

Q4 或将继续改善, 《唐探3》爆款可期

投资要点

- **业绩总结:**公司公告2019三季度,2019年前三季度实现营收115.9亿元(-7%),实现归母净利润8.3亿元(-57%),实现归母扣非净利润7.7亿元(-35%),其中2019Q3单季度实现营收40.3亿元,同比增长0.5%,实现扣非归母净利润2.7亿元,同比下降19%。
- **19Q3单季业绩出现改善,营收端维稳,净利润端降幅收窄。**2018年下半年以来,电影院线行业整体承压,2019Q3单季度全国票房实现167亿元,与2018Q3单季度票房基本一致,止住下滑态势,公司院线端收入出现改善。电影院经营作为固定成本较多的行业,在整体票房增速不济的背景下,毛利率继续承压。**万达影视表现不及预期。**2018年万达影视主投主控影片较多,包括《快把我哥带走》(票房3.8亿元)、《唐人街探案2》(34亿元)等,19年同期主控影片较少且部分票房不及预期,代表性作品包括《熊出没》(7.1亿元)、《小小的愿望》(2.7亿元)等。与此同时,受游戏行业版号管控的影响,游戏发行业务营收同比下降。
- **2019年国庆档票房超预期,有望带动19Q4大盘同比增长。**2018Q4单季度全国票房实现117.6亿元,而2019年10月1日至10月29日,在国庆档三部大片的带动下,全国票房已经实现80亿元,Q4单季度票房有望实现赶超,万达电影作为国内票房市占率第一的院线,有望直接受益。**2020年春节档爆款可期。**公司出品的系列影片《唐人街探案3》定档2020年春节档,截至19年10月29日,该片猫眼想看人数近50万人,是20年春节档想看人数最多的电影。《唐探》系列前两部分别取得8亿元和34亿元的票房,《唐探3》爆款可期。
- **拟发行38亿元可转债。**2019年10月底,公司公告公开发行可转债预案的修订稿,拟公开发行不超过38.15亿元可转债,用于新建影院项目(30亿元)和补充流动资金及偿还银行贷款(8.1亿元),若发行成功,或将进一步提高万达院线的城市覆盖率和市场份额。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.57/0.69/0.84元,基于1)万达电影是一超多强格局下的龙头(2012-2018年票房市占率13.1%-14.5%之间);2)背靠万达集团,具备快速跨区域扩张、聚拢头部合作伙伴、整合大数据的能力,行业洗牌期市占率有望提升;3)2019年5月完成万达影视的并购,形成集影视制发放映于一体的全产业链电影娱乐综合性公司,基于19Q4票房增速开始转好,公司出品的《唐探3》爆款可期,维持“买入”评级。
- **风险提示:**市场竞争加剧的风险;新传播媒体竞争的风险;院线业务快速扩张的风险;商誉减值风险;并购标的协同发展不及预期、业绩承诺无法实现风险。

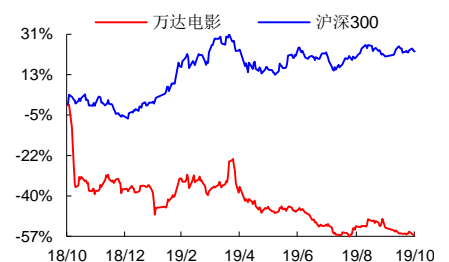
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14088.13	14648.34	16955.09	19694.97
增长率	6.49%	3.98%	15.75%	16.16%
归属母公司净利润(百万元)	1294.63	1183.08	1429.13	1739.90
增长率	-14.58%	-8.62%	20.80%	21.75%
每股收益EPS(元)	0.62	0.57	0.69	0.84
净资产收益率ROE	10.25%	8.59%	9.51%	10.52%
PE	24	27	22	18
PB	2.50	2.29	2.10	1.91

数据来源:Wind,西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:刘言
执业证号:S1250515070002
电话:023-67791663
邮箱:liuyan@swsc.com.cn
联系人:张闻宇
电话:021-58351917
邮箱:zwy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.78
流通A股(亿股)	17.61
52周内股价区间(元)	14.78-34.56
总市值(亿元)	315.51
总资产(亿元)	320.79
每股净资产(元)	9.39

相关研究

1. 万达电影(002739):万马嗜龙头起,多点开花达可期(2019-03-27)

关键假设:

公司主要业务包括境内外的电影放映、卖品销售、广告业务、以及万达影视板块。

假设 1: 电影放映、卖品销售、广告业务:

境内: 随着影院竞争愈加激烈, 中小院线加速出清, 万达电影作为龙头有望收割市场份额; 境外: 公司在澳大利亚票房占有率保持 22%。受 2019 上半年国内电影票房表现较弱的影响, 公司 2019 年电影放映、商品销售、广告业务均出现调整, 预计在 2019 下半年及 2020-2021 年将有所好转。

假设 2: 万达影视板块

万达影视板块 2019-2021 年度承诺的净利润: 分别不低于 8.88 亿元、10.69 亿元、12.74 亿元, 预计万达影视板块经历了 2019 年的调整, 2020 年之后将出现改善。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率预测

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
电影放映业务	收入	9067.9	8841.2	9283.2	10025.9
	增速	8.8%	-2.5%	5.0%	8.0%
	毛利率	10.3%	7.0%	7.2%	7.6%
商品销售业务	收入	1868.7	1775.3	1917.3	2123.9
	增速	3.4%	-5.0%	8.0%	10.8%
	毛利率	59.7%	60.0%	60.0%	62.0%
广告业务	收入	2520.3	2,369.1	2,558.6	2,814.5
	增速	5.0%	-6.0%	8.0%	10.0%
	毛利率	68.6%	65.0%	65.0%	65.0%
其他业务	收入	631.2	662.8	695.9	730.7
	增速	-8.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	77.8%	77.0%	77.0%	77.0%
万达影视	收入		1000.0	2,500.0	4,000.0
	增速			150.0%	60.0%
	毛利率		35.0%	38.0%	38.0%
合计	收入	14,088.1	14,648.3	16,955.1	19,695.0
	增速	6.49%	4.0%	15.7%	16.2%
	毛利率	30.32%	27.88%	29.30%	30.42%

数据来源: 公司公告, 艺恩数据, wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14088.13	14648.34	16955.09	19694.97	净利润	1292.49	1181.12	1426.77	1737.03
营业成本	9816.15	10564.04	11987.36	13704.14	折旧与摊销	1111.50	807.11	937.11	1067.11
营业税金及附加	481.12	497.12	576.61	669.32	财务费用	283.45	198.62	182.70	120.59
销售费用	1015.97	776.36	1017.31	1339.26	资产减值损失	33.54	0.00	80.00	100.00
管理费用	1078.41	1171.87	1373.36	1634.68	经营营运资本变动	-1905.08	-265.92	-1315.56	-912.25
财务费用	283.45	198.62	182.70	120.59	其他	936.16	-28.80	-108.80	-128.80
资产减值损失	33.54	0.00	80.00	100.00	经营活动现金流净额	1752.06	1892.12	1202.21	1983.68
投资收益	19.04	28.80	28.80	28.80	资本支出	-331.94	-4000.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1660.37	46.91	19.75	30.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1992.31	-3953.09	19.75	30.31
营业利润	1589.67	1469.13	1766.55	2155.77	短期借款	100.00	2418.56	-625.26	-1397.96
其他非经营损益	14.46	10.31	11.70	11.23	长期借款	1678.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	1604.13	1479.44	1778.25	2167.00	股权融资	0.00	316.99	0.00	0.00
所得税	311.64	298.32	351.47	429.97	支付股利	-234.86	-200.61	-183.32	-221.45
净利润	1292.49	1181.12	1426.77	1737.03	其他	-2810.90	-357.89	-182.70	-120.59
少数股东损益	-2.14	-1.95	-2.36	-2.87	筹资活动现金流净额	-1267.52	2177.04	-991.29	-1740.00
归属母公司股东净利润	1294.63	1183.08	1429.13	1739.90	现金流量净额	-1507.66	116.07	230.67	273.99
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1348.76	1464.83	1695.51	1969.50	成长能力				
应收和预付款项	2400.72	2071.58	2491.18	2831.16	销售收入增长率	6.49%	3.98%	15.75%	16.16%
存货	191.81	206.43	234.24	267.79	营业利润增长率	-15.07%	-7.58%	20.24%	22.03%
其他流动资产	600.18	534.73	653.40	745.64	净利润增长率	-14.72%	-8.62%	20.80%	21.75%
长期股权投资	20.54	20.54	20.54	20.54	EBITDA 增长率	-2.48%	-17.08%	16.63%	15.84%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3067.59	2711.56	2355.54	1999.52	毛利率	30.32%	27.88%	29.30%	30.42%
无形资产和开发支出	10409.99	14359.97	14309.95	14259.93	三费率	16.88%	14.66%	15.18%	15.71%
其他非流动资产	5068.87	5949.71	6727.70	7365.13	净利率	9.17%	8.06%	8.42%	8.82%
资产总计	23108.47	27319.36	28488.06	29459.21	ROE	10.25%	8.59%	9.51%	10.52%
短期借款	2300.00	4718.56	4093.29	2695.34	ROA	5.59%	4.32%	5.01%	5.90%
应付和预收款项	2516.96	2699.43	3090.80	3564.48	ROIC	9.10%	6.79%	7.06%	7.90%
长期借款	3758.24	3758.24	3758.24	3758.24	EBITDA/销售收入	21.19%	16.90%	17.02%	16.98%
其他负债	1924.35	2386.74	2545.88	2925.72	营运能力				
负债合计	10499.55	13562.96	13488.21	12943.78	总资产周转率	0.61	0.58	0.61	0.68
股本	1761.44	2078.43	2078.43	2078.43	固定资产周转率	5.19	5.50	7.34	10.08
资本公积	4003.74	4003.74	4003.74	4003.74	应收账款周转率	9.80	9.42	10.98	10.89
留存收益	6667.31	7649.78	8895.59	10414.05	存货周转率	54.02	53.05	54.41	54.60
归属母公司股东权益	12582.52	13731.95	14977.76	16496.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.24%	—	—	—
少数股东权益	26.40	24.45	22.09	19.21	资本结构				
股东权益合计	12608.92	13756.39	14999.85	16515.42	资产负债率	45.44%	49.65%	47.35%	43.94%
负债和股东权益合计	23108.47	27319.36	28488.06	29459.21	带息债务/总负债	57.70%	62.50%	58.21%	49.86%
					流动比率	0.70	0.45	0.53	0.65
					速动比率	0.67	0.43	0.51	0.62
					股利支付率	18.14%	16.96%	12.83%	12.73%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	2984.62	2474.86	2886.36	3343.47	每股收益	0.62	0.57	0.69	0.84
PE	24.37	26.67	22.08	18.13	每股净资产	6.07	6.62	7.22	7.95
PB	2.50	2.29	2.10	1.91	每股经营现金	0.84	0.91	0.58	0.95
PS	2.24	2.15	1.86	1.60	每股股利	0.11	0.10	0.09	0.11
EV/EBITDA	10.19	15.16	12.70	10.46					
股息率	0.74%	0.64%	0.58%	0.70%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn