

投资评级：买入（调高评级）

当前价格(元): 24.61
合理价格区间(元): 28.06~30.01

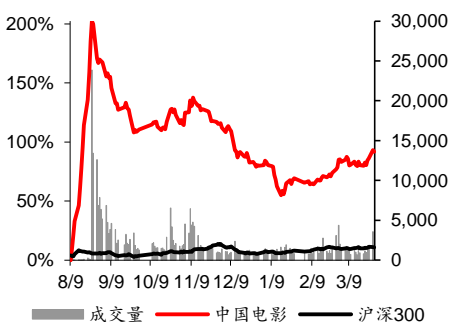
许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

周钊 010-56793958
联系人 zhoushao@htsc.com

相关研究

1 《中国电影(600977.SH): 政策红利犹存, 综合实力大幅提升》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

进口片持续火爆, 业绩高速增长可期 中国电影(600977)

进口片表现持续火爆, 每增加 10 亿票房, 约带来 5700 万利润体量

2 月底以来, 进口片票房持续火爆, 继《生化危机》、《极限特工》破 10 亿之后,《美女与野兽》、《金刚》均表现不俗。2 月上映的《极限特工》和《生化危机》票房成功突破 10 亿,《金刚》3 天破 5 亿。进口片火爆最直接受益标的为中国电影。我们预计进口片票房每增加 10 亿, 中影净利将增加 5,700 万左右。

进口片票房增加对公司业绩弹性大

从总体上来看, 电影发行收入占公司主营业务收入的 50% 以上, 接近 60%; 其中 2013 年-2015 年进口片发行收入在总收入中的占比分别为 36.50%、46.59%、43.86%, 在总毛利中占比分别为 23.20%、33.77%、37.17%。可见进口片的票房增长对于公司的业绩增长有着显著的作用。

公司在进口片发行占据的市场份额将近 60%

《电影管理条例》规定, 中国进口影片采取“一家进口、两家发行”方式, “一家进口”指向由中影集团进出口分公司“独家”承担境外影片进口业务; “两家发行”指向由中影集团与华夏电影公司两家共同拥有进口片发行权。政策红利保证公司稳居发行领域龙头, 2013 年-2015 年, 公司主导或参与发行进口影片 223 部, 实现票房 228.92 亿元, 占同期全国进口影片票房总额的 58.07%。

17 年将是进口片大年, 4 月份进口片强势来袭

从好莱坞已经披露的 17 年片单和引进的信息来看, 17 年将是进口片大年。即将到来的 4 月份, 我们预计票房将实现同比 40%-50% 的增长, 其中进口片将成为重要力量, 包括万众瞩目的《速度与激情 8》。其前作至今仍是 中国进口片票房第一, 在 2015 年收获 24 亿票房。

进口片大年直接催化公司业绩, 调高评级至买入

春节档之后, 进口片表现抢眼。纵观 17 年国产片和进口片片单, 我们判断拉动 17 年票房增长的主要动力将是进口片。进口片大年将直接催化公司业绩, 我们调高对公司的业绩预期, 预计 2017 年公司 will 实现净利润 13.6 亿, 对应 PE 为 33.7X, 对应净利润增速为 34%, PEG 略小于 1。同时公司的制片业务有望带来更多的利润弹性。考虑到本年影市发生的变化, 我们调高评级至买入, 预计 17-18 年 EPS 为 0.73 元、0.80 元, 参考可比公司平均市盈率, 给予公司 2017 年 38X-41X 的 PE 估值区间, 目标价调高至 28.06-30.01 元, 目前价格对应 17-18 年 PE 为 33.7X、30.9X。

风险提示: 进口片票房增长不及预期、政策管控风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,867
流通 A 股 (百万股)	467.00
52 周内股价区间 (元)	12.84-38.83
总市值 (百万元)	45,947
总资产 (百万元)	14,251
每股净资产 (元)	5.13

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	5,960	7,297	8,354	10,421	11,413
+/-%	30.61	22.42	14.49	24.74	9.52
净利润 (百万元)	493.71	868.32	1,016	1,362	1,486
+/-%	15.29	75.88	16.97	34.10	9.13
EPS (元, 最新摊薄)	0.26	0.47	0.54	0.73	0.80
PE (倍)	93.06	52.91	45.24	33.73	30.91

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

2月底以来，进口片票房持续火爆，继《生化危机》、《极限特工》破10亿之后，《美女与野兽》、《金刚》均表现不俗。2月上映的《极限特工》和《生化危机》票房成功突破10亿，《金刚》3天破5亿。进口片火爆最直接受益标的为中国电影。

我们预计进口片票房每增加10亿，中影净利将增加5,700万左右，我们预计2017年公司将实现净利润13.6亿，对应PE为33.7X，对应净利润增速为34%，PEG略小于1。同时公司的制片业务有望带来更多的利润弹性。考虑到本年影市发生的变化，我们调高评级至买入，预计17-18年EPS为0.73元、0.80元，对应PE33.7X、30.9X。

进口片票房增加对公司业绩弹性大

从总体上来看，电影发行收入占公司主营业务收入的50%以上，接近60%；2013年-2015年进口片发行收入在总收入中的占比分别为36.50%、46.59%、43.86%，在总毛利中占比分别为23.20%、33.77%、37.17%。可见进口片的票房增长对于公司的业绩增长有着显著的作用。

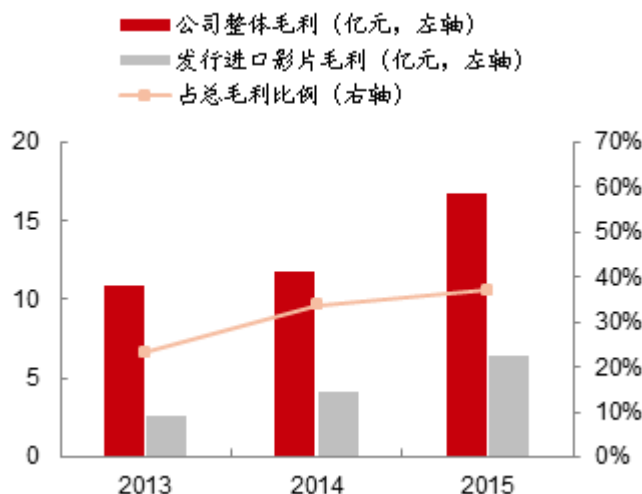
图表1：发行进口影片收入对于公司毛利贡献较大

单位:万元

项目	2013年	2014年	2015年
发行进口影片收入	166582.11	277681.83	320030.65
占发行业务收入比例	68.13%	77.92%	79.74%
占营业收入比例	36.50%	46.59%	43.86%
发行进口影片毛利	25826.7	41352.47	63781.84
占发行业务毛利比例	44.70%	50.84%	65.48%
占总毛利比例	23.20%	33.77%	37.17%

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表2：2013-2015年公司发行进口片毛利占比



资料来源:公司公告、华泰证券研究所

中影在进口片发行市场份额约 60%

《电影管理条例》规定，中国进口影片采取“一家进口、两家发行”方式，“一家进口”指向由中影集团进出口分公司“独家”承担境外影片进口业务；“两家发行”指向由中影集团与华夏电影公司两家共同拥有进口片发行权。

政策红利保证公司稳居发行领域龙头，2013年-2015年，公司主导或参与发行进口影片223部，实现票房228.92亿元，占同期全国进口影片票房总额的58.07%。

同时，公司所主导发行的进口片卖相均较好，近几年票房过亿的进口片基本均由公司主导发行：

图表3：票房过亿进口片基本由中影主导或参与发行

年度	全国票房过亿进口片数量	中影主导或参与发行的票房过亿进口片数量	中影所占比例
2013年	27	27	100%
2014年	30	30	100%
2015年	34	33	97.06%
合计	91	90	98.90%

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表4：近年来公司主导或参与发行的进口片一览

影片名称	公司角色	累计票房(亿元)	上映年份
疯狂动物城	主导发行	15.3	2016/3/4
奇幻森林	主导发行	9.79	2016/4/5
碟中谍5：神秘国度	参与发行	8.7	2015/9/8
星球大战：原力觉醒	主导发行	8.26	2016/1/9
星际穿越	参与发行	7.11	2014/11/12
荒野猎人	主导发行	3.77	2016/3/18
伦敦陷落	主导发行	3.4	2016/4/8
泰山归来：险战丛林	主导发行	2.68	2016/7/9
飓风营救3	主导发行	2.04	2015/3/20
爱宠大机密	主导发行	3.89	2016/8/2
谍影重重5	主导发行	4.47	2016/8/23
星际迷航3	主导发行	4.41	2016/9/2
奇异博士	主导发行	7.46	2016/11/4
神奇动物在哪里	主导发行	5.92	2016/11/25
星球大战外传：侠盗一号	主导发行	4.78	2017/1/6
太空旅客	主导发行	3.15	2017/1/13
极限特工终极回归	主导发行	11.27	2017/2/10
生化危机	主导发行	11.12	2017/2/24

资料来源：艺恩、华泰证券研究所

17年将是进口片大年，4月份进口片将继续发力，公司将直接受益

从好莱坞已经披露的17年片单和引进的信息来看，17年将是进口片大年。

图表5：2017年可能引进的进口片一览

上映日期	片名	题材
2017年4月1日	守护者：世纪战元	动作/科幻
2017年4月1日	冰雪大作战	动画/喜剧
2017年4月7日	攻壳机动队	动作/科幻
2017年4月14日	速度与激情8	动作/犯罪
2017年4月14日	蓝精灵：寻找神秘村	动画/冒险
2017年5月26日	加勒比海盗5：死无对证	动作/冒险
2017年5月19日	异形：契约	惊悚/科幻
2017年5月5日	银河护卫队	动作/科幻
2017年6月2日	神奇女侠	动作/冒险
2017年6月9日	分歧者：上升之势	冒险/爱情
2017年6月9日	木乃伊	动作/冒险
2017年6月16日	赛车总动员3：极速挑战	动画/冒险
2017年6月23日	变形金刚5：最后的骑士	动作/冒险
2017年6月30日	神偷奶爸3	动画/家庭
2017年7月7日	蜘蛛侠：英雄归来	动作/冒险
2017年7月14日	猩球崛起：终极之战	动作/剧情
2017年7月21日	敦刻尔克	动作/剧情
2017年7月21日	星际特工：千星之城	动作/冒险
2017年9月1日	盗潜黄金城	动作/惊悚
2017年9月29日	王牌特工：黄金圈	动作/冒险
2017年10月6日	银翼杀手2049	科幻
2017年11月3日	雷神3：诸神黄昏	动作/冒险
2017年11月17日	正义联盟	动作/冒险
未定	日月人鱼：国王的女儿	动作/冒险
未定	超能敢死队	动作/喜剧

资料来源：时光网，华泰证券研究所

17年春节档之后，进口片便已成为带动票房的主要力量。2月底以来，进口片票房持续火爆，继《生化危机》、《极限特工》破10亿之后，《美女与野兽》、《金刚》均表现不俗。2月上映的《极限特工》和《生化危机》票房成功突破10亿；根据猫眼专业版数据，3月份至今（3月27日），进口片票房占整体票房比例高达95%。

即将到来的4月份，我们预计票房将实现同比40%-50%的增长，其中进口片将成为重要力量，包括万众瞩目的《速度与激情8》：

a)、2016年4月同比基数较低，月票房仅为31亿。整个16年4月，无论是进口片还是国产片均表现低落。《奇幻森林》录得当月最高票房，仅为7.9亿，国产片《我的特工爷爷》、《火锅英雄》票房均为3亿多，大幅低于预期；

b)、2017年4月片单丰富，卖相更佳。从4月已定档的电影来看，类型覆盖悬疑、惊悚、动作等，商业元素充足。重点影片包括《嫌疑人X的献身》，改编自日本东野圭吾最著名的推理小说，原著粉丝众多，并有王凯、林心如领衔主演，目前猫眼想看人数8.5万；《速度与激情8》前作仍是中国进口片票房冠军，票房24亿，目前猫眼想看人数近19万；《蓝精灵》猫眼想看人数8.3万；黄渤主演的《记忆大师》猫眼想看人数8.5万。加上其他众多影片，我们预计4月票房将实现40%-50%增速。

每增加 10 亿进口片票房对中影的利润贡献约 5,700 万

我们对进口片票房增加对中影业绩的贡献进行了测算：

图表6：进口片票房每增加 10 亿，对中影的利润贡献约 5,700 万

	2013	2014	2015	单位：亿
进口片总票房	90	135	169	假设进口片票房每增加 10 亿
中影进口片票房	59	81	89	10
中影进口片市场份额	65.2%	60.5%	52.4%	60.0%
中影进口片发行收入	17	28	32	2.1
进口片可分配票房（扣除专项和税）	54	75	81	5.5
发行收入占可分配票房比	30.9%	37.2%	39.3%	39.0%
中影进口片发行成本	9	16	18	1.22
中影进口片毛利率	7	12	14	0.92
中影进口片毛利率	43.4%	43.7%	42.5%	43.0%
三费占收入比（取整体收入占比）	9.9%	8.0%	6.9%	7.5%
三费合计				0.16
营业利润				0.76
净利润（税率 25%）				0.57

资料来源：华泰证券研究所

根据招股说明书提供的数据，可以合理假设：

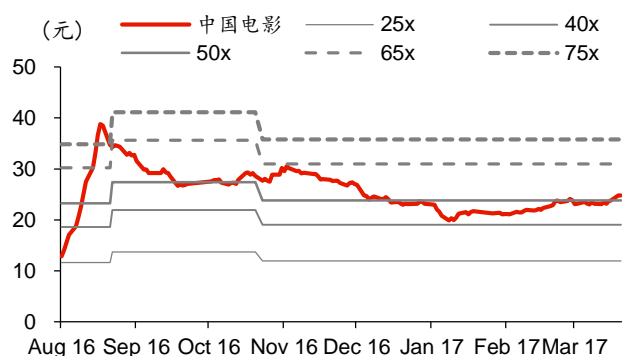
- 每增加 10 亿进口票房，中影所占为 6 亿；
- 进口发行收入占可分配票房比约在 30%-40%之间，考虑到影市的变化，取最近一年的比例 39%，则中影获得的进口片发行收入约为 2.1 亿；
- 进口片发行毛利率约在 43%左右，因此其毛利约为 0.92 亿；
- 三费占收入比取整体收入比，参考历年经营数据，假设为 7.5%；
- 税率取 25%。

得出每增加 10 亿进口片票房，中影净利增加约 5700 万。

盈利预测与估值

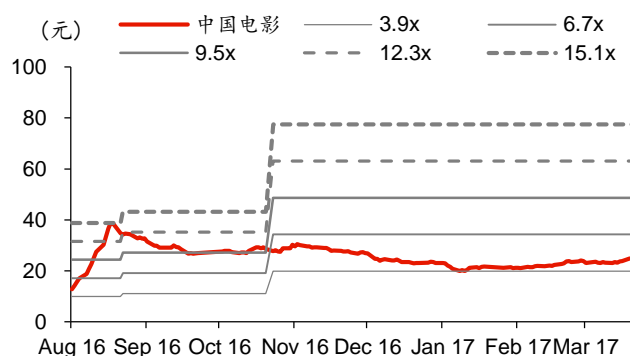
2016年电影票房整体增速较低，结合已披露的业绩预告，略微调低对16年的业绩预期。展望2017年，春节档之后，进口片表现抢眼。纵观17年国产片和进口片片单，我们判断拉动17年票房增长的主要动力将是进口片。进口片大年将直接催化公司业绩，我们调高对公司的业绩预期，预计2017年公司将实现净利润13.6亿，对应PE为33.7X，对应净利润增速为34%，PEG略小于1。同时公司的制片业务有望带来更多的利润弹性。考虑到本年影市发生的变化，我们调高评级至买入，预计17-18年EPS为0.73元、0.80元，参考可比公司平均市盈率，给予公司2017年38X-41X的PE估值区间，目标价调高至28.06-30.01元，目前价格对应17-18年PE为33.7X、30.9X。

图表7：中国电影历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8：中国电影历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	5,329	6,995	13,642	18,032	21,231
现金	2,655	3,756	9,962	13,368	16,696
应收账款	1,362	1,367	1,756	2,139	2,126
其他应收账款	206.98	217.83	249.41	311.12	340.74
预付账款	150.88	164.19	187.85	225.44	249.97
存货	907.45	1,262	1,267	1,768	1,597
其他流动资产	46.28	227.62	220.22	220.22	220.22
非流动资产	3,662	3,897	3,342	2,777	2,209
长期投资	217.74	301.82	313.45	313.45	313.45
固定投资	2,729	2,577	2,182	1,761	1,324
无形资产	120.25	105.87	103.66	101.45	99.25
其他非流动资产	595.20	912.05	742.88	601.66	472.39
资产总计	8,991	10,891	16,985	20,810	23,440
流动负债	3,886	4,795	4,813	5,917	5,781
短期借款	300.00	320.00	500.00	500.00	500.00
应付账款	2,461	2,999	3,248	4,249	4,063
其他流动负债	1,124	1,476	1,065	1,168	1,218
非流动负债	658.27	652.96	1,555	2,627	3,615
长期借款	0.00	0.00	1,000	2,000	3,000
其他非流动负债	658.27	652.96	554.97	627.46	614.72
负债合计	4,544	5,448	6,368	8,545	9,396
少数股东权益	546.98	649.52	849.77	1,135	1,428
股本	1,400	1,400	1,867	1,867	1,867
资本公积	597.25	598.75	4,089	4,089	4,089
留存公积	1,903	2,727	3,811	5,173	6,660
归属母公司股	3,900	4,794	9,767	11,129	12,616
负债和股东权益	8,991	10,891	16,985	20,810	23,440

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	993.41	2,011	1,140	2,364	2,279
净利润	605.81	1,036	1,216	1,648	1,779
折旧摊销	573.55	614.77	558.17	571.36	574.81
财务费用	(2.17)	(32.74)	(62.13)	(72.32)	(61.36)
投资损失	(40.27)	(91.26)	(93.97)	(97.84)	(114.60)
营运资金变动	(234.02)	358.36	(499.75)	200.83	116.78
其他经营现金	90.50	125.67	21.89	114.53	(16.06)
投资活动现金	(131.41)	(785.84)	(118.56)	(30.90)	(11.70)
资本支出	501.81	465.68	20.00	20.00	20.00
长期投资	(0.65)	419.25	88.68	0.00	0.00
其他投资现金	369.74	99.08	(9.88)	(10.90)	8.30
筹资活动现金	(339.15)	(125.31)	5,184	1,072	1,061
短期借款	300.00	20.00	180.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	1,000	1,000	1,000
普通股增加	0.00	0.00	467.00	0.00	0.00
资本公积增加	(2.51)	1.50	3,490	0.00	0.00
其他筹资现金	(636.64)	(146.81)	47.13	72.32	61.36
现金净增加额	522.87	1,100	6,206	3,406	3,328

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,960	7,297	8,354	10,421	11,413
营业成本	4,736	5,582	6,386	7,665	8,498
营业税金及附加	74.76	105.98	125.31	156.32	165.49
营业费用	99.18	107.12	125.31	187.58	194.03
管理费用	377.19	426.32	501.25	677.38	730.45
财务费用	(2.17)	(32.74)	(62.13)	(72.32)	(61.36)
资产减值损失	63.75	55.80	22.32	24.55	17.19
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	40.27	91.26	93.97	97.84	114.60
营业利润	652.02	1,143	1,350	1,881	1,984
营业外收入	170.91	239.86	271.51	338.69	382.34
营业外支出	1.80	17.68	19.16	22.99	25.49
利润总额	821.12	1,365	1,602	2,197	2,341
所得税	215.31	329.04	386.05	549.16	561.73
净利润	605.81	1,036	1,216	1,648	1,779
少数股东损益	112.10	168.06	200.25	285.58	292.59
归属母公司净利润	493.71	868.32	1,016	1,362	1,486
EBITDA	1,223	1,725	1,846	2,380	2,497
EPS (元)	0.35	0.62	0.54	0.73	0.80

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	30.61	22.42	14.49	24.74	9.52
营业利润	18.83	75.34	18.06	39.38	5.46
归属母公司净利润	15.29	75.88	16.97	34.10	9.13
获利能力 (%)					
毛利率	20.54	23.50	23.55	26.45	25.54
净利率	8.28	11.90	12.16	13.07	13.02
ROE	12.66	18.11	10.40	12.24	11.78
ROIC	18.84	41.37	49.86	118.60	322.30
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.54	50.02	37.49	41.06	40.09
净负债比率 (%)	6.93	6.15	23.56	29.26	37.25
流动比率	1.37	1.46	2.83	3.05	3.67
速动比率	1.12	1.19	2.57	2.74	3.39
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.73	0.60	0.55	0.52
应收账款周转率	4.55	5.00	5.00	5.00	5.00
应付账款周转率	2.05	2.04	2.04	2.04	2.04
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.47	0.54	0.73	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	1.08	0.61	1.27	1.22
每股净资产(最新摊薄)	2.09	2.57	5.23	5.96	6.76
估值比率					
PE (倍)	93.06	52.91	45.24	33.73	30.91
PB (倍)	11.78	9.58	4.70	4.13	3.64
EV_EBITDA (倍)	34.66	24.58	22.97	17.82	16.98

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com