信用等级公告

联合〔2019〕2292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

二〇一九年七月二十五日

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

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+
上次主体长期信用等级：AA^+

债券简称	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^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	106.36	120.08	125.99	143.43
资产总额(亿元)	1457.56	1524.90	1671.05	2038.51
所有者权益(亿元)	337.96	234.99	383.39	374.65
短期债务(亿元)	156.66	224.92	182.79	237.27
长期债务(亿元)	644.74	727.57	693.21	678.70
全部债务(亿元)	801.40	952.49	875.99	915.97
营业收入(亿元)	556.39	624.35	685.90	156.48
利润总额(亿元)	27.07	8.74	8.19	1.71
EBITDA(亿元)	87.53	101.34	101.73	--
经营性净现金流(亿元)	81.90	7.46	106.32	27.82
营业利润率(%)	17.53	18.58	18.04	16.21
净资产收益率(%)	4.74	0.43	0.79	--
资产负债率(%)	76.81	84.59	77.06	81.62
全部债务资本化比率(%)	70.34	80.21	69.56	70.97
流动比率(%)	122.96	111.78	123.55	111.36
经营现金流动负债比(%	21.63	1.69	22.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.16	9.40	8.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.79	2.09	2.18	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；
2.长期应付款中有息债务已计入长期债务

分析师：杨学慧　刘祎烜
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、体育和文化旅游三大板块。跟踪期内，公司继续保持国内电影票房、观影人次、市场占有率龙头地位；在股东背景、品牌知名度、影视业务行业地位及产业链完整性等方面具备一定优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到影视行业增速逐年放缓、行业竞争加剧使得公司经营业绩承压，前期大规模扩张并购带动商誉持续上升、部分并购资产出现商誉减值且仍存在继续减值风险，有息债务负担重，关联方往来款规模大以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的不利影响。

2018年5月，公司将下属上市公司万达电影股份有限公司（以下简称“万达电影”）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。同年9月，公司完成同一控制下企业合并，将传奇影业纳入合并范围，推动公司影视投资与制作业务国内外布局不断完善，同时进一步推升商誉规模。2019年5月，万达电影完成发行股份购买万达影视传媒有限公司（以下简称“万达影视”）95.7683%的股权，产业链延伸至上游行业，万达电影收入来源更加多元化，盈利能力有望增强。

目前，公司正在积极推进体育业务运营主体万达体育控股有限公司（以下简称“万达体育”）在美国证监会上市，未来，随着体育板块业务不断培育扩大以及公司对并购资产的有效整合，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. 万达电影为中国第一大院线，票房、观影人次、市场占有率等核心指标连续 10 年位列全国第一，单银幕产出、上座率等主要指标保持全国领先水平；AMC 为美国和世界规模最大的单一院线，经营历史悠久，美国票房市场占有率约 24%。
3. 2018 年 5 月，公司将万达电影 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。
4. 2019 年 5 月，万达电影发行股份购买万达影视 95.7683%的股权，产业链延伸至上游行业，万达电影收入来源更加多元化，有助于减轻票房波动对业绩造成的影响。
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. 近年来影视行业增速放缓，行业监管趋严，竞争加剧。2018 年全国电影票房增速较上年回落 6.0 个百分点，2019 年 1-3 月全国电影票房出现负增长，公司电影业务经营业绩承压。
2. 公司前期大规模并购导致商誉规模持续上升，部分并购资产出现商誉减值，未来仍存在继续减值风险。截至 2019 年 3 月底，公司商誉账面价值为 667.01 亿元，占总资产的比重为 32.72%，其中传奇影业公司累计计提减值准备 85.08 亿元。
3. 公司有息债务规模大，债务负担重。截至 2019 年 3 月底，公司有息债务为 915.97 亿元，全部债务资本化比率为 70.97%，债务负担重。
4. 公司与万达集团内部关联方往来款规模大，对资金形成一定占用。截至 2018 年底，公司其他应收款中，应收关联方往来款 213.46 亿元。
5. 公司本部有息债务持续上升，债务负担较重，偿债能力一般。

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2019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2018年底，公司（合并）资产总额1671.05亿元，所有者权益合计383.39亿元（其中少数股东权益279.44亿元）；2018年公司实现营业收入685.90亿元，利润总额8.19亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额2038.51亿元，所有者权益合计为374.65亿元（其中少数股东权益264.54亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入156.48亿元，利润总额1.71亿元。

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

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财

政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长

13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

行业概况

2018 年，中国规模以上文化及相关产业企业实现营业收入 89257 亿元，比上年增长 8.2%[1]。分产业类型看，文化制造业实现营业收入 38074 亿元，比上年增长 4.0%；文化批发和零售业 16728 亿元，增长 4.5%；文化服务业 34454 亿元，增长 15.4%。分行业类别看，文化及相关产业 9 个行业中，有 7 个行业的营业收入实现增长。其中，增速超过 10%的行业有 3 个，分别是：新闻信息服务营业收入 8099 亿元，比上年增长 24.0%；创意设计服务 11069

[1] 按照可比口径计算

亿元，增长 16.5%；文化传播渠道 10193 亿元，增长 12.0%。增速为负的行业有 2 个，分别是：文化娱乐休闲服务 1489 亿元，下降 1.9%；文化投资运营 412 亿元，下降 0.2%。

2019 年一季度，全国规模以上文化及相关产业企业实现营业收入 19799 亿元，比上年同期增长 8.3%，比 2018 年全年加快 0.1 个百分点，文化产业总体继续保持较快增长的态势。

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，创意设计、文化服务等新业态已成为引领和推动文化产业发展的重要力量。

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惩罚，这将极大地有利于中国电影产业进一步发展壮大。

2018 年 10 月 2 日，国家税务总局下发《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》，提出要加强对影视行业税收秩序的整顿力度，组织各地区税务机关督促影视公司、明星工作室、高收入影视从业人员进行 2016 年以来申报纳税的自查自纠、督促纠正、重点检查、总结完善等工作；该项工作从 2018 年 10 月开始，到 2019 年 7 月底前结束，按照步骤有序进行，逐步推进规范影视行业税收秩序工作。短期看，影视行业税收政策收紧或将对国内影视剧产量造成一定冲击，影视公司业绩承压；长期看，该政策将切实纠正影视行业税收方面存在的问题，增强影视从业人员依法纳税意识，进一步完善税收管理措施，促进影视行业健康发展。

主要子行业

公司涉及的文化产业主要包括影视制作和院线业务。

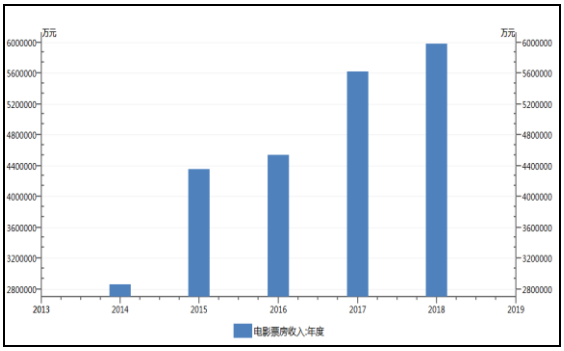
（1）电影行业

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。

2018 年全国电影总票房为 609.8 亿元，首次突破 600 亿元，同比增长 9.1%，增速较上年回落 6.0 个百分点；剔除服务费票房为 565.4 亿元，同比增长 7.9%。全年上映影片 505 部，票房过亿影片 77 部，包括国产影片 40 部，进口影片 37 部；其中，票房 5 亿以上影片共计 31 部，创造了 389 亿元票房（剔除服务费），占总票房的 68.8%，票房集中度增加，头部效应较上年更加明显。2019 年 1-3 月，全国电影总票房为 186.09 亿元，同比下降 8.0%，剔除

服务费票房 171.89 亿元，同比下降 9.3%。其中单月票房除 2 月份较上年上涨 9.5%外，1 月和 3 月月度票房均下降了 20%以上。

图 1　近年中国电影票房收入（单位：万元）



资料来源：Wind 资讯

2018 年，国产电影实现票房 336 亿元（剔除服务费），同比增长 32.5%，占全年票房的的 59.4%，占比较上年提升 11 个百分点，成为票房贡献的主力。票房排名前十的影片中，国产电影占据六席并包揽前四名，标志着国产电影创作质量进一步提升，涌现出《红海行动》《我不是药神》等口碑票房双赢的优秀原创作品，成为推动全年电影票房增长的主要动力。

随着电影市场的日趋成熟，观众消费越来越理性，好内容、高质量、好口碑的电影开始切实拉动票房增长，2018 年，以《红海行动》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，但行业增速放缓；影片类型呈现多元化趋势，票房集中度不断增加，好内容、高质量的电影逐渐成为推动电影票房增长的主要动力；同时市场的扩大吸引国外片商及本土影视公司等新竞争者加速进入，行业监管逐渐趋严，行业内竞争加剧。

（2）院线行业

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，截至 2018 年底，全国可统计影城数量达到 11145 家，同比增长 12.0%；银幕数量达到 60079 块，同比增长 18.3%，居世界首位。影院数量和银幕数量的扩张，有力拉动了全国电影市场的发展；但由于全国银幕增速仍快于整体票房增速，影院同质化竞争激烈，市场竞争进一步加剧。

表 2　近三年中国影院、银幕、观影人次数量情况

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
影院数量（个）	8410	9951	11145
银幕数量（块）	41179	50776	60079
观影人次（亿）	13.72	16.22	17.20

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 11.97%，2018 年为 17.2 亿人次，同比增长 5.9%，增速较 2017 年放缓；以城镇人口统计，2018 年人均观影为 2.15 次，观影频次不断提高，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。2019 年 1-3 月，国内观影人次总计为 4.77 亿人次，同比减少了 8400 万人次，是 2014 年以来观影人次首次出现下滑。

截至 2018 年底，中国城市院线为 48 条，2018 年票房超过 20 亿元的院线 8 条，排名前 3 的院线分别为万达院线、大地院线和上海联合院线，合计市场占有率不足 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。

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、体育和旅游三大板块。

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。电影放映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）和 American-Multi-Cinema（以下简称“AMC”，股票代码：AMC.N）；电影制作主要经营主体为万达电影下属子公司万达影视传媒有限公司（以下简称“万达影视”，2019 年 5 月万达电影完成发行股份购买资产，直接持有万达影视 95.7683%股权）。

截至 2018 年底，万达电影拥有直营影院 595 家，银幕 5279 块，其中境内直营影院 541 家，银幕 4807 块，市场占有率 13.5%；境外影院 54 家，银幕 472 块，市场占有率 22%；万达电影票房、观影人次、市场份额已连续十年位居国内首位。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 1006 家，屏幕约 11091 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，2018 年发行影片总票房排名中国民营企业第一。

体育板块运营平台为万达体育控股有限公司（以下简称“万达体育”），主要经营实体为其下属子公司盈方体育传媒集团（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　2018 年公司主要经营主体财务数据（单位：亿元）

公司名称	截至 2018 年底持股比例	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	主要业务
万达电影	53.21%	231.08	126.09	140.88	12.92	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	50.01%	651.72	95.95	374.79	7.56	主要从事电影放映业务
万达影视	22.44%	81.98	64.34	22.58	8.43	主营电影和电视剧的投资、制作和发行
盈方体育	75.40%	50.2	-7.85	65.10	3.10	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
世界铁人	100%	32.30	4.80	19.90	0.2	主营铁人三项赛事运营和品牌推广

注：1.公司持有上市公司万达电影和 AMC 的股票均未质押；2.盈方体育传媒 2018 年所有者权益为负主要由于当期盈方体育反向吸收合并其母公司 IGAG，由于 IGAG 本身的负债很高使得盈方体育的权益减少
资料来源：公司提供

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 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”）；同时，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。

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，转让总价款 46.76 亿元已全部交付。

联合资信关注到，万达投资与文投控股的股权转让事宜尚未完成，未来是否进一步交割具有不确定性，联合资信将持续关注该事项进展情况。

2．万达电影发行股份购买万达影视95.7683%的股权

2019 年 5 月 24 日，万达电影发布《万达电影股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易实施情况暨新增股份上市公告书》，宣布万达电影已通过发行股份的方式完成收购万达影视95.7683%股权，新增股份上市日为2019年 5 月 27 日；标的资产万达影视已于 2019 年 5 月 8 日完成工商变更登记手续，万达影视成为万达电影的控股子公司。

交易概况

本次交易的标的资产为万达影视95.7683%的股权。万达电影向万达投资等 20 名交易对方发行股份购买其持有的万达影视股权。根据辽宁众华资产评估有限公司出具的资产评估报告，截至评估基准日（2018 年 7 月 31 日），万达影视 100%股权的评估值为 110.01 亿元，各方在参考评估值的基础上，协商确定标的资产交易价格为 105.24 亿元。

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万达电影审议本次交易相关事项的首次董事会决议公告日，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%。鉴于万达电影已于 2018 年 8 月实施 2017 年度的利润分配方案，以当时总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 2 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股，除权除息后本次交易的发行价格调整为 33.20 元/股。据此计算，本次发行中万达电影向交易对方发行的股份总数为 316985827 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 2078428288 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 15.25%。

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 874141095 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 989087591 股，占总股本的 47.58%，实际控制人地位未发生改变。

业绩承诺

本次承担业绩补偿义务的主体为万达投资、莘县融智和林宁女士（以下简称“补偿义务主体”）。补偿义务主体承诺万达影视 2018-2021 年度净利润数分别不低于 7.63 亿元、8.88 亿元、10.69 亿元和 12.74 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，则补偿义务主体应依据《盈利预测补偿协议》中约定的股份补偿方式对万达电影进行补偿；2018 年已完成业绩承诺。

补偿义务主体各方承担业绩补偿义务的比例为：莘县融智、林宁女士按照其各自在本次交易中获得的对价股份占上市公司在本次交易中发行股份总数的比例承担补偿义务，余下部分的应补偿股份由万达投资承担，万达投资对莘县融智、林宁女士的业绩补偿义务承担连带责任。

本次交易对万达电影持续经营能力的影响

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，与业内众多知名导演、编剧、监制、演员及多个影视工作室建立了良好的合作关系，制作团队具备多年行业运营经验，发行的影片拥有良好的市场影响力，其代表作品如《记忆大师》、《寻龙诀》、《唐人街探案》系列、《滚蛋吧！肿瘤君》、《北京爱情故事》、《催眠大师》、《警察故事 2013》、《火锅英雄》等取得了良好的市场反响。截至 2018 年底，万达影视资产总额 81.98 亿元，所有者权益 64.34 亿元，2018 年万达影视实现营业收入 22.58 亿元，净利润 8.43 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，且更有助于减轻现有模式下票房波动对业绩造成的影响。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。联合资信会持续关注并购后业务的整合情况及万达电影的经营状况。

3．完成同一控制下企业合并，将传奇影业纳入合并范围

2016 年 3 月，公司子公司青岛万达影视投资有限公司（以下简称“青岛影视投资”），通过其子公司 Wanda American Entertainment,Inc（以下简称“WAE[2]”）以 27.09 亿美元交易对价完成收购传奇影业。

传奇影业 2004 年 7 月成立于美国特拉华州，2015 年 12 月 29 日，WAE 自 Waddell & Reed 收购了其所持有的传奇影业股份，收购总价为 4.11 亿美元；WAE 于 2016 年 2 月 25 日和 3 月 8 日分别向管理层发起收购，收购总价 10.70 亿美元；2016 年 3 月 8 日，WAE 收购了 CONT LP Holdings LLC、FAIG LP Holdings LLC 等 14 家公司的股权，并间接获得该等 14 家投资人持有的传奇影业股份，收购对价总和为 3.83 亿美元；2016 年 3 月 8 日，WAE 收购了其他投资者所持有的传奇影业股份，收购对价为 6.89 亿美元；2016 年 3 月 8 日，WAE 收购了 Wanda America Glory Investment Holding Co. 其所持有的传奇影业股份，收购总价为 1.10 亿美元；同时收购 Softbank 持有的与传奇影业共同出资设立的联营企业股权，收购价款为 0.45 亿美元，通过以上交易，公司通过下属三级子公司 WAE 拥有传奇影业 100%的股份。

2016 年 11 月，因万达集团整体框架整合需求，公司将青岛影视投资以 119.88 亿元的交易对价整体转让至万达集团旗下另一子公司大连万达集团商业管理有限公司，此次转让使得公司与关联方往来款增加，其中与青岛影视投资新增往来款 56.79 亿元，与大连万达集团商业管理有限公司新增往来款 119.88 亿元。

2018 年 9 月，根据万达集团的整体发展部署，公司取得 WAE57.36%的股权，实现同一控制下的企业合并，继而将传奇影业纳入合并范围。截至 2018 年底，传奇影业资产总额 12.6 亿美元，净资产 5.8 亿美元；2018 年传奇影业实现营业收入 5.1 亿美元，净利润-0.9 亿美元。因发生同一控制下企业合并，按照被合并方 WAE 年初净资产规模公司调增 2018 年年初资本公积 89.77 亿元；由于传奇影业近年来持续亏损，公司追溯调整使得年初未分配利润调减 56.13 亿元；此外，2016 年收购传奇影业形成大额商誉约 180 亿元，本次合并后，公司商誉规模大幅增长。

4．万达体育拟在美国纳斯达克上市

2019 年 7 月 12 日，根据万达体育向美国证监会提交的文件显示，万达体育预计于 2019 年 7 月 26 日在美国纳斯达克交易所上市，代

[2] WAE 系青岛影视投资于 2015 年 11 月 30 日在美国特拉华州设立的子公司，即为收购传奇影业 100%股权而成立的投资控股公司。

码为“WSG”，预计 IPO 发行价将在 12 至 15 美元/ADS 之间，将发行最多 3333 万份美国存托股票（ADS）；其中，在 IPO 中发行 2000 万份，股东出售发行 1333 万份 ADS；万达体育拟募集资金最高为 5.75 亿美元，将主要用于偿还与万达集团重组相关的贷款，剩余资金会实施增长战略和一般企业用途，尝试更多的战略投资。

万达体育是一个全球体育赛事、媒体和营销平台，核心业务包括大众参与性运动（铁人三项赛、公路自行车、马拉松等）、观赏性运动（涉及篮球、足球、冬季和夏季奥运项目）以及数字媒体制作与解决方案（体育转播和服务）。截至 2018 年底，万达体育资产总额 147.73 亿元，所有者权益-0.71 亿元；2018 年，万达体育实现营业收入 88.61 亿元，净利润 4.05 亿元。截至 2019 年 3 月底，万达体育资产总额 153.35 亿元，所有者权益 24.69 亿元；2019 年 1-3 月，万达体育实现营业收入 18.57 亿元，净利润-0.67 亿元。

综合看，万达体育上市会改善其资本结构，降低债务水平，更有利于体育板块业务的经营发展，联合资信将持续关注该事项进展情况。

九、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括影视、体育和文旅三大板块。2018年，公司实现营业收入685.90亿元，同比增长9.86%，主要来自影视业务收入的增长。分板块看，影视业务是公司核心收入来源，2018年实现业务收入588.04亿元，同比增长11.85%，主要系万达电影和AMC院线业务的增长以及传奇影业纳入合并范围所致，其中万达电影实现收入140.88亿元，同比增长6.49%；AMC实现收入374.79亿元，同比增长12.93%；传奇影业实现收入5.10亿美元，同比增长13.33%。体育业务方面，2018年盈方体育和世界铁人分别实现收入65.10亿元和19.90亿元，同比分别增长20.51%和17.40%。旅游板块2018年实现收入2.07亿元，同比大幅下滑，主要由于公司对原文旅业务中的部分内容进行了剥离所致。其他业务主要为早教及IP业务和服务费收入，占比较小，对公司整体经营影响不大。

表 4　公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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
影视业务	525.76	84.21	20.49	588.04	85.73	21.27	135.85	86.82	20.67
盈方体育	54.02	8.65	33.29	65.1	9.49	31.40	17.0	10.86	26.4
世界铁人	16.95	2.72	35.23	19.9	2.90	35.30	1.90	1.21	25.2
文旅业务	16.17	2.59	62.33	2.07	0.30	33.24	0.38	0.24	50.18
其他业务	11.45	1.83	14.90	10.79	1.58	52.58	1.35	0.87	43.7
合计	**624.35**	**100.00**	**24.27**	**685.90**	**100.00**	**23.25**	**156.48**	**100.00**	**21.59**

资料来源：公司提供

从盈利能力看，公司综合毛利率小幅下滑，2018年为23.25%。其中，影视业务毛利率平稳增长，2018年为21.27%；盈方体育和世界铁人主要经营体育赛事，毛利率水平较高，2018年分别为31.40%和35.30%，基本保持稳定；文旅业务受部分业务剥离影响，毛利率快速下滑至33.24%；其他业务中毛利率较高的早教及IP业务占比提升，带动该板块毛利率上升37.68个百分点至52.58%。

2019年1-3月，公司实现营业收入156.48亿元，同比下降5.13%，主要由于2019年一季度优质影片较少，万达电影和AMC电影票房均同

比下滑所致。同期，公司综合毛利率为21.59%，较上年下降1.66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 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 2018 年底，万达电影资产总额 231.08 亿元，所有者权益 126.09 亿元；2018 年万达电影实现营业收入 140.88 亿元，同比增长 6.49%，主要来自观影收入的增长，实现利润总额 16.04 亿元，同比下降 14.54%，主要系银幕数量增长较快，票房增速放缓，使得公司观影业务毛利下降所致。

从万达电影的收入构成来看，观影收入为最主要来源，2018 年实现收入 90.68 亿元，同比增长 8.81%，占比 64.37%；非票房业务规模保持稳定，2018 年商品及餐饮销售和广告业务分别实现收入 18.69 亿元和 25.20 亿元，同比分别增长 3.38%和 5.03%，增速较上年明显放缓。毛利率方面，观影业务毛利率持续下滑，2018 年为 10.33%，同比下滑 1.73 个百分点，主要由于（1）万达电影 2018 年新增影城 79 家，占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，票房增速放缓，影院竞争加剧，使得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，2018 年分别为 59.67%和 68.60%。

表 5　万达电影业务情况（单位：亿元、%）

板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
观影收入	75.25	67.13	17.35	83.34	63.00	12.06	90.68	64.37	10.33
商品及餐饮销售收入	13.26	11.83	61.04	18.08	13.66	59.96	18.69	13.26	59.67
影院广告收入	16.92	15.09	66.59	24.00	18.14	67.48	25.20	17.89	68.60
其他业务	6.66	5.95	64.26	6.88	5.20	78.05	6.31	4.48	77.78
合计	**112.09**	**100.00**	**32.75**	**132.29**	**100.00**	**32.10**	**140.88**	**100.00**	**30.32**

资料来源：万达电影年报

2018 年，万达电影继续保持领先的行业地位，国内实现票房 79.8 亿元，同比增长 10.1%，观影人次 2.1 亿人次，同比增长 7.8%。票房、观影人次、市场占有率等核心指标连续 10 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。2018 年，万达电影下属 64 家影院跻身中国电影票房 200 强，155 家影院进入中国影院票房 500 强。自有万达电影 APP 出票占比超 20%，已发展成为国内领先的院线自营电影票平台。

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。

跟踪期内，万达电影持续加大技术创新，提升差异化竞争优势，保持放映技术、品质处于国内外领先地位，为观众提供高品质的观影服务。截至 2018 年底，万达电影旗下拥有 IMAX 银幕 314 块、已开业杜比影院 35 家。同时，万达电影推出高端自有巨幕品牌“PRIME”，引入三星 Onyx LED 影厅，不断加大力度提升尖端放映技术，为广大影迷呈现极致观影体验。

2018 年，万达电影在发展优质影城、确保

项目的品质和收益率的情况下，继续实施影城稳步扩张战略，新开影城 79 家，影院终端规模进一步扩大。截至 2018 年底，万达电影拥有直营影院 595 家，5279 块银幕，其中国内影院 541 家，4807 块银幕，票房市场占有率 13.5%。

2018 年，万达电影围绕过亿会员，积极进行营销创新，加强各档期营销力度，创新打造“朕要看电影”、“大片季”、“爆米花节”、“百日观影节”等专属 IP 活动；跨界合作故宫食品、哈根达斯等品牌，推出特色衍生品，获得市场热销；大力拓展咖啡业务，覆盖 14 个城市；创新电影营销业务，合作营销 165 部影片，多维度发展非票房业务。

总体看，在电影票房增速放缓、新开影城持续快速增长的行业背景下，万达电影依托于超强的连锁经营能力、持续的创新能力、领先的放映技术及高品质的观影服务，继续保持其领先的行业地位，具有很强的竞争优势。

（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，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。

2016 年以来，为了拓展业务，AMC 开展了较大规模的影院并购业务。2016 年 7 月和 11 月，AMC 完成并购美国卡麦克院线 Carmike 和欧洲最大院线 Odeon&UCI；2017 年 3 月，AMC 完成并购北欧院线 Nordic。截至 2018 年底，AMC 拥有影城 1006 家，屏幕约 11091 块；其中在美国拥有 637 家影院，8114 块屏幕；在欧洲拥有 369 家影院，2977 块屏幕。

表 6　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。

注：上述项目的收购资金均为 AMC 自筹（自有资金+银行贷款）

资料来源：公司提供，联合资信整理

大规模的并购带动 AMC 影院业务市场占有率快速提升，资产及收入水平不断增长，截至 2018 年底，AMC 资产总额 651.72 亿元，所有者权益 95.95 亿元；2018 年 AMC 实现营业收入 374.79 亿元，同比增长 12.93%，除税前利润 8.49 亿元（2017 年为-21.77 亿元[3]）。2019

[3] 2017 年亏损主要由于（1）并购完成后，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

年一季度，AMC 实现收入 80.83 亿元，同比下降 7.09%，除税前利润-8.38 亿元，主要由于 2019 年一季度电影市场比较萧条，美国和欧洲市场未有高质量的大片上映，对 AMC 业绩影响较大。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 2018 年底，AMC 资产负债率达到 85.28%，商誉规模为 328.66 亿元，有息债务约 325.90 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商誉快速增长，债务负担不断加重，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 2018 年底，万达影视资产总额 81.98 亿元，所有者权益 64.34 亿元；2018 年万达影视实现营业收入 22.58 亿元，同比增长 11.78%，净利润 8.43 亿元，同比增长 40.97%，主要受益于公司主投的影片《唐人街探案 2》票房大卖。

跟踪期内，公司电影投资与制作经营模式未发生重大变化。2018 年，公司上映的影片共 15 部，较上年减少 12 部，主要由于宏观经济增速放缓、国家整体去杠杆使得资金面偏紧以及影视行业监管趋严等综合因素导致整体投资规模下降；其中主投影片 4 部，跟投影片 11 部，票房过亿的影片 9 部，15 部影片合计实现票房 111.87 亿元。

表 7　2018 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
唐人街探案 2	2018 年 2 月	310589
我不是药神	2018 年 7 月	288100
西虹市首富	2018 年 7 月	232136
狄仁杰之四大天王	2018 年 7 月	57500
熊出没：变形记	2018 年 2 月	56469
李茶的姑妈	2018 年 9 月	55200
反贪风暴 3	2018 年 9 月	40000
快把我哥带走	2018 年 8 月	34000
新大头儿子和小头爸爸 3	2018 年 7 月	13500

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
资料来源：公司提供

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 2018 年底，五洲发行资产合计 5.09 亿元，所有者权益合计 0.86 亿元；2018 年五洲发行实现收入 14.56 亿元，净利润 0.54 亿元。

总体看，跟踪期内，公司影视剧制作与发行业务稳步发展，受影视行业监管趋严等因素影响，参与投资影片数量有所下降，但影片票房情况良好，主投影片《唐人街探案 2》票房收入很高，为公司的电影业务贡献了稳定的收益。

3. 体育板块

公司体育板块主要由盈方体育和世界铁人两家子公司负责运营。

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

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。

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。2018 年，盈方体育实现收入 65.10 亿元，同比增长 20.51%，净利润 3.10 亿元，同比下降 40.38%，主要由于下游客户 MP&Silvia 破产，产生坏账损失约 3 亿元所致。

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。

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%。2018 年，世界铁人实现收入 19.90 亿元，同比增长 17.40%，净利润为 0.20 亿元，实现扭亏为盈。

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。

总体看，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；世界铁人作为铁人三项赛的品牌经营商，在全球长距离铁人三项运动中所占份额高，具有较强的竞争优势。

4. 文化旅游

公司文化旅游业务围绕万达集团开发的文旅项目提供配套服务，主要包括主题乐园的运营管理和文化旅游城的规划设计。上述两块业务分别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”）负责运营；其中万达主题娱乐管理着 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。万达文旅院则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，还兼具全流程管控能力。

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”），文旅项目的所有权随之转移；同时与融创中国签订战略合作协议，转让给融创中国的 13 个文旅项目由文化集团负责运营管理，此外，融创中国每个项目每年向万达集团支付 4500 万元的品牌使用费，合同约定期限 20 年。至此，公司文旅业务则主要围绕融创中国持有的 13 个文旅项目展开。2018 年，万达集团将万达文旅院、万达主题娱乐旗下负责各个主题公园运营管理的项目公司以及其他配套 13 个文旅项目的子公司整体打包出售给融创中国，转让价款约 62.81 亿元，按照款项回收约定，截至 2018 年底，万达集团已收回 32.81 亿元，剩余款项将分别于 2019 年及 2021 年各收回 15

亿元。

受上述因素影响，2018 年公司文旅业务实现收入 2.07 亿元，同比大幅下滑。未来，公司文旅板块会继续围绕文旅项目的规划设计和运营管理来开展业务，2018 年以来，万达集团分别和兰州、延安、甘肃、潮州以及沈阳等地区政府签署战略合作协议，将在上述区域进行较大规模的投资，包括大型文旅项目、国际医院、国际学校以及万达广场等项目，从长远来看，随着上述项目的投资落地，公司文旅业务规模会有所增长。

5．经营效率

2018 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 10.28 次、13.32 次和 0.43 次。公司整体经营效率一般。

十、财务分析

2018 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 2019 年一季度财务数据未经审计。

从财务报表合并范围看，2018 年公司合并范围新增 12 家子公司（购买 9 家，同一控制下合并 1 家，新设 9 家，处置 3 家，注销 4 家）。2019 年一季度，公司合并范围无重大变化。公司合并范围的变化对财务数据可比性有一定影响，以下分析以 2018 年财务数据为主。

截至2018年底，公司（合并）资产总额1671.05亿元，所有者权益合计383.39亿元（其中少数股东权益279.44亿元）；2018年公司实现营业收入685.90亿元，利润总额8.19亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额2038.51亿元，所有者权益合计为374.65亿元（其中少数股东权益264.54亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入156.48亿元，利润总额1.71亿元。

1．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 1671.05 亿元，同比增长 9.58%，其中流动资产占比 34.21%，非流动资产占比 65.79%，公司资产仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 571.74 亿元，主要包括货币资金、应收账款、存货和其他应收款。

截至 2018 年底，公司货币资金 125.18 亿元，主要包括银行存款（占 82.92%）和其他货币资金（占 16.00%）；公司货币资金中有 72.11 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 2018 年底，公司受限货币资金 19.80 亿元，主要包括定期存单质押 10.04 亿元和保函保证金 8.05 亿元。

截至 2018 年底，公司应收账款为 75.59 亿元，同比增长 31.39%，主要系影视板块境内外公司业务增加造成广告款、票房分账款等应收款增多及合并传奇影业所致；其中，国外业务组合的应收账款账面余额为 48.62 亿元，计提坏账准备 3.75 亿元，计提比例 7.72%；境内业务组合的应收账款账面余额为 29.35 亿元，计提坏账 0.54 亿元，计提比例 1.84%。

截至 2018 年底，公司其他应收款为 270.26 亿元，同比增长 11.00%，主要包括关联方往来款 213.46 亿元、境内业务经营往来款 22.22 亿元和境外业务经营往来款 35.48 亿元；公司累计计提坏账准备 2.14 亿元，计提比例 0.79%，对关联方往来款未计提坏账准备。截至 2018 年底，公司前五大其他应收款合计 204.67 亿元，全部为关联方往来款，占其他应收款账面价值的比重达 75.73%，集中度高。

表 8　截至 2018 年底公司其他应收款前五名单位

（单位：亿元、%）

公司名称	余额	性质	占比
青岛万达影视投资有限公司	94.06	往来款	34.80
大连万达集团咨询服务有限公司	66.60	往来款	24.64
大连万达集团股份有限公司	16.90	往来款	6.25
大连一方集团有限公司	15.76	往来款	5.83

WD Investment Hldg Co	11.35	往来款	4.20
合计	**204.67**	--	**75.73**

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司存货 67.63 亿元，同比增加 56.23 亿元，主要系传奇影业纳入合并范围所致，传奇影业 2017-2018 年增加拍片数量，相应制作成本计入存货；按照影视剧行业惯例，公司足额计提存货跌价准备，累计计提 72.38 亿元。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 10.76 亿元，主要包括待抵扣进项税和留抵进项税。

截至 2018 年底，公司非流动资产 1099.31 亿元，同比增长 6.61%，主要由固定资产、无形资产、商誉和长期待摊费用构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 15.48 亿元，同比下降 74.57%，主要系本期收回对同程控股股份有限公司和同程网络科技股份有限公司投资合计 46.04 亿元。从构成看，按公允价值计量的权益工具为 1.42 亿元，主要为基金投资；按成本计量的权益工具为 14.05 亿元，主要为对青岛影视投资有限公司投资 6.28 亿元和对博纳影业集团有限公司投资 3.00 亿元。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 17.30 亿元，同比变动不大，其中对联营企业投资 11.94 亿元，主要为对电影放映设备公司 DCIP 的投资 10.47 亿元；对合营企业投资 5.36 亿元，投资较为分散。

截至 2018 年底，公司固定资产为 148.21 亿元，同比增长 3.57%，构成以房屋及建筑物（占 29.80%）和机器设备（占 64.73%）为主。

截至 2018 年底，公司无形资产为 99.49 亿元，同比增长 11.08%，主要由品牌/商标/著作权（占 58.71%）、有利租约/合同/客户关系（占 29.48%）和软件使用权（占 10.21%）构成。

截至 2018 年底，公司商誉账面价值为 674.80 亿元，同比增长 20.29%，主要系同一控制下合并传奇影业新增商誉 185.62 亿元及外币报表折算增加商誉 17.07 亿元；2018 年底公司商誉余额为 767.37 亿元，累计计提商誉减值 92.57 亿元，主要系传奇影业和世界铁人分别计提减值 85.07 亿元和 5.62 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，公司存在较大的商誉减值风险。

表 9　2018 年底商誉账面余额单笔超过 10 亿元项目

公司名称	金额（亿元）
HG Holdco Pty Ltd.	33.18
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	150.39
AMC 并购 Odeon	65.58
AMC 并购 Carmike	48.52
AMC 购买 Nordic AB	54.00
IIHAG	49.98
WEH	37.37
传奇影业	194.97
合计	**677.44**

注：公司并购的国外项目商誉账面余额较上年底数据的差异主要来自外币报表折算差额

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司长期待摊费用为 102.26 亿元，同比增长 10.68%，主要为经营租赁房屋装修改造待摊费。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 19.78 亿元，同比保持稳定，构成较分散，包括衍生金融资产、预付工程款、租赁使用权资产、租赁设施相关托管金等多项内容。

截至 2018 年底，公司使用受限的资产合计 19.80 亿元，全部为受限的货币资金，整体资产受限比例低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 2038.51 亿元，较 2018 年底增长 21.99%，主要来自其他应收款和其他非流动资产的增加。截至 2019 年 3 月底，公司其他应收款 325.11 亿元，较上年底增加 54.85 亿元，主要系万达集团内部关联方之间资金调拨所致；其他非流动资产 335.46 亿元，较上年底增加 315.68 亿元，主要系 AMC 于 2019 年开始按照美国会计准则

执行新租赁准则，将经营性租赁资产及负债纳入资产负债表核算所致；相应的，2019 年 3 月底公司其他非流动负债增加至 385.77 亿元。

跟踪期内，公司应收的关联公司往来款规模不断增长，受合并传奇影业影响，应收账款、存货和商誉规模增长快。公司资产仍以非流动资产为主，流动资产中与万达集团内部关联企业往来款规模依然较大，资产流动性一般；非流动资产中商誉和固定资产占比高，考虑到影视行业竞争加剧、增速逐年放缓，境外经营主体易受国外政治经济环境、国外会计准则变更等不可控因素影响，公司商誉或面临较大减值风险。

2．所有者权益及负债

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益变动较大，截至 2018 年底为 383.39 亿元，同比增加 148.41 亿元，主要系资本公积、少数股东权益增加和未分配利润减少综合影响所致。

截至 2018 年底，公司资本公积增加至 107.80 亿元，主要系①出售万达电影部分股份以及持股比例变动导致资本公积增加 27.35 亿元；②AMC 因回购股份以及持股比例变动增加资本公积 21.50 亿元；③传奇影业纳入合并范围使得资本公积增加。

截至 2018 年底，公司未分配利润下降至 -80.46 亿元，主要系①合并传奇影业调减未分配利润 56.13 亿元；②盈方体育发生差错更正，对上年年初未分配利润追溯调整数为-5.81 亿元；③公司本年归属于母公司的净利润为 -13.24 亿元（主要由于公司本部财务费用高企、传奇影业亏损以及万达主题娱乐亏损综合影响所致）。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益 264.54 亿元）合计 374.65 亿元，较 2018 年底下降 2.28%，主要系少数股东权益的减少。

总体看，公司所有者权益波动大，少数股东权益占比高，未分配利润为负，所有者权益结构稳定性弱。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 1287.66 亿元，同比变动不大；其中流动负债占 35.94%，非流动负债占 64.06%。

截至 2018 年底，公司流动负债 462.77 亿元，以短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。

截至 2018 年底，公司短期借款为 78.63 亿元，同比下降 11.59%，构成包括信用借款 49.65 亿元、保证借款 18.98 亿元和质押借款 10.00 亿元；公司应付账款为 64.87 亿元，同比保持稳定，以 1 年内到期的应付账款为主；公司其他应付款为 118.80 亿元，同比增加 45.67 亿元，系关联方往来款增加 50.43 亿元所致；从构成看，主要包括关联方往来款 60.71 亿元、待付费用及往来款 37.98 亿元，设备及工程款 9.74 亿元、股权收购款 4.24 亿元；公司一年内到期的非流动负债为 102.89 亿元，同比下降 24.07%，主要系归还 45 亿元一年内到期的私募债券所致。

表 10 截至 2018 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
大连万达集团股份有限公司	44.48	往来款	37.44
Max Joy Development Ltd	13.71	往来款	11.54
中国民生信托有限公司	5.00	押金	4.21
万达集团发展香港公司	4.37	往来款	3.68
北京大歌星投资有限公司	2.86	往来款	2.14
合计	**70.42**	--	**59.28**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司非流动负债 824.89 亿元，主要为长期借款 449.31 亿元、应付债券 234.61 亿元、长期应付款 49.17 亿元和其他非流动负债 70.94 亿元。其中长期借款以保证借款 309.84 亿元和高级保理借款 106.46 亿元为主；应付债券除 18 亿元中期票据 17 万达文化 MTN001 外，其余均为境外子公司发行的外币债；长期应付款主要包括递延租金 31.73 亿元

和应付融资租赁款 9.29 亿元；其他非流动负债主要包括 12.12 亿元不利租约[4]、NCM 公司广告放映协议[5]16.92 亿元和递延收入-RealD 租赁奖及 NCM 股票 20.26 亿元。

表 11 截至 2018 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

项目	余额
2020 年到期的中期票据	17.96
2022 年到期的优先次级债券	25.50
2024 年到期的优先次级债券	43.05
2025 年到期的优先次级债券	40.63
2026 年到期的优先次级债券	39.25
2027 年到期的优先次级债券	31.42
2024 年到期的可转换债	35.98
Odeon 循环授信借款	0.81
3.8%担保债券	14.37
减：一年内到期的应付债券	14.37
合计	**234.61**

注：1. 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；2. 其余外币债券均为 AMC 发行的债券，公司及万达集团均未提供担保
资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 1663.87 亿元，较 2018 年底增长 29.22%，主要系其他应付款和其他非流动负债大幅增加所致；其中其他应付款增加 69.19 亿元至 187.99 亿元，主要由于万达集团内部关联方之间资金调拨所致，其他非流动负债增加 314.83 亿元至 385.77 亿元，主要由于 AMC 使用新租赁准则将经营性租赁资产及负债纳入资产负债表核算所致。从结构来看，流动负债占 34.50%，非流动负债占 65.50%，较上年底变化不大。

债务负担方面，公司债务规模有所下降，截至 2018 年底，公司全部债务 875.99 亿元，同比下降 8.03%，其中短期债务占 20.87%，长期债务占 79.13%。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 2018 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 77.06%、69.56%和 64.39%，同比分别减少 7.53 个、10.65 个和 11.20 个百分点。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 915.97 亿元，较 2018 年底增长 4.56%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致；其中短期债务和长期债务分别占 25.90%和 74.10%，短期债务占比较上年底有所提升。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 81.62%、70.97%和 64.43%，债务负担较上年底加重。

总体看，跟踪期内，公司债务规模波动下降，债务结构以长期债务为主，债务负担仍然较重。

3. 盈利能力

随着公司影视、体育板块业务规模的增长，2018 年，公司实现营业收入 685.90 亿元，同比增加 9.86%，营业成本 526.44 亿元，同比增加 11.33%，增速高于营业收入；同期，公司营业利润率为 18.04%，基本保持稳定。

2018 年，公司期间费用有所增长，主要系合并传奇影业使得管理费用（含研发费用）增加；2018 年，公司期间费用 117.32 亿元，占营业收入的比重为 17.10%，对利润影响较大。

2018 年，公司实现投资收益 13.37 亿元，同比下降 35.00%，主要包括权益法核算的长期股权投资收益 7.82 亿元和处置金融资产收益 5.09 亿元；公司实现其他收益 2.37 亿元，主要为与电影业务相关的政府补贴款；2018 年，公司资产减值损失 11.72 亿元，主要为存货跌价损失 8.02 亿元（合并传奇影业存货大幅增长所致）和长期股权投资减值损失 1.02 亿元；同期，公司信用资产减值损失 2.61 亿元，主要为坏账损失。

2018 年，公司实现利润总额 8.19 亿元，同比下降 6.30%；当期公司投资收益占利润总额的比重为 163.25%，公司业绩对投资收益存

[4] 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。
[5] 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。

在依赖。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率为 3.95%，同比下降 0.21 个百分点；净资产收益率为 0.79%，同比增加 0.36 个百分点。

2019年1-3月，公司实现营业收入156.48亿元，同比下降5.13%；实现投资收益13.54亿元，主要系长期股权投资权益法核算确认的投资收益以及处置子公司产生的投资收益；利润总额1.71亿元，同比减少4.80亿元，主要系境内外影视作品质量及数量较2018年同期下滑导致院线经营较上年同比下降所致；同期，公司营业利润率16.21%，较上年减少1.83个百分点。

总体看，跟踪期内，公司营业收入基本保持稳定，期间费用和资产减值损失规模大，对公司业绩产生较大影响，公司利润对非经常性损益存在依赖，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。2018年公司经营活动现金流入量为1056.58亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为703.36亿元；公司经营活动现金流出量为950.26亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为492.02亿元。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较大所致。从收入实现质量看，2018年公司现金收入比为102.55%，较上年有所改善，公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2018年，公司收回投资收到的现金为101.75亿元，主要系万达电影股权转让款回收以及对同程控股、同程网络的投资款收回；取得投资收益收到的现金为5.89亿元，收到其他与投资活动有关的现金为8.17亿元，主要为收回的售后租回交易款。公司投资活动现金流出进一步放缓，2018年购建固定资产、无形资产支付的现金为60.46亿元，投资支付的现金为14.27亿元，主要为支付的理财款；2018年公司投资活动现金净流量为51.85亿元。

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收到的现金为主，2018年公司筹资活动现金流入为267.29亿元，其中取得借款收到的现金158.20亿元，发行债券收到的现金为40.77亿元。2018年，公司偿还债务支付的现金365.89亿元。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-204.19亿元。

2019年1-3月，公司经营活动现金流入量284.37亿元，经营活动现金净流量为27.82亿元；现金收入比为106.59%，较2018年有所提升。投资活动现金流量净额-6.05亿元，筹资活动现金净流出20.26亿元。

总体看，公司经营规模稳步增长，对外投资逐年收缩，扩张速度进一步放缓，外部融资压力有所缓解。

5．偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率为 123.55%，较上年底增加 11.77 个百分点；受 2018 年底公司存货增加影响，公司速动比率下降至 108.93%，同比小幅下降。2018 年公司经营现金流动负债比 22.97%，波动幅度较大。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 111.36%和 100.48%。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，2018 年，公司 EBITDA 为 101.73 亿元，同比保持稳定；EBITDA 利息倍数为 2.18 倍，较上年变化不大；同期，全部债务/EBITDA 为 8.61 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 2018 年底，公司对外担保余额 125 亿元，担保比率 32.60%，全部为对控股股东万

达集团的担保。截至 2018 年底，万达集团资产总额 9586.06 亿元，所有者权益 3373.41 亿元，2018 年万达集团实现营业收入 1807.70 亿元，利润总额 329.31 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分配。截至 2019 年 3 月底，万达集团共获得中国银行、中国工商银行等 19 家国有及股份制银行授信总额 4099 亿元（未将城市商业银行授信纳入统计），尚未使用 2904 亿元（未包含城市商业银行未使用授信）；子公司万达电影为 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（中征码：1101020007555634），截至2019年7月1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 2018 年底，公司本部资产总额 364.59 亿元；其中流动资产占比为 67.95%，非流动资产占比为 32.05%。流动资产中，货币资金（18.62 亿元）和其他应收款（228.82 亿元，以往来款为主）为主要构成。非流动资产以可供出售金融资产（15.92 亿元）和长期股权投资（94.52 亿元）为主。截至 2018 年底，公司本部负债总额 329.73 亿元，构成主要为短期借款（30.00 亿元）、其他应付款（49.70 亿元）、一年内到期的非流动负债（50.00 亿元）、长期借款（181.74 亿元[6]）和应付债券（17.96 亿元）。

盈利能力方面，公司本部主要经营主体以控股子公司万达电影、AMC 及万达影视为主，本部为控股型平台，经营业务规模很小，2018 年本部实现营业收入 2.96 亿元，利润总额 -12.05 亿元。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司本部有息债务 279.70 亿元，同比下降 24.64%。

整体看，公司本部为控股型平台，业务规模很小，盈利能力弱，但承担着部分融资职能，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

截至本报告出具日，公司存续期债券余额为18.00亿元，全部为一年内到期。

截至2019年3月底，公司现金类资产143.43亿元，为一年内到期债券余额的7.97倍；2018年，公司经营现金流量净额为106.32亿元，为一年内到期债券余额的5.91倍；同期，公司EBITDA为101.73亿元，为一年内到期债券余额的5.65倍；公司现金类资产、经营净现金流和EBITDA对一年内到期债券余额的保护能力强。

表12 公司存续债券保障情况（单位：倍）

项 目	2018 年底
一年内到期债券余额	18.00
现金类资产/一年内到期债券余额	7.97
经营活动现金流净额/一年内到期债券余额	5.91
EBITDA/一年内到期债券余额	5.65

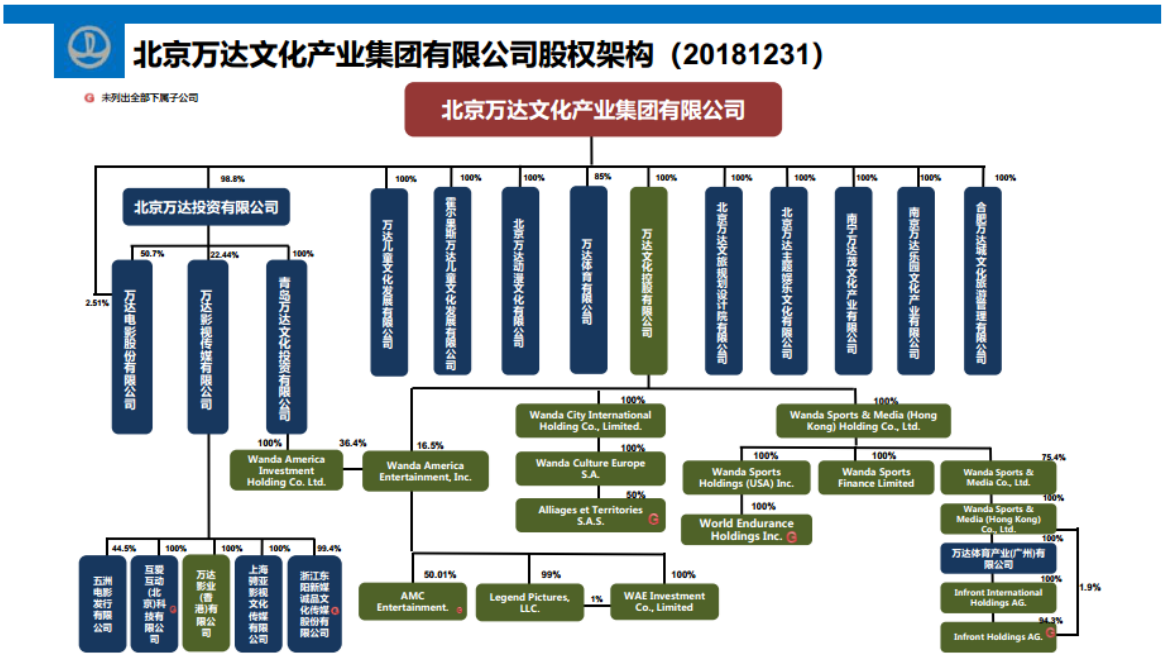
资料来源：联合资信根据公开资料整理

[6] 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。

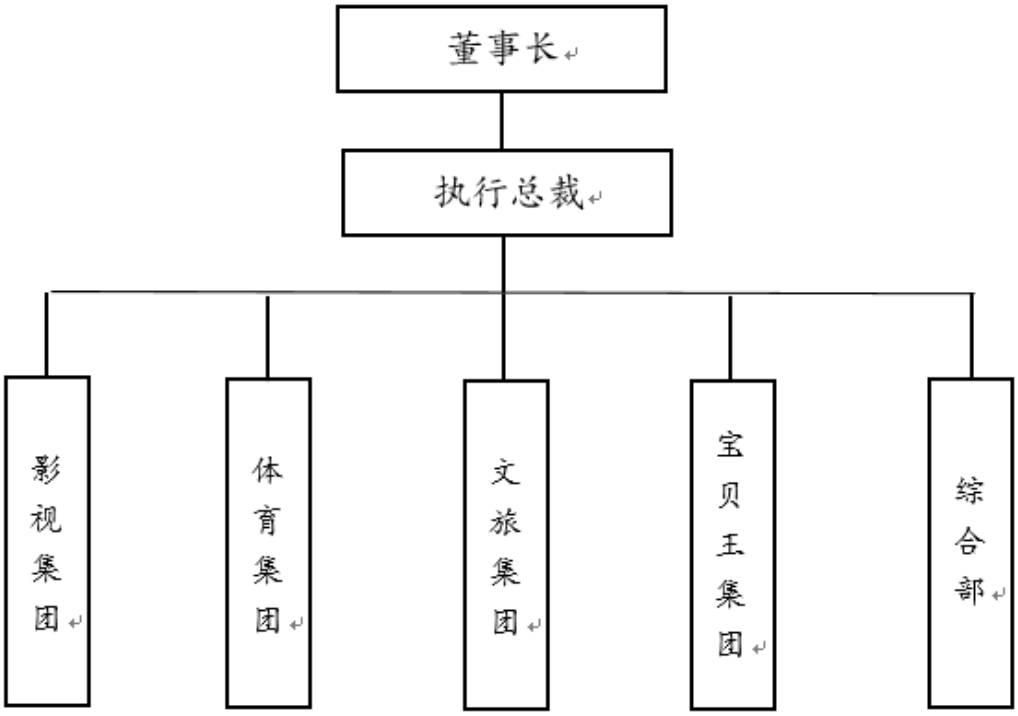
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	106.36	120.08	125.99	143.43
资产总额(亿元)	1457.56	1524.90	1671.05	2038.51
所有者权益(亿元)	337.96	234.99	383.39	374.65
短期债务(亿元)	156.66	224.92	182.79	237.27
长期债务(亿元)	644.74	727.57	693.21	678.70
全部债务(亿元)	801.40	952.49	875.99	915.97
营业收入(亿元)	556.39	624.35	685.90	156.48
利润总额(亿元)	27.07	8.74	8.19	1.71
EBITDA(亿元)	87.53	101.34	101.73	--
经营性净现金流(亿元)	81.90	7.46	106.32	27.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.47	13.28	10.28	--
存货周转次数(次)	18.52	55.89	13.32	--
总资产周转次数(次)	0.43	0.42	0.43	--
现金收入比(%)	98.66	98.16	102.55	106.59
营业利润率(%)	17.53	18.58	18.04	16.21
总资本收益率(%)	4.16	4.16	3.95	0.09
净资产收益率(%)	4.74	0.43	0.79	--
长期债务资本化比率(%)	65.61	75.59	64.39	64.43
全部债务资本化比率(%)	70.34	80.21	69.56	70.97
资产负债率(%)	76.81	84.59	77.06	81.62
流动比率(%)	122.96	111.78	123.55	111.36
速动比率(%)	121.50	109.20	108.93	100.48
经营现金流动负债比(%)	21.63	1.69	22.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.79	2.09	2.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.16	9.40	8.61	--

注：1.2019 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　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。

附件 4-3　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