

2018年08月29日

万达电影 (002739.SZ)

动态分析

收入稳步增长，“平台+内容”协同可期

投资要点

事件：8月28日晚，公司披露2018年半年度报告，报告期内公司实现营业收入73.67亿元，同比增长11.38%，归母净利润9.0亿元，同比增长1.46%，扣非后的归母净利润8.49亿元，同比增长1.97%；经营性现金流量净额11.02亿元，同比增长24.24%。公司预计2018年1-9月归母净利润12.64亿元-15.17亿元，同比变动幅度为0%-20%。

◆ **收入稳步增长，费用率抬升拉低利润：**分季度看，公司2018Q2实现收入31.17亿元，同比减少5.05%，环比下滑26.64%，归母净利润3.60亿元，同比减少13%，环比下滑33.48%，主要由于4-6月优质影片供给较少，另外，2018Q2公司期间费用率有所抬升，管理费用率同比提高1.78个百分点，财务费用率同比提高0.27个百分点，这也是公司上半年净利润增速低于营收增速的主要原因。**分板块看，**2018H1公司实现票房收入48.36亿元（+14.30%），占总营收的65.65%，毛利率14.46%，较上年同期降低1.57个百分点；广告收入12.56亿元（+15.61%），占总营收的17.04%，毛利率68.30%，同比提高4.77个百分点；商品销售收入9.98亿元（+16.46%），占总营收的13.54%，毛利率60.80%，同比提高1.91个百分点，非票收入盈利向好。

◆ **影院项目储备充足，市占率持续保持全国第一：**2018年上半年全国电影市场票房320亿元（剔除服务费后为299.4亿元），同比增长17.82%，观影人次9.01亿，同比增长15.34%；截至2018年6月30日，全国银幕总量55,623块，较2017年末增长9.5%。报告期内，公司实现票房50.15亿元（+15.8%），观影人次1.19亿（+18.3%），其中国内票房41.75亿元（市占率14%），观影人次1.07亿。截至2018年6月30日，公司拥有已开业直营影院552家，4,862块银幕，其中国内影城497家，4,409块银幕（市占率7.9%）；境外影院55家，463块银幕。报告期内国内新增影城34家，截止报告期末已累计签约发展项目超140个，储备充足。

◆ **置入优质影视制作资产，“平台+内容”协同可期：**公司拟向万达投资等21名交易对方以支付现金及发行股份方式购买其持有的万达影视96.83%股权，交易对价116.19亿元。万达影视主营电影、电视剧的投资、制作和发行，以及网络游戏发行和运营，其中电视剧业务主要由其控股子公司新媒诚品运营，网络游戏业务主要与其全资子公司互爱互动运营。电影方面，万达影视制作团队具备稳定出色的电影制作能力和投拍能力，主投《唐人街探案》系列、《寻龙诀》、《记忆大师》、《催眠大师》等，参投《神奇女侠》、《熊出没·变形记》、《心理罪》、《解忧杂货店》等电影，发行影片影响力大，2017年所投影片票房总计158.44亿元，约占国内总票房的28.34%；电视剧方面，万达影视主投《贤妻》、《谁是真英雄》、《绝地枪王》等，参投《马上天下》、《老公们的私房钱》等剧；游戏发行方面，互爱互动已发行多款页游和移动网络游戏产品。通过本次交易，公司由下游院线切入中游制作，将建成集院线终端、传媒营销、影视IP、线上业务、影游互动为一体的五大业务平台，向国内领先的泛娱乐平台型公司更进一步。

传媒 | 电影动画 III

投资评级

增持-A(维持)

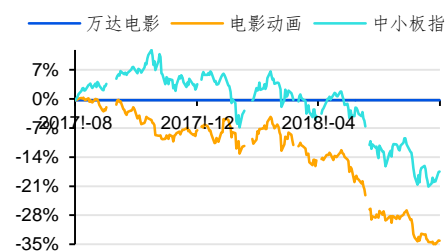
股价(2018-08-28)

34.56元

交易数据

总市值(百万元)	60,875.45
流通市值(百万元)	59,107.41
总股本(百万股)	1,761.44
流通股本(百万股)	1,710.28
12个月价格区间	34.56/52.04元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.89	16.53	17.48
绝对收益	0.0	0.0	0.0

分析师

付宇婕
 SAC 执业证书编号: S0910517090002
 fuyudi@huajinsc.cn
 021-20377039

分析师

宋怡萱
 SAC 执业证书编号: S0910518070002
 songyixuan@huajinsc.cn
 021-20377051

相关报告

万达电影：置入优质影视制作资产，“平台+内容”协同可期 2018-06-26

◆ **投资建议：**不考虑资产重组的情形下，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润依次为 17.16 亿元、21.20 亿元和 23.92 亿元，EPS 依次为 0.98 元、1.21 元、1.37 元，对应停牌前的股价（除权除息后）PE 依次为 35 倍、29 倍、25 倍，维持公司增持-A 评级。

◆ **风险提示：**整合风险、商誉减值风险、电影及电视剧拍摄进度不达预期的风险、游戏发行不达预期的风险、政策风险

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	11,209.3	13,229.4	15,609.8	18,165.5	20,066.1
同比增长(%)	40.1%	18.0%	18.0%	16.4%	10.5%
营业利润(百万元)	1,553.6	1,871.8	2,104.9	2,616.6	2,979.0
同比增长(%)	7.3%	20.5%	12.5%	24.3%	13.9%
净利润(百万元)	1,366.4	1,515.7	1,726.3	2,139.0	2,412.5
同比增长(%)	15.2%	10.9%	13.9%	23.9%	12.8%
每股收益(元)	0.78	0.86	0.98	1.21	1.37
PE	44.6	40.2	35.3	28.5	25.2
PB	5.9	5.2	4.6	4.0	3.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、票房收入稳健增长，广告业务盈利向好	4
二、影院项目储备充足，市占率持续保持全国第一	5
三、置入优质影视制作资产，“平台+内容”协同可期	6
四、投资建议	6
五、风险提示	6

图表目录

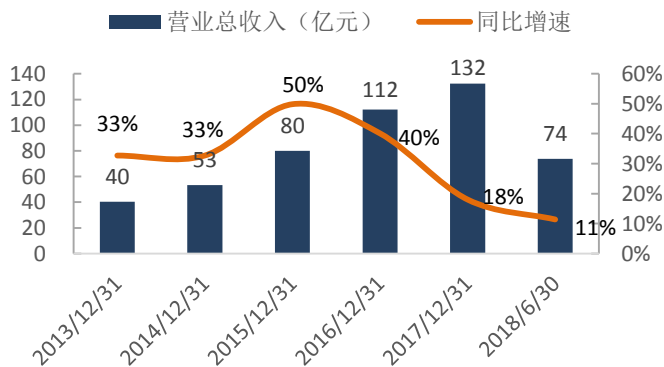
图 1：公司营业收入增长情况	4
图 2：公司归母净利润增长情况	4
图 3：公司单季度营业收入增长情况	4
图 4：公司单季度归母净利润增长情况	4
图 5：公司期间费用率变动情况	5
图 6：公司盈利水平变动情况	5
图 7：2018 年上半年公司业务构成情况	5

8月28日晚，公司披露2018年半年度报告，报告期内公司实现营业收入73.67亿元，同比增长11.38%，归母净利润9.0亿元，同比增长1.46%，扣非后的归母净利润8.49亿元，同比增长1.97%；经营性现金净流量11.02亿元，同比增长24.24%。公司预计2018年1-9月归母净利润12.64亿元-15.17亿元，同比变动幅度为0%-20%。

一、收入稳步增长，费用率抬升拉低利润

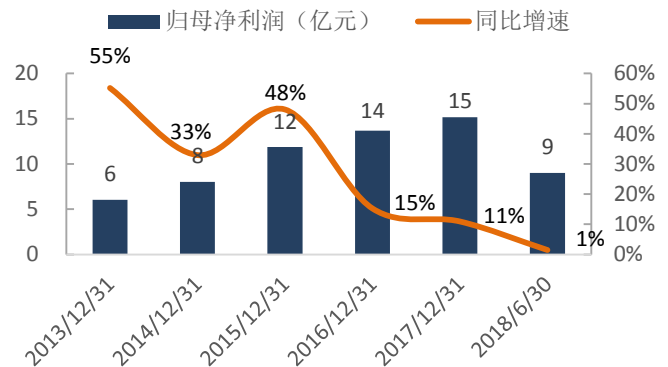
分季度看，公司2018Q2实现收入31.17亿元，同比减少5.05%，环比下滑26.64%，归母净利润3.60亿元，同比减少13%，环比下滑33.48%，主要由于4-6月优质影片供给较少，另外，2018Q2公司期间费用率有所抬升，管理费用率同比提高1.78个百分点，财务费用率同比提高0.27个百分点，这也是公司上半年净利润增速低于营收增速的主要原因。

图 1：公司营业收入增长情况



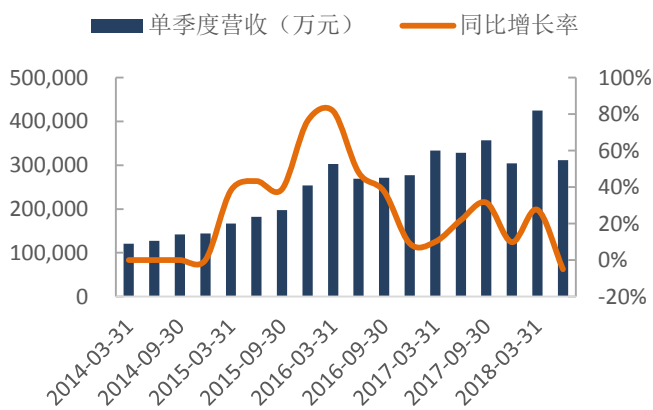
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润增长情况



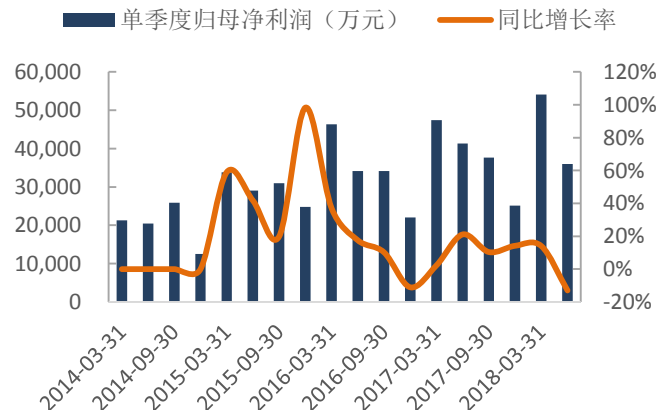
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司单季度营业收入增长情况



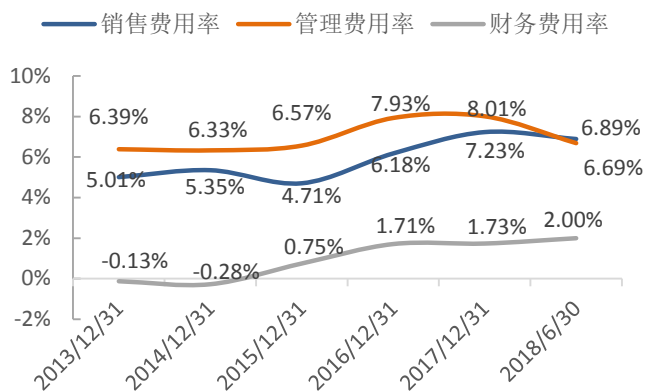
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司单季度归母净利润增长情况



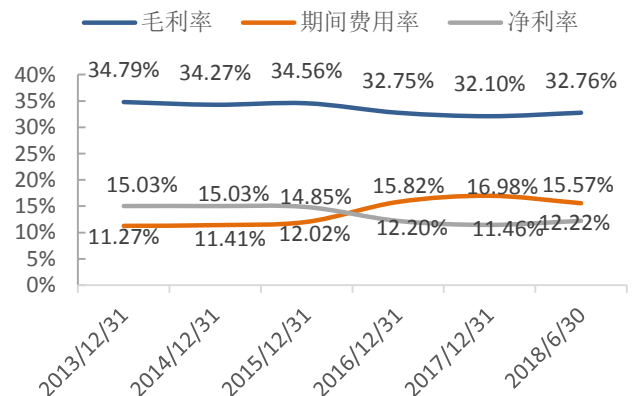
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5: 公司期间费用率变动情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

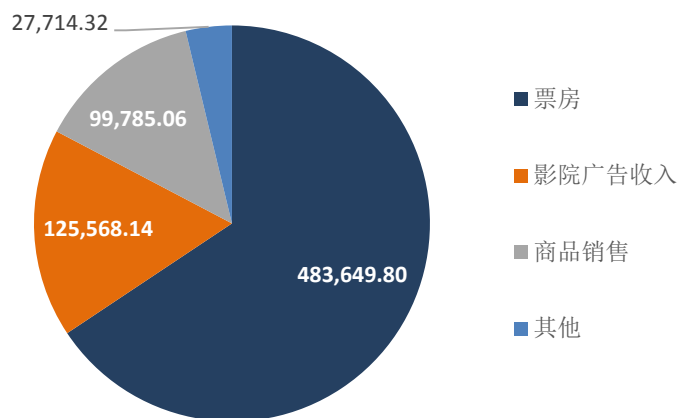
图 6: 公司盈利水平变动情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分板块看, 2018H1 公司实现票房收入 48.36 亿元 (+14.30%), 占总营收的 65.65%, 毛利率率 14.46%, 较上年同期降低 1.57 个百分点; 广告收入 12.56 亿元 (+15.61%), 占总营收的 17.04%, 毛利率率 68.30%, 同比提高 4.77 个百分点; 商品销售收入 9.98 亿元 (+16.46%), 占总营收的 13.54%, 毛利率率 60.80%, 同比提高 1.91 个百分点。

图 7: 2018 年上半年公司业务构成情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、影院项目储备充足, 市占率持续保持全国第一

2018 年上半年全国电影市场票房 320 亿元(剔除服务费后为 299.4 亿元), 同比增长 17.82%, 观影人次 9.01 亿, 同比增长 15.34%; 截至 2018 年 6 月 30 日, 全国银幕总量 55,623 块, 较 2017 年末增长 9.5%。报告期内, 公司实现票房 50.15 亿元(+15.8%), 观影人次 1.19 亿(+18.3%), 其中国内票房 41.75 亿元(市占率 14%), 观影人次 1.07 亿。截至 2018 年 6 月 30 日, 公司拥有已开业直营影院 552 家, 4,862 块银幕, 其中国内影城 497 家, 4,409 块银幕(市占率 7.9%); 境外影院 55 家, 463 块银幕。报告期内国内新增影城 34 家, 截止报告期末已累计签约发展项目超 140 个, 储备充足。

三、置入优质影视制作资产，“平台+内容”协同可期

公司拟向万达投资等 21 名交易对方以支付现金及发行股份方式购买其持有的万达影视 96.83% 股权，交易对价 116.19 亿元。万达影视主营电影、电视剧的投资、制作和发行，以及网络游戏发行和运营，其中电视剧业务主要由其控股子公司新媒诚品运营，网络游戏业务主要由其全资子公司互爱互动运营。电影方面，万达影视制作团队具备稳定出色的电影制作能力和投拍能力，主投《唐人街探案》系列、《寻龙诀》、《记忆大师》、《催眠大师》等，参投《神奇女侠》、《熊出没·变形记》、《心理罪》、《解忧杂货店》等电影，发行影片影响力大，2017 年所投影片票房总计 158.44 亿元，约占国内总票房的 28.34%；电视剧方面，万达影视主投《贤妻》、《谁是真英雄》、《绝地枪王》等，参投《马上天下》、《老公们的私房钱》等剧；游戏发行方面，互爱互动已发行多款页游和移动网络游戏产品。通过本次交易，公司由下游院线切入中游制作，将建成集院线终端、传媒营销、影视 IP、线上业务、影游互动为一体的五大业务平台，向国内领先的泛娱乐平台型公司更进一步。

四、投资建议

不考虑资产重组的情形下，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润依次为 17.16 亿元、21.20 亿元和 23.92 亿元，EPS 依次为 0.98 元、1.21 元、1.37 元，对应停牌前的股价（除权除息后）PE 依次为 23 倍、19 倍、17 倍，维持公司增持-A 评级。

五、风险提示

整合风险、商誉减值风险、电影及电视剧拍摄进度不达预期的风险、游戏发行不达预期的风险、政策风险

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	11,209.3	13,229.4	15,609.8	18,165.5	20,066.1	年增长率					
减:营业成本	7,537.9	8,983.4	10,515.6	12,262.8	13,502.9	营业收入增长率	40.1%	18.0%	18.0%	16.4%	10.5%
营业税费	389.3	443.3	581.7	638.8	708.6	营业利润增长率	7.3%	20.5%	12.5%	24.3%	13.9%
销售费用	692.7	957.1	1,099.0	1,093.2	1,196.8	净利润增长率	15.2%	10.9%	13.9%	23.9%	12.8%
管理费用	889.2	1,060.2	1,171.4	1,419.9	1,560.8	EBITDA 增长率	19.2%	12.8%	18.6%	22.0%	13.0%
财务费用	191.4	229.1	191.7	209.2	203.1	EBIT 增长率	15.8%	9.5%	20.2%	23.0%	12.6%
资产减值损失	-8.0	18.9	7.5	6.1	10.9	NOPLAT 增长率	15.3%	28.3%	5.0%	23.8%	13.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	36.9%	45.3%	23.0%	14.2%	15.6%
投资和汇兑收益	36.7	144.7	61.9	81.1	95.9	净资产增长率	14.0%	12.7%	14.0%	13.4%	13.4%
营业利润	1,553.6	1,871.8	2,104.9	2,616.6	2,979.0	盈利能力					
加:营业外净收支	251.4	4.8	123.4	126.5	84.9	毛利率	32.8%	32.1%	32.6%	32.5%	32.7%
利润总额	1,805.0	1,876.7	2,228.3	2,743.1	3,064.0	营业利润率	13.9%	14.1%	13.5%	14.4%	14.8%
减:所得税	437.1	361.1	500.5	602.7	650.3	净利润率	12.2%	11.5%	11.1%	11.8%	12.0%
净利润	1,366.4	1,515.7	1,726.3	2,139.0	2,412.5	EBITDA/营业收入	18.7%	17.8%	17.9%	18.8%	19.2%
						EBIT/营业收入	15.6%	14.4%	14.7%	15.6%	15.9%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	45.6%	49.4%	44.1%	42.4%	39.6%
货币资金	2,474.3	2,851.1	1,248.8	1,453.2	1,605.3	负债权益比	83.7%	97.6%	78.9%	73.7%	65.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.70	0.55	0.41	0.44	0.48
应收帐款	910.8	1,411.2	1,857.8	2,232.4	2,517.2	速动比率	0.67	0.54	0.39	0.42	0.46
应收票据	10.6	10.4	2.8	17.6	6.1	利息保障倍数	9.12	8.34	11.98	13.51	15.67
预付帐款	194.1	257.1	299.8	270.9	403.0	营运能力					
存货	158.9	171.6	150.7	255.6	197.1	固定资产周转天数	60	64	60	51	44
其他流动资产	84.4	321.6	138.4	181.5	213.8	流动营业资本周转天数	-86	-84	-54	-39	-30
可供出售金融资产	371.8	480.4	408.0	420.1	436.2	流动资产周转天数	141	120	101	80	84
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	22	32	38	41	43
长期股权投资	15.7	17.8	20.6	23.0	25.6	存货周转天数	4	4	4	4	4
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	555	575	542	497	491
固定资产	2,142.1	2,581.2	2,598.2	2,513.2	2,354.4	投资资本周转天数	201	241	270	274	285
在建工程	145.2	113.5	127.9	117.6	119.7	费用率					
无形资产	729.6	897.1	980.1	1,082.3	1,167.7	销售费用率	6.2%	7.2%	7.0%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	11,854.4	14,029.2	16,054.6	17,745.7	19,370.3	管理费用率	7.9%	8.0%	7.5%	7.8%	7.8%
资产总额	19,091.8	23,142.1	23,887.6	26,313.1	28,416.4	财务费用率	1.7%	1.7%	1.2%	1.2%	1.0%
短期债务	500.0	2,200.0	3,809.5	4,136.5	4,431.0	三费/营业收入	15.8%	17.0%	15.8%	15.0%	14.8%
应付帐款	3,466.7	3,192.2	3,049.9	3,288.4	3,170.8	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	13.2%	13.0%	13.0%	14.2%	14.1%
其他流动负债	1,511.5	3,667.6	2,174.1	2,569.6	2,798.0	ROA	7.2%	6.5%	7.2%	8.1%	8.5%
长期借款	2,813.4	2,080.0	1,119.7	810.9	494.5	ROIC	25.0%	23.5%	17.0%	17.1%	17.0%
其他非流动负债	408.3	293.4	382.4	361.4	345.7	分红指标					
负债总额	8,699.9	11,433.1	10,535.8	11,166.7	11,240.0	DPS(元)	0.13	0.13	0.17	0.20	0.23
少数股东权益	5.1	38.5	40.1	41.5	42.6	分红比率	17.2%	15.5%	17.5%	16.7%	16.6%
股本	1,174.3	1,174.3	1,761.4	1,761.4	1,761.4	股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%
留存收益	8,945.9	10,198.4	11,550.2	13,343.6	15,372.3						
股东权益	10,391.9	11,709.0	13,351.8	15,146.5	17,176.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.78	0.86	0.98	1.21	1.37
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	BVPS(元)	5.90	6.63	7.56	8.58	9.73
净利润	1,367.9	1,515.5	1,726.3	2,139.0	2,412.5	PE(X)	44.6	40.2	35.3	28.5	25.2
加:折旧和摊销	739.4	959.5	501.4	588.5	676.9	PB(X)	5.9	5.2	4.6	4.0	3.6
资产减值准备	-8.0	18.9	-	-	-	P/FCF	-100.8	51.2	-44.3	109.8	161.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	5.4	4.6	3.9	3.4	3.0
财务费用	213.4	240.1	191.7	209.2	203.1	EV/EBITDA	17.9	16.7	21.6	17.7	15.8
投资损失	-36.7	-144.7	-61.9	-81.1	-95.9	CAGR(%)	16.1%	16.8%	13.3%	16.1%	16.8%
少数股东损益	1.4	-0.2	1.6	1.3	1.2	PEG	2.8	2.4	2.7	1.8	1.5
营运资金的变动	-553.0	-650.5	-709.6	-117.3	-403.5	ROIC/WACC	2.5	2.4	1.7	1.7	1.7
经营活动产生现金流量	1,927.5	1,988.1	1,649.4	2,739.7	2,794.2						
投资活动产生现金流量	-3,695.9	-2,281.5	-2,291.5	-2,226.3	-2,325.8						
融资活动产生现金流量	-599.1	1,173.2	-960.3	-308.9	-316.3						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

付宇娣、宋怡萱声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com