

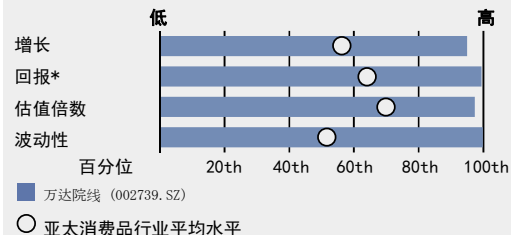


缔造基于互联网的电影生态系统，首次评级为买入

建议理由

我们对于中国最大的电影院线——万达院线的首次评级为买入，12个月目标价格为人民币133元。我们认为，万达院线因以下因素而拥有的最佳定位使之有望受益于中国电影产业的高速增长：(1) 公司强劲的执行能力、运营效率和并购策略将推动市场份额扩张，我们预计2015-17年万达院线收入的年均复合增长率50%，高于28%的行业增速；(2) 万达院线将继续借助公司与万达商业地产的关系、逾4000万人的会员平台以及对于制作发行的垂直整合来突破传统的院线业务、进军娱乐和互联网领域。

投资摘要



* 回报 - 资本回报率 投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

推动因素

(1) 快速的影院扩张。我们预计2016/17年万达院线将新开75/90家电影院，并将整合其对于Hoyts和世茂影院的收购，推动2015-17年票房/收入/净利润的年均复合增长率达到47%/50%/53%。**(2) 积极开展并购。**我们预计万达院线将继续在中国和全球收购影院。万达集团董事长王健林的目标是到2020年占据20%的全球院线市场份额。为实现这一目标，我们估算5年后新收购影院的票房收入需要达到人民币180亿元。**(3) 上游业务的潜在整合。**万达院线已经收购了两个网上售票平台，以提升其互联网战略，而且还将一家电影数据分析及营销公司招致麾下。万达院线还将继续通过并购来拓展至电影制作及发行领域。**(4) 市场预测存在上行空间。**我们的2015-17年收入/净利润/每股盈利预测较万得市场预测超出2%/24%/22%。

主要数据	当前
股价(Rmb)	99.30
12个月目标价格(Rmb)	132.77
市值(Rmb mn / US\$ mn)	113,683.6 / 17,776.4
外资持股比例(%)	--

	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
每股盈利(Rmb)	1.60	1.08	1.91	2.55
每股盈利增长(%)	32.9	(32.5)	76.6	33.3
每股摊薄盈利(Rmb)	1.60	1.08	1.91	2.55
每股基本盈利(Rmb)	1.60	1.08	1.91	2.55
市盈率(X)	NM	91.8	52.0	39.0
市净率(X)	NM	22.8	18.1	14.1
EV/EBITDA(X)	--	57.2	32.6	23.9
股息收益率(%)	NM	0.4	0.8	1.0
净资产回报率(%)	30.8	31.0	38.8	40.7
ROIC(%)	40.3	28.8	38.8	40.0

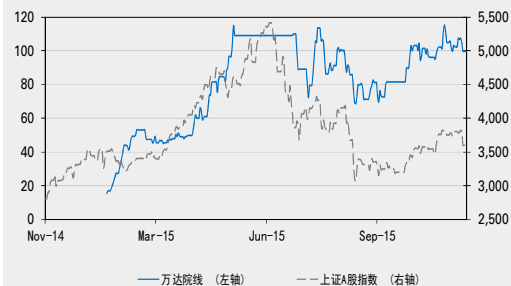
估值

我们的12个月目标价格为人民币133元，基于将15倍的EV/EBITDA退出估值倍数应用于2024年、并以9.4%的股权成本贴现回2016年计算得出。

主要风险

电影票房/银幕数量增长不及预期；并购执行风险。

股价走势图



所属投资名单

亚太买入名单

股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	23.1	(8.9)	--
相对于上证A股指数	14.6	22.0	--

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为11/30/2015收盘价)

行业评级：中性

廖绪发, CFA (分析师) 执业证书编号: S1420510120006
+86(21)2401-8902 xufa.liao@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

戴晔 (研究助理)
+86(21)2401-8944 ye.dai@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

万达院线：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	资产负债表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入	5,339.0	7,970.7	13,306.0	17,935.7	现金及等价物	1,746.0	2,333.7	2,420.0	2,723.9
主营业务成本	(3,509.2)	(5,169.5)	(8,390.8)	(11,306.2)	应收账款	152.9	228.3	381.1	513.7
销售、一般及管理费用	(880.7)	(1,314.9)	(2,195.0)	(2,958.7)	存货	39.5	58.2	94.4	127.2
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	40.1	540.1	1,040.1	1,540.1
其它营业收入/(支出)	(26.9)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	流动资产	1,978.5	3,160.2	3,935.6	4,904.8
EBITDA	1,283.4	1,946.6	3,409.5	4,649.2	固定资产净额	1,267.7	1,823.5	2,588.3	3,382.7
折旧和摊销	(361.1)	(465.3)	(694.3)	(983.4)	无形资产净额	62.4	143.6	246.8	349.4
EBIT	922.2	1,481.3	2,715.2	3,665.8	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
利息收入	22.3	26.2	35.0	36.3	其它长期资产	1,265.2	2,021.9	3,033.6	4,080.0
财务费用	(7.5)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	资产合计	4,573.8	7,149.3	9,804.3	12,717.0
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	1,046.9	1,542.3	2,503.3	3,373.1
其它	120.4	128.4	136.4	144.4	短期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	1,057.4	1,633.9	2,884.6	3,844.5	其它流动负债	514.2	609.6	989.4	1,280.8
所得税	(254.8)	(393.8)	(695.2)	(926.5)	流动负债	1,561.2	2,151.9	3,492.7	4,653.9
少数股东损益	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	801.0	1,238.5	2,187.8	2,916.4	其它长期负债	9.2	9.2	9.2	9.2
优先股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	9.2	9.2	9.2	9.2
非经常性项目前净利润	801.0	1,238.5	2,187.8	2,916.4	负债合计	1,570.4	2,161.2	3,501.9	4,663.1
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	801.0	1,238.5	2,187.8	2,916.4	普通股权益	2,998.1	4,981.2	6,293.9	8,043.7
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	1.60	1.08	1.91	2.55	少数股东权益	5.2	6.9	8.5	10.1
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	1.60	1.08	1.91	2.55	负债及股东权益合计	4,573.8	7,149.3	9,804.3	12,717.0
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	1.60	1.08	1.91	2.55	每股净资产(Rmb)	6.00	4.35	5.50	7.03
每股股息(Rmb)	0.80	0.43	0.76	1.02					
股息支付率(%)	49.9	40.0	40.0	40.0					
自由现金流收益率(%)	--	(0.2)	0.5	1.0					
增长率和利润率(%)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	比率	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入增长率	32.7	49.3	66.9	34.8	CROCI(%)	40.3	28.8	38.8	40.0
EBITDA增长率	34.2	51.7	75.2	36.4	净资产回报率(%)	30.8	31.0	38.8	40.7
EBIT增长率	36.1	60.6	83.3	35.0	总资产回报率(%)	20.0	21.1	25.8	25.9
净利润增长率	32.9	54.6	76.6	33.3	平均运用资本回报率(%)	69.3	62.5	66.2	62.8
每股盈利增长	32.9	(32.5)	76.6	33.3	存货周转天数	3.7	3.4	3.3	3.6
毛利率	34.3	35.1	36.9	37.0	应收账款周转天数	8.0	8.7	8.4	9.1
EBITDA利润率	24.0	24.4	25.6	25.9	应付账款周转天数	97.3	91.4	88.0	94.9
EBIT利润率	17.3	18.6	20.4	20.4	净负债/股东权益(%)	(58.1)	(46.8)	(38.4)	(33.8)
					EBIT利息保障倍数(X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	估值	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
优先股股息前净利润	801.0	1,238.5	2,187.8	2,916.4	基本市盈率(X)	NM	91.8	52.0	39.0
折旧及摊销	361.1	465.3	694.3	983.4	市净率(X)	NM	22.8	18.1	14.1
少数股东权益	1.6	1.6	1.6	1.6	EV/EBITDA(X)	--	57.2	32.6	23.9
运营资本增减	56.8	401.3	772.0	704.4	企业价值/总投资现金(X)	--	22.5	15.5	11.5
其它	40.9	(500.0)	(500.0)	(500.0)	股息收益率(%)	NM	0.4	0.8	1.0
经营活动产生的现金流	1,261.4	1,606.7	3,155.7	4,105.8					
资本开支	(672.3)	(1,859.0)	(2,574.0)	(2,926.8)					
收购	(16.1)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	0.0	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(688.4)	(1,859.0)	(2,574.0)	(2,926.8)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	0.0	(400.0)	(495.4)	(875.1)					
借款增减	0.0	0.0	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	0.0	1,240.0	0.0	0.0					
其它	(2.3)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(2.3)	840.0	(495.4)	(875.1)					
总现金流	570.8	587.7	86.3	303.8					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

廖绪发, CFA
xufa.liao@ghsl.cn

戴晖
ye.dai@ghsl.cn

目录

概览：首次评级为买入	3
实现快速增长：银幕数量增加、票房表现强劲	4
盈利能力和效率均好于国内和国际同业	8
竞争优势：独特的生态系统	11
估值：基于 EV/EBITDA 的 12 个月目标价为人民币 133 元	17
主要风险	19
信息披露附录	20

股价截至 2015 年 11 月 26 日收盘。

概览：首次评级为买入

我们对于万达院线的首次评级为买入，12 个月目标价格为人民币 133 元。以票房衡量，万达院线是中国最大的电影院线，2014 年市场份额为 14.3%。公司在过去五年中快速扩张，我们认为，得益于强劲的执行能力、良好的营运效率、再加之公司通过会员平台以及与万达商业地产结盟而拥有的生态系统优势，万达院线拥有或将受益于中国电影产业高速增长的最佳定位。

通过执行效率和并购实现高速增长和市场份额扩张

2011-2014 年期间，万达院线票房收入的年均复合增长率为 32%，而且市场份额持稳于 14% 左右。在过去四年中，万达院线银幕数量的年均复合增长率为 33%，而单银幕票房产出保持强劲，约为人民币 250 万-260 万元。鉴于我们认为万达将在银幕数量持续增长之际保持单银幕票房产出，并将进一步借助因 2015 年 1 月份 IPO 而获得的资本优势，预计 2015-17 年万达院线收入/净利润年均复合增长 50%/53%。公司还在寻求通过并购来实现增长，我们预计这将成为未来增长的重要推动因素。因此，我们预计到 2017 年万达院线的市场份额将升至 17.4%。

盈利能力更佳且运营效率更高

万达院线的盈利能力优于主要国际院线运营企业，也好于多数国内同业，这主要得益于其拥有且管理的垂直模式，强有力的成本支出控制以及通过卖品/广告/会员等业务而实现的高利润其他收入。我们预计公司净利润率将从 2015 年的 15.5% 提高至 2017 年的 16.3%，净资产回报率将从 2015 年的 31% 提高至 2017 年的 41%。

独特的生态系统保持了竞争优势

我们认为万达院线因为以下三大支柱而拥有了强大的竞争优势：

- (1) 商业地产。**商业地产、特别是万达购物中心的扩张推动了万达旗下影院的增长。
- (2) 会员系统。**万达院线拥有 4000 万活跃的忠实会员，持卡会员年均观影 6 次。这一庞大基数为公司带来了通过广告、网络游戏和视频流创收的潜力。万达还通过收购票务平台提升了线上战略。我们认为这将更好地整合万达院线的线上线下资源。
- (3) 上游业务扩张。**万达院线正在借助集团内部（即万达影视传媒）的电影制作和发行资源。公司还联手其它院线成立了一家电影发行公司（五洲电影发行有限公司）。我们认为公司日后或将继续整合上游业务，这将帮助公司在价值链上获取更大份额。

估值

通过将 15 倍的 EV/EBITDA 退出估值倍数应用于 2024 年、并以 9.4% 的股权成本贴现回 2016 年，我们计算得出 12 个月目标价格 133 元。15 倍 EV/EBITDA 估值倍数是基于 IMAX Corporation 和 CJ CGV 过去一年的均值而得出，我们认为这两家公司拥有与万达院线相似的增长模式。我们通过贴现现金流估值法进行了交叉验证。

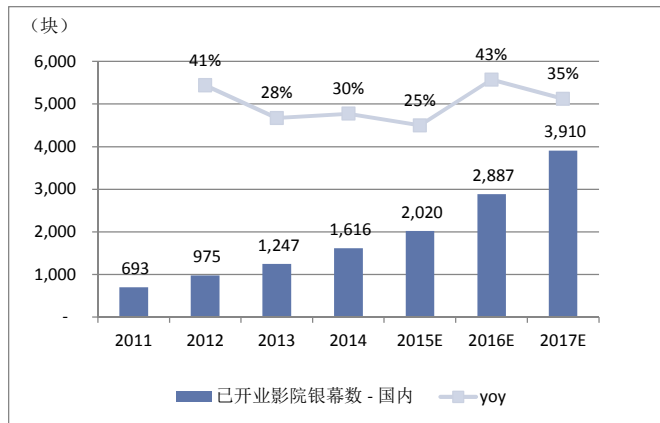
实现快速增长：银幕数量增加、票房表现强劲

乘着中国电影行业高速增长的东风

在过去四年中，万达院线随着中国欣欣向荣的电影市场而增长。2011-14 年期间票房收入的年均复合增长率为 32%，万达院线的市场份额持稳于 14% 左右。公司的银幕数量从 2011 年的 693 块增至 2014 年的 1,616 块，年均复合增长率约为 33%。虽然银幕数量快速增长，但万达院线的平均单银幕产出均值也保持稳健（只在 2012 年略有回落），说明公司成功地将新开影院变成了收入引擎。放眼全球及国内主要院线运营商，万达的单银幕票房产出排名最高（图表 3）。

图表 1: 万达院线的银幕数量快速增长

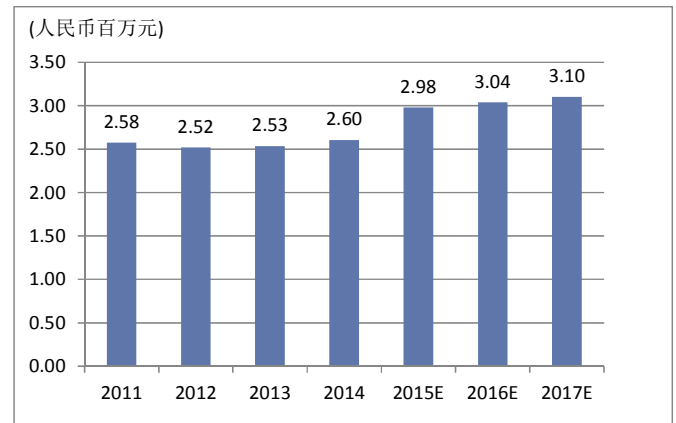
万达院线的银幕数量



资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 2: 我们预计万达院线的单银幕产出将保持强劲

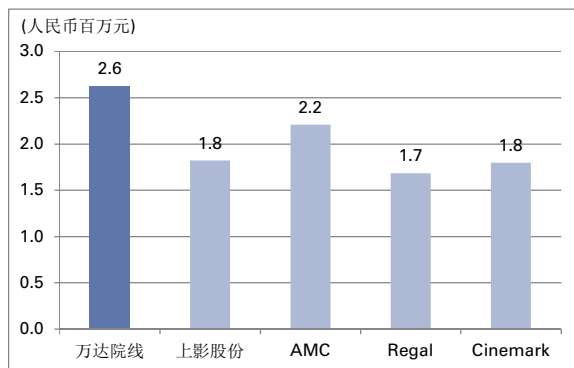
万达院线的单银幕产出



资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 3: 万达院线的单银幕票房产出高于同业

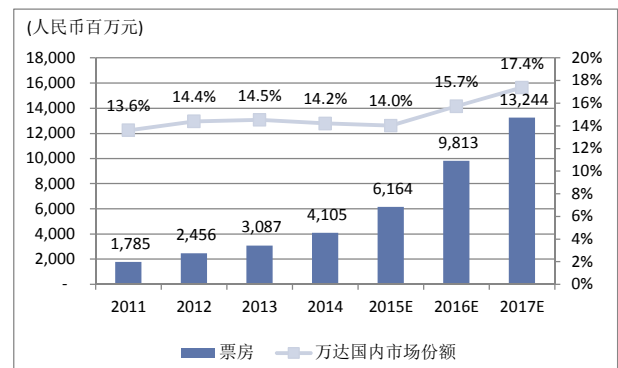
万达院线和同业的单银幕票房产出，2014 年



资料来源：公司数据

图表 4: 我们预计未来三年万达院线的市场份额将稳步扩张

万达院线的票房和市场份额



资料来源：公司数据、高华证券研究

我们预计 2015-17 年万达院线票房/收入/净利润的年均复合增长率分别为 47%/50%/53%

1) 影院和银幕数量

我们预计到 2015 年年底，万达院线的全年新增影院数量为 61 座（到今年 10 月份万达新开影院 28 座，考虑到多数新开院线都倾向于在年底前开业，我们预计到年底时全年目标有望实现），此外我们预计公司 2016 年/2017 年将新增 93/108 座影院，其中包括了自世茂影院收购的电影院。我们预计万达院线将继续以年均约 18 座影院的速度展开收购。

每家影院的银幕数将保持在 9 块左右，因此预计万达院线 2015/16/17 年的国内银幕数量将达到 2020、2887 和 3910 块。

2) 票房

我们通过将银幕总数与单银幕票房产出相乘的办法预测总票房收入。历史上万达院线的单银幕票房持稳于人民币 250 万-260 万元。但是我们预计 2015 年单银幕票房将激增 14.5%，因为《速度与激情 7》和《捉妖记》等热门电影推动了票房增长。我们预计此后单银幕票房产出将温和增长 2%，因为观影需求仍在快速增长。我们预计电影业务利润率将保持稳定，因为院线和电影制作公司之间的收入分成保持稳定。

3) 卖品

我们预计万达院线的卖品收入（例如爆米花和饮料等）与票房收入之比将持续上升，因为目前中国的这一比率仍低于发达国家（中国 15% vs. 美国 30%）。我们预计卖品业务收入的利润率将逐步提高，其原因同样在于该业务利润率与发达国家相比尚有差距（中国 70% vs. 美国 85%）。

4) 其他收入

其他收入来源包括广告、过期电影优惠券、影院租金收入以及来自 Hoyts 的其他收入（2014 年为人民币 7.19 亿元）。我们预计 2015-17 年万达院线的其他收入将增长 50%/118%/33%。2016 年的高速增长是因为对于 Hoyts 的并表。我们估算 2016 年其他收入的毛利率将从 97.5%降至 90%，随后持稳于这一水平。

总体而言，我们预计 2015-17 年万达院线票房/收入/净利润的年均复合增长率为 47%/50%/53%。万达院线的市场份额将从 14.0%提高至 2017 年的 17.4%，净利润将从 2015 年的 15.5%提高至 2017 年的 16.3%。

图表 5: 我们预计 2015-17 年万达院线收入/净利润的年均复合增长率为 50%/53%
损益表, 人民币百万元

人民币百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
营业收入	3,031	4,023	5,339	7,971	13,306	17,936	
票房	2,456	3,087	4,105	6,164	9,813	13,244	
卖品	332	478	631	904	1,521	2,079	
其他	243	458	603	903	1,972	2,612	
收入增速	37%	33%	33%	49%	67%	35%	
票房	38%	26%	33%	50%	59%	35%	
卖品	62%	44%	32%	43%	68%	37%	
其他	11%	88%	32%	50%	118%	33%	
毛利	1,031	1,399	1,830	2,801	4,915	6,630	
毛利率	34.0%	34.8%	34.3%	35.1%	36.9%	37.0%	
票房	23%	20%	20%	21%	21%	21%	
卖品	68%	70%	69%	70%	71%	72%	
其他	95%	96%	97%	95%	90%	90%	
营业税金及附加	225	257	257	384	640	863	
	<i>占营业收入比重</i>	7.43%	6.40%	4.81%	4.81%	4.81%	4.81%
销售费用	146	202	286	427	712	960	
	<i>占营业收入比重</i>	4.8%	5.0%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
管理费用	191	257	338	505	842	1,136	
	<i>占营业收入比重</i>	6.3%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
财务费用	3	(5)	(15)	(24)	(33)	(34)	
利润总额	526	789	1,057	1,634	2,885	3,845	
减: 所得税	135	184	255	394	695	927	
净利润	390	605	803	1,240	2,189	2,918	
减: 少数股东损益	2	2	2	2	2	2	
归属于母公司所有者的净利润	388	603	801	1,239	2,188	2,916	
	<i>同比增长</i>	27%	55%	33%	55%	77%	33%
	<i>净利润率</i>	12.8%	15.0%	15.0%	15.5%	16.4%	16.3%
基本每股收益	0.78	1.21	1.60	1.08	1.91	2.55	

资料来源: 公司数据, 高华证券研究

图表 6: 我们估算到 2017 年万达院线的市场份额将小幅升至 17.4%
主要假设, 万达院线, 人民币百万元

国内票房收入预测	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
财务指标						
营业收入	2,456	3,087	4,105	6,025	8,782	12,132
同比增长	38%	26%	33%	47%	46%	38%
营业成本	1,881	2,462	3,297	4,853		
毛利	575	625	808	1,171		
毛利率	23.4%	20.3%	19.7%	19.4%	21%	21%
国内票房收入预测						
电影票房市场规模	17,073	21,769	29,639	42,977	55,870	69,837
yoy	30%	28%	36%	45%	30%	25%
万达国内市场份额	14.39%	14.52%	14.20%	14.02%	15.72%	17.37%
市场份额变动	0.78%	0.13%	-0.32%	-0.18%	1.70%	1.65%
万达国内总票房价值	2,457	3,161	4,209	6,025	8,782	12,132
yoy	38%	29%	33%	43%	46%	38%
影院运营						
已开业影院数	113	142	182	225	318	426
新增影院数			40	61	93	108
平均每个影院的CAPEX	18	19	17	20	21	21
收购影院平均成本				56	56	56
银幕运营						
已开业影院银幕数 - 国内	975	1,247	1,616	2,020	2,887	3,910
yoy	41%	28%	30%	25%	43%	35%
平均每个影院银幕数	8.6	8.8	8.88	8.98	9.08	9.18
单银幕票房						
单银幕票房	2.52	2.53	2.60	2.98	3.04	3.10
yoy	-2.2%	0.6%	2.7%	14.5%	2.0%	2.0%
卖品						
财务指标						
营业收入	332	478	631	904	1,521	2,079
营业成本	106	142	197	271	441	582
毛利	226	336	435	633	1,080	1,497
毛利率	68.0%	70.3%	68.9%	70.0%	71.0%	72.0%
生产指标						
营业成本	106	142	197	271	441	582
增长指标						
营业收入	62%	44%	32%	43%	68%	37%
卖品收入占票房收入比	14%	15.1%	15.0%	15.0%	15.5%	15.7%
每人消费卖品金额	5.69	6.14	6.20	6.39	7.53	7.60
其他						
财务指标						
营业收入	243	458	603	903	1,972	2,612
广告收入	77	157	216	315	486	711
广告收入增速	24%	104%	37%	46%	54%	46%
每人广告收入	1.3	2.02	2.12	2.2	2.4	2.6
逾期电影券收入	36	59	60	60	63	66
场地租赁收入	20	29	39	49	59	70
优享卡收入	53	137	198	277	444	577
其他	57	76	86	106	212	425
营业成本	12	20	15	45	197	261
毛利	231	438	588	858	1,774	2,351
毛利率	95.0%	95.7%	97.5%	95.0%	90.0%	90.0%

资料来源: 公司数据, 高华证券研究

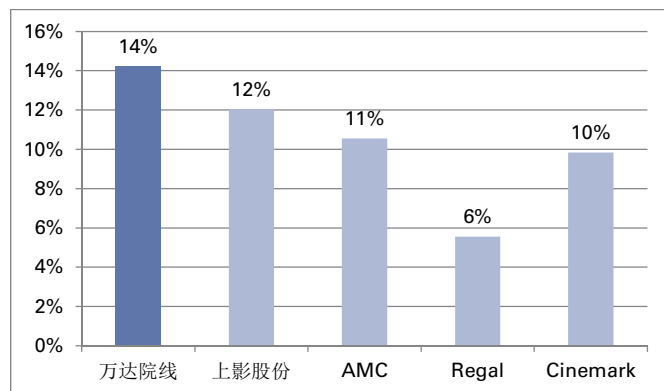
盈利能力和效率均好于国内和国际同业

万达院线投资更多且扩张更快

万达院线 2014 年的资本支出与收入之比为 14%，高于国内同业上影股份（12%）和外国同业（6-10%）的资本支出水平；这说明目前万达院线的扩张速度更快。万达的单银幕资本支出为仅为 29 万美元，远远低于国际同业。我们认为这主要是因为中国院线的投资成本相对较低，而且万达院线可以借力于万达商业地产。

图表 7: 万达和上影的扩张速度快于国际同业

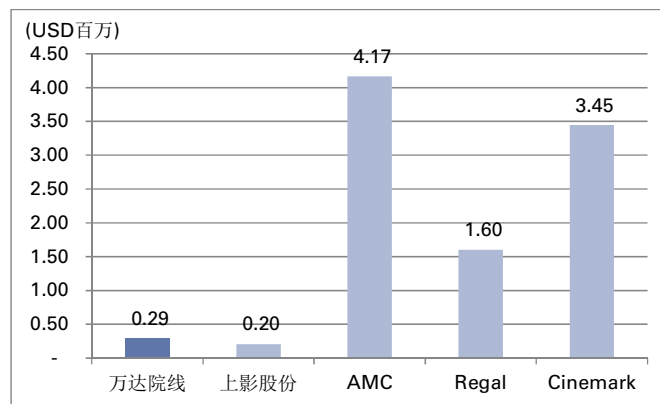
资本支出与电影放映收入之比，2014 年



资料来源: 公司数据

图表 8: 万达院线和上影的单银幕资本支出依然很低

单银幕资本支出，2014 年



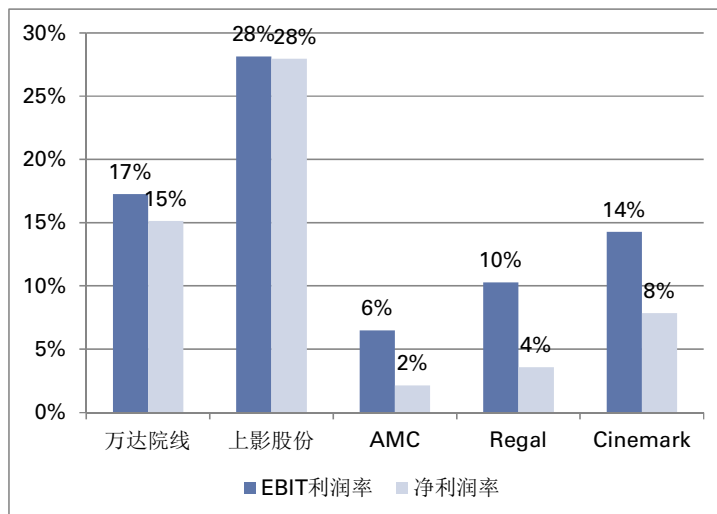
资料来源: 公司数据

高于同业的利润率带来了最佳的盈利能力

2014 年万达院线的 EBIT 利润率为 17%，净利润率为 15%，远高于 AMC、Regal 和 Cinemark 这三家美国上市院线。万达院线的利润率低于上影，因为后者拥有庞大的电影发行业务（占总收入的 28%），发行业务的毛利率高达 74%，而院线业务的毛利率通常不会高于 20%。

图表 9: 国内院线的利润率高于国际同业

EBIT 利润率和净利润率，2014 年



资料来源: 公司数据

为了探究万达院线缘何能够实现高于同业的利润率，我们对公司及其同业展开了横向比较分析并将其成本结构进行分解。我们发现，国内影院运营商具有相似的优势：电影成本较低（在产业链上议价能力较强）、财务成本较低（资本优势较强）、营业外收入较高（受益于政府补贴）。此外，万达院线还拥有一项独特优势，即租金费用较低，这主要得益于万达集团的支持，该集团所收取的房地产租金与票房收入之比通常偏低。

图表 10: 对院线同业的横向比较分析

基于 2014 年数据

横向比较分析	万达院线	上影股份	AMC	Regal	Cinemark
总收入	100%	100%	100%	100%	100%
票房	77%	66%	65%	67%	63%
卖品	12%	6%	30%	28%	32%
其他	11%	28%	5%	5%	5%
成本					
电影放映成本	31%	26%	35%	35%	34%
卖品成本	4%	2%	4%	4%	5%
租金	8%	10%	17%	14%	12%
折旧摊销	7%	5%	8%	7%	7%
	16%	9%	27%	27%	22%
销售管理及其他运营费用	33%	27%	30%	30%	27%
EBIT利润率	17%	28%	6%	10%	14%
财务费用	0%	0%	4%	4%	4%
非运营收入	-2%	-5%	-1%	0%	-1%
税收	5%	5%	1%	2%	4%
净利润率	15%	28%	2%	4%	8%

资料来源：公司数据、高华证券研究计算

国内院线的电影成本和财务费用较低

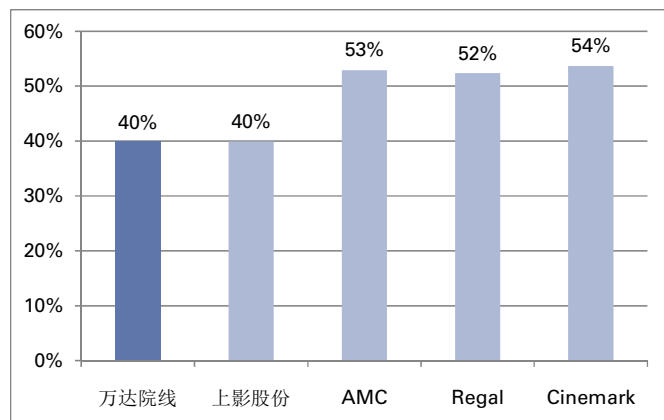
国内院线的电影放映成本往往低于国外同业，在收入中占比 40%，而后者超过 50%。原因可能在于，国内电影制作行业仍然处于分散状态。市场上仍有为数众多的小型工作室，其议价能力较弱，而美国的产业上游由时代华纳和环球影业等几家大型制作公司占据主导地位。但这一优势可能会随着国内电影制作市场逐步成熟和市场集中度的提高而逐渐消失。

此外，由于负债较少，国内院线的财务费用也较低。美国影院连锁的负债率非常高

（AMC/Regal/Cinemark 的债务资产比率分别为 37%/88%/44%），而万达院线和上影分别仅为 0%和 3%。

图表 11: 国内院线的电影成本较低

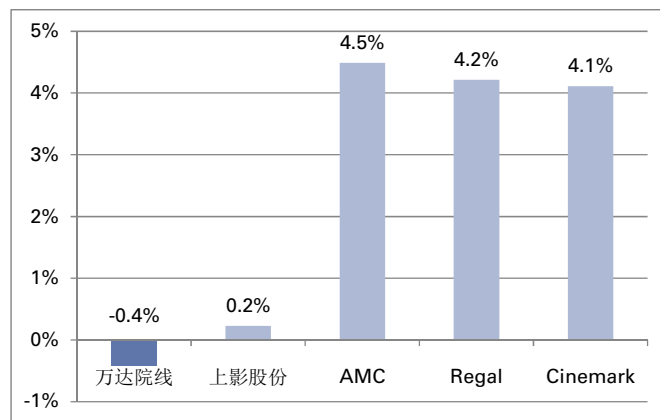
电影放映成本在观影收入中的占比, 2014年



资料来源: 公司数据

图表 12: ...负债较低也使得财务费用较低

财务费用/(收益)在收入中的占比, 2014年

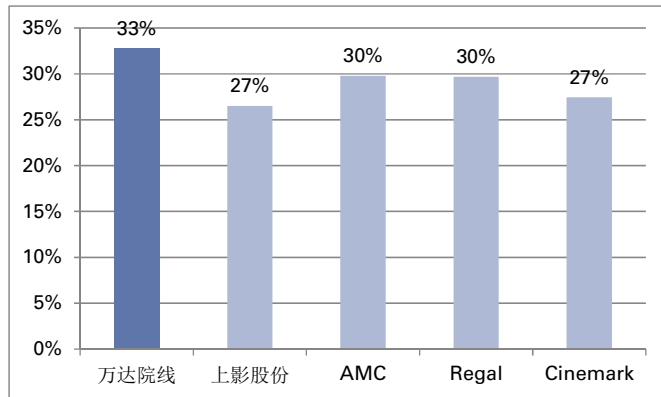


资料来源: 公司数据

其它费用比率与国内和美国院线同业的水平非常接近。所有五家公司的营业费用加销售管理费用的比率均为30%左右, 其中万达处于32%的最高水平。折旧摊销比率也都处于7-8%的区间, 其中上影尤其低, 因为其低成本的电影发行业务占比更高。

图表 13: 各家公司的营业费用率非常接近

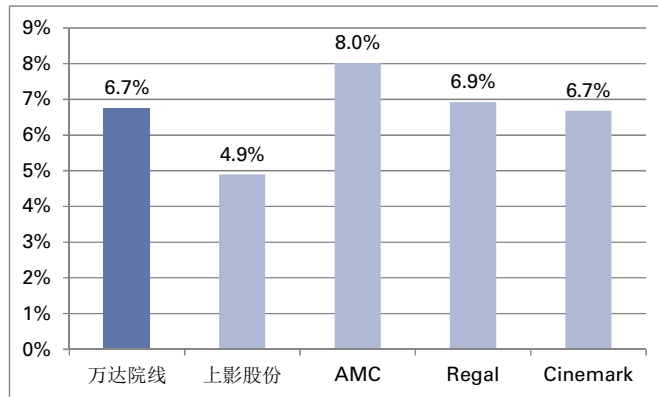
营业费用 + 销售管理费用在收入中的占比



资料来源: 公司数据

图表 14: 折旧摊销比率也处于相同区间

折旧摊销在收入中的占比

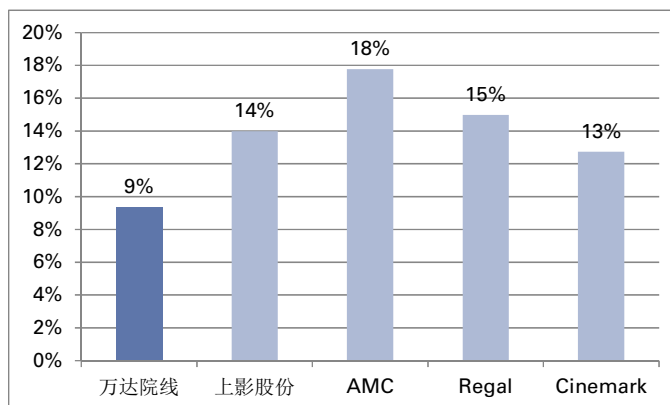


资料来源: 公司数据

万达的租金费用最低

万达的租金费用在同业中处于最低水平, 占比仅为9%, 而同业为13%-18%。这是因为, 万达大多数影院位于万达商业地产的购物中心内部, 后者同为中国房地产巨头王健林所有, 因此万达院线能够从关联方万达商业地产享受到优惠租金。

图表 15: 万达的租金成本低于国内和国际同业
租金费用在电影放映收入中的占比

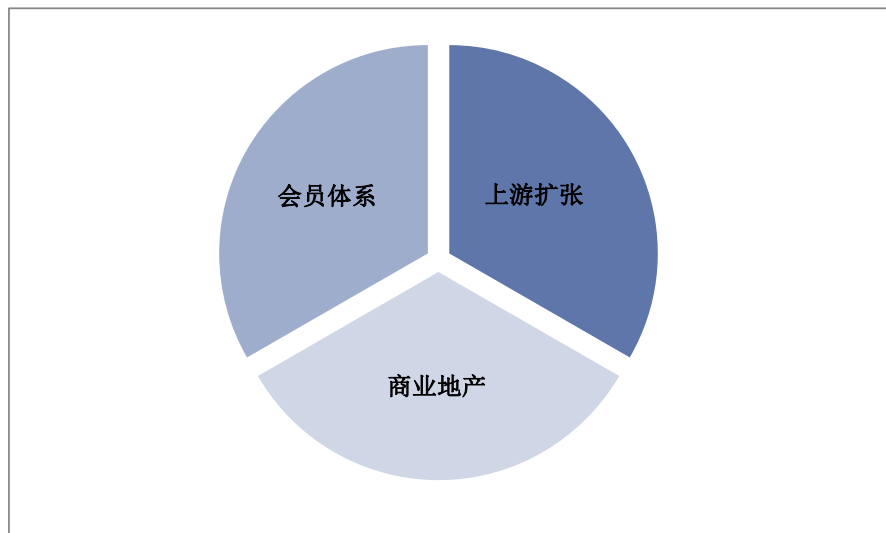


资料来源：公司数据

竞争优势：独特的生态系统

我们认为万达院线已经建立起了非常明显的竞争优势。影院连锁往往高度同质化，因为客户真正在意的是电影本身，通常会选择附近的影院。在这个行业中，万达通过建立起基于下列三大支柱的独特生态系统而获得了差异化优势：商业地产——为快速扩张和有利租金提供了基础；最为庞大的影院会员体系——能够实现货币化；上游扩张——带来了协同效应和新的增长来源。

图表 16: 万达生态系统的三大支柱



资料来源：高华证券研究

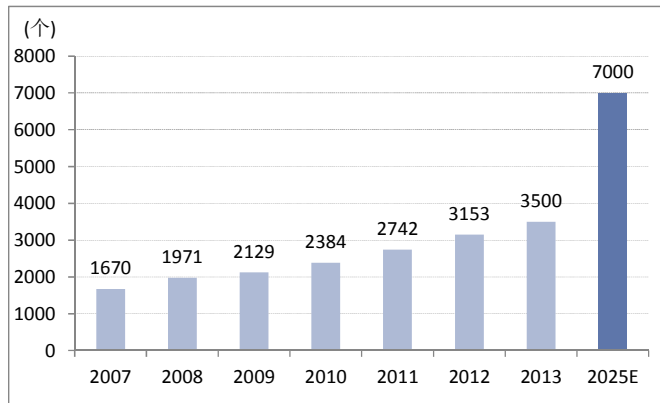
商业地产的扩张拉动影院增长

商业地产开发商在新开购物中心中设置影院是常见的做法。据中国连锁经营协会估算，到2025年国内购物中心将达到7,000个，为2013年时的两倍。这意味着未来将有大量新开电影院。

过去五年中，万达的购物中心数量每年增长 16-30%。万达院线的影院数量增速为 27-37%。截至 2014 年，万达院线超过 60%的影院位于万达广场购物中心内部。这形成了购物中心和影院互惠互利的良性循环，即购物中心扩张令影院数量增长成为可能，而影院的成功反过来为购物中心吸引了更多客源。此外，万达院线也在其它购物中心内寻求影院增长。

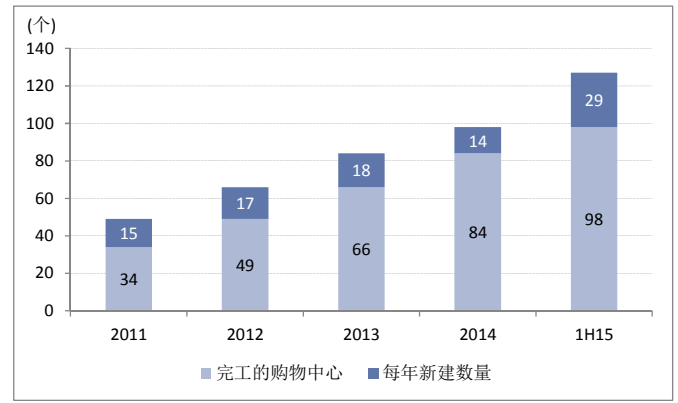
如前所述，与万达广场的合作还使得万达院线的投资成本和租金成本低于同业。

图表 17: 到 2025 年国内购物中心将达到 7,000 个
国内购物中心数量



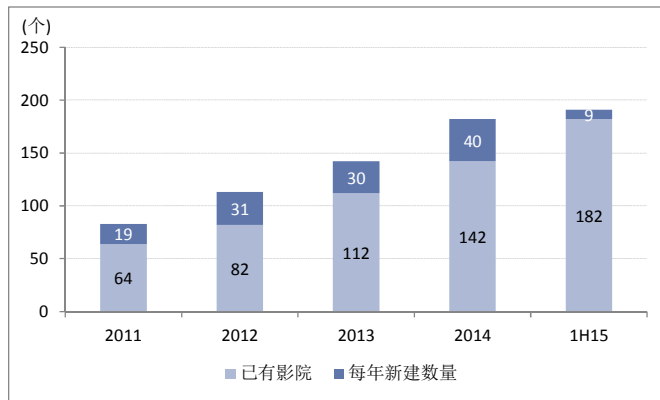
资料来源：中国连锁经营协会、德勤

图表 18: 万达的购物中心迅速扩张
万达购物中心数量



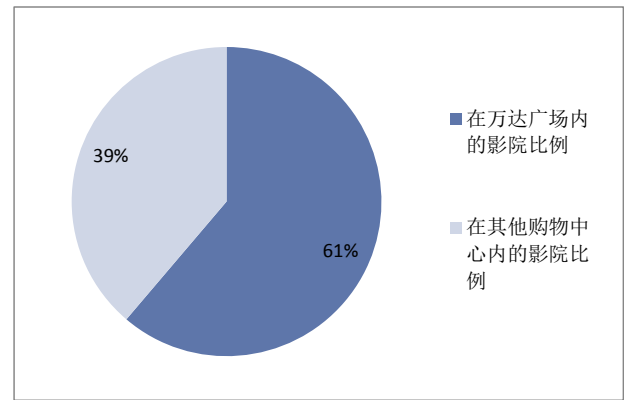
资料来源：公司数据

图表 19: 万达影院的增速
万达影院数量



资料来源：公司数据

图表 20: 大部分影院位于万达广场内
影院占比



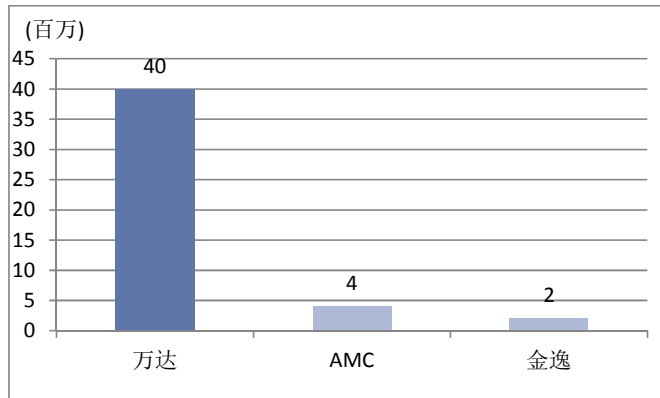
资料来源：公司数据、高华证券研究计算

会员体系：创收潜力可观

万达院线正在积极扩张其会员体系。2015 年上半年，万达会员数量已从 2013 年的 1,100 万增长至 4,000 万，年均复合增速超过 100%。在影院同业中，万达院线的会员规模最为庞大，会员数量为 4,000 万，远高于 AMC 400 万和金逸 200 万的水平。今年上半年，会员对万达院线的收入贡献从 2014 年的 70% 升至 80%。

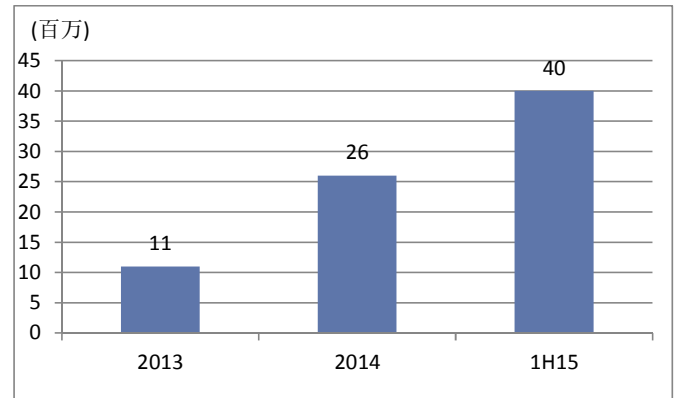
公司披露信息显示，万达院线的持卡会员每年观影 6 次，远高于 0.61 次的全国均值和 2.09 次的一线城市均值。今年上半年，万达院线 80% 的收入来自会员。这表明万达会员具有较高的活跃度和忠诚度。

图表 21: 万达的会员系统最为庞大
会员数量



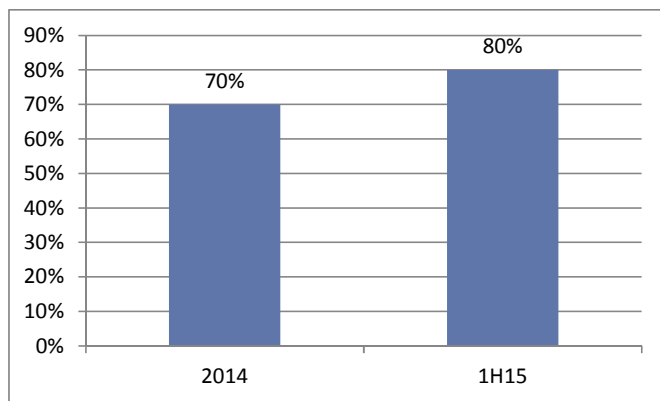
资料来源: 公司数据

图表 22: 万达的会员规模迅速扩大
会员数量



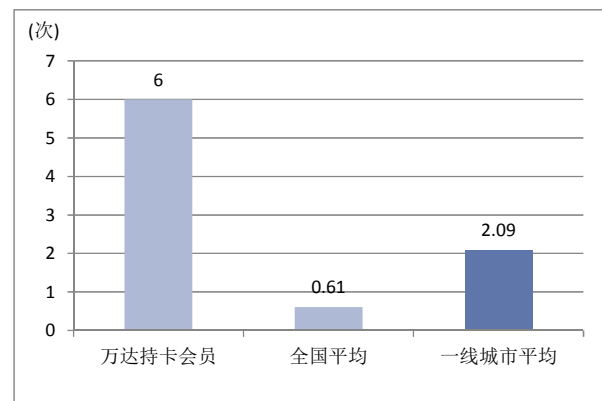
资料来源: 公司数据

图表 23: 会员是主要的收入来源
会员的收入贡献



资料来源: 公司数据

图表 24: 2014年万达持卡会员一年观影次数为6次
人均观影次数

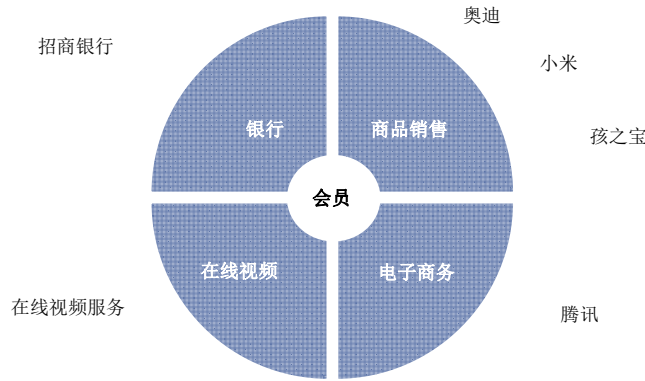


资料来源: 公司数据、中国电影出版社

万达院线可向会员提供折扣、VIP 通道以及明星见面会等服务, 并能够基于会员偏好分析进行定向营销和宣传推广。

这一庞大的会员体系具有深度货币化潜力。万达与不同类型的公司合作, 向会员推广其产品和服务。例如, 公司正在与奥迪、小米和孩之宝等供应商合作推广产品, 并与招商银行合作向会员推广更多折扣并提供更为便捷的支付方式。公司与腾讯合作, 在其移动应用上提供电商链接。公司还与网络视频公司协作, 向会员提供视频流服务, 令其能够在家中以较低费用观看视频和电影。目前这些合作关系都仍处在初期阶段, 但我们认为一旦成熟, 将为万达带来可观收入。

图表 25: 万达正在多个领域实现会员体系的货币化



资料来源: 高华证券研究

继续提升线上战略

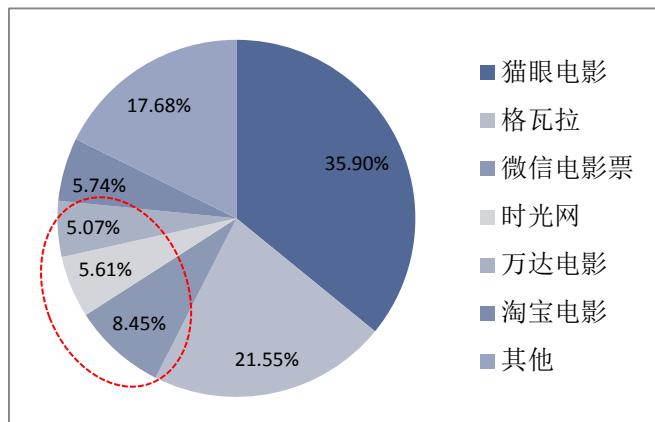
网上购票平台已成为电影产业链上的重要组成部分，其快速发展正在重塑行业格局。首先，由于网上购票更便捷、更便宜，越来越多的观众从网上购买电影票。网上购票平台为客户提供补贴从而吸引更多人群。目前所有补贴均由网上平台支付，因此影院运营商并未受到负面影响。今后如果网上购票平台之间的价格战终结，胜者获得规模优势，则其议价能力将会上升，我们预计网上购票平台将会寻求从院线分得一杯羹。

万达在互联网技术方面一直与时俱进。公司在 2013 年率先面向会员推出了移动应用，网上销售收入贡献从 2012 年的 2.4% 升至 54.5%。今年万达投资了两家网上购票平台：时光网(20%)和微信电影票（包括 QQ 电影票，收购比例未披露）。这两个平台加上万达自己的网上购票平台在网上选座市场上占据了 19% 的份额（图表 26），日活跃用户数量排名第一（图表 27）。

我们认为对网上购票平台的战略性投资将整合万达的线上和线下资源，为其会员提供更好的线上服务，并吸引更多线上会员，从而提升其会员体系并巩固竞争优势。

图表 26: 万达及其投资的两个平台在网上选座市场上占据了 19% 的份额

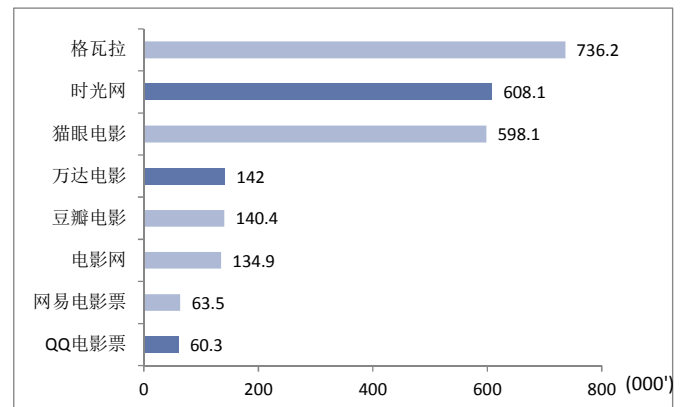
主要网上购票平台的市场份额（按票房计算）



资料来源: 易观

图表 27: ...并拥有庞大的活跃用户群

2015 年一季度主要电影移动应用的日活跃用户数量



资料来源: Bigdata Research

垂直整合创造协同效应和增长来源

2009年，万达集团成立了万达影视传媒，进军电影制作和发行业务。2014年上半年公司实现净利润人民币7,280万元。

2014年，万达院线与其它三家院线（广东大地院线、金逸院线和浙江横店）结盟，成立了一家名为五洲电影发行有限公司的电影发行企业。此举目的在于，基于公司拥有的资源提升其在产业链上的议价能力。2014年这四家院线总共拥有1,076家影院和6,341块银幕，票房市场份额为32.7%。

下表列出了2014年和2015年万达影视传媒和/或五洲电影发行有限公司参与完成的电影，其中多部获得了喜人票房。我们认为万达向上游的整合带来了与其影院业务的协同效应并开拓了新的收入来源。此举还有助于公司成为产业链上的综合企业，并将赢得更多的市场份额。

图表 28: 万达积极进行上游整合

万达影视传媒/五洲电影发行参与完成的电影

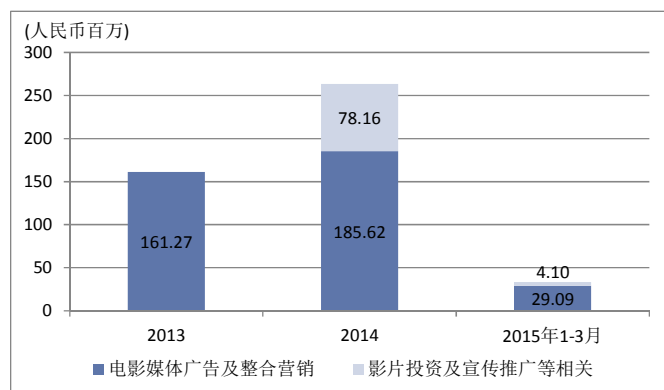
	影片名	票房(Rmb mn)	万达影业角色	五洲发行角色
2015	唐人街探案	NA	独家制作	联合发行
	斗破苍穹	NA	独家制作	NA
	寻龙诀	NA	联合制作	NA
	滚蛋吧！肿瘤君	507.87	联合制作	联合发行
	咱们结婚吧	284.46	联合制作	联合发行
	赤道	209.73	联合制作及联合发行	联合发行
	一路惊喜	69.70	联合制作、独家发行	联合发行
2014	催眠大师	273.76	独家制作	联合发行
	单身男女2	198.61	联合制作及联合发行	联合发行
	北京爱情故事	405.38	联合制作、独家发行	NA
	归来	291.39	联合制作及联合发行	NA
	智取威虎山	881.23	联合制作	联合发行
	白发魔女传之明月天国	389.17	联合制作及联合发行	NA
	一步之遥	514.05	联合制作及联合发行	联合发行

资料来源：艺恩

2015年6月，万达宣布收购慕威时尚100%股权。后者是一家电影营销公司，为电影制作方提供大数据和分析以及电影宣传推广服务，包括植入广告、贴片广告以及宣传推广活动，此外还投资于其所推广的电影。对慕威时尚的收购有望提高万达的选片能力，并有助于为五洲的电影发行业务提供支持。

图表 29: 慕威时尚主要从事电影营销和广告业务

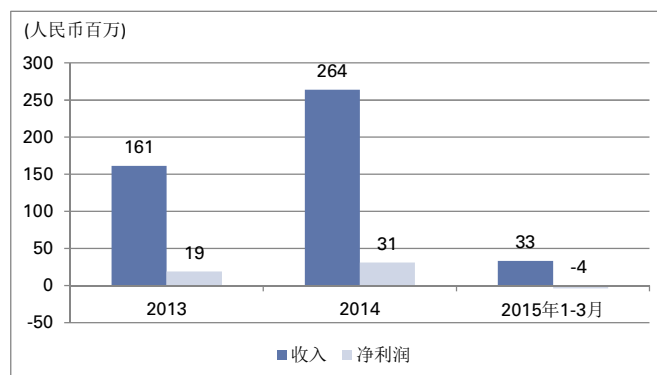
慕威时尚的收入明细



资料来源：公司数据

图表 30: 2014 年收入/净利润强劲增长

慕威时尚以往的收入和净利润表现



资料来源：公司数据

通过并购实现增长：向院线帝国迈进

除内生增长外，万达院线还通过并购积极寻求外部增长。2012年5月，万达院线母公司万达集团收购了美国票房第二大院线 AMC 的控股权。2015年6月，万达院线宣布收购澳大利亚第二大院线、2014年市场份额20%的 Hoyts。公司还宣布收购国内一家地区性院线——重庆世茂影院。

Hoyts 收购价隐含的2014年市盈率为39倍，与 AMC 在美国的估值相似。世茂收购价隐含的市销率为5倍，远低于万达院线20倍的水平。虽然世茂影院仍处于亏损状态，但我们认为万达院线能够成功将之整合到院线体系中来，并凭借万达的品牌认知度和影院管理经验来改善其盈利能力。

进行这些收购后，万达集团的院线总资产（AMC + 万达院线 + Hoyts + 世茂影院）在全球市场中的份额达到7%左右。万达集团董事长王健林曾表示，希望集团到2020年底在全球影院市场中占据20%的份额（2014年12月 iFeng.com 消息）。我们估算，万达院线的票房收入（包括 Hoyts 和世茂影院）将在2020年升至人民币303亿元，在全球市场的份额约为10%。我们认为，若要实现20%的目标，到2020年公司必须通过额外并购来实现人民币180亿元的票房。

图表 31: 万达近期三个并购对象的概况

收购标的	公司介绍	收购比例
Hoyts	澳大利亚电影院线	100%
慕威时尚	电影广告及营销服务商	100%
世茂	国内电影院线	100%

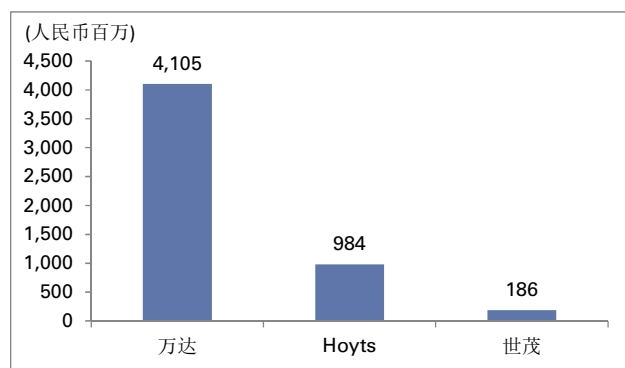
标的	总价 人民币百万元	股份对价	现金对价
Hoyts	2,267	-	2,267
慕威时尚	1,200	840	360
世茂	1,000	1,000	-

标的	2014年收入 人民币百万元	2014年净利润 人民币百万元	2014PE
Hoyts	2,402	58	39
慕威时尚	264	31	39
世茂	219	-5	NA

资料来源：公司数据

图表 32: 万达院线与并购目标的票房比较

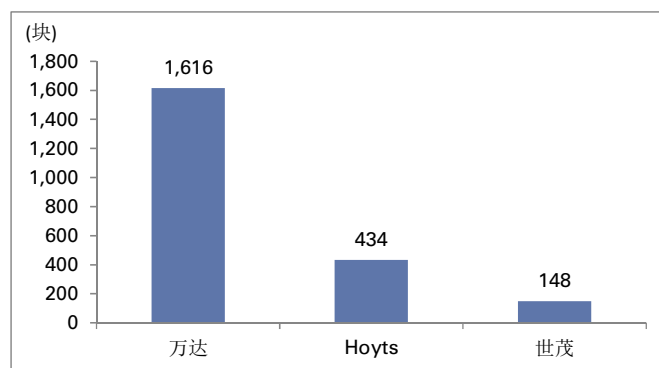
票房（2014年）



资料来源：公司数据

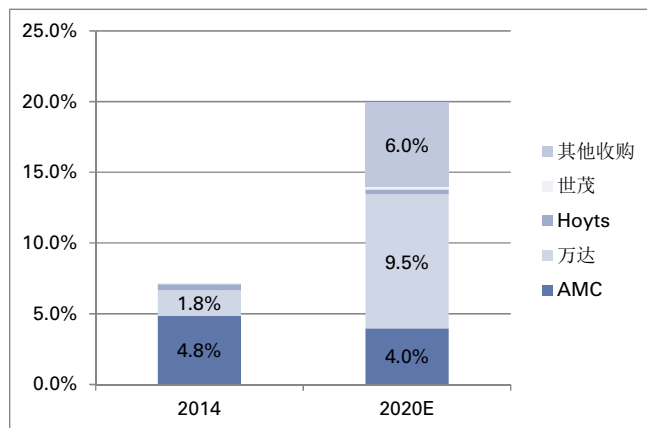
图表 33: 万达院线与并购目标的银幕数量比较

银幕数量（2014年）



资料来源：公司数据

图表 34: 我们预计, 万达院线若要在 2020 年在全球票房中占据 20%的份额, 还需要进行更多并购
在全球总票房中的占比



资料来源: 公司数据、高华证券研究

估值: 基于 EV/EBITDA 的 12 个月目标价为人民币 133 元

我们使用长期贴现估值法, 因为我们认为这种方法能够更好地捕捉公司在快速增长的中国电影行业中的增长势头。我们对 2024 年预期 EBITDA 应用 15 倍的退出 EV/EBITDA 倍数, 并以 9.4% 的股权成本贴现回 2016 年。我们 15 倍的 EV/EBITDA 倍数基于 IMAX Corporation 和 CJ CGV 以往的一年均值得出, 这两家公司的增长走势与万达院线较为相似 (万达 2022-24 年预期 EBITDA 增速为 11%-17%, 而 IMAX Corp 和 CJ CGV 的 2015-17 年预期分别为 16%和 21%)。

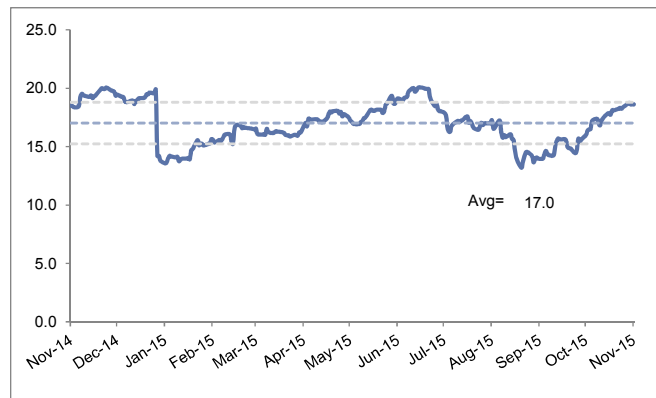
图表 35: 我们采用长期贴现估值法得出目标价格为人民币 133 元

万达院线的 EBITDA 估值表

EV/EBITDA 估值	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBITDA	3,410	4,649	6,296	8,243	10,691	12,835	15,035	16,981	18,857
		36%	35%	31%	30%	20%	17%	13%	11%
EV/EBITDA 目标倍数									15.0
公司价值									282,850
加: 现金	2,334								29,040
股权价值 (2020E, 人民币百万元)									311,890
股权成本									9.4%
股权价值 (12个月目标, 人民币百万元)	152,007								
股份数量	1,145								
目标价 (12个月)	132.77								
隐含PE	69								
隐含EV/EBITDA	45								
现价 (人民币)	105.00								
上行/下行空间	26%								

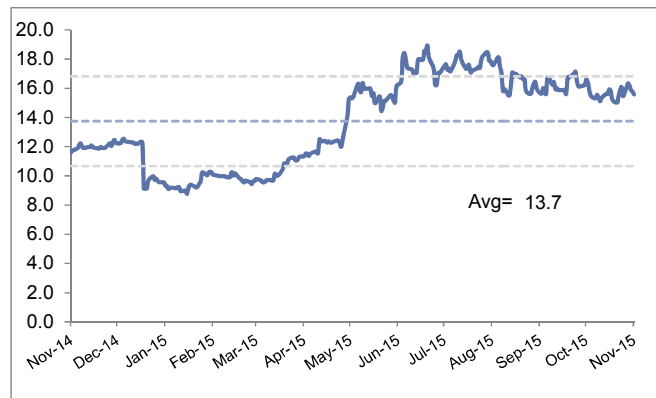
资料来源: 高华证券研究

图表 36: IMAX Corp 的历史 EV/EBITDA 为 17 倍
IMAX Corp 的 EV/EBITDA



资料来源: 彭博

图表 37: CJ CGV 的历史 EV/EBITDA 为 14 倍
CJ CGV 的 EV/EBITDA



资料来源: 彭博

我们用贴现现金流估值法对目标价格进行了交叉验证, 结果与 EV/EBITDA 估值相一致。

图表 38: 贴现现金流估值法得出的估值为人民币 127.6 元/股
贴现现金流估值的主要输入数据

WACC 计算		DCF 结果总结	
股权部分		公司价值 (人民币百万)	143,813
股权市场溢价	6.5%	净负债 (人民币百万)	(2,334)
无风险利率	3.0%	少数股东权益 (人民币百万)	7
Beta	0.98	公允价值 (人民币百万)	146,140
股权成本	9.4%	股份总数	1,145
债权部分		每股价格 (人民币)	127.6
债券成本	5.0%	DCF 价格 (人民币)	127.6
税率	24.1%		
税后债权成本	3.8%		
债务/股东权益长期目标	20%		
WACC	8.3%		
永续增长率	3.0%		

资料来源: 高华证券研究

我们还用国内和国际可比公司进行了交叉验证。万达院线的 2016 年预期 EV/EBITDA 为 34 倍, 与国内同业 32 倍的均值相一致。万达的 2016 年预期市盈率为 55 倍, 高于 41 倍的同业均值, 因为万达的折旧和摊销较高、盈利较低。万达院线的估值倍数高于国际同业, 因为其增速快于后者 (EBITDA 年均复合增速为 55%, 而国际同业为 19%)。

图表 39: 可比公司估值表

代码及公司名称	市值 百万美元	股价	股价单位	GS Rating	P/E			EV/EBITDA			ROE			NP CAGR 2015-17E	EBITDA CAGR 2015-17E
					2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E		
300027.SZ 华谊兄弟	7,417	37	Rmb	RS	38	30	24	34	25	19	22%	25%	28%	12%	32%
300251.SZ 光线传媒	6,517	28	Rmb	Sell	75	52	39	59	44	32	11%	11%	14%	20%	35%
1970.HK IMAX China	2,293	50	HKD	Neutral	NA	40	32	46	26	21	NA	43%	42%	NA	46%
国内影视/影院公司平均					57	41	32	46	32	24	17%	26%	28%	16%	38%
IMAX IMAX Corp.	2,688	38	USD	Neutral	38	32	27	19	16	14	15%	15%	16%	14%	16%
CJ CGV CJ CGV	2,193	120,500	KRW	NC	44	36	27	17	14	12	14%	15%	17%	27%	21%
国际院线公司平均					41	34	27	18	15	13	14%	15%	16%	21%	19%
002739.SZ 万达院线	19,322	105	Rmb	Buy	97	55	41	60	34	25	31%	39%	41%	33%	55%
平均					38	31	25	27	20	16	11%	16%	17%	14%	23%

资料来源: 彭博(CJ CGV)、高华证券研究 (IMAX 中国、华谊兄弟、光线传媒)、高盛全球投资研究(IMAX Corp)

主要风险

票房增长/影院扩张慢于预期

我们的预测基于中国电影行业在 2014 年至 2020 年间年均复合增长 24% 的假设。我们还预计, 万达院线将实现略高于市场的增速, 市场份额将从 2014 年的 14.2% 升至 2020 年的 25%, 主要受到影院扩张速度快于整体市场的推动 (2014-2020 年年均复合增速为 30%, 而市场增速预计为 21%)。不过, 如果中国电影行业增速放缓并低于我们的预期增速、或万达院线的影院数量增速慢于我们的预期, 则票房将受到影响而且市场份额不会大幅增长。

并购执行风险

万达院线刚刚完成了对 Hoyts 和重庆世茂影院的收购, 我们预计今后公司还将继续收购其它院线。然而, 对更多院线的并购可能会面临着反垄断调查。文化差异也可能阻碍万达对澳洲院线 Hoyts 的整合。如果并购整合未获成功, 则万达院线的收入和利润将受到影响。此外, 重庆世茂影院当前处于亏损状态, 万达能否将其扭亏为盈仍有待观望。

信息披露附录

申明

本人, 廖绪发, CFA, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外, 本人薪金的任何部分不与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成, 以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化, 但标准方法如下:

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较, 如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总, 如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算, 如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库, 它可以用于对单一公司的深入分析, 或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析: 现金投资的现金回报、行业地位和管理水平(公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性)。

信息披露

相关的股票研究范围

廖绪发, CFA: 中国传媒业、中国食品及饮料行业。

中国食品及饮料行业: 古井贡酒、洋河股份、贵州茅台、泸州老窖、青青稞酒、山西汾酒、五粮液。

中国传媒业: 光线传媒、歌华有线、华录百纳、蓝色光标、博瑞传播、中南传媒、省广股份、奥飞动漫、华谊兄弟、IMAX 中国、凤凰传媒、乐视网、东方明珠、掌趣科技、万达院线、华策影视。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司(“高盛高华”)与北京高华证券有限责任公司(“高华证券”)投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露: 万达院线 (Rmb97.99)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出: 分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单; 但是, 在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报: 代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级: 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A):** 未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N):** 未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C):** 未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR): 在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS):** 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS):** 我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC):** 我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA):** 此资料不存在或不适用。**无意义(NM):** 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构, 从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2015 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。