

公司研究/年报点评

2017年05月02日

传媒/传媒 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 20.99
合理价格区间(元): 28.06~30.01

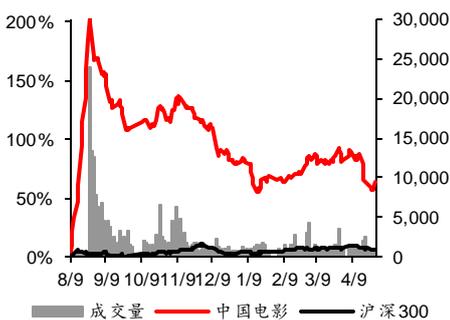
许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

周钊 010-56793958
联系人 zhouchao@htsc.com

相关研究

- 1《中国电影(600977,买入): 进口片持续火爆, 业绩爆发可期》2017.03
- 2《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

发行+制片将推动 17 年业绩反弹

中国电影(600977)

2016 年实现归母净利润 9.17 亿, 同增 5.66%, 符合预期

公司发布 16 年年报, 实现营业收入 78.4 亿元, 同增 7.46%; 归母净利润 9.17 亿元, 同增 5.66%; 扣非后归母净利润 7.29 亿元, 同增 0.62%。符合预期。拟每 10 股派 2.13 元(含税)。同时公司公布 17 年 1 季报, 实现营收 18.1 亿元, 同减 10.38%, 归母净利润 2.88 亿元, 同减 0.4%。符合预期。17 年 1 季度营收同减, 主要是因为 16 年 1 季度整体影市表现良好, 基数较高所致。但从利润角度看, 凭借出品的春节档上映的《西游伏妖篇》、《功夫瑜伽》等及一季度进口片的良好表现, 公司的利润基本维持稳定。

综合毛利率有所下滑, 主要受放映和制片业务拖累

公司 16 年综合毛利率从 15 年的 23.15% 下降至 20.23%, 主要受放映业务和制作业务毛利率下滑的拖累。从业务构成来看, 发行和放映对营收贡献达到约 81%, 其中发行业务毛利率较 15 年保持基本稳定, 由 24.37% 小幅下滑至 23.57%; 放映业务毛利率由 26.52% 下滑至 23.08%, 主要是由于票补的影响, 16 年全国平均票价持续降低, 由 15 年的 35.71 元下滑 2.06% 至 34.98 元。中影三条控股院线中影星美、南方新干线和中影数字 16 年平均票价较 15 年下滑约 2.34%、6.36%、4.07%; 制作业务方面, 16 年毛利率由 15 年的 5.48% 下滑至 -16.87%, 主要由于部分出品电影表现不佳。

业绩弹性主要看发行业务, 17 年业绩直接受益于进口片大年

从公司业务构成来看, 发行和放映是对公司业绩的主要贡献。放映业务方面, 由于毛利率提升空间有限, 业绩增长将主要取决于银幕数的扩张。未来两年公司拟投资建设影院 73 家, 银幕约 584 张。至 16 年底, 仅考虑三家控股院线, 银幕总数为 8,902 张, 拟建银幕增速为 7%, 终端扩张对业绩贡献预计有限; 发行业务方面, 从好莱坞已经披露的 17 年片单和 1-4 月的票房表现来看, 17 年将是进口片大年。公司在进口片发行市场的份额约 60%, 根据我们的测算, 进口片每增加 10 亿票房, 对中影的利润贡献将在 3,200 万元左右, 17 年公司的业绩增长将主要受益于进口片。

优质项目储备丰厚, 期待制片业务丰收

公司将募集资金用于补充公司未来 2 年影视剧相关业务的营运资金, 129,308 万元用于电影相关业务, 拟投资拍摄影片项目 46 个, 从公布的项目来看, 优质项目储备丰厚, 包括《山海经密码》、《流浪地球》、《蛮荒-搜神记》、《追捕》、《超新星纪元》等, 公司的制片业务有望实现较快增长。

维持买入评级

春节档之后, 进口片表现抢眼。我们认为拉动 17 年票房增长的主要动力将是进口片, 将直接催化公司业绩。自上次报告后考虑到进口片表现持续超预期, 同时公司制片业务有望带来更多利润弹性, 调高 2017 年公司净利润至 14.25 亿, 考虑到增速和同行业估值水平, 我们认为给予 2017 年 PE 估值 37X-39X 区间较为合理, 维持目标价 28.06-30.01 元, 维持买入评级。

风险提示: 进口片票房不及预期、制片业务不及预期。

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)	39,188
总资产(百万元)	15,609
每股净资产(元)	5.39

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

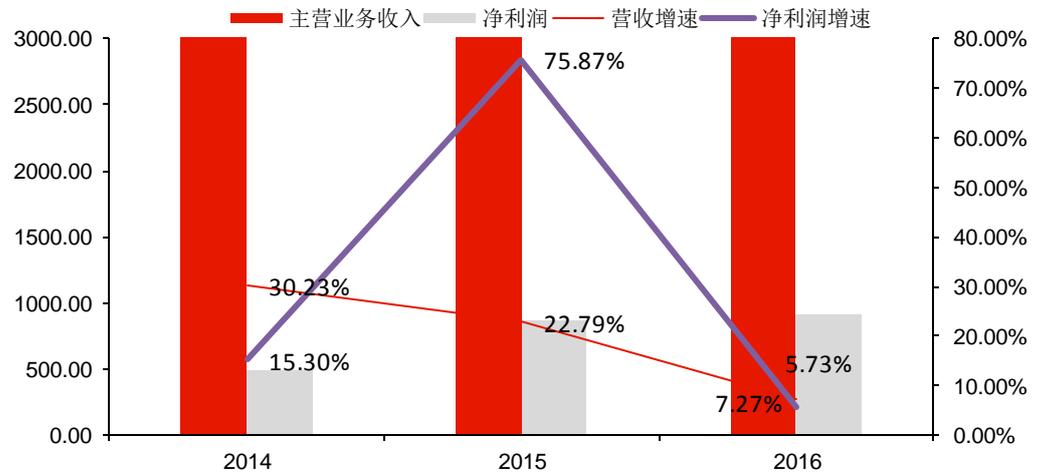
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,297	7,841	10,217	11,283	12,451
+/-%	22.42	7.46	30.30	10.44	10.35
归属母公司净利润(百万元)	868.32	917.45	1,425	1,534	1,681
+/-%	75.88	5.66	55.36	7.64	9.60
EPS(元, 最新摊薄)	0.47	0.49	0.76	0.82	0.90
PE(倍)	45.13	42.71	27.49	25.54	23.31

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

关键财务指标

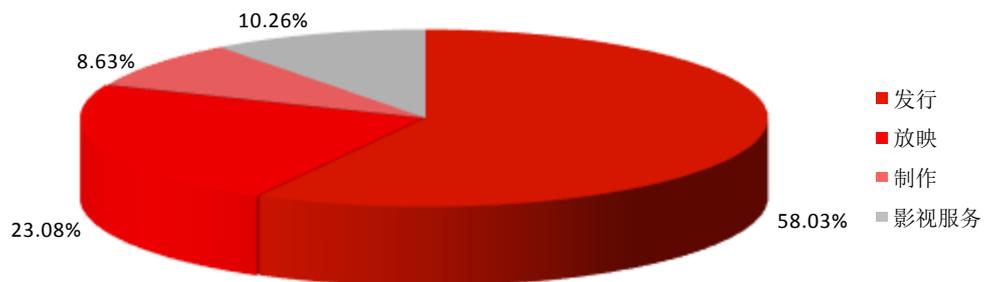
图表1: 2014-2016年营收、净利及各自增速一览

单位: 人民币/百万



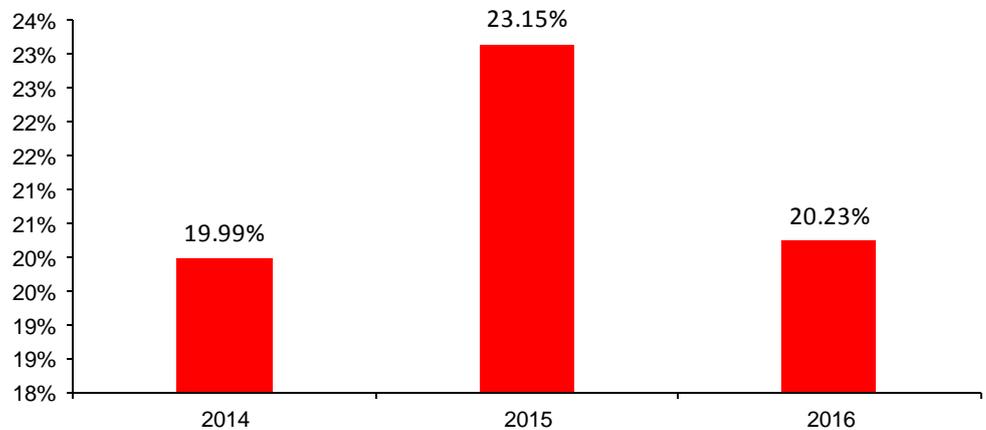
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 2016年各业务占比, 发行和放映构成主要贡献



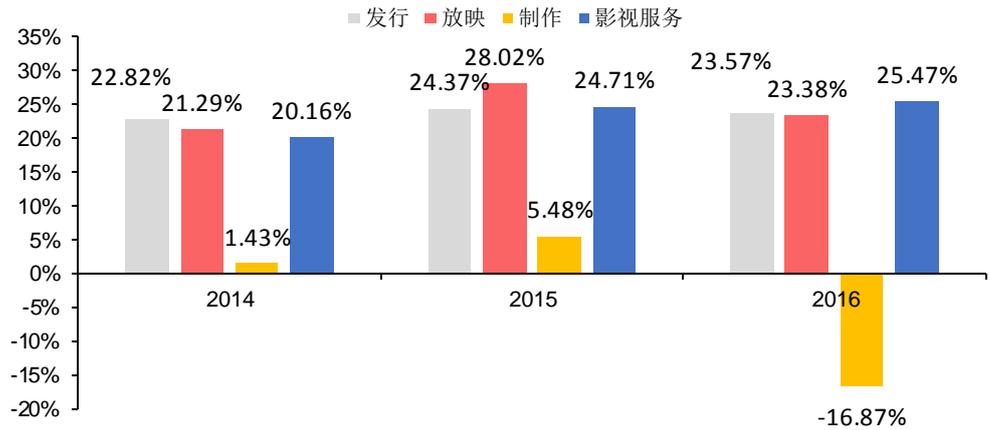
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 16年综合毛利率有所下滑



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

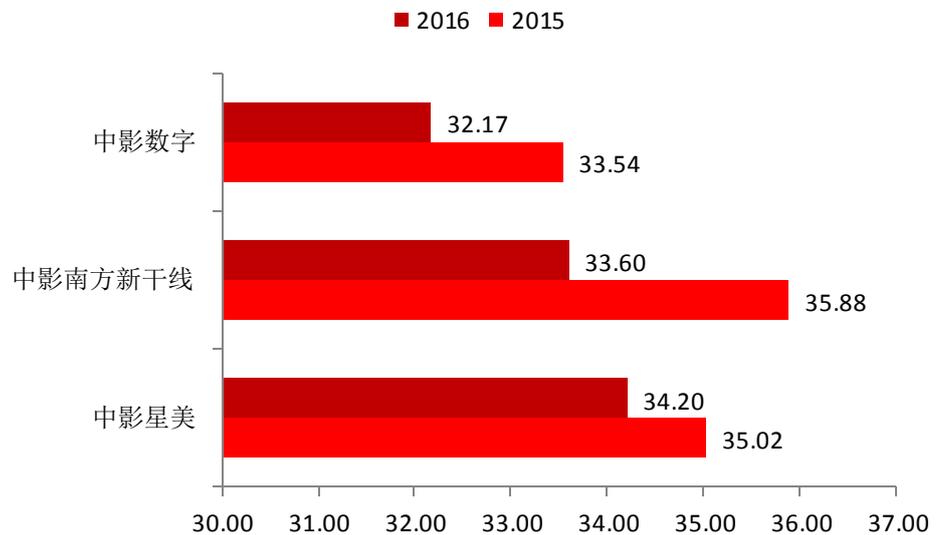
图表4: 各业务毛利率一览



资料来源公司公告、华泰证券研究所

图表5: 控股三家影院平均票价均有所下滑

单位:元人民币



资料来源公司公告、华泰证券研究所

图表6: 进口片票房对中影业绩的贡献弹性估计

	2013	2014	2015	单位: 亿 假设进口片票房每增加10亿
进口片总票房	90	135	169	10
中影进口片票房 (主导或参与发行)	59	81	89	6.0
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%
中影进口片毛利	3	4	6	0.43
中影进口片毛利率	15.6%	14.8%	20.0%	20.0%
营业利润				0.43
净利润 (税率 25%)				0.32

资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

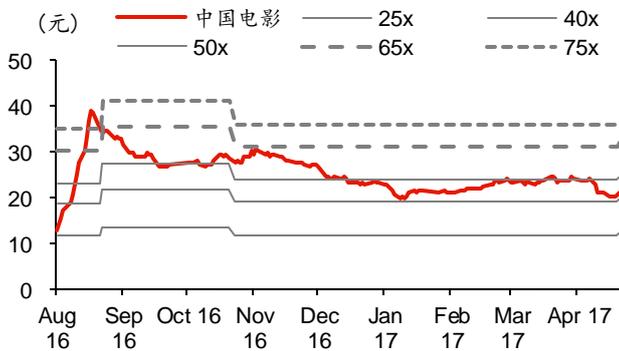
根据招股说明书提供的数据, 可以合理假设:

- a)、每增加10亿进口票房, 中影所占为6亿;
- b)、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;
- c)、进口片发行毛利取自招股说明书, 取最近年份的毛利率水平20%;
- d)、暂不考虑三费;
- e)、税率取25%。

得出每增加10亿进口片票房, 中影净利增加约3,200万。

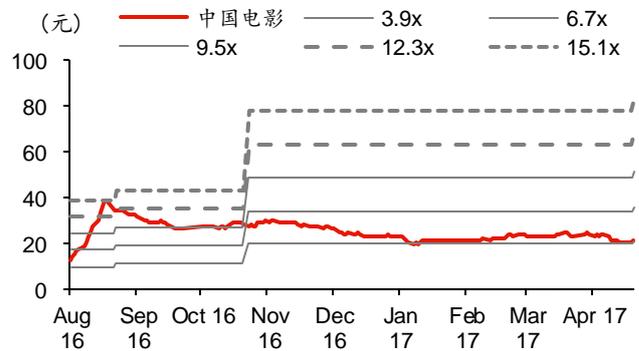
PE/PB - Bands

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6,995	10,347	16,189	17,916	23,965
现金	3,756	7,457	11,656	14,162	18,573
应收账款	1,367	1,221	2,123	1,570	2,505
其他应收账款	217.83	158.97	207.14	228.77	252.45
预付账款	164.19	214.14	263.94	295.40	326.96
存货	1,262	1,219	1,865	1,586	2,234
其他流动资产	227.62	77.26	73.99	73.99	73.99
非流动资产	3,897	4,012	3,469	2,861	2,251
长期投资	301.82	405.94	405.94	405.94	405.94
固定资产投资	2,577	2,593	2,160	1,691	1,204
无形资产	105.87	111.88	109.85	107.82	105.79
其他非流动资产	912.05	901.13	793.99	656.30	535.56
资产总计	10,891	14,359	19,658	20,778	26,216
流动负债	4,795	3,396	5,917	4,241	6,717
短期借款	320.00	0.00	500.00	500.00	500.00
应付账款	2,999	1,669	4,084	2,355	4,772
其他流动负债	1,476	1,727	1,333	1,386	1,444
非流动负债	652.96	520.03	1,600	2,586	3,571
长期借款	0.00	0.00	1,000	2,000	3,000
其他非流动负债	652.96	520.03	600.15	585.93	571.13
负债合计	5,448	3,916	7,517	6,826	10,288
少数股东权益	649.52	663.90	937.26	1,213	1,509
股本	1,400	1,867	1,867	1,867	1,867
资本公积	598.75	4,225	4,225	4,225	4,225
留存公积	2,727	3,644	5,112	6,647	8,328
归属母公司股	4,794	9,779	11,204	12,738	14,420
负债和股东权益	10,891	14,359	19,658	20,778	26,216

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	2,011	352.75	2,639	1,410	3,302
净利润	1,036	1,064	1,699	1,810	1,977
折旧摊销	614.77	649.57	635.49	654.66	657.49
财务费用	(32.74)	(75.00)	(129.63)	(97.20)	(88.07)
投资损失	(91.26)	(117.74)	(135.24)	(158.41)	(175.95)
营运资金变动	358.36	(1,274)	409.59	(737.51)	862.97
其他经营现金	125.67	106.33	159.98	(61.56)	68.59
投资活动现金	(785.84)	(341.62)	(55.31)	(1.05)	20.80
资本支出	465.68	515.39	20.00	20.00	20.00
长期投资	419.25	(80.79)	39.70	0.00	0.00
其他投资现金	99.08	92.98	4.39	18.95	40.80
筹资活动现金	(125.31)	3,689	1,615	1,097	1,088
短期借款	20.00	(320.00)	500.00	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	467.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.50	3,626	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(146.81)	(84.16)	114.63	97.20	88.07
现金净增加额	1,100	3,700	4,198	2,506	4,411

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,297	7,841	10,217	11,283	12,451
营业成本	5,582	6,217	7,663	8,576	9,492
营业税金及附加	105.98	114.16	148.74	167.00	175.56
营业费用	107.12	124.15	160.59	173.89	194.92
管理费用	426.32	444.37	561.92	609.31	669.88
财务费用	(32.74)	(75.00)	(129.63)	(97.20)	(88.07)
资产减值损失	55.80	18.61	20.48	14.33	11.47
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	91.26	117.74	135.24	158.41	175.95
营业利润	1,143	1,115	1,927	1,998	2,171
营业外收入	239.86	286.02	333.83	383.73	428.15
营业外支出	17.68	9.66	13.03	18.36	17.07
利润总额	1,365	1,392	2,248	2,364	2,582
所得税	329.04	327.64	549.28	553.95	605.11
净利润	1,036	1,064	1,699	1,810	1,977
少数股东损益	168.06	146.46	273.36	275.70	295.60
归属母公司净利润	868.32	917.45	1,425	1,534	1,681
EBITDA	1,725	1,690	2,433	2,556	2,740
EPS(元)	0.47	0.49	0.76	0.82	0.90

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	22.42	7.46	30.30	10.44	10.35
营业利润	75.34	(2.45)	72.81	3.70	8.64
归属母公司净利润	75.88	5.66	55.36	7.64	9.60
获利能力(%)					
毛利率	23.50	20.71	25.00	23.99	23.76
净利率	11.90	11.70	13.95	13.60	13.50
ROE	18.11	9.38	12.72	12.04	11.66
ROIC	41.37	28.56	80.34	78.32	545.56
偿债能力					
资产负债率(%)	50.02	27.27	38.24	32.85	39.24
净负债比率(%)	6.15	0.38	19.95	36.62	34.02
流动比率	1.46	3.05	2.74	4.23	3.57
速动比率	1.19	2.69	2.42	3.85	3.24
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.62	0.60	0.56	0.53
应收账款周转率	5.00	5.62	5.62	5.62	5.62
应付账款周转率	2.04	2.66	2.66	2.66	2.66
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.49	0.76	0.82	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	0.19	1.41	0.76	1.77
每股净资产(最新摊薄)	2.57	5.24	6.00	6.82	7.72
估值比率					
PE(倍)	45.13	42.71	27.49	25.54	23.31
PB(倍)	8.17	4.01	3.50	3.08	2.72
EV_EBITDA(倍)	18.31	18.69	12.98	12.36	11.53

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：AOK809

©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 1063211166/传真：86 1063211275

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