

# 影院微观数据研究 (3): 净增影城速度下降, 地产系扩张大幅放缓

本报告利用截止 2019 年 9 月底的 10000 多家影院和 66000 块银幕的微观数据, 详细拆解 2019 年终端格局演变。

## 核心观点

- **影院新增: 增速降低至 10%以下, 地产系影投扩张大幅放缓。**从银幕增长绝对数值看, 二三四线城市是 2019 年银幕扩张的主力地区, 净增加量高于一、五线城市, 从增速来看, 一至五线城市全面放缓, 行业整体扩张速度连续两年降低。从扩张主体上看, 万达电影与横店院线仍然稳居前两名, 原先处于第一梯队的大地影院扩张放缓; 同时, 2018 年扩张快的地产背景影投公司今年明显减速, 部分停止新开影院。从规模上看, 除中大型影投公司外, 小影投仍是行业重要的进入者, 越低线城市中小影城的扩张比重越高, 下沉市场的竞争激烈程度预计会大幅提升。
- **影院关闭: 中大影投退出加速, 存量拐点逐步到来。**2019 年退出市场的影院数量进一步增加, 关停影城主要集中在二、三、四线城市。从关闭影院规模看, 2019 年小影院关闭占比明显降低, 大型连锁影投整体关闭的影城数量有所上升。对比影院和银幕的新开和关闭, 两者比例正在不断缩小, 存量拐点逐步到来。
- **上海重点商圈分析: 在类稳态存量市场中的影院, 出现新进入者会造成竞争形式的大幅恶化, 直接导致上座率与票房的下滑, 在竞争稳定的情况下, 各影院能够一定程度维持上座率与票房。**
- **重点公司新老影城表现透视: 以万达院线为例, 其票房贡献结构中 2012 年以前建成和 2018 年建成占据票房比例较高; 过去两年票房整体的增长主要靠新增影院的拉动, 而成熟影城票房的下滑拖累整体票房表现。随着渠道下沉空间的逐步消失, 公司 2019 年战略扩张重心转回二线城市。**

## 投资建议与投资标的

- 从定档内容看, 2019Q4 及 2020Q1 影片供应旺盛, 且 2020 年春节时间较早, 1 月 25 日大年初一已有《唐人街探案 3》、《紧急救援》、《姜子牙》、《中国女排》、《囧妈》等多部重磅影片定档, 预计 2020 年春节档有望再创票房纪录。
- 我们认为, 季度票房增速回暖将带动院线板块个股业绩季度改善, 维持大盘年化中低增速中枢判断, 从微观数据看, 供需格局从各个维度看均出现明显改善, 但影城同店增速拐点到来仍需时间。当前建议关注院线板块底部龙头标的的万达电影(002739, 买入)以及电影龙头光线传媒(300251, 增持)。

## 风险提示

- 优质内容供应不足; 新媒体竞争; 市场竞争加剧; 监管进一步趋严

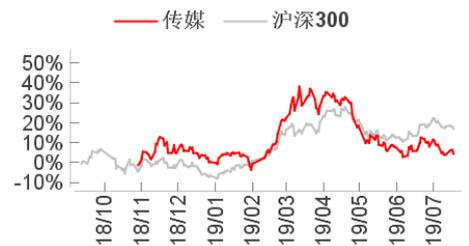


东方证券  
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国  
行业 传媒行业  
报告发布日期 2019 年 10 月 27 日

## 行业表现



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 邓文慧  
021-63325888-7041  
dengwenhui@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860517100002

联系人 崔凡平  
021-63325888\*6065  
cuifanping@orientsec.com.cn

## 目 录

1 微观数据看院线行业.....	4
1.1 影院新增：新增放缓，主体格局变动.....	4
1.1.1 二三线城市成扩张主力，整体银幕增速放缓.....	4
1.1.2 扩张主体：万达与横店为第一梯队，扩张策略差异显著.....	5
1.2 影院关闭：中大影投退出加速，存量拐点仍需等待.....	8
1.3 上海重点商圈：类稳态存量市场中的影院经营情况.....	10
1.4 重点公司新老影城表现透视.....	11
2 2019 年前三季度电影市场总结.....	14
2.1 受一季度影响票房同比下降，二三季度情况已经改善.....	14
2.2 院线市占率小幅下滑，影投市占率持续降低.....	16
2.3 一、五线城市票房降幅较小，占比提升.....	17
2.4 2019Q4、2019Q1 影片供应旺盛，带动季度票房增速回升.....	18
投资建议.....	20
风险提示.....	21

## 图表目录

图 1：一至五线城市 2018 与 2019 年银幕数量对比.....	4
图 2：2019 年一至五线城市银幕占比.....	4
图 3：2019 年前三季度票房情况（亿元）.....	14
图 4：历年前三季度票房及增速（亿元）.....	14
图 5：2016-2018 年一季度国产片与进口片票房（亿元）.....	15
图 6：一至五线城市票房及增速.....	18
图 7：一至五线城市票房份额对比.....	18
表 1：2014-2019 年一至五线城市银幕扩张增速	4
表 2：2019 年不同主体新开业银幕数量及地区分布.....	5
表 3：2018 年不同主体新开业银幕数量及地区分布.....	6
表 4：2019 年不同地区扩张主体银幕分类占比.....	7
表 5：上市公司及地产背景影投 2019 年新开业影城地区分布.....	7
表 6：2014-2019 年关停影院数量.....	8
表 7：2018、2019 年小规模影院关停情况.....	8
表 8：2018、2019 年影院关闭数量前 10 的中大影投.....	9
表 9：2018、2019 年新开与关闭对比.....	9
表 10：人民广场商圈主要影院（万元）.....	10
表 11：陆家嘴商圈主要影院（万元）.....	11
表 12：五角场商圈主要影院（万元）.....	11
表 13：2019 年万达影院新开与关闭情况.....	11
表 14：万达整体票房贡献结构.....	12
表 15：万达整体票房（亿元）.....	12
表 16：万达整体票房增速.....	13
表 17：万达各线城市票房占比.....	13
表 18：万达各线城市票房增速.....	13
表 19：2017-2019 年前三季度 TOP10 影片票房及豆瓣评分（亿元）.....	15
表 20：2019 年 1-9 月 TOP10 院线票房（亿元）及市场份额.....	16
表 21：2019 年 1-9 月 TOP10 影投公司票房（亿元）及市场份额.....	17
表 22：2019 年 Q4 定档影片.....	18
表 23：2020 年 Q1 定档影片.....	19

## 1 微观数据看院线行业

### 1.1 影院新增：新增放缓，主体格局变动

#### 1.1.1 二三线城市成扩张主力，整体银幕增速放缓

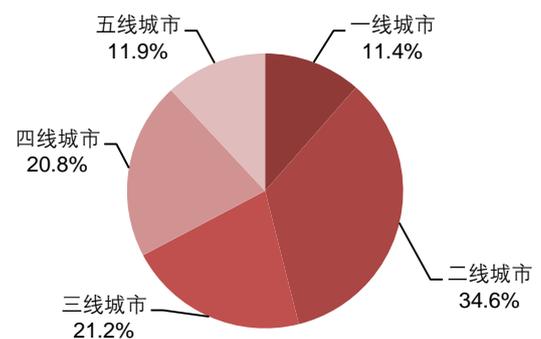
从银幕增长绝对数值看，二三线城市是 2019 年银幕扩张的主力地区。从艺恩的银幕数据看，二三线城市是 2013-2019 年银幕扩张的主力。截止 2019 年 9 月，一至五线城市分别拥有银幕 6995、21302、13027 和 12676、7272 块，分别较 2018 年净增加 578、1634、1005、1133 和 618 块。其中二线及三线城市银幕数占比、净增银幕绝对数均最大。

图 1：一至五线城市 2018 与 2019 年银幕数量对比



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

图 2：2019 年一至五线城市银幕占比



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

从银幕扩张增速看，一至五线城市全面放缓。截止 2019 年 9 月，一至五线城市银幕增速分别为 8.3%、7.7%、7.7%、8.9% 和 8.5%，即使考虑全年仍有一个季度的时间还未过去，全年增速较 2018 年仍出现大幅放缓。

表 1：2014-2019 年一至五线城市银幕扩张增速

银幕增速	2014	2015	2016	2017	2018	2019
一线城市	24.8%	15.4%	30.3%	21.2%	19.4%	8.3%
二线城市	24.3%	25.4%	24.4%	22.7%	16.1%	7.7%
三线城市	30.4%	26.9%	27.7%	24.3%	16.9%	7.7%
四线城市	39.7%	43.0%	25.2%	19.5%	14.2%	8.9%
五线城市	38.0%	50.9%	24.0%	19.5%	15.4%	8.5%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

### 1.1.2 扩张主体：万达与横店为第一梯队，扩张策略差异显著

**扩张第一梯队成员为万达电影与横店院线。**银幕扩张的头部主体格局发生一定程度变化，万达电影与横店院线仍然稳居前两名，分别新增银幕 342 和 240 块。2018 年分列第 2 与第 5 名的大地影院、上海星轶影院扩张速度在 2019 年明显放缓，新增银幕排名降低幅度较大，分别降低至第 8 和第 9。金逸影视和 CGV 影城投资公司仍稳定处于第二梯队，分别新增银幕 126 和 133 块，分列第 4 和第 3，较去年位次有所上升。

**地产背景影投公司扩张减速，部分停止扩张。**2019 年 1-9 月，银幕增量超过 30 块的 25 家公司中，地产背景公司剩余 3 家，上海星轶影院、苏宁影投和红星美凯龙营业分别新增银幕 75、55 和 47 块，分列第 9、第 13 和第 15 位，名次分别下降 4 位、3 位和 4 位。另外，保利影业今年仅新增 15 块银幕，华润万象、恒大影业在今年已经扩张。

**除中大型影投公司外，小影投仍是行业重要的进入者。**对于一至五线城市新增荧幕的比例，小影投分别占比 33.8%、42.3%、53.4%、62.9% 和 70.0%，越低线城市中小影城的扩张比重越高。低线城市竞争激烈程度较低，行业整体进入壁垒不高，导致单体影城和私人资本大量瞄准下沉市场进入。

注：（1）表 2 中数据来源于艺恩电影智库，部分上市公司 2019 年新开业影院数与实际公告披露数据存在一定差异；（2）文中定义的中大型影投指 2019 年扩张至少一家多厅影城，有明确影投归属的公司；小影投则为没有明确的影投公司归属的单体影城。

**表 2：2019 年不同主体新开业银幕数量及地区分布**

影投	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市	合计
万达电影	49	145	67	51	30	342
横店院线		46	73	76	45	240
CGV 影城投资公司	31	57	21	24		133
金逸影视	30	70	19	7		126
博纳影院投资	10	47	18	7		82
德信影业	10	47	24			81
明星时代		18	45	7	9	79
大地影院	16	29	6	13	12	76
上海星轶影院		25	17	25	8	75
泰禾集团	7	46	8		7	68
中影泰得	21	31	10			62
中影影院投资	11	25	5	7	9	57
苏宁影投	24	9	9	13		55
北京左岸风影投	26	20	7			53
红星美凯龙影业	16	17	14			47
万象影城		35	9			44

奥斯卡影投		15	9	15		39
幸福蓝海影院发展		7	17	8		32
沃美影管	8	19		5		32
春天国际影城		16	9	7		32
山南焰石	10	20				30
海南中视文化		8	8	8	6	30
UME 电影集团		19	9			28
上海圣谛	11	16				27
比高影城			17	10		27

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所 注：标红的为 A 股上市公司旗下影投，灰色底纹为地产背景影投公司

表 3：2018 年不同主体新开业银幕数量及地区分布

影投	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市	合计
万达电影	47	227	166	175	109	724
横店院线	-	45	53	160	68	326
大地影院	30	98	61	55	30	274
金逸影视	7	90	48	19	15	179
上海星轶影院	-	68	83	7	8	166
CGV 影城投资公司	39	50	45	14	-	148
耀莱管理公司	25	41	33	22	7	128
博纳影院投资	27	64	19	15	-	125
比高集团	29	42	14	15	-	100
苏宁影投	10	41	32	10	-	93
保利影业	13	58	-	11	6	88
UME 影院集团	-	32	16	34	-	82
中影影院投资	16	26	13	16	8	79
华润万象	28	49	-	-	-	77
德信影业	5	29	19	6	7	66
红星美凯龙影业	25	31	9	-	-	65
西安奥斯卡	-	31	18	15	-	64
恒大院线	-	9	9	37	9	64
齐纳影业	-	34	16	9	-	59
中互晟嘉	34	18	-	-	7	59
中都影视	14	33	9	-	-	56
珠海诚丰	-	6	12	12	25	55

幸福蓝海影院发展	-	46	7	-	-	53
上影影院	14	31	-	-	-	45
大扬世纪	40	-	-	-	-	40

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所 注：标红的为 A 股上市公司旗下影投，灰色底纹为地产背景影投公司

表 4：2019 年不同地区扩张主体银幕分类占比

银幕数量	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市	合计
小影投	279	961	765	894	589	3488
中大影投	546	1309	667	528	253	3303
合计	825	2270	1432	1422	842	6791
占比	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市	合计
小影投	33.8%	42.3%	53.4%	62.9%	70.0%	51.4%
中大影投	66.2%	57.7%	46.6%	37.1%	30.0%	48.6%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

从各影投公司 2019 年新开业影院的地区分布看，不同主体的扩张策略存在明显区别：（1）万达、金逸及中影拥有全国扩张和布局能力，50%以上 2019 年新开业影院分布于一二线城市，其中二线城市占比最高；（2）横店、星轶等重点布局低线城市城市，2019 年新开业影院主要集中于三线及以下城市，没有一线城市影院开业；（3）上影及幸福蓝海布局最为集中，上影仅在二三线城市有新增影院，幸福蓝海布局二三四线；（4）保利影业战略特殊，2019 新增影院仅位于一线及五线城市。

表 5：上市公司及地产背景影投 2019 年新开业影城地区分布

影投	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市
万达电影	14.3%	42.4%	19.6%	14.9%	8.8%
横店院线		19.2%	30.4%	31.7%	18.8%
金逸影视	23.8%	55.6%	15.1%	5.6%	
上海星轶影院		33.3%	22.7%	33.3%	10.7%
中影影院投资	19.3%	43.9%	8.8%	12.3%	15.8%
苏宁影投	43.6%	16.4%	16.4%	23.6%	
红星美凯龙影业	34.0%	36.2%	29.8%		
幸福蓝海影院发展		21.9%	53.1%	25.0%	
保利影业	53.3%				46.7%
上影影院		46.7%	53.3%		

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所 注：标红的为 A 股上市公司旗下影投，灰色底纹为地产背景影投公司

## 1.2 影院关闭：中大影投退出加速，存量拐点仍需等待

2019 年退出市场的影院数量进一步增加，关停影城主要集中在二、三、四线城市。我们定义的关闭影院为 T-1 年开业的影院中，在 T 年已无专资编码和票房信息的影城。2019 年关停的影院数量 470 家，较 2018 年的 315 家继续增长。其中，一至五线城市关停影院数量分别为 50、129、115、97 和 79 家，占总关停影院数的 10.6%、27.4%、24.5%、20.6% 和 16.8%。

表 6：2014-2019 年关停影院数量

城市/年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019	占比
一线城市	6	19	10	13	21	50	10.6%
二线城市	22	30	31	60	75	129	27.4%
三线城市	24	31	14	48	60	115	24.5%
四线城市	18	26	35	81	91	97	20.6%
五线城市	13	12	16	43	68	79	16.8%
合计	83	118	106	245	315	470	100.0%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所 注：实际关闭影院数与统计数可能存在一定差异

从关闭影院规模看，2019 年小影院关闭占比明显降低。（1）4 厅以下的小影院、小影投所属影院关闭分别占比 47.9% 和 51.5%。较 2018 年大幅度下降。（2）越往低线城市，小影投退出市场的占比越高，这一特征与 2018 年相同，但是所有类型城市中小影投占比均有所下降。（3）大型连锁影投整体关闭的影城数量有所上升，星美影院 2019 年关闭影城 138 家，数量远超其他影投公司。除星美外，大地影院、金逸影视、完美世界、橙天嘉禾、横店院线分别关闭 15、7、6、6、5 家，较去年大幅提高。

表 7：2018、2019 年小规模影院关停情况

城市	小影投	占比	4 厅以下	占比
<b>2018</b>				
一线城市	12	57.1%	14	66.7%
二线城市	53	70.7%	38	50.7%
三线城市	49	81.7%	48	80.0%
四线城市	73	80.2%	68	74.7%
五线城市	65	95.6%	63	92.6%
合计	252	80.0%	231	73.3%
<b>2019</b>				
一线城市	18	36.0%	17	34.0%

二线城市	37	28.7%	44	34.1%
三线城市	56	48.7%	61	53.0%
四线城市	57	58.8%	61	62.9%
五线城市	57	72.2%	59	74.7%
合计	225	47.9%	242	51.5%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所 注：实际关闭影院数与统计数可能存在一定差异，小影投的定义与前文一致

表 8：2018、2019 年影院关闭数量前 10 的中大影投

影投	2018 影院关闭数量	影投	2019 影院关闭数量
星美影院	28	星美影院	138
金字塔龙者文 化影视	3	大地影院	15
北京新影联	2	金逸影视	7
中影影院投资	2	完美世界	6
雅图数字	2	橙天嘉禾	6
大地影院	2	横店院线	5
完美世界	2	金字塔龙者文 化影视	3
新疆电影公司	2	今世界文化	3
幸福蓝海影院 发展	1	成都天智	3
华大影院	1	珠海诚丰	2

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所 注：实际关闭影院数与统计数可能存在一定差异

从影院和银幕的新开和关闭对比看，存量拐点已经接近。我们将影院和银幕的新开数量/关闭数量的计算结果定义为新增系数。可以发现，2019 年与 2018 年对比，影院和银幕的新增系数已经出现大幅下降。从影院看，2018 年越低线城市新增系数越小，市场争夺更为激烈的仍然是一二线城市，2019 年这一现象出现明显改变，二线、四线城市这一系数最高。从荧幕数量看，新增系数的下降幅度更为明显，说明关闭影院的平均拥有银幕的数量增加，即关闭影院的规模在变大，这与前文的分析一致。影院的新增系数在 2-2.5 之间，银幕的新增系数在 2.8-3.6 之间，整体新增系数分别是去年的 48%和 32%，从趋势看，行业整体向新增系数等于 1 的存量拐点靠近。

表 9：2018、2019 年新开与关闭对比

城市	关闭		新开		新开/关闭	
	影院	银幕	影院	银幕	影院	银幕
2019 年						
一线城市	50	277	105	825	2.10	2.98

二线城市	129	701	323	2270	2.50	3.24
三线城市	115	509	234	1432	2.03	2.81
四线城市	97	400	241	1422	2.48	3.56
五线城市	79	266	174	842	2.20	3.17
合计	470	2153	1077	6791	2.29	3.15
2018年						
一线城市	21	80	160	1208	7.62	15.10
二线城市	76	354	433	3201	5.70	9.04
三线城市	60	190	309	2013	5.15	10.59
四线城市	91	160	307	1788	3.37	11.18
五线城市	68	170	228	1149	3.35	6.76
合计	316	954	1437	9359	4.55	9.81

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所 注：实际关闭影院数与统计数可能存在一定差异

### 1.3 上海重点商圈：类稳态存量市场中的影院经营情况

我们选取了上海市的3个商圈进行分析，寻找类稳态存量市场中影院的发展趋势。

**单一商圈中新进入者会造成竞争形式的大幅恶化，直接导致上座率与票房的下滑。**以五角场商圈为例，2019年4月新开一家影院，原有四家影院上座率分别降低3.29%、3.35%、3.48%和2.31%。以陆家嘴商圈为例，2018年2月新开一家影院，原有三家影院上座率在2018年开始出现小幅下滑，2018年12月再新开一家影院后，2019年上座率出现大幅的降低。

**竞争稳定的情况下，各影院能够一定程度维持上座率与票房。**以五角场商圈为例，2018年未出现新增影院，原有四家影院2018年的上座率基本保持在一个稳定状态，三家略有下降，一家略有上升，对应票房水平也并未出现明显的下降。以人民广场商圈为例，区域内大部分均为建成时间较早的老影院，仅在2018年新增一家5厅影院，从上座率和票房变动的趋势看，并未出现大幅度下滑的情况。

表 10：人民广场商圈主要影院（万元）

影院	开业时间	银幕数	2019年1-9月		2018		2017	
			上座率	票房	上座率	票房	上座率	票房
SFC 影城（百联大上海店）	2018-04-27	5	20.69%	1331.33	20.56%	1031.82		
浙江电影院	1930-01-01	1	12.46%	235.94	14.25%	325.70	13.47%	316.99
上海和平影都	2003-12-19	7	22.48%	2641.11	22.41%	2973.89	23.21%	3475.74
新光影艺苑	1930-01-01	1	9.04%	71.51	8.99%	73.96	7.76%	87.60
SFC 影城（新世界店）	2005-09-15	6	36.54%	806.45	47.34%	1542.48	49.49%	1815.31
上海黄浦剧场	2007-01-01	1	4.87%	40.58	5.88%	58.74	4.58%	43.82
上海大光明影院	1928-12-23	6	22.73%	2607.13	20.97%	3404.58	26.18%	3498.73

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

表 11：陆家嘴商圈主要影院（万元）

影院	开业时间	银幕数	2019 年 1-9 月		2018		2017	
			上座率	票房	上座率	票房	上座率	票房
上海翰金影城	2014-11	5	20.12%	613.05	25.30%	923.63	28.21%	1142.49
上海百丽宫影城 ifc 商场店	2010-10-23	6	15.91%	1547.96	21.68%	2747.89	24.73%	3348.99
星美影商城上海正大 IMAX 店	2003-10-16	12	10.88%	1900.89	16.29%	3205.03	17.56%	4631.58
上海百丽宫影城陆家嘴中心店	2018-12-18	9	16.05%	1807.19	21.22%	51.54		
晟嘉国际影城上海尚悦湾店	2018-02-11	8	12.81%	540.18	14.35%	663.14		

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

表 12：五角场商圈主要影院（万元）

影院	开业时间	银幕数	2019 年 1-9 月		2018		2017	
			上座率	票房	上座率	票房	上座率	票房
SFC 影城（百联又一城店）	2016-09-01	6	20.88%	1644.98	24.17%	2131.90	24.98%	2550.63
上海市东融国际影城杨浦店	2016-02-24	9	16.35%	1089.22	19.70%	1475.59	20.34%	1636.02
上海苏宁影城五角场店	2019-04-24	10	23.52%	512.88				
上海五角场万达广场店	2006-12-23	12	17.21%	3907.55	20.69%	5018.97	19.90%	5310.49
中影国际影城上海合生汇店	2016-05-25	9	21.00%	2849.03	23.31%	3508.69	25.40%	4358.60

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

## 1.4 重点公司新老影城表现透视

本部分以万达院线为例，拆分其新老影城表现情况。

**2019 年公司扩张持续，战略重心目标二线城市。**万达影院 2019 年新开业影院 42 家，新增银幕 342 块，其中布局在二线城市共计 18 家，银幕 145 块，较为密集。二线城市是今年公司扩张的战略重心。2019 年公司开始出现影院关闭情况，分别在二线和五线城市出现一家关闭影院。

表 13：2019 年万达影院新开与关闭情况

城市	影院数量		银幕数量	
	新开	关闭	新开	关闭
一线城市	6		49	
二线城市	18	1	145	6
三线城市	8		67	
四线城市	6		51	
五线城市	4	1	30	7

合计	42	342	2	13
----	----	-----	---	----

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所 注：实际关闭影院数与统计数可能存在一定差异

万达的整体票房贡献结构中，2012 年以前建成和 2018 年建成占据票房比例较高。截止 2019 年 9 月，2012 年以前建成影院占比万达总票房 26.17%，2013-2015 年建成影院票房占比已经降低至 9%以下。2018 年建成影院票房占比在今年有大幅度的提升，达到 19.44%。进一步细分到各线城市看，公司鲜明的下沉战略已经凸显效果。在一二三线城市，2012 年以前建成影院仍然构成很高比例的票房，越低线的城市，建成年份越晚的影院占比票房越高。公司在 2018 年大力拓展了五线城市，2018 年建成影院在 2019 年票房占比高达 72.26%。

**表 14：万达整体票房贡献结构**

	2012 票房	2013 票房	2014 票房	2015 票房	2016 票房	2017 票房	2018 票房	2019 票房
2012 年以前	100.00%	94.42%	78.59%	63.29%	52.68%	41.16%	32.57%	26.17%
2013 年建		5.58%	16.71%	15.79%	13.17%	10.52%	8.58%	7.16%
2014 年建			4.70%	16.13%	15.64%	13.39%	10.80%	8.98%
2015 年建				4.79%	14.13%	12.54%	10.49%	8.91%
2016 年建					4.38%	17.35%	16.20%	14.18%
2017 年建						5.04%	14.15%	12.99%
2018 年建							7.21%	19.44%
2019 年建								2.16%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

公司过去票房整体的增长主要靠新增影院的拉动，成熟影城票房下降拖累整体增速。新增影院可以在建成后约 1-2 年内结束培育期，第二年票房即可实现大幅度的增长，从过往历史看，最低增长 186.50%，最高增长 390.49%。但是新增影院在第三年后就会开始出现票房下降。

**表 15：万达整体票房（亿元）**

	2012 票房	2013 票房	2014 票房	2015 票房	2016 票房	2017 票房	2018 票房	2019 票房
2012 年以前	26.31	32.92	37.28	42.88	34.70	29.40	25.77	18.67
2013 年建		1.94	7.93	10.70	8.67	7.52	6.79	5.11
2014 年建			2.23	10.93	10.30	9.56	8.55	6.41
2015 年建				3.25	9.31	8.96	8.30	6.35
2016 年建					2.89	12.39	12.83	10.12
2017 年建						3.60	11.20	9.27
2018 年建							5.71	13.87

2019 年建								1.54
合计	26.31	34.87	47.43	67.76	65.88	71.43	79.15	71.34

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

**表 16：万达整体票房增速**

	2013 票房	2014 票房	2015 票房	2016 票房	2017 票房	2018 票房
2012 年以前	25.11%	13.22%	15.04%	-19.07%	-15.28%	-12.34%
2013 年建		307.55%	34.99%	-18.93%	-13.33%	-9.69%
2014 年建			390.49%	-5.69%	-7.22%	-10.58%
2015 年建				186.50%	-3.73%	-7.34%
2016 年建					329.47%	3.50%
2017 年建						211.16%
合计	32.50%	36.03%	42.86%	-2.78%	8.44%	10.80%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

从票房占比及增速来看，万达近两年主要的增长来自四五线城市。从占比看，一二三线城市票房占比近四年来持续下降，与之对应，四五线城市占比提高，尤其是五线城市，占比由 2018 年的 9.00% 提升至 2019 年的 15.23%。从增速看，一二三线城市票房几乎处于停滞的状态，四五线城市发展势头迅猛，尤其是五线城市，2018 年同比增长 155.79%，2019 年 1-9 月票房已经较 2018 年全年增长 52.46%。公司近两年的主要增长动力来自与低线城市，下沉战略的实施情况较为理想。

**表 17：万达各线城市票房占比**

	2012 票房	2013 票房	2014 票房	2015 票房	2016 票房	2017 票房	2018 票房	2019 票房
一线城市	14.43%	12.91%	12.19%	13.09%	13.25%	11.70%	11.17%	10.35%
二线城市	62.77%	60.36%	58.46%	54.87%	51.47%	48.37%	43.97%	39.46%
三线城市	19.28%	21.16%	21.04%	21.37%	21.64%	22.35%	21.03%	19.73%
四线城市	2.38%	4.18%	6.40%	8.21%	10.52%	13.68%	14.83%	15.23%
五线城市	1.14%	1.38%	1.91%	2.47%	3.13%	3.90%	9.00%	15.23%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

**表 18：万达各线城市票房增速**

	2013 票房	2014 票房	2015 票房	2016 票房	2017 票房	2018 票房
一线城市	18.60%	28.38%	53.36%	-1.59%	-4.22%	5.83%
二线城市	27.42%	31.74%	34.09%	-8.81%	1.91%	0.72%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

三线城市	45.45%	35.24%	45.10%	-1.54%	12.00%	4.25%
四线城市	132.73%	108.17%	83.14%	24.61%	41.04%	20.07%
五线城市	59.96%	89.04%	84.38%	23.26%	35.12%	155.79%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

## 2 2019 年前三季度电影市场总结

### 2.1 受一季度影响票房同比下降，二三季度情况已经改善

2019 年 1-9 月，国内电影市场共实现票房（剔除票务服务费后，下同）443 亿元，同比减少 2.83%。2019 年 1-9 月观影人次 12.79 亿，同比减少 6.8%；放映场次 9382 万场，同比增长 15.79%；平均票价 35.12 元，同比提升约 1.9 元。

图 3：2019 年前三季度票房情况（亿元）



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

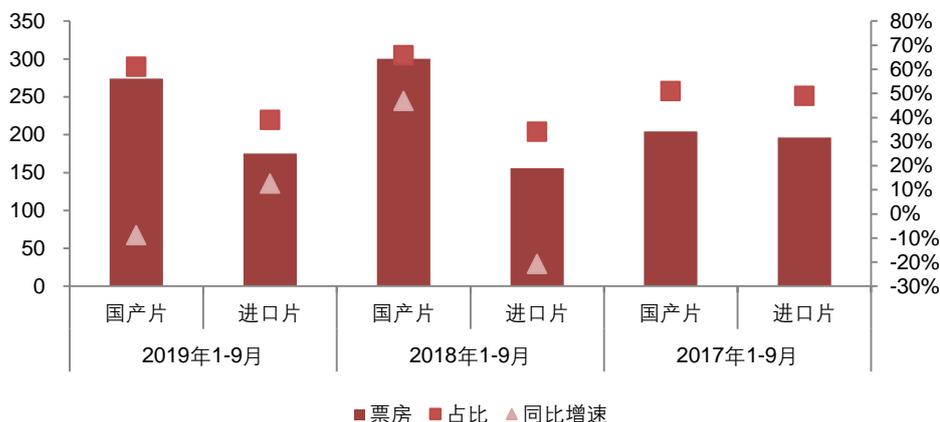
图 4：历年前三季度票房及增速（亿元）



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

国产片的不景气是整体票房下滑主因。2019 年 1-9 月，进口片总票房为 175.21 亿元，同比增长 12.63%；国产片票房为 274.05 亿元，同比下降 8.76%。从份额上看，国产片从 2018 年的 65.9% 降低至今年的 61.0%，进口片从 2018 年的 34.1% 再度提升至 39.0%。

图 5：2016-2018 年一季度国产片与进口片票房（亿元）



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

影片的头部效应加剧，票房两极分化。同时，2019 年 1-9 月 TOP10 影片票房合计 230.04 亿元，同比增长 5.07%；豆瓣平均评分 7.2，较去年同期提高 0.2。其中，《哪吒之魔童降世》以 45.71 亿元票房居冠军，豆瓣评分 8.5 亦为 TOP10 影片第一（并列）；《流浪地球》票房 43.30 亿元排名第二，豆瓣评分 7.9。与 2017 和 2018 年相比，优质影片的票房及口碑双丰收，头部效应加剧。对比 TOP10 影片票房和整体票房可以发现，国内电影市场票房出现两极分化。

表 19：2017-2019 年前三季度 TOP10 影片票房及豆瓣评分（亿元）

2019 年 1-9 月			2018 年 1-9 月			2017 年 1-9 月		
影片名	票房	豆瓣评分	影片名	票房	豆瓣评分	影片名	票房	豆瓣评分
哪吒之魔童降世	45.71	8.5	红海行动	34.22	8.3	战狼 2	52.92	7.1
流浪地球	43.30	7.9	唐人街探案 2	31.89	6.7	速度与激情 8	25.18	7.0
复仇者联盟 4：终局之战	40.19	8.5	我不是药神	28.85	9.0	功夫瑜伽	16.48	5.0
疯狂的外星人	20.46	6.4	西虹市首富	23.61	6.5	西游伏妖篇	15.66	5.5
飞驰人生	15.95	6.9	复仇者联盟 3：无限战争	22.38	8.1	变形金刚 5：最后的骑士	14.62	4.9
烈火英雄	15.65	6.6	捉妖记 2	21.21	5.0	摔跤吧！爸爸	11.99	9.0
速度与激情：特别行动	13.18	6.3	侏罗纪世界 2	15.81	6.7	加勒比海盗 5：死无对证	11.05	7.2
蜘蛛侠：英雄远征	13.05	7.8	前任 3：再见前任	15.29	5.5	金刚：骷髅岛	10.96	6.5
扫毒 2：天地对决	11.97	6.0	头号玩家	12.99	8.7	极限特工：终极回归	10.52	5.6
大黄蜂	10.56	7.0	后来的我们	12.67	5.9	生化危机：终章	10.35	6.5

总票房/平均分	230.04	7.2	总票房/平均分	218.93	7.0	总票房/平均分	179.76	6.4
---------	--------	-----	---------	--------	-----	---------	--------	-----

资料来源：艺恩数据，豆瓣电影，东方证券研究所

注：标红的为进口片

## 2.2 院线市占率小幅下滑，影投市占率持续降低

龙头院线市占率出现小幅下滑。2019年1-9月，前十大院线公司共实现票房301.52亿元，同比增长-3.87%；票房市场份额68.09%，同比小幅下滑0.51pct。其中，万达院线市占率仍排名第一，共实现票房61.80亿元，市占率13.96%，同比提升0.56pct。龙头院线公司中，有5家公司市场份额略有提升。

表 20：2019年1-9月TOP10院线票房（亿元）及市场份额

影投名称	2019年1-9月				2018年1-9月		
	票房	市占率	票房同比增速	市占率同比变动	影投名称	票房	市占率
万达院线	61.80	13.96%	0.89%	0.56%	万达院线	61.25	13.39%
大地院线	43.61	9.85%	-3.99%	-0.09%	大地院线	45.42	9.93%
上海联和院线	35.69	8.06%	0.04%	0.26%	上海联和院线	35.67	7.80%
中影南方新干线	32.39	7.31%	-4.54%	-0.11%	中影南方新干线	33.93	7.42%
中影数字院线	29.38	6.63%	-12.03%	-0.67%	中影数字院线	33.40	7.30%
中影星美	24.05	5.43%	-20.57%	-1.19%	中影星美	30.27	6.62%
广州金逸珠江	21.89	4.94%	-2.05%	0.06%	广州金逸珠江	22.34	4.89%
横店院线	18.96	4.28%	-6.00%	-0.13%	横店院线	20.16	4.41%
江苏幸福蓝海院线	17.29	3.90%	12.42%	0.54%	华夏联合	15.83	3.46%
华夏联合	16.48	3.72%	4.10%	0.26%	江苏幸福蓝海院线	15.38	3.36%
CR10	301.52	68.09%	-3.87%	-0.51%	CR10	313.67	68.59%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

**TOP10 影投公司市占率持续下降。**2019 年 1-9 月前十大影投合计实现分账票房 174.13 亿元，同比下降 4.55%；市占率 36.35%，同比下滑约 0.93pct。博纳影院、CGV 和香港百老汇三家票房同比增速明显，分别为 12.14%、4.65%、3.77%。

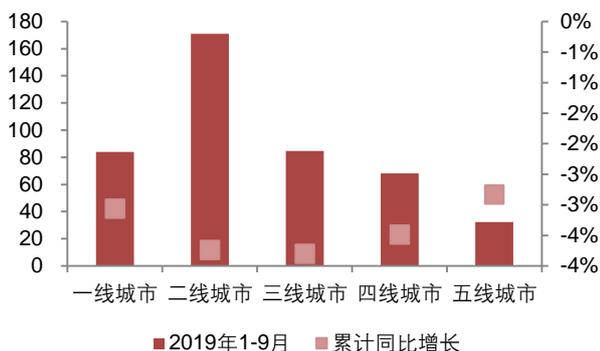
表 21：2019 年 1-9 月 TOP10 影投公司票房（亿元）及市场份额

影投名称	2019 年 1-9 月				2018 年 1-9 月		
	票房	市占率	票房同比增速	市占率同比变动	影投名称	票房	市占率
万达电影	64.29	13.42%	-0.63%	0.20%	万达电影	64.70	13.22%
大地影院	21.52	4.49%	-8.65%	-0.32%	大地影院	23.55	4.81%
横店院线	17.58	3.67%	-4.37%	-0.09%	横店院线	18.38	3.76%
CGV 影城投资公司	14.39	3.00%	4.65%	0.19%	中影影院投资	13.93	2.85%
金逸影视	13.28	2.77%	-0.60%	0.04%	CGV 影城投资公司	13.75	2.81%
中影影院投资	13.17	2.75%	-5.49%	-0.10%	金逸影视	13.36	2.73%
博纳影院投资	7.75	1.62%	12.14%	0.21%	星美影院	11.42	2.33%
香港百老汇	7.62	1.59%	3.77%	0.09%	太平洋影管	8.08	1.65%
耀莱管理公司	7.46	1.56%	-5.52%	-0.06%	耀莱管理公司	7.90	1.61%
太平洋影管	7.07	1.48%	-12.50%	-0.18%	香港百老汇	7.34	1.50%
CR10	174.13	36.35%	-4.54%	-0.93%	CR10	182.42	37.28%

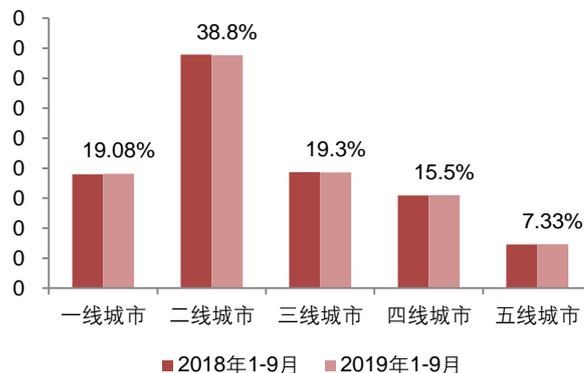
资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

## 2.3 一、五线城市票房降幅较小，占比提升

一、五线城市票房较为坚挺，二三线城市受内容及票价影响更为严重。2019 年 1-9 月，二三四线城市票房收入分别为 170.88、84.77 和 68.07 亿元，同比减少 3.74%、3.8%、3.49%，降幅大于一线（-3.06%）及五线城市（-2.83%）。2019 年 1-9 月二三线城市票房收入占比均有所减少，分别为 38.85%和 19.27%，一、五线城市分别占比 19.08%、7.33%，较去年同期分别提高 0.09、0.05pct。

**图 6：一至五线城市票房及增速**


资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

**图 7：一至五线城市票房份额对比**


资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

## 2.4 2019Q4、2019Q1 影片供应旺盛，带动季度票房增速回升

基于国庆档票房的优秀表现，2019年Q4票房将在《我和我的祖国》、《中国机长》、《攀登者》三部国庆档头部影片的带动下取得同比高增长，Q4预计总票房体量将超过150亿，拉动全年分账票房增长约5%。

2020年Q1目前共有18部已定档影片待上映，其中国产片16部，占比88.9%，进口片2部，占比11.1%。1月25日春节档共有9部影片已经定档，其中《唐人街探案3》、《姜子牙》、《中国女排》、《紧急救援》、《囧妈》等均值得关注，档期内竞争激烈。

**表 22：2019 年 Q4 定档影片**

序号	影片名称	上映时间	类型	导演	主演
1	少年的你	2019/10/25	爱情/青春	曾国祥	周冬雨、易烱千玺
2	催眠·裁决	2019/10/25	犯罪/悬疑	黎兆钧, 施柏林, 刘永泰	张家辉, 张翰, 秦沛
3	天作迷案	2019/10/25	悬疑/犯罪	阿沛·乔拉普	阿克夏耶·坎娜, 索娜什·辛哈
4	功夫小镇	2019/10/25	剧情/动作	张艺飞	梁小龙, 董昕赟, 龙武
5	三傻闹地球	2019/10/26	喜剧/动画/家庭/冒险	克里斯托弗·劳恩斯坦, 沃尔夫冈·劳恩斯坦	卡勒姆·马罗尼, 德莫特·麦金尼斯
6	道具师	2019/10/31	惊悚/恐怖/悬疑	杜子曰	鲍振江, 胡峻铭, 王艺霖
7	天气之子	2019/11/1	爱情/动画/奇幻	新海诚	森七菜, 醍醐虎太郎, 小栗旬
8	六欲天	2019/11/1	剧情/犯罪	祖峰	祖峰, 田雨, 黄璐
9	终结者·黑暗命运	2019/11/21	动作/冒险		阿诺德·施瓦辛格
10	我的拳王男友	2019/11/8	动作/爱情/运动	杜琪峰	向佐, 王可如, 邵兵
11	受益人	2019/11/8	剧情	申奥	大鹏, 柳岩

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

12	玩命三日	2019/11/8	喜剧/爱情/动作	刘仪伟	张嘉译, 闫妮
13	宠物联盟	2019/11/8	动画/喜剧	莱茵哈德·克洛泽	
14	长安道	2019/11/15	剧情/悬疑/犯罪	李骏	范伟, 宋洋, 焦俊艳, 陈数
	大约在冬季	2019/11/15	爱情/剧情	王维明	马思纯, 霍建华
	海上钢琴师	2019/11/15	爱情/剧情		蒂姆·罗斯
15	萌宠特工队	2019/11/15	动画	沃尔夫冈·劳恩斯坦	克里斯托弗·劳恩斯坦, 亚利桑德拉·内尔德尔
16	撼山瑶	2019/11/15	动画	马雍	曾格格, 姜永波
17	追凶十九年	2019/11/22	剧情/悬疑/犯罪	徐翔云	王泷正, 宋宁峰, 黄璐
18	一生有你	2019/11/29	爱情/青春	卢庚戌	徐娇, 谢彬彬
19	冰峰暴	2019/11/29	动作/灾难	余非	张静初, 役所广司
20	两只老虎	2019/11/29	喜剧/剧情	李非	葛优, 乔杉, 赵薇
21	魔音谷	2019/11/29	剧情	林智辉	王嘉, 李宁, 任运杰
22	南方车站得聚会	2019/12/6	剧情/犯罪	刁亦男	胡歌, 桂纶镁, 廖凡
23	兰心大剧院	2019/12/7	剧情	娄烨	巩俐, 赵又廷, 小田切让
24	被光抓走的人	2019/12/13	爱情/剧情	董润年	黄渤, 王珞丹, 谭卓
25	叶问4	2019/12/20	动作/传记/历史	叶伟信	甄子丹, 陈国坤, 吴樾
26	白日迷雾	2019/12/20	犯罪/悬疑	闫国喜	李丞峰, 宋宁
27	中华熊猫	2019/12/28	动画	王鹏程	
28	站住! 小偷	2019/12/28	喜剧	郑云	郑云, 梁小龙, 尤勇
29	宠爱	2019/12/31	喜剧/爱情	杨子	于和伟, 吴磊, 张子枫
30	杀人魔画	2019/12/31	悬疑/惊悚/犯罪	孙晓杰, 李刚	姜潮, 谈莉娜, 舒耀瑄

资料来源: 猫眼, 东方证券研究所

表 23: 2020 年 Q1 定档影片

序号	影片名称	上映时间	类型	导演	主演
1	贝肯熊 2: 金牌特工	2020/1/1	动画/喜剧/冒险	张杨	
2	印度奇游	2020/1/1	喜剧/爱情	张建亚	瑞迪马·潘迪特, 王学兵, 潘斌龙
3	阿里巴巴与神灯	2020/1/1	冒险/动画/喜剧	杨进, 周杭, 丁莹莹	
4	山海经之小人国	2020/1/11	动画/家庭/冒险	凯文·门罗, 克里斯蒂安·坎普	云鹤追, 刘若班, 尊龙
5	唐人街探案 3	2020/1/25	喜剧/动作/悬疑	陈思诚	王宝强, 刘昊然, 张子枫
6	姜子牙	2020/1/25	动画/动作/冒险	程鹏, 李炜, 李夏, 王昕	王昕
7	紧急营救	2020/1/25	剧情/灾难/动作	林超贤	彭于晏, 王彦霖, 辛芷蕾
8	囧妈	2020/1/25	剧情/喜剧	徐峥	徐峥, 袁泉, 沈腾
9	中国女排	2020/1/25	剧情	陈可辛	巩俐, 丁霞, 袁心玥

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

10	源·彩虹	2020/1/25	动作/冒险/奇幻/ 家庭	诺曼·斯通	吴磊, 陈乔恩, 钟丽缇
11	急先锋	2020/1/25	动作/冒险	唐季礼	成龙, 杨洋, 艾伦
12	金禅降魔	2020/1/25	剧情	彭发, 王凯, 程 中豪	释小龙, 胡军, 姚星彤
13	大红包	2020/1/25	喜剧/爱情	李克龙	包贝尔, 克拉拉, 贾冰
14	我的初恋十八岁	2020/2/14	爱情	王择谚	林辰涵, 师子寻, 翁虹
15	血鲨	2020/2/14	冒险/惊悚/灾难	王栋昂	方力申, 周韦彤, 沈孟生
16	愤怒的心	2020/3/15	剧情	吴琼	吴琼, 阳蕾, 王之民
17	消失的水偶	2020/3/20	恐怖	玉素	常奕然, 周娇, 尹亚森
18	通往春天的列车	2020/3/20	剧情/悬疑	李骥	任素汐, 李珉城, 陈宇星

资料来源：猫眼，东方证券研究所

## 投资建议

我们回顾了 2019 年 1-9 月份中国的电影市场,利用 10000 多家影院和 66000 块银幕的微观数据,详细拆解 2019 年终端发展情况。我们认为:

(1) 新增:从银幕增长绝对数值看,二三四线城市是 2019 年银幕扩张的主力地区,净增加量高于一、五线城市,从增速来看,一至五线城市全面放缓,行业整体扩张速度连续两年降低。从扩张主体上看,万达电影与横店院线仍然稳居前两名,原先处于第一梯队的大地影院扩张放缓。同时,2018 年扩张快的地产背景影投公司今年明显减速,部分停止新开影院。从规模上看,除中大型影投公司外,小影投仍是行业重要的进入者,越低线城市中小影城的扩张比重越高,下沉市场的竞争激烈程度预计会大幅提升。

(2) 关闭:2019 年退出市场的影院数量进一步增加,关停影城主要集中在二、三、四线城市。从关闭影院规模看,2019 年小影院关闭占比明显降低,大型连锁影投整体关闭的影城数量有所上升。对比影院和银幕的新开和关闭,两者比例正在不断缩小,存量拐点逐步到来。

(3) 在类稳态存量市场中的影院,出现新进入者会造成竞争形式的大幅恶化,直接导致上座率与票房的下滑,在竞争稳定的情况下,各影院能够一定程度维持上座率与票房。

(4) 重点透视万达影院,其票房贡献结构中 2012 年以前建成和 2018 年建成占据票房比例较高;去两年票房整体的增长主要靠新增影院的拉动,成熟影城票房的下滑拖累整体票房表现。随着渠道下沉空间的逐步消失,公司 2019 年战略扩张重心转回二线城市。

(5) 从定档内容看,2019Q4 及 2020Q1 影片供应旺盛,且 2020 年春节时间较早,1 月 25 日大年初一已有《唐人街探案 3》、《紧急救援》、《姜子牙》、《中国女排》、《囧妈》等多部重磅影片定档,预计 2020 年春节档有望再创票房纪录。

我们认为,季度票房增速回暖将带动院线板块个股业绩季度改善,维持大盘年化中低增速中枢判断,从微观数据看,供需格局从各个维度看均出现明显改善,但影城同店增速拐点到来仍需时间。当前建议关注院线板块底部龙头标的万达电影以及电影龙头光线传媒。

## 风险提示

- **优质内容供应不足风险**

随着观众观影行为的成熟，电影行业的增长和波动，与优质内容供应的相关性不断提升。若行业优质内容供应不足，将拖累观影人次及整体票房增长，影响板块整体业绩兑现并加大波动，从而影响相关公司整体业务发展

- **新媒体竞争风险**

以互联网为代表的新媒体已经通过改变消费者的消费理念、消费方式和信息获取方式等，对包括电影在内的传统行业构成了冲击和挑战。新媒体凭借其价廉、便利、选择性强等优势，使影院终端消费者通过网络平台进行观影的成本降低、机会增加，对电影市场带来一定影响。

- **市场竞争加剧风险**

在国家鼓励影院投资建设的大背景下，各大院线的竞争将更加激烈，除了既有影院投资主体继续加快投资外，来自业外的新投资主体也逐渐涌现。同时，电影内容制作的主体也不断丰富。随着影院数量进一步增长和影视制作公司的增加，相关产业链主体将面临越来越广泛而激烈的竞争。

- **监管进一步趋严风险**

过去几年国家对于影视内容的监管力度呈现逐步趋严的态势，未来如果这一趋势进一步加剧，导致部分涉及题材较为敏感的内容无法最后上市，影响板块内公司整体业绩的发展。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

