

稳稳的幸福

——中国电影（600977）2018 半年报点评

2018 年 08 月 28 日

推荐/维持

中国电影

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com

010-66554031

事件：

公司于 2018 年 8 月 28 日晚披露半年报：报告期内，公司实现营业收入 46.19 亿元，较去年同期增长 1.48%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.67 亿元，较去年同期增长 10.97%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 6.06 亿元，比上年同期增长了 5.39%。

表 1: 季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1656.50	1807.87	2744.10	2128.30	2307.74	2197.36	2422.06
增长率（%）	-2.32%	-10.38%	11.56%	24.66%	39.31%	21.54%	-11.74%
毛利率（%）	21.25%	27.40%	23.01%	14.07%	20.96%	28.18%	20.82%
期间费用率（%）	9.89%	4.45%	3.47%	6.35%	8.36%	4.73%	4.11%
营业利润率（%）	10.20%	22.12%	17.97%	9.78%	18.19%	23.09%	20.01%
净利润（百万元）	248.35	313.68	362.34	165.00	295.05	386.35	359.20
增长率（%）	2.88%	-5.16%	1.48%	29.17%	18.80%	23.17%	-0.87%
每股盈利（季度，元）	0.122	0.154	0.167	0.057	0.138	0.182	0.175
资产负债率（%）	27.27%	31.17%	31.49%	36.27%	28.06%	32.44%	33.13%
净资产收益率（%）	2.19%	2.72%	2.92%	1.00%	2.36%	3.03%	2.91%
总资产收益率（%）	1.59%	1.92%	2.01%	0.66%	1.59%	2.11%	1.96%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

观点：

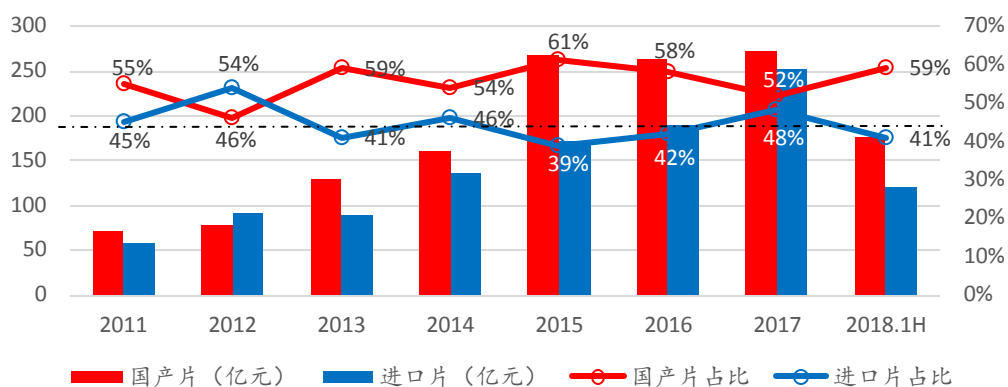
2018 年上半年公司营收仅同比增加了 1.48%，最重要的因素是上半年进口片票房不振，仅为约 130 亿元，同比下降了 22.22%，而公司历年有超过 40% 收入是来自于进口片发行。进口片票房下降主要是因为国产片表现优异而导致的。在如此不利的情况下，公司归母净利润仍保持了 10.97% 的增长，扣非后归母净利润保持了 5.39% 的增长，是因为公司强大的抗风险能力以及自我调节能力。这种能力来自于公司全产业链的业务布局，可以使单一业务风险及时对冲，如国产片发行与制作减小进口片票房不及预期的风险，增长曲线得以平滑，降低波动风险。

- ◆ **制片制作业务**在报告期内收入 4.06 亿元（YOY+16.7%），毛利率 22.75% 基本保持稳定。公司上半年参与出品了数部票房表现优秀的作品，如《无间西东》、《唐人街探案 2》、《西游记之女儿国》、《厉害了我的国》等，下半年还有《胖子行动队》、《中国合伙人 2》、《流浪地球》、《大轰炸》等重点影片上映，过去两年公司制片业务亏损主要是由于难以把控的合拍大片票房不及预期并且投入过高，公司已专注于风险可控的国

产电影, 我们预计今年制片制作板块业绩将保持上半年的良好势头。

- ◆ **电影发行板块**在报告期内收入 26.71 亿元 (YOY-6.87%), 如前文所说营收下降主要来自于进口片票房减少。与此同时, 国产片的崛起同样利好了公司国产片发行业务, 故营收下降比例远低于进口片票房下降比例。毛利率 23.66%, 相比于 2017 年全年提升值 2.03%, 主要是因为板块内部营收结构的变化, 一般来说, 进口片的毛利率会远低于国产片, 这是由于收入确认规则不同导致的, 进口片发行确认的收入与成本中均包括制片方分账部分, 而国产片发行收入只包括发行方的分账。我们预计进口片票房减少并不是常态, 事实上国产片与进口的票房占比向来存在波动, 近七年来进口片票房占比的平均值约为 43.85%。

图 1:2011-2017 年国产片与进口片票房



资料来源: 艺恩, 东兴证券研究所

- ◆ **电影放映板块**在报告期内收入 9.73 亿元 (YOY+10.33%), 毛利率 21.27%, 同比下降值 4.41%, 应为公司加快影院建设所致。公司在报告期内, 控股影院数新增 11 座, 达到 128 座, 事实上, 公司 2014-2017 年历年新增影院 16、10、8、10 座。公司 IPO 募资项目中也包括了影院建设, 公司募集资金中 7.06 亿元将用于数字影院投资项目, 整体项目投资规模为 12.74 亿元, 预计三年内在全国主要城市及县城建设 91 座电影院, 预计持股比例均值为 56%。自上市以来, 公司控股影院增速较为稳定, 排除掉淘汰的老旧影院, 公司年均新开业影院数为 15-20 家, 公司的募资项目进展速度是偏慢于计划的, 存在一定的加快建设的预期。
- ◆ **影视服务板块**在报告期内收入 5.27 亿元 (YOY+25.53%), 毛利率 30.8%, 同比相差不大, 营收总体略低于我们的预期。“中国巨幕”报告期内销售 32 套, 全国保有量达 320 套, “中影巴可”销售放映机 2,153 台, 市场占有率稳居前列。国内推广的“中影光峰”激光光源超过 10,000 套, 约占全国银幕总数的 18%, 占国内市场激光放映设备的 90% 以上。目前, 公司的激光光源以及放映机具有领先的市场占有率, 并且已经进入各龙头院线公司 (如横店影视、上海电影等) 的前五大供应商之列。根据影院数以及银幕数的历史数据, 以及各大院线公司的固定资产摊销政策, 我们预计, 未来 5 年内将进入影院设备更新潮, 近年来爆发性增长的银幕数印证了巨大的影院设备市场空间。预计公司影视服务板块将直接受益于设备更新潮。

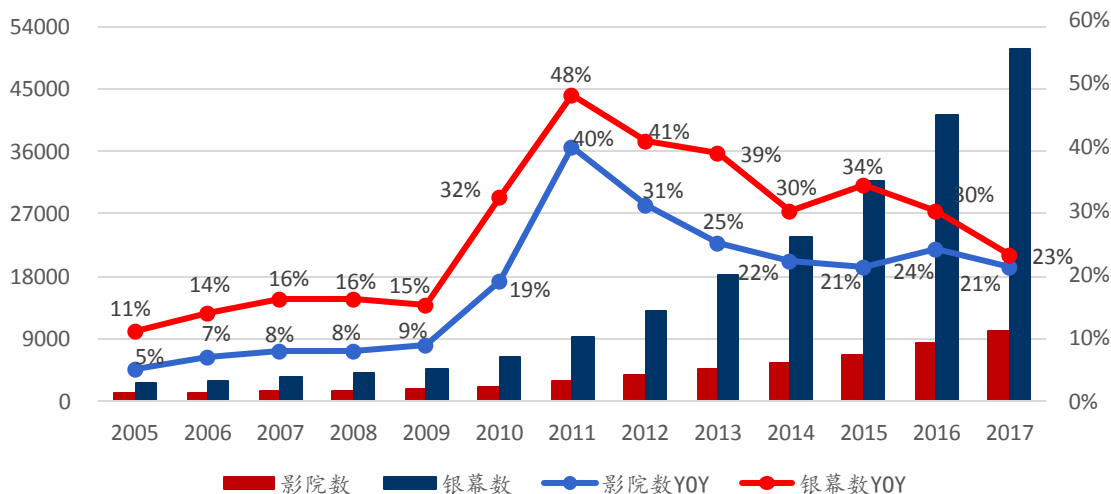
表 2:院线公司折旧摊销政策汇总

上市公司	固定资产折旧 (年)		长期待摊费用摊销 (年)
	房屋建筑物	机器设备	
中国电影	5-35, 残值率 5%	5-10, 残值率 5%	5-8
万达电影	35-40, 残值率 5%	10-20, 残值率 5%	10

上海电影	40, 残值率 5%	5-10, 残值率 0-10%	8-10
金逸影视	20, 残值率 5%	5-10, 残值率 5%	5-10
横店影视	20, 无残值	5-10, 无残值	8
幸福蓝海	20, 无残值	5-10, 无残值	5-8

资料来源: 各公司公告、招股说明书, 东兴证券研究所

图 2:2005-2017 年全国影院数与银幕数变化



资料来源: 中商产业研究院, 东兴证券研究所

盈利预测与投资建议:

我们预计 2018-2020 年中国电影营业收入分别为 106.05/126.81/152.4 亿元, 同比增长 18%/19.6%/20.2%; 归母净利润分别为 11.82/13.42/16.27 亿元, 同比增长 22.54%/13.51%/21.24%; 对应 EPS 分别为 0.63/0.72/0.87, 对应当前股价 PE 分别为 21/18/15 倍。考虑到中国电影在行业内的龙头地位、全产业链业务带来业绩确定性溢价、进口片垄断性政策红利以及行业平均估值水平, 给予公司 30 倍估值, 对应六个月内目标价是 18.9 元, 维持“推荐”评级。

风险提示: 票房增速不及预期, 进口片政策突发重大不利变化、参与出品的电影票房不及预期。

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元						
	2016	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合计	1034	11123	11082	12152	13649	营业收入	7841	8988	10605	12681	15240							
货币资金	7457	7873	7146	7402	7929	营业成本	6217	7078	8110	9785	11697							
应收账款	1221	1489	1743	2084	2505	营业税金及附加	114	115	136	162	195							
其他应收款	159	129	153	182	219	营业费用	124	123	144	172	207							
预付款项	214	297	378	476	593	管理费用	444	480	530	634	762							
存货	1219	1243	1555	1877	2243	财务费用	-75	-99	-90	-90	-90							
其他流动资产	74	77	93	114	139	资产减值损失	18.61	70.64	60.00	60.00	60.00							
非流动资产合计	4012	4182	4697	5193	5589	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
长期股权投资	406	572	650	700	750	投资净收益	117.74	118.57	100.00	100.00	100.00							
固定资产	2592	2549.78	2911.80	3215.32	3441.84	营业利润	1115	1521	1815	2057	2509							
无形资产	112	103	97	91	87	营业外收入	286.02	14.10	10.00	10.00	10.00							
其他非流动资产	58	58	0	0	0	营业外支出	9.66	3.79	1.00	1.00	1.00							
资产总计	1435	15304	15779	17345	19238	利润总额	1392	1532	1824	2066	2518							
流动负债合计	3396	3874	3485	4071	4747	所得税	328	395	471	534	650							
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1064	1136	1353	1533	1868							
应付账款	1669	2145	2222	2681	3205	少数股东损益	146	171	170	190	240							
预收款项	891	806	912	1039	1191	归属母公司净利	917	965	1183	1343	1628							
一年内到期的非流	15	15	0	0	0	EBITDA	1652	2045	2023	2323	2802							
非流动负债合计	520	420	403	388	388	EPS (元)	0.59	0.52	0.63	0.72	0.87							
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务												
应付债券	0	0	0	0	0	比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E							
负债合计	3916	4294	3889	4460	5136	成长能力												
少数股东权益	664	674	844	1034	1274	营业收入增长	7.46%	14.63%	17.99%	19.57%	20.18%							
实收资本(或股本)	1867	1867	1867	1867	1867	营业利润增长	-2.45%	36.41%	19.30%	13.36%	21.97%							
资本公积	4225	4272	4272	4272	4272	归属于母公司净	5.66%	5.21%	22.54%	13.51%	21.24%							
未分配利润	3342	3830	4126	4461	4868	获利能力												
归属母公司股东权	9779	10336	11060	11866	12842	毛利率(%)	20.71%	21.25%	23.53%	22.84%	23.25%							
负债和所有者权益	1435	15304	15779	17345	19238	净利率(%)	13.57%	12.64%	12.76%	12.09%	12.26%							
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润	6.39%	6.31%	7.50%	7.74%							
	2016	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	9.38%	9.34%	10.69%	11.32%	12.68%							
经营活动现金流	353	1473	528	1583	1893	偿债能力												
净利润	1064	1136	1353	1533	1868	资产负债率(%)	27%	28%	25%	26%	27%							
折旧摊销	611	622.81	287.98	346.48	373.48	流动比率	3.05	2.87	3.18	2.99	2.88							
财务费用	-75	-99	-90	-90	-90	速动比率	2.69	2.55	2.73	2.52	2.40							
应收账款减少	146	-268	-254	-341	-421	营运能力												
预收账款增加	77	-85	106	127	152	总资产周转率	0.62	0.61	0.68	0.77	0.83							
投资活动现金流	-342	-561	-820	-864	-805	应收账款周转率	6	7	7	7	7							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.36	4.71	4.86	5.17	5.18							
长期股权投资减少	-114	-75	-74	-50	-50	每股指标(元)												
投资收益	118	119	100	100	100	每股收益(最新报	0.59	0.52	0.63	0.72	0.87							
筹资活动现金流	3689	-493	-435	-462	-561	每股净现金流(最	1.98	0.22	-0.39	0.14	0.28							
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	5.24	5.54	5.92	6.36	6.88							
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率												
普通股增加	467	0	0	0	0	P/E	22.64	25.84	21.09	18.58	15.32							
资本公积增加	3626	47	0	0	0	P/B	2.55	2.41	2.26	2.10	1.94							
现金净增加额	3700	419	-727	257	527	EV/EBITDA	10.60	8.35	8.80	7.55	6.07							

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

郑闽钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。