

中国电影 (600977)

2017年4月28日

业绩基本符合预期,“发行+放映+制片”三驾马车持续发力 买入 (维持)

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码: S0600516070001

联系电话: 021-60199740

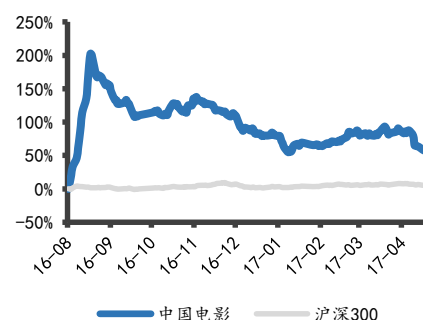
zhanglw@dwzq.com.cn

事件: 公司公布 2016 年年报, 营业收入 78.41 亿元, 同比增长 7%, 实现归属利润 9.17 亿元, 较上年同期增长 6%, 扣非后归属净利 7.29 亿元, 同比增长 0.62%。17Q1 营收 18.08 亿, 同比降低 10%, 净利润 2.88 亿, 同比降低 0.04%。

投资要点:

- 业绩基本符合预期, 发行实力带动整体增长。** 16 年公司发行收入 45.06 亿元, 同比增长 14%, 占总营收的 57%, 毛利率为 24%, 仍为公司最重要的业绩来源; 放映收入 17.92 亿, 同比降低 7%, 毛利率 23%, 考虑到 16 年票房整体增速放缓, 放映收入波动在预期内; 制片业务营收 6.7 亿, 但由于影视作品拍摄大力投入, 该业务 16 年处于亏损状态; 影视服务营收 7.97 亿, 同比增长 54%, 发展势头良好。费用方面, 公司销售费用 1.24 亿, 同比增长 15.90%, 管理费同比增长 4.23%, 达到 4.44 亿, 财务收入 0.75 亿, 同比增加 129.03%, 主要是利息收入增加所致。整体上来看, 公司 16 年业绩基本在预期之内。17 年一季度业绩有所下滑, 营收同比降低 10%, 净利润同比降低 0.04%。
- 进口片带动票房火爆, 院线龙头最先受益。** 中国电影 16 年末共拥有 3 条控股院线、4 条参股院线, 107 家控股影院和 13 家参股影院, 银幕市场占有率为 27.68%。三大控股院线 16 年分列全国第 4、5、6 名, 共取得票房 96 亿, 市占率达 21%, 2017 年电影市场将在进口片火爆、内容为王的催化下迎来票房大年, 预计全年票房收入同比增速在 15% 左右, 可达约 530 亿, 受益于电影票房的火爆, 公司放映收入将大幅增长。
- 发行实力突出, 受益于海外片爆发。** 中国电影发行业务实力突出, 16 年前 50 国产电影发行市占率达到 52.44%; 作为两家具有进口电影发行权的公司之一, 海外片发行市占率达 55.75%, 17 年进口 IP 大作引燃市场, 《速度与激情 8》预计将以 25 亿票房为中国电影带来 2.8 亿以上的发行收入, 公司全年将大幅受益于 17 年“海外片火爆”的主旋律。
- 制片业务弹性大, 17 年有望超预期。** 16 年公司出品并投放市场影片中 8 部票房过亿, 四部进入全年票房排名前十, 但受成本投入的影响未能获利; 17 年公司以 1500 万美元投资四月头部进口大片《速 8》, 并且考虑到《建国大业》的 3.9 亿和《建党伟业》的 3.7 亿的票房成绩, 将在 8 月 1 号上映的《建军大业》有望小成本搏大票房, 目标票房达到 8 亿, 带来丰厚业绩。
- 投资建议:** 预计公司 2017-2019 年净利润分别为 13.10、16.38、20.16 亿, 摊薄后 EPS 分别为 0.70、0.88、1.08 元, 对应当前股价 PE 分别为 29、23、19X。17 年院线、发行和制片业务均有望超预期, 长期看好公司全产业布局, 维持买入评级。
- 风险提示:** 17 年票房不达预期, 电影作品市场反响不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	20.51
一年最低价/最高价	19.32/25.22
市净率	3.81
流通 A 股市值 (亿)	95.78

基础数据

每股净资产 (元)	5.39
资产负债率	31.17%
总股本 (百万股)	1876
流通 A 股 (百万股)	467

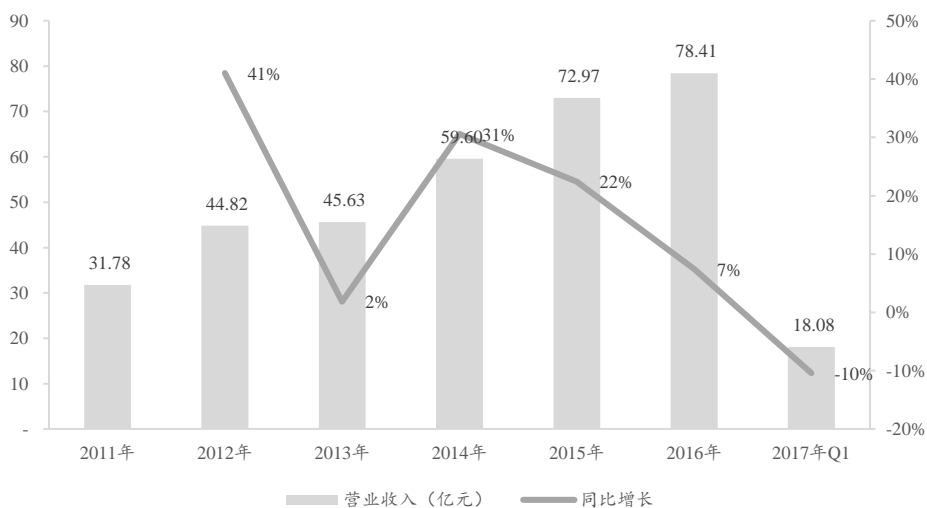
相关研究

1、《中国电影: 兼具发行和放映优势, 政策红利有望带动业绩超预期》

1. 中国电影：业绩基本符合预期，发行业务带动增长

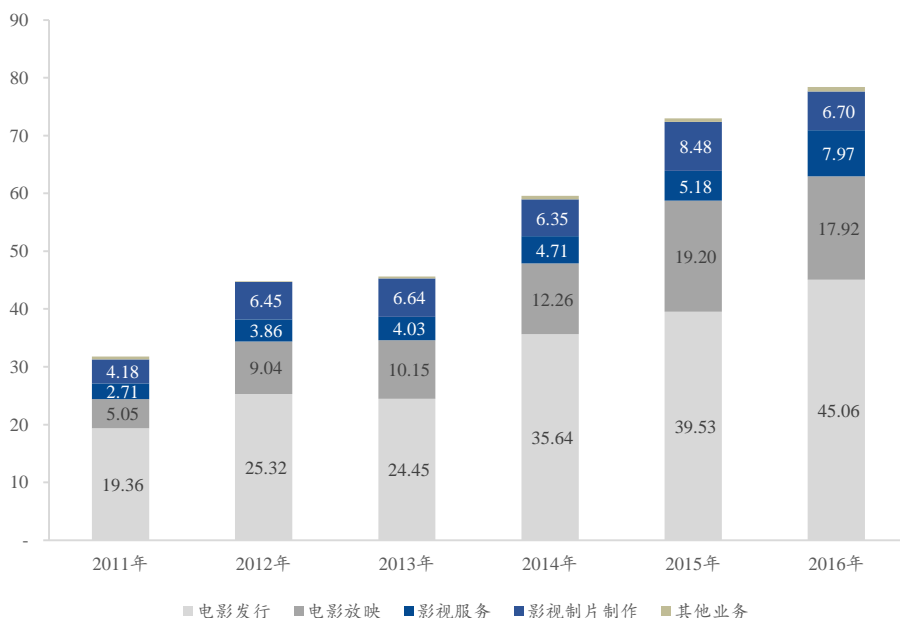
16年公司发行收入45.06亿元，同比增长14%，占总营收的57%，毛利率为24%，仍为公司最重要的业绩来源；放映收入17.92亿，同比降低7%，毛利率23%，考虑到16年票房整体增速放缓，放映收入波动在预期内；制片业务营收6.7亿，但由于影视作品拍摄大力投入，该业务16年处于亏损状态；影视服务营收7.97亿，同比增长54%，发展势头良好。

图表 1：公司营收同比变化（单位：亿元）



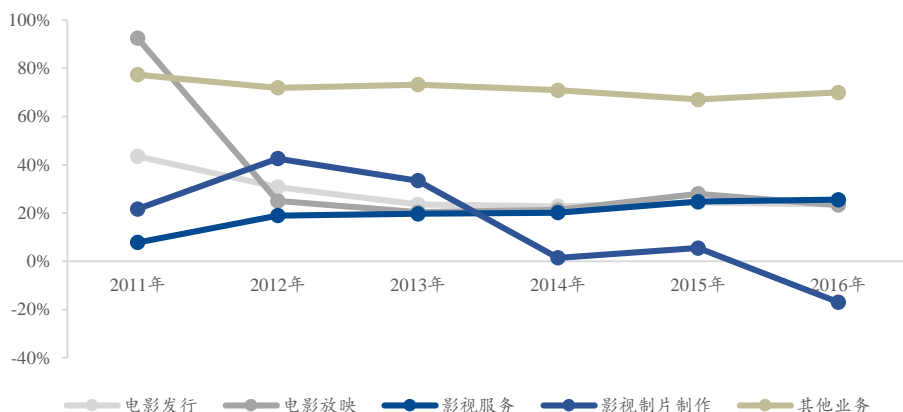
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：公司主营构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3：公司主营业务毛利率

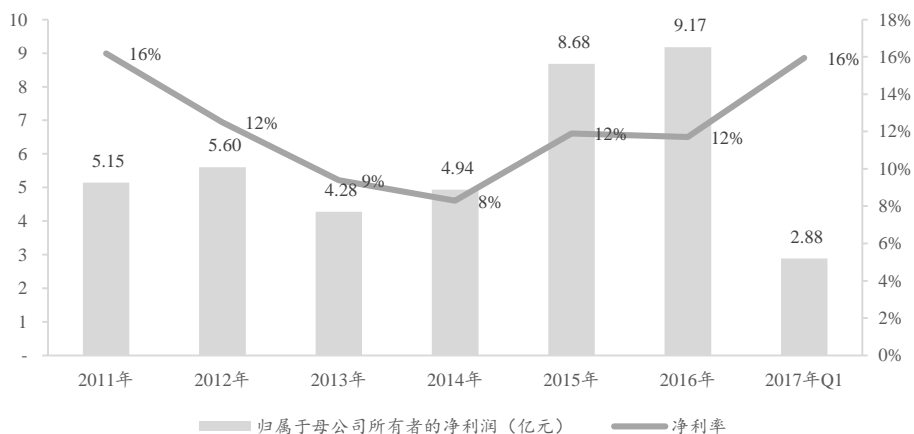


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

费用方面，公司销售费用 1.24 亿，同比增长 15.90%，管理费同比增长 4.23%，达到 4.44 亿，财务收入 0.75 亿，同比增加 129.03%，主要是利息收入增加所致。整体上来看，公司 16 年业绩基本在预期之内。

17 年一季度业绩有所下滑，营收同比降低 10%，净利润同比降低 0.04%。

图表 4：公司净利润及净利率（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 进口片带动票房火爆，院线龙头最先受益

中国电影 16 年末共拥有 3 条控股院线、4 条参股院线，107 家控股影院和 13 家参股影院，旗下控参股院线和控股影院合计覆盖全国 11,501 块银幕和 154.99 万个座位，银幕市场占有率为 27.68%。

2016 年度，公司旗下控参股院线观影人次共 3.83 亿人次，合计实现票房收入 127.31 亿元，占全国票房总收入的 27.85%。在全国票房前十院线排名中，公司控股院线占据三席，中影星美、中影南方新干线和中数院线分列第 4、5、6 名。票房市占率约 21%，公司旗下 33 家影院跻身全国影院票房百强。

图表 5：中国电影控股院线历年票房（亿元）及排名

院线	2016 年票房收入	排名	2015 年票房收入	排名	2014 年票房收入	排名	2013 年票房收入	排名
中影星美	34.43	4	38.12	2	24.45	2	18.38	3
深圳中影南方	32.31	5	29.76	5	19.82	6	15.43	5
中影数字院线	29.1	6	21.02	7	11	8	7.5	10
合计	95.84	-	88.89	-	55.28	-	41.97	-

资料来源：猫眼专业版，公司公告，东吴证券研究所

图表 6：16 年中国电影控股院线情况

全国排名	院线名称	影院数（家）	银幕数（块）	放映场次（万场）	观影人次（万人）	票房收入（万元）
4	中影星美	428	2,602	442.95	10,068	344,366
5	中影南方新干线	539	2,968	518.64	9,616	323,101
6	中数院线	583	3,332	552.56	9,046	291,047

资料来源：猫眼专业版，公司公告，东吴证券研究所

17 年公司计划继续大力拓展中影控股影院数量，推进中影票务云平台的建设，推广“中影国际影城”的品牌形象。预计 2017 年电影市场将在进口片火爆、内容为王的催化下迎来票房大年，预计全年票房收入同比增速在 15% 左右，可达约 530 亿，受益于电影票房的火爆，放映收入将大幅增长。

3. 发行实力突出，受益于海外片爆发

中国电影发行业务实力突出，16 年报告期内，公司共主导或参与发行国产影片 368 部，累计票房 139.81 亿元，占同期全国国产影片票房总额的 52.44%；发行进口影片 97 部，票房 108.60 亿元，占同期进口影片票房总额的 57.01%，其中《美人鱼》、《疯狂动物城》等全国票房前十影片均为公司主导或联合发行，保持了行业领先优势和市场主导地位。

图表 7：全国票房排名前 50 影片中公司发行的票房占比

影片类型	合计全国总票房（万元）	公司主导或联合发行部分	
		实现票房（万元）	占比
前 50 排名国产影片	2,370,567	1,321,520	55.75%
前 50 排名进口影片	1,830,986	960,078	52.44%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

17 年进口 IP 大作引燃市场，《速度与激情 8》预计将以 25 亿票房为

中国电影带来 2.8 亿以上的发行收入，公司全年将大幅受益于 17 年“海外片火爆”的主旋律。

4. 制片业务弹性大，17 年有望超预期

16 年公司出品并投放市场的各类影片共 21 部，实现票房收入 95.43 亿元，占全国同期影片票房总额的 20.88%，公司出品并投放市场影片中 8 部票房过亿，四部进入全年票房排名前十，公司作为第一出品方的商业大片《美人鱼》在 2016 年春节档创下近 34 亿元的票房，刷新了华语电影的票房纪录；公司与海外主流制片机构联合出品的《功夫熊猫 3》、《卧虎藏龙：青冥宝剑》、《魔兽》三部影片共取得了 27.3 亿元（中国大陆地区）的票房成绩，虽然受成本投入的影响 16 年制片业务未能获利，但公司制片能力得到了验证。

图表 8：2016 年全国票房排名前十影片中公司出品影片情况

年度排名	影片名称	上映日期	放映场次 (千场)	观众人次 (万人)	票房收入 (万元)
1	美人鱼	2 月 8 日	2,070.82	9,247	339,323
3	魔兽	6 月 8 日	1,542.48	3,971	147,194
5	西游记之孙悟空三打白骨精	2 月 8 日	892.4	3,277	120,180
8	功夫熊猫 3	1 月 29 日	1,098.38	2,816	100,262

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

17 年公司以 1500 万美元投资四月头部进口大片《速 8》，并且考虑到《建国大业》的 3.9 亿和《建党伟业》的 3.7 亿的票房成绩，将在 8 月 1 号上映的《建军大业》有望小成本搏大票房，目标票房达到 8 亿，带来丰厚业绩。

5. 投资建议

预计公司 2017-2019 年净利润分别为 13.10、16.38、20.16 亿，摊薄后 EPS 分别为 0.70、0.88、1.08 元，对应当前股价 PE 分别为 29、23、19X。17 年院线、发行和制片业务均有望超预期，长期看好公司全产业链布局，维持买入评级。

图表 9：公司盈利预测

财务摘要 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入 (百万元)	7,840.7	10,281.5	12,343.0	14,902.3
同比%	7.46%	31.13%	20.05%	20.74%
净利润 (百万元)	917.5	1,310.4	1,637.8	2,016.4
同比%	5.66%	42.83%	24.99%	23.11%
每股净收益 (元)	0.49	0.70	0.88	1.08
PE	42	29	23	19

资料来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

公司面临 17 年票房不达预期的风险，电影票房收到观众、经济情况等多方面影响，可能出现全年票房未能达到预期水平的情况，公司放映和发行业务收入也可能低于预期；同时存在电影作品市场反响不达预期的风险，随着近年来我国电影电视剧行业快速发展。新进入影视行业的机构也在逐渐增多，市场竞争程度日益激烈，作品口碑和票房受观众审美、偏好等影响较为明显，无法保证作品带来的收入在预期之内。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	9,740.0	14,993.2	15,185.3	21,531.5	营业收入	7,840.7	10,281.5	12,343.0	14,902.3
货币资金	6,850.1	9,996.5	10,782.3	14,637.8	营业成本	6,216.9	7,539.8	8,967.0	10,779.4
应收和预付款项	1,597.3	3,132.6	2,540.9	4,306.4	营业税金及附加	114.2	149.7	179.7	217.0
存货	1,218.6	1,790.1	1,788.1	2,513.3	营业费用	124.2	143.9	172.8	208.6
其他流动资产	74.0	74.0	74.0	74.0	管理费用	444.4	616.9	740.6	894.1
非流动资产	3,934.6	3,727.4	3,520.2	3,464.2	财务费用	-75.0	-240.9	-295.5	-360.5
长期股权投资	405.9	405.9	405.9	405.9	资产减值损失	18.6	46.1	46.1	46.1
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	117.7	-	-	-
固定资产和在建工程	2,692.1	2,636.1	2,580.1	2,524.1	其他经营损益	276.4	-	-	-
无形资产和开发支出	111.9	111.9	111.9	111.9	营业利润	1,115.2	2,026.1	2,532.3	3,117.7
其他非流动资产	724.7	573.5	422.3	422.3	营业外净收支	276.4	-	-	-
资产总计	13,674.6	18,720.6	18,705.5	24,995.8	利润总额	1,391.6	2,026.1	2,532.3	3,117.7
流动负债	3,172.1	6,721.1	4,834.9	8,821.6	所得税	327.6	506.5	633.1	779.4
短期借款	-	-	-	-	净利润	1,063.9	1,519.5	1,899.3	2,338.2
应付和预收款项	3,172.1	6,721.1	4,834.9	8,821.6	少数股东损益	146.5	209.2	261.5	321.9
长期借款	-	-	-	-	归属母公司股东	917.5	1,310.4	1,637.8	2,016.4
其他负债	60.0	60.0	60.0	60.0	净利润	917.5	1,310.4	1,637.8	2,016.4
负债合计	3,232.1	6,781.1	4,894.9	8,881.6	EBIT	1,315.5	1,836.5	2,298.6	2,831.7
股本	1,867.0	1,867.0	1,867.0	1,867.0	EBITDA	1,965.1	1,997.7	2,459.7	2,841.6
资本公积	4,224.5	4,224.5	4,224.5	4,224.5	重要财务与估值				
留存收益	3,687.0	4,974.9	6,584.5	8,566.2	指标				
归属母公司股东权益	9,778.6	11,066.4	12,676.0	14,657.7	每股收益(元)	0.49	0.70	0.88	1.08
少数股东权益	663.9	873.1	1,134.5	1,456.4	每股净资产(元)	5.24	5.93	6.79	7.85
股东权益合计	10,442.5	11,939.5	13,810.6	16,114.1	发行在外股份(百万股)	1,027.1	1,457.0	1,457.0	1,457.0
负债和股东权益合计	13,674.6	18,720.6	18,705.5	24,995.8	ROIC (%)	28.8%	41.6%	102.1%	76.0%
现金流量表(百万元)					ROE (%)	9.4%	11.8%	12.9%	13.8%
经营性现金净流量	353.8	2,979.4	580.2	3,604.2	毛利率 (%)	20.7%	26.7%	27.4%	27.7%
投资性现金净流量	-341.6	-	-	-	EBIT Margin (%)	16.8%	17.9%	18.6%	19.0%
筹资性现金净流量	3,688.6	167.0	205.6	251.3	销售净利率 (%)	13.6%	14.8%	15.4%	15.7%
现金流量净额	3,701.0	3,146.4	785.8	3,855.5	资产负债率 (%)	23.6%	36.2%	26.2%	35.5%
折旧与摊销	6.5	1.6	1.6	0.1	收入增长率 (%)	7.5%	31.1%	20.0%	20.7%
资本支出	5.3	-	-	-	净利润增长率 (%)	2.7%	42.8%	25.0%	23.1%
经营营运资本增加	7.3	-14.2	13.1	-14.7	P/E	41.7	29.2	23.4	19.0
					P/B	3.9	3.5	3.0	2.6
					EV/EBITDA	16.2	14.5	11.6	8.8

资料来源: wind, 东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

