

传媒

2017年08月29日

万达电影 (002739)

——非放映收入升至 36%印证结构调整逻辑，整合控股股东产业链资源

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年08月28日

收盘价(元)	52.04
一年内最高/最低(元)	72.72/49.02
市净率	5.5
息率(分红/股价)	0.38
流通A股市值(百万元)	22005
上证指数/深证成指	3362.65 / 10809.74

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	9.49
资产负债率%	49.32
总股本/流通A股(百万)	1174/423
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《万达院线(002739)点评：与博纳影业战略合作，发展加盟持续提高院线市占率》
2017/05/16

《万达院线(002739)点评：归母净利润环比增长 115%，受益市占率提高及进口大片红利》
2017/04/28

证券分析师

周建华 A0230517010001
zhoujh@swsresearch.com

研究支持

汪澄 A0230116100005
wangcheng@swsresearch.com

联系人

汪澄
(8621)23297818x010-66500570
wangcheng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：公司公布 2017 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 66.15 亿元，同比增长 15.60%；归母净利润为 8.87 亿元，同比增长 10.26%；扣非归母净利润 8.32 亿元，同比增长 6.79%；经营活动现金流量净额 8.87 亿元，同比下降 17.95%。

投资要点：

- **业绩基本符合预期，非放映收入占比由 33.8%提升至 36%，拉动业绩增长。**半年报净利润增速 10.26%，与前期业绩预告 0%-20%的增速相符，符合市场预期。公司业务变动符合我们今年 3 月发布深度报告时的判断，即国内电影市场处于底部修复阶段，影院投资建设速度快，单银幕产出持续下滑，公司具备“放映+广告+内容+衍生品”的平台型商业模式，对票房依赖度持续降低，经营能力较同业领先。
- **观影变成流量入口，依靠广告及衍生品业务实现高增长。**上半年观影收入达 42.32 亿元，同比增 8.43%；广告收入 10.86 亿元，同比增 58.73%，商品销售收入 8.57 亿，同比增长 21.30%。根据艺恩智库统计，上半年国内累计票房 271 亿，同比增长 10%，扣除电商服务费实际增速 2%。公司国内院线上半年票房增速约 5.6%，市场占有率约 13.3%，和去年同期基本相当。公司去年年末组建万达传媒，今年相继与博纳、CGV 等影投签订合作协议，未来强化映前广告代理业务，并与时光网等平台合作衍生品开发，持续拓展非放映业务。
- **毛利率下降，管理及销售费用率上升，系业务结构调整所致，不代表公司经营能力下滑。**2017 上半年毛利率为 32.95%，同比下降 0.5 个百分点，其中观影业务毛利率 16.0%，同比下降 2.2 个百分点，主要是国内市场单银幕产出下降，符合我们的预期；广告业务毛利率 63.5%，同比下降 10.7 个百分点，主要由于广告业务模式有所变化，渠道代理比重增加；商品销售业务毛利率 58.9%，同比下降 4.2 个百分点，主要由于衍生品销售比例增加。从毛利角度计算，广告业务贡献毛利 6.90 亿，商品销售业务贡献毛利 5.05 亿，分别同比增加 49%/3%，体现公司新业务开拓成果。上半年销售/管理费用率分别为 6.3%/6.8%，较去年同期上升 1.7/0.8 个百分点，主要原因是去年同期放映收入占比较高，而广告、衍生品等业务费用率相对更高，属于正常变动。
- **未来轻资产模式扩张，拟整合大股东影视、游戏等资源。**2017 年上半年公司新增影城 54 家，新增银幕 436 块，扩张速度基本符合我们全年新增 1000 块银幕的预期。在传统依托万达商业地产自建影院模式外，公司还将通过收购成熟影院及轻资产加盟模式扩张。公司已公告拟通过发行股份方式购买控股股东所持有的万达影视传媒有限公司 100%股权，强化“制片-发行-院线-营销-衍生品开发-主题乐园”产业链上下游布局。
- **维持盈利预测和“增持”评级。**公司上半年业绩符合预期，未来持续受益院线行业整合和影视娱乐全产业链开发。我们维持公司 2017-2019 归母净利润 17.9 亿、23.3 亿、29.1 亿元的盈利预测，对应 EPS 分别为 1.52/1.98/2.48 元，对应 2017-19 年 PE 分别为 34/26/21 倍，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11,209	6,615	13,548	16,272	19,489
同比增长率(%)	40.10	15.60	20.87	20.11	19.77
净利润(百万元)	1,366	887	1,789	2,325	2,911
同比增长率(%)	15.23	10.26	30.97	29.96	25.20
每股收益(元/股)	1.16	0.76	1.52	1.98	2.48
毛利率(%)	32.8	33.0	34.8	36.0	36.9
ROE(%)	13.2	8.0	15.0	16.3	17.0
市盈率	45		34	26	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,339	8,001	11,209	13,548	16,272	19,489
营业收入同比增长率 (yoy)	32.73%	49.85%	40.10%	20.87%	20.11%	19.77%
减: 营业成本	3,509	5,236	7,538	8,832	10,419	12,306
毛利率 (%)	34.27%	34.56%	32.75%	34.80%	36.00%	36.90%
减: 营业税金及附加	257	348	389	517	612	724
主营业务利润	1,573	2,416	3,282	4,199	5,241	6,459
主营业务利润率 (%)	29.46%	30.20%	29.28%	30.99%	32.21%	33.14%
减: 销售费用	286	377	693	881	1,058	1,306
减: 管理费用	338	525	889	1,084	1,302	1,559
减: 财务费用	-15	60	191	116	57	12
经营性利润	964	1,455	1,509	2,118	2,824	3,582
经营性利润同比增长率 (yoy)	39.95%	50.91%	3.74%	40.36%	33.33%	26.84%
经营性利润率 (%)	18.05%	18.18%	13.46%	15.63%	17.35%	18.38%
减: 资产减值损失	27	12	-8	10	1	2
加: 投资收益及其他	0	4	37	25	46	46
营业利润	937	1,447	1,554	2,134	2,869	3,627
加: 营业外净收入	120	114	251	246	219	244
利润总额	1,057	1,561	1,805	2,380	3,088	3,871
减: 所得税	255	373	437	589	761	956
净利润	803	1,188	1,368	1,791	2,328	2,914
少数股东损益	2	2	1	2	2	3
归属于母公司所有者的净利润	801	1,186	1,366	1,789	2,325	2,911
净利润同比增长率 (yoy)	32.93%	48.05%	15.23%	30.97%	29.96%	25.20%
全面摊薄总股本	500	1,174	1,174	1,174	1,174	1,174
每股收益 (元)	1.60	1.07	1.16	1.52	1.98	2.48
归属母公司所有者净利润率 (%)	15.00%	14.82%	12.19%	13.20%	14.29%	14.94%
ROE	26.72%	13.02%	13.16%	15.00%	16.30%	17.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。