

1970.HK IMAX CHINA

港股通（沪、深）

审慎增持（维持）

放映系统建设放缓影响业绩， 2019 年 IMAX 票房有望快速增长

2019 年 03 月 01 日

市场数据

日期	2019-02-28
收盘价(港元)	20.50
总股本(亿股)	3.56
流通股本(亿股)	3.56
总市值(亿港元)	73.03
流通市值(亿港元)	73.03
净资产(亿美元)	2.54
总资产(亿美元)	3.29
每股净资产(美元)	0.71

数据来源: Wind

相关报告

《国庆档票房不及预期，未来增长承压》20181015

《新放映政策初见成效，看好下半年票房增长》20180727

《业绩符合预期，新放映政策促进收入持续增长》20180302

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: HK: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

安一夫

anyf@xyzq.com.cn

SAC: S0190517090002

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万美元)	118	125	132	139
同比增长	-7%	7%	5%	5%
母公司股东溢利(百万美元)	43	47	49	53
同比增长	-2%	9%	6%	7%
毛利率	64%	64%	65%	65%
净利率	36%	37%	37%	38%
ROE	17%	15%	14%	13%
每股收益(美元)	0.12	0.13	0.14	0.15
每股经营现金流(美元)	0.16	0.15	0.18	0.18

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **2018 年公司收入和利润均同比下滑。**2018 年全年公司实现收入 1.175 亿美元，同比减少 7.1%；实现归母净利润 4277 万美元，同比减少 2%，对应 EPS 0.12 美元；经调整利润 4428 万美元，同比减少 2.7%。收入同比下降的原因在于 1) 新会计政策影响票房收入，若剔除会计准则影响，2018 年公司收入同比下降 4.3%，2) 新建影院系统数量同比减少。
- **新建放映系统减少对收入毛利影响明显。**1) 网络业务虽然有会计准则调整，但收入仍然同比增长 2.3%至 4768 万美元，毛利同比上升 19%至 3098 万美元；2) 2017 年公司新建 120 个 IMAX 放映系统，2018 年公司新建 111 个（包括 97 个新系统和 4 个激光升级系统），导致影院业务收入同比减少 12.6%至 6960 万美元，毛利率由 64.8%略微下降至 63.5%，毛利同比减少 14.4%至 4421 万美元。3) 同时由于公司在 2018 年做了较多宣传，营销费用同比上升 11%，最终导致净利润下降。
- **从经营角度看，虽然放映系统建设放缓，但票房上升明显，2019 年有望加速增长。**2018 年公司改变经营策略，由同期只转制一部电影变为多部，受益于此策略，公司在 2018 年中国总体票房增长 8%的情况下，收获 IMAX 大中华区票房 15.8%的增速。春节期间受益于《流浪地球》，中国 IMAX 票房在票房大盘持平的情况下，同比增长 40%，这表明 1) 2019 年大概率特效大片受观众喜爱，2) IMAX 选片策略有助于公司精准把握优质影片，我们认为这两点有助于公司 2019 年取得更好的 IMAX 影片票房成绩。
- **投资建议与评级。**我们认为虽然 IMAX 放映系统新增速度放缓，但公司新的放映政策和居民观影偏好向特效片转换有助于 IMAX 影片票房持续增长，推动公司业绩增长。我们预计公司 2019/20/21 年 EPS 分别为 0.13/0.14/0.15 美元，上调公司目标价 15%至 23 港元，目标价对应 2018/19/20 年 EPS 的 PE 分别为 22/21/20 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：影院建设不达预期，影片票房不达预期。



报告正文

2018 年公司收入和利润均同比下滑。2018 年全年公司实现收入 1.175 亿美元，同比减少 7.1%；实现归母净利润 4277 万美元，同比减少 2%，对应 EPS 0.12 美元；经调整利润 4428 万美元，同比减少 2.7%。

收入同比下降的原因在于 1) 新会计政策影响票房收入，若剔除会计准则影响，2018 年公司收入同比下降 4.3%；2) 新建影院系统数量同比减少。

- 根据《国际财务报告准则》第 15 号，对于 IMAX Corporation (IMAX CHINA 的美国母公司) 收取 DMR 收入 (IMAX 电影转制收入) 的影片，向 IMAX Corporation 支付的 DMR 成本视为向客户付款，并扣减自 IMAX Corporation 赚取的 DMR 收入。这表示 IMAX CHINA 向母公司支付的好莱坞影片的 DMR 转制费用不再作为成本项，而直接扣减收入，这一变动导致公司 2018 年“影片”细分项收入和成本等额减少，减少的数额为 IMAX CHINA 支付的 DMR 费用，但这一变动对毛利没有影响，2018 年“影片”细分项毛利同比增长 15.3%，毛利率由 2017 年的 66.9% 上升至 81.2%。
- **新建放映系统数量减少。**2017 年公司新建 120 个 IMAX 放映系统，2018 年公司新建 111 个 (包括 97 个新系统和 4 个激光升级系统)，少于 2017 年。
- 分业务来看，**网络业务**虽然有会计准则调整，但收入仍然同比增长 2.3% 至 4768 万美元，毛利率由 2017 年的 55.8% 上升至 65%，毛利同比上升 19% 至 3098 万美元；**影院业务**受影院建设减少影响较大，收入同比减少 12.6% 至 6960 万美元，毛利率由 64.8% 略微下降至 63.5%，毛利同比减少 14.4% 至 4421 万美元。
- **毛利下降、销售费用率上升，最终导致净利润同比降低。**由于影院业务影响，公司毛利同比下降 2.7% 至 7525 万美元；同时由于公司在 2018 年做了较多宣传，营销费用同比上升 11%，最终导致净利润下降。

图 1、IMAX CHINA 总收入 (千美元)

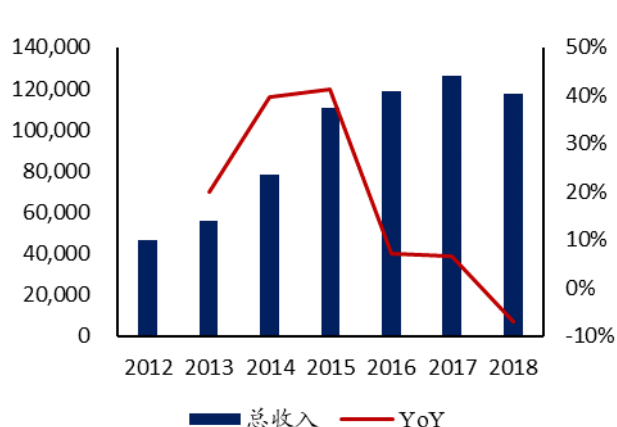
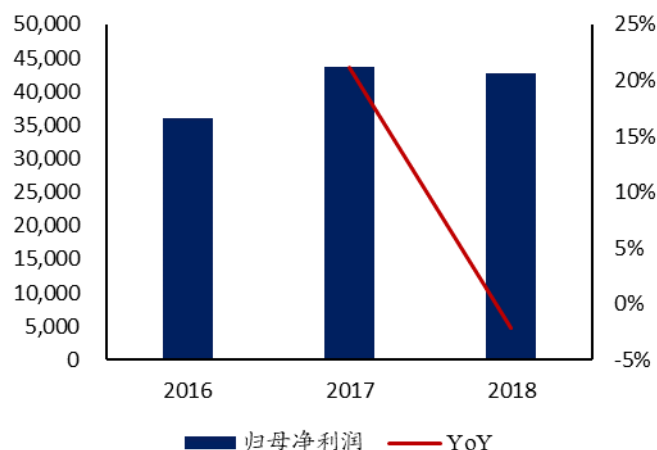


图 2、IMAX CHINA 归母净利润 (千美元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 3、IMAX CHINA 分业务收入 (千美元)

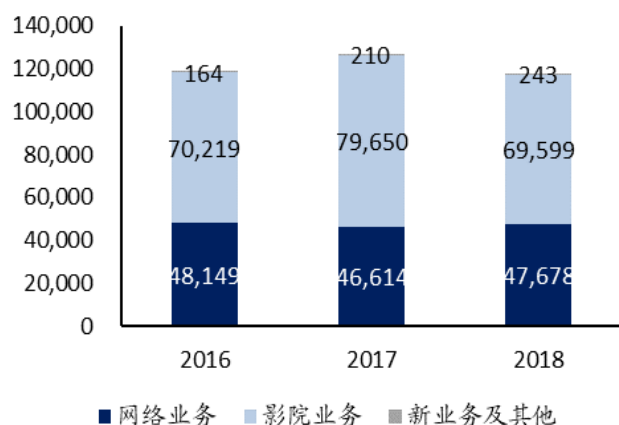
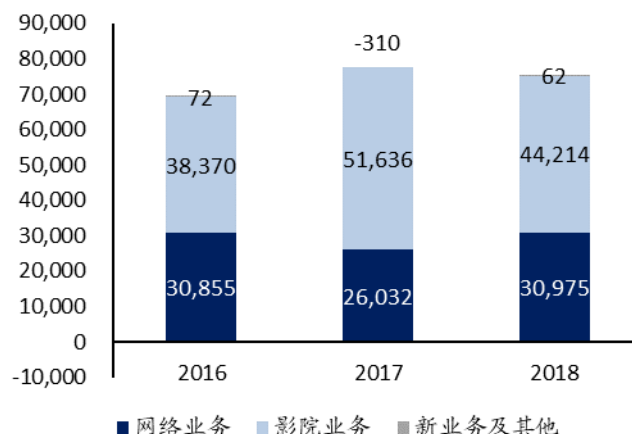


图 4、IMAX CHINA 分业务毛利 (千美元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从经营角度看，虽然放映系统建设放缓，但票房上升明显，2019 年有望加速增长。

- 2018 年公司改变经营策略，由同期只转制一部电影变为同时转制多部电影，再根据票房情况动态调整播放哪部影片，受益于此策略，公司在 2018 年中国总体票房增长 8% 的情况下，收获 IMAX 大中华区票房 15.8% 的增速。虽然 2018 放映系统建设数量少于 2017 年（120 个下降至 111 个），但 IMAX 票房增长情况大幅优于 2017 年（2017 为-1.7%）。
- 从 2018 年年末起，高品质电影受观众青睐明显（《海王》《流浪地球》等），我们判断这一方面和特效水平提升有关，另一方面可能是观众观影偏好周期性转向大制作特效片。春节期间受益于《流浪地球》，中国 IMAX 票房在票房大盘持平的情况下，同比增长 40%，这表明 1) 一定时期内特效大片更受观众喜爱，2) IMAX 选片策略有助于公司精准把握优质影片，我们认为这两点有助于公司 2019 年取得更好的 IMAX 影片票房成绩。

图 5、IMAX CHINA 大中华区票房 (百万美元)

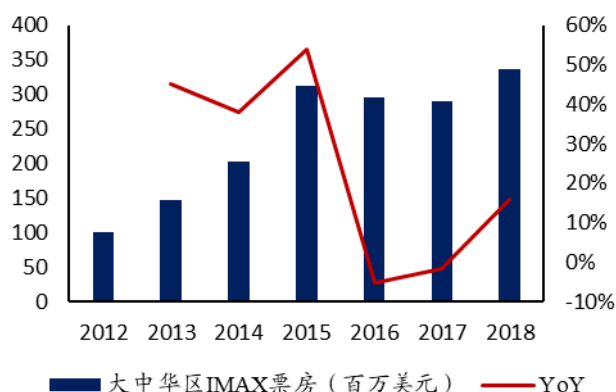
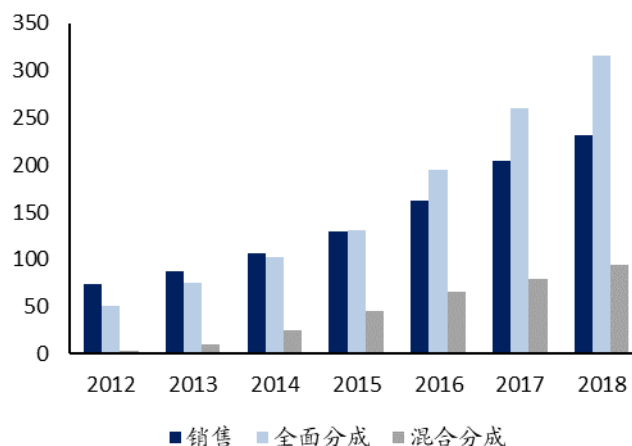


图 6、IMAX CHINA 放映系统数量 (个)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议与评级。我们认为虽然 IMAX 放映系统新增速度放缓，但公司新的放映政策和居民观影偏好向特效片转换有助于 IMAX 影片票房持续增长，推动公司业绩增长。我们预计公司 2019/20/21 年 EPS 分别为 0.13/0.14/0.15 美元，上调公司目标价 15%至 23 港元，目标价对应 2018/19/20 年 EPS 的 PE 分别为 22/21/20 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：影院建设不达预期，影片票房不达预期。

附表

资产负债表				
单位: 百万美元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	179	217	263	310
货币资金	120	153	196	240
应收账款及其他应收款	41	43	45	47
应收账款-融资	9	10	11	12
存货	3	5	5	5
其他流动资产	6	6	6	6
非流动资产	150	166	178	189
固定资产	98	109	116	122
长期应收款-融资	42	47	51	56
其他非流动资产	10	10	11	11
资产总计	329	382	441	499
流动负债	52	53	57	57
递延收入	18	20	21	22
应交所得税	6	7	7	8
应付账款	18	17	20	19
其他	9	9	9	9
非流动负债	24	25	27	28
递延收入	24	25	27	28
负债合计	76	78	84	85
股本	0.04	0.04	0.04	0.04
股本溢价及储备	308	312	316	320
留存收益	-54	-8	42	94
为中国长期激励计划所持股份	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他综合收益	0	0	0	0
股东权益合计	254	304	357	414
负债及权益合计	329	382	441	499

现金流量表				
单位: 百万美元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	54	59	62	67
折旧	17	20	22	24
股票酬金	2	2	2	0
营运资金的变动	4	-8	-3	-7
其中: 应收账款减少	13	-2	-2	-2
其中: 应收账款-融资减少	-3	-6	-5	-5
其中: 应付款增加	0	-1	3	-2
其中: 递延收入增加	-5	3	2	3
其中: 其他	-1	-1	0	0
经营活动产生现金流量	59	54	63	65
投资活动产生现金流量	-19	-23	-23	-23
融资活动产生现金流量	-43	2	2	2
汇率影响	0	0	0	0
现金净变动	-4	33	42	44
现金的期初余额	117	120	153	196
现金的期末余额	113	153	196	240

利润表				
单位: 百万美元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	118	125	132	139
营业成本	-42	-45	-47	-48
毛利	75	81	85	90
销售、行政及一般费用	-16	-16	-16	-17
重组费用	0	0	0	0
其他支出	-7	-7	-7	-8
营业利润	52	58	61	65
利息收入	2	1	1	1
EBIT	52	58	61	65
EBITDA	62	71	76	83
除税前利润	54	59	62	67
所得税	-11	-12	-13	-14
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	43	47	49	53
EPS (美元)	0.12	0.13	0.14	0.15
股息	14	16	17	18

主要财务比率				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性 (%)				
营业收入增长率	-7%	7%	5%	5%
营业利润增长率	-5%	11%	6%	7%
净利润增长率	-2%	9%	6%	7%
盈利能力 (%)				
毛利率	64%	64%	65%	65%
净利率	36%	37%	37%	38%
ROE	17%	15%	14%	13%

偿债能力 (%)				
资产负债率	23%	20%	19%	17%
流动比率	3.44	4.11	4.60	5.43
速动比率	3.27	3.90	4.40	5.23

营运能力 (次)				
资产周转率	36%	35%	32%	30%
应收帐款周转率	2.48	3.00	3.00	3.00

每股资料 (美元)				
每股收益	0.12	0.13	0.14	0.15
每股经营现金	0.16	0.15	0.18	0.18
每股净资产	0.71	0.85	1.00	1.16

估值比率 (倍)				
PE	22	20	19	18
PB	3.7	3.1	2.6	2.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xvzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited 和四川省蓝光发展股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送给予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。