信用等级公告

联合[2018]1829 号

联合资信评估有限公司通过对北京万达文化产业集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京万达文化产业集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“17 万达文化 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

北京万达文化产业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

债项简称	余 额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 万达文化 MTN001	18 亿元	2020/3/27	AA^+	AA^+

评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	142.70	106.36	120.08	118.73
资产总额(亿元)	1127.30	1457.56	1524.90	1448.23
所有者权益(亿元)	140.10	337.96	234.99	223.67
短期债务(亿元)	139.93	156.66	224.92	198.63
长期债务(亿元)	490.82	644.74	727.57	689.81
全部债务(亿元)	630.76	801.40	952.49	888.45
营业收入(亿元)	401.38	556.39	624.35	164.95
利润总额(亿元)	14.29	27.07	8.74	6.51
EBITDA(亿元)	57.64	87.53	101.34	--
经营性净现金流(亿元)	-16.34	81.90	7.46	46.61
营业利润率(%)	16.43	17.53	18.58	22.66
净资产收益率(%)	5.25	4.74	0.43	--
资产负债率(%)	87.57	76.81	84.59	84.56
全部债务资本化比率(%)	81.83	70.34	80.21	79.89
流动比率(%)	87.99	122.96	111.78	103.13
经营现金流动负债比(%)	-3.92	21.63	1.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.94	9.16	9.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.75	2.79	2.09	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；
2.长期应付款中有息债务计入长期债务。

分析师

杨学慧　杨晓丽　邢霖雪

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www. lhratings.com

评级观点

北京万达文化产业集团有限公司（以下简称“公司”）是大连万达集团股份有限公司（以下简称“万达集团”）旗下的文化产业平台，主营业务包括影视、文化旅游、体育三大板块，2017年，公司旅行社业务不并表，影视业务收入快速增长，下属上市公司万达电影股份有限公司（以下简称“万达电影”）继续保持国内电影票房、观影人次、市场份额等方面的优势，经营业绩良好；American-Multi-Cinema（以下简称“AMC”）于2017年3月完成对北欧院线Nordic的并购，带动收入规模不断增长，因其投资的NCM股价下跌计提减值准备、并购费用的增加及美国税率改革等因素影响，AMC出现业绩亏损；2017年5~6月，万达影视传媒有限公司（以下简称“万达影视”）两次减少注册资本导致公司权益规模下降。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级，反映了其在品牌知名度、院线业务市场占有率及影视业务产业链完整性等方面具备明显优势。同时联合资信也关注到公司对外扩张并购使得商誉规模持续上升、存在一定减值风险，有息债务负担较重、偿债能力一般，关联方往来款规模较大及利润对投资收益有一定依赖性等因素对公司经营及发展可能存在一定影响。

2018年5月，万达电影将7.66%的股份以46.76亿元转让给阿里巴巴集团关联企业杭州臻希投资管理有限公司（以下简称“臻希投资”），相关股份转让手续已全部完成，款项已全部交付，臻希投资成为万达电影第二大股东，公司资本实力不断增强；同时，万达电影拟将5.11%的股份以31.18亿元转让给文投控股股份有限公司（以下简称“文投控股”），目前股份转让事宜还未完成，联合资信会持续关注该事项进展。

未来，随着公司对并购资产的不断整合，

公司院线业务市场影响力将进一步提升；同时，体育板块业务规模不断扩大，公司整体收益水平有望提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“17 万达文化 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是万达集团旗下的文化产业平台，品牌知名度高、行业地位显著、竞争实力较强；同时公司拥有影视制作、发行、放映、影视产业园区、电影节等完整产业链，有利于发挥协同效应。
2. 公司是全球最大的院线公司，万达电影为中国第一大院线，2017 年国内票房市场占有率 13.5%；AMC 为美国和世界规模最大的单一院线，经营历史悠久，2017 年美国票房市场占有率 24%；2017 年公司影视业务收入同比上升 42.13%，经营良好。
3. 2017 年 7 月，万达集团将 13 个文旅项目转让给融创中国控股有限公司，上述项目的运营管理则由公司负责，预计文旅项目建成开业后，每年可为公司带来稳定的品牌使用费收入（每个项目每年 4500 万元），对利润形成一定支撑。
4. 2018 年 5 月，万达电影将 7.66%的股份以 46.76 亿元转让给阿里巴巴集团关联企业臻希投资，臻希投资成为其第二大股东，公司资本实力有所增强。
5. 公司现金类资产较充裕，持有的上市公司万达电影及 AMC 股权未质押，对“17 万达文化 MTN001”的保障能力强。

关注

1. 公司电影业务经营稳定性受票房影响大，具有一定投资风险。
2. 近年来，公司大规模的并购导致商誉和有息债务规模持续上升。截至 2018 年 3 月底，公司商誉为 545.95 亿元，占资产总额的比重达 37.70%，存在一定商誉减值风险；有息债务攀升至 888.45 亿元，债务负担较重。
3. 2017 年，因为投资的 NCM 股价下跌计提减值准备、并购费用的增加及美国税率改革等因素影响，AMC 出现业绩亏损；公司利润对投资收益依赖大，期间费用高企对利润影响较大。
4. 2017 年，万达影视两次减少注册资本，导致公司资本公积和少数股东权益大幅下降，所有者权益较上年底减少 102.97 亿元，公司资本结构有待改善。
5. 公司与关联方交易及往来款规模大，对资金形成一定占用。截至 2017 年底，公司其他应收款中，应收关联方往来款 233.68 亿元。
6. 公司本部有息债务持续上升，债务负担较重，偿债能力一般。
7. 万达电影拟将 5.11%的股份转让给文投控股，目前股份转让事宜还未完成，联合资信将会持续关注该事项进展。

声　明

一、本报告引用的资料主要由北京万达文化产业集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

北京万达文化产业集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于北京万达文化产业集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

北京万达文化产业集团有限公司（以下简称“公司”或“文化集团”）于2012年9月在北京市工商行政管理局注册成立，成立时注册资本为13亿元，其中大连万达集团股份有限公司（以下简称“万达集团”）以货币出资12.79亿元，占注册资本的98.38%；大连万达集团商业发展有限公司（以下简称“万达商业”）以货币出资0.21亿元，占注册资本的1.62%。后经几次增资扩股以及股权变更，截至2018年3月底，公司注册资本70亿元，万达集团持股100%，公司实际控制人为自然人王健林。

公司经营范围：组织文化艺术交流活动（不含演出）；文化产业项目投资；投资管理、投资咨询；企业管理咨询；经济贸易咨询。

截至2017年底，公司（合并）资产总额1524.90亿元，所有者权益合计234.99亿元（其中少数股东权益158.30亿元）；2017年公司实现营业收入624.35亿元，利润总额8.74亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额1448.23亿元，所有者权益合计为223.67亿元（其中少数股东权益174.07亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入164.95亿元，利润总额6.51亿元。

公司注册地址：北京市通州区新华北街75号2001室；法定代表人：丁本锡。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内债券为“17万达文化MTN001”，期限3年，募集资金用途为偿还银行借款。截至本报告出具日，募集资金已按计划全部投入使用，利息已按时偿付。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17万达文化MTN001	18.00	18.00	2017/03/27	2020/03/27

资料来源：Wind资讯

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全

国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总

体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析

行业概况

文化产业是指从事文化生产和提供文化服务的经营性行业，文化产业的出现是社会生产力发展的必然要求，是随着社会主义市场经济体制的逐步完善和现代生产方式的不断进步而发展起来的新兴产业。文化产业分为影视业、音像业、文化娱乐业、文化旅游业、网络文化业、图书报刊业、文物和艺术品业、艺术培训业等 9 大门类。

近年来，中国文化产业的规模不断扩大，文化产业增加值占 GDP 的比重稳步提升，经济效益大幅提高，文化体制改革成效显著，娱乐文化服务、网络文化业等新兴文化产业发展迅速。随着文化改革发展的深入推进，中国文化产业继续保持快速发展的良好势头，整体规模实力特别是文化核心领域的影响力进一步提升，2017 年文化及相关产业增加值 35462 亿元，同比增长 15.2%，占 GDP 比重 4.29%，比 2016 年增加 0.15 个百分点，继续向国民经济支柱性产业迈进。

2017 年，中国规模以上文化企业实现营业收入 91950 亿元，比上年增长 10.8%（名义增长，未扣除价格因素），增速提高 3.3 个百分点，继续保持较快增长。文化及相关产业 10 个行业的营业收入均实现增长。其中，实现两位数增长的行业有 4 个，分别是：以“互联网+”为主要形式的文化信息传输服务业（营业收入 7990 亿元，同比增长 34.6%）；文化艺术服务业（营业收入 434 亿元，同比增长 17.1%）；文化休闲娱乐服务业（营业收入 1545 亿元，同比增长 14.7%）；文化用品的生产（营业收入 33665 亿元，增长 11.4%）。

2018 年一季度，全国 5.7 万家规模以上文化企业实现营业收入 19052 亿元，比上年同期增长 10.5%（未扣除价格因素），9 个类别的营业收入均实现增长。其中，新闻信息服务、文化投资运营、创意设计服务、内容创作生产等文化核心领域的 4 个类别实现两位数增长。

总体看，近年来文化产业增长势头强劲，对国民经济的贡献率不断上升，促进作用日益凸显，当前文化创作生产和消费形态愈加数字化、网络化，以数字创意为代表的新兴文化产业，融合“互联网+文化”，保持着文化产业的发展势能，未来发展前景良好。

政策环境

中国文化产业作为第三产业的重要行业之一，其在调整产业结构、创造就业机会、缩小区域发展差距等方面具有明显的调节作用，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2017 年 1 月，文化部印发《“一带一路”文化发展行动计划（2016-2020 年）》，从健全机制建设、促进贸易合作、打造文化品牌等五大方面为“一带一路”文化建设工作的深入开展绘制了路线图。强调建立和完善文化产业国际合作机制，加快国内“丝绸之路文化产业带”建设。以文化旅游、演艺娱乐、工艺美术、创意设计、数字文化为重点领域，支持“一带一路”沿线地区根据地域特色和民族特点实施特色文化产业项目，加强与“一带一路”国家在文化资源数字化保护与开发中的合作，积极利用“一带一路”文化交流合作平台推介文化创意产品，推动动漫游戏产业面向“一带一路”国家发展。顺应“互联网+”发展趋势，推进互联网与文化产业融合发展，鼓励和引导社会资本投入“丝绸之路文化产业带”建设。持续推进藏羌彝文化产业走廊建设。

2017 年 3 月 1 日，文化产业首部大法《电影产业促进法》正式实施，法律施行后，全国电影市场专项治理办公室于 2017 年 3 月 21 日公布当年首批被查出存在违法经营行为的 326 家影院名单，并全部予以惩处整治。一方面，电影从审批、制作再到发行、放映都将有法可依；另一方面，电影市场监管将依法更加严格，

对偷漏、瞒报票房收入等行为也将施以实实在在的惩罚，这将极大地有利于中国电影产业进一步发展壮大。

主要子行业

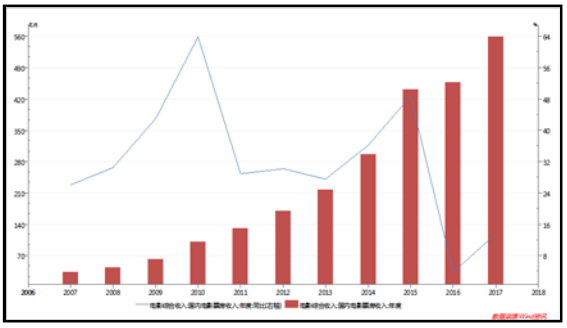
公司涉及的文化产业主要包括影视制作、院线以及文化旅游。

（1）电影制作发行行业

近年来随着国民经济的持续快速发展，居民收入水平稳步提高，文化娱乐产品的消费需求不断增长，电影行业作为文化娱乐市场的重要组成部分，决定着整个行业的发展。

继 2016 年电影市场低迷态势之后，2017 年国内电影票房市场一举触底反弹，全年国内电影总票房为 559.11 亿元（剔除服务费为 524 亿元），首次突破 500 亿元，同比增长 15.1%，其中票房过 10 亿元影片 13 部，过亿元影片 95 部。2018 年一季度，在春节档票房的带动下，全国电影票房达 202.18 亿元，同比增长 39.8%；首次超越北美同期 28.5 亿美元（约合人民币 181.7 亿元）票房成绩，成为全球电影市场冠军。

图 1　近年中国电影票房收入（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

近年来，中国电影市场的快速发展也吸引了大量国外优秀的电影制片商进入，国外电影中的中国元素不断增多，其在中国市场的宣传力度也在逐步加大。2015 年 9 月，中国电影集团与美国电影协会签署了《分账影片进口发行合作协议》，正式确认将引进片美方分账比例提高至 25%，该协议一定程度上对国产片的市场空间产生影响。为应对进口大片的冲击，近两年国内主要制片商也加大了与海外电影制作团队的合作，电影制作的规范性及技术水平均有了较大提高，制作实力日趋增强。

2017 年中国国产电影产量 970 部（新增 26 部），新上映影片 483 部，共有 51 部影片票房过亿。2017 年国产影片共计贡献票房 301.04 亿元，占 53.84%，较 2016 年同期下降 4.5%；从影片类型上来看，电影故事片 798 部，动画电影 32 部，科教电影 68 部，纪录电影 44 部，特种电影 28 部，影片类型多样化趋势明显，主力类型票房贡献率日趋均衡。

进口影片方面，2017 年，中国进口影片 98 部，其中 64 部影片贡献了 26%的票房；2017 年进口影片实现票房 258.07 亿元，占总票房的 46.16%，占比较上年进一步提高。

随着电影市场的日趋成熟，观众消费越来越理性，好内容好口碑的电影开始切实拉动票房增长，以《战狼 2》为代表的一些质量、口碑俱佳的影片在获得较高票房的同时，也带热了观影氛围，内容成为最重要的观影动力，盲目追求明星的非理性消费正在减退。中国电影市场正逐步由银幕拉动票房时代，向内容驱动票房时代转变。

总体看，中国电影市场规模不断扩大，影片产量呈现增长态势，影片类型也呈现多元化趋势。市场的扩大吸引国外片商及本土院线公司等新竞争者加速进入，未来行业内竞争将更加激烈。

（2）院线行业

中国电影院线制改革以来，城市票房以年均 40%以上的速度增长，与改革之初的 2002 年相比，全国城市电影票房增长了近 20 倍。

随着电影市场的持续高增长，近几年国内的影院数量也呈现井喷式增长态势。根据中国电影家协会产业研究中心数据，2006-2016 年，银幕数量爆发式增长，十年间增加 38155 块，累计增长 1261.74%。截至 2017 年底，全国可统计影城数量达到 9340 家，银幕数量达到 50776 块，同比增长 23.46%，增速较上年下降 6.74 个百分点。

表 2　近三年中国影院、银幕、观影人次数量情况

项　目	2015 年	2016 年	2017 年
影院数量（个）	7200	8410	9340
银幕数量（块）	31627	41179	50776
观影人次（亿）	12.60	13.72	16.22

资料来源：联合资信整理

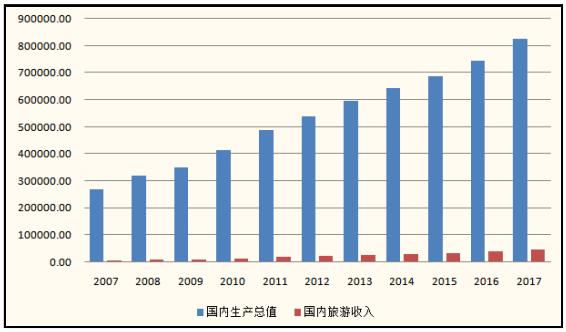
从观影人数看，近三年，国内观影人次年均复合增长 13.46%，2017 年为 16.22 亿，同比增长 18.22%；同期，中国人口年均观影为 1.17 次，观影频次不断提高（同比增长 17%），但与北美、韩国等电影发达市场相比，中国年均观影频次仍然较低，未来有较大的成长空间。在观影人群上，中国电影市场呈现年轻化的趋势，80 后、90 后已成为观影主力。

截至 2017 年底，中国城市院线为 48 条，其中票房过 10 亿的院线 15 条，排名前 3 的院线合计市场占有率约为 30%，行业集中度较低。相比之下，全球成熟电影市场院线行业集中度较高，以美国为例，北美市场拥有近 4 万块银幕，但只有 25 条主流院线，众多银幕掌握在主要的 5 大院线。由此推测，国内院线行业存在较大整合空间；与此同时，全国电影票房增速低于全国银幕增速，显示院线行业竞争加剧，行业面临进一步整合。

（3）旅游行业

2017 年，国内旅游市场高速增长，入出境市场平稳发展，供给侧结构性改革成效明显。国内旅游人数 50.01 亿人次，比上年同期增长 12.8%；入出境旅游总人数 2.7 亿人次，同比增长 3.7%；全年实现旅游总收入 5.40 万亿元，增长 15.1%。初步测算，全年全国旅游业对 GDP 的综合贡献为 9.13 万亿元，占 GDP 总量的 11.04%。旅游直接就业 2825 万人，直接和间接就业合计 7990 万人，占全国就业总人口的 10.28%。

图2 近年来GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

从旅游业的发展规律看，GDP的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近年来，随着国民经济的持续增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场收入规模呈现不断增长态势。2015～2017年，国内旅游收入分别为3.42万亿元、3.94万亿元和4.57万亿元，年均复合增长15.60%。

从旅游行业投资情况看，根据2017中国旅游投资研究报告显示，2017年旅游业综合贡献8.77万亿元，对国民经济的综合贡献达11.04%，2017年全国旅游投资继续保持稳定增长态势，预计全年旅游直接投资将超过1.5万亿元。2017年，全国旅游投资依然延续了以民营资本为主、政府投资和国有企业为辅的多元主体投资格局。在投资总额中，民营企业投资额占比最高，主要投资大型综合类文化旅游项目；政府和国有企业对西部地区旅游投入的比重相对较高，投资相对集中于旅游基础设施、公共服务设施以及旅游村镇类项目。

总体看，在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势，旅游投资规模逐年稳定增长，预计未来旅游市场散客化自由行趋势会越来越明显，可带动相关产业协同发展。

六、基础素质分析

公司是万达集团旗下的文化产业平台，主营业务包括影视、旅游和体育三大板块。

公司影视板块拥有影视制作、发行、放

映、影视产业园区、电影节等完整影视产业链；主要经营主体为万达电影股份有限公司（以下简称“万达电影”，股票代码：002739.SZ）、American-Multi-Cinema（以下简称“AMC”，股票代码：AMC.N）和万达影视传媒有限公司（以下简称“万达影视”）。

截至 2017 年底，万达电影拥有直营影院 516 家，银幕总数 4571 块，是中国最大的电影院线，2017 年国内市场占有率 13.5%；AMC 是美国和世界规模最大的单一院线，占美国电影票房市场 24%的份额，拥有影城 1008 家，屏幕约 11071 块。万达影视是中国电影票房收入最多的民营企业，近年来连续每年拍摄制作 10 部以上的影片；联营公司五洲电影发行有限公司（以下简称“五洲发行”，公司间接持股 44.50%）是集电影发行、营销策划于一体的电影发行领军企业，2017 年发行影片总票房排名中国民营企业第一。

体育板块主要经营主体为盈方体育传媒集团（以下简称“盈方体育”）和美国世界铁人公司（以下简称“世界铁人”）；其中，盈方体育传媒是全球最大的体育市场营销及体育传媒制作公司之一，在冬季运动和足球运动领域全球领先；世界铁人拥有世界著名的“铁人”三项运动品牌，占据全球长距离三项运动市场份额的 91%。

表 3　2017 年公司控股上市公司财务数据（单位：亿元）

公司名称	持股比例	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	主要业务
万达电影	60.87%	231.42	117.09	132.29	15.16	主营影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及相关衍生业务。
AMC	59.21%	640.74	138.03	331.89	-31.83	主要从事电影放映业务
万达影视	22.44%	72.78	55.89	20.20	5.97	主营电影和电视剧的投资、制作和发行
盈方体育传媒	75.40%	8.50 亿欧元	0.50 亿欧元	54.00	5.20	业务涵盖电视信号与节目内容制作、赛事运营、品牌推广、赞助商服务等
美国世界铁人	100%	4.40 亿欧元	0.60 亿欧元	17.00	-0.20	主营铁人三项赛事运营和品牌推广

资料来源：公司提供

注：1.持股比例为截至 2018 年 3 月底持股；2.公司持有上市公司万达电影和 AMC 的股票均未质押；3.AMC2017 年亏损主要原因如下：第一，AMC 投资的电影映前广告公司 NCM 股价下跌，AMC 对其投资计提减值损失 2.30 亿美元；第二，因美国政府于 2017 年 12 月颁布减税与就业法案，按原税率计提的递延所得税资产按税改后新税率重新计算后，影响利润 2.20 亿美元；第三，AMC 收购北欧院线 Nordic 等影院产生一次性并购费用 0.60 亿美元。4.世界铁人 2017 年亏损主要由于铁人自身收购一家摇滚马拉松公司，因收购产生的一次性费用影响导致当年小幅亏损。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、内控体系、管理制度及高层管理人员方面无重大变更。

八、重大事项

1．转让万达电影部分股权，引入战略投资者

2018 年 2 月 6 日，万达电影发布《权益变动提示性公告》，公告中称，万达电影于 2018 年 2 月 5 日接到控股股东北京万达投资有限公司（以下简称“万达投资”，公司持股 98.80%）的通知，万达投资以协议转让方式将其持有的万达电影 60000000 股股份（占万达电影股份总数 5.11%，标的股份转让总价款为 31.18 亿元）转让给文投控股股份有限公司（以下简称“文投控股”）出资设立的有限合伙或信托制基金；同时，万达投资以协议转让方式将其持有的万达电影 90000000 股股份（占万达电影股份总数 7.66%，标的股份转让总价款 46.76 亿元）转让给杭州臻希投资管理有限公司（以下简称“臻希投资”）。

2018 年 5 月 15 日，万达投资与臻希投资股份转让手续已全部完成，款项已全部交付，截至当日，万达投资对万达电影持股比例由

58.36%下降至 50.70%；截至目前，万达投资与文投控股的股权转让事宜还未完成，预计全部完成后，万达投资对万达电影持股比例将下降至 45.59%，仍然是万达电影控股股东。

联合资信注意到，臻希投资为阿里巴巴集团关联公司，阿里巴巴集团在文娱产业方面具有丰富的资源，拥有包括阿里影业、优酷、UC、阿里音乐、大麦网等业务板块；文投控股是北京市文化投资发展集团有限责任公司（以下简称“文投集团”）下属文化类上市公司，实际控制人为北京市国有文化资产监督管理办公室，文投集团在电影产业方面已投资耀莱影城、怀柔影视基地、环球影城等项目。这两家公司入股万达电影，不仅能为万达电影提供财务支持，预计还能带来一定的项目资源，未来会在院线加盟、电影发行、影片投资等方面展开战略合作。联合资信将持续关注该事项进展情况。

2．万达影视减少注册资本

万达影视成立于 2009 年 7 月，初始注册资本 5000 万元，万达集团持股 90%，万达电影持股 10%。后经过多次增资扩股及股权变更，截至 2017 年 3 月底，万达影视注册资本增至 23.25 亿元，万达投资持股 49.14%，泛海投资等 23 个机构及个人投资者合计持股 50.86%。

2017 年 5 月，经万达影视股东会决议，全体股东一致同意万达影视注册资本由 23.25 亿元减少至 9.69 亿元，减资完成后万达投资持有万达影视股权 34.67%，泛海投资等 20 个机构及个人投资者合计持股 65.33%；2017 年 6 月，经万达影视股东会决议，进行第二次减资，注册资本减至 7.50 亿元，减资完成后，万达投资持股 22.4%，为万达影视单一最大股东。

联合资信关注到，万达影视减资使得其资本公积大幅减少 95.53 亿元，所有者权益由 2016 年底的 156.27 亿元下降至 2017 年底的 55.89 亿元，由此导致文化集团资本公积和少数股东权益大幅下降，所有者权益较上年底减少 102.97 亿元，公司资本结构有待改善。

3．万达电影拟发行股份及支付现金购买万达影视 96.8262%的股权

2018 年 6 月 26 日，万达电影发布《万达电影股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书》，拟以发行股份及支付现金方式收购万达影视股权。

本次交易的标的资产为万达影视 96.8262%的股权。万达电影拟向万达投资等 21 名交易对方支付现金及发行股份购买其持有的万达影视 96.8262%的股权，各方协商确定标的资产的交易价格为 116.19 亿元，其中交易对方中万达投资所持标的资产对应部分对价由万达电影以现金方式支付，交易对方中除万达投资以外的其他方所持标的资产对应部分对价由万达电影以非公开发行股份的方式支付。本次交易完成后，万达电影将直接持有万达影视 96.8262%的股权。

表 4　股权转让对价支付方式安排情况（单位：万元）

转让方	所持股权对价	股份支付对价	现金支付对价
万达投资	269288.57	0	269288.57
其他交易对方	892625.79	892625.79	0
合计	**1161914.36**	**892625.79**	**269288.57**

资料来源：联合资信整理

支付现金

本次交易中万达电影向万达投资支付现金对价合计 26.93 亿元，分三期支付，第一期：自交割日起 30 个工作日内，万达电影向万达投资支付 10 亿元交易对价；第二期：自盈利预测补偿期第一个会计年度的年度专项审核报告出具后 30 个工作日内，万达电影向万达投资支付 9 亿元交易对价；第三期：自盈利预测补偿期第二个会计年度的年度专项审核报告出具后 30 个工作日内，万达电影向万达投资支付余下 7.93 亿元交易对价。

在上述第二期、第三期价款支付前，如根

据万达电影与万达投资签署的《盈利预测补偿协议》的约定发生万达投资应进行业绩补偿的情形，万达电影有权直接从尚未向万达投资支付的价款中扣减相应的金额并书面通知万达投资，并将当期应向万达投资支付的价款扣减其现金补偿金额后的余额（若有）在前述期限内支付给万达投资。

发行股票

发行价格方面，基于万达电影的经营现状并经各方协商确定，本次发行的定价基准日为公司第四届董事会第二十次会议决议公告日，发行价格为 50.00 元/股，不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，最终发行价格需经公司股东大会批准。

发行数量方面，本次交易中，股份支付对价为 89.26 亿元，依据发行价格 50.00 元/股计算，本次发行中万达电影将向交易对方中除万达投资外的其他方发行的股份总数为 178525157 股。本次发行股份购买资产完成后，万达电影总股本将增加至 1352820131 股。本次发行股份购买资产发行的股份占万达电影发行后总股本的 13.20%。

王健林是万达投资、文化集团的实际控制人。本次发行前后，王健林均不直接持有万达电影的股份。本次发行前，王健林通过万达投资、文化集团合计持有万达电影的股份为 624760730 股，占总股本的 53.21%；在本次发行后，王健林通过万达投资、文化集团合计持有万达电影的股份为 564760730 股，占总股本的 41.75%，实际控制人地位未发生改变。

业绩承诺

万达投资承诺万达影视 2018~2020 年度净利润数分别不低于 8.88 亿元、10.69 亿元、12.71 亿元。如万达影视在协议约定的盈利预测补偿期内任一年度实际实现的截至当期期末累积实际净利润数未达到截至当期期末累积承诺净利润数，则万达投资应依据《盈利预测补偿协议》中约定的方式对万达电影进行补偿，即允许其直接从尚未支付的交易价款中扣减相应的金额并书面通知万达投资。

万达影视主要业务为电影和电视剧的投资、制作和发行，拥有较为丰富的业务资源。截至 2017 年底，万达影视资产总额 72.78 亿元，所有者权益 55.89 亿元，2017 年万达影视实现收入 20.20 亿元，利润总额 6.46 亿元。

本次交易属上下游并购，完成后，伴随万达电影不断深入的资源整合、产业链延伸及业务范围扩展，收入来源将更为多元化，业绩增长点将更为丰富，除既有的观影收入、广告收入、商品及餐饮销售收入外，将进一步增加来自电影投资、电视剧投资等方面的收入，盈利能力有望进一步增强。同时，联合资信也关注到，标的公司万达影视所处细分行业与万达电影原有业务不同，能否顺利实现整合具有一定的不确定性。本次交易尚需公司股东大会审议通过和证监会核准，联合资信会持续关注上述收购事项的进展情况。

九、经营分析

1. 经营概况

目前，公司形成了影视、文化旅游和体育三大业务支撑的格局。影视业务主要包括电影制作、发行及影院的投资管理运营；文化旅游板块主要包括室内外主题乐园、室内电影乐园、舞台演绎及文旅项目规划设计等业务；体育板块主要是盈方体育和世界铁人业务。

表 5　公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
影视业务	281.71	70.19	21.05	369.91	66.45	21.45	525.76	84.21	20.49	145.73	88.35	27.28
旅游业务	76.79	19.13	8.84	115.29	20.71	7.93	16.17	2.59	62.33	0.41	0.24	2.50

盈方体育	20.90	5.21	29.19	49.57	8.91	30.04	54.02	8.65	33.29	15.33	9.29	37.96
世界铁人	0.43	0.11	30.23	13.57	2.44	37.34	16.95	2.72	35.23	2.02	1.22	21.10
其他业务	21.54	5.37	39.28	8.05	1.49	69.49	11.45	1.83	14.90	1.46	0.88	50.21
合计	**401.38**	**100.00**	**20.13**	**556.39**	**100.00**	**20.52**	**624.35**	**100.00**	**24.27**	**164.95**	**100.00**	**28.38**

资料来源：公司提供

2017年，公司实现营业收入624.35亿元，同比增长12.21%。分板块来看，影视业务是公司收入的主要来源，2017年实现业务收入525.76亿元，同比增长42.13%，主要来自万达电影、AMC及影视业务的增长，其中万达电影实现收入132.29亿元，同比增长18.02%；AMC实现收入331.89亿元，同比增长47.85%，主要由于收购欧洲院线Odeon&UCI、美国卡麦克院线Carmike及北欧院线Nordic，经营规模扩大带动收入增长；影视业务由于2017年上映作品票房较好，收入同比增加10.25亿元。旅游板块2017年实现收入16.17亿元，同比大幅下滑，主要由于旅行社业务[1]整体划转，不再纳入合并范围所致。体育业务方面，2017年盈方体育和世界铁人分别实现收入54.02亿元和16.95亿元，同比分别增长8.98%和24.91%。其他业务主要为一些服务费收入，占比较小，对公司整体经营影响不大。

从盈利能力看，公司综合毛利率稳定增长，2017年为24.27%。其中，影视业务毛利率小幅下滑，2017年为20.49%；旅游板块受旅行社业务不再纳入合并影响，毛利率大幅提升至62.33%。盈方体育和世界铁人主要经营体育赛事，毛利率水平较高，2017年分别为33.29%和35.23%，基本保持稳定。

2018年1～3月，公司实现营业收入164.95亿元，同比增长8.32%，影视和体育板块均有不同程度增长；旅游业务继续下滑，同比下降66.94%，主要由于文旅项目规划设计业务量下降所致。同期，公司综合毛利率为28.38%，较上年提升4.11个百分点。

2．影视业务

院线运营板块

公司院线业务主要由万达电影和美国AMC负责经营。

（1）万达电影

公司的境内院线主要由万达电影经营，包括影院建设投资、院线电影发行、影院电影放映及相关衍生业务。截至2017年底，万达电影资产总额231.42亿元，所有者权益117.09亿元；2017年万达电影实现营业收入132.29亿元，利润总额18.77亿元。截至2018年3月底，万达电影资产总额231.41亿元，所有者权益121.06亿元；2018年1~3月，万达电影实现营业收入42.50亿元，利润总额6.55亿元。2017年，万达电影向公司及下属子公司万达投资合计分红1.43亿元。

从万达电影的收入构成来看，票房收入为最主要来源，2017年实现收入83.34亿元，同比增长10.75%，占比63.00%；随着观影人次的不断增长，非票房业务也呈现快速增长态势，2017年商品销售和广告业务分别实现收入18.08亿元和24.00亿元，同比增长36.35%和41.84%。毛利率方面，观影业务毛利率持续下滑，2017年为12.06%，同比下滑5.29个百分点，主要由于（1）公司2017年新增影城115家，占公司已开业影城数量比重较大，新开业影城经营初期通常收入较少，费用及成本较高，拉低了观影业务毛利率水平。（2）国内近几年新增影城数量较快，影院竞争加剧，公司已开业影城单银幕产出有所下降，也在一定程度上拉低了整体毛利率水平；商品销售和影院广告等非票房业务毛利率水平较高，2017

[1] 2015年7月，公司与腾讯产业共赢资本、中信产业资本等战略投资同程网络科技股份有限公司（以下简称“同程网络”），总投资额超过60亿元，其中，公司投资35.8亿元，持股20%，是同程网络最大股东（未纳入合并范围）；2016年11月，公司将旗下旅行社业务经营主体北京万达旅业投资有限公司（以下简称“万达旅业”）全部资产整体注入同程网络。

年分别为 59.96%和 67.48%。

表 6　万达电影业务情况（单位：亿元、%）

板块	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
票房收入	63.88	79.84	25.02	75.25	67.13	17.35	83.34	63.00	12.06
商品销售收入	9.23	11.53	68.83	13.26	11.83	61.04	18.08	13.66	59.96
影院广告收入	4.63	5.79	79.83	16.92	15.09	66.59	24.00	18.14	67.48
其他业务	2.27	2.84	71.09	6.66	5.95	64.26	6.88	5.20	78.05
合计	**80.01**	**100.00**	**34.56**	**112.09**	**100.00**	**32.75**	**132.29**	**100.00**	**32.10**

资料来源：万达电影年报

2017 年，万达电影继续保持领先的行业地位，国内实现票房 70.60 亿元，观影人次 1.85 亿人次，国内市场占有率 13.5%，票房、观影人次、市场占有率等核心指标连续 9 年位列全国第一，单银幕产出、上座率等主要指标继续保持全国领先水平。2017 年，万达电影下属 65 家影院跻身中国影院票房 200 强，141 家影院进入中国影院票房 500 强。

万达电影采取资产联结、连锁经营的模式开展业务，旗下影院以自有为主，影院所在物业全部采取租赁方式取得，租赁的场所包括万达商业地产持有的万达广场物业（约占影院数量的 60%左右）以及一些非万达广场物业，租赁合同一般为长期协议，以 10-15 年为主。

院线电影发行及电影放映方面，公司通过各电影发行公司引进影片，根据市场情况向下属影院下达排映指导。公司对影院影片放映实行科学、规范、标准的管理，全面采用世界水准的放映工艺标准，拥有世界先进的进口数字放映设备，音响系统和银幕，为观众提供一流的观影体验。公司已与加拿大 IMAX 公司及杜比公司达成战略合作，截至 2017 年底，公司投入运营的 IMAX 银幕合计 257 块，杜比影院 25 家，是全国拥有 IMAX 银幕数量和杜比影院最多的院线，具有很强的竞争优势。

2017 年，万达电影通过自建、合作等方式，继续加快布局影院终端建设，在加快万达广场开设影院的同时，积极发展非万达物业项目。2017 年非万达广场影院开业 30 家，签约项目 94 家，其中一、二线城市签约项目占比超 50%。截至 2017 年底，万达电影拥有直营影院 516 家、4571 块银幕，其中国内影院 463 家，4134 块银幕，境外影院 53 家，437 块银幕。

截至 2017 年底，万达电影会员数量过亿，会员消费占比超过 80%。公司围绕过亿会员，实施全场景创新新体验，全新上线万达电影 APP6.0，推出智能取票机影立方，为观众提供更便捷的购票体验；与 COSTA 开展战略合作，全面布局咖啡业务，搭建影院休闲消费新场景；创新衍生品业务，实现时光网、“衍生 π”线上与线下融合新格局；打造万达电影专属的“爆米花节”，带动万达电影经营业绩稳步增长。

（2）美国 AMC

2012 年 8 月，公司完成了对美国 AMC 的收购。AMC 是一家连锁电影院，是美国第二大电影放映公司，经营历史超过 90 年，行业地位突出。AMC 的影院主要分布在美国主要城市的核心市场，市场广阔，全美国 40%的人口居住在 AMC 影院辐射 10 英里的区域内。2013 年 12 月 18 日，AMC 在纽约证券交易所上市。AMC 作为一个独立的法人主体，自并购以来，独立运营，自负盈亏，公司对其业绩制定有严格指标及激励政策，并委派 1 名董事参与日常经营决策。AMC 每年向公司现金分红 6000 万美元，同时公司对 AMC 债务不提供任何形式的担保。

截至 2017 年底，AMC 资产总额 640.74

亿元，所有者权益 138.03 亿元；2017 年 AMC 实现营业收入 331.89 亿元（2016 年为 224.47 亿元），除税前利润-21.77 亿元（2016 年为 10.38 亿元）。2018 年一季度，AMC 实现收入 13.84 亿美元，同比增长 7.87%，净利润 1770 万美元，同比增长 110.71%。

2017 年 AMC 收入增长 47.85%，主要是并购欧洲院线 Odeon&UCI、美国卡麦克院线 Carmike 以及北欧院线 Nordic 带动收入增长；利润大幅下滑主要系（1）收购上述院线后，AMC 影院市场占有率明显提高，按照美国反垄断法，AMC 需分阶段处置其持有的电影映前广告公司 NCM 股权（截至 2017 年底，AMC 持有 NCM17.39%股权），并将在 30 个月的时间期限内，将持股比例缩减至不高于 4.99%；受该事件影响，NCM 股价下跌，AMC 对其投资计提减值损失 2.30 亿美元；（2）因美国政府于 2017 年 12 月颁布减税与就业法案，按原税率计提的递延所得税资产按税改后新税率重新计算后，影响利润 2.20 亿美元；（3）AMC 收购北欧院线 Nordic 等影院产生一次性并购费用 0.60 亿美元。

表 7　2016 年以来 AMC 重要收购

时间	项目	收购方式	影响
2016 年 7 月	欧洲院线Odeon&UCI	根据协议，以9.21亿英镑从私募股权公司Terra Firma手中收购总部位于伦敦的欧洲最大院线Odeon & UCI Cinemas Group；同时，AMC将承担Odeon & UCI的4.07亿英镑债务，包括这些债务在内，此项交易价值约13.28亿英镑。本次交易按照75%现金和25%股票的方式支付。	Odeon & UCI在欧洲拥有242家影院和2236块银幕，每年出售9000万张电影票，是英国、爱尔兰、意大利、西班牙第一大院线，奥地利和葡萄牙第二大院线，德国第四大院线。公司完成了全球院线布局，在北美、中国和欧洲三大电影市场都占据领先地位，成为全球最大的院线运营商。
2016 年 11 月	美国卡麦克院线Carmike	以11亿美元收购美国连锁影院卡麦克院线Carmike	Carmike成立于1982年，目前已成长为一家经营连锁影院的上市公司，Carmike在美国35个州拥有249家剧场以及约2954块屏幕。
2017 年 3 月	北欧院线Nordic	以9.3亿美元收购北欧院线Nordic	北欧院线Nordic在北欧地区拥有118家影院、664块屏幕，影院遍布北欧50个主要大中城市，在瑞典、芬兰、爱沙尼亚、挪威、拉脱维亚和立陶宛等国市场份额排名第一。

资料来源：公司提供，联合资信整理

注：上述项目的收购资金均为 AMC 自筹（自有资金+银行贷款）。

2016 年，AMC 院线完成并购美国卡麦克院线 Carmike 和欧洲最大院线 Odeon&UCI；2017 年，AMC 院线完成并购北欧院线 Nordic。截至 2017 年底，AMC 拥有影城 1008 家，屏幕约 11071 块；其中在美国拥有 661 家影院，8200 块屏幕；在欧洲拥有 347 家影院，2871 块屏幕。同时，联合资信也关注到，由于持续较大规模的并购，AMC 负债及商誉规模持续增长，截至 2017 年底，AMC 资产负债率达到 78.45%，商誉规模为 322.25 亿元，有息债务约 319.31 亿元。

总体看，公司借助国内电影市场蓬勃发展的契机，打造了“万达电影”品牌，目前已成为国内院线运营行业龙头企业，并享有较高的市场知名度。同时，公司通过并购美国、欧洲等电影市场中的百年老店，积极拓展国际市场，实现院线和品牌业务的国际化，进一步提升公司的核心竞争力；但大规模的国际并购使得公司债务负担不断加重，2017 年，AMC 因其投资的 NCM 股价下跌计提减值准备、并购费用的增加及美国税率改革等因素影响，业绩出现亏损，联合资信会持续关注 AMC 整体经营状况。

电影及衍生业务板块

公司的电影投资及制作业务主要由万达影视负责经营。万达影视成立于 2009 年，开展影视投资、制作、发行、放映及后产品等全产业链业务。万达影视收入主要源于电影票房

分账，截至 2017 年底，万达影视资产规模合计 72.78 亿元，所有者权益 55.89 亿元；2017 年万达影视实现营业收入 20.20 亿元，净利润 5.98 亿元。

公司电影业务可以分为开发、制作、宣传与发行和院线放映等几个环节。首先是项目开发阶段，先由资深制片人选取项目，开发中心内部进行讨论，对项目制作及发行计划、拟聘用的主创人员、资金需求、预计票房收入以及社会影响等方面进行全面论证，论证结束后开发中心内部投票表决，然后再由决策委员会投票通过，决策委员会享有否决权，如果该委员会没有通过表决，则项目终止；通过表决后，则会进一步创作并完善剧本，项目开发阶段基本完成。开发的方式主要包括直接购买版权自行开发、增值或与版权方联合开发。电影立项与内部审核是整个业务流程中最重要的一部分，它决定了公司电影制作的质量、上映后的投资回报情况等。

剧本完成后转入制作阶段，流程主要包括制定拍摄计划-制定预算-搭建主创主演班底-创建剧组-开拍-后期制作等几个步骤；制作模式主要为交给外包第三方团队承制。公司电影业务一般在制作的时候就开始进行营销宣传，包括发布海报、广告及宣传片等，同时为配合影片发行增加票房，公司会采取电影点映、首映式、记者见面会、新闻发布会等方式进行宣传。

电影制作完成取得公映许可证后，公司会根据电影的预计档期与全国各大院线就电影放映达成协议，包括上映时间、投入拷贝数量、放映场次、最低票价和票房收入分成比例及结算方式等，完成电影的发行工作。公司发行渠道主要为大陆地区院线发行，除此之外还包括大陆地区非院线发行以及海外发行。

2017 年，公司上映的影片共 27 部，其中主投影片 7 部，跟投影片 20 部，票房过亿的影片 19 部，27 部影片合计实现票房 140.32 亿元人民币和 8.20 亿美元。

表 8　2017 年公司上映的票房过亿影片

（单位：万元）

电影名称	档期	票房收入
西游降魔篇	2017/01/27	156648
乘风破浪	2017/01/28	98042
决战食神	2017/02/10	11377
爱乐之城	2017/02/14	23017
春娇救志明	2017/04/28	16578
记忆大师	2017/04/28	27872
神奇女侠	2017/06/02	8.2 亿美元
京城 81 号 2	2017/07/06	20566
悟空传	2017/07/13	65265
父子雄兵	2017/07/21	11821
战狼 2	2017/07/27	530652
建军大业	2017/07/28	38299
心理罪	2017/08/11	28917
十万个冷笑话 2	2017/08/18	12372
缝纫机乐队	2017/09/29	42899
英伦对决	2017/09/30	51123
羞羞的铁拳	2017/09/30	205653
天才枪手	2017/10/13	24959
解忧杂货店	2017/12/29	14500

资料来源：公司提供

注：票房收入为上映电影总票房收入，并非公司票房分账收入。

公司国内发行业务主要通过下属联营公司五洲发行开展，五洲发行成立于 2014 年底，是由万达影视主导，联合大地时代电影发行、广州金逸影视传媒、横店电影院线共同投资的以电影发行、营销策划为一体的电影发行公司。截至 2017 年底，五洲发行资产合计 3.97 亿元，所有者权益合计 1.28 亿元；2017 年五洲发行实现收入 6.78 亿元，净利润 5.42 亿元。

总体看，跟踪期内，公司电影制作与发行业务稳步发展，参与投资的影片票房情况良好，为公司的电影业务贡献了稳定的收益。

3．文化旅游

公司文化旅游业务主要由北京万达主题娱乐文化有限公司（以下简称“万达主题娱乐”）和万达文化旅游规划研究院（以下简称“万达文旅院”）（事业部）负责运营。2017 年，公司文化旅游业务实现收入 16.17 亿元，

同比下降 85.97%，主要由于万达旅业全部资产整体注入同程网络，公司不再纳入合并范围所致。

万达主体娱乐公司是中国领先的主题乐园管理运营企业，在中国管理着 6 个超大型文化旅游项目，内容包括大型室外主题乐园、电影乐园、水乐园、海洋乐园、滑雪场、大型舞台秀等。在全国各地的万达茂中，万达自主研发了不同业态的室内主题乐园，与室外主题乐园互补，使游乐不受气候影响。2017 年，万达主题娱乐实现营业收入 6.98 亿元，同比增长 41.30%，实现营业利润 3.69 亿元，同比增长 38.72%。

万达文旅院成立于 2013 年 2 月，主要负责万达集团旗下文化旅游城的规划设计，能够独立完成包括室内外主题公园、秀场、滑雪场、酒店群、万达城等复杂业态的完整规划设计，还兼具全过程管控能力，是公司的核心技术研发部门。同时，万达文旅院还接收万达集团以外文化旅游项目的规划与设计。2017 年，万达文旅院实现收入 8.30 亿元，净利润 4.80 亿元，同比保持稳定。

此外，2017 年 7 月，万达集团将西双版纳、南昌、合肥、哈尔滨等 13 个万达文旅项目出让给融创中国控股有限公司（以下简称“融创中国”），同时与融创中国签订战略合作协议，转让给融创中国的 13 个文旅项目未来由文化集团负责运营管理，融创中国每个项目每年向文化集团支付 4500 万元的品牌使用费，合同约定期限 20 年。由于上述文旅项目大部分均未开业，截至 2018 年 3 月底，公司还未收到过品牌使用费。但从长期来看，随着 13 个文旅项目陆续建成开业，公司未来会形成较为稳定的品牌使用费收入，对收入和利润形成一定补充。

总体看，跟踪期内，公司文化旅游业务受万达旅业出表影响，收入规模大幅下滑，但整体盈利能力保持稳定增长；未来，随着万达集团出售给融创中国的 13 个文旅项目陆续开业，预计会为公司带来较为稳定的品牌使用费收入。

4. 体育板块

公司体育板块主要由盈方体育和世界铁人负责运营。

盈方体育

盈方体育总部位于瑞士祖格，是全球最大的体育市场营销及体育传媒制作公司之一，主营业务包括权益销售、电视信号与节目内容制作、赛事运营、品牌推广、赞助商服务等。盈方体育拥有丰富的顶级赛事资源和相关商业权益，日均转播赛事超过 10 个（包括 20 个世界冠军级赛事），涵盖 25 个体育项目，在冬季运动和足球领域全球领先。2017 年，盈方体育实现收入 54.02 亿元，同比增长 8.98%，实现营业利润 17.98 亿元，同比增长 20.75%

冬季运动会领域，盈方体育与冬季奥运会体育组织保持长期合作，截至目前，在冬奥会项目所归属的 7 个国际体育协会中，盈方体育代理了其中的 6 个，包括国际冰球联合会（IIHF）、国际滑雪联合会（FIS）、国际冬季两项联盟（IBU）、国际有舵雪橇和平底雪橇联合会（FIBT）、国际无舵雪橇联合会（FIL）、国际冰壶联合会（WCF）。此外，盈方体育还代理了很多国家的冬季体育协会，负责众多冬季项目世界杯、世锦赛的商务开发。

足球方面，盈方体育在足球领域的合作遍及国际（如国际足联）、国家（如德国足协、意大利足协）、联赛（如意甲）、俱乐部（如 AC 米兰）等多个层级。同时盈方体育拥有丰富的夏季运动权益资源，其中包括中国男子篮球联赛（CBA）的市场及媒体版权。

整体看，盈方体育作为全球领先的体育营销公司，在冬季运动会和足球领域掌握了全球最具优势的核心资源，具有较强的竞争优势。跟踪期内，盈方体育继续保持其行业地位，经营业绩同比稳定增长。

世界铁人

世界铁人总部位于美国佛罗里达州坦帕，是世界最大的铁人三项赛事运营者和最著名铁人三项赛事品牌拥有者，占全球长距离铁人三项运动份额的 91%。2017 年，世界铁人实现收入 16.95 亿元，同比增长 24.91%，实现营业利润 5.97 亿元，同比增长 17.75%。

世界铁人既是赛事品牌拥有者，同时又是赛事经营者，其在全球范围内组织、推广和授权运营铁人三项运动赛事约 40 年，拥有五个独家铁人三项赛事品牌，在全球每年运营 250 多项赛事。其中超级铁人赛事 IRONMAN®（3.9 公里游泳+180 公里骑行+42 公里跑步）和半程铁人赛事 IRONMAN® 70.3®（1.9 公里游泳+90 公里骑行+21.1 公里跑步）为主打赛事品牌，是世界最大的大众体育赛事参与平台，在全球拥有 130 多个系列赛事、23 多万名参赛者。

跟踪期内，世界铁人 0.90 亿美元（交易对价及一次性费用）收购摇滚马拉松，使得当年并购费用大幅增长，导致世界铁人 2017 年净利润为-0.20 亿元，出现小幅亏损。

5. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数、货周转次数和总资产周转次数分别为 13.28 次、55.89 次和 0.42 次。公司整体经营效率一般。

6. 未来发展

公司作为万达集团的主要子公司，未来将继续围绕集团战略目标开展经营活动，做大做强影视、体育、旅游业务。影视业务方面，要继续保持较高增长，加强内容短板，提升综合竞争力；体育业务方面，加强中国区体育赛事的发展，重点发力自有 IP 赛事；文旅产业方面，要跨出万达城，发展管理其他业主的大型文旅项目，寻找新的利润增长点。此外，公司未来要重点发展儿童产业，围绕万达宝贝王业务进行拓展，探索一个以自有 IP 传播、衍生品销售为主，集儿童教育、游乐、美食于一体的综合性儿童产业。

十、财务分析

2017 年，公司提供的财务报告已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

从财务报表合并范围看，2017 年公司合并范围新增 40 家子公司（购买 9 家，置换 1 家，新设 30 家），出售 7 家子公司。2018 年一季度，公司合并范围无重大变化。总体看，公司合并范围的变化对财务数据可比性有一定影响。

截至2017年底，公司（合并）资产总额1524.90亿元，所有者权益合计234.99亿元（其中少数股东权益158.30亿元）；2017年公司实现营业收入624.35亿元，利润总额8.74亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额1448.23亿元，所有者权益合计为223.67亿元（其中少数股东权益174.07亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入164.95亿元，利润总额6.51亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 1524.90 亿元，其中流动资产占 32.38%，非流动资产占 67.62%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 493.78 亿元，主要包括货币资金（占 24.20%）、应收账款（占 11.65%）和其他应收款（占 49.31%）。

截至 2017 年底，公司货币资金 119.49 亿元，主要包括银行存款（占 93.24%）和其他货币资金（占 6.75%）；公司货币资金中有 54.01 亿元为存放在境外的款项，系境外经营的子公司持有的货币资金；截至 2017 年底，公司受限货币资金为 8.39 亿元。

截至 2017 年底，公司应收账款为 57.53 亿元，同比增长 58.49%，主要系影视板块境内

外公司业务大幅增加造成广告款、票房分账款等应收款增多所致；其中，国外业务组合的应收账款账面余额为 34.40 亿元，计提坏账准备 1.25 亿元，计提比例 3.64%；境内业务组合的应收账款账面余额为 23.90 亿元，按账龄分析法计提坏账准备，账龄在 1 年以内的占 95.27%，1 年以上的占 4.73%，账龄较短，计提坏账准备 0.26 亿元，计提比例 1.09%。截至 2017 年底，公司年末余额前五名应收账款合计 6.41 亿元，占应收账款总额的 11.15%，集中度较低。

截至 2017 年底，公司其他应收款为 243.49 亿元，同比下降 12.46%，主要为关联方往来款 233.68 亿元；公司累计计提坏账准备 0.87 亿元，计提比例 0.36%，对关联方往来款未计提坏账准备。截至 2017 年底，公司前五大其他应收款合计 172.17 亿元，全部为关联方往来款，占其他应收款总额 70.71%，集中度高。

表 9　截至 2017 年底公司其他应收款前五名单位

（单位：亿元、年、%）

公司名称	余额	账龄	占比
青岛万达影视投资有限公司	52.69	1-2 年以内	21.64
大连万达集团股份有限公司	42.42	1 年以内	17.42
大连万达集团商务服务有限公司	29.94	1 年以内	12.30
Wanda America Entertainment, Inc.	23.99	1 年以内	9.85
Legend Pictures,LLC	23.13	1 年以内	9.50
合计	172.17	--	70.71

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司存货 11.40 亿元，同比增长 5.88 亿元，主要系新拍电影及影视剧增加所致。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动资产 25.03 亿元，同比增加 24.77 亿元，主要系前期公司向万达集团发放的 60.00 亿元委托贷款中有 25.00 亿元将在一年内到期，从其他非流动资产科目中重分类至此科目。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 7.19 亿元，同比减少 9.24 亿元，主要系短期理财产品到期所致。

截至 2017 年底，公司非流动资产 1031.11 亿元，主要由固定资产（占 13.88%）和商誉（占 54.41%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 60.86 亿元，同比增长 17.06%，主要系本期增加对同程控股股份有限公司（以下简称“同城控股”）和博纳影业集团有限公司的投资 19.75 亿元和 3.00 亿元，同时减少对同程网络和天津鼎石一号资产管理合伙企业（有限合伙）的投资 9.51 亿元和 5.34 亿元综合作用所致。从构成看，按公允价值计量的权益工具为 1.66 亿元，主要为基金投资；按成本计量的权益工具为 59.20 亿元，主要为对同程网络和同城控股投资 26.29 亿元和 19.75 亿元，对 Intercompany participations Club Atletico de Madrid 投资 4.68 亿元，对博纳影业集团有限公司投资 3.00 亿元。

截至 2017 年底，公司长期应收款为 28.28 亿元，同比小幅下降 1.47%；构成仍然主要为美洲发展 WAE 债券 26.95 亿元。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 17.10 亿元，同比下降 42.30%，主要为对联营企业 NCM 计提减值 13.96 亿元所致。2017 年 AMC 自身收购卡麦克院线、欧典院线、北欧院线，以提高市场占有率。按反垄断要求，AMC 需分阶段处置其所持有的电影映前广告公司 NCM 股权。受此信息影响，NCM 股价下跌，AMC 对其投资计提减值损失 2.3 亿美元。

截至 2017 年底，公司固定资产为 143.09 亿元，同比增长 5.76%，主要系购置机器设备所致；构成以房屋及建筑物（占 11.10%）和机器设备（占 77.15%）为主。

截至 2017 年底，公司无形资产为 89.57 亿元，主要由品牌/商标/著作权/（占 41.15%）和有利租约/合同（占 44.56%）构成。

截至 2017 年底，公司商誉为 560.98 亿元，同比增长 16.97%，新增商誉主要包括：2017 年 AMC 收购北欧院线 Nordic 形成商誉 56.86 亿元，2017 年对欧洲院线 Odeon 和卡麦克院线 Carmike 商誉重新评估分别增加商誉 5.17 亿

元和 3.73 亿元，浙江新媒诚品文化传媒有限公司合并形成商誉 6.18 亿元，Competitor Group Holdings Inc.合并形成商誉为 5.89 亿元，北京数字光魔影院管理有限公司合并形成商誉 5.25 亿元，深圳华夏天泓影业投资有限公司合并形成商誉 4.74 亿元，其他国内影城项目合并形成商誉 2.24 亿元，其他境外电影项目合并形成商誉 4.31 亿元等。同期，外币报表折算差额减少商誉 14.46 亿元。

综合来看，公司收购子公司数量众多且大多数未做商誉减值，未来如果被收购企业经营出现问题，公司存在一定的商誉减值风险。

表 10 截至 2017 年底公司单笔超过 10 亿元商誉情况

（单位：亿元）

公司名称	金额
HG Holdco Pty Ltd.	34.88
北京万达传媒有限公司	10.33
互动互爱科技（北京）有限公司	23.07
上海骋亚影视传媒文化有限公司	10.05
AMC 项目	143.18
AMC 并购 Odeon	66.42
AMC 并购 Carmike	46.19
AMC 购买 Nordic AB	56.86
IIHAG	54.84
WEH	35.54
合计	**481.36**

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司长期待摊费用为 92.39 亿元，同比增长 6.06%，主要为经营租赁房屋装修改造待摊费。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 20.36 亿元，同比减少 54.43 亿元，主要系（1）公司对万达集团的委托贷款于 2017 年收回 25 亿元；（2）25 亿元一年内到期的委贷重分类至一年内到期的非流动资产；截至 2017 年底，其他非流动资产中向万达集团的委贷规模减至 10 亿元，其余构成主要为押金及托管金、预付的影片投资款及项目款等。

截至 2017 年底，公司使用受限的资产合计 8.39 亿元，全部为受限的货币资金，整体资产受限比例低。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 1448.23 亿元，较 2017 年底下降 5.03%，主要来自其他应收款、一年内到期的非流动资产、商誉及其他非流动资产的减少及预付账款增加综合作用所致。

截至 2018 年 3 月底，公司预付账款 32.82 亿元，较上年底增长 46.64%，主要系盈方体育为世界杯转播服务增加的预付款；其他应收款 206.65 亿元，较 2017 年底下降 15.13%，主要系关联公司往来款收回 40 亿元；一年内到期的非流动资产 10.00 亿元，较 2017 年底减少 15.03 亿元，主要系（1）2018 年一季度万达集团归还了 25.00 亿元委贷；（2）原计入其他非流动资产的 10.00 亿元委贷由于将在一年内到期重分类至此科目；商誉为 545.95 亿元，较上年底减少 15.03 亿元，主要系 AMC 商誉在本期末汇率折算差异所致（并未减值）；其他非流动资产 10.32 亿元，较 2017 年底减少 10.03 亿元，主要系对万达集团的 10.00 亿元委贷重分类至一年内到期的非流动资产所致。截至 2018 年 3 月底，公司对万达集团的 60.00 亿元委贷收回 50.00 亿元，还存续 10.00 亿元。

跟踪期内，公司应收的关联公司往来款规模有所下降，对万达集团的委贷规模不断缩减，应收账款与预付款项受影视及体育业务量的增长而增加，商誉规模受并购北欧院线 Nordic 影响继续上升。整体看，公司资产仍以非流动资产为主，流动资产中其他应收款占比依然较大，资产流动性一般；非流动资产中商誉和固定资产占比高，商誉或面临一定减值风险。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所下降，截至 2017 年底为 234.99 亿元，同比减少 102.97 亿元，主要系资本公积和少数股东权益减少所致。

截至 2017 年底，公司实收资本 70.00 亿元，

同比增加 20.00 亿元，系万达集团将对公司的债权 20.00 亿元转换为股权所致。

截至 2017 年底，公司资本公积为 0.00 亿元，同比减少 87.75 亿元，主要系①子公司 AMC 发行股票及持股比例变动增加资本公积 7.32 亿元；②子公司 AMC 及万达体育传媒因股份支付增加资本公积 0.46 亿元；③子公司万达影视因减资及购买少数股权导致本公司持股比例变动减少权益 96.58 亿元（其中减少资本公积 95.53 亿元，减少未分配利润 1.05 亿元）。截至 2017 年底，归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占 91.28%，未分配利润占 5.74%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益 174.07 亿元）合计 223.67 亿元，较 2017 年底下降 4.82%，主要系其他综合收益及未分配利润下降所致，未分配利润为-16.91 亿元，主要系万达投资转让部分万达电影股份给臻希投资和文投控股，2018 年 3 月底部分资金已收到，但股份交割尚未完成，所以会计处理将收到资金计入其他应付款，转出股权暂时冲减资本公积和未分配利润，待交割完成后冲回以上会计处理，未分配利润将增加。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比高，所有者权益结构稳定性弱。

负债

截至 2017 底，公司负债合计 1289.91 亿元，其中流动负债占 34.25%，非流动负债占 65.75%。

截至 2017 年底，公司流动负债 441.76 亿元，以短期借款（占 20.13%）、应付账款（占 14.44%）、预收账款（占 12.20%）、其他应付款（占 16.55%）和一年内到到期的非流动负债（占 30.67%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款为 88.93 亿元，同比下降 22.07%，主要由信用借款 49.43 亿元和保证借款 35.90 亿元构成。

截至 2017 年底，公司应付账款为 63.79 亿元，同比增长 15.09%；账龄方面，1 年以内占 98.17%，1~2 年占 1.74%，2 年以上占 0.09%，账龄较短。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 73.13 亿元，同比减少 25.85 亿元，主要系万达集团对公司的 20 亿元债权进行了债转股所致。从构成来看，主要包括待付费用 32.93 亿元，设备及工程款 9.84 亿元、股权收购款 11.05 亿元，关联方往来款 10.28 亿元。

表 11 截至 2017 年底公司前五大其他应付款情况

（单位：亿元、%）

公司名称	余额	性质	占比
Max Joy Development Ltd	15.64	往来	6.42
大连万达集团股份有限公司	8.96	往来	3.68
收购影城原股东	8.49	并购尾款	3.49
北京大歌星投资有限公司	2.89	往来	1.19
陈思诚等	2.16	并购尾款	0.89
合计	**38.14**	--	**15.66**

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 135.51 亿元，同比大幅增长 221.96%，主要系新增一年内到期的长期借款 72.85 亿元和 45 亿元一年内到期的私募债券所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 848.15 亿元，主要为长期借款和应付债券。截至 2017 年底，公司长期借款 512.33 亿元，同比增长 14.23%，其中保证借款 430.78 亿元，信用借款 53.71 亿元，高级保理借款 103.11 亿元；公司应付债券 204.99 亿元，同比增加 19.18 亿元；公司长期应付款 43.75 亿元，主要包括 10.25 亿元应付融资租赁款和 31.92 亿元的递延租金；公司其他非流动负债 63.81 亿元，主要包括 14.46 亿元不利租约（子公司 AMC 重新审查经营租赁合同的市场公允价值，任何不利租赁合同均被确认为其他非流动负债）和 NCM 公司广告放映协议[2]16.92 亿元。

[2] AMC 与 NCM 签订一项 30 年银幕广告协议，协议于 2036 年结束，由于公司收购 AMC，AMC 于 2012 年 8 月 30 日对该递延收益按照公允价值进行重新确认，并在合同剩余年限内摊销记入其他营业收入。

表 12 截至 2017 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

项目	余额
2018 年到期的非公开定向债券	45.00
2020 年到期的中期票据	17.93
2022 年到期的优先次级债券	24.21
2024 年到期的优先次级债券	43.59
2025 年到期的优先次级债券	38.61
2026 年到期的优先次级债券	37.22
2027 年到期的优先次级债券	29.82
3.8%担保债券[3]	13.61
减：一年内到期的应付债券	45.00
合计	**204.99**

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 1224.56 亿元，较 2017 年底下降 5.07%，主要系短期借款、其他应付款增加及一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券减少综合作用所致；从结构来看，流动负债占 35.67%，非流动负债占 64.33%，流动负债比重较 2017 年底增加 1.43 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司短期借款较上年底增长 85.93%至 165.35 亿元；其他应付款 108.05 亿元，较上年底增长 47.76%，主要系万达电影股权转让未完成交割，臻希投资与文投控股预付的部分股权款公司计入其他应付款所致；一年内到期的非流动负债 22.71 亿元，同比大幅下降 83.24%，系到期偿还所致；长期借款 453.90 亿元及应付债券分别较上年底下降 11.40%和 2.60%，主要系到期偿还所致所致。

债务负担方面，公司债务规模快速增长，截至 2017 年底，公司全部债务 952.49 亿元，同比增长 18.85%，其中短期债务占 23.61%，长期债务占 76.39%。公司债务结构中长期债务占比较大，债务结构较为合理。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.59%、80.21%和 75.59%，均呈现上升趋势。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 888.45 亿元，较 2017 年底下降 6.72%，主要系一年内到期的非流动负债和长期借款下降所致；其中短期债务和长期债务分别占 22.36%和 77.64%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.56%、79.89%和 75.51%，较 2017 年底变化不大。

总体看，2017 年公司债务规模持续增长，债务结构以长期债务为主；2018 年一季度末，公司债务规模有所下降，但债务负担仍然较重。

3. 盈利能力

随着公司影视、体育、旅游三大业务板块业务不断推进，2017 年，公司实现营业收入 624.35 亿元，同比增长 12.21%，营业成本 472.85 亿元，同比增长 6.87%，增速低于营业收入；同期，公司营业利润率小幅增长至 18.58%。

2017 年，公司营业税金及附加为 35.47 亿元，同比大幅增长 116.08%，主要系 AMC 营业税金的大幅增长所致，AMC2016 年末及 2017 年初收购卡麦克院线 Carmike、北欧院线 Nordic，收入增加带动营业税金增加。

跟踪期内，公司期间费用增长较快，主要系管理费用和财务费用的增长，其中管理费用增长主要源于职工薪酬的增长、对管理层的股权激励以及并购产生的一些费用，财务费用增长主要系债务规模上升导致的利息支出增加。2017 年，公司期间费用 110.67 亿元，占营业收入的比重为 17.73%，对利润影响较大。

2017 年，公司投资收益为 20.56 亿元，同比增长 4.49%，其中，投资收益主要系处置长期股权投资产生的投资收益 15.89 亿元（处置北京大歌星投资有限公司实现投资收益 8.98 亿元、处置南昌万达海洋生物科普有限公司实现投资收益 2.47 亿元、处置哈尔滨万达文化旅游管理有限公司实现投资收益 2.36 亿元）和权益法核算的长期股权投资收益 1.67 亿元，可持续性较弱；营业外收入主要为政府补助 0.96 亿元。2017 年，公司资产减值损失 18.12 亿元，

[3] 3.8%担保债券是公司子公司万达体育传媒（香港）有限公司下属子公司 Wanda Sports Finance Limited 于 2016 年 7 月 21 日发行的担保债券，债券票面金额 2.10 亿美元，由万达集团提供无条件且不可撤销的担保。

同比增加 11.78 亿元，主要为长期股权投资减值损失 13.96 亿元。

2017 年，公司实现利润总额 8.74 亿元，同比下降 67.70%，主要系 AMC 亏损以及财务费用、资产减值损失大幅增长所致；当期，公司投资收益占利润总额的比重为 235.18%，公司业绩对投资收益存在依赖。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率为 4.16%，同比无变化；净资产收益率为 0.43%，同比下滑 4.31 个百分点。

2018年1～3月，公司实现营业收入164.95亿元，同比增长8.32%；利润总额6.51亿元，同比增加4.75亿元，主要系万达电影和万达影视业务增长所致，同时公司管理效率提升，管理费用同比下降20.55%至11.64亿元；同期，公司营业利润率22.66%，同比增加3.91个百分点。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入快速增长，期间费用增长和AMC亏损对公司业绩影响较大，公司整体盈利水平一般。

4．现金流分析

从经营活动来看，公司经营活动现金流入及流出以销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金为主。2017年公司经营活动现金流入量为941.47亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为612.84亿元；公司经营活动现金流出量为934.01亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为406.04亿元。同期，公司收到及支付的其他与经营活动有关的现金规模很大，主要由于跟踪期内万达集团为了提高资金利用效率，对集团内部资金统一调拨、收支，导致当期与万达集团内部关联公司的往来款加大所致。从收入实现质量看，2017年公司现金收入比为98.16%，收入实现质量一般。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入量大幅增长，主要以收回投资收到的现金及收到其他与投资活动有关的现金为主。2017年，收回投资收到的现金为179.18亿元，主要系收回2016年处置青岛万达影视投资有限公司款项109.33亿元及收回理财款；取得投资收益收到的现金为6.12亿元，收到其他与投资活动有关的现金为9.59亿元，主要为收回的售后租回交易款。公司投资活动现金流出有所放缓，2017年投资支付的现金为76.65亿元，主要为支付的理财款及万达影视减资支付少数股东股权收购款，取得子公司等支付的现金为55.14亿元，主要系公司2017年收购北欧院线Nordic支付的款项；2017年公司投资活动现金净流量为6.67亿元。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入量主要以取得借款和发行债券收到的现金为主，2017年公司筹资活动现金流入为452.53亿元，其中取得借款收到的现金331.33亿元，发行债券收到的现金为73.28亿元。2017年，公司支付其他与筹资活动有关的现金135.88亿元，同比大幅增加133.24亿元，主要系支付股东减资款108.42亿元和支付前期股权收购款13.38亿元。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为0.93亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流入量327.89亿元，经营活动现金净流量为46.61亿元；现金收入比为101.56%，较2017年有小幅提升。投资活动现金净流入11.11亿元，筹资活动现金净流出65.64亿元。

总体看，公司产业链不断延伸，经营规模快速扩张，出售股权资金回流，经营性现金流入快速增长；同时，公司对外投资有所收缩，扩张速度有所放缓，外部融资压力有所缓解。

5．偿债能力

从短期偿债指标来看，跟踪期内，公司流动比率有所下降，截至 2017 年底为 111.78%，同比减少 11.18 个百分点；由于 2017 年底公司存货增加影响，公司速动比率下降至 109.20%，同比减少 12.30 个百分点。2017 年公司经营现金流动负债比 1.69%，较上年减少 19.94 个百

分点。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 103.13%和 100.52%。考虑到流动资产中货币资金占比较高，且公司持有的万达电影和 AMC 股份未被质押，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 101.34 亿元，同比增长 15.78%；EBITDA 利息倍数为 2.09 倍，较上年变化不大；同期，全部债务/EBITDA 为 9.40 倍，EBITDA 对全部债务保护能力有限。公司债务负担较重，整体偿债能力一般。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 77.88 亿元，担保比率 33.14%，全部为对控股股东万达集团的担保。截至 2017 年底，万达集团资产总额 10005 亿元，所有者权益 3226 亿元，2017 年万达集团实现营业收入 2019 亿元，利润总额 136 亿元。整体看，万达集团经营规模很大，盈利情况较好，但考虑到被担保企业为公司控股股东，在目前金融环境趋严的背景下，公司存在一定或有负债风险。

公司的银行授信主要依赖于其股东万达集团在各银行总行取得的授信在额度内的切分。截至 2018 年 3 月底，万达集团共获得中国银行、中国工商银行等 18 家银行授信总额度为 4102 亿元，尚未使用 1521 亿元；子公司万达院线为 A 股上市公司，AMC 为美国上市公司，拥有直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1011011211793580K），截至2018年7月24日，公司本部无未结清的关注和不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

资产及负债方面，截至 2017 年底，公司本部资产总额 439.66 亿元；其中流动资产占比为 65.61%，非流动资产占比为 34.39%。流动资产中，货币资金（27.49 亿元）、其他应收款（234.54 亿元，以往来款为主）和一年内到期的非流动资产（25.00 亿元）为主要构成。非流动资产以可供出售金融资产（63.60 亿元）、长期股权投资（73.61 亿元）和其他非流动资产（10.00 亿元）为主。截至 2017 年底，公司负债总额 389.57 亿元，构成主要为短期借款（37.50 亿元）、长期借款（266.10 亿元[4]）和应付债券（17.93 亿元）。

盈利能力方面，公司主要经营主体以控股子公司万达电影、AMC 及万达影视为主，本部经营业务规模很小，2017 年本部实现营业收入 9.80 亿元，利润总额-3.90 亿元，利润来源主要为处置长期股权投资产生的投资收益。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司本部有息债务 371.13 亿元，同比增长 26.35%。联合资信关注到，公司本部有息债务负担较重，本部偿债能力一般。

8. 抗风险能力

公司作为万达集团旗下的文化产业平台，在行业地位、品牌知名度、院线业务市场占有率等方面具有较大优势，基于对公司自身经营和财务风险，以及股东万达集团对于公司在经营及资金方面支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

目前，公司存续期内的债券包括中期票据“17万达文化MTN001”，发行额度为18亿元。

2017年，公司经营活动现金流净额为7.46亿元，为“17万达文化MTN001”的0.41倍。2017年，公司EBITDA为101.34亿元，为“17万达文化MTN001”的5.63倍。总体看，公司EBITDA对存续期内债券保障能力强。

[4] 形成原因：（1）除万达电影及境外端主体外，其余下属子公司的经营借款由公司统一融资调拨；（2）公司并购境外端主体时产生的并购贷款由公司本部承担。

表13 公司存续债券保障情况（单位：倍）

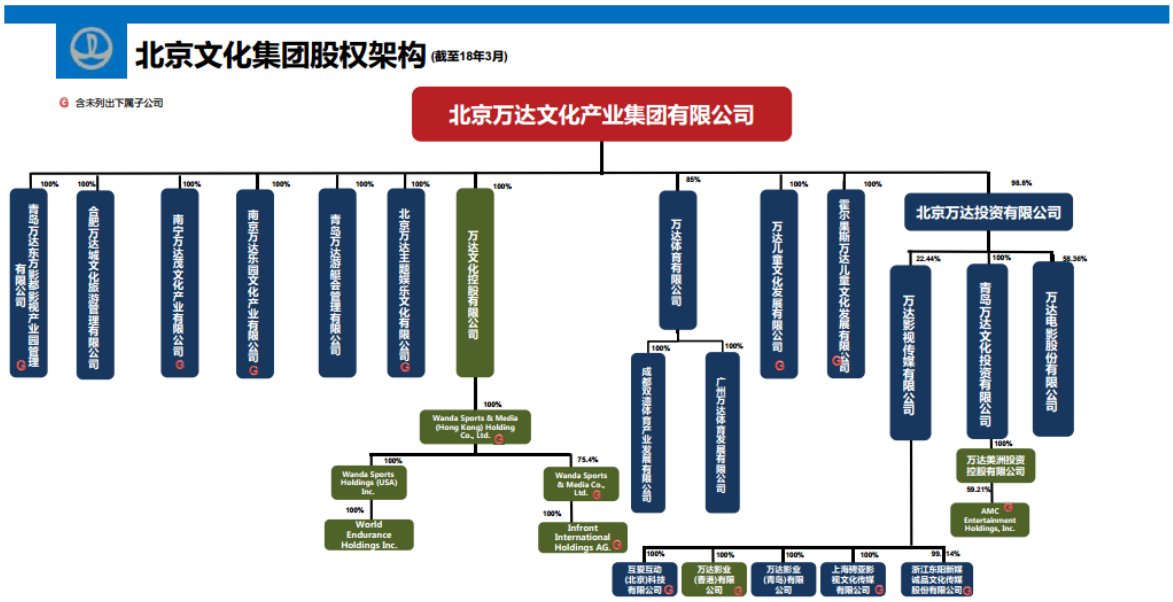
项 目	2017 年底
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	52.30
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.41
EBITDA/应付债券余额	5.63

资料来源：联合资信根据公开资料整理

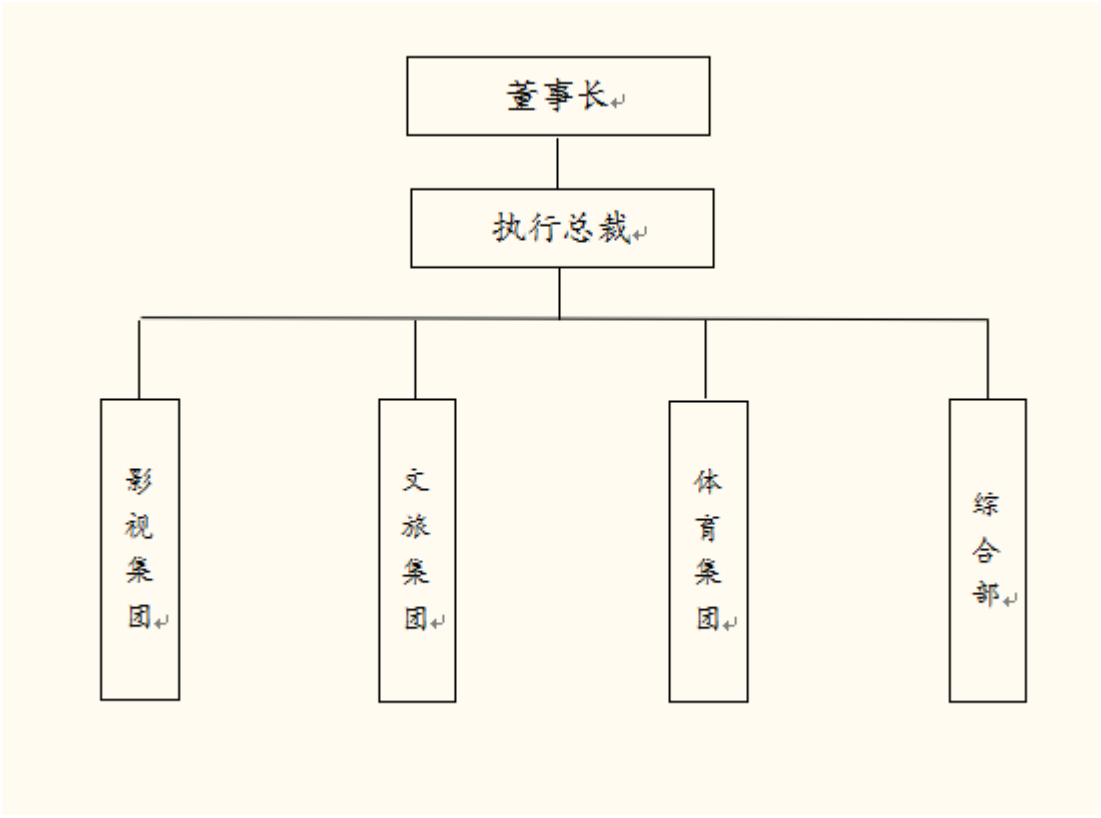
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“17 万达文化 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标的计算公式

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	142.70	106.36	120.08	118.73
资产总额(亿元)	1127.30	1457.56	1524.90	1448.23
所有者权益(亿元)	140.10	337.96	234.99	223.67
短期债务(亿元)	139.93	156.66	224.92	198.63
长期债务(亿元)	490.82	644.74	727.57	689.81
全部债务(亿元)	630.76	801.40	952.49	888.45
营业收入(亿元)	401.38	556.39	624.35	164.95
利润总额(亿元)	14.29	27.07	8.74	6.51
EBITDA(亿元)	57.64	87.53	101.34	--
经营性净现金流(亿元)	-16.34	81.90	7.46	46.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.75	16.47	13.28	--
存货周转次数(次)	5.62	18.52	55.89	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.43	0.42	--
现金收入比(%)	98.92	98.66	98.16	101.56
营业利润率(%)	16.43	17.53	18.58	22.66
总资本收益率(%)	3.67	4.16	4.16	--
净资产收益率(%)	5.25	4.74	0.43	--
长期债务资本化比率(%)	77.79	65.61	75.59	75.51
全部债务资本化比率(%)	81.83	70.34	80.21	79.89
资产负债率(%)	87.57	76.81	84.59	84.56
流动比率(%)	87.99	122.96	111.78	103.13
速动比率(%)	77.85	121.50	109.20	100.52
经营现金流动负债比(%)	-3.92	21.63	1.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.75	2.79	2.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.94	9.16	9.40	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款中有息债务计入长期债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。