

2015年01月22日

胡嘉铭

james@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB 57.00

公司基本资讯

产业别	传媒
A 股价(2015/1/21)	21.35
深证成指(2015/1/21)	11372.18
股价 12 个月高/低	0/0
总发行股数(百万)	560.00
A 股数(百万)	60.00
A 市值(亿元)	119.56
主要股东	北京万达投资有限公司(60.71%)
每股净值(元)	7.57
股价/账面净值	2.82
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-- -- --

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

产品组合

票房收入	76.7%
卖品收入	11.9%
其他收入	11.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	--
社保	--

股价相对大盘走势

万达院线(002739.SZ)

首次评级: Buy 买入

国内院线市场当之无愧的王者

结论与建议:

公司为国内电影院线市场的龙头企业,截至 2014 年 9 月底,公司在全国 80 多个城市拥有已开业影院 158 家、1392 块银幕。2014 年票房收入高达 42 亿元,市场份额为 14.2%,连续五年蝉联院线市场冠军。万达院线的单银幕产出、平均票价、场均人次等运营指标均高于同业水平。营收和净利规模更是遥遥领先。

公司上市公告书披露 2014 年实现营收 52.99 亿元, YOY 增长 32%, 净利润 8.01 亿元 YOY 增长 33% 同时预告 1Q2015 营收和净利润同比增长 10%-40%。根据公司的影院建设目标,结合对国内电影市场总票房的预测,我们预计公司 2015-2016 年实现净利润 10.56 亿元和 13.79 亿元, YOY+32%和 31%, 每股 EPS 为 1.89 元和 2.46 元,首次评级给予“买入”建议,目标价 57 元(15 年 30 倍 PE)。

- **院线市场当之无愧的王者:**公司是自主投资建设和运营管理影院的影院院线公司,截至 2014 年 9 月底,公司在全国 80 多个城市拥有已开业影院 158 家、1392 块银幕 2014 年票房收入高达 42 亿元 市场份额为 14.2%,连续五年蝉联院线市场冠军。
- **2016 年国内电影总票房上看 500 亿:**2014 年国内电影总票房 296.39 亿元, YOY+36.15%,已成为北美之外全球最重要大的电影市场。随着经济发展,居民收入水准的提升,影院和银幕数量的增长,观影人数的持续增加,预计到 2015、2016 年我国电影总票房有望达到 381 亿和 498 亿, CAGR+30%。
- **营收和净利规模遥遥领先:**新闻出版广电总局的最新数据显示,2014 年万达院线的票房收入为 42 亿元,处于第二梯队的中影星美、大地院线、上海联和、广州金逸珠江和中影南方新干线五家院线的票房收入仅在 20-25 亿之间。净利润方面,2011-2013 年分别为 3.05 亿元、3.88 亿元和 6.03 亿元, CAGR 为 40%,净利规模遥遥领先。
- **经营效率明显高于同业:**依托万达广场的超强的消费集聚力,万达院线的单银幕产出、平均票价、场均人次等指标均高于其他公司和行业平均水平。2014 年万达院线单银幕票房收入约为 280 万元,是全国平均单银幕票房收入 125 万元的 2 倍多,场均人次为 35 人,平均票价为 41 元,也均好于其他院线的水平。
- **集团公司其他影视娱乐资产有望注入:**万达院线的成功上市,为其院线业务继续保持领先优势奠定了良好的基础,而万达文化产业集团旗下的其他影视文化娱乐资产未来的资本化路径,除了选择独立上市外,还有一个选项就是注入万达院线这一平台,而我们认为这样的选择更有利于产业链的整合。
- **盈利预测:**我们预计公司 2015-2016 年实现营收 67.2 亿元和 84.2 亿元 YOY+26.8%和 25.4% 实现净利润 10.56 亿元和 13.79 亿元 YOY+32%和 31%;按发行后的股本摊薄计算,每股 EPS 为 1.89 元和 2.46 元。

..... 转接下页

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	388	603	801	1056	1379
同比增减	%	27.20%	55.18%	32.95%	31.84%	30.59%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.777	1.205	1.430	1.886	2.463
同比增减	%	27.20%	55.18%	18.71%	31.84%	30.59%
A 股市盈率(P/E)	X	27.49	17.72	14.92	8.96	6.86
股利(DPS)	RMB 元	0.00	0.00	0.00	0.50	0.50

股息率(Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	2.96%	2.96%
------------	---	-------	-------	-------	-------	-------

营运分析

➤ 公司简介

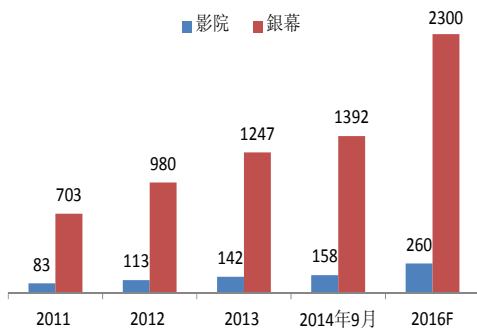
公司是自主投资建设和运营管理影院的电影院线公司，是国内电影院线的龙头，票房收入连续五年位居行业第一。公司主要业务为影院投资建设、院线电影发行、电影放映，以及卖品销售、广告发布等相关衍生业务。公司采取资产联结、连锁经营的业务模式，下属影院均为自有，影院所在物业均为租赁。截至 2014 年 9 月底，公司在全国 80 多个城市拥有已开业影院 158 家、1392 块银幕。

公司 IPO 发行 6000 万股，每股价格 21.35 元，募集资金 12.8 亿元，募投项目为新建 50 家影院，由于公司已经使用自有资金先行投资建设，截至到 2014 年中，已有 44 家建成并投入运营。公司计划到 2016 年末自有影院达到 260 家，银幕超过 2300 块，成为世界领先的电影院线运营商。

图 1：公司自有影院和银幕规模

单位：家、块

图 2：万达影城



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

资料来源：网络，群益金鼎证券

➤ 院线影院实行许可经营制度

电影院线：是指以影院为依托，以资本和供片为纽带，由一个电影发行主体和若干电影院组合形成的一种电影发行放映经营机制。院线对旗下影院实行统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理。

表 1：电影院线经营模式

经营模式	特点	代表院线
资产联结	旗下影院均由院线直接投资，以资本和供片为纽带，实现品牌、管理、排片的统一。	万达院线

资产联结+签约加盟	旗下大部分影院由院线直接投资，同时也接受加盟影院。加盟影院不能实现完全统一的经营管理。	广州金逸珠江、广东大地
签约加盟+资产联结	旗下影院大部分为加盟，以供片为纽带，实现统一排片，品牌和经营管理无法统一。	中影星美、上海联和、北京新影联

资料来源：群益金鼎证券整理

表 2：院线影院许可制度相关政策法规

	政策法规
主管部门	中宣部、国家新闻出版广电总局、地方新闻出版广电局
业务经营管理	<ul style="list-style-type: none"> 院线和影院经营实行许可制度 国家新闻出版广电总局为全国电影发行、放映经营资格准入的行业行政管理部门
院线	<ul style="list-style-type: none"> 向省级、或国务院相关行政部门申领《电影发行经营许可证》 仅限内资投资，未向外资开放
电影院	<ul style="list-style-type: none"> 向县级以上电影主管部门申领《电影放映经营许可证》 港澳可独资设立影院，外资最仅限合资合作，股权不得高于 49%
规模限制	<ul style="list-style-type: none"> 10 家以上影院，其中计算机售票的不少于 8 家，或者年度票房不低于 800 万且如实上缴电影专项基金，可以发起组建一条省内院线 15 家以上分布在不同省级区域的影院，其中计算机售票不少于 10 家，或者年度票房不低于 1000 万且如实上缴电影专项基金，可发起组建一条跨省院线 一个省的院线最多不超过 3 条，以签约形式组合的院线，签约期不得少于 3 年一家影院只能加入一家院线，签约期满后重新选择

资料来源：群益金鼎证券整理

国内院线市场当之无愧的王者

2002 年 6 月 1 日首批 30 条电影院线正式成立运营，开启了我国电影市场运营机制的新模式，发行公司和制片单位直接向院线供片，减少了发行层次，优化了产业结构。经过多年发展已处于稳定阶段，院线市场格局已初步确立。国内共有 45 条注册院线，但市场集中度仍较低，市场竞争日趋激烈，并由一二线城市向三四线城市转移，未来国内院线市场仍将面临洗牌。

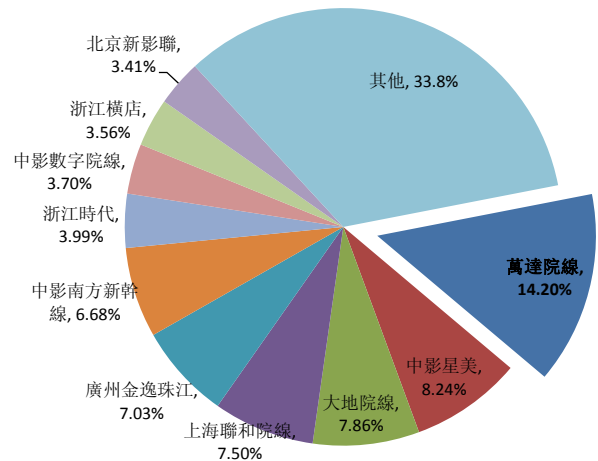
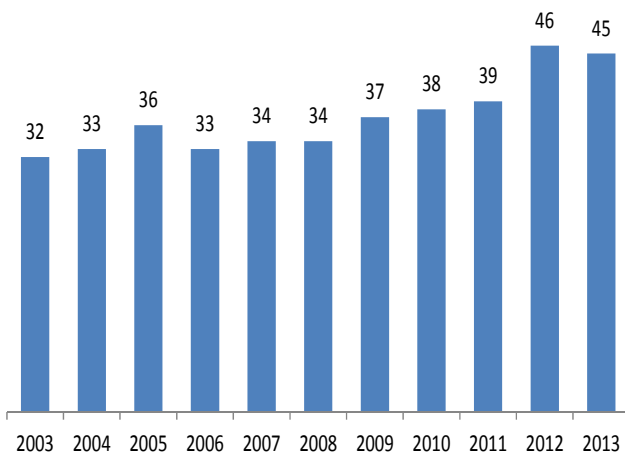
根据新闻出版广电总局电影局的最新数据显示，万达院线 2014 年票房收入高达 42 亿元，市场份额为 14.2%，连续五年蝉联冠军。处于第二梯队的中影星美、大地院线、上海联合和广州金逸珠江的票房收入处于 20-25 亿元区间，巨大的领先优势使得万达院线成为国内院线市场当之无愧的王者。

图 3：国内注册院线数量

单位：家

图 4：2014 年院线票房排名 TOP 10

单位：%



资料来源：新闻出版广电总局电影局，群益金鼎证券

资料来源：新闻出版广电总局电影局，群益金鼎证券

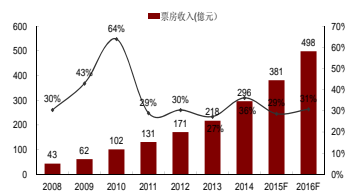
➤ 2016年国内电影总票房上看500亿元

2014年国内电影总票房收入296.39亿元，YOY增长36.15%，已成为北美之外全球最重要的电影市场。随着经济发展，居民收入水准的提升，影院和银幕数量的增长，观影人数的持续增加，预计到2015、2016年我国电影总票房有望达到381亿和498亿，CAGR+30%。

2014年国内城市影院观影人次达到8.3亿，YOY增长34.52%，连续三年增长超过30%，如果按照30%的增速推算，预计2015、2016年国内观影人次有望突破10亿和14亿。但从人均观影次数来看，按照6.65亿城镇人口计算，2014年中国人均观影仅为1.24次，与美国、澳大利亚、法国、韩国等成熟市场3.5-4次数据相比仍有巨大差距，从这个角度看，中国的电影市场还有很大的成长空间。

图5：国内电影票房规模

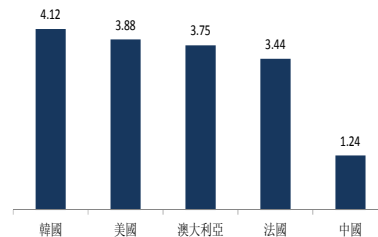
单位：亿元，%



资料来源：新闻出版广电总局电影局，群益金鼎证券

图6：2014年国内电影人均观影次数

单位：次



资料来源：新闻出版广电总局电影局，群益金鼎证券

➤ 影院和银幕数量持续增长

2014年国内影院建设继续快速增长，影院总数达到5598家，全年新增影院1015家，YOY增长22.1%。银幕总数已达2.36万块，新增银幕5397块，YOY增长29.7%。受到电影票房持续增长的推动，我们预计未来两年各大院线仍将国内影院建设投

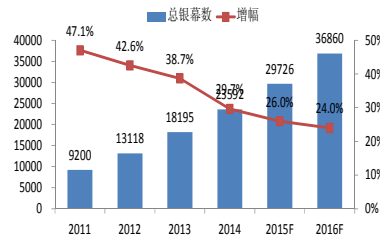
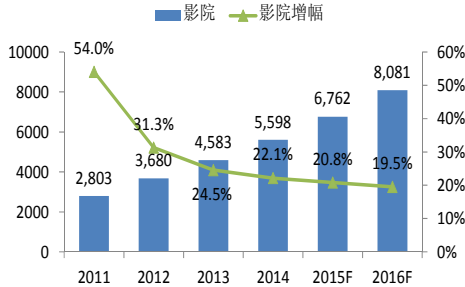
入，影院和银幕的增速有望保持在 20%和 25%左右，预计 2016 年国内影院数量有望超过 8000 家，银幕数量达到 3.69 万块。

图 7：国内影院规模

单位：家，%

图 8：国内电影银幕数量

单位：块，%



资料来源：新闻出版广电总局电影局，群益金鼎证券

资料来源：新闻出版广电总局电影局，群益金鼎证券

➤ 万达院线营收和净利规模遥遥领先

万达院线在营收和净利润规模上遥遥领先。2011-2013 年公司主营收入分别为 22.09 亿元、30.31 亿元和 40.23 亿元，CAGR 为 35%。2014 年 1-9 月实现营收 38.97 亿元，YOY 增长 30%。新闻出版广电总局的最新数据显示，2014 年万达院线的票房收入为 42 亿元，处于第二梯队的中影星美、大地院线、上海联和、广州金逸珠江和中影南方新干线五家院线的 2014 年票房收入仅在 20-25 亿之间，排在第七至第十位的浙江时代、中影数字院线、横店院线和北京新影联的票房都为 10 亿元出头。由此可见，万达院线的收入规模相较同业具有巨大的领先优势。

净利润方面，2011-2013 年分别为 3.05 亿元、3.88 亿元和 6.03 亿元，CAGR 为 40%。2014 年 1-9 月实现净利润 6.76 亿元，YOY 增长 38.8%。而根据招股文件显示，上影股份、金逸传媒 2013 年的净利润仅有 1.42 亿元和 0.47 亿元。

公司营业收入主要由票房收入、卖品收入和其他收入组成。其中，票房收入由制作发行商、院线和影院按照一定的分账比例进行分配。涉及到每部影片的具体分账比例，则要参考供求关系、影片类型和质量、档期等因素决定。

表 3：国内电影票房一般分账比例

	制片商	发行商	院线	影院
净票房收入分账比例	43%		7%	50%

资料来源：群益金鼎证券整理

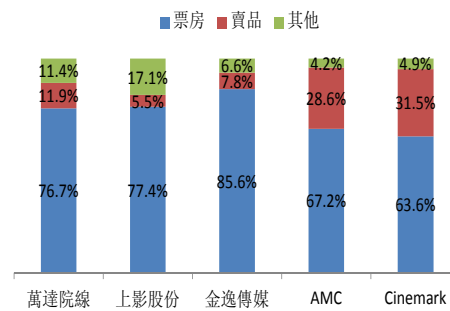
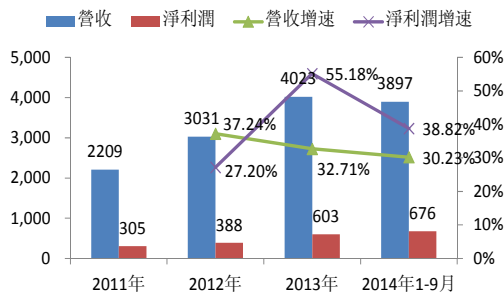
2013 年公司票房收入占比为 76.7%，卖品收入占比为 11.9%。美国院线公司 (AMC 和 Cinemark) 的票房收入占比仅为 65% 左右，卖品收入占比到了大约 30% 的份额。相比万达院线的票房收入占比仍较高，但低于其他两家国内公司。万达院线 2013 年卖品收入占比在三家国内院线公司中处于最高水平。

图 9：营收和净利润规模

单位：百万元，%

图 10：营收构成比较

单位：%



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

资料来源：公司公告，群益金鼎证券

➤ 依托万达商业地产，经营效率明显高于行业水平

凭借强大的资源整合和运营能力，万达广场已经成为城市商业地标，对所在地区的消费人群有极强的集聚作用。公司自有影院中有近六成租赁关联企业万达商业地产旗下的万达广场的物业。依托万达广场的超强的消费集聚力，万达院线的单银幕产出、平均票价、场均人次等指标均处于领先，高于其他公司和行业平均水平。

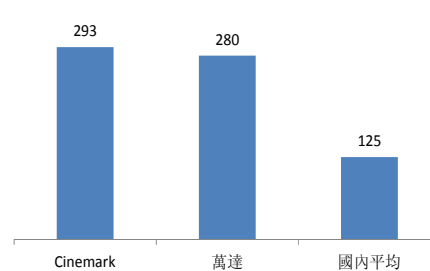
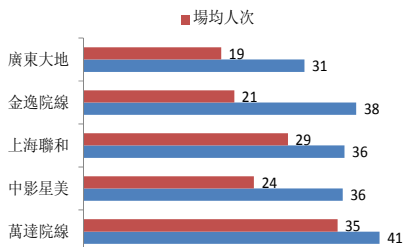
2014年万达院线单银幕票房收入约为280万元，是全国平均单银幕票房收入125万元的2倍多，并且这一数字已经接近美国Cinemark的水平。2014年万达院线的场均人次为35人，平均票价为41元，也均好于其他院线公司的水平。

图 11：场均人次和平均票价比较

单位：人，元

图 12：单银幕票房比较

单位：万元，%



资料来源：新闻出版广电总局电影局，群益证券

资料来源：新闻出版广电总局电影局，群益金鼎证券

➤ 租金票房占比处于低于水平，综合毛利率领先同业

2013年底，万达院线142家影院中83家租赁万达广场物业，采用纯比例租金标准，租金为净票房收入的11%。并将与关联方的租赁合同期限统一延长为20年，每10年参照非关联影院租金水准调整，调整后租金比例不超过9%-13%区间。其他59家影院租赁非关联方物业，其中采用附保底条款的比例租金标准的有49家，采用纯比例租金标准的有9家，采用固定租金标准的为4家。

而金逸股份和上影股份的招股书显示，其影院租金绝大部分采用附保底条款的比例租金标准，一般为10%-16%。得益于万达广场物业较低的租金水平，2011-2013

年万达院线租金票房占比指标分别为 9.3%、9.67%和 10.65%，较同业低 2-3 个百分点。

得益于超强的经营能力和运营效率，公司综合毛利率在同业中处于领先，2011-2013 年分别为 65%、65%和 66%。

图 13：单银幕票房租金票房占比指标

单位：%

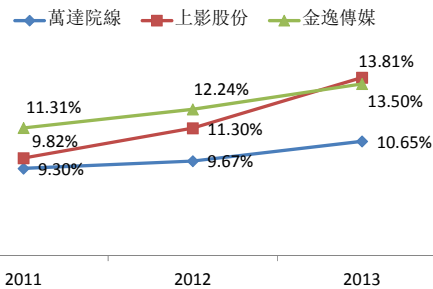
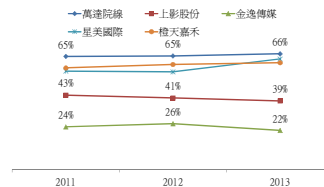


图 14：综合毛利率表现

单位：%



资料来源：新闻出版广电总局电影局，群益证券

资料来源：新闻出版广电总局电影局，群益金鼎证券

➤ 掌握终端渠道，集团公司其他电影娱乐资产有望注入

由于控制了渠道和终端资源，院线向产业链上游的发行和制片领域发展具有先天性的优势，全面掌握“制发放”三个环节，票房分账无需与它人分配利益。未来院线公司会更深度地进入制片和发行领域，甚至完成全产业链布局。

万达院线的实际控制人——万达文化产业集团已经建立了一体化的电影产业链。旗下的影视娱乐业务板块除了万达院线和下属影院之外，还有从事影视制作的万达影业公司，和从事发行业务的万达电影发行公司。2014 年万达影业票房收入位列民营公司第四，市场份额为 7%。此外，万达文化旗下还有影视产业园、舞台演艺、电影乐园、主题公园、大歌星量贩 KTV、报刊传媒等文化娱乐业务资产。

万达院线的成功上市，为其院线业务继续保持领先优势奠定了良好基础，而万达集团旗下其他影视文化娱乐资产未来的资本化路径，除了选择独立上市外，还有一个选项就是注入万达院线，而我们认为这样的选择更有利于产业链整合。

盈利预测

公司上市公告书披露 2014 年实现营收 52.99 亿元，YOY 增长 32%，净利润 8.01 亿元，YOY 增长 33%。同时预告 1Q2015 实现营收 13.28 亿元-16.90 亿元，YOY 增长 10%-40%，净利润 2.34 亿元-2.98 亿元，YOY 增长 10%-40%。

参考公司的影院建设目标，结合对国内电影市场总票房的预测，我们预计公司 2015-2016 年实现营收 67.2 亿元和 84.2 亿元，YOY+26.8%和 25.4%，实现净利润 10.56 亿元和 13.79 亿元，YOY+32%和 31%；按发行后的股本摊薄计算，15-16 年每股 EPS 为 1.89 元和 2.46 元，我们按 15 年 EPS 给予公司 30 倍的合理估值，目标价 57 元，首次评级给予“买入”建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准,说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
营业收入	3031	4023	5299	6716	8420
经营成本	1065	1366	1788	2237	2787
销售费用	1081	1459	1934	2431	2989
管理费用	191	257	344	410	488
财务费用	3	-5	-11	-13	-17
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	464	683	894	1210	1620
营业外收入	79	122	176	195	210
利润总额	526	789	1053	1388	1813
所得税	135	184	248	328	428
少数股东损益	2	2	3	4	6
归属于母公司所有者的净利润	388	603	801	1056	1379

附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
货币资金	695	1175	1812	3986	5188
应收帐款	29	27	35	45	58
存货	19	32	41	49	59
流动资产合计	826	1339	1987	4190	5406
固定资产	960	1063	1329	1661	1994
非流动资产合计	1772	2113	2574	3089	3706
资产总计	2598	3452	4561	7279	9112
流动负债合计	998	1240	1546	1933	2416
长期负债合计	0	10	4	4	4
负债合计	998	1249	1550	1937	2420
股本	500	500	500	560	560
少数股东权益	5	6	7	8	9
股东权益合计	1600	2203	3011	5343	6693
负债和股东权益总计	2598	3452	4561	7279	9112

附三: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	910	1019	1222	1467	1760
投资活动产生的现金流量净额	-551	-537	-583	-572	-556
筹资活动产生的现金流量净额	-2	-2	-3	1280	-2
现金及现金等价物净增加额	357	480	636	2175	1202

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料 and 意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。