2016 年 06 月 06 日

胡嘉铭
james@e-capital.com.cn

目标价(元) RMB 103.00

万达院线(002739.SZ) Buy 买入

372 亿收购万达影视，打通电影全产业链

公司基本资讯

产业别	传媒
A 股价(2016/6/3)	80.30
深证成指(2016/6/3)	10344.91
股价 12 个月高/低	244.89/72.59
总发行股数(百万)	1174.29
A 股数(百万)	406.00
A 市值(亿元)	326.02
主要股东	北京万达投资有限公司(57.91%)
每股净值(元)	8.24
股价/账面净值	9.74

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	0.0	0.0	-34.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-03-31	80.30	买入

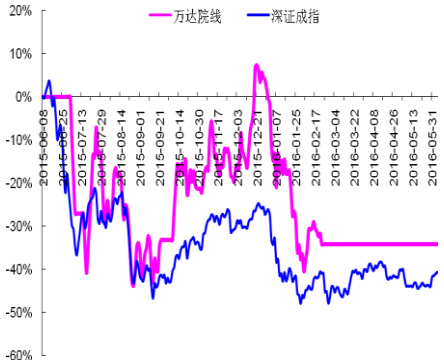
产品组合

票房	79.8%
商品销售	11.5%
影院广告	5.79%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	23.0%

股价相对大盘走势



结论与建议：

公司拟以 372 亿元的对价收购万达影视 100%股权，同时定向增发募集 80 亿元配套资金。本次收购完成后，公司业务由院线拓展至制作发行和游戏发行，建立面向国内和海外市场的“影视制作发行+院线”的超级组合。公司将围绕“会员+”战略，打通电影全产业链，构筑基于影院入口的电影生活生态圈。

预计公司 2016-2017 年实现净利润 17.79 亿元和 24.18 亿元，YOY+50%和 36%，按最新股本计算，每股 EPS 为 1.52 元和 2.06 元，股价对应 17 年 PE 为 39 倍。维持“买入”投资建议，目标价 103 元（对应 17 年 50 倍 PE）。

- **372 亿元对价收购万达影视：**公司公布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，拟以 372.04 亿元的对价向万达投资等 33 名对象购买万达影视 100%股权。同时，向不超过 10 个特定对象募集配套资金 80 亿元，用于影院建设和补充流动资金。本次发行股份的价格为 74.84 元，按发行上限计算，总股本将由现在的 11.74 亿股增至 17.78 亿股。本次收购标的万达影视先行整合了青岛影投和互爱互动的资产，整合后的万达影视主要包含三块资产：1）境内电影业务：即整合前的万达影视；2）境外影视业务：传奇影业；3）网络游戏发行业务：互动互爱。本次交易完成后，上市公司的主营业务将由院线拓展至电影制作发行和游戏发行领域，打通电影全产业链。
- **万达影视：**万达影视自 09 年成立以来，主投和参投的影片包括《寻龙诀》、《唐人街探案》、《滚蛋吧！肿瘤君》、《北京爱情故事》、《催眠大师》、《警察故事 2013》、《火锅英雄》、《夏洛特烦恼》、《煎饼侠》等，均取得较好票房表现。2015 年万达影业投资影片的累计票房 61.5 亿元，占国产片票房的份额约为 23%，位居民营电影制作公司第一。五洲发行是由万达影视、大地时代发行、广州金逸和横店院线四家于 14 年底合资成立的电影发行公司，万达影视持股 44.5%，四家业内巨头的整合汇聚成巨大的资源优势，15 年快速跃居民营发行公司榜首，市场份额达到 25%。备考资料显示，整合前的万达影视 14、15 年营收分别为 3.82 亿元和 5.69 亿元，净利润分别为 0.61 亿元和 1.30 亿元。未来三年承诺净利润为 12 亿元。
- **传奇影业：**传奇影业是美国知名的独立制片商，拥有多年的好莱坞电影投资和制作经验，曾制作了《蝙蝠侠》系列、《超人》系列、《宿醉》系列、《哥斯拉》、《环太平洋》等经典影片，打造了多项知名 IP。稍早前万达集团完成对传奇影业的全资收购，并将其整合至万达影视旗下。传奇影业 14、15 年实现营收 26.35 亿元和 30.23 亿元，由于管理层加速行权，资产减值及广告宣发成本偏高等因素，近两年净利润分别亏损 22.43 亿元和 36.28 亿元。目前管理层期权已全部行使完毕，不会对未来业绩产生负面影响。公司经营策略的调整也使得未来资产减值和广告宣发等因素不会对业绩产生重大负面影响。传奇影业 16 年主打影片为《魔兽》和《长城》，其中《魔兽》将于 6 月 8 日上映，目前零点场预售票房已突破 2700 万，累计预售票房破亿。鉴于暴雪同名经典游戏在全球的巨大影响力，以及国内众多的玩家群体，电影票房表现值得期待。传奇影业承诺 16-18 年净利润将达到 31 亿元。
- **互爱互动：**互爱互动主要业务为事游戏发行，拥有以 APPLE 和腾讯为核心的全平台覆盖和全渠道发行能力，具有丰富的游戏发行经验和资源，主要游戏产品有《胡莱三国》、《斩仙》《焚天》等页游，以及《全民斩仙》、《新神曲》等移动游戏。14、15 年互爱互动的营收和净利分别为 4.26 亿元、3.34 亿元和 1.39 亿元和 1.42 亿元。互爱互动未来三年的业绩承诺为 7.98 亿元。
- **业绩承诺：**备考资料显示，万达影视 14、15 年的营收分别为 32.23 亿元、30.57 亿元，净利分别为-26.91 亿元和-39.70 亿元。业绩大幅亏损主要是旗下传奇影业因管理层行权导致亏损。万达影视承诺 16-18 年累计净利润不低于 50.98 亿元，如未能完成业绩承诺，万达投资将予以补偿。完成交易后，公司业务覆盖中美两大全球最大电影市场，年均新增净利润约 17 亿元，按发行后股本 17.78 亿股全面摊薄计算，不会稀释每股 EPS。
- **盈利预测：**我们暂时维持之前的预测，预计公司 2016-2017 年实现净利润 17.79 亿元和 24.18 亿元，YOY+50%和 36%，按最新股本计算，每股 EPS 为 1.52 元和 2.06 元，股价对应 17 年 PE 为 39 倍。

.....接续下页

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	603	801	1186	1779	2418
同比增减	%	55.18%	32.93%	48.02%	50.03%	35.93%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.205	1.430	1.010	1.515	2.059
同比增减	%	55.18%	18.69%	-29.41%	50.03%	35.93%
A 股市盈率(P/E)	X	66.64	56.14	79.54	53.02	39.00
股利(DPS)	RMB 元	0.00	0.80	0.20	0.50	0.50
股息率(Yield)	%	0.00%	1.00%	0.25%	0.62%	0.62%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	4023	5339	8001	11595	15603
经营成本	1366	3509	5236	7549	10127
销售费用	1459	286	377	522	671
管理费用	257	338	525	742	983
财务费用	-5	-15	60	70	86
投资收益	0	0	4	4	5
营业利润	683	937	1447	2192	3035
营业外收入	122	141	129	175	175
利润总额	789	1057	1561	2345	3188
所得税	184	255	373	563	765
少数股东损益	2	2	2	4	5
归属于母公司所有者的净利润	603	801	1186	1779	2418

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	1175	1746	4312	4726	5545
应收帐款	27	86	384	499	648
存货	32	39	82	98	118
流动资产合计	1339	1978	4962	5523	6562
固定资产	1063	1225	1624	1949	2339
非流动资产合计	2113	2595	10497	12596	15115
资产总计	3452	4574	15459	18119	21677
流动负债合计	1240	1561	2525	3156	3946
长期负债合计	10	9	3818	3627	3446
负债合计	1249	1570	6343	6784	7391
股本	500	500	1174	1174	1174
少数股东权益	6	5	6	9	9
股东权益合计	2203	3003	9115	11335	14285
负债和股东权益总计	3452	4574	15459	18119	21677

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	1019	1261	2089	3029	4089
投资活动产生的现金流量净额	-537	-688	-3486	-2614	-3268
筹资活动产生的现金流量净额	-2	-2	3943	-2	-2
现金及现金等价物净增加额	480	571	2567	413	820

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。