

**IMAX 中国 (1970 HK, HK\$36.55, 未评级) — 受惠于行业复苏**

- ❖ 2017年第1季度电影票房同比持平，暗示从第2到第4季度会恢复增长。经过波折的2016年之后（第1季度/2季度/3季度/4季度，中国总票房增长率分别为+46%/-20%/-22%/-12%，主要受到在线平台提供电影票补贴的影响），在2017年1季度能跟去年持平确实是一个很大的进步。根据历史数据和季节性，第1季度通常占全年的24.6%，而如果我们保守地假设1季度对全年占比为26.7%，那么第2到第4季度的票房应该能同比增长27到29%。
- ❖ IMAX中国票房增长在2017年应该会跑赢行业，受惠于更好的重磅电影素质。2016年，IMAX票房下跌5.3%，表现逊于行业，行业增长为3.7%。2017年，我们认为以前的负面因素可能会逆转：1) 很多有口碑的电影续集即将上映，例如速度与激情8（上集为中国史上第3高票房电影，24.2亿人民币），以及变形金刚5（上集为中国史上第4高票房），这两部电影共录得44亿元票房，相当于2016年票房总额的9.6%，2) 与2016年的情况不同，公司在2016年错过了春节大片“美人鱼”的成功，因为它没有提供IMAX版本，但在2017年，公司有为重磅电影“西游记2”制作IMAX版本。我们预测2017年IMAX票房增长23%（网络扩张增长35%，每块银幕票房下降9%），将会跑赢行业的18%增长。
- ❖ 2017年公司安装目标是应该可以实现的，和利润率亦有所改善。公司目标是在17年前安装120个IMAX影院系统，在我们看来是可以轻松实现，因为到16财年为止公司就有334个未完成影院合约。另一方面，我们预期毛利率应该可以从16年度的58.5%上升至17年度的63.3%，因为1) 17年度应该不会安装激光系统，受去年安装的两个激光系统的拖累，销售安排业务板块的毛利率从2015年的69%下降至2016年的63%，2) 新安装屏幕数量，全面收入分成影院系统（424个影院入面有62个）的占比将从16年的15%下降至17年度的12%，这些影院在成长期中一般毛利率较低，3) 考虑到公司希望管理成本增长控制在8%，我们预计可推动经营利润率从16年度的39%上升至17年度的44%。
- ❖ 现价估值吸引，上市前股东出售购股并不影响实际经营状况，我们认为行业复苏会被确认。华人文化基金和方源资本上周以37.8港元出售了他们的最后一批股权，我们认为这是可以理解的，1) 作为PE投资者，他们并不希望长期持有上市公司股票，以及2) 考虑到成本约为10.0港元，出售股票确实获利是合情理的。我们相信，市场对股东出售股票的悬念和担心终于解决是一件正面的事，而且这跟公司基本营运根本无负面影响。现价为34倍的17年市盈率，估值吸引，其历史幅度为35倍至55倍。
- ❖ 风险因素：1) 票房增长预期放缓，2) 竞争激烈导致利润下滑；3) 主要客户流失。

**财务资料**

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万美元)	78.0	110.6	118.5
调整后净利润(百万美元)	26.0	43.4	37.6
调整后每股收益(美元)	0.074	0.122	0.104
调整后每股收益变动(%)	41.0	66.9	(13.4)
市盈率(x)	63.4	38.5	45.3
市帐率(x)	54.2	8.0	8.8
股息率(%)	0.0	0.5	0.0
权益收益率(%)	86.6	(115.3)	19.1
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金

来源: 公司

 胡永匡  
 walterwoo@cmbi.com.hk  
 (852)-3761-8776

**IMAX 中国 (1970 HK)**

评级	未评级
收市价	HK\$36.55
市值(港币百万)	13,033
过去3月平均交易(港币百万)	47.52
52周高/低(港币)	47.95/31.10
发行股数(百万)	356.6
主要股东	IMAX 公司 (68.2%)

来源: 彭博

**股价表现**

	绝对	相对
1月	11.6%	8.4%
3月	8.0%	1.2%
6月	0.0%	-1.7%

来源: 彭博

**过去一年股价**


来源: 彭博

**利潤表**

年结: 12月31日 (百万元美元)	FY14A	FY15A	FY16A
<b>收入</b>	<b>78.2</b>	<b>110.6</b>	<b>118.5</b>
影院业务	59.6	82.1	91.7
销售安排	28.7	37.0	47.9
收入分成安排	22.8	34.5	30.9
影院系统维护	7.2	9.3	11.7
其他	1.0	1.2	1.2
影片业务	18.6	28.5	26.8
销售成本	(31.8)	(38.3)	(49.2)
<b>毛利</b>	<b>46.5</b>	<b>72.3</b>	<b>69.3</b>
销售及行政费用	(11.3)	(23.9)	(17.1)
其他收益	(4.0)	(6.1)	(6.4)
<b>息税前收益</b>	<b>31.2</b>	<b>42.4</b>	<b>45.9</b>
净融资成本	0.2	0.4	0.6
联营公司	(1.7)	(3.8)	-
特殊收入	(0.6)	(209.9)	-
<b>税前利润</b>	<b>29.1</b>	<b>(170.9)</b>	<b>46.4</b>
所得税	(6.3)	(11.0)	(10.3)
非控制股东权益	-	-	-
<b>净利润</b>	<b>22.8</b>	<b>(181.9)</b>	<b>36.1</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>26.0</b>	<b>43.4</b>	<b>37.6</b>

来源: 公司

**资产负债表**

年结: 12月31日 (百万元美元)	FY14A	FY15A	FY16A
<b>非流动资产</b>	<b>67.9</b>	<b>82.9</b>	<b>106.6</b>
物业、厂房及设备	42.8	52.0	69.8
无形资产和商誉	-	-	-
其他金融资产	20.2	25.3	30.3
递延税项资产	0.8	1.3	1.8
购买物业、厂房及设备预付款项	4.0	4.4	4.7
<b>流动资产</b>	<b>83.3</b>	<b>139.2</b>	<b>158.3</b>
其他金融资产	2.3	2.7	2.9
存货	3.4	6.4	5.8
贸易及其他应收账款	29.2	39.4	43.7
受限制银行结余	0.1	0.0	0.0
现金及现金等价物	48.3	90.7	105.9
<b>流动负债</b>	<b>62.6</b>	<b>35.3</b>	<b>54.8</b>
银行借款	-	-	-
预收款项	8.3	12.8	13.0
贸易及其他应付账款	45.0	16.3	39.3
即期税项	9.3	6.2	2.4
拨备	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>62.2</b>	<b>29.1</b>	<b>21.1</b>
带息借款	-	-	-
递延税项	26.8	-	-
拨备	35.5	29.1	21.1
<b>资产净额</b>	<b>26.3</b>	<b>157.7</b>	<b>189.2</b>
<b>非控股权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>权益股东应占总权益</b>	<b>26.3</b>	<b>157.7</b>	<b>189.2</b>

来源: 公司

**現金流量表**

年结: 12月31日 (百万元美元)	FY14A	FY15A	FY16A
息税前收益	31.2	42.4	45.9
折旧和摊销	0.3	0.2	0.7
营运资金变动	0.9	(27.4)	9.4
税务开支	(6.8)	(12.3)	(13.2)
其他	2.6	(3.0)	3.9
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>28.2</b>	<b>(0.2)</b>	<b>46.7</b>
购置固定资产	(10.9)	(14.1)	(28.8)
联营公司	-	-	-
其他	(16.7)	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(27.5)</b>	<b>(14.1)</b>	<b>(28.8)</b>
股份发行	37.4	104.2	0.8
净银行借贷	-	-	-
股息	-	(47.6)	-
其他	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>37.4</b>	<b>56.6</b>	<b>0.8</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>38.1</b>	<b>42.4</b>	<b>18.7</b>
年初现金及现金等价物	10.2	48.3	90.7
汇兑	(0.0)	(0.0)	(3.5)
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>48.3</b>	<b>90.7</b>	<b>105.9</b>

来源: 公司

**主要比率**

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16A
<b>销售组合 (%)</b>			
影院业务	76.2	74.3	77.4
销售安排	36.6	33.5	40.4
收入分成安排	29.1	31.2	26.1
影院系统维护	9.2	8.5	9.9
其他	1.3	1.1	1.0
影片业务	23.8	25.7	22.6
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	59.4	65.4	58.5
税前利润率	37.2	(154.5)	39.2
净利润率	29.1	(164.4)	30.4
调整后净利润率	33.2	39.2	31.7
有效税率	21.6	(6.4)	22.3

**增长 (%)**

收入	39.8	41.4	7.2
毛利	44.1	55.6	(4.1)
净利润率	48.9	36.0	8.2
调整后净利润	41.0	66.9	(13.4)

**资产负债比率**

流动比率 (x)	1.3	3.9	2.9
平均应收账款周转天数	118.0	117.6	116.9
平均应付账款周转天数	458.6	116.0	211.0
平均存货周转天数	39.4	60.6	43.2
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金

**回报率 (%)**

资本回报率	86.6	-115.3	19.1
资产回报率	15.1	-81.9	13.6

**每股数据**

每股盈利(美元)	0.074	0.122	0.104
每股股息(美元)	-	0.134	-
每股账面值(美元)	4.139	5.197	6.453

来源: 公司

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。