



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

文化传媒

旷实\*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001  
(8610) 6622 9343  
shi.kuang@bocichina.com

\*杨艾莉为本报告重要贡献者

# 万达院线：海内外并购拓展产业链，夯实龙头地位

## 事件：

万达院线(002739.CH/人民币 244.09, 未有评级)于近日公布两项并购交易，分别为在海外收购澳洲第二大院线 Hoyts 的 100% 股权，以及在国内收购电影数据化公司

慕威时尚、重庆世茂影院管理公司 100% 股权。两项交易的对价分别为 22.46 亿人民币、22 亿人民币；

其中，收购 Hoyts 院线使用公司自有资金。万达院线向万达文化产业集团以 148.08 元/股进行非公开发行，共计发行 1,472.1 万股募集 21.8 亿元。此次募集的 21.8 亿元将用于支付慕威时尚 30% 的现金交易对价、影院建设以及补充流动资金。同时，公司以每股 148.08 元向慕威时尚发行 5,672,609 股、向世茂影院发行 6,753,106 股。本次非公开发行后，万达院线的总股本将增至 5.87 亿股。

图表 1. 万达院线收购情况概览

收购标的	交易对价 (亿人民币)	股权比例 (%)	支付方式	标的概况
Hoyts	22.46	100	现金对价（自有资金）	澳洲第二大连锁影院
慕威时尚	12.0	100	30% 现金对价（共计 3.6 亿元） 70% 股份（共计 567.2 万股）	主营电影大数据监测、好莱坞影片投资和宣传、品牌广告主电影营销
重庆世茂影院管理公司	10.0	100	股份（共计 675.3 万股）	旗下 15 家影院公司，18 家影院。

资料来源：公司公告、中银国际研究

## 点评：

1、收购 Hoyts，万达院线国际化布局再下一城：2012 年 5 月，万达集团以 26 亿美元收购北美第二大院线 AMC。此次收购的 Hoyts 是澳洲地区按票房收入排名第二的连锁影院，在澳洲和新西兰拥有 52 家影院，共 424 块银幕。除主营的影院业务外，Hoyts 还经营影院广告、户外广告和 DVD 出租业务，是澳大利亚和新西兰最大的电影广告渠道运营商。

从 AMC 到 Hoyts，万达通过在海外的持续布局，目前业已成为全球第一大的连锁影院企业。其在国内国际的影响力，以及在电影产业链条中的话语权不断增大。海外成熟市场的管理经验，以及 Hoyts 在澳洲成功经营的电影广告业务经营，都将用于万达在国内的影院经营。同时，我们认为，近年来中国快速增长的电影市场以及中国激烈竞争中的互联网企业在售票、宣发环节对电影行业带来的技术支持、渠道拓展，将反向作用于澳洲相对成熟、增长稳定的市场。

2014 年和 2015 年 1 季度, Hoyts 的营业收入分别为 24 亿人民币、5.87 亿人民币; 归母净利润分别为 5,790.24 万元、6,007.96 万元。

## 2、国内收购——纵向扩张+行业整合：

1) **慕威时尚带来纵向扩张：**主营业务为电影大数据监测、好莱坞影片投资和宣传、品牌广告主电影营销三项。慕威时尚旗下“影时尚”品牌在电影业内具有广泛影响力。慕威时尚旗下电影大数据应用 FilmBI 占据细分市场 85% 的份额。在市场资源上, 拥有 300 余家自有影院片前预告片资源和独立的营销团队, 可以帮助片方和品牌广告主进行营销。值得一提的是, 凭借慕威时尚与好莱坞六大制片公司的良好合作关系, 慕威时尚帮助怡宝矿泉水、广汽汽车产品在《变形金刚 4》中的成功植入。

2013 年、2014 年和 2015 年 1 季度, 慕威时尚分别实现净利润 1,905.41 万元、3,088.09 万元和-392.03 万元。慕威时尚管理层承诺 2015-2016 年实现净利润分别不低于 6,000 万元和 7,800 万元。以此估计, 慕威时尚的动态市盈率为 20x、15.4x。

本次收购对价为 12 亿元, 万达院线向为张龙、王宇新、马大鹏和逢宇峰支付 30% (3.6 亿元) 现金对价, 以及 70% 股份。股份锁定期为 1-3 年不等。

**图表 2：慕威时尚主要业务**

业务类型	业务服务内容	主要客户或服务领域	主要数据
电影实时大数据应用 (FilmBI)	提供可视化的数据分析, 辅助客户决策, 帮助其提高相关收益	电影制片公司、发行方、院线	FilmBI 收录全国 4,200 家影院每日场次信息, 信息完整度 95% 以上, 实时监控 1,800 余家影院的实时上座信息。参与《忍者神龟》、《星际穿越》、《碟中谍 5》等影片的全球投资并全球分账。并全程协助《变形金刚 4》、《忍者神龟》、《星际穿越》等在大陆的营销宣传推广
好莱坞影片投资和宣传推广	参与好莱坞影片制作的投资, 协助相关影片在中国地区的宣传推广工作	好莱坞电影公司及其影片	
电影媒体广告整合营销	帮助客户利用电影媒体进行品牌或产品宣传, 包括电影植入广告、贴片广告、电影联合宣传、线上线下活动	品牌广告客户	为品牌广告主提供贴片广告、影院活动、植入广告等电影推广资源

资料来源：公司公告、中银国际研究

2) **收购世贸影院形成资本联结：**重庆世茂旗下共拥有 15 家影院公司, 经营 18 家电影院。若以简单的北上广深特大城市、省会城市和其他三线城市为划分依据, 此次万达收购的重庆世茂旗下的 18 家影院中, 仅 4 家影院分布于北京和上海, 其他 14 家影院则分别位于贵阳、济南、昆明等省会城市, 以及昆山、绍兴、徐州等经济较发达的非省会城市。此次收购将进一步补充万达院线在二三线城市的影院网点, 帮助万达影院下沉至更多二三线城市。

值得注意的是, 本次收购的交易方式为 100% 股份支付, 股份锁定期为 12 个月。同时, 万达院线与上海世茂股份达成战略合作, 世茂股份及其下属公司在建及未来建设的商业地产项目中的电影院业态, 均将由万达院线独家承租经营。

我们认为，此次收购重庆世茂影城，对万达院线而言可谓一箭双雕。一方面进一步增加在全国的影院布局，持续扩大市场份额，另一方面通过与世茂股份的资本联结，获得未来宝贵的商业地产资源。能从一定程度上帮助万达解决困扰影院行业的房租成本高企、优质商业地产稀缺等问题。对于世茂商业地产而言，引入拥有品牌影响力的万达影院，也将帮助其名下的商业地产更快的招商和吸引消费者驻留。

2013年、2014年和2015年1季度，重庆世茂营业收入分别为595万元、779.6万元和211.6万元。净利润分别为-223万元、-152万元和-48.8万元。

**图表 3：重庆世茂影院管理公司影城分布**

一线城市（北上广深）	二线省会城市	三线城市
北京世茂国际影城	重庆世茂时尚欢乐影城	昆山世茂时尚欢乐影城
上海虹桥世茂	贵阳世茂国际影城	昆山世茂国际影城
上海世茂时尚欢乐影城（长岛店）	济南世茂国际影城	南通世茂影城
上海世茂时尚欢乐影城（松江店）	昆明世茂国际影城	洛阳世茂戏院
	南昌世茂影院	绍兴世茂国际影城
	福州世茂时尚欢乐影城	徐州世茂时尚欢乐影城
		苏州世茂国际影城
		苏州世茂沧浪影城前进路店
<b>合计 4 家（占比 22%）</b>	<b>合计 6 家（占比 33%）</b>	<b>合计 8 家（占比 45%）</b>

资料来源：公司公告、中银国际研究

### 3、万达精准布局，行业影响深远：

1) **海外布局促互补：**通过在海内外的连环收购，万达院线一方面拥有了海外成熟市场的连锁影院资源，中国与澳洲的电影产业发展处于完全不同阶段，万达的国际化布局可以将双方的经验资源进行互补与借鉴，帮助双方在各自的国家更好发展。

#### 2) 国内横纵向巧布局：

**纵向：**在当前竞争日益激烈并高速发展的中国电影市场，万达收购慕威时尚，作为第三方提供电影大数据监测、品牌广告主电影营销业务，并借此参与好莱坞大片的投资、大陆宣传营销工作。公司以院线、影院业务为基石，通过此次收购撬动上下游相关资源，最终强化电影全产业链的布局。

**横向：**收购重庆世茂，与世茂集团形成资本联结，既收购“现在”（18家影院），又收购了“未来”（与世茂股份商业地产的合作）。截至2015年5月底，万达院线旗下拥有187家影院，1,657块银幕，加上本次收购的18家影院，万达目前在全国拥有205家影院。万达院线在国内第一院线的地位将无可撼动。

3) **聘任副总经理或将加大非票房业务布局：**值得注意的是，万达院线近日公告聘任曾光为公司副总经理，分管公司发展部。曾光先生曾担任著名便利店连锁品牌“7-11”南中国区副总经理，以及快乐蜂餐饮管理公司餐厅发展执行总监。我们认为，万达院线此时聘任拥有零售、餐饮经验的副总经理，意在加强公司非票房业务的收入。众所周知，中国的影院行业主要依赖影片票房分账收入，以万达院线为例，2014年万达院线的票房收入占公司整体收入的77%，毛利较高的商品销售及其他收入仅占13%。而海外影院卖品收入占比远高于国内，北美第一大院线Regal Entertainment Group的卖品收入占比通常达到30%以上。

4) **影院行业整合或拉开序幕**：根据统计，截至 2014 年全国有 244 家影院投资公司，其中仅拥有 5 家或以下影院的公司有 180 家，占比达到 73.8%。中国影院公司规模普遍较小，行业集中度较低，效率较差。相较而言，美国、澳洲等成熟市场影院集中度更高。因此，国内院线行业存在较大的整合空间，**国内影院间的横向整合将成为未来行业发展趋势之一**。

万达院线公司当前市值 1,367 亿，根据万得一致预期，公司 2015-2017 年全面摊薄每股收益分别为 2.04、2.86、4.25 元。收购澳洲 Hoyts 影院并表后，将增厚公司业绩。2014 年、2015 年 1 季度公司备考口径归母净利润分别增加 9.14% 和 18.42%。由于澳洲电影市场较为成熟和稳定，Hoyts 并表对公司未来每股收益的增厚将在 10% 左右。

我们认为，作为院线产业第一家上市公司，公司在海内外的横向、纵向并购将持续。万达院线在国内院线行业的龙头地位将持续保持，公司的做大做强也将不断为后续的综合带来正向效应。

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371