

# 万达院线 (002739)

## —中国最大的电影院线商

投资评级 增持 评级调整 首次推荐 收盘价 163.00 元

### 投资要点:

#### ※ 中国最大的电影院线商

公司是一家自主投资建设及运营管理的影院的电影院线公司,公司主营业务为影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及相关衍生品(卖品销售、广告发布等)。公司采取资产联结、连锁经营的模式开展业务,旗下影院均为自有,影院所在物业全部采取租赁方式取得。公司先后两次采取资产联结、连锁经营的模式开展电影业务。公司先后获得 CINEASIA (亚太电影博览会)颁发的“年度放映”大奖。2012年,公司荣获由工信部消费品工业司颁发的 2012 年 C-BPI 连锁电影院行业第一品牌,并被《综艺》杂志评为 2012 年“年度贡献院线”。

#### ※ 国内电影产业蓬勃发展

2014 年中国电影总票房达 296.39 亿元,同比增长 36.15%。最近 10 多年,中国电影市场保持了极其高速增长:平均每年大约 30%的递增速度全球罕见。预计 2015 年国内票房有望接近 400 亿;2014 年全球票房达到 375 亿美元,美国本土电影票房为 103 亿美元,占全球 27%;中国电影票房 47 亿美元,占全球比重为 13%,比 2012 年的 8%提升 5 个百分点。此外,英法德日韩印澳大利亚和俄罗斯等 8 个国家票房占比均未超过 5%,排在第三位的日本比中国电影市场低 8%,中国无疑成为全球第二大电影市场。

#### ※ 看好中国电影产业的发展,给予公司“推荐”

我们认为,中国的电影票房将成为未来全球电影票增长的引擎。公司作为国内电影院线的龙头,必将是电影产业蓬勃发展的最大受益者。我们预测,公司 2015/2016/2017 年 EPS 将分别达到 2.07/2.7/3.51 元,对应 2015/2016/2017 年动态 PE 分别为 79/60/46 倍,估值略高。A 股上市公司主业相似的标的还没有,作为稀缺标的,以及我们对公司上市后,外延式布局的看好,我们仍给予公司“推荐”投资评级。

发布时间: 2015 年 9 月 25 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	244.89/30.74
上证指数/深圳成指	3092.35/9904.76
50 日均成交额(百万元)	874.18
市净率(倍)	30.45
股息率	0.49%

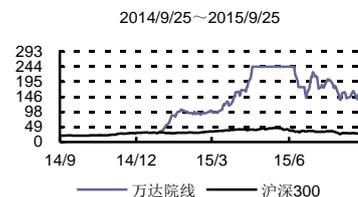
### 基础数据

流通股(百万股)	60.00
总股本(百万股)	560.00
流通市值(百万元)	9780.00
总市值(百万元)	91280.00
每股净资产(元)	5.35
净资产负债率	52.38%

### 股东信息

大股东名称	北京万达投资有限公司
持股比例	60.71%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

### 联系方式

研究员: 邹翠利  
 执业证书编号: S0020511030012  
 电话: 021-51097188-1922  
 电邮: zoucuili@gyzq.com.cn  
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5339	6994	9162	12003
营业收入增长率	33%	31%	31%	31%
净利润(百万元)	801	1036	1352	1755
净利润增长率	33%	29%	31%	30%
EPS(元)	1.60	2.07	2.70	3.51
ROE	26.7%	28.5%	28.9%	29.1%

## 目 录

中国最大的电影院线商.....	3
国内电影产业蓬勃发展.....	4
看好中国电影产业的发展，给予公司“推荐” .....	6

## 图表目录

图 1 2005-2014 年中国电影票房及增长情况（单位：亿元） .....	4
图 2 2014 年全球票房增长情况.....	5
图 3 2009-2014 年进口影片与国产影片的占比.....	5
图 4 2013-2014 年中国电影 O2O 出票量渗透率.....	6

表 1 2014 年全国院线票房收入排行万达第一	3
表 2 公司上市后的外延式并购进程	4
表 3 与盈利预测相关的假设	7
表 4 盈利预测表	8

## 中国最大的电影院线商

公司是一家自主投资建设及运营管理的影院的电影院线公司，公司主营业务为影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及相关衍生品(卖品销售、广告发布等)。公司采取资产联结、连锁经营的模式开展业务，旗下影院均为自有，影院所在物业全部采取租赁方式取得。公司先后两次采取资产联结、连锁经营的模式开展电影业务。公司先后获得CINEASIA（亚太电影博览会）颁发的“年度放映”大奖。2012年，公司荣获由工信部消费品工业司颁发的2012年C-BPI连锁电影院行业第一品牌，并被《综艺》杂志评为2012年“年度贡献院线”。未来，公司将继续深化全国网点布局，巩固国内行业领先地位，提高连锁经营管理服务水平，为观众创业最优质的观影体验，努力成为规模和效益排名全球前列的电影院线运营商。

表1 2014年全国院线票房收入排行万达第一

序号	院线名称	年票房收入 (亿元)	序号	院线名称	年票房收入 (亿元)	序号	院线名称	年票房收入 (亿元)
1	万达院线	31.61	16	江苏幸福蓝海	4.45	31	福建中兴	0.91
2	上海联和院线	18.83	17	北京华夏联合	4.17	32	河北中联	0.83
3	中影星美	18.38	18	湖北银兴	4.14	33	山东鲁信	0.83
4	大地电影院线	15.90	19	武汉天河	2.98	34	北京红鲤鱼	0.66
5	中影南方新干线	15.43	20	世纪环球	2.34	35	华夏新华大地	0.57
6	广州金逸珠江	15.41	21	浙江星光	2.22	36	四川峨峰	0.49
7	浙江时代	9.06	22	深影橙天院线	2.08	37	江西星河	0.38
8	北京新影联	8.76	23	江苏东方	2.02	38	新疆电影公司	0.35
9	浙江横店	7.78	24	温州雁荡	1.77	39	湖南楚湘	0.34
10	中影数字院线	7.50	25	上海大光明	1.62	40	吉林长影	0.27
11	四川太平洋	7.05	26	山东奥卡新世纪	1.40	41	内蒙古民族院线	0.11
12	河南奥斯卡	5.07	27	冀达九州	1.34	42	西安长安	0.10
13	时代华夏今典	5.00	28	湖南潇湘	1.28	43	天津银光	0.08
14	辽宁北方	4.90	29	北京九州中原	1.01	44	上海弘歌	0.06
15	重庆保利万和	4.85	30	长城沃美	0.96	45	中广数字院线	0.05

资料来源：腾讯财经 九次方大数据

全国城市电影院线票房排名 万达院线收入31亿元居首位，公司主营业务收入77%以上来自于票房收入，作为行业龙头，公司将成为国内电影票房市场的快速增长最大受益者。

截至2015年上半年，公司拥有已开业影院191家，1694块银幕，遍布全国101个城市，是影院网络布局最完善的院线公司。公司依靠多年积累的影城运营管理经验，以国家大力发展文化产业为契机，一方面通过提高自建影城的新开业数量，另一方面加大同行业影院的并购力度，提升公司市场份额。公司在巩固国内市场地位的同时，持续寻求海内外并购及投资计划，致力于全球范围内布局

公司于2015年1月22日登陆资本市场，上市后开启快速布局国内外的步伐，发起了两起并购计划，作为行业内的龙头，公司未来有望随着电影产业的爆发式增长，充分享受文化产业爆的盛宴。

表 2 公司上市后的外延式并购进程

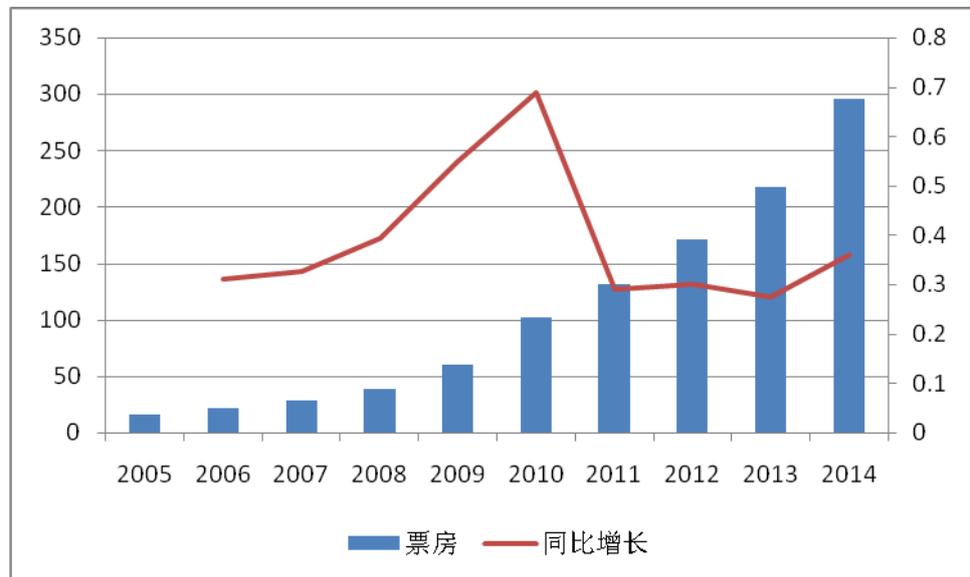
并购时间	并购进程	并购标的
2015/6/27	证监会反馈意见	慕威时尚 100%股权;重庆世茂 100%股
2015/6/25	股东大会通过	HG Holdco100%股权及债权
2015/8/31	签署协议	投资 Mtime Holdings,Ltd20%股权

资料来源: WIND 国元证券研究中心

## 国内电影产业蓬勃发展

2014 年中国电影总票房达 296.39 亿元,同比增长 36.15%。最近 10 多年,中国电影市场保持了极其高速增长:平均每年大约 30%的递增速度全球罕见。预计 2015 年国内票房有望接近 400 亿。

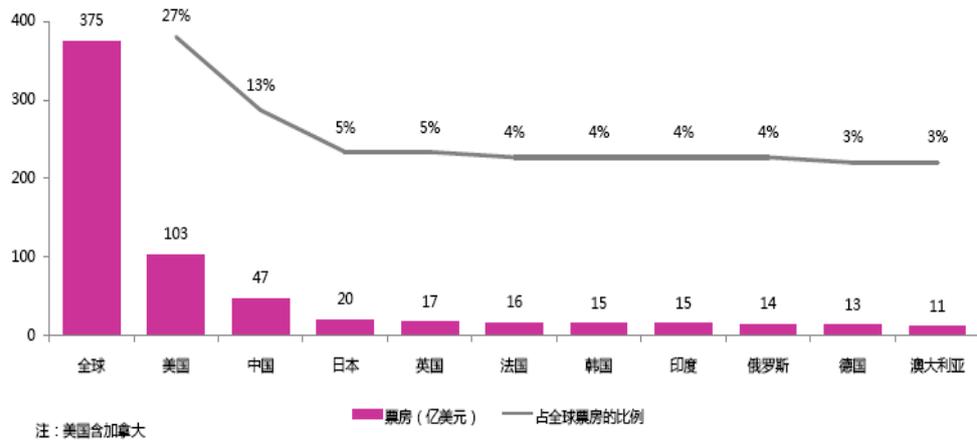
图 1 2005-2014 年中国电影票房及增长情况 (单位: 亿元)



资料来源: 国家新闻出版广电总局, 国元证券研究中心

2014 年全球票房达到 375 亿美元,美国本土电影票房为 103 亿美元,占全球 27%;中国电影票房 47 亿美元,占全球比重为 13%,比 2012 年的 8%提升 5 个百分点。此外,英法德日韩印澳大利亚和俄罗斯等 8 个国家票房占比均未超过 5%,排在第三位的日本比中国电影市场低 8%,中国无疑成为全球第二大电影市场。从全球电影票房增量看,2014 年增长 16 亿美元,中国贡献增量的 75%,而 2013 年全球票房增长 12 亿美元,中国市场贡献率为 67%。

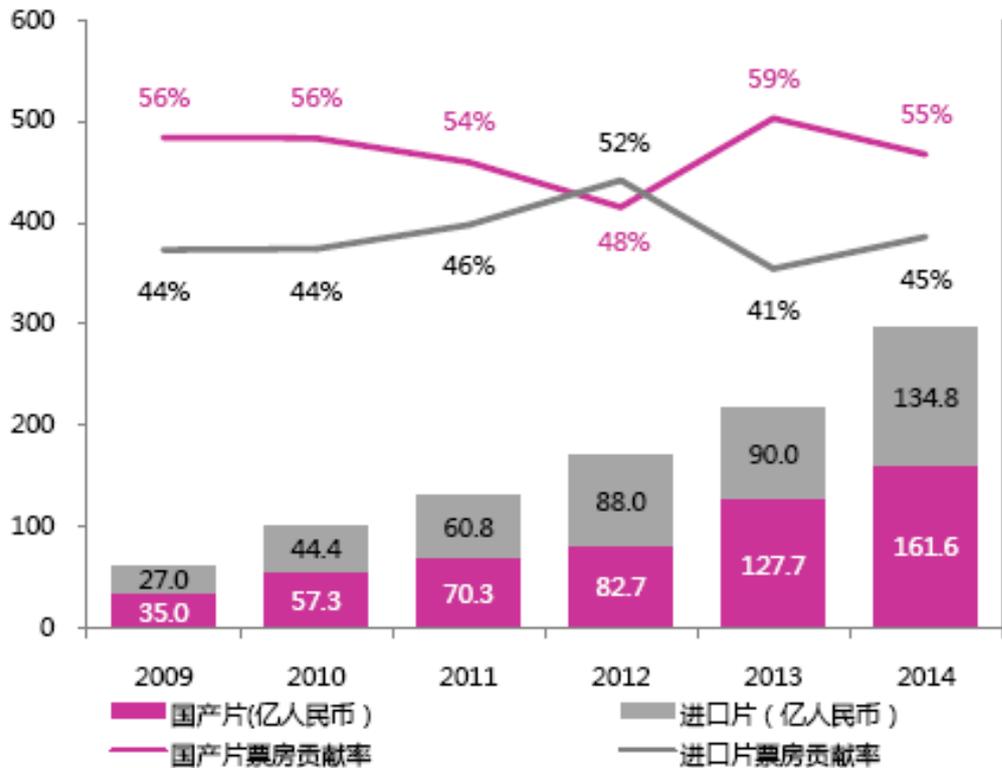
图 2 2014 年全球票房增长情况



资料来源：艺恩咨询

国产影片票房占比经历 2012 年的短暂下滑以后，持续保持超越进口影片的发展态势，10 亿以上的国产电影异军突起。继《泰囧》之后，2015 年国产电影《捉妖记》以 24 亿票房刷新了中国电影票房新纪录。

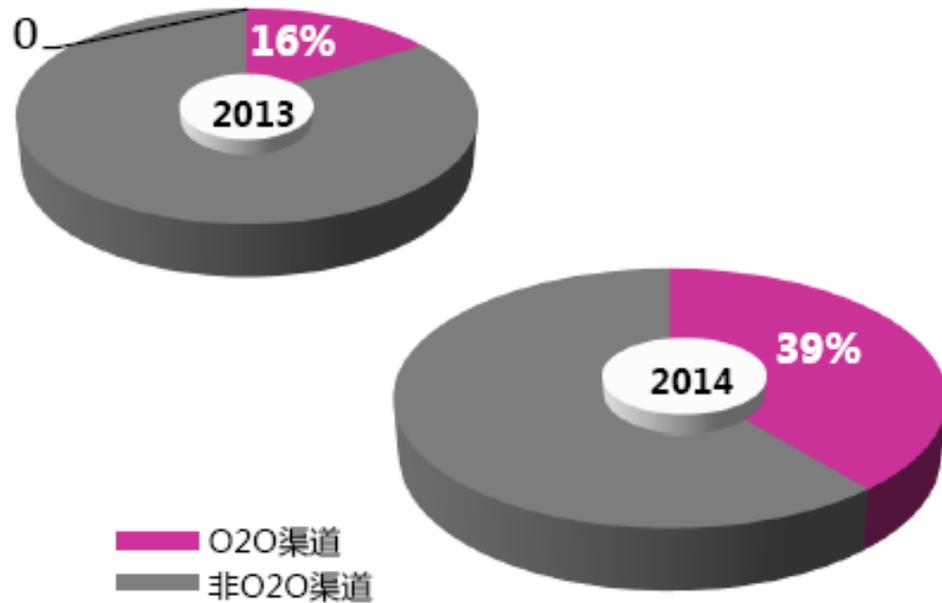
图 3 2009-2014 年进口影片与国产影片的占比



资料来源：艺恩咨询

蜘蛛网，格瓦拉等 O2O 电商网站快速崛起，优化电影票价和扩展电影新用户。2014 年中国电影 O2O 出票量渗透率达到 39%，比上年猛增 23 个百分点。电商通过低票价培养更多电影新用户并改变用户购票行为，提前 1-2 日购票的用户比重猛增。

图 4 2013-2014 年中国电影 O2O 出票量渗透率



备注：O2O指通过互联网团购或在线选座完成电影票购买的行为，以出票量为分析维度。

资料来源：艺恩咨询

移动互联网时代，O2O，影视众筹，娱乐宝等创新时代的多种电影营销手段，从一定程度上也对电影产业的发展起到更好的助推作用。自媒体时代，粉丝经济对电影宣传的起到了至关重要的作用，最奇怪的现象就是，一些如《小时代》之类的90后电影，在观影后的吐槽中票房却收到了意外的惊喜。因此，我们认为，未来互联网与电影还有很多可以结合的还有很多。

## 看好中国电影产业的发展，给予公司“推荐”

我们认为，中国的电影票房将成为未来全球电影票增长的引擎，国产影片的持续爆发，国产影片的出口等增长点都将支撑中国电影快速发展。公司作为国内电影院线的龙头，必将是电影产业蓬勃发展的最大受益者。

我们认为，中国的电影票房未来仍将保持30%的增长，因此，我们假设公司未来三年票房业务收入仍将保持30%的增长，我们认为，随着影院业务拓展的多元化，衍生品业务将保持高于票房业务的增长，毛利率保持稳步缓慢增长的态势。

表 3 与盈利预测相关的假设

	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	3,031.11	4,022.56	5,338.99	6188.40	8087.51	10571.28
票房	2,456.00	3,086.85	4,104.91	5336.38	6937.30	9018.49
商品销售	332.15	477.75	631.12	852.01	1150.22	1552.79
<b>毛利率(%)</b>	34.02	34.79	34.27	34.80	35.00	35.00
票房	23.40	20.26	19.68	22.50	23.00	23.00
商品销售	68.00	70.30	68.85	68.00	68.50	69.00

资料来源：WIND 国元证券研究中心

注：由于其他业务占比较小表中未列出其他业务收入

根据我们的假设，我们预测，公司 2015/2016/2017 年 EPS 将分别达到 2.07/2.7/3.51 元，对应 2015/2016/2017 年动态 PE 分别为 79/60/46 倍，估值略高。A 股上市公司主业相似的标的还没有，作为稀缺标的，以及我们对公司上市后，外延式布局的看好，我们仍给予公司“推荐”投资评级。

表 4 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	1978	2747	4072	5805	<b>营业收入</b>	5339	6994	9162	12003
现金	1746	2415	3639	5240	营业成本	3509	4560	5955	7802
应收账款	86	110	144	189	营业税金及附	257	350	458	600
其他应收款	67	89	117	153	营业费用	286	385	504	660
预付账款	36	82	107	140	管理费用	338	476	623	816
存货	39	46	60	78	财务费用	-15	-41	-60	-88
其他流动资产	4	5	5	5	资产减值损失	27	30	30	30
<b>非流动资产</b>	2595	2632	2664	2696	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1225	1184	1131	1072	<b>营业利润</b>	937	1235	1651	2182
无形资产	39	45	51	57	营业外收入	141	150	150	150
其他非流动	1331	1403	1482	1567	营业外支出	20	20	20	20
<b>资产总计</b>	4574	5379	6736	8501	<b>利润总额</b>	1057	1365	1781	2312
<b>流动负债</b>	1561	1729	2043	2456	所得税	255	327	428	555
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	803	1037	1354	1757
应付账款	231	319	417	546	少数股东损益	2	1	2	2
其他流动负	1330	1409	1626	1910	<b>归属母公司净</b>	801	1036	1352	1755
<b>非流动负债</b>	9	10	10	10	EBITDA	1283	1434	1833	2336
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.60	2.07	2.70	3.51
其他非流动	9	10	10	10					
<b>负债合计</b>	1570	1738	2053	2466	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	5	7	8	11	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
股本	500	500	500	500	<b>成长能力</b>				
资本公积	12	12	12	12	营业收入	32.7%	31.0%	31.0%	31.0%
留存收益	2486	3121	4163	5512	营业利润	37.2%	31.8%	33.8%	32.2%
归属母公司股	2998	3634	4675	6024	归属于母公司	32.9%	29.3%	30.5%	29.8%
<b>负债和股东权</b>	4574	5379	6736	8501	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	34.3%	34.8%	35.0%	35.0%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	15.0%	14.8%	14.8%	14.6%
					ROE(%)	26.7%	28.5%	28.9%	29.1%
<b>经营活动现金</b>	1261	1211	1659	2101	ROIC(%)	28.6%	36.3%	50.2%	70.8%
净利润	803	1037	1354	1757	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	361	240	241	241	资产负债率(%)	34.3%	32.3%	30.5%	29.0%
财务费用	-15	-41	-60	-88	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.27	1.59	1.99	2.36
营运资金变动	57	-23	118	184	速动比率	1.24	1.56	1.96	2.33
其他经营现	56	-2	6	7	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金</b>	-688	-183	-183	-183	总资产周转率	1.33	1.41	1.51	1.58
资本支出	672	0	0	0	应收账款周转	93	70	71	71
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转	13.65	16.57	16.18	16.20
其他投资现	-16	-183	-183	-183	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金</b>	-2	-359	-251	-318	每股收益(最新)	1.60	2.07	2.70	3.51
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金	2.52	2.42	3.32	4.20
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最)	6.00	7.27	9.35	12.05
普通股增加	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增	0	0	0	0	P/E	101.75	78.69	60.28	46.44
其他筹资现	-2	-359	-251	-318	P/B	27.18	22.43	17.43	13.53
<b>现金净增加额</b>	571	669	1225	1601	EV/EBITDA	70	62	49	38

资料来源：国元证券研究中心

## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn