

Q1 进口片票房增长 74% 拉动季度业绩高增长

公司动态

◆公司全产业链经营，盈利情况受多业务影响且随政策波动

中国电影业务范围包括制片制作、电影发行、电影放映及影视服务等；涵盖“制片+发行+放映”全产业链经营，2013-2015年取得了全国票房收入14.25%—17.01%的市场份额。

公司的业务结构中，进口片发行收入占比在45%左右，其次为电影放映，收入占比约25%。毛利构成中，进口片发行占比在40%左右，放映占比在25%左右。2013-2015年公司净利润增速受多业务影响且随政策波动。

◆2017年进口片票房高增长对公司盈利能力影响分析

1、中国电影进口片发行收入年增速与当年进口片票房增速相关性较高，收入在进口片全年票房中占比20%左右。公司进口片发行收入2013-2015三年复合增长率为38.61%，与全国进口影片三年复合增长率37.15%相吻合。

2、2017年Q1国内票房142.4亿元，同比下滑1.23%；我们测算剔除服务费Q1票房为132.5亿元，同比下滑8.11%；其中进口片票房高达65亿，同比增长74.16%，奠定全年进口片票房高增长基础。

3、我们测算2017年Q1中国电影海外片发行收入可达13亿元，毛利可达2.6亿元；一季度业绩将大幅增长。考虑到2017年好莱坞大片云集有望拉动电影市场回暖，我们以2017年进口片票房增长30%，电影市场整体增长20%为假设测算中国电影2017年业绩可达12亿元，同比增长28%。

4、对中国电影的进口片发行业务进行敏感性分析，假设2017年进口片票房增速分别在20%、30%、40%、50%的情况下，预测净利润将达11.7、12、12.28、12.56亿元。

◆投资建议

2017年，好莱坞大片云集有望拉动电影市场回暖；WTO入关谈判重启将推动电影市场进一步开放。在国内外内容供给均面临竞争加剧的背景下，制片环节的不确定性进一步加大；院线行业集中度提升将加速，且纵向整合空间巨大。关注院线龙头份额提升，商业模式升级。

预测中国电影2016-2018年EPS分别为0.50、0.64、0.77元，当前股价对应PE估值分别为48、38、31倍，维持“增持”评级。

◆风险提示：票房增速下行，影视行业并购整合风险，竞争加剧。

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5960	7297	8028	9902	12080
营业收入增长率	30.61%	22.42%	10.03%	23.34%	22.00%
净利润(百万元)	494	868	928	1189	1445
净利润增长率	15.29%	75.88%	6.87%	28.16%	21.48%
EPS(元)	0.26	0.47	0.50	0.64	0.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.66%	18.11%	9.39%	10.74%	11.54%
P/E	90	51	48	38	31

增持(维持)

当前价/目标价：23.54/28.25元

目标期限：6个月

分析师

王铮(执业证书编号：S0930514070006)

021-22169115

zhengwang@ebsec.com

联系人

侯帅楠

021-22169168

houshn@ebsec.com

市场数据

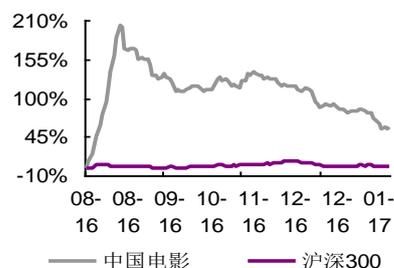
总股本(亿股)：18.67

总市值(亿元)：439.49

一年最低/最高(元)：10.70/40.28

近3月换手率：40.06%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.65	-3.07	0.00
绝对	0.17	-0.47	0.00

相关研报

业绩符合预期，商业模式创新巩固龙头地位

.....2016-08-30

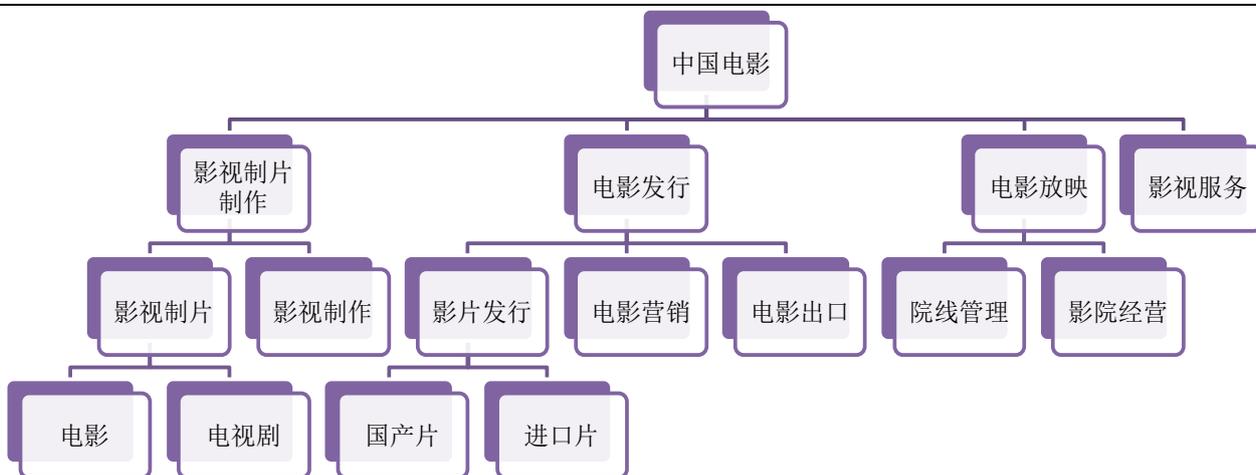
资源禀赋领先，挖掘潜力迎接新飞跃

.....2016-08-28

1、全产业链经营，盈利波动受政策影响较大

中国电影业务范围包括制片制作、电影发行、电影放映及影视服务等；涵盖“制片+发行+放映”全产业链经营，2013-2015年取得了全国票房收入14.25%—17.01%的市场份额。

图 1：中国电影主营业务范围



资料来源：公司公告

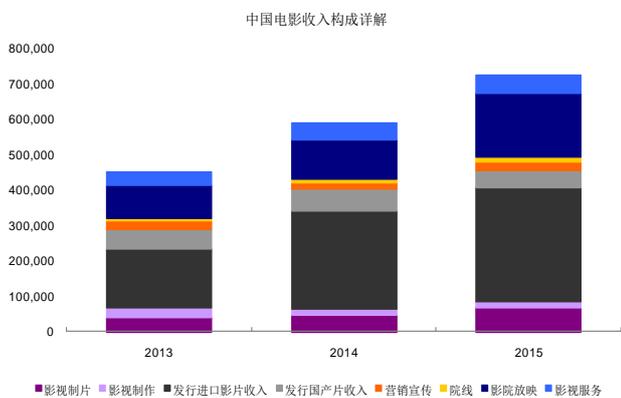
表 1：中国电影收入市场份额

	2013		2014		2015	
	金额(万元)	市场份额(%)	金额(万元)	市场份额(%)	金额(万元)	市场份额(%)
影视制片收入	38,007.41	1.75%	43,624.16	1.47%	65,656.21	1.49%
发行收入	221,272.35	10.16%	338,159.21	11.41%	370,274.91	8.40%
院线收入	7,731.51	0.36%	8,889.44	0.30%	13,674.21	0.31%
影院放映收入	93,721.51	4.31%	113,663.86	3.83%	178,320.53	4.05%
合计	360,732.78	16.58%	504,336.67	17.01%	627,925.86	14.25%
全国票房收入	2,176,900.00	100.00%	2,963,900.00	100.00%	4,406,900.00	100.00%

资料来源：公司公告

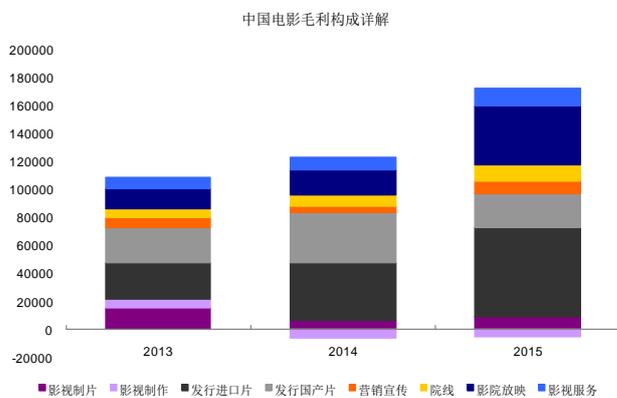
公司的业务结构中，进口片发行收入占比在 45%左右，其次为电影放映，收入占比约 25%；国产片发行收入占比约 10%，制片与影视服务收入占比均在 8%左右。毛利构成中，进口片发行占比在 40%左右，放映占比在 25%左右，国产片发行占比约 20%，院线与影视服务毛利占比均在 7%左右。

图 2：中国电影收入构成详解（万元）



资料来源：公司公告

图 3：中国电影毛利构成详解（万元）

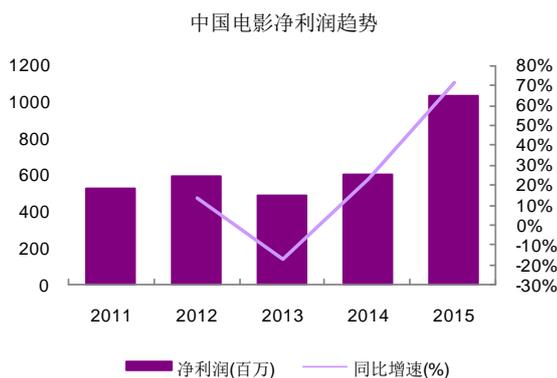


资料来源：公司公告

2013-2015 年公司净利润增速分别为-23.5%、15.3%、75.9%。2013 年负增长缘于不再代理中影集团从事电影进口环节部分业务（2012 年该项业务产生的净利润为 1.03 亿元）。2014 年公司进口片发行收入增速高达 66.69%，但净利润增速仅有 15%，原因在于制片业务较 2013 年大幅下滑。2015 年公司业务平稳发展，受益于影片进口环节增值税税率由 17% 下调至 6%，净利润同比爆发增长 75.9%。

由于公司电影业务全产业链经营，因此各年盈利情况与多业务均有较密切联系，且主要波动性来自于政策影响。

图 4：中国电影净利润趋势



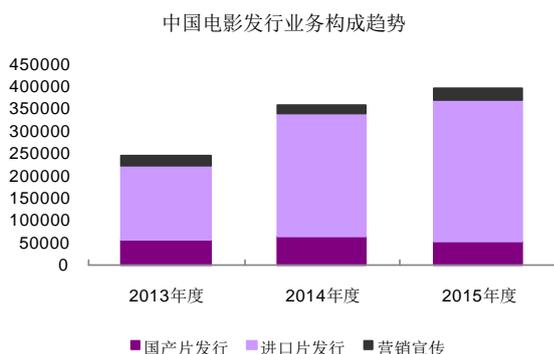
资料来源：公司公告

2、2017 年进口片票房增长对公司业绩影响分析

2.1、中国电影进口片发行收入约占当年进口片票房 20%

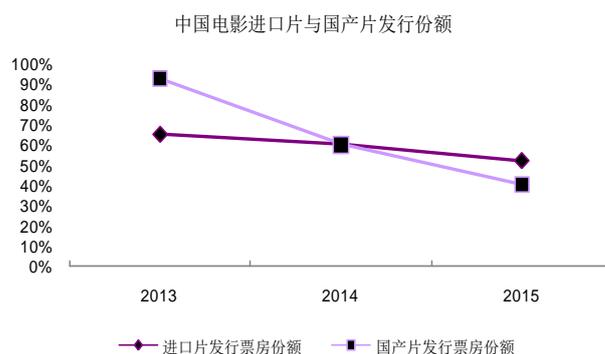
公司进口片发行收入 2013-2015 三年复合增长率为 38.61%，与全国进口影片三年复合增长率 37.15% 相吻合。国产片发行业务由于近年来专业化及互联网发行崛起，市场份额有所下滑，收入平稳。

图 5：中国电影发行收入趋势(万元)



资料来源：公司公告

图 6：中国电影进口片与国产片发行份额(%)



资料来源：公司公告

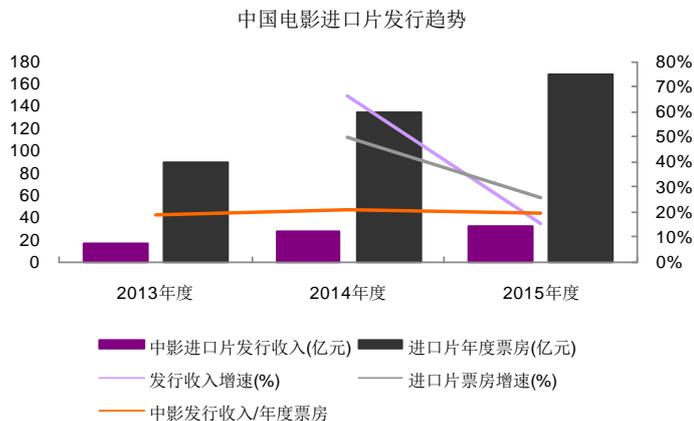
中国电影进口片发行收入年增速与当年进口片票房增速相关性较高，收入在进口片全年票房中占比 20% 左右。

表 2：中国电影引进片发行概况

引进片发行	2013 年	2014 年	2015 年
公司发行引进片数量(部)	71	77	75

公司发行引进片总票房(亿元)	58.79	81.42	88.71
引进片总票房(亿元)	90.02	134.84	169.33
公司发行引进片票房份额(%)	65.31%	60.38%	52.39%
公司发行过亿引进片数量(部)	27	30	33
全国过亿引进影片数量(部)	27	30	34
公司发行过亿引进片数量份额(%)	100.00%	100.00%	97.06%

资料来源：公司公告

图 7：中国电影进口片发行收入与进口片年度票房相关性

资料来源：公司公告，广电总局

2.2、2017 年 Q1 进口片票房增长 74% 拉动公司业绩

2017 年 Q1 国内票房 142.4 亿元，同比下滑 1.23%；我们测算剔除服务费 Q1 票房为 132.5 亿元，同比下滑 8.11%；其中进口片票房高达 65 亿，同比增长 74.16%，奠定全年进口片票房高增长基础。

图 8：2017 年一季度进口片票房高增长

资料来源：广电总局

我们测算 2017 年 Q1 中国电影进口片发行收入可达 13 亿元，毛利可达 2.6 亿元；一季度业绩将大幅增长。

考虑到 2017 年好莱坞大片云集有望拉动电影市场回暖，我们以 2017 年进口片票房增长 30%，电影市场整体增长 20% 为假设测算中国电影 2017 年业绩可达 12 亿元，同比增长 28%；在国内外内容供给均面临竞争加剧的背景下，制片环节的不确定性进一步加大，因此在该假设中，我们未考虑公司制片业务的爆发潜力，仅给予制片业务较快增长假设。

图 9：中国电影盈利预测表

盈利预测表(单位:百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	3,178.21	4,481.73	4,563.37	5,960.08	7,296.53	8,028.25	9,902.11	12,080.20
营业收入	3,178.21	4,481.73	4,563.37	5,960.08	7,296.53	8,028.25	9,902.11	12,080.20
影视制片制作			663.95	634.69	847.50	846.56	977.87	977.87
电影发行			2,445.21	3,563.55	3,953.39	4,489.80	5,730.74	7,312.36
电影放映			1,014.53	1,225.53	1,919.95	2,036.46	2,443.75	2,932.50
影视服务			402.86	471.23	517.77	595.44	684.75	787.46
二、营业总成本	2,521.05	3,786.82	4,066.94	5,348.34	6,244.54	6,848.18	8,299.20	10,106.99
营业成本	1,719.40	3,117.62	3,450.26	4,735.62	5,582.07	6,162.42	7,492.38	9,172.84
影视制片制作			441.88	625.61	801.02	762.75	749.62	743.92
电影发行			1,867.47	2,750.22	2,990.11	3,432.84	4,405.19	5,649.85
电影放映			807.67	964.67	1,382.07	1,514.30	1,817.16	2,180.59
影视服务			323.39	376.21	389.82	452.53	520.41	598.47
毛利率	45.90%	30.44%	24.39%	20.54%	23.50%	23.24%	24.34%	24.07%
影视制片制作			33.45%	1.43%	5.48%	9.90%	23.34%	23.92%
电影发行			23.63%	22.82%	24.37%	23.54%	23.13%	22.74%
电影放映			20.39%	21.29%	28.02%	25.64%	25.64%	25.64%
影视服务			19.73%	20.16%	24.71%	24.00%	24.00%	24.00%

资料来源：光大证券研究所整理

对中国电影的进口片发行业务进行敏感性分析，假设 2017 年进口片票房增速分别在 20%、30%、40%、50% 的情况下，预测净利润将达 11.7、12、12.28、12.56 亿元。

表 3：中国电影进口片发行收入影响敏感性分析

2017 进口片票房(亿)/增速(%)	中国电影进口发行收入(亿)	毛利(亿)	净利润(亿)/EPS
228.59/20%	45.71	9.14	11.7/0.63
247.64/30%	49.53	9.91	12/0.64
266.69/40%	53.34	10.67	12.28/0.66
285.74/50%	57.14	11.43	12.56/0.67

资料来源：光大证券研究所测算

3、投资建议

2017 年，好莱坞大片云集有望拉动电影市场回暖；WTO 入关谈判重启将推动电影市场进一步开放。在国内外内容供给均面临竞争加剧的背景下，制片环节的不确定性进一步加大；院线行业集中度提升将加速，且纵向整合空间巨大。关注院线龙头份额提升，商业模式升级。

预测中国电影 2016-2018 年 EPS 分别为 0.50、0.64、0.77 元，当前股价对应 PE 估值分别为 48、38、31 倍，维持“增持”评级。

表 4：电影子行业交易数据与估值

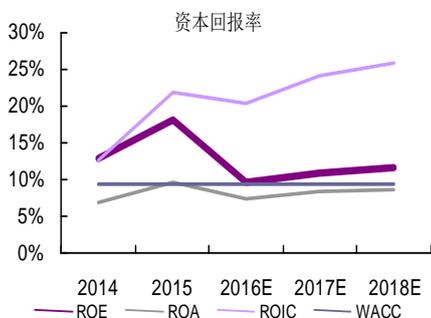
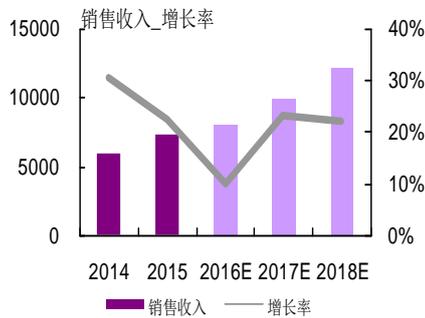
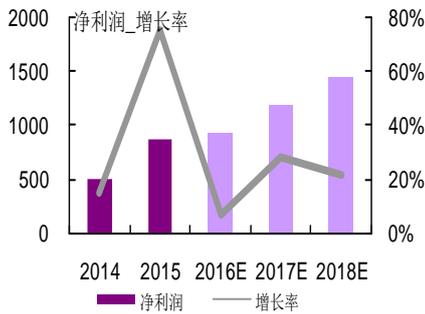
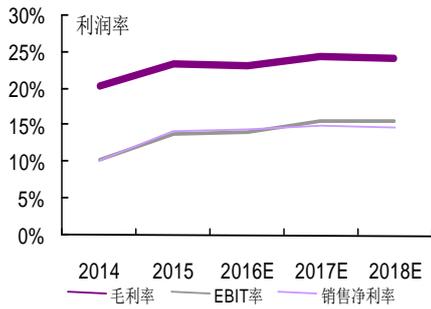
代码	名称	2017-03-31			2017 年 3 月		2015	2016E	2017E	P/E
		收盘价(元)	总市值(亿元)	月涨跌幅(%)	月成交量(股)	月换手率(%)				
002739	万达院线	56.5200	663.71	1.75%	128,286,760	30.34%	55.87	48.66	36.87	
300027	华谊兄弟	9.8000	273.00	-8.92%	479,330,620	25.19%	22.41	33.79	30.72	
300251	光线传媒	9.3800	275.17	-4.58%	255,959,936	9.30%	66.05	37.39	31.16	
002624	完美世界	29.4900	387.70	-7.29%	75,724,912	24.18%	129.66	33.25	25.85	
000802	北京文化	18.0100	130.80	0.33%	148,432,483	39.06%	635.56	25.15	52.32	
002143	印纪传媒	36.3200	401.75	5.28%	578,334,828	257.19%	69.59	52.11	45.51	
300133	华策影视	11.0600	193.18	-7.68%	244,794,302	21.23%	38.66	40.25	35.00	

002292	奥飞娱乐	20.0800	262.62	-8.69%	202,373,371	28.57%	54.63	52.42	43.68
600715	文投控股	22.1200	364.79	-4.78%	193,471,408	43.14%	264.70	68.83	55.06
600977	中国电影	23.5400	439.49	2.66%	332,925,842	71.29%	50.63	46.03	38.36
300528	幸福蓝海	27.1300	84.24	-8.78%	106,764,460	137.53%	78.73	75.21	62.68
601595	上海电影	34.8900	130.31	-3.33%	122,417,188	130.93%	67.52	56.17	46.81

资料来源: wind, 光大证券研究所整理; 2016、2017 年业绩为 wind 一致预期以及光大证券预测

4、风险分析

票房增速下行，影视行业并购整合风险，竞争加剧。



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5960	7297	8028	9902	12080
营业成本	4736	5582	6162	7492	9173
折旧和摊销	574	615	456	481	507
营业税费	75	106	120	149	181
销售费用	99	107	120	139	157
管理费用	377	426	466	545	640
财务费用	-2	-33	-56	-104	-121
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	40	91	100	120	150
营业利润	652	1143	1303	1780	2174
利润总额	821	1365	1533	1960	2354
少数股东损益	112	168	237	300	344
归属母公司净利润	493.71	868.32	927.97	1189.32	1444.73

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	8991	10891	15890	18324	21259
流动资产	5329	6995	12323	14726	17653
货币资金	2655	3756	8546	9971	11724
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1362	1367	1509	1862	2271
应收票据	11	7	40	50	60
其他应收款	207	218	241	297	362
存货	907	1262	1511	1843	2263
可供出售投资	50	342	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	218	302	312	324	339
固定资产	2729	2577	2545	2502	2443
无形资产	120	106	109	104	99
总负债	4544	5448	5115	6060	7206
无息负债	4229	5113	5115	6060	7206
有息负债	315	335	0	0	0
股东权益	4447	5444	10775	12264	14053
股本	1400	1400	1867	1867	1867
公积金	776	833	4625	4744	4888
未分配利润	1724	2492	3327	4398	5698
少数股东权益	547	650	887	1187	1531

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	993	2011	986	1695	1975
净利润	494	868	928	1189	1445
折旧摊销	574	615	456	481	507
净营运资金增加	410	76	740	614	703
其他	-484	452	-1138	-590	-680
投资活动产生现金流	-131	-786	-90	-392	-365
净资本支出	-501	-462	-500	-500	-500
长期投资变化	218	302	-10	-12	-15
其他资产变化	152	-625	420	120	150
融资活动现金流	-339	-125	3894	123	143
股本变化	0	0	467	0	0
债务净变化	-199	20	-335	0	0
无息负债变化	756	884	3	944	1146
净现金流	523	1100	4790	1426	1753

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	30.61%	22.42%	10.03%	23.34%	22.00%
净利润增长率	15.29%	75.88%	6.87%	28.16%	21.48%
EBITDA 增长率	18.71%	38.11%	-1.88%	27.04%	18.33%
EBIT 增长率	21.83%	67.20%	12.59%	35.54%	22.33%
估值指标					
PE	90	51	48	38	31
PB	11	9	5	4	4
EV/EBITDA	29	20	25	19	16
EV/EBIT	55	32	35	25	21
EV/NOPLAT	75	42	46	34	27
EV/Sales	6	5	5	4	3
EV/IC	9	9	9	8	7
盈利能力 (%)					
毛利率	20.54%	23.50%	23.24%	24.34%	24.07%
EBITDA 率	19.85%	22.39%	19.97%	20.57%	19.95%
EBIT 率	10.23%	13.97%	14.29%	15.71%	15.75%
税前净利润率	13.78%	18.71%	19.10%	19.79%	19.48%
税后净利润率 (归属母公司)	8.28%	11.90%	11.56%	12.01%	11.96%
ROA	6.74%	9.52%	7.33%	8.13%	8.41%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.66%	18.11%	9.39%	10.74%	11.54%
经营性 ROIC	12.40%	21.68%	20.16%	23.93%	25.76%
偿债能力					
流动比率	1.37	1.46	2.75	2.73	2.70
速动比率	1.14	1.20	2.41	2.38	2.36
归属母公司权益/有息债务	12.38	14.31	-	-	-
有形资产/有息债务	26.93	31.13	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.26	0.47	0.50	0.64	0.77
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.53	1.08	0.53	0.91	1.06
每股自由现金流(FCFF)	0.09	0.49	0.05	0.31	0.42
每股净资产	2.09	2.57	5.30	5.93	6.71
每股销售收入	3.19	3.91	4.30	5.30	6.47

资料来源：光大证券、上市公司

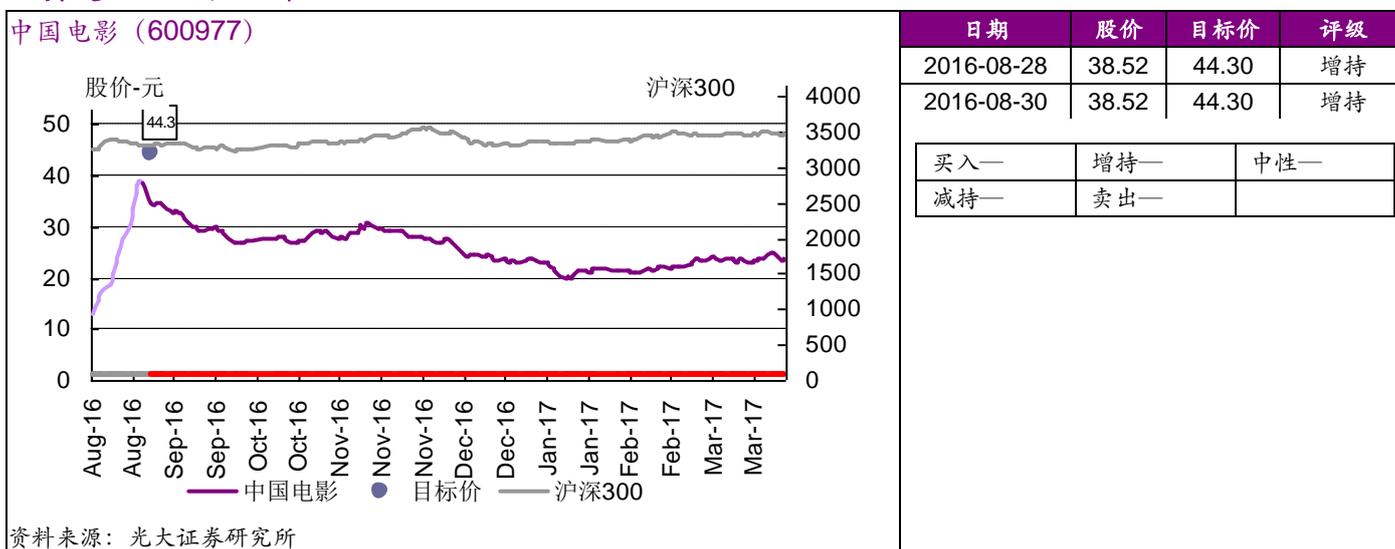
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王铮，武汉大学理学学士，中国科学院研究生院理学硕士。曾任国金证券研究所传媒行业分析师、中信证券研究部传媒行业高级分析师。2011年中国证券业金牛奖TMT第4名团队成员；2013年11月获得汤森路透StarMine全球卖方分析师评选可选消费行业“最佳选股奖”第2名。2013年12月获得东方财富十佳分析师奖项——全市场第四。2015年12月获得东方财富十佳分析师奖项——全市场第三。2016年7月获得“天眼”中国最佳证券分析师传媒行业第三名。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15200608292	chenchen66@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	