需从中长期的角度来看待渠道端的发展。

从公司业务的角度来说，四大主营业务板块基本能够覆盖电影行业的上下游的全产业链，与国内电影市场的内容端与渠道端发展都有较为紧密的联系。

电影发行业务: 发行业务是公司的收入与利润的核心。公司在电影发行领域拥有比较强的实力和话语权，尤其是在进口影片的发行上更是具备极强的政策壁垒。公司主导或参与发行的国产影片票房能够占到全年国产票房的 40%-50 左右，主导或参与发行的进口影片的票房占比更是能够达到 60%。

电影放映业务: 公司控股的院线公司在国内院线公司排名中位居前列，中影数字、中影南方以及中影星美三家院线公司市占率合计基本能够维持在 20%左右，是院线行业的龙头之一。公司旗下控股影院的单银幕票房产出也高于全国平均水平 60%左右，经营效率优势明显。

电影制片业务: 公司主导或参与制作的《捉妖记 2》、《唐人街探案 2》、《流浪地球》等爆

款电影票房表现十分优异，春节档影片《流浪地球》的票房超过了 40 亿元，开创了国内硬科幻电影的先河并排在国内电影票房排行榜第三位，实现了口碑与票房的双赢。除了商业影片之外，公司还兼顾主旋律影片的制作，电影《建军大业》、《建国大业》、《建党伟业》以及纪录片《厉害了我们的国》等影片不仅在内容上宣传了爱国精神，也在商业表现上创造了良好的票房。我们认为，在当前国家提倡创作主流价值内容的大环境下，加上已经有多部在表现手法上实现多元化，在商业上也取得了良好回报的主旋律影片出现，公司能够凭借优秀的制作水平和对主流价值观的把握，未来在主旋律影片的领域持续发力。

影视服务业务：公司目前拥有多项与影视相关的先进设备技术，包括中国巨幕、中影巴可放映机、中影光峰激光数字放映机、银幕、座椅、影院管理系统、售票系统、数字电影运营服务技术支撑平台等。我们认为，在影院竞争压力日益增大的市场环境中，观影体验是影院的核心竞争力之一，加上国家鼓励影院对放映环境和设备设施进行升级改造，采用资金支持的方式鼓励影院安装巨幕系统，激光放映机等先进设备。公司将有望受益于影院对于设备的更换升级需求。

预计公司 2019-2020 年 EPS 为 0.73 元/0.83 元，按 2019 年 10 月 16 日 13.92 元收盘价，对应 PE 分别为 19.1 倍与 16.8 倍。首次覆盖并给予“增持”评级。

4.6. 风险提示

电影票房增速不及预期；

影视项目表现不及预期；

银幕数继续维持高增长；

行业竞争加剧

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	11123	11616	13458	14777	17035
现金	7873	7357	9312	9770	12173
应收票据及应收账款	1504	1597	1817	1953	2152
其他应收款	129	176	160	211	193
预付账款	297	296	357	364	421
存货	1243	1795	1418	2085	1702
其他流动资产	77	395	395	395	395
非流动资产	4182	4721	4683	4602	4574
长期投资	572	655	821	986	1146
固定资产	2550	2477	2401	2287	2093
无形资产	103	209	213	219	230
其他非流动资产	957	1380	1249	1110	1104
资产总计	15304	16337	18141	19379	21609
流动负债	3874	3634	4397	4247	5031
短期借款	0	136	136	136	136
应付票据及应付账款	2145	1593	2360	1949	2709
其他流动负债	1729	1905	1901	2162	2186
非流动负债	420	687	687	687	687
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	420	687	687	687	687
负债合计	4294	4321	5084	4935	5719
少数股东权益	674	842	1049	1269	1503
股本	1867	1867	1867	1867	1867
资本公积	4272	4272	4272	4272	4272
留存收益	4212	5098	6110	7097	8167
归属母公司股东权益	10336	11174	12008	13175	14388
负债和股东权益	15304	16337	18141	19379	21609

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1473	563	2797	1128	3141
净利润	1136	1622	1565	1771	1925
折旧摊销	649	658	565	625	555
财务费用	-99	-88	-110	-125	-141
投资损失	-119	-648	-132	-132	-127
营运资金变动	-269	-1126	909	-1010	929
其他经营现金流	174	145	0	0	0
投资活动现金流	-561	-367	-394	-412	-400
资本支出	595	270	-204	-246	-189
长期投资	-205	-418	-166	-162	-160
其他投资现金流	-172	-515	-763	-820	-749
筹资活动现金流	-493	-716	-449	-258	-337
短期借款	0	136	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	47	0	0	0	0
其他筹资现金流	-540	-852	-449	-258	-337
现金净增加额	418	-520	1954	458	2404

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8988	9038	9950	10987	11963
营业成本	7078	7024	7427	8096	8752
营业税金及附加	115	115	136	148	158
营业费用	123	152	152	169	183
管理费用	480	478	438	494	550
研发费用	0	65	60	66	72
财务费用	-99	-88	-110	-125	-141
资产减值损失	71	63	70	77	84
其他收益	182	135	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	119	648	132	132	127
资产处置收益	-0	-5	0	0	0
营业利润	1521	2006	1910	2194	2433
营业外收入	14	14	138	113	70
营业外支出	4	1	8	6	5
利润总额	1532	2018	2040	2302	2498
所得税	395	397	475	531	573
净利润	1136	1622	1565	1771	1925
少数股东损益	171	127	207	221	234
归属母公司净利润	965	1495	1359	1550	1691
EBITDA	1944	2463	2363	2648	2733
EPS (元)	0.52	0.80	0.73	0.83	0.91

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	14.6	0.6	10.1	10.4	8.9
营业利润 (%)	36.4	31.9	-4.8	14.9	10.9
归属母公司净利润 (%)	5.2	54.9	-9.1	14.1	9.1
获利能力					
毛利率 (%)	21.2	22.3	25.4	26.3	26.8
净利率 (%)	10.7	16.5	13.7	14.1	14.1
ROE (%)	10.3	13.5	12.0	12.3	12.1
ROIC	8.9	12.1	10.8	11.2	11.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.1	26.5	28.0	25.5	26.5
净负债比率 (%)	-67.6	-54.5	-65.4	-62.3	-71.7
流动比率	2.9	3.2	3.1	3.5	3.4
速动比率	2.5	2.5	2.6	2.8	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	6.6	5.8	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.80	0.73	0.83	0.91
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.79	0.30	1.50	0.60	1.68
每股净资产 (最新摊薄)	5.54	5.98	6.43	7.06	7.71
估值比率					
P/E	26.9	17.4	19.1	16.8	15.4
P/B	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.9	8.2	7.8	6.9	5.9

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。