

市场价格 (人民币): 54.42 元

目标价格 (人民币): 65.70 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	422.85
总市值(百万元)	63,905.13
年内股价最高最低(元)	88.33/53.58
沪深 300 指数	3517.33
深证成指	10655.79



院线整合时代来临，强者恒强

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.010	1.164	1.457	1.829	2.269
每股净资产(元)	7.76	8.85	10.10	11.73	13.80
每股经营性现金流(元)	1.57	1.31	1.98	3.24	4.03
市盈率(倍)	118.83	46.47	37.36	29.75	23.99
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	48.05%	15.23%	25.19%	25.56%	24.04%
净资产收益率(%)	13.02%	13.16%	14.42%	15.59%	16.44%
总股本(百万股)	1,174.29	1,174.29	1,174.29	1,174.29	1,174.29

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内票房 5 年内有望翻倍，空间巨大：**虽然 2016 年国内票房增速放缓，但是影院和银幕数量依然保持高速增长，银幕数量超越美国，成为全球第一。而在人均观影次数上和银幕拥有量上，国内还有巨大的上升空间。我们中性预测国内票房市场有望在 2021 年突破 919 亿。2017 年在进口片带动下，票房增长预计在 15% 左右。
- **票房增速放缓背景下，院线并购整合加快，公司今年市占率有望至少提升 1 个百分点至 14.6%：**国内院线行业 CR4 近两年一直维持在 37% 左右，而美国的院线市场 2016 年前 4 名的集中度已经高达 60%。随着票房增长放缓，院线经营承压，影院精细化运营时代到来，院线并购整合速度加快，公司今年的市场占有率有望提升一个点。2017 年 Q1 公司业绩的淡季市占率达到 13.4%，比去年同期提升 1.1 个百分点，预计全年市占率提升至 14.6%。
- **公司业绩增长稳健，龙头地位稳固：**公司 16 年实现营收 112.09 亿，同比增长 40.1%，实现总票房收入 76 亿，同比增长 20.5%，实现归母净利润 13.66 亿，同比增长 15.2%，而同期全国票房增速仅 3.7%。公司通过“自建+并购”的方式，加快影院终端的布局。2016 年公司新增 109 家影院，1007 块银幕，影院数量到达 401 家，拥有 3564 块银幕。公司 2017 年目标新增影院数量 100-150 家。2016 年市占率达到 13.6%，连续八年位居全国首位。
- **资产联结型院线代表，运营能力更胜一筹：**公司作为资产联结型的院线，对旗下的影院掌控能力强，对于拓展上游制片和发行提供优质的支撑。在影院收入上更多元，非票房的收入（衍生品销售、广告收入）增长和占比也更高，盈利能力更强。2016 年万达实现非票房收入 39 亿元，同比增长超过 100%，占比达到 35%。未来在衍生品和广告收入这块预计进一步突破，非票收入占比有望进一步提升。
- **并购整合能力强：**2015 年收购澳洲影院 Hoyts 以后，发挥协同效应，2016 年实现净利润 2.43 亿，同比增长 76%。2015 年收购的广告营销商慕威时尚 2016 年实现净利润 1.03 亿元，同比增长 52%。公司今年可能持续外延并购，实现产业链上下游整合。

姜姝

联系人
(8621)60935531
jiangshu@gjzq.com.cn

常兆亮

分析师 SAC 执业编号: S1130517010002
(8621)60935529
changzhaoliang@gjzq.com.cn

投资建议及估值

- 我们预测 2017-2019 年，公司预计总营业收入分别为 144.07 亿元、181.61 亿元和 221.35 亿元，预计归母净利润分别为 17.11 亿元、21.48 亿元和 26.64 亿元；2017-2019 年对应 EPS 分别为 1.46 元、1.83 元和 2.27 元，对应 PE 分别为 37/30/24 倍。
- 考虑到公司作为院线龙头在行业增速放缓背景下更有竞争优势，市占率有望进一步提升，我们给予公司整体 45X17PE，对应 17 年目标价 65.70 元，首次覆盖评级为“买入”。

风险

- 票房增长不及预期，市场竞争加剧，公司新建影院数量不及预期，公司商誉 81.29 亿，可能有计提减值风险。

内容目录

1. 公司概况：院线龙头.....	5
1.1 成长快速，院线领军.....	5
1.2 股权结构.....	6
1.3 财务分析：合理利用资金杠杆，规模扩张资金充足.....	7
2. 行业分析——国内票房增长空间巨大.....	9
2.1 未来五年票房有望翻倍.....	9
2.2 2017 年国内票房预测.....	12
2.3 渠道下沉——票房增长的主要动力.....	14
3. 公司经营稳健，龙头地位稳固.....	15
3.1 公司影院，银幕，票房市占率增长步步为营.....	15
3.2 资产联结型院线代表，运营能力更胜一筹.....	16
3.3 院线并购整合加快，公司受益集中度提升.....	17
4. 布局全产业链，多元化发展.....	19
4.1 并购 Hoyts，拓展海外院线.....	20
4.2 收购慕威时尚和 Propaganda GEM，整合营销资源.....	21
4.3 收购时光网：布局衍生品业务.....	22
盈利预测与估值.....	24
风险提示.....	24

图表目录

图表 1：公司主要业务收入.....	5
图表 2：公司并购历史.....	5
图表 3：公司“会员+”战略.....	6
图表 4：公司实际控制人——王健林.....	6
图表 5：公司前 10 大股东.....	7
图表 6：公司近年营收利润情况（亿元）.....	7
图表 7：公司近年毛利率和净利率.....	7
图表 8：公司 2016 年收入构成.....	8
图表 9：16Q3 万达院线资产负债率和长期负债占比最高.....	8
图表 10：中国近年票房数据.....	9
图表 11：国产片和引进片票房对比（亿元）.....	9
图表 12：国内影院和银幕数量.....	9
图表 13：国内观影人次.....	10
图表 14：世界各国观影人次对比.....	10
图表 15：国内银幕单屏产出.....	10
图表 16：北美近年票房.....	11
图表 17：北美票房全球占比（单位：十亿美金）.....	11

图表 18: 中国城镇人口变化.....	11
图表 19: 国内平均票价变化.....	11
图表 20: 2021 年票房预测.....	12
图表 21: 2016 年中美人均银幕数对比.....	12
图表 22: 票房, 银幕和单屏产出增速对比.....	13
图表 23: 一二线单屏产出增速 (万元)	13
图表 24: 三线以下城市单屏产出 (万元) 及同比增速.....	13
图表 25: 2017 年票房预测.....	13
图表 26: 一二线城市票房增长.....	14
图表 27: 三四五线城市票房增长.....	14
图表 28: 各线城市票房占比.....	14
图表 29: 公司国内影院和国内银幕数量.....	15
图表 30: 万达国内银幕增速与全国银幕增速对比.....	15
图表 31: 万达票房增速 (含海外) 和全国票房增速对比.....	16
图表 32: 2017 年一季度院线票房占比.....	16
图表 33: 院线经营模式对比.....	16
图表 34: 公司应收账款周转天数最少.....	17
图表 35: 三种院线模式毛利率对比.....	17
图表 36: 公司非票收入增长快速.....	17
图表 37: 院线行业市占率变化.....	18
图表 38: 2016 年国内前 5 大院线.....	18
图表 39: 中美 CR4 票房占比对比.....	18
图表 40: 2016 年以来院线并购事件.....	19
图表 41: 国内院线数量.....	19
图表 42: 电影产业链布局及主要参与者.....	19
图表 43: 公司全产业链布局.....	20
图表 44: 澳洲票房市场份额分布 (2014 年)	20
图表 45: Hoyts 营收和净利润 (亿元)	21
图表 46: 慕威时尚主营业务.....	21
图表 47: 慕威时尚连续两年完成业绩承诺 (万元)	22
图表 48: 时光网衍生品.....	23
图表 49: A 股及美股院线上市公司 PE 对比.....	24

1. 公司概况：院线龙头

1.1 成长快速，院线领军

- **发展历史：**万达院线于 2005 年 1 月 20 日在北京注册成立，隶属于万达集团。公司主营业务为影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映以及相关衍生品业务（卖品销售、广告、发布等）。2015 年 1 月 22 日，公司在深交所中小企业板块上市，成为 A 股首家院线公司。
- **业务介绍：**公司是一家主要从事影院投资建设以及运营管理的电影院线公司，主要业务收入来自电影票房收入、卖品收入以及广告收入。

图表 1：公司主要业务收入



来源：公司年报，国金证券研究所

- **公司上市以来，外延并购动作不断。**15 年 6 月，公司收购澳洲第二大院线 Hoyts，扩充海外院线；15 年 7 月，同时收购慕威时尚 100% 的股权和世茂影院旗下 15 家公司（共 18 家影院）100% 的股权；16 年 2 月，公司收购大连奥纳、厚品文化及赤峰北斗星合计 13 家影城 92 块银幕；16 年 5 月，公司收购电影娱乐营销公司 Propaganda GEM；16 年 7 月，公司以自有资金 2.8 亿美元收购时光网，进一步完善公司电影生态服务圈；公司还计划并购集团旗下的万达影视，16 年 8 月虽中止对万达影视的重组，未来不排除继续收购万达影视的可能性。

图表 2：公司并购历史



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司是国内院线绝对的龙头。截止 2017 年 2 月底，公司旗下拥有已开业影院 404 家，银幕 3573 块，连续八年票房收入、市场份额、观影人次稳居全国第一。根据 2016 年年报，万达院线国内银幕数占比 7.59%，却贡献了 13.6%的票房，体现了极高的运营能力。2016 年万达院线单屏产出高达 213 万元（含海外），国内单屏产出 198 万元，远高于全国单屏产出（111 万元）；万达院线国内平均票价 37.8 元，远高于全国平均票价 33.3 元。
- 公司目前已拥有超过 8000 万的会员，成为全球最大的电影放映终端会员体系。公司全面推进“会员+”战略，在互联网、衍生品、游戏、VR 和品牌跨界上拓展创新会员服务，不断提升会员价值。

图表 3：公司“会员+”战略

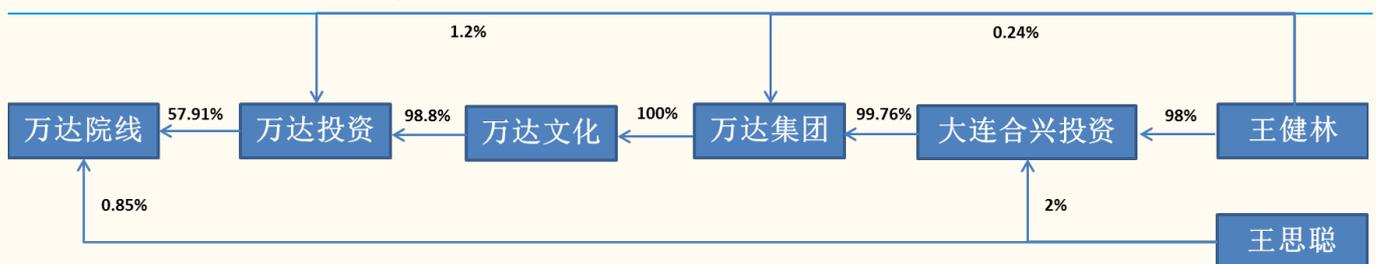


来源：，公开资料，国金证券研究所

1.2 股权结构

- 截止 2016 年末，公司第一大控股股东是北京万达投资有限公司，持股比例 57.91%。公司的实际控制人为王健林先生。万达集团 2016 年收入 2550 亿元，拥有极雄厚的资金实力。

图表 4：公司实际控制人—王健林



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司前 10 大股东

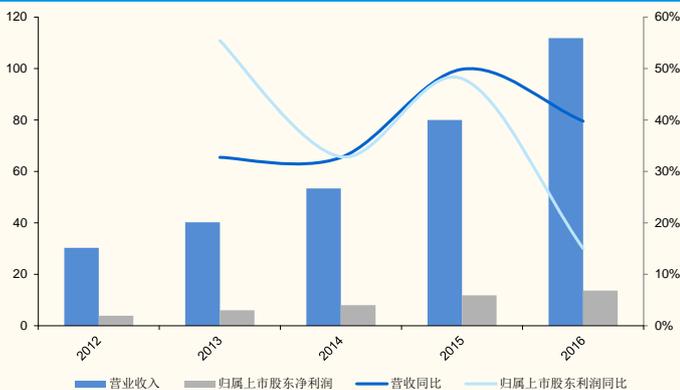
股东	持股数量（万股）	持股比例
北京万达投资	68000	57.91%
北京万达文化	2944	2.51%
上海仁富投资	2411	2.05%
孙喜双	2184	1.86%
东莞凯德事业投资	2000	1.70%
博瑞远达股权投资合伙企业	1663	1.42%
世茂影院投资发展有限公司	1351	1.15%
逢宇峰	1138	0.97%
王思聪	1000	0.85%
张龙	803	0.68%

来源：2016 年年报，国金证券研究所

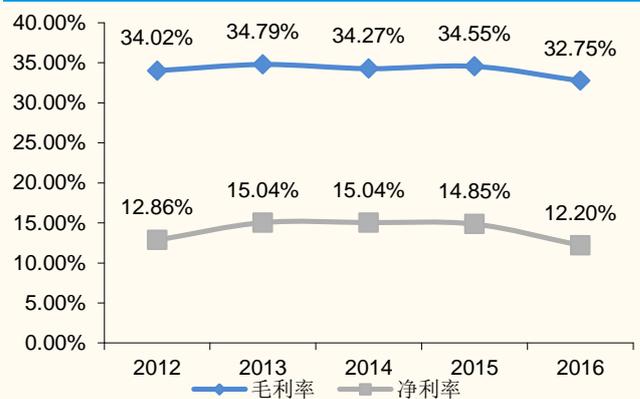
1.3 财务分析：合理利用资金杠杆，规模扩张资金充足

- **票房低迷时公司业绩逆势增长。**公司 2016 年年报显示，公司 16 年实现营收 112.09 亿，同比增长 40.10%，增长的主要原因在于公司积极加大自建和并购新影院的力度，增加票房收入。归属上市公司股东净利润 13.66 亿，同比增长 15.23%，而同期国内票房增速仅为 3.7%。
- **快速扩张期对盈利能力略有负面影响。**毛利率和净利率在 16 年都有所下滑，净利率下滑比较明显，主要原因是公司影院快速扩张，2016 年新增 109 家影院，由于商业地产的建设周期，四季度新增 54 个影院尚在培育期。我们认为目前在电影票房增速放缓的背景下正是行业整合的好时期，公司的快速扩张将会在 2017 年帮助其国内的票房占有率提升至少 1 个百分点。市场份额提升比短期利润增长更具战略意义。
- **合理利用资金杠杆加速扩张。**由于影院基本都是自建的形式，公司前期的重资产投入是必不可少的，所以公司需要利用长期借款进行资本运作，进行资产投资建设。万达院线近两年每年新增约 110 个影院，新建一个影院的投入在 2000-3000 万元左右，假设不考虑并购需要资金约 22-33 亿元。2016 年前三个季度，公司资产负债率和长期负债占比分别为 39.74% 和 42.51%，是同行业上市公司中最高的。2016 年公司长期借款余额约 28 亿，而中国电影、幸福蓝海最新的报表长期借款均为 0，上海电影 2016 年三季报仅有 5093 万的长期借款。所以，公司通过合理使用资金杠杆有效地进行了快速扩张。

图表 6：公司近年营收利润情况（亿元）



图表 7：公司近年毛利率和净利率



来源：wind，国金证券研究所

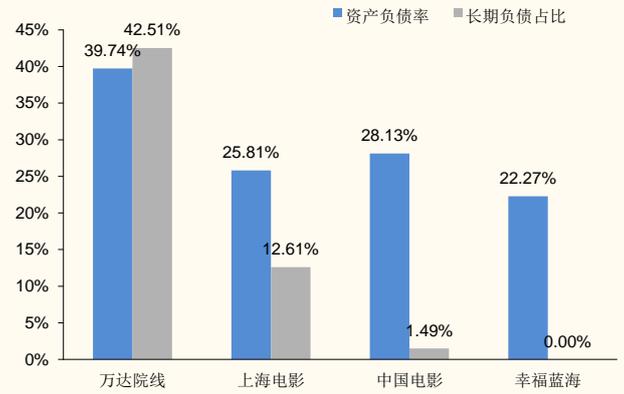
图表 8：公司 2016 年收入构成

分产品	营业收入 (亿元)	占比	同比增长	毛利率
票房	75.25	67.13%	17.80%	17.35%
影院广告收入	16.92	15.09%	223.63%	66.59%
商品销售	13.26	11.83%	43.68%	61.04%
影片投资和宣传推广	1.02	0.91%	65.03%	-48.04%
其他	5.66	5.05%	242.24%	84.66%

来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表 9：16Q3 万达院线资产负债率和长期负债占比最高



来源：wind，国金证券研究所

2. 行业分析——国内票房增长空间巨大

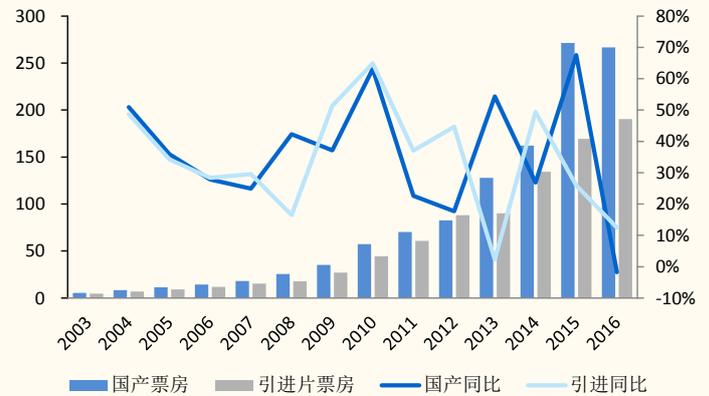
2.1 未来五年票房有望翻倍

- **2016 年票房增长低迷，2017 年多部重磅进口片引进有望提升增速。**2016 年，国内票房收入 457.12 亿，同比仅增长 3.73%，相对于 2015 年的 48.68% 的高增长大幅下降，是近十年来增速最低的一年。下降的原因有票补减少，2015 年中国电影市场的“票补”大约在 40 亿~50 亿元，约占票房总额的 10%。随着市场格局的定型，票补退潮，16 年票补大约在 15 亿左右。第二个重要原因是影片质量下滑，特别是国产电影整体质量的下滑导致国产片票房首次出现了负增长。另外还有广电总局加大了对票房造假的打击力度。2017 年 WTO 进口电影协议到期，进口片配额有望增加，帮助提振票房增长。

图表 10：中国近年票房数据



图表 11：国产片和引进片票房对比 (亿元)



来源：艺恩网，广电总局，国金证券研究所

来源：艺恩网，国金证券研究所

- **影院高速发展，银幕数量世界第一。**自 2003 年电影产业化改革以来，中国电影的市场规模一直保持着每年 30% 以上的增长，市场规模的扩张伴随着影院和银幕数量的高速增长，影院数量每年保持在 20% 以上的速度增长，2016 年新增 1612 家，全国影院总数超过了 8000 家。银幕数量截至到 2016 年底突破 4 万块，同比增长 30%，超过了美国，成为世界上电影银幕最多的国家。我们判断未来几年银幕增速略有放缓，但是仍将维持 20%-30% 的高速发展。

图表 12：国内影院和银幕数量



来源：广电总局，艺恩网，国金证券研究所

- **观影人次仍有提升空间，票房增长空间巨大。**从观影人次上，国内观影人次不断增加，2016年达到13.72亿人次，但是在人均观影次数上跟主要国家成熟的电影市场相比还是有一定的差距，北美人均观影达3.66次，韩国高达4.32次，中国只有0.98次，如果只按城镇人口计算，也只有1.74次。
- 所以，中国电影市场的上升空间还很大。

图表 13：国内观影人次



来源：艺恩咨询，国金证券研究所

图表 14：世界各国观影人次对比

地区	2016年观影人次(亿)	总人口(亿)	人均观影
北美	13.15	3.59	3.66
韩国	2.16	0.5	4.32
法国	2.13	0.67	3.18
英国	1.68	0.65	2.58
西班牙	1.03	0.48	2.15
中国	13.72	14.05 (7.9)	0.98 (1.74)

来源：联合国人口司，MPAA，公开资料，国金证券研究所 注：括号内为中国城镇人口数量

- **单屏产出略有下降，影院盈利能力分化加速整合时代到来。**2016年国内银幕的单屏产出只有111.01万元，同比下降了18.16%，跌到了2008年的水平，新影院的单银幕产出只有84万元。我们认为粗放式的渠道增长时代已经结束，对影院的运营能力提出了更高的要求，这种背景下凸显了优质龙头公司如万达院线的运营优势，可以通过并购整合有效提升市场份额。

图表 15：国内银幕单屏产出



来源：艺恩网，国金证券研究所

- **中国票房在全球占比不高，仍有提升空间。**从北美票房市场的发展历史来看，北美票房经过了从1980年到2001年的快速增长，逐渐开始趋于稳定，从09年开始北美票房一直在105亿美元上下波动，占据全球票房的比例

也一直稳定在 30%左右。中国 2016 年的票房在全球占比仅为 17.1%，提升空间巨大。

图表 16：北美近年票房



来源：Box Office Mojo, 国金证券研究所

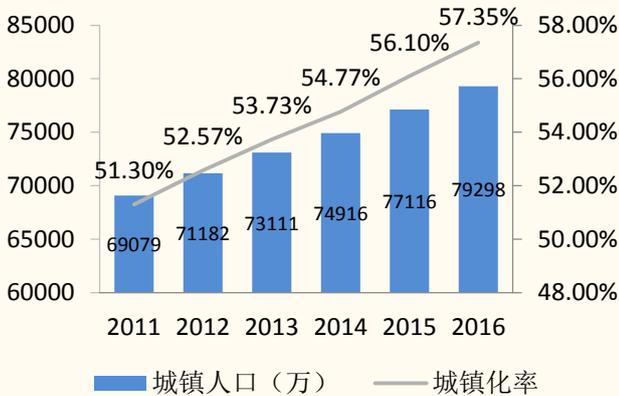
图表 17：北美票房全球占比 (单位：十亿美元)



来源：MPAA, 国金证券研究所

- **中国票房有望在 5 年内翻倍。**我们预测，到 2021 年城镇人口占比有望突破 62%。我们以城镇人口进行票房预测，近年来票价的变化不大，中性推测 5 年后中国城镇人口的人均观影次数达到 2.9 次，票房市场将达到 919 亿元，相对于 2016 年还有一倍的增长空间，乐观情况还有可能突破千亿元大关，全球市场占比预计在 25%~30%之间，上升空间巨大。

图表 18：中国城镇人口变化



来源：国家统计局, 国金证券研究所

图表 19：国内平均票价变化



来源：艺恩咨询, 国金证券研究所

图表 20: 2021 年票房预测

	乐观	中性	悲观
总人口 (亿)	14.2	14.2	14.2
城镇人口 (亿)	8.83	8.83	8.83
城镇化率	62%	62%	62%
城镇人口人均观影次数	3.2	2.9	2.4
平均票价 (元)	37	36	35
总观影人次 (亿)	28.3	25.5	21
平均年复合增速	15.6%	13.2%	9.0%
票房 (亿元)	1046	919	736
平均年复合增速	18%	15%	10%

来源: 国金证券研究所

2.2 2017 年国内票房预测

- **银幕量今年大概率会高速增长。**虽然我国银幕数量已经成为全球第一，但是每万人的银幕拥有量还很低，中国城镇人口每万人拥有 0.5 个银幕数，而美国则是 1.5 个，是中国的三倍。所以，银幕总量还是会有很大的增长空间。而目前渠道下沉，三四五线城市的影院建设扩张正在如火如荼地进行中，据时光网的最新数据，2017 年一季度全国的银幕数量增加了 4562 块，日均增加 50.68 块，而 2016 年全年日均新增银幕数仅为 26 块。所以，我们认为今年银幕数大概率还是会保持高速增长的态势，预计增速 28% 左右。

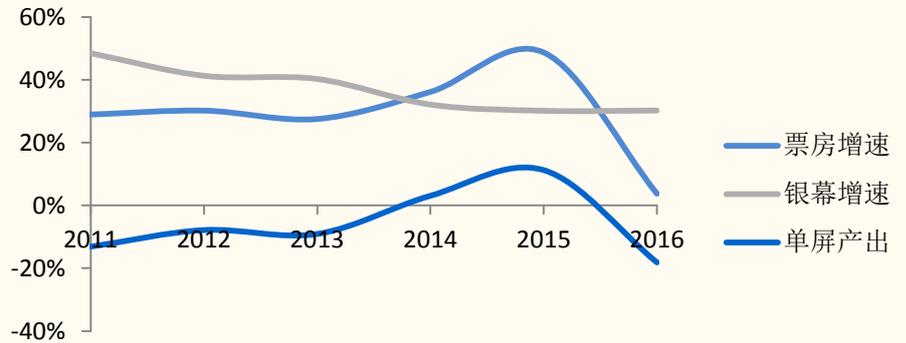
图表 21: 2016 年中美人均银幕数对比

国家	银幕数	城镇人口	每万人拥有屏幕数	单屏产出 (万元)	2016 年人均 GDP (美元)
中国	41179	7.9	0.5	111	8516.18
美国	40759	2.7	1.5	192	58740.92

来源: 艺恩网, 公开资料, 国金证券研究所注: 美国 2016 年票房 113.7 亿美元, 汇率按 1 美元=6.9 人民币计算

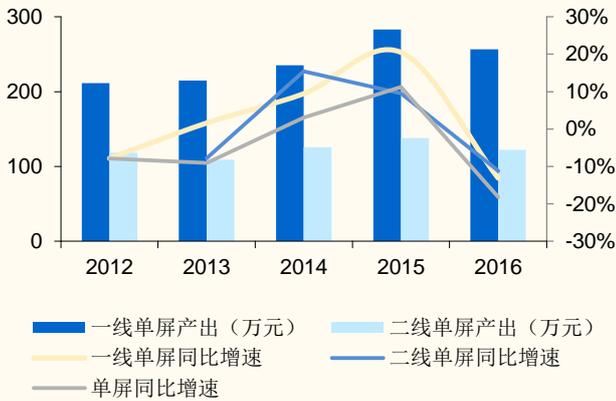
- **单屏产出今年仍会小幅下降。**从 2011 年开始，在银幕数量保持在 30% 以上的增速的情况下，银幕单屏产出一直是负增长（主要原因是三四线城市渠道下沉单屏产出比较低），2014 年和 2015 年由于票补的拉动和国产电影的抢眼表现，单屏产出有所回升。影院向三四线城市扩张的趋势还在继续。从前几年的数据来看，一二线城市的单屏产出主要受影片质量的影响，16 年一二线城市票房基本与去年持平，单屏产出同样出现了下滑。三四线城市在渠道快速下沉，影院新扩建的影响下，单屏产出下滑压力很大，只有在 2015 年票房高速增长时单屏产出有所回升，近年来一直处于下降的趋势。我们预计今年单屏产出下滑约 10% 左右。

图表 22：票房，银幕和单屏产出增速对比



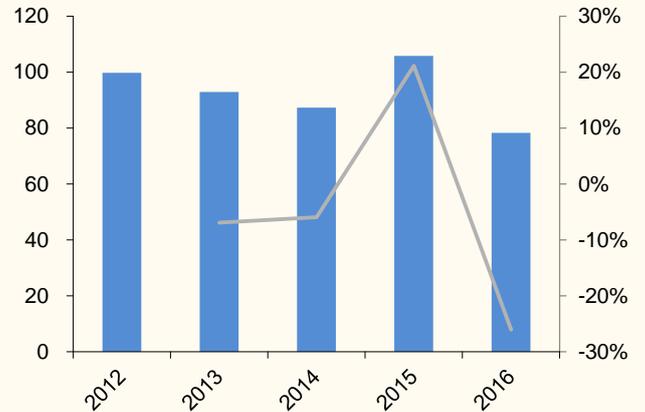
来源：广电总局，艺恩网，国金证券研究所

图表 23：一二线单屏产出增速 (万元)



来源：艺恩电影智库，国金证券研究所

图表 24：三线以下城市单屏产出 (万元) 及同比增速



来源：艺恩电影智库，国金证券研究所

- 基于以上的判断，我们中性预测，2017 年票房增速在 15%左右，预计票房将达到 526.6 亿元。

图表 25：2017 年票房预测

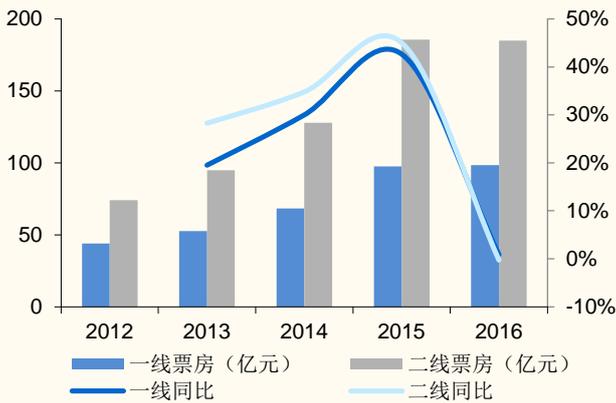
	乐观	中性	悲观
银幕数量 (块)	53533	52709	51474
同比增速	30%	28%	25%
单银幕产出 (万元)	105.45	99.9	94.4
同比增速	-5%	-10%	-15%
总票房 (亿元)	564.5	526.6	485.6
同比增速	23%	15%	6%

来源：国金证券研究所

2.3 渠道下沉——票房增长的主要动力

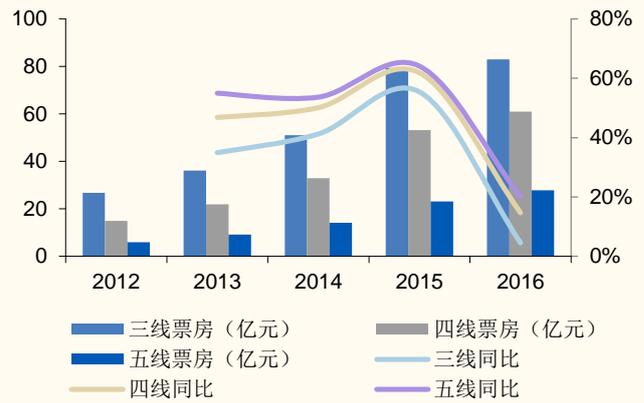
- **三四五线城市增速超一二线，贡献占比逐渐增大。**近几年三四五线城市的票房增速普遍高于一二线增速，2016年一二线的票房收入基本保持不变，二线城市的票房还小幅下降，而相对应的四线城市增速接近15%，五线城市的票房增长依然超过20%。四五线城市成为票房增长的主要动力，而且占比也逐年提升，三四五线城市票房占比已从2012年不足3成增长到2016年近4成。所以，未来渠道下沉是票房增长的主要动力。而万达院线在新建影院中的快速扩张，虽然短期对利润增速有负面影响，长期来看则是抢占了优质的渠道资产，对公司长远发展有重大意义。

图表 26：一二线城市票房增长



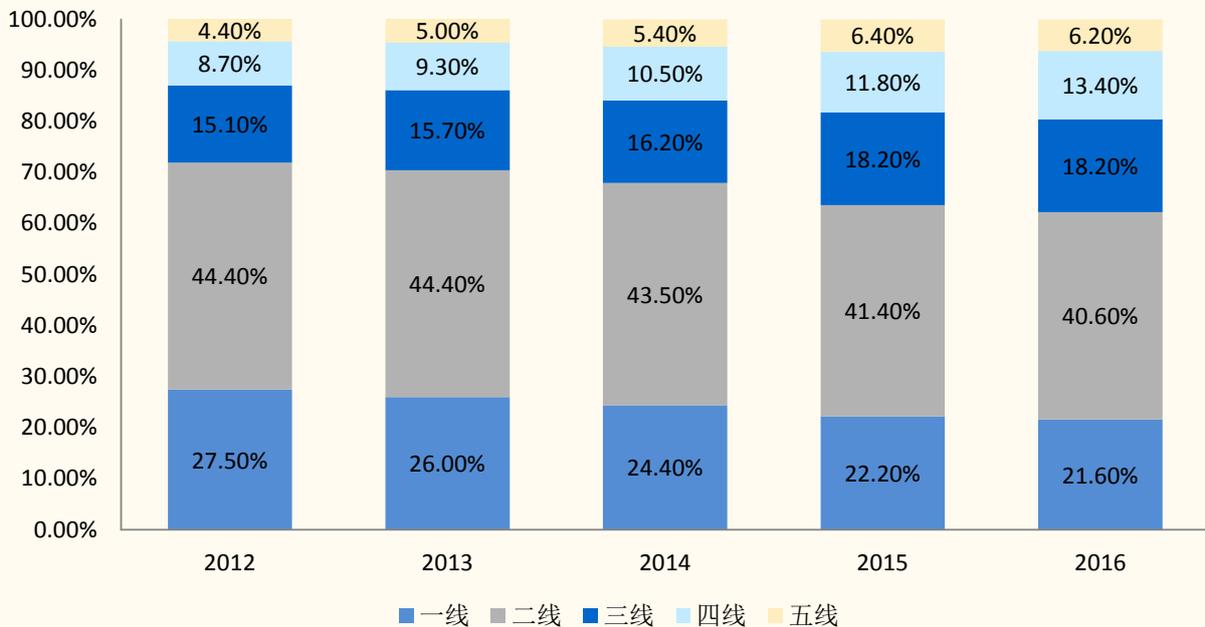
来源：艺恩智库，国金证券研究所

图表 27：三四五线城市票房增长



来源：艺恩智库，国金证券研究所

图表 28：各线城市票房占比



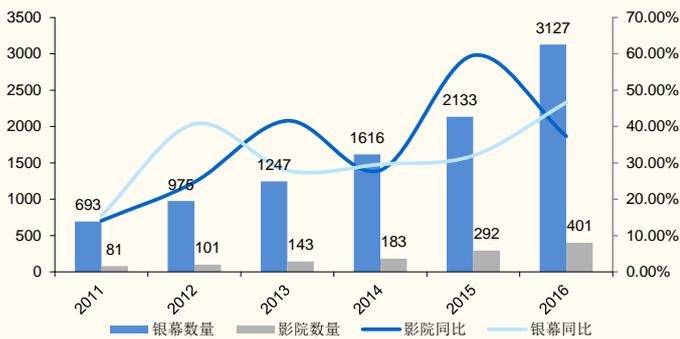
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

3. 公司经营稳健，龙头地位稳固

3.1 公司影院，银幕，票房市占率增长步步为营

- 公司通过自建+并购的方式，加快影院终端的布局。2016年，公司影院数量达到401家，拥有3564块银幕，其中国内影院348家，3127块银幕。2016年新增109家影院，1007块银幕，公司2017年目标新增影院数量100-150家。

图表 29：公司国内影院和国内银幕数量



来源：艺恩咨询，公司公告，国金证券研究所

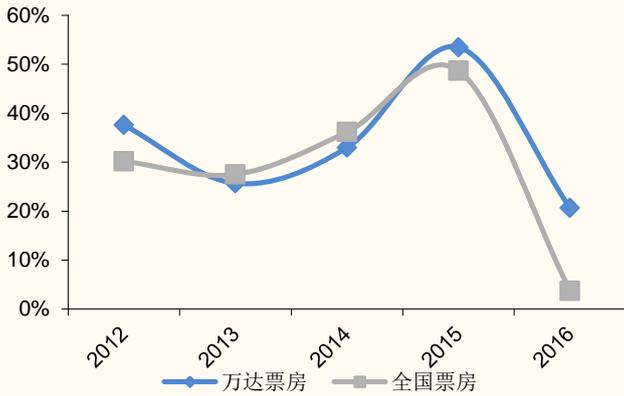
图表 30：万达国内银幕增速与全国银幕增速对比



来源：艺恩咨询，广电局，国金证券研究所

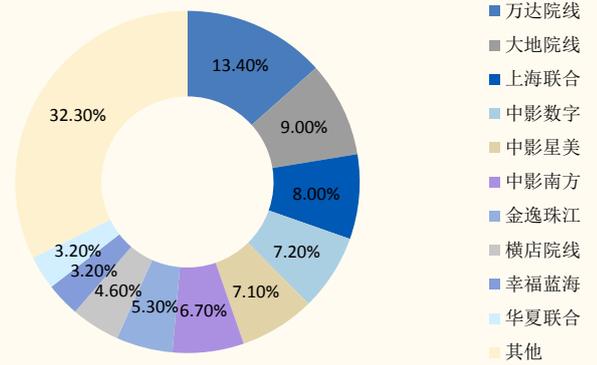
- **公司终端的扩张速度显现。**由于公司的影院和银幕大多是采用自建的形式，所以在终端扩张的时候需要一段时间的爬坡期。公司近两年的银幕扩张已经超过全国的平均增速，在短短两年时间内，实现了影院数量和银幕数量双双翻倍，尤其是2016年国内荧幕扩张速度超过全国近16.39个百分点，将为未来市占率的提升打下坚实的基础。未来两年依然会保持高速增长态势。
- **公司票房市占率龙头地位稳固，今年市占率有望至少提升一个百分点。**2016年，公司实现总票房收入76亿，同比增长20.5%，远高于全国票房增速，主要贡献来自澳洲Hoyts公司票房并入。其中国内票房62亿，同比增长3.16%，略低于国内票房整体增速，主要原因是新增109家影院，票房尚在培育期。然而公司2016年市占率依然达到13.6%，与去年基本持平，连续八年位居全国首位，表明公司稳健的经营能力。2017年一季度公司实现票房收入19亿，市占率13.4%，比2016年一季度12.3%的市占率提升了1.1个点（一季度有春节因素影响，三四线票房贡献比较高，是万达市占率比较低的季度），全年市占率有望提升至少一个百分点达到14.6%。

图表 31: 万达票房增速(含海外)和全国票房增速对比



来源: wind, 国金证券研究所

图表 32: 2017 年一季度院线票房占比



来源: 时光网, 国金证券研究所

3.2 资产联结型院线代表, 运营能力更胜一筹

- 国内院线的经营模式一般有三种: 资产联结型、加盟型和混合型。资产联结型院线旗下的影院是公司自身直接投资兴建, 资产归院线所有, 能够统一地进行管理。加盟型院线和旗下的影院没有资产从属关系, 只是采用签约的形式加盟, 只能从中获取 7% 的院线发行分账收入, 但特点是扩张速度快。混合型则在影院管控和扩张中寻找一种平衡。

图表 33: 院线经营模式对比

经营模式	与影院关系	特点	代表院线
资产联结型院线	影院由院线直接兴建, 资产归院线所有	易管控, 资金实力强, 盈利水平高	万达院线
加盟型院线	旗下大部分影院和院线没有资产从属关系, 只是已签约形式加入	扩张速度较快	大地院线
混合型	根据发展需要, 自建一部分影院, 同时部分影院以签约形式加盟	在影院管控和扩张中形成平衡	上海电影

来源: 公开资料, 国金证券研究所

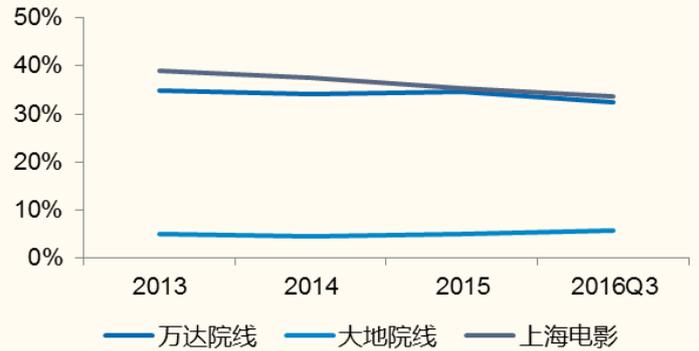
- 资产联结型的院线对旗下的影院掌控能力强, 对于拓展上游制片和发行提供优质的支撑。公司作为纯资产联结型院线, 在国内的众多院线中, 只有公司是实现了“统一品牌, 统一经营, 统一管理, 统一宣传”标准化院线。公司通过内部协调, 充分运用规模优势降低成本, 提高运营效率。与同行业上市公司相比, 公司应收账款的周转天数最少, 毛利率也比加盟型院线高。此外在排片上可以统一统筹, 可对产业链上游整合提供强有力的渠道红利。

图表 34：公司应收账款周转天数最少

	应收账款周转天数		
	2016年	2015年	2014年
万达院线	17.24	10.56	3.80
幸福蓝海	83.09	89.30	159.90
星美控股	48.39	23.25	14.17
橙天嘉禾	20.45	30.66	36.34
上海电影		78.62	71.59
中国电影		67.32	73.91

来源：wind，国金证券研究所

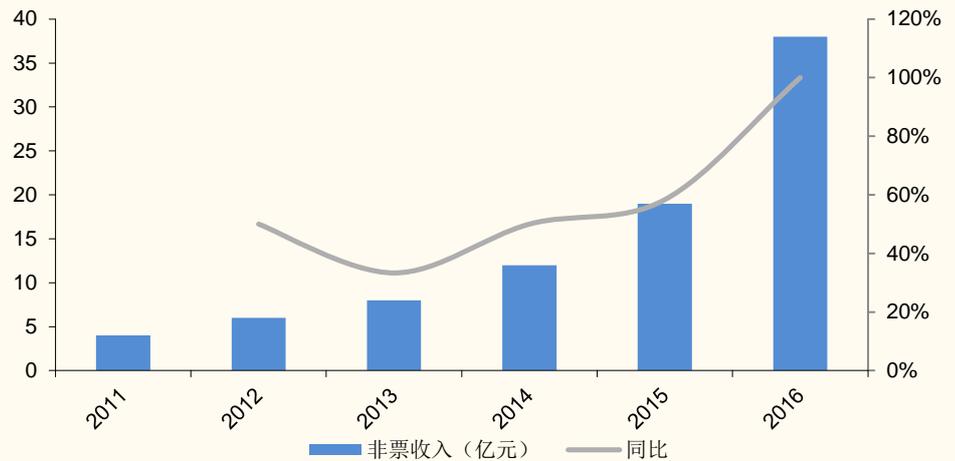
图表 35：三种院线模式毛利率对比



来源：wind，国金证券研究所

- 资产联结型院线的模式在影院收入上更多元，非票房的收入（衍生品销售、广告收入）增长和占比也更高，盈利能力更强。2016 年万达实现非票房收入 39 亿元，同比增长超过 100%，占比达到 35%。其中商品、餐饮销售收入和广告收入增长均超过了 40%，特别是影院广告收入，同比增长 223.63%。

图表 36：公司非票收入增长快速

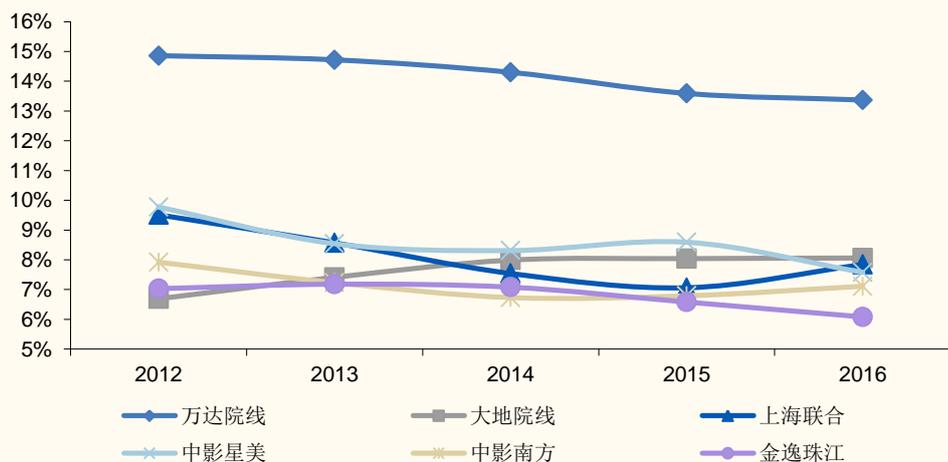


来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 院线并购整合加快，公司受益集中度提升

- 每年院线前 5 名的公司都会发生一定变化，大地院线近年来通过加盟的形式快速扩张，市占率提升明显，2016 年市占率达到 8.06%，上升至第二名。只有万达市占率近 5 年来基本保持稳定，稳居首位，在院线快速扩张的情况下，万达依然能够稳扎稳打，保持优势。和其他竞争对手通过加盟为主的扩张不同，万达作为纯资产联结型院线保持市占率稳定，并且今年有望提升 1 个百分点，显示了其超强的资金实力和强大的运营整合能力。

图表 37: 院线行业市占率变化



来源: 艺恩电影智库, 国金证券研究所

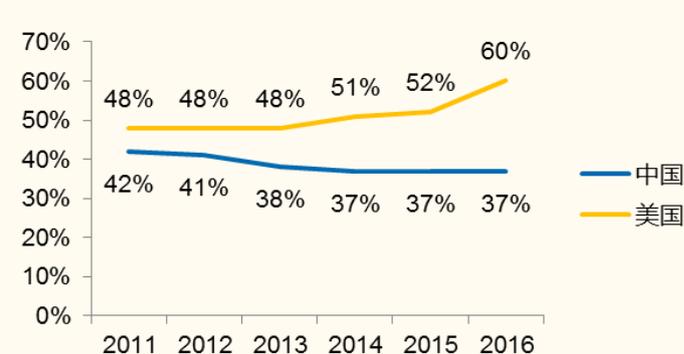
- **行业集中度有待提升。**公司虽然一直处在国内院线行业龙头的地位, 但是市占率并不高, 而且整个行业 CR4 近两年一直维持在 37%左右, 而美国的院线市场 2016 年前 4 名的集中度已经高达 60%。所以, 国内的院线行业存在整合空间, 集中度有待提升。

图表 38: 2016 年国内前 5 大院线

排名	院线	影院	银幕	票房 (亿元)
1	万达院线	348	3127	60.9
2	大地院线	773	4036	36.7
3	上海联合院线	431	2461	35.7
4	中影星美	475	2782	34.5
5	中影南方新干线	594	3103	32.4

来源: 艺恩咨询, 公司年报, 国金证券研究所

图表 39: 中美 CR4 票房占比对比



来源: 艺恩咨询, 九息娱乐, 国金证券研究所

- **票房增速放缓, 影院经营承压, 院线整合速度加快, 强者恒强。**截止 16 年底, 公司通过并购纳入公司的影院数量达 84 家 (其中海外 53 家, 国内 31 家)。2016 年是整个行业大规模并购整合的开始, 全年并购数量和金额都创了历史新高。虽然并购事件众多, 但是整个行业的集中度并没有大的改变, 主要原因在于过去票房的疯狂增长使得院线经营门槛比较低, 赚钱概率高。而 2016 年票房增速放缓以后, 对于影院的精细化运营提出更高的要求, 院线亏损比例扩大, 这个时候正是并购整合的好时机, 集中度将会逐步提升。我们认为, 未来像万达院线这样的行业巨头公司必然会加大对中小院线的收购整合力度, 强者恒强, 不断提升市占率。

图表 40：2016 年以来院线并购事件

时间	主体	案例	收购价格
2016年2月	万达院线	收购大连奥纳影城	
2016年2月	万达院线	收购广东厚品和赤峰北斗星	
2016年5月	阿里影业	投资大地影业，持股4.76%	10亿
2016年5月	当代东方	收购华彩天地51%股权	3.04亿
2016年8月	阿里影业	投资杭州星际，持股80%	1亿元（收购+增资）
2016年9月	完美世界	收购今典院线	13.5亿
2016年10月	中影	收购大连华臣影业70%股份	5.53亿
2017年1月	大地院线	收购橙天嘉禾	33.87亿
2017年3月	保利影业	收购星星文化	6.8亿

来源：wind，国金证券研究所

图表 41：国内院线数量



来源：电影放映协会，国金证券研究所

4. 布局全产业链，多元化发展

- 为了增加盈利能力和对产业链各资源要素的控制能力，发挥各产业环节的协同效应、增强市场竞争力，国内电影行业中实力较强的企业纷纷开始全面介入上游的内容制作、中游的宣传发行、下游的院线影院终端放映和衍生品产业投资之中，使得整个电影产业链的整合趋势日益明显。

图表 42：电影产业链布局及主要参与者



来源：中国电影招股书，国金证券研究所

- 面对国内外日益激烈的市场竞争，全产业链发展有利于构建更加良性的生态环境。公司围绕着影院终端的资源优势，向产业链上下游延伸发展，包括电影、电视剧制作及发行、游戏、衍生品等方面，虽然公司中止了对万达影视的资产重组，但公司全产业链的发展战略，万达影视未来在合适时机很可能重新注入。公司更名为“万达电影”也预示公司将着力围绕电影产业打造生活生态圈，在全产业链整合上继续发力。

图表 43：公司全产业链布局

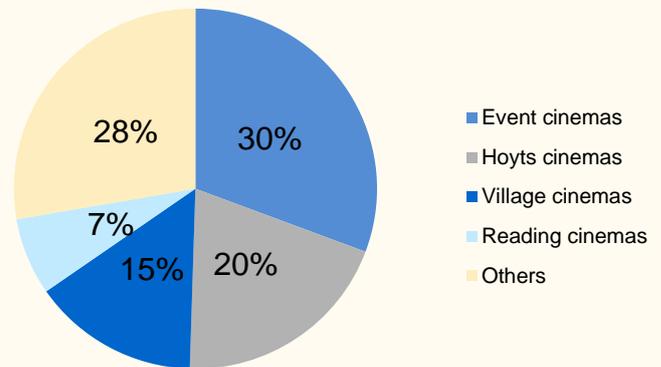


来源：国金证券研究所 注：五洲发行是万达影视联营企业，万达影视控股 44.5%

4.1 并购 Hoyts，拓展海外院线

- 澳洲拥有较高的单银幕票房收入，良好的群众基础是澳洲电影院线行业稳健发展的基础。根据 Screen Australia 的统计，自 1980 年以来至 2013 年的 30 多年间，澳洲影院票房收入整体保持增长势头，年均复合增长率为 6.1%。
- Hoyts 公司为澳大利亚的第二大连锁影院，在澳洲和新西兰拥有 52 家影院，共计 424 个银幕（2015 年 3 月）。除了电影院线业务外，Hoyts 还经营影院广告、户外广告和 DVD 出租业务，其中 Hoyts 是澳大利亚和新西兰地区最大的电影广告渠道运营商，在以上地区的市场占有率较高。

图表 44：澳洲票房市场份额分布（2014 年）



来源：Rentrak International Box Office Essentials, 国金证券研究所

- 收购 Hoyts 是公司首次在影院布局上延伸至海外，是公司全球化战略的一部分，扩张公司全球票房的市占率。公司对已并购的企业最大限度地发挥与公司既有业务之间的协同效应，促进了并购企业的快速扩张与发展，2016 年 Hoyts 实现营收 26.89 亿，利润 2.43 亿，同比增长 76%，在澳市占率依然稳定在 20%，取得了良好的经济效益。

图表 45: Hoyts 营收和净利润 (亿元)

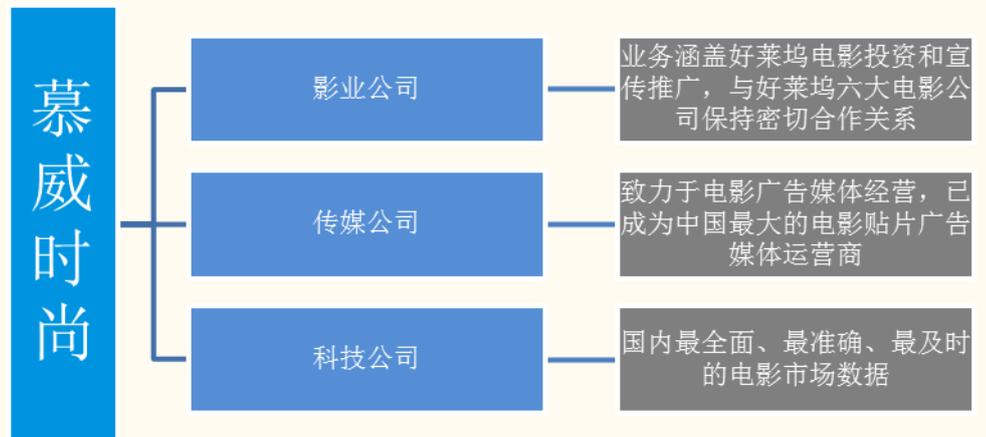


来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2 收购慕威时尚和 Propaganda GEM, 整合营销资源

- 2015 年, 公司以发行股票和支付现金的方式, 以 12 亿总价收购慕威时尚 100% 股权。慕威时尚主营业务服务有电影媒体广告整合营销、影片投资宣传和互联网大数据。

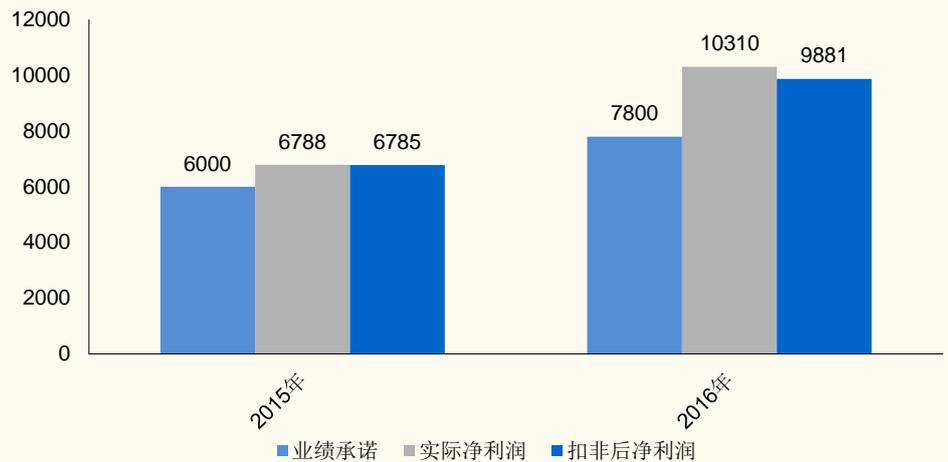
图表 46: 慕威时尚主营业务



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司通过收购慕威时尚, 可以拓展自身在好莱坞的业务资源, 整合电影营销客户资源, 提高广告业务收入和利润, 同时还能利用慕威在电影行业的数据分析和研究经验帮助万达实现影片的选择和定价。
- 慕威时尚 2016 年实现归属母公司净利润 1.03 亿元, 完成业绩承诺。影时尚去年净利润同比增长 52%, 全年新增客户 194 个, 相当于其过去 7 年累计客户的 70%, 公司管理整合效果显现。

图表 47：慕威时尚连续两年完成业绩承诺（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- Propaganda GEM 是一家专注于娱乐营销的好莱坞公司，成立已有 20 余年，在电影广告植入方面有丰富案例，比如 BMW 在《碟中谍》系列的植入、NOKIA 在《黑客帝国》中的植入等。16 年 12 月，公司成立万达传媒，整合包括 Propaganda GEM 和慕威时尚在内的营销资源，目标成为全球品牌主与电影 IP 之间的桥梁，为客户提供差异化的融合营销解决方案。

4.3 收购时光网：布局衍生品业务

- 时光网成立于 2005 年，是目前中国知名的电影门户和电影推广公司，网站月访问的观影人数超过 8000 万，手机用户超过 6500 万，是中国下载量最多、使用率最高的电影应用软件。2014 年公司开始布局衍生品战略；2015 年时光网衍生品在线商城开展运营。时光网近年来获得了迪士尼、漫威、DC、环球等多家品牌的正版衍生品授权，有着丰富的衍生品开发设计与线上销售的经验。
- 衍生品业务大增，业绩扭亏为盈。时光网在 2015 年营收为 2.2 亿元，净亏损 3405.1 万元。2016 年 7 月，公司以 2.8 亿美元收购时光网 100% 股权。时光网与万达院线整合后，直接接触达影院一定程度上提升了营销能力，同时，电影衍生品销售也大幅增长。2016 年仅上半年营收 1.8 亿，净亏损收窄至 683.1 万元，衍生品销售增长近 3 倍，仅《魔兽》的衍生品在时光网就实现收入一个多亿。根据 2016 年报表，时光网在 12 月进行并表，单月实现收入 5874 万元，实现净利润 1107 万元，业绩扭亏为盈。

图表 48：时光网衍生品

 <p>影时光 魔兽 杜隆坦4.25英寸可动...</p> <p>¥99</p>	 <p>影时光 魔兽 洛萨3.75英寸可动人...</p> <p>¥99</p>	 <p>现货 Hot Toys 美国队长 Cosbab...</p> <p>¥90</p>	 <p>影时光 魔兽 毁灭之锤1:6模型 精...</p> <p>¥299</p>
 <p>影时光 魔兽 国王剑盾1:6模型套...</p> <p>¥399</p>	 <p>现货 Hot Toys 美国队长 cosbaby...</p> <p>¥90</p>	 <p>影时光 魔兽 杜隆坦1:9模型 精致...</p> <p>¥1299</p>	 <p>影时光 魔兽 杜隆坦斧子1:6模型...</p> <p>¥299</p>

来源：时光网，国金证券研究所

- 中国的衍生品市场即将开始进入高速发展阶段，巨大的市场潜力有待开发，万达院线与时光网资源的优势互补将有望带在衍生品产业发展上实现新突破，2017年衍生品业务的收入和利润增速值得期待！

盈利预测与估值

- 公司作为国内院线龙头，规模不断扩张，今年国内票房市占率有望提升至少一个百分点，加上国外票房的贡献，我们预测万达院线 2017 年票房收入将达到 90 亿，同比增长 18.4%，高于国内票房增速。
- 我们预测 2017-2019 年，公司预计总营业收入分别为 144.07 亿元、181.61 亿元和 221.35 亿元，预计归母净利润分别为 17.11 亿元、21.48 亿元和 26.64 亿元；按照摊薄后股本计算，2017-2019 年对应 EPS 分别为 1.46 元、1.83 元和 2.27 元。
- 我们选取 A 股院线上市公司以及美国前三大的院线上市公司，由于国内票房市场还处于高速发展的阶段，国内院线类公司 PE 相对要高，2017E 的市盈率也都在 33X 以上。美国票房市场规模基本保持不变，cinemark 和 regal cinema 依然有 20X 的估值。考虑到国内票房市场今年 15% 的增长空间和公司全产业链的布局，多元化的业务发展，我们给予公司整体 45X17PE，对应 17 年目标价 65.70 元，首次覆盖评级为“买入”。

图表 49：A 股及美股院线上市公司 PE 对比

代码	证券简称	市盈率 (PE)	
		TTM	2017E
300528.SZ	幸福蓝海	70.93	47.88
601595.SH	上海电影	56.13	41.59
600977.SH	中国电影	50.09	33.39
AMC.N	AMC 娱乐控股	35.92	26.9
CNK.N	喜满客影城 (Cinemark)	19.96	18.6
RGC.N	帝王娱乐 (Regal cinema)	20.16	17.8

来源：wind，彭博，国金证券研究所 注：PE (TTM) 以 2017/4/11 收盘价计算，TTM 和 2017E 为万得一致盈利预测

风险提示

- 票房增长不及预期，市场竞争加剧，公司新建影院数量不及预期，目前公司商誉 81.29 亿，可能有计提减值风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	5,339	8,001	11,209	14,407	18,161	22,135	货币资金	1,746	4,312	2,474	4,000	5,525	8,794
增长率		49.9%	40.1%	28.5%	26.1%	21.9%	应收账款	153	478	921	862	1,037	1,204
主营业务成本	-3,509	-5,236	-7,538	-9,835	-12,400	-15,072	存货	39	82	159	135	170	206
%销售收入	65.7%	65.4%	67.2%	68.3%	68.3%	68.1%	其他流动资产	40	90	279	386	528	479
毛利	1,830	2,765	3,671	4,572	5,761	7,063	流动资产	1,978	4,962	3,833	5,382	7,260	10,683
%销售收入	34.3%	34.6%	32.8%	31.7%	31.7%	31.9%	%总资产	43.3%	32.1%	20.1%	25.3%	30.6%	38.7%
营业税金及附加	-257	-348	-389	-504	-636	-775	长期投资	0	384	387	399	398	398
%销售收入	4.8%	4.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	固定资产	1,268	1,701	2,287	2,483	2,691	2,814
营业费用	-286	-377	-693	-792	-1,053	-1,328	%总资产	27.7%	11.0%	12.0%	11.7%	11.4%	10.2%
%销售收入	5.4%	4.7%	6.2%	5.5%	5.8%	6.0%	无形资产	1,299	7,893	11,844	12,314	12,780	13,241
管理费用	-338	-525	-889	-980	-1,253	-1,549	非流动资产	2,595	10,497	15,259	15,897	16,448	16,955
%销售收入	6.3%	6.6%	7.9%	6.8%	6.9%	7.0%	%总资产	56.7%	67.9%	79.9%	74.7%	69.4%	61.3%
息税前利润 (EBIT)	949	1,514	1,700	2,296	2,819	3,411	资产总计	4,574	15,459	19,092	21,279	23,708	27,638
%销售收入	17.8%	18.9%	15.2%	15.9%	15.5%	15.4%	短期借款	0	57	592	1,257	485	473
财务费用	15	-60	-191	-185	-137	-47	应付款项	1,345	2,035	4,346	4,309	5,447	6,641
%销售收入	-0.3%	0.7%	1.7%	1.3%	0.8%	0.2%	其他流动负债	216	433	541	662	735	973
资产减值损失	-27	-12	8	-7	-1	-1	流动负债	1,561	2,525	5,478	6,228	6,667	8,087
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	3,372	2,813	2,813	2,813	2,814
投资收益	0	4	37	30	30	30	其他长期负债	9	446	408	368	443	523
%税前利润	0.0%	0.3%	2.0%	1.3%	1.1%	0.9%	负债	1,570	6,343	8,700	9,410	9,924	11,424
营业利润	937	1,447	1,554	2,134	2,711	3,393	普通股股东权益	2,998	9,110	10,387	11,863	13,776	16,205
营业利润率	17.6%	18.1%	13.9%	14.8%	14.9%	15.3%	少数股东权益	5	6	5	7	8	10
营业外收支	120	114	251	110	110	110	负债股东权益合计	4,574	15,459	19,092	21,279	23,708	27,638
税前利润	1,057	1,561	1,805	2,244	2,821	3,503	比率分析						
利润率	19.8%	19.5%	16.1%	15.6%	15.5%	15.8%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-255	-373	-437	-532	-671	-837	每股指标						
所得税率	24.1%	23.9%	24.2%	23.7%	23.8%	23.9%	每股收益	1.602	1.010	1.164	1.457	1.829	2.269
净利润	803	1,188	1,368	1,712	2,149	2,666	每股净资产	5.996	7.757	8.845	10.102	11.731	13.800
少数股东损益	2	2	1	2	2	1	每股经营现金净流	2.181	1.575	1.306	1.981	3.236	4.035
归属于母公司的净利润	801	1,186	1,366	1,711	2,148	2,664	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.200	0.200	0.200
净利率	15.0%	14.8%	12.2%	11.9%	11.8%	12.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	26.72%	13.02%	13.16%	14.42%	15.59%	16.44%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	17.51%	7.67%	7.16%	8.04%	9.06%	9.64%
净利润	803	1,188	1,368	1,712	2,149	2,666	投入资本收益率	23.98%	9.18%	9.34%	10.99%	12.58%	13.31%
非现金支出	217	259	338	421	500	585	增长率						
非经营收益	14	85	155	141	218	132	主营业务收入增长率	32.73%	49.85%	40.10%	28.53%	26.06%	21.88%
营运资金变动	57	317	-327	52	932	1,355	EBIT增长率	38.85%	59.55%	12.28%	35.02%	22.80%	20.99%
经营活动现金净流	1,091	1,849	1,534	2,326	3,800	4,738	净利润增长率	32.93%	48.05%	15.23%	25.19%	25.56%	24.04%
资本开支	-672	-1,097	-1,495	-959	-1,062	-1,058	总资产增长率	32.48%	237.98%	23.50%	11.46%	11.41%	16.58%
投资	-17	-2,389	-2,223	-12	0	0	资产管理能力						
其他	0	0	22	30	30	30	应收账款周转天数	3.9	10.7	17.5	17.0	16.0	15.0
投资活动现金净流	-688	-3,486	-3,696	-941	-1,032	-1,028	存货周转天数	3.7	4.2	5.8	5.0	5.0	5.0
股权募资	0	3,428	0	0	0	0	应付账款周转天数	26.7	29.6	31.1	31.0	31.0	31.0
债权募资	0	1,057	-213	628	-772	-11	固定资产周转天数	83.7	74.1	69.8	56.6	45.1	35.7
其他	-2	-522	-357	-487	-470	-430	偿债能力						
筹资活动现金净流	-2	3,963	-570	141	-1,242	-441	净负债/股东权益	-58.13%	-9.69%	8.96%	0.59%	-16.16%	-33.96%
现金净流量	400	2,327	-2,732	1,526	1,525	3,269	EBIT利息保障倍数	-64.2	25.4	8.9	12.4	20.6	72.9
							资产负债率	34.34%	41.03%	45.57%	44.22%	41.86%	41.33%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	9	23
增持	0	0	0	1	3
中性	0	0	0	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.42	1.25

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

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

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

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD