

2019年04月26日

万达电影 (002739.SZ)

公司快报

院线龙头优势持续，单银幕产出有望迎来拐点

投资要点

事件：4月25日晚，公司披露2018年年报，报告期内公司实现营业收入140.88亿元(+6.49%)，归母净利润12.95亿元(-14.58%)。

◆ **受票房增速下滑影响，公司营收增速下降：**2018年全国票房609.8亿元(+9.1%)，增速放缓，公司作为市占率第一的院线公司，营收随票房大盘增速放缓，2018年公司实现票房95.6亿元(+8.9%)，观影人次2.3亿人次(+7.5%)，其中国内票房79.8亿元(+10.1%)，观影人次2.1亿人次(+7.8%)，境外票房15.8亿元，观影人次2,219.9万人次，基本与上年持平。

分板块看：观影收入90.68亿元(+8.81%)，毛利率10.33%，同比下降1.73个百分点，广告收入25.20亿元(+5.03%)，毛利率68.60%，同比提升1.12个百分点，商品、餐饮销售收入18.69亿元(+3.38%)，毛利率59.67%，同比下降0.29个百分点。

◆ **影院扩张放缓，单银幕产出降幅收窄，2019年有望看到拐点：**截至2018年末，公司拥有已开业直营影院595家(+15%)，5,279银幕(+15%)，其中境内直营影院541家(+17%)，银幕4,807块(16%)，市占率13.5%；境外影院54家，银幕472块，市占率22%。公司国内口径单银幕产出166万元，同比下降3%，降幅收窄。影院扩张持续放缓，根据灯塔APP，截至2019年4月24日，我国银幕数62,062块，较2018年末仅增加545块，影院数量增速放缓有利于单银幕产出的提升，折旧摊销费用的降低有利于院线公司毛利率企稳。

◆ **加大自有APP投入，进一步提升市占率：**公司建立大数据中心，通过大数据分析从行业竞争态势、精准化排片等多个维度，为旗下影院提供经营决策指导；设立用户体验部，进一步深化消费者观影服务，提升客户体验和满意度，2018年公司自有万达电影APP出票占比超20%。2019年公司在万达电影APP上实行《复仇者联盟4》的超前预售，相较第三方票务平台具备时间优势、价格优势，预计取得良好的拉新效果。票补逐渐退场趋势下，影院会员体系优势渐显，龙头院线受益。

◆ **内容端整合万达影视，协同效应可期：**公司将落实对万达影视在组织架构、人员和业务上的整合，全面升级为一家全产业链公司。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，2018-2021年业绩承诺为7.63亿元、8.88亿元、10.69亿元、12.74亿元。

◆ **投资建议：**不考虑万达影视的置入，我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为0.81、0.93、1.07元。4月26日收盘价对应PE依次为27.9倍、24.6倍、21.2倍，维持公司增持-A建议。

若考虑万达影视的置入，假设万达影视能够完成业绩承诺，则上市公司2019-2021年备考净利润依次为23.23亿元、26.99亿元、31.65亿元，2019年备考估值为20.3倍。

传媒 | 电影动画 III

投资评级

增持-A(维持)

股价(2019-04-26)

22.75元

交易数据

总市值(百万元)	40,072.82
流通市值(百万元)	40,072.78
总股本(百万股)	1,761.44
流通股本(百万股)	1,761.44
12个月价格区间	0.00/52.04元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.4	-13.5	-16.44
绝对收益	15.13	9.89	-28.65

分析师

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

分析师

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

相关报告

万达电影：收入稳步增长，“平台+内容”协同可期 2018-08-29

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

◆ **风险提示：**票房不及预期、整合风险、影视剧项目进度不及预期、政策风险

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	13,229.4	14,088.1	15,631.5	17,704.7	20,194.3
同比增长(%)	18.0%	6.5%	11.0%	13.3%	14.1%
营业利润(百万元)	1,871.8	1,589.7	1,766.8	2,009.6	2,331.1
同比增长(%)	20.5%	-15.1%	11.1%	13.7%	16.0%
净利润(百万元)	1,515.7	1,294.6	1,434.8	1,629.5	1,891.1
同比增长(%)	10.9%	-14.6%	10.8%	13.6%	16.1%
每股收益(元)	0.86	0.73	0.81	0.93	1.07
PE	26.4	31.0	27.9	24.6	21.2
PB	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,229.4	14,088.1	15,631.5	17,704.7	20,194.3	年增长率					
减:营业成本	8,983.4	9,816.2	10,873.8	12,443.3	14,093.1	营业收入增长率	18.0%	6.5%	11.0%	13.3%	14.1%
营业税费	443.3	481.1	533.5	600.7	688.0	营业利润增长率	20.5%	-15.1%	11.1%	13.7%	16.0%
销售费用	957.1	1,016.0	1,074.7	1,258.3	1,426.6	净利润增长率	10.9%	-14.6%	10.8%	13.6%	16.1%
管理费用	1,060.2	1,078.4	1,135.9	1,176.5	1,421.5	EBITDA 增长率	12.8%	-6.0%	41.0%	2.4%	15.5%
财务费用	229.1	283.4	298.8	270.8	264.6	EBIT 增长率	9.5%	-12.0%	22.8%	10.4%	13.8%
资产减值损失	18.9	33.5	14.8	22.4	23.6	NOPLAT 增长率	28.3%	-11.0%	10.4%	10.3%	13.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	45.3%	16.8%	5.5%	5.0%	5.5%
投资和汇兑收益	144.7	19.0	66.8	76.9	54.2	净资产增长率	12.7%	7.7%	9.9%	11.3%	12.0%
营业利润	1,871.8	1,589.7	1,766.8	2,009.6	2,331.1	盈利能力					
加:营业外净收支	4.8	14.5	11.5	10.3	12.1	毛利率	32.1%	30.3%	30.4%	29.7%	30.2%
利润总额	1,876.7	1,604.1	1,778.3	2,019.9	2,343.1	营业利润率	14.1%	11.3%	11.3%	11.4%	11.5%
减:所得税	361.1	311.6	343.8	391.5	453.6	净利润率	11.5%	9.2%	9.2%	9.2%	9.4%
净利润	1,515.7	1,294.6	1,434.8	1,629.5	1,891.1	EBITDA/营业收入	17.8%	15.7%	20.0%	18.1%	18.3%
						EBIT/营业收入	14.4%	11.9%	13.2%	12.9%	12.9%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	49.4%	45.4%	41.4%	38.7%	33.4%
货币资金	2,851.1	1,348.8	1,563.2	2,549.2	3,366.2	负债权益比	97.6%	83.3%	70.6%	63.0%	50.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.55	0.70	0.74	0.96	1.33
应收帐款	1,411.2	1,718.6	2,257.9	2,377.2	2,593.0	速动比率	0.54	0.67	0.71	0.92	1.29
应收票据	10.4	6.6	12.8	11.0	14.6	利息保障倍数	8.34	5.93	6.91	8.42	9.81
预付帐款	257.1	305.9	216.1	429.3	309.3	营运能力					
存货	171.6	191.8	191.5	260.8	249.5	固定资产周转天数	64	69	66	60	54
其他流动资产	321.6	969.8	458.6	583.3	670.5	流动营业资本周转天数	-84	-46	-16	-2	10
可供出售金融资产	480.4	480.4	444.2	468.4	464.3	流动资产周转天数	120	122	106	111	120
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	32	40	46	47	44
长期股权投资	17.8	20.5	20.5	20.5	20.5	存货周转天数	4	5	4	5	5
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	575	591	538	496	456
固定资产	2,581.2	2,843.6	2,878.7	3,053.5	3,048.1	投资资本周转天数	241	291	290	270	249
在建工程	113.5	224.0	244.0	244.0	244.0	费用率					
无形资产	897.1	849.9	925.3	830.8	736.2	销售费用率	7.2%	7.2%	6.9%	7.1%	7.1%
其他非流动资产	14,029.2	14,148.6	14,431.8	14,321.9	14,241.0	管理费用率	8.0%	7.7%	7.3%	6.6%	7.0%
资产总额	23,142.1	23,108.5	23,644.7	25,149.7	25,957.4	财务费用率	1.7%	2.0%	1.9%	1.5%	1.3%
短期债务	2,200.0	2,300.0	2,071.8	2,000.0	2,000.0	三费/营业收入	17.0%	16.9%	16.1%	15.3%	15.4%
应付帐款	3,192.2	940.1	973.6	913.1	1,116.0	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	13.0%	10.3%	10.4%	10.6%	11.0%
其他流动负债	3,667.6	3,261.4	3,267.8	3,528.8	2,284.3	ROA	6.5%	5.6%	6.1%	6.5%	7.3%
长期借款	2,080.0	3,758.2	3,160.5	3,000.0	3,000.0	ROIC	23.5%	14.4%	13.6%	14.2%	15.4%
其他非流动负债	293.4	239.9	313.8	282.3	278.7	分红指标					
负债总额	11,433.1	10,499.6	9,787.6	9,724.2	8,679.0	DPS(元)	0.13	-	-	0.05	0.02
少数股东权益	38.5	26.4	26.1	25.0	23.4	分红比率	15.5%	0.0%	0.0%	5.2%	1.7%
股本	1,174.3	1,761.4	1,761.4	1,761.4	1,761.4	股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%
留存收益	10,198.4	10,671.1	12,069.6	13,639.1	15,493.6						
股东权益	11,709.0	12,608.9	13,857.1	15,425.5	17,278.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.86	0.73	0.81	0.93	1.07
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	6.63	7.14	7.85	8.74	9.80
净利润	1,515.5	1,292.5	1,434.8	1,629.5	1,891.1	PE(X)	26.4	31.0	27.9	24.6	21.2
加:折旧和摊销	959.5	1,111.5	1,059.5	919.7	1,099.9	PB(X)	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3
资产减值准备	18.9	33.5	-	-	-	P/FCF	33.7	-53.4	61.8	41.7	52.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	3.0	2.8	2.6	2.3	2.0
财务费用	240.1	273.2	298.8	270.8	264.6	EV/EBITDA	10.8	17.9	12.5	12.0	10.1
投资损失	-144.7	-19.0	-66.8	-76.9	-54.2	CAGR(%)	2.4%	13.5%	1.6%	2.4%	13.5%
少数股东损益	-0.2	-2.1	-0.3	-1.1	-1.6	PEG	10.9	2.3	17.5	10.1	1.6
营运资金的变动	-650.5	-249.7	-826.8	-457.1	-761.1	ROIC/WACC	2.4	1.5	1.4	1.5	1.6
经营活动产生现金流量	1,988.1	1,752.1	1,899.1	2,284.9	2,438.7						
投资活动产生现金流量	-2,281.5	-1,992.3	-1,087.0	-947.3	-941.7						
融资活动产生现金流量	1,173.2	-1,267.5	-597.7	-351.6	-679.9						

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