

公司研究/季报点评

2019年10月31日

传媒/传媒 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 15.04
合理价格区间(元): 15.34~15.93

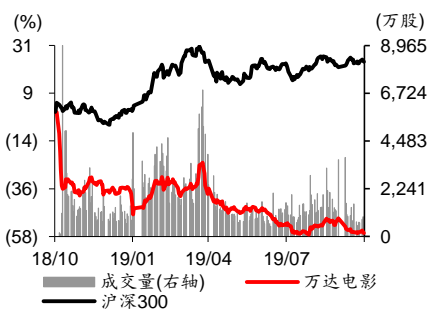
许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

周钊 执业证书编号: S0570517070006
研究员 010-56793958
zhouzhao@htsc.com

相关研究

- 1《万达电影(002739 SZ,增持): 静候影市回暖, 期待影视业务表现》2019.08
- 2《万达电影(002739,增持): 业绩短期或承压, 长线依旧看好》2019.04
- 3《万达电影(002739,增持): 全产业链龙头已现雏形》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,078
流通 A 股 (百万股)	1,761
52 周内股价区间 (元)	14.78-31.10
总市值 (百万元)	31,260
总资产 (百万元)	32,079
每股净资产 (元)	9.39

资料来源: 公司公告

业绩符合预期, 各业务线有望回暖 万达电影(002739)

公司 Q3 归母净利润 3.05 亿, 同减 45.98%, 符合市场预期, 维持增持评级
公司 10 月 29 日发布 19 年 3 季报, Q3 营收 40.30 亿, 同增 0.47%; 归母净利润 3.05 亿, 同减 45.98%; 扣非后归母净利润 2.68 亿元, 同减 19.03%; 业绩在业绩预告中部区间, 符合市场预期。19 年前三季度营收 115.94 亿, 同减 7.45%; 归母净利润 8.29 亿, 同减 57.25%; 扣非后归母净利 7.72 亿, 同减 34.59%。结合 3 季报业绩、Q4 现定档电影数较我们预计减少, 我们下调 19-21 年盈利预测为 12.32/15.61/17.33 亿元, EPS 为 0.59/0.75/0.83 元。参考可比公司估值、考虑公司龙头地位, 给予估值溢价 19 年 PE 估值 26X-27X, 调整目标价为 15.34-15.93 元, 维持增持评级。

业绩下滑主要受放映业务毛利率下滑、万达影视出品影片表现不佳影响

公司三季度预告披露, 前三季度万达影视主控影片较少且部分票房不及预期, Q3 公司主投的《沉默的证人》、《全职高手之巅峰荣耀》票房表现一般; 受游戏行业及版号申请管控的影响, 报告期内游戏发行及相关业务收入同比下降, 导致公司业绩变动较大。上半年全国电影市场平淡, Q3 虽有《哪吒》提振暑期档带动市场回暖, 但据季报预告披露前三季度全国电影票房和观影人次仍同比下降, 带动放映业务业绩下滑。

电影放映业务展望: 内容精品化将成趋势, 有望带动影市回暖, 长线看好

根据猫眼专业版, 19Q3 全国电影市场票房 154.21 亿, 同减 2.13%; 观影人次约 4.7 亿, 同减 1.5%; 受《哪吒》带动, Q3 电影市场稍有回暖。从本年国庆档电影市场优异表现可以看出, 观众观影需求仍在, 我们认为电影市场的 1-3 季的低迷主要受优质影片内容供给不足影响, 但从长线上看内容精品化将成为趋势, 优质内容的供给将提升, 同时公司作为国内院线龙头, 各项经营指标均在业内领先, 市场占有率连续数年蝉联第一, 我们仍看好公司放映及非票业务的长远表现。

影视业务展望: 《唐探 3》和多部优质剧集有望推动业绩增长

电影方面, 根据猫眼专业版, 19Q4 公司将上映《误杀》、《受益人》、《南方车站的聚会》; 《唐人街探案 3》已定档大年初一, 基于前两部的良好口碑和优异票房, 《唐探 3》值得期待; 电视剧方面, 公司投资制作的《大时代》、《隐秘而伟大》、《向阳而生》、《爱情高级定制》等多部剧集预计将于 19Q4-20 年播出, 电视剧业务有望回暖。

放映、影视业务静待回暖, 全产业链布局发展可期, 维持增持评级

我们认为公司的放映、影视等业务有望逐渐回暖; 游戏业务受益于版号恢复发放, 也有望呈回暖态势。收购万达影视后形成全产业链布局, 协同效应有望渐渐显现。结合 3 季报业绩、Q4 现定档电影数较预期减少, 我们下调 19-21 年盈利预测为 12.32/15.61/17.33 亿元 (调整前: 13.03/15.61/17.33 亿元), 19-21 年 EPS 为 0.59/0.75/0.83 元。参考各业务可比公司 19 年 PE 估值 18X-27X、公司龙头地位, 给予估值溢价 19 年 PE 估值 26X-27X, 对应调整目标价为 15.34 元-15.93 元, 维持增持评级。

风险提示: 全国电影票房增长不及预期、万达影视产品效果不及预期。

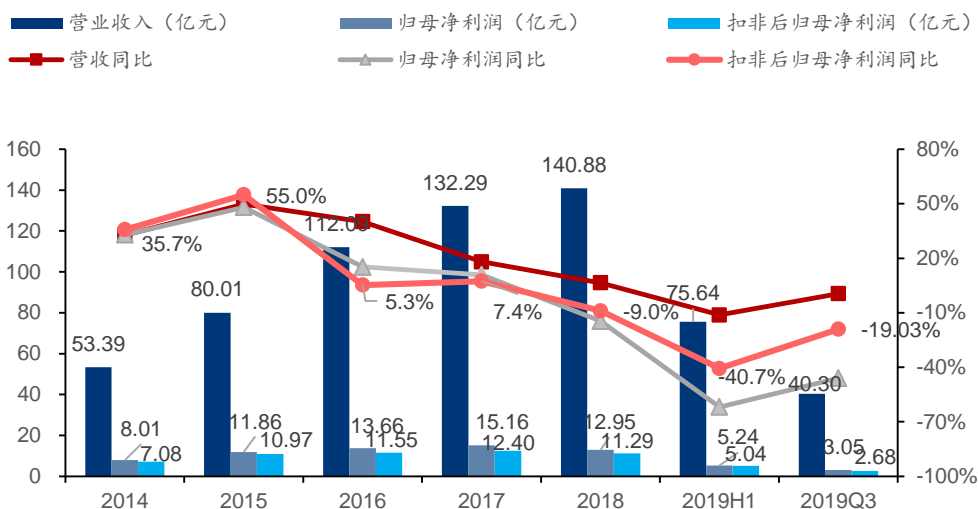
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	13,229	14,088	15,708	17,198	18,755
+/-%	18.02	6.49	11.50	9.48	9.05
归属母公司净利润 (百万元)	1,516	1,295	1,232	1,561	1,733
+/-%	10.92	(14.58)	(4.85)	26.76	10.98
EPS (元, 最新摊薄)	0.73	0.62	0.59	0.75	0.83
PE (倍)	20.62	24.15	25.38	20.02	18.04

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

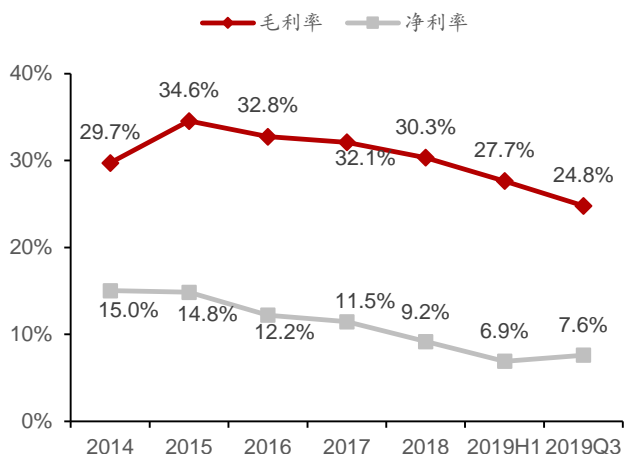
公司经营状况汇总

图表1: 2014至2019年Q3营收和净利变化



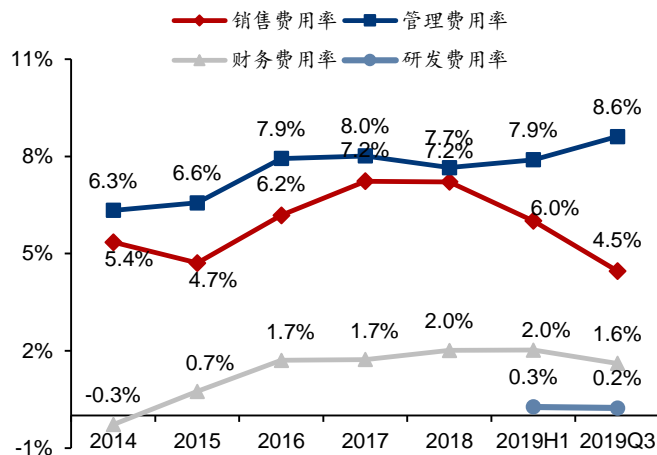
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 2014至2019Q3毛利率和净利率变化



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 2014至2019Q3费用率变化



资料来源: Wind、华泰证券研究所

可比公司估值

图表4: 可比公司估值表 (Wind一致预期, 2019年10月30日)

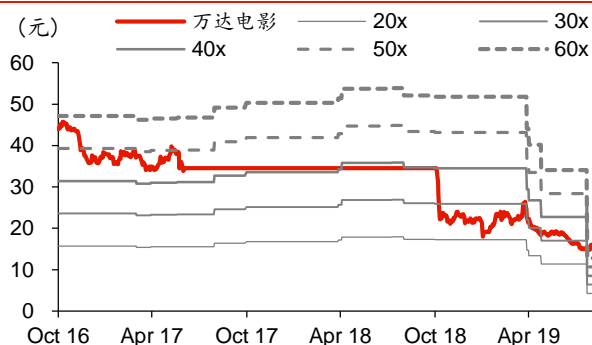
证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE			净利润 (亿元)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
院线类标的								
601595.SH	上海电影	52	22.2X	18.2X	17.1X	2.35	2.86	3.04
603103.SH	横店影视	86	26.8X	27.8X	23.4X	3.21	3.09	3.68
600977.SH	中国电影	249	16.7X	18.5X	16.7X	14.95	13.47	14.94
	平均		21.9X	21.5X	19.1X			
电影类标的								
300027.SZ	华谊兄弟	125	-11.4X	24.2X	18.3X	-10.93	5.15	6.81
300251.SZ	光线传媒	256	18.6X	23.1X	24.6X	13.73	11.05	10.37
000802.SZ	北京文化	63	19.2X	14.9X	13.3X	3.26	4.20	4.70
	平均		NA	20.7X	18.7X			
电视剧类标的								
300133.SZ	华策影视	113	53.7X	35.2X	21.5X	2.11	3.22	5.27
002343.SZ	慈文传媒	36	-3.2X	18.1X	13.2X	-10.94	1.96	2.70
	平均		NA	26.7X	17.3X			
游戏类标的								
002624.SZ	完美世界	373	21.9X	17.6X	15.2X	17.06	21.22	24.59
002555.SZ	三七互娱	365	36.2X	18.3X	15.5X	10.09	19.89	23.54
	平均		29.0X	18.0X	15.3X			

资料来源: Wind、华泰证券研究所

相比前次评级, 由于金逸影视没有 2019 年盈利的 Wind 一致预期, 我们将其从可比公司中调出。可比公司 2019 年 PE 估值区间约在 18X-27X 之间, 考虑到万达电影的全产业链布局和在业内的龙头地位, 可给予一定的溢价, 我们认为 2019 年 PE 估值 26X-27X 左右较为合适, 基于 2019 年 EPS 为 0.59 元, 调整目标价为 15.34 元-15.93 元, 维持增持评级。

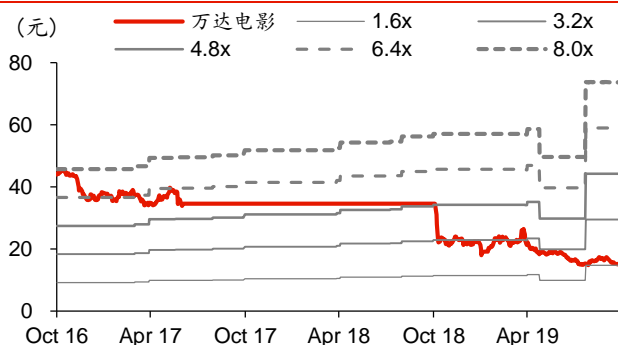
PE/PB - Bands

图表5: 万达电影历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 万达电影历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,023	4,541	5,072	5,362	5,674
现金	2,851	1,349	2,800	2,900	3,000
应收账款	1,157	1,719	1,083	1,186	1,293
其他应收账款	254.61	369.57	414.69	454.02	495.13
预付账款	257.11	305.90	393.41	421.29	458.28
存货	171.59	191.81	281.01	300.92	327.34
其他流动资产	331.97	606.82	100.00	100.00	100.00
非流动资产	18,119	18,567	20,469	21,642	22,515
长期投资	17.78	20.54	80.72	70.00	60.00
固定投资	2,581	2,844	3,890	4,360	4,426
无形资产	897.11	849.85	874.85	894.85	909.85
其他非流动资产	14,623	14,853	15,623	16,317	17,119
资产总计	23,142	23,108	25,541	27,004	28,189
流动负债	9,060	6,501	7,518	7,936	8,385
短期借款	2,200	2,300	3,300	3,400	3,500
应付账款	843.53	940.10	1,012	1,083	1,178
其他流动负债	6,016	3,261	3,206	3,452	3,707
非流动负债	2,373	3,998	2,599	2,081	1,584
长期借款	2,080	3,758	2,258	1,758	1,258
其他非流动负债	293.36	239.85	340.54	323.15	325.87
负债合计	11,433	10,500	10,117	10,017	9,969
少数股东权益	38.53	26.40	28.40	30.40	32.40
股本	1,174	1,761	2,078	2,078	2,078
资本公积	4,591	4,004	8,095	8,095	8,095
留存公积	5,608	6,667	8,049	9,611	11,344
归属母公司股东权益	11,670	12,583	18,222	19,784	21,517
负债和股东权益	23,142	23,108	25,541	27,004	28,189

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,988	1,752	2,203	2,656	3,054
净利润	1,516	1,292	1,234	1,563	1,735
折旧摊销	959.47	1,112	1,090	1,466	1,747
财务费用	229.08	283.45	300.00	300.00	300.00
投资损失	(144.74)	(19.04)	(50.64)	(34.40)	(37.51)
营运资金变动	(632.41)	(984.38)	(25.16)	(428.75)	(419.86)
其他经营现金	61.17	68.04	(344.73)	(210.47)	(270.04)
投资活动现金	(2,282)	(1,992)	(2,019)	(1,855)	(1,752)
资本支出	1,747	1,964	1,500	1,200	1,000
长期投资	36.78	(18.01)	(420.25)	(10.72)	(10.00)
其他投资现金	(497.78)	(46.05)	(939.23)	(665.60)	(762.49)
筹资活动现金	1,173	(1,268)	4,093	(700.00)	(700.00)
短期借款	1,700	100.00	1,000	100.00	100.00
长期借款	(733.43)	1,678	(1,500)	(500.00)	(500.00)
普通股增加	0.00	587.15	316.99	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(587.15)	4,091	0.00	0.00
其他筹资现金	206.65	(3,046)	185.22	(300.00)	(300.00)
现金净增加额	876.82	(1,508)	4,278	101.05	601.94

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,229	14,088	15,708	17,198	18,755
营业成本	8,983	9,816	11,240	12,037	13,094
营业税金及附加	443.30	481.12	534.07	584.73	637.67
营业费用	957.05	1,016	1,021	1,118	1,219
管理费用	1,060	1,078	1,241	1,341	1,444
财务费用	229.08	283.45	300.00	300.00	300.00
资产减值损失	18.91	33.54	30.13	22.28	23.67
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	144.74	19.04	50.64	34.40	37.51
营业利润	1,872	1,590	1,522	1,959	2,204
营业外收入	25.61	23.24	30.00	30.00	30.00
营业外支出	21.22	8.79	10.00	10.00	10.00
利润总额	1,877	1,604	1,542	1,979	2,224
所得税	361.15	311.64	308.45	415.61	489.32
净利润	1,516	1,292	1,234	1,563	1,735
少数股东损益	(0.15)	(2.14)	2.00	2.00	2.00
归属母公司净利润	1,516	1,295	1,232	1,561	1,733
EBITDA	3,061	2,985	2,912	3,725	4,251
EPS (元, 基本)	1.29	0.74	0.59	0.75	0.83

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	18.02	6.49	11.50	9.48	9.05
营业利润	20.51	(15.09)	(4.24)	28.70	12.51
归属母公司净利润	10.92	(14.58)	(4.85)	26.76	10.98
获利能力 (%)					
毛利率	32.10	30.32	28.44	30.01	30.19
净利率	11.46	9.19	7.84	9.08	9.24
ROE	12.99	10.29	6.76	7.89	8.05
ROIC	9.46	7.45	6.55	7.55	7.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.40	45.44	39.61	37.10	35.37
净负债比率 (%)	55.53	57.79	59.88	56.49	52.75
流动比率	0.55	0.70	0.67	0.68	0.68
速动比率	0.54	0.67	0.64	0.64	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.61	0.65	0.65	0.68
应收账款周转率	14.20	9.68	11.05	14.93	14.90
应付账款周转率	11.91	11.01	11.52	11.49	11.58
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.62	0.59	0.75	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.84	1.06	1.28	1.47
每股净资产(最新摊薄)	5.62	6.05	8.77	9.52	10.35
估值比率					
PE (倍)	20.62	24.15	25.38	20.02	18.04
PB (倍)	2.68	2.48	1.72	1.58	1.45
EV_EBITDA (倍)	11.46	11.76	12.05	9.42	8.25

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com