

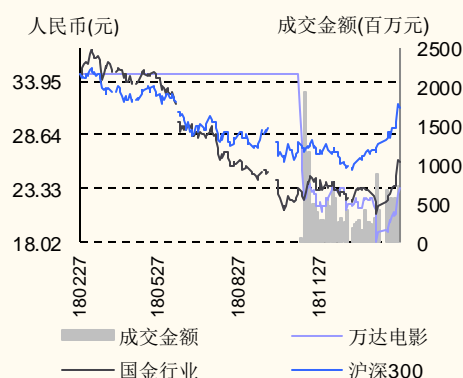
万达电影 (002739.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 23.47 元
 目标价格 (人民币): 27.56-27.56 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,761.44
总市值 (百万元)	41,341.05
年内股价最高最低 (元)	34.56/18.02
沪深 300 指数	3684.69
中小板综	8977.96



相关报告

1. 《并购整合推进, 影业巨头初现雏形-万达电影深度报告》, 2018.11.18

裴培 分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
 peipei@gjzq.com.cn

姜姝 分析师 SAC 执业编号: S1130517110003
 (8621)61038213
 jiangshu@gjzq.com.cn

并购重组通过, 全产业链电影龙头再启航

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	1.164	1.291	0.734	0.763	0.794
每股净资产 (元)	8.85	9.94	7.50	8.06	8.66
每股经营性现金流 (元)	1.64	1.69	0.66	1.50	1.61
市盈率 (倍)	46.47	40.32	31.96	30.75	29.56
净利润增长率 (%)	15.23%	10.92%	-14.66%	3.93%	4.02%
净资产收益率 (%)	13.16%	12.99%	9.79%	9.47%	9.17%
总股本 (百万股)	1,174.29	1,174.29	1,761.44	1,761.44	1,761.44

来源: 公司年报、国金证券研究所, 注: 不考虑万达影视并表

业绩简评

■ 公司购买万达影视资产获得证监会无条件通过, 此外公司发布了 2018 年业绩快报, 收入 141 亿元, 同比增长 6.59%, 归母净利润 12.93 亿元, 同比下滑 14.72%。

经营分析

- 业绩快报接近预告下限, 18 年单屏产出下滑预计拖累毛利率, 但院线市占率持续提升。公司 18 年票房增长 8.9%, 接近大盘票房增速, 由于银幕保持了 15.5% 的快速增长, 所以单屏产出下滑了 3.6%, 我们估算对毛利率有所拖累。虽然 2019 年的票房增速可能趋于平缓, 但是我们认为万达的规模优势和精细化运营有利于其市占率持续提升。
- 1 月整体票房表现优于大盘。1 月全国实现票房 33.66 亿元, 同比下滑 32.03%, 观影人次 9652 万, 同比下滑 34.8%; 1 月公司实现票房 6.4 亿元, 同比下滑 22.0%, 观影人次 1483 万, 同比下滑 28.8%, 均优于大盘。
- 万达影视项目储备丰富。万达影视 2019 年拟上映电影《好家伙》、《沉默的证人》、《毕业进行时》、《鬼吹灯之天星术》, 2020 年拟上映《唐人街探案 3》和《寻龙诀 2》等重磅电影, 重点关注。2019 年和 2020 年, 新媒诚品将完成包括《伞兵魂》、《大耍儿之西城风云》、《激荡》等在内的多部电视剧和网络剧的发行。其中《伞兵魂》市场关注度高, 已达成部分销售意向。2019 年互爱互动预计将上线《圣斗士》、《胡莱三国 3D》、《坦克大决战》、《全职法师: 觉醒》等多款游戏。
- 并购资产整合后有利于电影全产业链发挥协同效应。收购完成后公司将围绕 IP 进行更加紧密的整合, 《胡莱三国》已由新媒诚品制作网剧, 线下院线也会开拓电竞赛事协同运营, 整合效果值得期待。

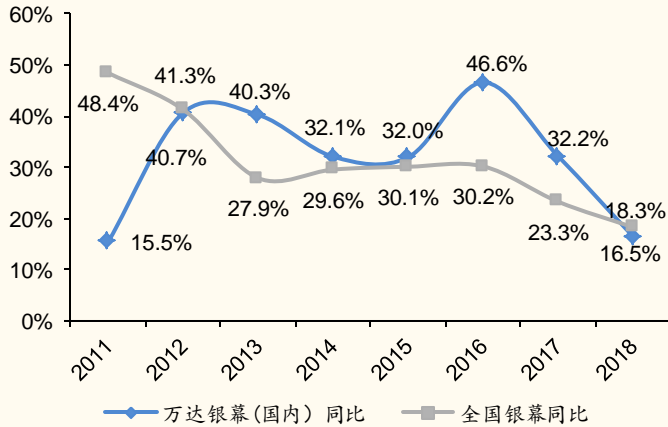
盈利预测

■ 根据业绩快报我们下调了盈利预测, 预计万达电影 2018-2020 年的归母净利润分别为 12.9、13.4、14.0 亿元, 收购完成后备考归母净利润分别为 20.2、21.9、24.2 亿元, 摊薄股份后的 EPS 分别为 0.97、1.06 和 1.17 元。按照 2019 年 26 倍 PE 对应目标价 27.56 元, 维持“买入”评级。

风险提示

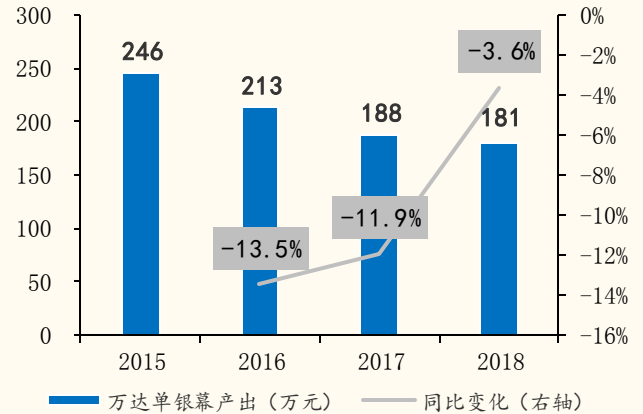
■ 万达影视业绩承诺完成情况可能会不达预期; 合并完成以后总商誉预计达到 136.5 亿元, 增幅 41%; 全国票房增长可能不及预期; 新增影院建设速度可能不达预期。

图表 1：公司银幕数保持快速扩张



来源：公司公告，广电总局，国金证券研究所，注：2018 年万达银幕（国内）根据披露的总银幕进行估算

图表 2：公司单屏产出变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2018 年前十大院线票房及市占率变化

院线公司	票房 (亿元, 不含服务费)	市占率	市占率变化
万达院线	76.9	13.59%	0.53%
大地院线	55.8	9.87%	1.30%
上海联合	45.0	7.95%	-0.09%
中影南方新干线	42.1	7.45%	0.15%
中影数字	41.2	7.29%	0.05%
中影星美	36.4	6.43%	-0.70%
广州金逸珠江	27.7	4.90%	-0.48%
横店院线	24.6	4.35%	0.01%
华夏联合	19.7	3.48%	0.11%
江苏幸福蓝海	19.5	3.44%	0.22%
前十合计	388.9	68.74%	1.10%

来源：艺恩网，国金证券研究所

图表 4：2018 年前十大影投公司票房及市占率变化

影投公司	票房 (亿元, 不含服务费)	市占率	市占率变化
万达电影	76.4	13.5%	-0.2%
大地影院	26.6	4.7%	-0.4%
横店影院	21.1	3.7%	-0.1%
CGV 影城投资	16.1	2.8%	0.0%
中影影院投资	16.0	2.8%	-0.2%
金逸影视	15.3	2.7%	-0.4%
星美影院	11.6	2.1%	-1.2%
太平洋影管	9.4	1.7%	-0.2%
香港百老汇	9.0	1.6%	0.1%
耀莱管理	8.6	1.5%	-0.2%
前十合计	210.1	37.1%	-3.0%

来源：艺恩网，国金证券研究所

图表 5：万达电影分项业务盈利预测

	2017	2018E	2019E	2020E
观影收入（亿元）	83.34	92.79	96.43	100.22
观影收入同比增长	10.76%	11.34%	3.92%	3.93%
观影收入毛利率	12.06%	9.72%	9.13%	8.78%
商品、餐饮销售（亿元）	18.08	18.83	19.87	21.00
商品、餐饮销售同比增长	36.33%	4.19%	5.50%	5.70%
商品、餐饮销售毛利率	59.96%	60.80%	60.80%	60.80%
广告业务（亿元）	24.00	23.95	25.33	26.74
广告业务同比增长	41.86%	-0.21%	5.79%	5.56%
广告业务毛利率	67.48%	68.30%	68.30%	68.30%
总收入（亿元）	132.29	141.01	147.07	153.40
综合毛利率	32.10%	29.49%	29.20%	29.07%

来源：公司公告，国金证券研究所，注：假设 2019 和 2020 年的全国票房增速分别为 4% 和 4%。

图表 6：并购完成后备考归母净利润预测

单位:亿元	2018E	2019E	2020E
万达电影	12.93	13.44	13.98
万达影视业绩承诺	7.63	8.88	10.69
合并业绩	20.23	21.94	24.22
YOY	-3.33%	8.44%	10.37%

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- 万达影视业绩承诺完成情况可能会不达预期。
- 合并完成以后总商誉将达到 136.5 亿元，增幅 41%。
- 全国票房增长可能不及预期，公司新增影院建设速度可能不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	8,001	11,209	13,229	14,101	14,707	15,340
增长率		40.1%	18.0%	6.6%	4.3%	4.3%
主营业务成本	-5,236	-7,538	-8,983	-9,943	-10,413	-10,881
%销售收入	65.4%	67.2%	67.9%	70.5%	70.8%	70.9%
毛利	2,765	3,671	4,246	4,158	4,294	4,459
%销售收入	34.6%	32.8%	32.1%	29.5%	29.2%	29.1%
营业税金及附加	-348	-389	-443	-474	-495	-515
%销售收入	4.4%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
营业费用	-377	-693	-957	-976	-1,018	-1,062
%销售收入	4.7%	6.2%	7.2%	6.9%	6.9%	6.9%
管理费用	-525	-889	-1,060	-1,015	-1,022	-1,051
%销售收入	6.6%	7.9%	8.0%	7.2%	7.0%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	1,514	1,700	1,785	1,692	1,759	1,831
%销售收入	18.9%	15.2%	13.5%	12.0%	12.0%	11.9%
财务费用	-60	-191	-229	-280	-292	-306
%销售收入	0.7%	1.7%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
资产减值损失	-12	8	-19	-14	-15	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	37	145	38	40	41
%税前利润	0.3%	2.0%	7.7%	2.4%	2.4%	2.4%
营业利润	1,447	1,554	1,872	1,579	1,641	1,706
营业利润率	18.1%	13.9%	14.1%	11.2%	11.2%	11.1%
营业外收支	114	251	5	22	23	25
税前利润	1,561	1,805	1,877	1,601	1,664	1,731
利润率	19.5%	16.1%	14.2%	11.4%	11.3%	11.3%
所得税	-373	-437	-361	-307	-320	-332
所得税率	23.9%	24.2%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%
净利润	1,188	1,368	1,516	1,294	1,345	1,399
少数股东损益	2	1	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	1,186	1,366	1,516	1,293	1,344	1,398
净利率	14.8%	12.2%	11.5%	9.2%	9.1%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,188	1,368	1,516	1,294	1,345	1,399
少数股东损益	2	1	0	1	1	1
非现金支出	499	731	978	799	964	1,129
非经营收益	85	155	127	259	174	143
营运资金变动	317	-327	-632	-1,191	159	163
经营活动现金净流	2,089	1,928	1,988	1,161	2,642	2,833
资本开支	-1,097	-1,495	-1,698	-1,704	-1,717	-1,720
投资	-2,389	-2,223	-611	0	0	0
其他	0	22	27	38	40	41
投资活动现金净流	-3,486	-3,696	-2,282	-1,666	-1,677	-1,679
股权募资	3,428	0	18	587	0	0
债权募资	1,057	-213	2,872	-637	-318	-532
其他	-522	-357	-1,719	-626	-593	-565
筹资活动现金净流	3,963	-570	1,170	-676	-911	-1,097
现金净流量	2,566	-2,338	876	-1,181	54	57

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,312	2,474	2,851	1,670	1,724	1,782
应收款项	478	921	1,422	1,817	1,801	1,783
存货	82	159	172	210	230	255
其他流动资产	90	279	579	728	744	761
流动资产	4,962	3,833	5,023	4,426	4,500	4,581
%总资产	32.1%	20.1%	21.7%	18.9%	18.5%	18.3%
长期投资	384	387	498	508	508	508
固定资产	1,701	2,287	2,695	3,432	4,020	4,458
%总资产	11.0%	12.0%	11.6%	14.6%	16.5%	17.8%
无形资产	7,893	11,844	14,420	14,618	14,816	15,004
非流动资产	10,497	15,259	18,119	19,021	19,816	20,451
%总资产	67.9%	79.9%	78.3%	81.1%	81.5%	81.7%
资产总计	15,459	19,092	23,142	23,448	24,316	25,031
短期借款	57	592	4,269	3,714	3,393	2,858
应付款项	2,035	4,346	4,145	3,573	3,731	3,894
其他流动负债	433	541	645	586	609	633
流动负债	2,525	5,478	9,060	7,873	7,733	7,384
长期贷款	3,372	2,813	2,080	2,000	2,000	2,000
其他长期负债	446	408	293	327	343	360
负债	6,343	8,700	11,433	10,200	10,076	9,744
普通股股东权益	9,110	10,387	11,670	13,209	14,200	15,247
少数股东权益	6	5	39	39	40	40
负债股东权益合计	15,459	19,092	23,142	23,448	24,316	25,031

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.010	1.164	1.291	0.734	0.763	0.794
每股净资产	7.757	8.845	9.938	7.499	8.062	8.656
每股经营现金净流	1.779	1.641	1.693	0.659	1.500	1.609
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	13.02%	13.16%	12.99%	9.79%	9.47%	9.17%
总资产收益率	7.67%	7.16%	6.55%	5.52%	5.53%	5.59%
投入资本收益率	9.18%	9.34%	7.98%	7.21%	7.24%	7.34%
增长率						
主营业务收入增长率	49.85%	40.10%	18.02%	6.59%	4.30%	4.30%
EBIT增长率	59.55%	12.28%	5.01%	-5.23%	3.95%	4.09%
净利润增长率	48.05%	15.23%	10.92%	-14.66%	3.93%	4.02%
总资产增长率	237.98%	23.50%	21.21%	1.32%	3.70%	2.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.7	17.5	25.5	40.0	38.0	36.0
存货周转天数	4.2	5.8	6.7	7.8	8.2	8.7
应付账款周转天数	29.6	31.1	30.6	31.0	31.0	31.0
固定资产周转天数	74.1	69.8	71.2	80.7	87.0	89.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.69%	8.96%	29.88%	30.52%	25.76%	20.12%
EBIT利息保障倍数	25.4	8.9	7.8	6.0	6.0	6.0
资产负债率	41.03%	45.57%	49.40%	43.50%	41.44%	38.93%

来源：公司年报、国金证券研究所，注：不考虑万达影视并表

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	11	22	32
增持	0	2	4	9	19
中性	0	1	3	7	8
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.57	1.56	1.61	1.59

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

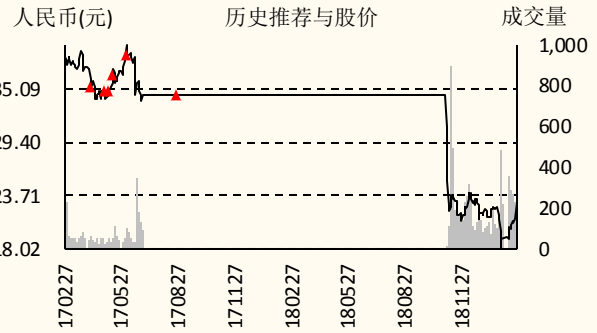
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-12	买入	54.42	65.70~65.70
2	2017-05-02	买入	52.72	N/A
3	2017-05-10	买入	52.08	N/A
4	2017-05-16	买入	54.11	N/A
5	2017-06-09	买入	59.75	N/A
6	2017-08-29	买入	52.04	N/A
7	2018-11-18	买入	23.56	30.00~30.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH