

强烈推荐-A (维持)

万达院线 002739.SZ

目标估值: 70.5-73.3 元
当前股价: 54.11 元
2017 年 05 月 15 日

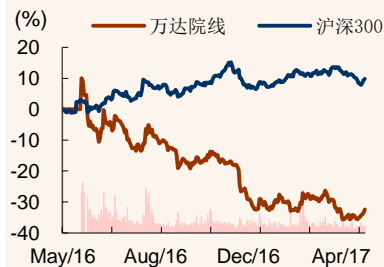
与博纳影业战略合作并拟参股, 强强联手, 加强院线加盟、广告和影片投资业务合作

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 上证综指 | 3090 |
| 总股本 (万股) | 117429 |
| 已上市流通股 (万股) | 42285 |
| 总市值 (亿元) | 635 |
| 流通市值 (亿元) | 229 |
| 每股净资产 (MRQ) | 9.4 |
| ROE (TTM) | 12.5 |
| 资产负债率 | 44.1% |
| 主要股东 | 北京万达投资有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 57.91% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | -2 | -23 | -33 |
| 相对表现 | 1 | -22 | -43 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《万达院线 (002739) —4 月公司总票房同比增长 50%，1-4 月增长 13%，明显优于行业平均表现》2017-05-12
- 2、《万达院线 (002739) —2017 年受益于票房增速拐点，非票房业务持续增长》2017-04-17
- 3、《万达院线 (002739) —全产业链娱乐航母横空出世，做大格局势不

朱琚

zhujun5@cmschina.com.cn
S1090516080002

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

事件:

万达院线近日与博纳影业签订了《投资框架协议》及《合作框架协议》，双方就增资扩股、院线加盟、广告合作、影片投资等方面开展战略合作。

评论:

1、牵手电影制作和发行巨头博纳影业，共同合作发展共赢

万达院线通过与博纳影业签订战略合作，能加快万达在院线、广告、影片制作投资等相关业务领域的发展，积极打造深化布局万达电影生态圈。

1) 增资扩股: 万达院线拟对博纳影业投入 3 亿元人民币，本次增资后，万达院线持股博纳影业 1.875% (博纳影业最新估值 160 亿人民币)，通过股权渗透，双方构建紧密合作基础。

2) 院线加盟: 约定博纳影业之后新增影院加盟万达院线，已开业影院前序加盟期满后加盟万达院线。2017 年 3 月底，博纳影业旗下运营的自营影院达到 39 家，另有 2 家计划于 2017 年 6 月开业，41 家共计银幕 338 张。博纳影业今年 2 月已与 IMAX 公司签订重大合作协议，成为 IMAX 在中国市场前五大院线合作伙伴之一，未来将助力万达的 IMAX 加盟影院数量。万达院线截至 2017 年 4 月底影院数量已达 416 家，3,654 块银幕，年内已净增 15 家影院，全年计划净增 100-120 家 (包括自建和收购)，未来 2-3 年我们估计将保持该增量。

3) 广告合作: 博纳影业交由万达院线或万达传媒代理影院映前广告。新建博纳影院的映前广告直接由万达传媒代理，已开业影院在原合同期满后由万达传媒代理。广告收入和业绩的持续增长将是万达未来非票房业务中的重要推力，此次与博纳影业合作无疑聚拢了优质广告资源，将进一步扩大万达映前广告市场份额。

4) 影片投资: 互相开放未来拟主控投拍的影片单片，相互参投对方主控投拍的电影。强强资源联合，为万达院线今后能参与优质影片的制作提供了一定保障。公司拟更名万达电影，未来往上游内容方面的延伸可期，此次合作无疑助力未来发展。博纳影业近 2 年出品的《湄公河行动》、《拆弹专家》、《智取威虎山》等佳作连连，今年还将拍摄制作《建军大业》等。

2、盈利预测及投资建议

我们预期万达院线未来非票房收入持续高增长，2016 该业务收入同比增 101%，占营收比例 34%。公司加快影城扩展速度，已收购的整合效果良好。“会员+”战略取得实效，2016 年公司会员数破 8000 万，围绕“会员+”战略，布局娱乐场景，构建多屏互动、影游联动的营销平台，搭建游戏线下分发平台等。且集团在文化娱乐板块布局领先，形成了内容制作、发行、放映到影院营销、衍生品等全产业链的大型娱乐集团。公司是国内院线龙头企业，我们预计其 2017/2018 年归属于母公司净利润 17.7/20.9 亿元，对应 PE36/30 倍，维持强烈推荐评级！

风险提示: 电影票房增速放缓，非票房业务增长低预期等。

签订的合作框架协议具体内容

- 1) 增资扩股——万达院线拟对博纳影业投入 3 亿元人民币，本次增资后，万达院线持股博纳影业 1.875% 股权。
- 2) 院线加盟——约定博纳影业旗下新增博纳影院（包括新建及收购影院）加盟万达院线；博纳影业旗下所有已开业的博纳影院，在原加盟协议有效期届满后，加盟万达院线。
- 3) 广告合作——博纳影业交由万达院线或万达传媒代理影院映前广告。其中新建博纳影院的映前广告直接与万达传媒签署广告代理合同，已开业博纳影院及其并购影院在原影院广告合同期限届满后，与万达传媒签署广告代理合同。
- 4) 影片投资——互相开放未来拟主控投拍的影片单片，相互参投对方主控投拍的电影；关联方与博纳影业合作投拍电影的投资总额包括不限于完成电影立项、摄制及后期制作等所需的所有成本和费用；对于双方合作投拍的电影，双方均应享有对投资总额使用情况的知情权和监督权。

牵手电影制作和发行巨头博纳影业，共同合作发展共赢

- **博纳影业——民营电影企业前三甲，影视出品发行业务行业地位领先，不断拓展下游终端平台**

博纳影业是中国民营电影企业的代表型公司，2010 年登陆美国纳斯达克上市，现已完成私有化，目前已进入 A 股 IPO 辅导阶段。

博纳影业主营影视发行、影视制作、影院投资、院线管理、广告营销、艺人经纪等（从影片发行，延伸到电影投资、制作，再到全产业链发展），在行业中有较强影响力。

制作：博纳自成立以来，共出品发行了 206 部电影，累计票房高达 164.47 亿元。超过 10 亿票房的影片 3 部，超过 5 亿票房的影片 9 部，超过 1 亿票房的影片 38 部。近年来，公司投资拍摄了《智取威虎山》、《一代宗师》、《龙门飞甲》、《桃姐》、《澳门风云》等系列、《窃听风云》系列、《十月围城》、《烈日灼心》、《我是路人甲》、《湄公河行动》、《三少爷的剑》等。与此同时，博纳还与海外龙头影视公司联手合拍了众多重磅作品。

发行：2012-2016 年，博纳影业主导或参与发行的国产影片和协助推广的进口影片共计 53 部，共实现票房 118.98 亿元，发行的代表性影片包括：《湄公河行动》、《比利·林恩的中场战士》、《荒野猎人》、《澳门风云 3》、《火星救援》、《新娘大作战》等。

影院放映：近年来，博纳影业不断完善下游终端平台，为集团化产业链搭建闭环。截止到 2017 年 3 月 31 日，博纳影业旗下正式运营的自营影院达到 39 家，另有 2 家计划于 2017 年 6 月开业，41 家共计银幕 338 张，其中包括 16 张中国巨幕和 5 张 IMAX 巨幕。2017 年 2 月 27 日，博纳影业与 IMAX 公司签订重大合作协议，博纳影业成为 IMAX 在中国市场前五大院线合作伙伴之一。同时随着博纳影业将增建 IMAX 影院，将带来旗下的 IMAX 影院数量的大幅增加。目前，博纳影城现已覆盖了北、上、广、深等一线城市，以及四川、湖南、湖北、山东、江苏等 28 个省市。未来五年内，博纳旗下运营的影院在全国将增建至百余家，共计超过一千张银幕。

2016 年博纳影业以近 40 亿人民币的票房成绩稳坐中国民营电影企业前三甲，同比增长 18%。公司目前估值达 160 亿人民币。

● **万达院线与博纳影业战略合作，强强联手，提升电影制作、发行和放映业务的市占率，夯实电影生态布局**

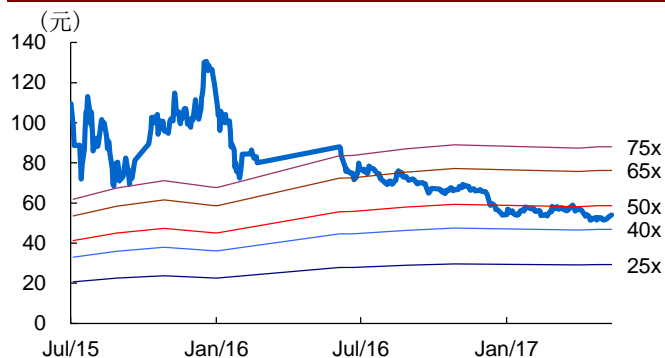
万达院线通过与博纳影业的签订战略合作，能加快在万达在院线、广告、影片制作投资等相关业务领域的发展，积极打造万达电影生态圈。

院线加盟：截至 2017 年 4 月底万达的影院数量已达 416 家，3,654 块银幕。2017 年 3 月底，博纳影业旗下正式运营的自营影院达到 39 家，另有 2 家计划于 2017 年 6 月开业，41 家共计银幕 338 张，新增的博纳影院将加盟万达院线；已运营的博纳影院在原加盟协议有效期届满后将加盟万达院线。假设之后博纳的 41 家影院和 338 张银幕全部加盟万达院线，则对万达的影院截至 2017 年 4 月底现有的贡献新增约 9.86%，对银幕数新增幅度约 9.25%。

广告合作：万达院线的广告收入 2016 年已有 16.9 亿元。万达院线或万达传媒将获取博纳影业优质的映前广告的代理权，广告收入和业绩的持续增长将是万达未来非票房业务中的重要推动力，此次与博纳影业的合作无疑聚拢的优质广告资源，将进一步扩大映前广告的市场份额。

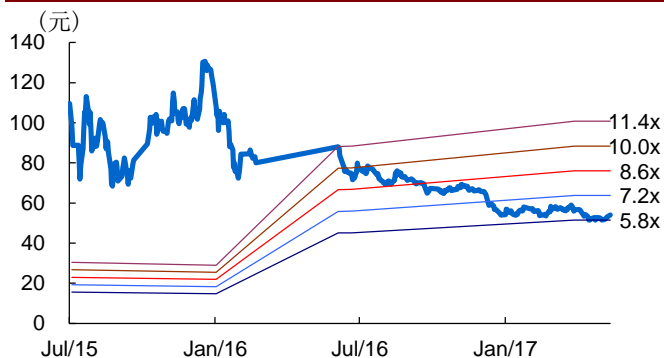
影片投资：双方还能相互投资对方主控投拍的电影，强强资源联合，为公司今后能参与优质影片的制作提供了一定保障，有利于万达未来可能延伸后的影视制作业务的蓬勃发展。博纳影业近 2 年来出品的《湄公河行动》、《拆弹专家》、《智取威虎山》等佳作连连，今年还将拍摄制作《建军大业》等。

图 1：万达院线历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：万达院线历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 4962 | 3833 | 5507 | 7660 | 10205 |
| 现金 | 4312 | 2474 | 3609 | 5855 | 7994 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 0 | 11 | 14 | 17 | 21 |
| 应收款项 | 384 | 690 | 664 | 755 | 924 |
| 其它应收款 | 94 | 221 | 283 | 351 | 429 |
| 存货 | 82 | 159 | 587 | 246 | 303 |
| 其他 | 90 | 279 | 350 | 435 | 535 |
| 非流动资产 | 10497 | 15259 | 15122 | 15020 | 14944 |
| 长期股权投资 | 12 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 固定资产 | 1624 | 2142 | 2676 | 3117 | 3482 |
| 无形资产 | 659 | 730 | 657 | 591 | 532 |
| 其他 | 8201 | 12371 | 11774 | 11297 | 10915 |
| 资产总计 | 15459 | 19092 | 20629 | 22680 | 25149 |
| 流动负债 | 2525 | 5478 | 5280 | 5765 | 6336 |
| 短期借款 | 0 | 500 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 619 | 664 | 828 | 1031 | 1269 |
| 预收账款 | 735 | 879 | 1096 | 1364 | 1679 |
| 其他 | 1172 | 3435 | 3355 | 3371 | 3388 |
| 长期负债 | 3818 | 3222 | 3222 | 3222 | 3222 |
| 长期借款 | 3372 | 2813 | 2813 | 2813 | 2813 |
| 其他 | 446 | 408 | 408 | 408 | 408 |
| 负债合计 | 6343 | 8700 | 8501 | 8987 | 9558 |
| 股本 | 1174 | 1174 | 1174 | 1174 | 1174 |
| 资本公积金 | 4712 | 4857 | 4857 | 4857 | 4857 |
| 留存收益 | 3223 | 4355 | 6089 | 7652 | 9548 |
| 少数股东权益 | 6 | 5 | 7 | 9 | 12 |
| 归属于母公司所有者权益 | 9110 | 10387 | 12121 | 13684 | 15579 |
| 负债及权益合计 | 15459 | 19092 | 20629 | 22680 | 25149 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 2089 | 1928 | 2773 | 3844 | 3833 |
| 净利润 | 1186 | 1366 | 1769 | 2094 | 2524 |
| 折旧摊销 | 488 | 739 | 1041 | 1006 | 981 |
| 财务费用 | 78 | 213 | 162 | 162 | 162 |
| 投资收益 | (4) | (37) | (55) | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 343 | (595) | 161 | 242 | 87 |
| 其它 | (1) | 240 | (306) | 340 | 79 |
| 投资活动现金流 | (3486) | (3696) | (904) | (904) | (904) |
| 资本支出 | (1098) | (1496) | (904) | (904) | (904) |
| 其他投资 | (2387) | (2199) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 3943 | (599) | (734) | (693) | (790) |
| 借款变动 | (1562) | 34 | (592) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 674 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 4699 | 146 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (250) | (587) | (35) | (531) | (628) |
| 其他 | 381 | (192) | (107) | (162) | (162) |
| 现金净增加额 | 2546 | (2367) | 1135 | 2247 | 2138 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 8001 | 11209 | 14384 | 17824 | 21809 |
| 营业成本 | 5236 | 7538 | 9397 | 11693 | 14394 |
| 营业税金及附加 | 348 | 389 | 500 | 619 | 757 |
| 营业费用 | 377 | 693 | 892 | 1105 | 1352 |
| 管理费用 | 525 | 889 | 1136 | 1462 | 1788 |
| 财务费用 | 60 | 191 | 162 | 162 | 162 |
| 资产减值损失 | 12 | (8) | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 55 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 4 | 37 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1447 | 1554 | 2352 | 2784 | 3355 |
| 营业外收入 | 130 | 261 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 16 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1561 | 1805 | 2352 | 2784 | 3355 |
| 所得税 | 373 | 437 | 581 | 688 | 829 |
| 净利润 | 1188 | 1368 | 1771 | 2096 | 2526 |
| 少数股东损益 | 2 | 1 | 2 | 2 | 3 |
| 归属于母公司净利润 | 1186 | 1366 | 1769 | 2094 | 2524 |
| EPS (元) | 1.01 | 1.16 | 1.51 | 1.78 | 2.15 |

主要财务比率

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 50% | 40% | 28% | 24% | 22% |
| 营业利润 | 54% | 7% | 51% | 18% | 21% |
| 净利润 | 48% | 15% | 29% | 18% | 21% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 34.6% | 32.8% | 34.7% | 34.4% | 34.0% |
| 净利率 | 14.8% | 12.2% | 12.3% | 11.7% | 11.6% |
| ROE | 13.0% | 13.2% | 14.6% | 15.3% | 16.2% |
| ROIC | 9.1% | 9.5% | 12.7% | 13.4% | 14.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 41.0% | 45.6% | 41.2% | 39.6% | 38.0% |
| 净负债比率 | 22.2% | 17.8% | 13.6% | 12.4% | 11.2% |
| 流动比率 | 2.0 | 0.7 | 1.0 | 1.3 | 1.6 |
| 速动比率 | 1.9 | 0.7 | 0.9 | 1.3 | 1.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| 存货周转率 | 86.2 | 62.6 | 25.2 | 28.1 | 52.4 |
| 应收帐款周转率 | 34.1 | 20.9 | 21.2 | 25.1 | 26.0 |
| 应付帐款周转率 | 12.3 | 11.8 | 12.6 | 12.6 | 12.5 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.01 | 1.16 | 1.51 | 1.78 | 2.15 |
| 每股经营现金 | 1.78 | 1.64 | 2.36 | 3.27 | 3.26 |
| 每股净资产 | 7.76 | 8.85 | 10.32 | 11.65 | 13.27 |
| 每股股利 | 0.50 | 0.03 | 0.45 | 0.53 | 0.64 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 53.6 | 46.5 | 35.9 | 30.3 | 25.2 |
| PB | 7.0 | 6.1 | 5.2 | 4.6 | 4.1 |
| EV/EBITDA | 29.6 | 24.9 | 14.5 | 13.0 | 11.5 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱琚，招商证券研发中心传媒行业分析师。清华大学会计硕士，2014 年加入中金公司担任纺织服装行业分析师，2016 年加入招商证券。2016 年新财富第四名团队成员，金牛奖第二名团队成员。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016 年新财富第四名，金牛奖第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。