

2015年04月13日

证券研究报告·公司研究·传媒

万达院线(002739) 2014年年报点评

增持(首次)

当前价: 132元

目标价: 143元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 行业大龙头，大有可为

- **事件:** 公司发布了2014年年报, 2014年万达院线实现营业收入53.4亿元, 同比增长32%; 实现净利润8亿, 同比增长33%; 收入中, 票房贡献了77%、相关产品销售贡献了12%, 成为公司的主要收入来源。
- **龙头公司随行业齐发展。** 近年来, 电影产业高速发展, 2014年全国电影票房增速突破30%, 达到296亿的规模。公司是院线行业当之无愧的龙头企业, 市场占有率接近15%, 而其他主要竞争者仍只有不到10%的市场占有率, 且市场占有率近年来保持稳定。作为龙头企业, 公司成为分享行业高速增长的最大的受益者。
- **公司的核心竞争力突出。** 万达院线以6.6%的银幕占比, 吸引了约12%的观影人群, 实现了超过13% (万达院线41亿票房, 同期全国296亿票房) 的票房占比, 公司的核心竞争力非常突出。我们认为, 公司的核心竞争力体现在两个方面: 1, 对二、三流院线, 公司的优势主要体现在极致的观影体验和完善的观影服务上; 2, 对一流院线, 公司的优势主要体现在回避恶性竞争, 积极开拓二、三线市场, 在布局上抢占空白市场, 树立渠道优势。
- **公司位于产业链优势地位。** 目前, 电影播放产业上下游有四个主要环节: 制作、发行、院线、影院, 万达院线的经营范围囊括产业下游影院和院线两个环节, 将分走过半票房 (接近60%), 且并不承担单部电影不成功的风险, 在产业之中处于相对优势地位。
- **估值与评级:** 预计2015年、2016年、2017年, 公司将分别实现EPS为1.79元、2.29元、2.93元, 对应当前股价的PE为67倍、52倍、41倍。我们认为, 1, 公司在影视产业链中优势明显, 风险相对较小; 2, 行业龙头地位显著, 竞争者短期内难以撼动; 3, 大股东集团实力强大, 后期能给予公司足够的合作支持。给予2015年80倍的PE, 对应目标价143元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 全国影视业增长或低于预期; 或出现电影替代产品

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5338.99	6940.69	9022.90	11729.77
增长率	32.73%	30.00%	30.00%	30.00%
归属母公司净利润(百万元)	800.95	1003.87	1284.00	1641.88
增长率	32.93%	25.33%	27.90%	27.87%
每股收益EPS(元)	1.43	1.79	2.29	2.93
净资产收益率ROE	26.72%	25.23%	24.62%	24.24%
PE	86.55	69.06	53.99	42.22
PB	23.08	17.42	13.29	10.23

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

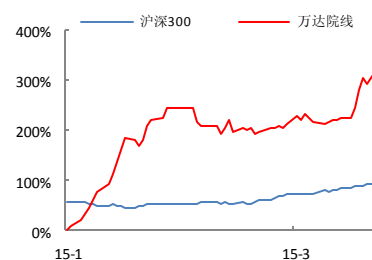
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 刘言

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

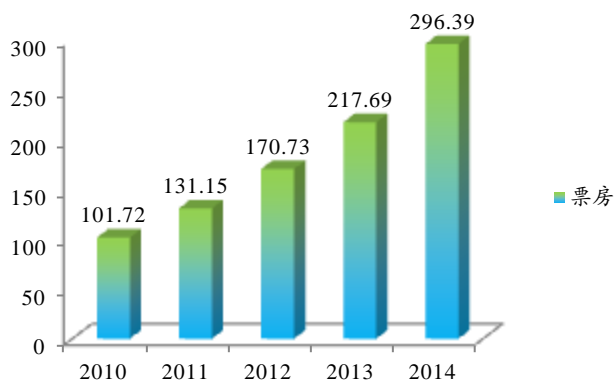
总股本(亿股)	5.6
流通A股(亿股)	0.6
52周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	739.20
总资产(亿元)	45.74
每股净资产(元)	6.00

### 相关研究

## 一、2014 年公司高速发展

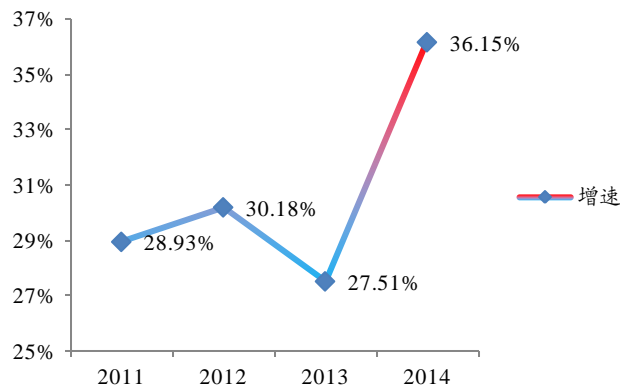
2014 年，国内电影产业继续呈现高速发展的局面，国内票房达到 296 亿元，较 2013 年 217 亿元的水平提高了 78.7 亿元，同比增长 36%，增速较 2013 年 27% 的水平提高了 8.6 个百分点，继续保持高速增长的态势。

图 1: 2010 年到 2014 年，全国票房 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 2011 年到 2014 年票房增速

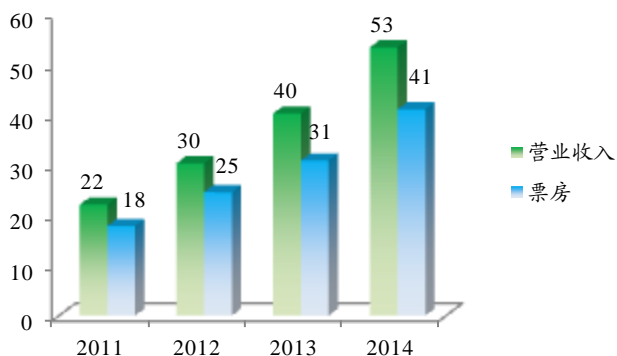


数据来源: 公司公告, 西南证券

在这样的背景下，作为国内院线龙头，万达院线伴随着行业的高增长呈现出快速发展的态势：2014 年，万达院线实现营业收入 53.3 亿元，同比增长 32%，其中，电影票房收入实现 41 亿元，同比增长 33%，贡献了营业收入的 76.9%，是公司的主要收入贡献力量；商品销售实现收入 6.3 亿元，同比增长 32%，贡献了营业收入的 11.8%。整体来看，公司主营的两个构成部分：票房和衍生品销售均伴随国内票房增长同步，万达院线作为影院行业龙头，成为电影业蓬勃发展的最大受益者。

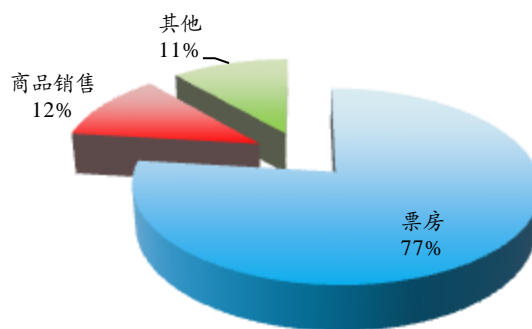
利润方面，公司 2014 年实现净利润 8 亿元，同比去年 6 亿元的水平提高了 32%，和收入增速同步，显示公司盈利能力保持过去的惯性。

图 3: 2011 年到 2014 年万达院线的主营与票房收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 万达院线主要业务收入占比



数据来源: 公司公告, 西南证券

按中国电影市场报告的统计（该报告和公司披露的信息有小幅度的差异，选择该统计数据做分析而不是用上市公司披露的信息的原因是，国内上市院线公司只有万达院线一家，无法有效的和其他竞争对手做对比），2011 年到 2014 年上半年，万达院线的票房和市场占有率与主要竞争对手的对比情况如下：

**表 1: 2011 年到 2014 年上半年票房排名前五的院线票房和市场份额情况**

院线	票房 (万元)	市场份额
2011 年		
万达院线	178475	13.61%
中影星美	137701	10.50%
上海联和	130344	9.94%
中影南方新干线	108598	8.28%
广州金逸珠江	85082	6.49%
前五院线累计	640200	48.82%
2012 年		
万达院线	245600	14.39%
上海联和	165035	9.67%
中影星美	162024	9.49%
中影南方新干线	132629	7.77%
广州金逸珠江	117513	6.88%
前五院线累计	822801	48.20%
2013 年		
万达院线	316149	14.52%
上海联和	188261	8.65%
中影星美	183824	8.44%
广东大地	159035	7.31%
中影南方新干线	154341	7.09%
前五院线累计	1001610	46.01%
2014 年上半年		
万达院线	198784	14.46%
广东大地	110380	8.03%
中影星美	108632	7.90%
上海联和	104459	7.60%
广州金逸珠江	96439	7.02%
前五院线累计	618694	45.01%

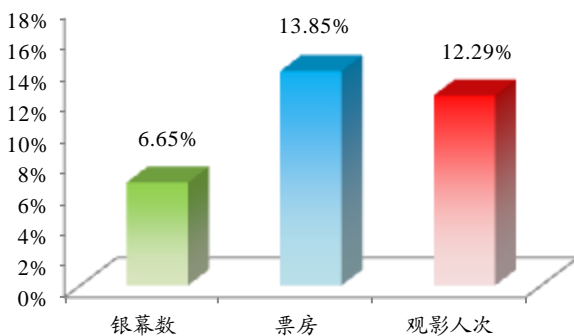
数据来源：中国电影市场报告、西南证券

## 二、企业竞争力突出

公司全年实现票房收入 41 亿元，占全年全国 296 亿票房的 13.8%；观影人次约 1.02 亿，占全国全年 8.3 亿人次的 12.3%，万达院线拥有 1616 块银幕，占全国同期 24304 块银幕数的 6.6%，其中，投入运营的 IMAX 银幕合计 117 块，占全国 IMAX 商用银幕的一半以上，是全国第一家、也是唯一一家票房超过 40 亿元，观影人数超过 1 亿的院线企业。我们认为，从以上数据可以发现以下几点：

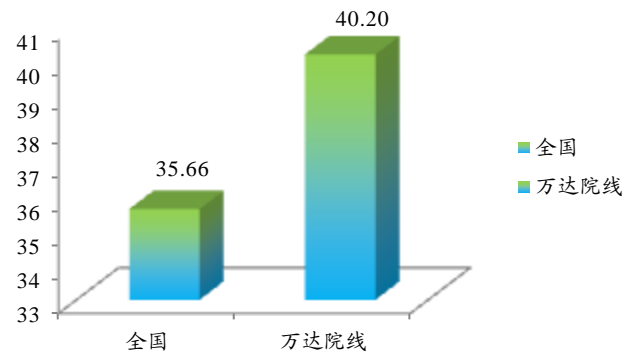
- 万达院线旗下影院对于观众的吸引能力突出。万达院线以占全国 6.6% 的银幕数，吸引了全国 12.3% 的观众，凸显出观众对于万达影院的认可。
- 万达院线的观众愿意支付更高票价。全国 12.3% 的观众贡献了全国 13.8% 的票房，说明单个观众支付的票房高于行业均值，说明万达院线的观众在万达影院体验观影给予更高溢价。

图 5: 万达院线的观影人次、票房、银幕数占全国的比重



数据来源：公司公告，西南证券

图 6: 万达院线单人、单次贡献的票房对比全国



数据来源：公司公告，西南证券

根据依靠的竞争力不同，我们将万达院线的市场竞争格局分为两个部分：第一个部分是和二、三流院线的竞争；第二个部分是和一流院线的竞争。

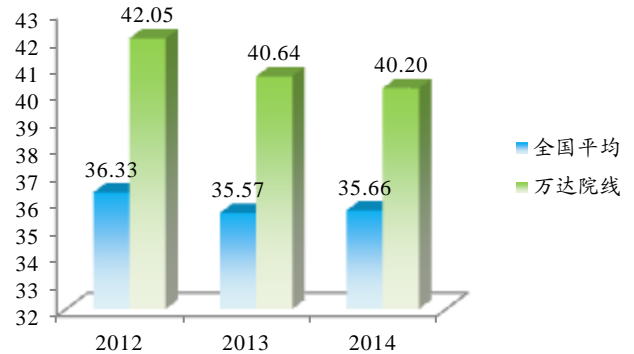
### 和二、三流院线竞争靠技术

根据统计，截止到 2013 年年底，我国约有 42 条院线，但是其中票房收入超过 15 亿元的仅有 6 条，大部分院线仍是处于相对弱小的局面。万达院线和这些区域性的院线竞争主要是依靠高水平的技术装备所带来的高质量观影体验。

从技术上来说，万达院线配置了世界先进的数字放映设备、影像系统和银幕，其双机 3D 播放技术和 RealD 3D 技术，数字影院管理系统 (TMS) 均为高质量的影视播放提供技术保证；另一方面，在 IMAX 领域，万达院线和加拿大 IMA 公司结成战略同盟，时至 2014 年，公司 IMAX 银幕已达到 117 块，占全国 IMAX 银幕的一半以上；在自主研发上，X-land 巨幕也已投入 37 块。截止到 2015 年，万达 RealD 影厅已经达到 1000 个，形成二、三流院线完全无法匹敌的技术优势，使得公司在影片播放质量上优势明显。这也是万达院线的平均票价为 40.2 元，而全国同期票价仅 35.6 元，但观众仍偏爱万达的原因。

**图 7: 万达院线 1000 个 RealD 影厅落成**


数据来源: 公司官网、西南证券

**图 8: 全国和万达院线人均单次观影价格对比**


数据来源: wind、中国电影市场报告、西南证券

### 和一流院线竞争则靠策略

和二、三流院线不同, 一流院线集团整体上在设备配置、观影体验等方面均不会有太大差异, 在这样的情况下, 同一部影片在万达影院还是在星美影院观看对观众而言其实并无太大差别, 那么促成观众选择的根本原因就是——观影方便。

决定观影方便的根本在于影院网店的分布, 万达电影院线覆盖全国 97 个城市, 拥有已开业影院 182 家, 银幕总数 1,616 块, 其中 IMAX 银幕 116 块。由于缺乏竞争对手的数据, 仅以 2014 年半年的数据作为比较: 截止到 2014 年上半年, 万达院线在全国 80 个主要城市开设影院 150 家, 银幕 1315 块 (2013 年是 1247 块), 其中 IMAX 94 块, 对消费能力较强的核心城市基本形成了全覆盖。其组要竞争对手: 1, 上海联和, 旗下可统计票房的影院有 208 家, 荧幕 1101 块, 覆盖全国 22 个省市 (2013 年), 上海、江苏、浙江是上海联和的主战场; 2, 中影星美, 旗下可统计票房的影院有 229 家, 银幕 1333 块, 覆盖全国 29 个省市 (2013 年), 北京、广东是中影星美的主战场。虽然万达院线在影院网点上和上海联和、中影星美相比略少, 但万达院线却能实现远起上海联和和中影星美的票房 (2014 年上半年, 万达院线、中影星美、上海联和的票房分别为 19.8 亿元、10.8 亿元、10.4 亿元), 靠的就是院线分布策略。

从表面上看, 万达院线和主要竞争对手中影星美、上海联和相比, 影院网店略少, 但万达院线的优势在于不放弃一线城市、且深耕准一线城市, 从 2014 年票房贡献上可以发现, 票房排名前十的影院多不在一线城市:

**表 2: 万达院线 2014 年各子院线利润排名**

	营业收入	净利润
长春万达国际电影城有限公司	247,898,665	36,939,282
西安万达国际电影城有限公司	189,993,195	35,067,518
哈尔滨万达国际电影城有限公司	219,572,732	35,004,562
成都万达国际电影城有限公司	241,246,013	34,773,998
武汉万达国际电影城有限公司	216,115,788	26,079,263

数据来源: 公司公告、西南证券

万达的网点策略是它在和其他一流院线竞争的重要优势。因为上海星美属于上海电影集团、中影星美则有中国电影集团的背景，二者的股东在北京和上海，耕耘数十年，可谓根深蒂固，万达院线要和他们在这些一线城市竞争，将要消耗过多的竞争成本。所以万达院线将战略转向准一线城市转移，武汉、成都、西安、长春、哈尔滨等省会城市成为万达院线的主要票房贡献网点；反而，除了北京以外、上海、广州、深圳等地区的单个影院票房贡献则相对减少。在院线行业，以成果论英雄，万达院线“不放弃一线城市、深耕准一线城市”的网点策略可谓取得了巨大的成功。

同时，业绩贡献的网点较为分散，最大程度的规避区域性的系统性风险（如区域性的暴风雪、水灾、疾病等），使得公司的业绩在未来更加安全。

**图 9：万达院线全国分布示意图（台湾地区未做处理）**



数据来源：公司官网、西南证券

从长远的角度来看，“北上广深”四大城市的潜在消费增长需求已经接近瓶颈，城市的承载力、国家的政策导向均显示未来这四个核心城市的消费增量的增速已经开始下滑；反观准一线或二线城市，却因为基数相对较低，但发展水平又远高于三四线城市，也是国家未来城镇化的集中体现地，未来的消费增量潜力巨大，这也是我们认为万达院线的网店策略在未来将继续保证公司持续获得高票房的核心根据。

### 三、公司位于产业链优势地位

整体来看，我国电影产业的利润分配模式主要是以票房分账的形势为基础，电影院、院线、发行商、制作商成为票房利益链上的四个主要环节。

从产业链四个环节来看，电影制作环节需要大量的资金来完成电影拍摄，风险极高；发行环节虽然对资金的要求较低，但需要很好的市场判断力，不可控性较强；而院线和影院环节则相对风险较低，现金流状况良好，但劣势是需要较大的初期投入资金且回报周期较上游环节较长。

万达院线处于产业链上电影院、院线两个环节，作为买方市场上的一员和龙头，万达院线所处的产业链地位决定了其天然的优势。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	5338.99	6940.69	9022.90	11729.77	净利润	802.56	1003.87	1284.00	1641.88
营业成本	3509.18	4580.86	5955.11	7741.65	折旧与摊销	361.14	244.89	262.46	281.69
营业税金及附加	256.95	334.03	434.24	564.52	财务费用	-14.78	10.65	13.58	17.57
销售费用	285.75	357.47	468.66	610.63	资产减值损失	26.86	-8.15	5.68	6.77
管理费用	338.04	440.37	572.75	744.14	经营营运资本变动	-20.25	522.22	528.78	684.74
财务费用	-14.78	10.65	13.58	17.57	其他	105.83	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	26.86	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	1261.36	1773.48	2094.50	2632.65
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-249.91	-170.18	-190.00	-210.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-438.45	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-688.36	-170.18	-190.00	-210.00
<b>营业利润</b>	937.00	1217.32	1578.55	2051.26	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	120.40	105.86	110.76	110.73	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	1057.40	1323.17	1689.31	2161.99	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	254.84	319.30	405.31	520.11	支付股利	-64.99	-28.80	-48.12	-82.07
净利润	802.56	1003.87	1284.00	1641.88	其他	62.74	-10.65	-13.58	-17.57
少数股东损益	1.61	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-2.25	-39.45	-61.71	-99.64
归属母公司股东净利润	800.95	1003.87	1284.00	1641.88	<b>现金流量净额</b>	570.76	1563.86	1842.79	2323.00
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1745.99	3419.30	5332.01	7734.35	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	188.72	234.08	302.17	399.76	销售收入增长率	32.73%	30.00%	30.00%	30.00%
存货	39.49	30.46	46.00	66.21	营业利润增长率	37.19%	29.92%	29.67%	29.95%
其他流动资产	4.26	5.54	7.20	9.36	净利润增长率	32.70%	25.08%	27.90%	27.87%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	34.25%	14.77%	25.92%	26.74%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1267.68	1269.28	1251.87	1235.24	毛利率	34.27%	34.00%	34.00%	34.00%
无形资产和开发支出	62.44	58.92	55.39	51.86	三费率	11.41%	11.65%	11.69%	11.70%
其他非流动资产	1265.21	1141.55	1017.89	894.23	净利率	15.03%	14.46%	14.23%	14.00%
<b>资产总计</b>	4573.78	6159.12	8012.53	10391.01	ROE	26.72%	25.23%	24.62%	24.24%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.52%	17.55%	22.44%	21.73%
应付和预收款项	960.98	1366.84	1749.38	2262.55	ROIC	44.06%	72.49%	180.56%	451.14%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.04%	21.22%	20.55%	20.04%
其他负债	609.43	813.84	1048.83	1354.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1570.41	2180.68	2798.22	3616.88	总资产周转率	1.33	1.38	1.41	1.38
股本	500.00	560.00	560.00	560.00	固定资产周转率	4.36	10.99	13.13	15.80
资本公积	12.47	-47.53	-47.53	-47.53	应收账款周转率	88.56	76.60	87.24	83.52
留存收益	2485.65	3460.72	4696.60	6256.41	存货周转率	98.34	100.05	99.87	99.87
归属母公司股东权益	2998.12	3973.20	5209.07	6768.88	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	106.00%	--	--	--
少数股东权益	5.24	5.24	5.24	5.24	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	3003.37	3978.44	5214.31	6774.13	资产负债率	34.34%	39.17%	37.71%	36.86%
负债和股东权益合计	4573.78	6159.12	8012.53	10391.01	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.27	1.69	2.01	2.24
					速动比率	1.24	1.66	1.98	2.21
					股利支付率	8.11%	2.87%	3.75%	5.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1283.35	1472.86	1854.59	2350.52	每股收益	1.43	1.79	2.29	2.93
PE	86.55	69.06	53.99	42.22	每股净资产	5.36	7.10	9.31	12.10
PB	23.08	17.42	13.29	10.23	每股经营现金	2.25	3.17	3.74	4.70
PS	12.98	9.99	7.68	5.91	每股股利	0.12	0.05	0.09	0.15
EV/EBITDA	46.85	39.76	30.58	23.14					
股息率	0.09%	0.04%	0.07%	0.12%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

---

### 上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

### 北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

### 重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

## 西南证券机构销售团队

---

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn