

IMAX 中國 (1970 HK, HK\$36.55, 未評級) — 受惠于行業復蘇

- ❖ 2017 年第 1 季度電影票房同比持平，暗示從第 2 到第 4 季度會恢復增長。經過波折的 2016 年之後（第 1 季度/2 季度/3 季度/4 季度，中國總票房增長率分別為 +46%/-20%/-22%/-12%，主要受到在綫平臺提供電影票補貼的影響），在 2017 年 1 季度能跟去年持平確實是一個很大的進步。根據歷史數據和季節性，第 1 季度通常佔全年的 24.6%，而如果我們保守地假設 1 季度對全年佔比為 26.7%，那麼第 2 到第 4 季度的票房應該能同比增長 27 到 29%。
- ❖ IMAX 中國票房增長在 2017 年應該會跑贏行業，受惠于更好的重磅電影質素。2016 年，IMAX 票房下跌 5.3%，表現遜于行業，行業增長為 3.7%。2017 年，我們認為以前的負面因素可能會逆轉：1) 很多有口碑的電影續集即將上映，例如速度與激情 8（上集為中國史上第 3 高票房電影，24.2 億人民幣），以及變形金剛 5（上集為中國史上第 4 高票房），這兩部電影共錄得 44 億元票房，相當于 2016 年票房總額的 9.6%，2) 與 2016 年的情況不同，公司在 2016 年錯過了春節大片“美人魚”的成功，因為它沒有提供 IMAX 版本，但在 2017 年，公司有為重磅電影“西游記 2”製作 IMAX 版本。我們預測 2017 年 IMAX 票房增長 23%（網絡擴張增長 35%，每塊銀幕票房下降 9%），將會跑贏行業的 18% 增長。
- ❖ 2017 年公司安裝目標是應該可以實現的，和利潤率亦有所改善。公司目標是在 17 年前安裝 120 個 IMAX 影院系統，在我們看來是可以輕鬆實現，因為到 16 財年為止公司就有 334 個未完成影院合約。另一方面，我們預期毛利率應該可以從 16 年度的 58.5% 上升至 17 年度的 63.3%，因為 1) 17 年度應該不會安裝激光系統，受去年安裝的兩個激光系統的拖累，銷售安排業務板塊的毛利率從 2015 年的 69% 下降至 2016 年的 63%，2) 新安裝屏幕數量，全面收入分成影院系統（424 個影院入面有 62 個）的佔比將從 16 年的 15% 下降至 17 年度的 12%，這些影院在成長期中一般毛利率較低，3) 考慮到公司希望管理成本增長控制在 8%，我們預計可推動經營利潤率從 16 年度的 39% 上升至 17 年度的 44%。
- ❖ 現價估值吸引，上市前股東出售購股并不影響實際經營狀況，我們認為行業復蘇會被確認。華人文化基金和方源資本上周以 37.8 港元出售了他們的最後一批股權，我們認為這是可以理解的，1) 作為 PE 投資者，他們并不希望長期持有上市公司股票，以及 2) 考慮到成本約為 10.0 港元，出售股票確實獲利是合情理的。我們相信，市場對股東出售股票的懸念和擔心終於解決是一件正面的事，而且這跟公司基本營運根本無負面影響。現價為 34 倍的 17 年市盈率，估值吸引，其歷史幅度為 35 倍至 55 倍。
- ❖ 風險因素：1) 票房增長預期放緩，2) 競爭激烈導致利潤下滑；3) 主要客戶流失。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬美元)	78.0	110.6	118.5
調整後淨利潤 (百萬美元)	26.0	43.4	37.6
調整後每股收益 (美元)	0.074	0.122	0.104
調整後每股收益變動 (%)	41.0	66.9	(13.4)
市盈率 (x)	63.4	38.5	45.3
市帳率 (x)	54.2	8.0	8.8
股息率 (%)	0.0	0.5	0.0
權益收益率 (%)	86.6	(115.3)	19.1
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司

胡永匡

walterwoo@cmbi.com.hk

(852)-3761-8776

IMAX 中國 (1970 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$36.55
市值 (港幣百萬)	13,033
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	47.52
52 周高/低 (港幣)	47.95/31.10
發行股數 (百萬)	356.6
主要股東	IMAX 公司 (68.2%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	11.6%	8.4%
3 月	8.0%	1.2%
6 月	0.0%	-1.7%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元美元)	FY14A	FY15A	FY16A
收入	78.2	110.6	118.5
影院業務	59.6	82.1	91.7
銷售安排	28.7	37.0	47.9
收入分成安排	22.8	34.5	30.9
影院系統維護	7.2	9.3	11.7
其他	1.0	1.2	1.2
影片業務	18.6	28.5	26.8
銷售成本	(31.8)	(38.3)	(49.2)
毛利	46.5	72.3	69.3
銷售及行政費用	(11.3)	(23.9)	(17.1)
其他收益	(4.0)	(6.1)	(6.4)
息稅前收益	31.2	42.4	45.9
淨融資成本	0.2	0.4	0.6
聯營公司	(1.7)	(3.8)	-
特殊收入	(0.6)	(209.9)	-
稅前利潤	29.1	(170.9)	46.4
所得稅	(6.3)	(11.0)	(10.3)
非控制股東權益	-	-	-
淨利潤	22.8	(181.9)	36.1
調整後淨利潤	26.0	43.4	37.6

來源：公司

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元美元)	FY14A	FY15A	FY16A
非流動資產	67.9	82.9	106.6
物業、廠房及設備	42.8	52.0	69.8
無形資產和商譽	-	-	-
其他金融資產	20.2	25.3	30.3
遞延稅項資產	0.8	1.3	1.8
購買物業、廠房及設備預付款項	4.0	4.4	4.7
流動資產	83.3	139.2	158.3
其他金融資產	2.3	2.7	2.9
存貨	3.4	6.4	5.8
貿易及其他應收賬款	29.2	39.4	43.7
受限制銀行結餘	0.1	0.0	0.0
現金及現金等價物	48.3	90.7	105.9
流動負債	62.6	35.3	54.8
銀行借款	-	-	-
預收款項	8.3	12.8	13.0
貿易及其他應付賬款	45.0	16.3	39.3
即期稅項	9.3	6.2	2.4
撥備	-	-	-
非流動負債	62.2	29.1	21.1
帶息借款	-	-	-
遞延稅項	26.8	-	-
撥備	35.5	29.1	21.1
資產淨額	26.3	157.7	189.2
非控股權益	-	-	-
權益股東應占總權益	26.3	157.7	189.2

來源：公司

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元美元)	FY14A	FY15A	FY16A
息稅前收益	31.2	42.4	45.9
折舊和攤銷	0.3	0.2	0.7
營運資金變動	0.9	(27.4)	9.4
稅務開支	(6.8)	(12.3)	(13.2)
其他	2.6	(3.0)	3.9
經營活動所得現金淨額	28.2	(0.2)	46.7
購置固定資產	(10.9)	(14.1)	(28.8)
聯營公司	-	-	-
其他	(16.7)	-	-
投資活動所得現金淨額	(27.5)	(14.1)	(28.8)
股份發行	37.4	104.2	0.8
淨銀行借貸	-	-	-
股息	-	(47.6)	-
其他	-	-	-
融資活動所得現金淨額	37.4	56.6	0.8
現金增加淨額	38.1	42.4	18.7
年初現金及現金等價物	10.2	48.3	90.7
匯兌	(0.0)	(0.0)	(3.5)
年末現金及現金等價物	48.3	90.7	105.9

來源：公司

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16A
銷售組合 (%)			
影院業務	76.2	74.3	77.4
銷售安排	36.6	33.5	40.4
收入分成安排	29.1	31.2	26.1
影院系統維護	9.2	8.5	9.9
其他	1.3	1.1	1.0
影片業務	23.8	25.7	22.6
總額	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	59.4	65.4	58.5
稅前利潤率	37.2	(154.5)	39.2
淨利潤率	29.1	(164.4)	30.4
調整後淨利潤率	33.2	39.2	31.7
有效稅率	21.6	(6.4)	22.3

增長 (%)

收入	39.8	41.4	7.2
毛利	44.1	55.6	(4.1)
淨利潤率	48.9	36.0	8.2
調整後淨利潤	41.0	66.9	(13.4)

資產負債比率

流動比率 (x)	1.3	3.9	2.9
平均應收賬款周轉天數	118.0	117.6	116.9
平均應付賬款周轉天數	458.6	116.0	211.0
平均存貨周轉天數	39.4	60.6	43.2
淨負債 / 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	86.6	-115.3	19.1
資產回報率	15.1	-81.9	13.6

每股數據

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

來源：公司

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。