



万达电影(002739.SZ)

【联讯传媒公司深度】万达电影 (002739.SZ , 买入) 中国院线市场份额领导者

2018年11月29日

投资要点

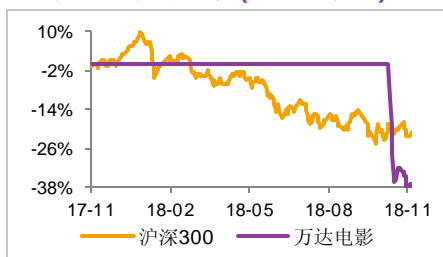
买入(维持)

当前价: 21.94 元
目标价: 23.70 元

分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001
电话: 021-51782239
邮箱: chenjingxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	13229.3	14684.6	16608.3	18950.0
(+/-)	18.02%	11.00%	13.10%	14.10%
归母净利润	1399.0	1401.2	1609.2	1850.9
(+/-)	2.39%	0.16%	14.84%	15.02%
EPS(元)	0.79	0.79	0.91	1.05
P/E	28.78	28.74	25.02	21.76

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯传媒公司深度】万达电影 (002739.SZ, 买入) ——中国电影生态圈构建中》2017-05-31

《【联讯传媒】万达电影 (002739.SZ, 买入) 中报点评: 院线龙头地位稳固, 业绩保持稳定增长》2017-08-30

◇ 中国院线行业的龙头

根据公司披露的公告, 公司1H2018实现票房50.15亿元, 同比增长15.8%, 观影人次1.19亿, 同比增长18.3%, 取得13.57%的市占率, 公司票房、观影人次、市场占有率等指标继续保持全国领先地位。截止到2018年10月, 万达电影在国内拥有直营影院573家, 502块银幕, 计划将来以每年80-100家的速度扩建, 同时公司引进阿里巴巴和文投控股作为公司战略投资者, 在电影发行、影片投资、在线票务平台、广告、衍生品推广销售、院线加盟、影院设备管理运维等方面开展全面合作, 显示出公司有能力在上电影产业继续领跑。

◇ 拟收购万达影视, 丰富产业内容, 打通产业上下游

2018年6月公司发布公告, 再次拟收购万达影视。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业务, 若此次重大资产重组顺利完成, 万达电影将成为以院线为基石, 电影、电视剧、游戏三大板块共同发展的全产业链影视娱乐上市公司, 同时万达院线将利用强大客流优势为其他业务提供更多的变现方式。

◇ 行业或将重新洗牌, 龙头院线将率先受益

2018年上半年中国电影市场票房增速为17.82%, 市场进入平稳增长期, 一些中小影院将加速出清, 院线集中度会进一步提升, 万达作为行业的龙头将会率先受益。

◇ 盈利预测及投资评级

我们预计公司2018-2020年营收分别为146.8亿元/166.1亿元/189.5亿元, 分别同比增长11.00%/13.10%/14.10%; 归母净利润分别为14.01亿元/16.09亿元/18.50亿元, 分别同比增长0.16%/14.84%/15.02%, 维持买入评级。

◇ 风险提示

电影市场增速下滑; 宏观经济下行影响; 本次重组尚未过会。



目录

投资案件	4
投资评级与估值	4
关键假设点	4
有别于大众的认识	4
股价表现催化剂	4
风险提示	4
一、行业分析：中国电影市场规模达到 761 亿，已位居世界第二	5
（一）预估中国电影行业市场规模 2017 至 2022 年的复合增长率为 20.7%	5
（二）中国 TOP3、TOP10 院线集中度约为 30%、67%，仍有提升空间	5
（三）院线兴起并购潮，巨头争取全产业链	7
二、公司概况：影院经营引流，非票收入变现流量	9
（一）公司大事回顾：内部自建影城扩大市场份额优势，外部并购丰富产业内容	9
（二）股权结构：股权集中于万达集团	10
（三）票房业务增速放缓，非票业务占比提升，收入结构趋于成熟	11
（四）非票收入占比高，拉高综合毛利率	12
三、公司未来前景：拟收购万达影视，丰富产业链内容端	14
四、盈利预测与投资评级	15
（一）分部营收与毛利率预测	15
（二）可比公司估值及投资评级	16
六、风险提示	16

图表目录

图表 1： 2012-2017 年中国电影票房收入及增速	5
图表 2： 2011-2017 年中国观影人次及增速	5
图表 3： 2011-2017 年中国银幕数及增速	5
图表 4： 2017 年中国 TOP10 院线集中度	6
图表 5： 2017 年中国 CR3 及 CR10 集中度	6
图表 6： 2017 年北美院线票房收入分布	7
图表 7： 2011-2017 年北美三大院线集中度	7
图表 8： 2012-2017 年中国 TOP3 院线与北美 TOP3 院线集中度对比	7
图表 9： 电影行业产业链	8
图表 10： 近三年院线重大并购	8
图表 11： 公司重大并购事件	9
图表 12： 万达前十大股东	10
图表 13： 万达主要管理层	10
图表 14： 2012-2019 年营业收入、增速及预测	11
图表 15： 2011-2017 年各类收入占比	11



图表 16: 2015-2018 年净利率及毛利率.....12

图表 17: 2013-2017 年各类业务毛利率.....12

图表 18: 2017 年中国 TOP10 院线票房收入 (万元)13

图表 19: 2017 年中国 TOP10 院线观影人次 (万次)13

图表 20: 2017 年中国 TOP10 院线银幕数 (块)13

图表 21: 2017 年中国 TOP10 院线单银幕产出 (万元)13

图表 22: 2012-2017 年万达非票收入及占比.....13

图表 23: 2011-2017 年万达衍生品收入及增速14

图表 24: 万达电影三大板块业务布局15

图表 25: 万达电影拟注入资产业绩承诺及备考净利润.....16

图表 26: 院线可比公司估值表.....16

附录: 公司财务预测表 (百万元)17



投资案件

投资评级与估值

考虑今年万达电影与万达影视重组的影响，我们预计公司 2018-2020 年营收分别为 146.8 亿元/166.1 亿元/189.5 亿元，分别同比增长 11.00%/13.10%/14.10%；归母净利润分别为 14.01 亿元/16.09 亿元/18.51 亿元，分别同比增长 0.16%/14.84%/15.02%。

公司目前有电影票务、广告、衍生品销售三大业务。考虑院线资产龙头地位及可比公司估值，综合给予院线业务 19 年 25x 估值；交易完成后，万达电影将与万达影视所积累的 IP 资源和集电视剧、电影、游戏于一体的业务资源形成良性互动关系，维持「买入」评级。

关键假设点

目前，公司主营业务收入主要来源于电影票务、广告、衍生品销售业务三大块。

1、电影业务：电影票务的收入是公司主营收入主要贡献源。我们假设：（1）影院数量：公司接下来将继续维持 80-100 家的影院扩张速度。预计公司 2018-2020 年影院数量将增加至 596、681、766 家；（2）银幕数量：2018-2020 年银幕数量将达分别为 5288、6042、6792 块。

2、衍生品业务：万达电影将着重打造时光网作为衍生品平台，并有望从 18 年开始发力开始快速增长，将支持商品销售业务增长，我们假设万达 2018-2020 年商品销售收入分别为 21.29 亿元/25.57 亿元/30.92 亿元。预计 2018-2020 年商品销售业务毛利率将较为稳定。

3、广告业务：2018 年上半年万达广告收入同比增长 15.6%，由于 18Q3-Q4 票房增长有限，且考虑宏观经济对广告投放冲击，我们认为广告下半年增速将低于上半年；考虑耀莱等银幕加盟，以及万达传媒在其他非自有银幕及其他业务扩张，假设万达 2018-2020 年广告业务收入分别为 25.88 亿元/30.74 亿元/35.39 亿元，影院广告业务毛利率水平会一直维持在较高水平。

有别于大众的认识

核心壁垒：万达商业地产的经营能力，强大的股东资金实力。

股价表现催化剂

电影分部：收购万达影视后，公司电影业务将扩展至电影的投资、制作和发行，构成电影的全产业链；电影行业集中度进一步加强。

衍生品业务：拥有大量优质 IP；中国版权保护意识进一步加强。

风险提示

电影市场增速下滑；宏观经济下行影响；本次重组尚未过会。

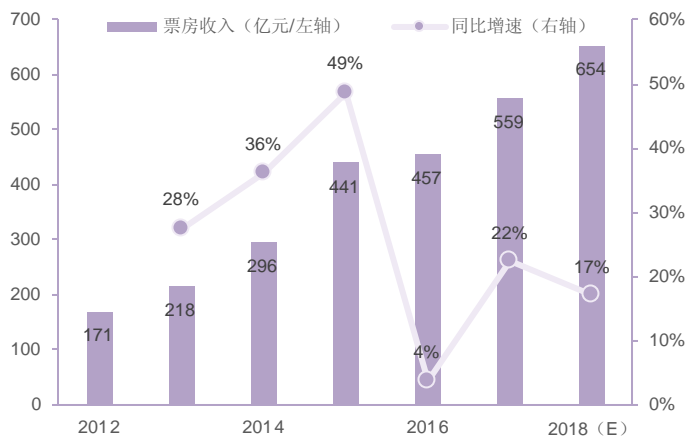


一、行业分析：中国电影市场规模达到 761 亿，已位居世界第二

(一) 预估中国电影行业市场规模 2017 至 2022 年的复合增长率为 20.7%

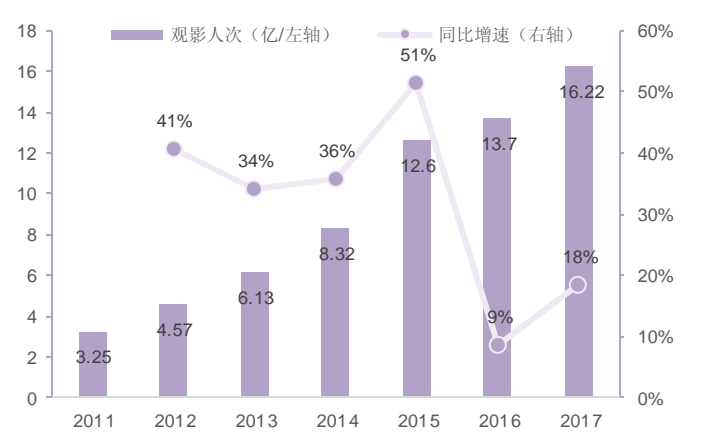
截止 2017 年 12 月 31 日，全国合计实现票房 559 亿元，按 2016 年可比口径同比增长 22%，2012~2017 年票房复合增速 25.1%。2017 年实现观影人次 16.2 亿人次，较 2016 年 13.7 亿人次同比增长 18%，2012~2017 年观影人次复合增速 28.3%。根据艾瑞咨询报告，预估中国电影行业市场规模 2017 至 2022 年的复合增长率为 20.7%，至 2022 年的人民币 1,945 亿元。按票房计，中国将于 2019 年超越美国成为全球最大的电影市场。

图表1： 2012-2017 年中国电影票房收入及增速



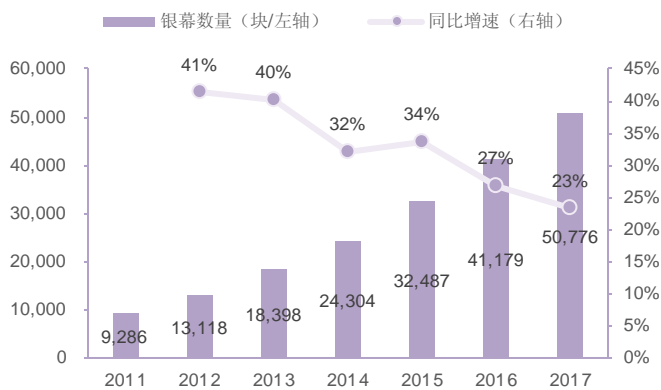
资料来源：艺恩网、联讯证券研究院

图表2： 2011-2017 年中国观影人次及增速



资料来源：艺恩网、联讯证券研究院

图表3： 2011-2017 年中国银幕数及增速



资料来源：中国产业信息网、联讯证券研究院

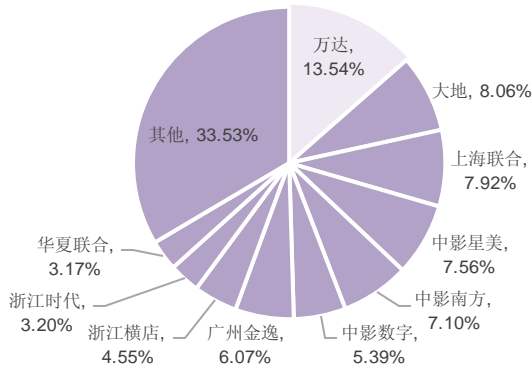
(二) 中国 TOP3、TOP10 院线集中度约为 30%、67% 仍有提升空间

目前中国前十大院线控制市场份额的 67%左右，但是 CR4 或者 CR3 的份额只有 37%和 29%，市场处于充分竞争状态，万达院线占据市场第一，是



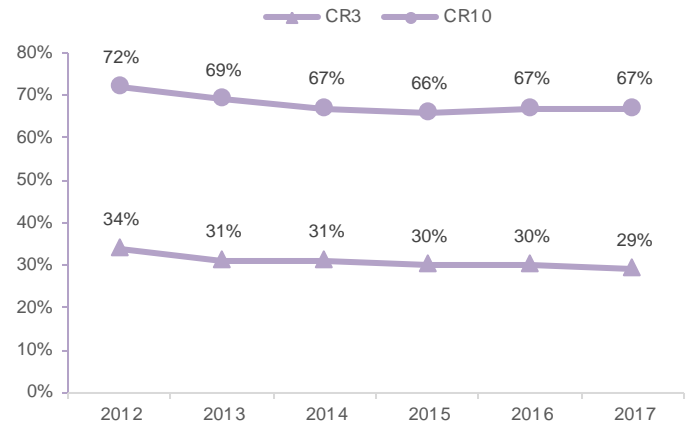
份额为 13.4%，与第二和第三位差别有限。

图表4： 2017 年中国 TOP10 院线集中度



资料来源：猫眼电影、联讯证券研究院

图表5： 2017 年中国 CR3 及 CR10 集中度

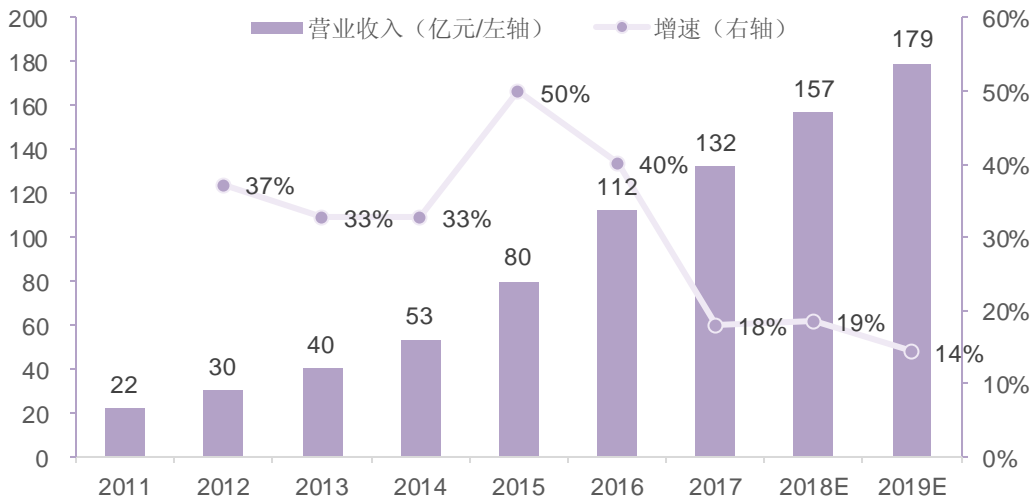


资料来源：猫眼电影、联讯证券研究院

1. 北美三大院线垄断半壁江山，呈现寡头垄断局面

北美院线市场目前的格局是“三大院线+若干小院线”的寡头垄断阶段，市场前三大院线分别是 Regal、AMC、Cinemark,从票房收入口径统计，三大院线 2017

图表6： 2012-2019 年营业收入、增速及预测



资料来源：公司公告、联讯证券研究院

图表7： 2011-2017 年各类收入占比

资料来源：公司公告、联讯证券研究院

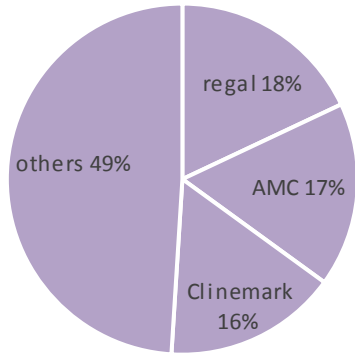
图表8： 2011-2017 年各类收入占比



资料来源：公司公告、联讯证券研究院

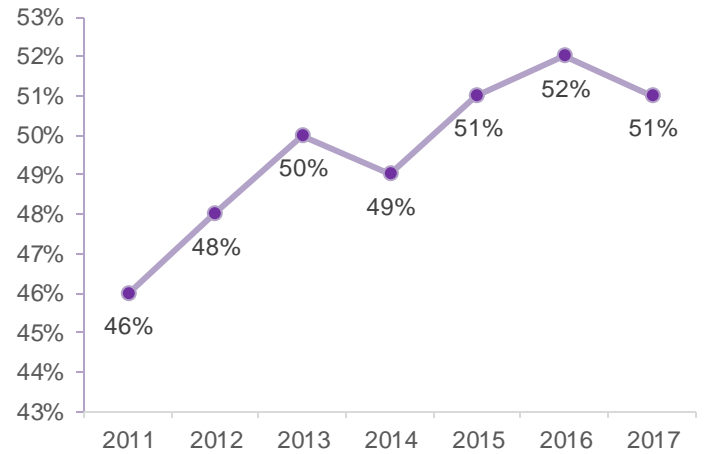
年合计占有票房市场的 51%。

图表9： 2017 年北美院线票房收入分布



资料来源：中国产业信息网、联讯证券研究院

图表10： 2011-2017 年北美三大院线集中度

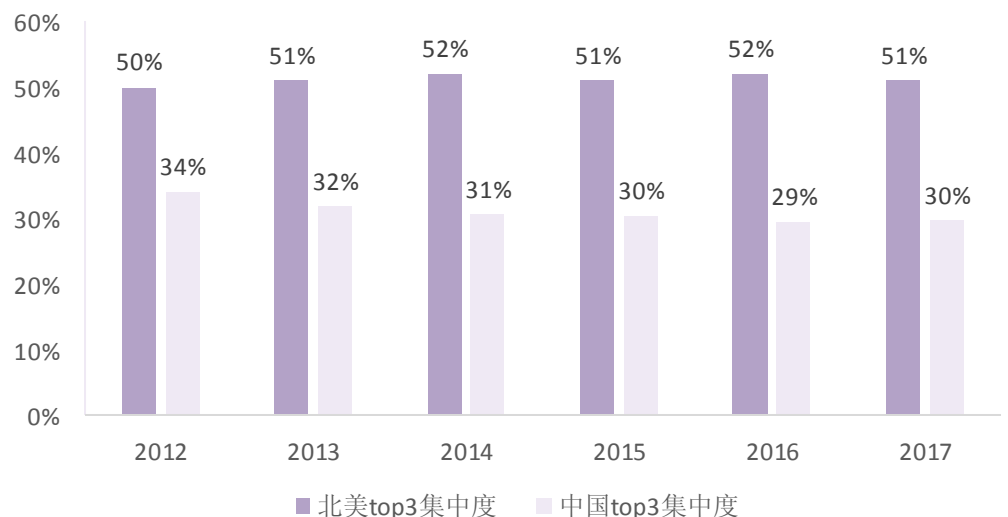


资料来源：中国产业信息网、联讯证券研究院

2. 中国、北美集中度对比

中国的 top3 集中度徘徊在 30%左右，而成熟的北美市场 top3 所占的市场份额大概在 50%左右，中国距成熟的北美市场仍然有较大的差距。

图表11： 2012-2017 年中国 TOP3 院线与北美 TOP3 院线集中度对比



资料来源：猫眼专业版、中国产业信息网、联讯证券研究院

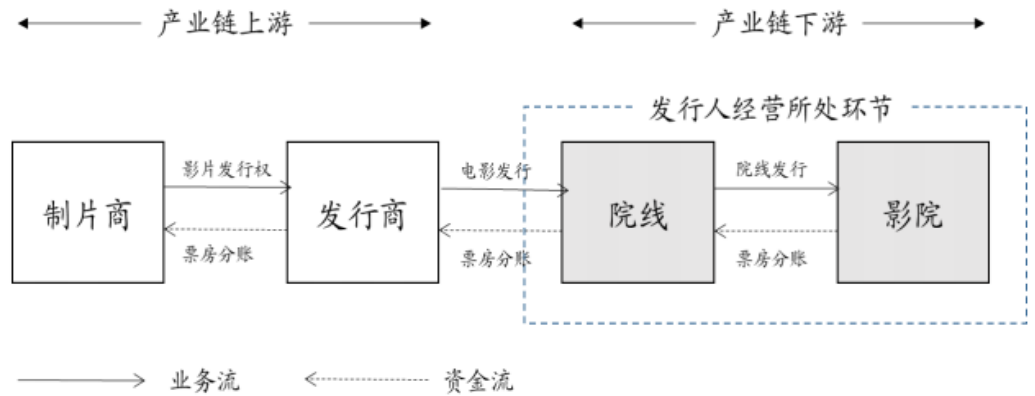
(三) 院线兴起并购潮，巨头争取全产业链

电影产业链的核心环节主要包括电影的投资、制作、发行、放映（院线、影院）。



各流程的核心业务为：投资方筹集影片拍摄所需资金，支付给制片方；制片方负责电影拍摄和后期制作，其中进口电影由中国电影从境外引进片源；影片制作完成或者从国外引进之后，制作方交付发行方，由发行方负责影片在全国的发行和营销，并向各大院线供应影片；影片资源到达影院后，由影院负责放映，最终到达观众。经过多年高速增长和市场化竞争，电影行业整合趋势明显，电影工业初见雏形。我国电影产业各个环节相互关系如下：

图表12： 电影行业产业链



资料来源：万达电影招股说明书、联讯证券研究院

当前，我国院线行业的龙头纷纷上市，利用资本平台，通过收购兼并扩大市占率的路径已打通。一方面，并购整合可以提高院线的竞争力和综合实力，增强盈利能力。另一方面，院线并购带来集中度提高，从而产业链中可以获得对制片方和发行方更高的议价能力。

图表13： 近三年院线重大并购



序号	拟收购时间	投资方	标的
1	2015/6/2	万达电影	Hoyts(澳大利亚)
2	2015/6/26	万达电影	重庆世茂等15家公司
3	2015/11/30	当代东方	中广院线
4	2016/2/3	万达电影	大连奥纳影城、北斗星投资
5	2016/5/9	阿里影业	大地影院
6	2016/5/16	当代东方	华彩天地
7	2016/8/22	阿里影业	杭州星际
8	2016/9/13	完美世界	今典院线、今典影城、今典文化
9	2016/10/16	中影集团	大连华臣
10	2016/12/6	汉鼎宇佑	太平洋营业、乐清时代、杭州星影
11	2016/12/12	长城影视	博纳影业
12	2017/1/1	阿里影业	南京派瑞
13	2017/1/1	恒大	美嘉欢乐影城
14	2017/1/25	大地影院	橙天嘉禾
15	2017/3/9	大地院线	恩施高德
16	2017/3/7	保利文化	行星文化
17	2017/3/30	当代东方	威利斯影院
18	2017/7/1	华谊兄弟	大地院线
19	2017/9/1	华人文化	UME国际影城
20	2017/9/30	橙天嘉禾	嘉年华影业(新加坡)

资料来源：公开数据，联讯证券研究院

二、公司概况：影院经营引流，非票收入变现流量

(一) 公司大事回顾：内部自建影城扩大市场份额优势，外部并购丰富产业内容

自建方面，公司每年新建影城 80-100 家，截止到 2017 年年底，公司自有影院 516 家，银幕数 4,571 块。

并购方面，公司先后收购了澳洲第二大连锁影院 Hoyts、世茂影投、大连奥纳、厚品文化及赤峰北斗星，拓展中外影院资源。此外公司还收购了影院广告及票务衍生品方面的资源，丰富公司业务，增加非票收入来源。公司于 2017 年 7 月开始，拟整合包括电影、电视剧及游戏资产的万达影视。

图表14： 公司重大并购事件

并购时间	并购标的	并购价格(亿元)	说明
2015年6月	Hoyts	22.46	澳洲第二大连锁影院(拥有52家影院(澳大利亚42家、新西兰10家),424块银幕(澳大利亚361块、新西兰63块),为澳大利亚第二大连锁影院)
2015年11月	世茂影投	2.8	持有旗下14家影院100%股权
2015年11月	慕威时尚	10	电影实时大数据应用和电影媒体广告整合营销
2016年2月	大连奥纳	-	持有旗下6家影院,46块银幕
2016年2月	厚品文化及赤峰北斗星	-	持有旗下7家影院,46块银幕



2016年5月	PropagandaGEMLtd.	2.4	电影广告植入、品牌联合推广及影视数据分析等
2016年7月	时光网	2.8	衍生品：电影数据库及电影社区平台
2016年上半年	ActiveMediaGroup	0.9	澳大利亚健身房室内广告
2018年（进行中）	万达影视	106.5（预计）	包含电影、电视剧及游戏三大业务

资料来源：公司资料、联讯证券研究院

（二）股权结构：股权集中于万达集团

图表15： 万达前十大股东

排名	股东名称	持股比例	说明
1	北京万达投资有限公司	50.70%	实际控制人为王健林
2	杭州臻希投资管理有限公司	7.60%	为阿里巴巴旗下的公司
3	北京万达文化产业集团有限公司	2.51%	万达集团旗下的公司
4	上海仁福投资有限公司	2.05%	
5	孙双喜	1.95%	孙喜双（大连一方集团有限公司董事长），于2001年创建一方集团，与万达集团、江中集团、百年人寿等众多中国知名企业长期合作，为万达电影的战略投资者。
6	东莞市凯德实业投资有限公司	1.70%	
7	世茂影院投资发展有限公司	1.15%	
8	博瑞远达（天津）股权投资合伙企业	1.02%	
9	逢宇峰		万达院线曾向逢宇峰发行1134.52万股份及支付3.6亿元现金购买其所持慕威时尚文化传播有限公司全部股权。
10	王思聪	0.85%	与王健林为父子关系
合计		70.56%	

资料来源：公司资料、联讯证券研究院

图表16： 万达主要管理层

名称	职务	管理层背景
张霖	董事长、董事	毕业于东北财经大学，会计学学士学位，北京大学工商管理硕士学位，中国注册会计师协会非执业会员，中国注册税务师协会非执业会员，自1997年起任大连保税区会计师事务所副所长，大连北方税务师事务所副所长。2000年3月加入万达集团，任南京万达项目公司总经理，沈阳万达项目公司总经理，成都万达项目公司总经理，万达集团财务总监，万达商业地产总裁助理，副总裁，文化产业集团执行总裁。2012年11月起任万达电影院线股份有限公司董事长。
曾茂军	董事、总裁	毕业于中国人民大学，工商管理硕士学位，工程师，历任万达电影院线股份有限公司董事，总经理。1994年起任北京航空材料研究院工程师，北京百慕航材高科技股份有限公司人力资源部部长，恒宝股份有限公司助理总裁，2006年加入万达集团任万达集团人力资源部副总经理，万达酒店建设有限公司副总经理，万达商业管理有限公司副总经理，万达院线常务副总经理。
王会武	董事、董秘	毕业于东北财经大学，工商管理硕士学位，高级会计师，历任万达电影院线股份有限公司董事会秘书。1994年获得中国注册会计师执业资格，曾任大连光华会计师事务所审计部经理，大通证券股份有限公司投资银行部区域投行负责人。2004年加入万达集团任万达集团投资部副总经理，万达商业地产投资证券部副总经理。



刘晓彬

董事、执行总裁

自二零一五年一月起担任大连万达商业地产股份有限公司财务中心总经理。彼曾在大连万达商业地产股份有限公司担任多个职位，包括总裁助理、财务部总经理、万达商业管理有限公司副总经理、公司济南项目公司总经理、在天津及北京项目公司的财务副总经理。刘先生于二零零零年十月加入大连万达集团股份有限公司（「大连万达集团」），彼亦曾在大连万达集团担任高级总裁助理、财务管理中心总经理职务。刘先生毕业于东北财经大学，于一九九五年七月获得东北财经大学经济学学士学位；于二零零三年七月获得东北财经大学工商管理硕士学位。二零零一年四月，刘先生获中国财政部授予注册会计师资格。

何德明

独董

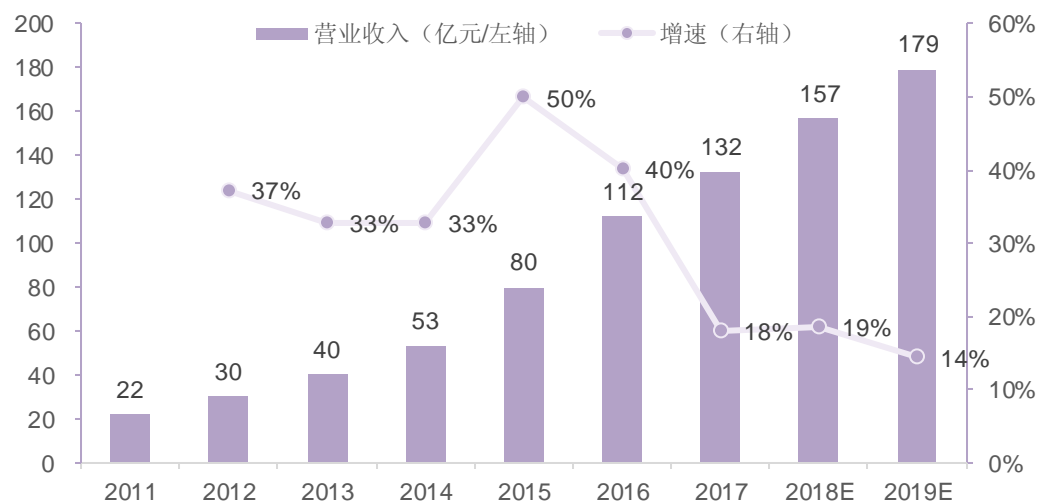
毕业于山西财经大学获学士学位，北京大学光华管理学院获硕士学位，中国注册会计师，高级会计师。1993年至1995年就职于中国建设银行三峡分行，1995年至1997年就职于中国华远投资集团公司，1997年起就职于致同会计师事务所，现任合伙人。同时兼任北京市青年企业家协会常务理事，北京注册会计师协会理事，行业发展委员会委员，南京康尼机电股份有限公司独立董事，湖北宜昌交运集团股份有限公司独立董事。曾任中国证券监督管理委员会第12届，13届，14届主板发行审核委员会委员。已取得中国证监会认可的独立董事资格证书。

资料来源：公司资料、联讯证券研究院

（三）票房业务增速放缓，非票业务占比提升，收入结构趋于成熟

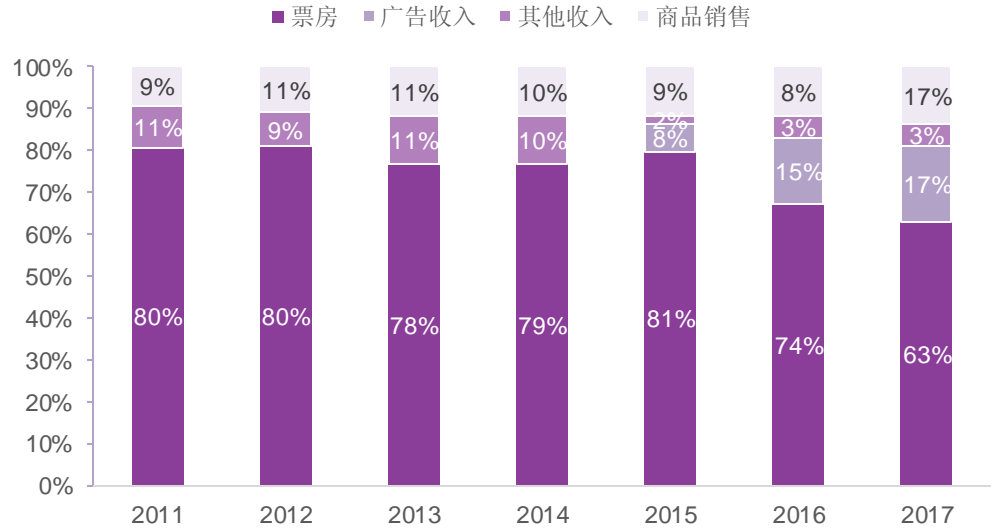
公司业务包括四大模块，分别是票房收入、影院广告收入、商品销售收入、影片投资和宣传推广。公司2017年营业收入为132.29亿元，其中，票房收入依然是公司主要收入来源，2017年票房收入为83.34亿元，占2017年总收入的63.8%，占比持续下降，非票收入的规模增幅较大，其中广告收入达23.9亿元、商品销售收入18.08亿元，整个非票收入的占比高达37%，跟国外成熟市场的非票收入占比相当。公司业绩持续增长的动力主要来至于中国电影市场的兴起和并表业务，公司通过资产联结方式在全国部署影院，统一排片管理，在院线影院端占据领先地位。

图表17：2012-2019年营业收入、增速及预测



资料来源：公司公告、联讯证券研究院

图表18：2011-2017年各类收入占比

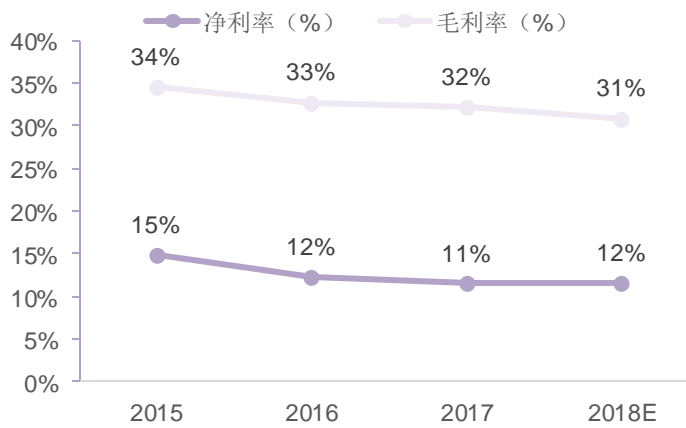


资料来源：公司公告、联讯证券研究院

(四) 非票收入占比高，拉高综合毛利率

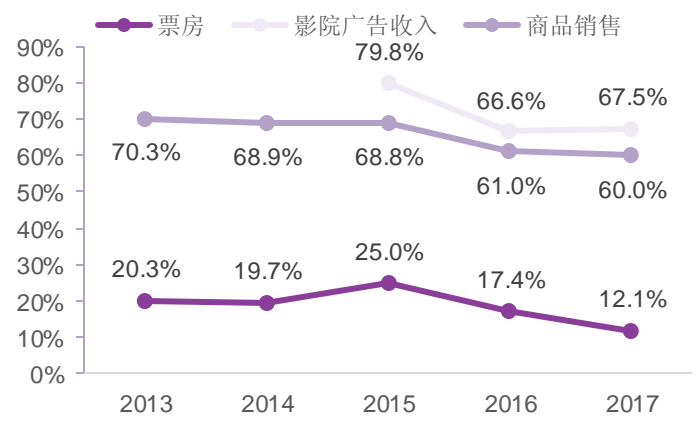
公司毛利率和净利率较稳定，2017年毛利率和净利率分别为11%和32%。但是各业务的毛利率相差比较大，票房收入主要是按照净票房比例分成，毛利较低，2017年票房毛利为17.35%，但是非票收入的毛利率较高，其中影片广告的毛利率为66.59%、商品销售为67.5%。近年来净利率降低的一个主要原因是公司新建影院带来成本提升，成本摊销和各项费用增加，而毛利率有望随着非票收入的提升而得到改善。

图表19：2015-2018年净利率及毛利率



资料来源：公司财报、联讯证券研究院

图表20：2013-2017年各类业务毛利率



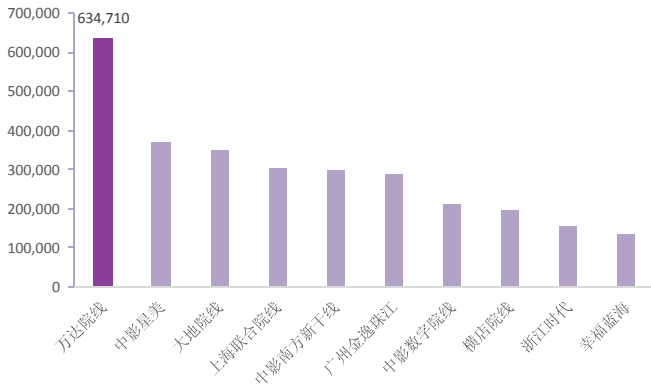
资料来源：公司财报、联讯证券研究院

(五) 对比分析：公司票房、观影人次、银幕数、单银幕产出均处于领先地位

万达院线目前占据院线市场的第一，市场占有率为13.4%，比例处于逐步提升中。此外公司的观影人数、上座率、票价等指数都是中国院线中最高的，单银幕产出最高，效益最好。万达院线影院数量和银幕数都不是最多的院线，但是其票房收入最高，标明其影院运营效率较高，单银幕产出为283.73万元/年，远远高于其他院线。

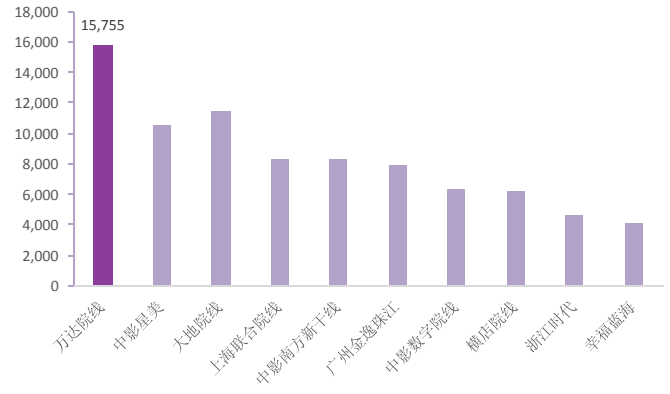


图表21: 2017年中国TOP10院线票房收入(万元)



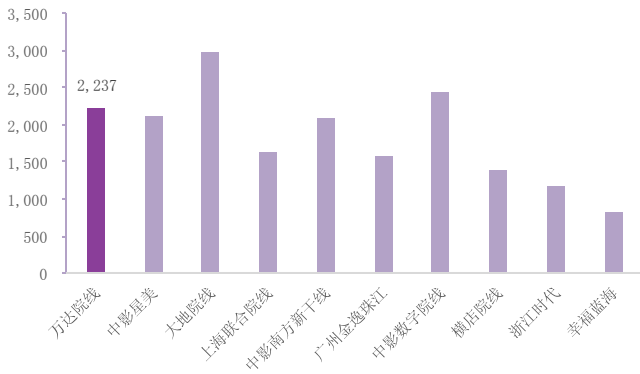
资料来源: 猫眼专业版、联讯证券研究院

图表22: 2017年中国TOP10院线观影人次(万次)



资料来源: 猫眼专业版、联讯证券研究院

图表23: 2017年中国TOP10院线银幕数(块)



资料来源: 猫眼专业版、联讯证券研究院

图表24: 2017年中国TOP10院线单银幕产出(万元)

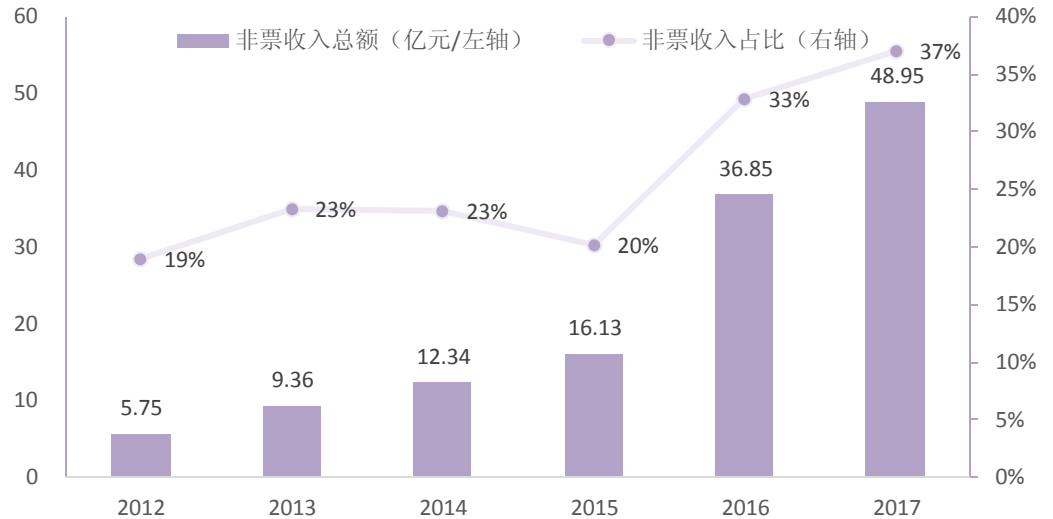


资料来源: 猫眼专业版、联讯证券研究院

(六) 非票收入占比达到37%，打开公司业绩空间

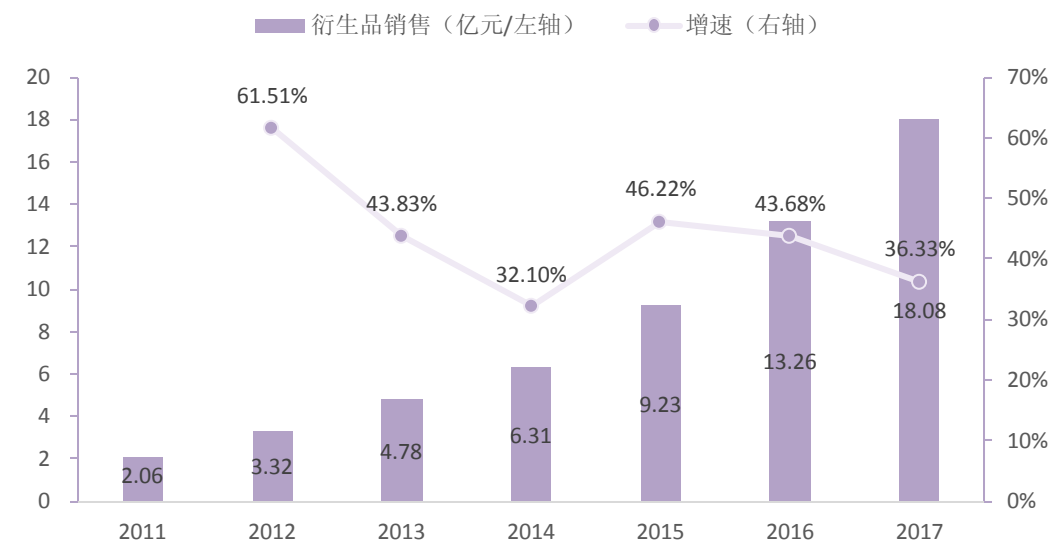
非票收入主要来源包括：影院广告（含映前广告）、商品销售收入（影院食品饮料及电影衍生品）等等。公司2017年非票收入达48.95亿元，占公司营收比例为37%，超过2016年4个百分点，主营结构收入占比与国外成熟市场影院接近。公司收购幕威时代之后，影院广告收入大增，2016年收入为16.92亿元，占整个营收的15%，其中映前广告作为全新的广告市场，市场空间较大。公司并购时光网之后，持续抢占在线票务市场和衍生品市场，其中衍生品市场是潜力巨大的待挖掘市场。

图表25: 2012-2017年万达非票收入及占比



资料来源：公司财报、联讯证券研究院

图表26： 2011-2017 年万达衍生品收入及增速



资料来源：公司财报、联讯证券研究院

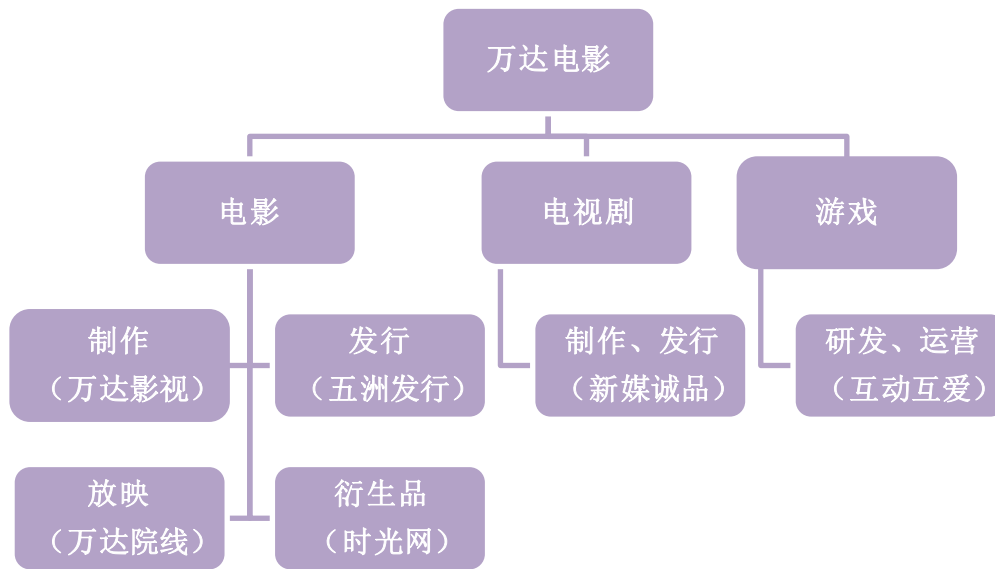
三、公司未来前景：拟收购万达影视，丰富产业链内容端

2018年6月公司发布公告，再次拟收购万达影视。

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业务，若此次重大资产重组顺利完成，万达电影将成为以院线为基石，电影、电视剧、游戏三大板块共同发展的全产业链影视娱乐上市公司。从行业属性来看院线业务属于重资产投入低毛利的业务，但院线业务是公司由渠道向全产业链布局的强大支撑。根据猫眼专业版数据，2017年万达院线观影人次共计1.8亿。万达院线客流优势成为其他业务强大的线下流量入口，也同时与阿里系的线上流量形成互补，达到“线上+线下”的流量共振。



图表27： 万达电影三大板块业务布局



资料来源：公司公告、联讯证券研究院

四、盈利预测与投资评级

（一）分部营收与毛利率预测

万达电影 2017 年新增影城 115 家，2018 年 1-10 月累计新增影城 57 家，根据公司披露经营计划未来每年新增 80-100 家影城，我们假设 2018-2020 年每年中国新增直营影城 90 家，预计公司 2018-2020 年影院数量将增加至 596、681、766 家，2018-2020 年银幕数量将达分别为 5288、6042、6792 块，境外假设影城数量不变。

票房收入：2018 年 1-10 月万达电影票房收入同比增长 12.3%，同期中国电影票房同比增长 9.8%。我们假设万达 2018-2020 年观影业务收入增速分别为 12.8%/10.9%/11.0%；从毛利率来看，2017 年公司放映业务毛利率较 2016 年下滑 5 个百分点至 12%，但 2018 上半年毛利率水平有所回升。我们预计公司未来 3 年放映业务毛利率水平维持在 12%。

广告收入：2018 年上半年万达广告收入同比增长 15.6%，由于 18Q3-Q4 票房增长有限，且考虑宏观经济对广告投放冲击，我们认为广告下半年增速将低于上半年；考虑耀莱等银幕加盟，以及万达传媒在其他非自有银幕及其他业务扩张，假设万达 2018-2020 年广告业务收入增速分别为 9.0%/12.3%/12.6%，影院广告业务毛利率水平会一直维持在较高水平。

商品销售收入：万达电影将着重打造时光网作为衍生品平台，并有望从 18 年开始发力开始快速增长，将支持商品销售业务增长，我们假设万达 2018-2020 年商品销售收入增速分别为 17.8%/20.8%/21.8%，预计 2018-2020 年商品销售业务毛利率将较为稳定。

基于以上，我们预计公司 2018-2020 年营收分别为 146.8 亿元/166.亿元/189.5 亿元，分别同比增长 11.00%/13.10%/14.10%；归母净利润分别为 14.01 亿元/16.09 亿元/18.51 亿元，分别同比增长 0.16%/14.84%/15.02%。



图表28: 万达电影拟注入资产业绩承诺及备考净利润

财务数据	2018E	2019E	2020E
万达影视拟注入资产承诺归母净利润(亿元)	8.88	10.69	12.71
交易发行股份总数(亿股)		3.21	
交易完成后上市公司总股本数(亿股)		20.82	
万达电影上市公司预计归母净利润(亿元)	15.19	16.3	18.23
完成注入后公司备考EPS(元)	1.16	1.3	1.48
完成注入后公司市盈率(P/E)	20.38	18.19	15.88

资料来源:公司公告、联讯证券研究院

(二) 可比公司估值及投资评级

我们选取 A 股上市的三家院线公司(金逸影视、横店影视、幸福蓝海)作为对比, 2018-2020 年院线板块平均估值分别为 20.8X、17.7X、15.4X。

收购万达影视后, 公司主营业务将扩展至电影和电视剧的投资、制作和发行, 以及网络游戏发行和运营领域, 建成集院线终端平台、传媒营销平台、影视 IP 平台、线上业务平台、影游互动平台为一体的五大业务平台。维持买入评级。

图表29: 院线可比公司估值表

证券代码	证券简称	EPS (元/股)				PE (元/股)				总市值 (亿元)
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
603103.SH	横店影视	0.71	0.88	1.07	1.30	30.49	26.50	21.82	18.01	105.96
002905.SZ	金逸影视	0.51	0.81	0.90	0.99	17.88	17.40	15.70	14.15	37.77
300528.SZ	幸福蓝海	0.28	0.51	0.60	0.66	23.42	18.67	15.76	14.30	35.14
601595.SH	上海电影	0.27	0.62	0.72	0.75	23.82	21.13	18.12	17.40	49.04
600977.SH	中国电影	0.70	0.75	0.73	0.83	16.63	18.85	19.50	17.12	264.18

资料来源: wind、联讯证券研究院

六、风险提示

电影市场增速下滑; 宏观经济下行影响; 本次重组尚未过会。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,466.00	5,078.41	7,324.54	10,450.67	经营活动现金流	177.40	908.10	1,073.90	1,391.40
应收和预付款项	1,678.64	444.93	1,964.38	790.79	净利润	1,391.18	1402.55	1610.75	1852.61
存货	171.59	204.56	297.38	347.05	折旧摊销	959.47	2,412.17	2,412.17	549.84
其他流动资产	321.60	321.60	321.60	321.60	财务费用	240.70	93.34	-19.73	-80.16
长期股权投资	17.78	17.78	17.78	17.78	投资损失	-899.09	1,233.71	-1,519.45	1,173.59
投资性房地产	0	0	0	0	营运资金变动	275.98	178.40	354.47	284.08
固定资产和在建工程	2,694.66	2,247.12	1,799.59	1,352.06	其它	-47.00	-45.00	-46.30	-50.20
无形资产和开发支出	10,695.63	10,593.32	10,491.01	10,388.70	投资活动现金流	-2,282.00	-14,093.00	-1,645.00	-2,140.00
其他非流动资产	4,503.09	2,640.76	778.44	778.44	资本支出	-1,698.00	-1,177.00	-1,700.00	-2,200.00
资产总计	22,548.98	21,548.48	22,994.71	24,447.09	长期投资	-584.00	85.00	55.00	60.00
短期借款	2,200.00	0	0	0	其他	0	0	0	0
应付和预收款项	4,145.39	4,323.80	4,678.27	4,962.35	筹资活动现金流	1,173.22	-2,613.96	-323.08	-286.67
长期借款	2,080.00	2,080.00	2,080.00	2,080.00	吸收投资	0	00	0	0
其他负债	2,409.62	2,409.62	2,409.62	2,409.62	短期借款	-2,200.00	0	0	0
负债合计	10,835.01	8,813.41	9,167.88	9,451.97	分配股利	0	320.62	342.81	366.83
股本	1,174.29	1,174.29	1,174.29	1,174.29	现金净增加额	892.25	2,612.41	2,246.14	3,126.12
资本公积	4,590.88	4,590.88	4,590.88	4,590.88					
留存收益	5,905.27	6,925.13	8,015.58	9,182.46					
归属母公司股东权益	11,670.45	12,690.31	13,780.76	14,947.64	主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	38.53	39.76	41.08	42.48	成长能力				
股东权益合计	11,708.98	12,730.07	13,821.84	14,990.13	营业收入	18.02%	11.00%	13.10%	14.10%
负债和股东权益合计	22,543.99	21,543.49	22,989.72	24,442.09	营业利润	20.50%	0.26%	14.84%	15.02%
					归属母公司净利润	10.90%	0.16%	14.84%	15.02%
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE	11.99%	11.00%	11.53%	12.04%
营业收入	13,229.38	14,684.61	16,608.30	18,950.07	ROIC	13.83%	11.18%	16.94%	21.64%
营业成本	8,983.40	9,779.95	11,293.64	13,075.55	偿债能力				
营业税金及附加	443.30	492.07	556.53	635.00	资产负债率	48.05%	40.81%	39.49%	37.92%
营业费用	957.05	1174.77	1346.93	1557.70	净负债比率	36.67%	16.39%	15.09%	13.92%
管理费用	1,060.16	1182.11	1346.93	1557.70	流动比率	0.55	0.95	1.49	1.74
财务费用	229.08	185.65	82.68	32.99	速动比率	0.49	0.86	1.40	1.65
资产减值损失	18.91	0	0	0	营运能力				
投资收益	144.74	85.00	55.00	60.00	总资产周转率	0.59	0.68	0.72	0.78
公允价值变动损益	0	0	0	0	应收账款周转率	5.13	6.53	9.23	14.02
其他经营损益	0	0	0	0	存货周转率	11.34	131.51	12.45	60.05
营业利润	1,682.22	1870.07	2147.66	2470.14	每股指标(元)				
其他非经营损益	4.84	0	0	0	每股收益	0.79	0.79	0.91	1.05
利润总额	1,687.06	1870.07	2147.66	2470.14	每股经营现金	5.02	5.85	6.84	7.86
所得税	288.17	467.52	536.92	617.54	每股净资产	6.62	7.25	7.82	8.46
净利润	1,398.89	1402.55	1610.75	1852.61					
少数股东损益	-0.15	1.23	1.32	1.41					
归属母公司股东净利润	1,399.04	1401.27	1609.27	1850.91					
EBITDA	2,860.18	4375.23	4537.72	2933.41					
EPS (元)	0.79	0.79	0.91	1.05					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com