



多项合作推进, 电影巨头布局全球电影生态圈

投资要点

- **事件:** 公司近日举办万达之夜活动, 万达电影总裁宣布公司发展计划: 包括管理 8000 万名会员、三巨头联手打造全产业链的 IP+、培养优质导演、编剧的“菁英+”等, 打造以万达为核心的“W+”产业链新升级, 同时随着 W+ 的发展壮大, 万达或将成为真正意义上的全球电影生态圈企业。
- **2017 上半年票房小幅超预期。** 2017 年上半年剔除服务费后票房为 252.5 亿元, 相较于 2016 年的 245.9 亿元, 同比小幅增长了 3%。由于 2016 年 Q1 票房含票补, 仅对比 2016Q2 来看, 2017Q2 票房 118 亿元, 同比增长 17%, 预期 2017 年下半年票房仍将保持健康稳定的增长。
- **电影行业整体增速下滑, 万达院线保持龙头地位逆势扩张。** 总体票房增速放缓, 2016、2017H1 万达院线的票房和观影人次市占率分别保持 13%、11%, 连续 8 年位于全国第一。2016 年新增影城超 100 家, 新增银幕同比提升 40%。截止 2017 年 6 月, 万达已经拥有全球 1.5 万块荧幕, 全球电影终端份额超 12%。2016 年营收 112 亿元, 同比增长 40%, 实现净利润 13.7 亿元, 同比增长 15%。
- **“IP+”深度布局影剧漫、“菁英+”培养电影人才, 整合资源打造完整电影生态圈。** 内容方面, 与腾讯、阅文成立合资公司, 全系列开发 IP; 与新媒诚品等推进影剧游联动模式; 签约株式会社小学馆集英社制作公司等, 以期打造中国动漫 IP。人才方面, 合作培养青年编剧、导演, 计划 3 年培养超 100 名编剧。影视方面: 公司与恒信文化等签约, 对方承诺为投资提供优质影视作品; 与派拉蒙签约成为《变 5》中国首席营销合作伙伴; 与招行信用卡中心、滴滴出行签约, 在营销方面互利共赢; 与凤凰传奇影业等签约, 享受优先合作权; 管理开发 8000 万会员。预计通过深度布局 IP、整合资源, 公司将打造完整电影生态圈。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.58 元、2.01 元、2.49 元, 归母净利润 18.60 亿、23.64 亿、29.28 亿。通过可比公司一致性预期情况, 给予万达影视 36 倍估值, 17 年市值预计 669.96 亿元, 对应现有股本 11.74 亿股, 股价约为 57.07 元。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 票房增速或放缓; 电影市场竞争加剧; 合作伙伴业务推进或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	11209.32	14211.36	17538.14	21366.28
增长率	40.10%	26.78%	23.41%	21.83%
归属母公司净利润 (百万元)	1366.45	1859.62	2363.72	2927.76
增长率	15.23%	36.09%	27.11%	23.86%
每股收益 EPS (元)	1.16	1.58	2.01	2.49
净资产收益率 ROE	13.16%	15.53%	16.49%	16.96%
PE	45	33	26	21
PB	5.86	5.08	4.24	3.52

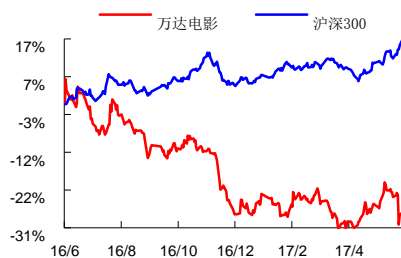
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 罗亚琨
电话: 0755-88604093
邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.74
流通 A 股(亿股)	4.23
52 周内股价区间(元)	51.5-79.9
总市值(亿元)	608.87
总资产(亿元)	196.58
每股净资产(元)	9.36

相关研究

关键假设：

假设 1：电影票房市场基本面不发生较大变化，2017-2019 年全年总体票房收入将同比小幅增长。

假设 2：公司 2017 年计划新增影城 100-150 家的目标基本实现，万达院线荧幕数量将继续保持增长态势；

假设 3：公司与恒信文化、圣世互娱、北京海润影业等合作方的战略合作方将如期履约：提供优质影视作品，供万达优先投资，并提供优先战略合作等；

假设 4：影院广告、影院贴片广告行业将继续维持较高的增速；

假设 5：公司三费率无明显变化。

盈利预测：

根据过去业绩和未来前景的双重考量，我们对公司各业务板块未来 3 年的业绩增长和毛利率做如下假设：

1. 票房收入：电影票房市场增速放缓，但基于 2016 年万达院线新增影城 100 余家，票房收入同比增长 18%，以及 2017 年万达新增影城目标 100-150 家的背景，预计 2017-2019 年票房收入增幅分别为 18%、15%、13%，保持 17%的毛利率水平；
2. 影院广告收入：影院广告作为新兴广告业态，叠加万达院线现在巨大荧幕体量，预期影院广告收入增势显著，2017-2019 年增速分别为 60%、40%、35%，毛利率维持 55%左右的水平；
3. 商品销售收入：受益于万达院线将继续新增影城的计划以及人均可支配收入的提高，商品、餐饮等销售收入预期将保持平稳增长，增速与前三年持平，预计 2017-2019 年商品销售收入增速分别为 42%、40%、36%，毛利率维持 60%左右；
4. 贴片广告、影片投资和宣传推广收入：贴片广告与预期其行业 30%的增速持平；受益于公司与恒信文化、圣世互娱、北京海润影业、北京果实创想等公司签约，对方承诺提供优质影视作品，供万达优先投资，并提供优先战略的合作，影片投资预计增速将保持；公司贴片广告、影片投资和宣传推广收入增速分别为 30%、28%、25%，毛利率维持 60%左右的水平；
5. 其他主营业务收入：公司其他主营业务波动较大，由于 2016 年其他主营业务收入 5.7 亿元，同比异常增长 242%，而之前年份该项收入较低，预期 2017-2019 年增速将降低，分别为 8%、20%、25%，由于其他主营业务收入的不确定性较大，我们保守估计其保持 30%的毛利率水平。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
票房	收入	7524.51	8878.92	10210.76	11538.15
	yoy	17.80%	18.00%	15.00%	13.00%
	成本	6218.70	7369.50	8474.93	9576.67
	毛利率	17.35%	17.00%	17.00%	17.00%
影院广告收入	收入	1691.65	2706.64	3789.30	5115.55
	yoy	265.12%	60.00%	40.00%	35.00%
	成本	565.15	1082.66	1705.18	2557.77
	毛利率	6659.00%	60.00%	55.00%	50.00%
商品销售	收入	1325.94	1882.83	2635.97	3584.92
	yoy	43.68%	42.00%	40.00%	36.00%
	成本	516.61	753.13	1054.39	1433.97
	毛利率	6104.00%	60.00%	60.00%	60.00%
贴片广告、影片投资和 宣传推广	收入	101.63	132.11	169.11	211.38
	yoy	65.03%	30.00%	28.00%	25.00%
	成本	150.67	46.24	67.64	95.12
	毛利率	0.00%	65.00%	60.00%	55.00%
其他主营业务	收入	565.60	610.85	733.02	916.27
	yoy	242.25%	8.00%	20.00%	25.00%
	成本	86.75	427.59	513.11	641.39
	毛利率	84.66%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	11209.32	14211.36	17538.14	21366.28
	yoy	40.10%	26.78%	23.41%	21.83%
	成本	7537.88	9679.13	11815.25	14304.92
	毛利率	32.75%	31.89%	32.63%	33.05%

数据来源: 公司公告, 西南证券

估值:

由于公司业务板块均属于电影行业, 故选择同样以影视为主业, 包括电影制作、发行、营销、院线等业务的几家上市公司作为可比标的, 具体选取的公司有上海电影、中国电影、幸福蓝海、文投控股、华谊兄弟。依据 Wind 一致性预期, 以上公司 2017 年平均 PE 为 36.36, 我们给予万达电影 36 倍估值, 17 年市值预计 669.96 亿元, 对于现有股本 11.74 亿股, 对应股价约为 57.07 元。

表 2: 可比公司一致性预期

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
600977.SH	中国电影	18.65	0.70	0.83	0.94	26.73	22.41	19.79
601595.SH	上海电影	24.89	0.79	0.96	1.10	31.68	25.93	22.58
300528.SZ	幸福蓝海	16.54	0.38	0.47	0.58	43.46	35.28	28.41
600715.SH	文投控股	22.73	0.39	0.48	0.58	58.45	47.28	39.09
300027.SZ	华谊兄弟	8.11	0.38	0.44	0.48	21.50	18.37	16.84
均值		18.18	0.53	0.64	0.74	36.36	29.85	25.34

数据来源: wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11209.32	14211.36	17538.14	21366.28	净利润	1367.88	1861.58	2366.20	2930.84
营业成本	7537.89	9679.12	11815.25	14304.92	折旧与摊销	739.43	707.81	707.81	707.81
营业税金及附加	389.26	535.34	643.45	790.88	财务费用	191.37	90.79	141.19	160.28
销售费用	692.70	781.62	1052.29	1281.98	资产减值损失	-8.01	0.58	0.00	0.00
管理费用	889.16	852.68	1052.29	1281.98	经营营运资本变动	786.03	415.38	835.99	1176.00
财务费用	191.37	90.79	141.19	160.28	其他	-1149.17	10.06	5.50	0.00
资产减值损失	-8.01	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1927.54	3086.21	4056.69	4974.94
投资收益	36.67	-10.64	-5.50	0.00	资本支出	-4222.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	526.84	-10.64	-5.50	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3695.90	-10.64	-5.50	0.00
营业利润	1553.63	2260.58	2828.18	3546.24	短期借款	500.00	-500.00	0.00	0.00
其他非经营损益	251.35	188.87	228.14	211.73	长期借款	-559.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	1804.98	2449.45	3056.32	3757.97	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	437.10	587.87	690.12	827.13	支付股利	-234.86	0.00	0.00	0.00
净利润	1367.88	1861.58	2366.20	2930.84	其他	-305.19	-448.86	-141.19	-160.28
少数股东损益	1.44	1.95	2.48	3.08	筹资活动现金流净额	-599.07	-948.86	-141.19	-160.28
归属母公司股东净利润	1366.45	1859.62	2363.72	2927.76	现金流量净额	-2338.19	2126.71	3910.00	4814.65
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2474.30	4601.01	8511.01	13325.67	成长能力				
应收和预付款项	1115.52	1016.15	1453.33	1771.62	销售收入增长率	40.10%	26.78%	23.41%	21.83%
存货	158.86	186.55	234.81	281.43	营业利润增长率	7.35%	45.50%	25.11%	25.39%
其他流动资产	84.40	76.72	107.13	125.46	净利润增长率	15.14%	36.09%	27.11%	23.86%
长期股权投资	15.66	15.66	15.66	15.66	EBITDA 增长率	24.56%	23.13%	20.20%	20.05%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2287.30	1958.69	1630.07	1301.46	毛利率	32.75%	31.89%	32.63%	33.05%
无形资产和开发支出	8858.74	8778.08	8697.42	8616.76	三费率	15.82%	12.14%	12.81%	12.75%
其他非流动资产	4097.06	3798.52	3499.97	3201.43	净利率	12.20%	13.10%	13.49%	13.72%
资产总计	19091.84	20431.37	24149.43	28639.50	ROE	13.16%	15.53%	16.49%	16.96%
短期借款	500.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.16%	9.11%	9.80%	10.23%
应付和预收款项	2034.53	2665.63	3249.00	3958.82	ROIC	13.60%	16.17%	22.24%	31.16%
长期借款	2813.43	2813.43	2813.43	2813.43	EBITDA/销售收入	22.16%	21.53%	20.97%	20.66%
其他负债	3351.97	2965.35	3733.83	4583.24	营运能力				
负债合计	8699.93	8444.41	9796.26	11355.49	总资产周转率	0.65	0.72	0.79	0.81
股本	1174.29	1174.29	1174.29	1174.29	固定资产周转率	5.95	7.19	10.63	16.18
资本公积	4590.88	4590.88	4590.88	4590.88	应收账款周转率	20.88	22.11	23.70	21.57
留存收益	4355.07	6214.69	8578.41	11506.17	存货周转率	62.58	56.04	56.08	55.42
归属母公司股东权益	10386.77	11979.87	14343.58	17271.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.69%	—	—	—
少数股东权益	5.14	7.10	9.58	12.66	资本结构				
股东权益合计	10391.91	11986.96	14353.17	17284.00	资产负债率	45.57%	41.33%	40.57%	39.65%
负债和股东权益合计	19091.84	20431.37	24149.43	28639.50	带息债务/总负债	38.09%	33.32%	28.72%	24.78%
					流动比率	0.70	1.13	1.57	1.91
					速动比率	0.67	1.09	1.53	1.87
					股利支付率	17.19%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.16	1.58	2.01	2.49
					每股净资产	8.85	10.21	12.22	14.72
					每股经营现金	1.64	2.63	3.45	4.24
					每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2484.43	3059.18	3677.18	4414.33					
PE	44.56	32.74	25.76	20.80					
PB	5.86	5.08	4.24	3.52					
PS	5.43	4.28	3.47	2.85					
EV/EBITDA	24.43	18.96	14.71	11.16					
股息率	0.39%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn