

万达院线 (002739)

院线龙头地位巩固，非票房收入增速明显，构筑国际化电影泛娱乐生态 买入 (首次)

2016年9月5日

首席证券分析师 张良卫
执业资格证书号码: S0600516070001
zhanglw@dwzq.com.cn
021-60199740

研究助理 唐思思
执业资格证书号码: S0600116070033
tangss@dwzq.com.cn
021-60199792

盈利及估值重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入 (百万元)	8000.73	12375.72	16773.33	22670.2
(+/-) (%)	49.85	54.68	35.53	35.16
净利润 (百万元)	1185.83	1677.67	2670.75	3901.94
(+/-) (%)	48.05	41.48	59.19	46.10
EPS (元)	1.01	1.43	2.27	3.32
P/E	118.83	50.07	31.46	21.53

投资要点

■ **受益于电影产业发展红利，作为行业龙头的万达院线票房收入稳健增长。**内地电影票房增长速度虽然有放缓趋势，但增长速度仍旧处于较高水平，受益于行业的高速发展，万达院线在票房收入稳健上升，并远远领先全国同类企业。票房、观影人次和市场份额已连续七年稳居全国第一。

■ **外延并购打造电影生态圈，国内国外双头并进。**万达院线先后并购时光网、慕威时尚，未来有望完成万达影视、传奇影业、互爱互动和五洲发行的重组，实现电影产业全链布局，打造了“策划投拍—宣传发行—场景消费”完整生态系统。公司在海外并购了澳洲第二大影院连锁 Hoyts，积极推动“走出去”战略，初步实现电影产业全链实现、国内国外同时创收的局面。

■ **“会员+”战略助力多轮次变现，非票房收入为业绩亮点。**截止2016年6月，万达拥有超过6000万会员，活跃度超过40%，透过并购时光网和自创品牌“衍生π”，积极推动衍生品市场。此外，通过构建影游联动、VR体验，积极打造闭合生态圈，推动非票房收入业务的变现。在“会员+”战略的加持下，透过多轮变现，打造未来业绩增长新亮点。

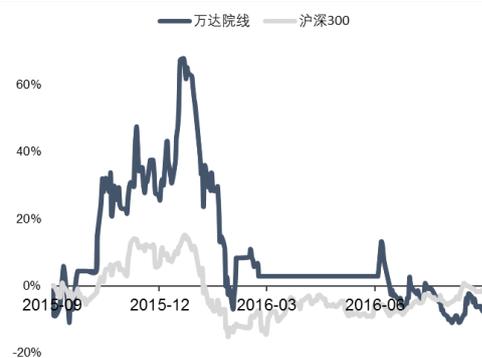
投资建议

电影产业高速发展，衍生品市场日益火爆，公司具有行业龙头的规模优势，已初步实现以院线为主导的产业链上下游全覆盖，形成全产业链创收的电影生态圈，预计16-18年EPS分别为1.43, 2.27, 3.32元，对应PE为50.07, 31.26, 21.53，看好公司长期发展前景，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

并购标的整合不力，业绩表现不如预期
版权保护环境、盗版等影响公司业绩

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	71.64
一年最低价/最高价	139.03/68.21
市净率 (倍)	8.64
流通 A 股市值 (亿元)	291

基础数据

每股净资产 (元)	1.12
资本负债率 (%)	38.34%
总股本 (百万股)	1174
流通 A 股 (百万股)	40.6

相关研究

目录

1. 院线龙头地位巩固，票房收入稳健增长.....	4
1.1. 享行业发展红利，龙头地位加固.....	4
1.2. 国内国外双布局，票房收入持续看好.....	5
2. 外延并购打通产业链，助力电影场景消费搭建..	7
2.1. 逐步切入电影制作，助力打通全产业链.....	7
2.2. 收购慕威时尚连通电影宣传，产生协同效应.....	10
2.3. 并购时光网助力线上票务与衍生品业务.....	11
2.4. 整合优质资源，实现电影消费全场景变现.....	12
3. 积极打造电影生态圈，非票房收入成新亮点....	13
3.1. A股上市显实力，电影生态圈已初成.....	13
3.2. 推动“会员+”战略，非票房创收亮眼.....	14

图表目录

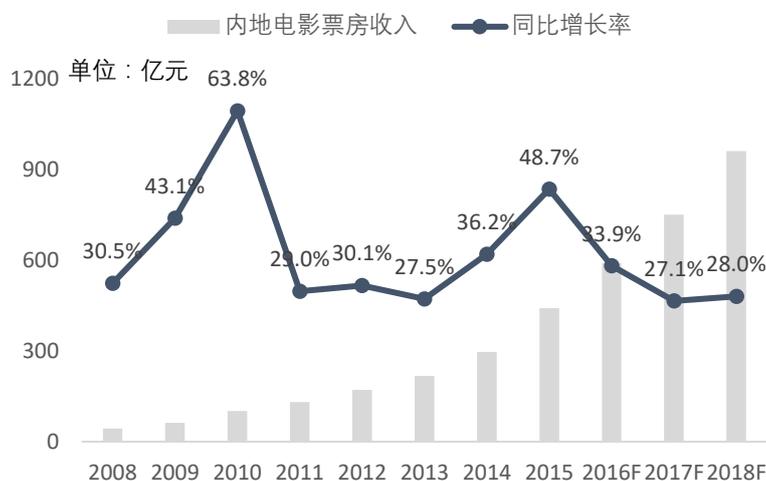
图表 1: 内地电影票房长年保持高速增长.....	4
图表 2: 我国观影人次高速增长	4
图表 3: 电影票房分账比例.....	5
图表 4: 万达院线 2015 年收入行业第一.....	5
图表 5: Hoyts 影院票房收入行业排名第二	6
图表 6: Hoyts 影院广告营收市场占有率近 7 成.....	6
图表 7: 院线与影院关系分为三类.....	6
图表 8: 万达票房收入持续增长.....	7
图表 9: 万达影视部分电影票房情况	8
图表 10: 传奇影业部分参投电影情况	9
图表 11: 互爱互动主要游戏基本情况.....	10
图表 12: 慕威时尚主营业务情况.....	11
图表 13: 慕威时尚大数据系统 FilmBI 应用情况.....	11
图表 14: 时光网商业模式.....	12
图表 14: 万达城市英雄争霸赛赛程规划.....	13
图表 15: 万达电影产业布局情况.....	14
图表 16: 传统电影产业链将转向闭合生态链	15
图表 17: 万达卖品收入快速增长.....	15
图表 18: 万达院线 2016 前三季度预期利润	16

1. 院线龙头地位巩固，票房收入稳健增长

1.1. 享行业发展红利，龙头地位加固

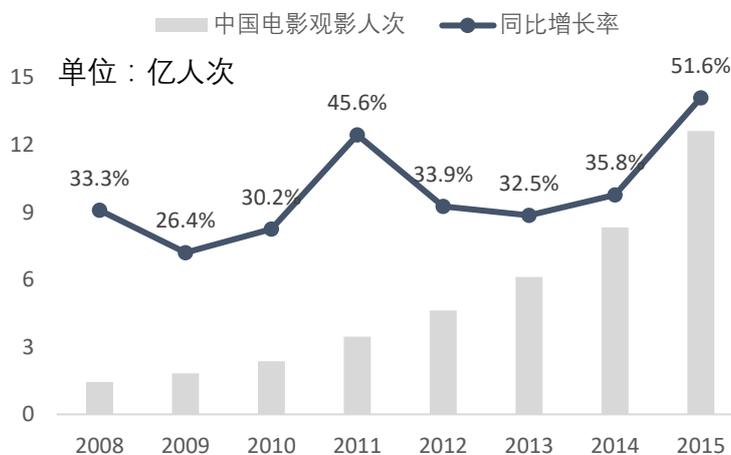
电影产业持续高走，未来市场行情看好。当前国内电影票房市场一直保持高速增长，2015 年观影人次同比增长 51.6%，达到 12.6 亿次，内地电影票房收入增长率达到 48.7%，并首次突破 400 亿大关，实现全年票房收入 440.7 亿元。然而全国人均年度观影次数却只有 1 次，即使是全国排名第一的北京市，其人均观影次数也只有 3.3 次，远落后于韩国的 4.1 次。随着产业的进一步完善和人均观影人次的增长，电影产业将继续保持高速增长，根据易观智库估计，到 2018 年我国内地电影票房收入将达到 960 亿元，行业前景看好。

图表 1：内地电影票房长年保持高速增长



资料来源：易观智库、东吴证券研究所

图表 2：我国观影人次高速增长



资料来源：易观智库、东吴证券研究所

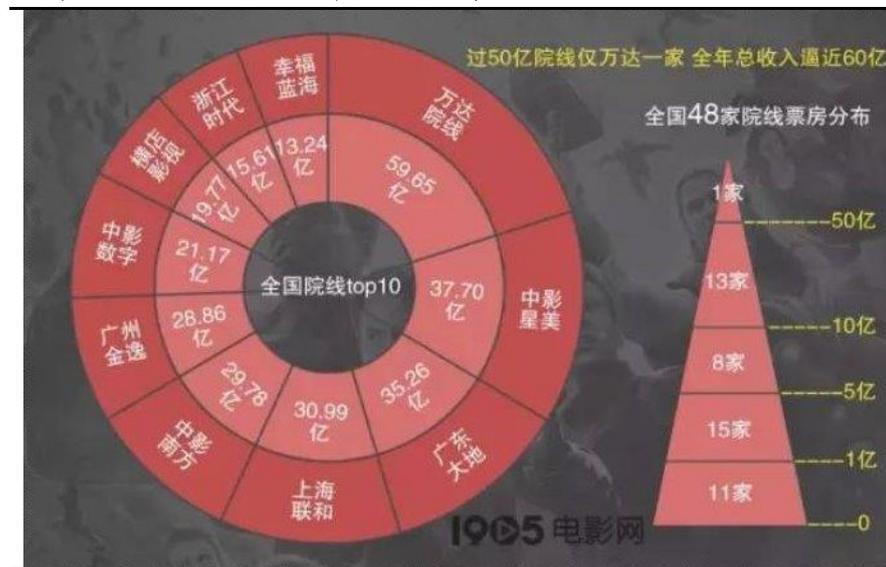
影院收割过半票房收入，万达行业龙头地位巩固。电影产业一般按照预先确定好的分账比例对票房进行切分，其中 50% 以上的票房净收入归于影院，类似万达院线这类院线和影院同属一家的企业，最少能分到电影票房净收入的 55%。截止 2015 年底，万达院线全年境内总收入逼近 60 亿元，是全国唯一一家收入过 50 亿的影院公司，其票房、观影人次和市场份额已连续七年稳居全国第一。

图表 3：电影票房分账比例

	制片商	发行商	院线	影院
净票房收入分账比例	38%—43%	4%—6%	5%—7%	50%—52%

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 4：万达院线 2015 年收入行业第一



资料来源：1905 电影网，东吴证券研究所

1.2. 国内国外双布局，票房收入持续看好

影院业务持续扩张，国内国外起头并发。万达在影院建设上持续发力，2016 年 1—8 月，公司累计票房 53.52 亿元，同比增长 31.4%，累计观影人次 13075 万人次，同比增长 36%。截止 2016 年 8 月底，公司拥有已开业影院 335 家，2928 块银幕。

在国内，公司一方面加快自有影城建设，并连续并购了大连奥纳、广东厚品登公司，另一方面，公司积极与知名地产开发企业发展战略合作，从而增加影城数量，提高市场占有率。在海外，公司先后并购美国第二大院线 AMC 和澳洲第二大连锁影院 Hoyts，从而成功进军美国、澳洲和新西兰院线市场，国际化战略意图明显。

Hoyts 百年历史深植澳洲，整体实力强劲。成立于 1908 年的 Hoyts 影院至今有超过百年的历史，在澳洲具有非常高的知名度。2014 年底公

司会员突破 2600 万，成为全球最大的电影会员俱乐部，其中忠诚会员数量达 48.6 万人，占比为 18.5%。Hoyts 连续多年票房收入在行业内排名第二，旗下的 Val Morgan 拥有广阔的影院广告上的业务资源，与当地各主要影院都签订了长期的排他性合作协议，有较高的市场占有率，覆盖了约 390 家影院

图表 5: Hoyts 影院票房收入行业排名第二

年份	2012 年	2013 年	2014 年
市场占有率	20.61%	20.44%	19.70%
排名	2	2	2

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6: Hoyts 影院广告营收市场占有率近 7 成

年份	2013 年	2014 年
市场占有率	78%	69%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

纯资产联接把控影院，追求高品质观影服务。万达作为国内院线龙头，旗下影院全部为院线所有，透过纯资产联结有力保证了院线与影院的统一运营，该模式也是国外院线普遍采用的模式。万达已与加拿大 IMAX 公司达成战略合作，截止 2015 年末已投入运营的 IMAX 银幕合计 146 块，是国内拥有 IMAX 银幕最多的院线，并自主研发了领先的电影放映工艺技术 X-land 巨幕，确保公司放映技术处于世界领先地位。

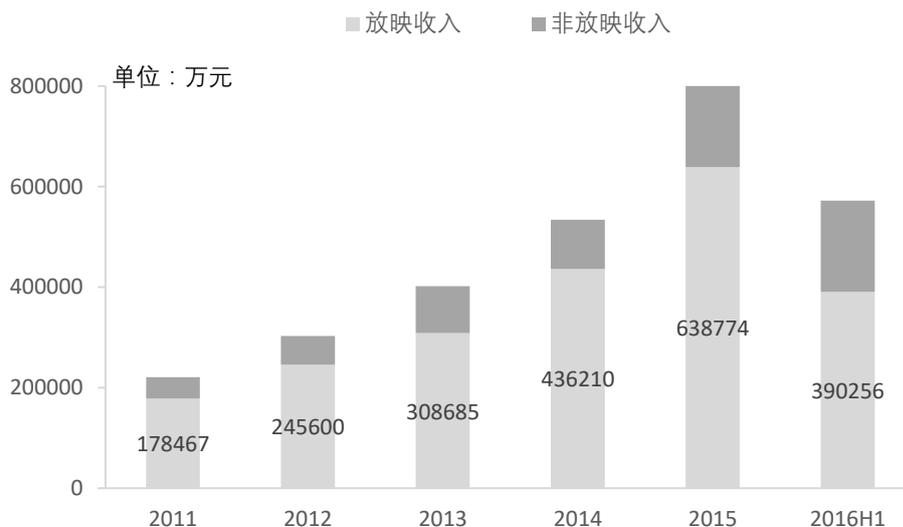
图表 7: 院线与影院关系分为三类

经营模式	院线与旗下影院的关系	代表院线	特点
纯资产联结	影院由院线直接投资兴建，影院资产归院线所有	万达院线	依托资产联结模式，院线能够以资本和供片为纽带，实现对旗下影院的统一品牌、统一建设、统一管理、统一排片。国外院线普遍采取此模式
以资产联结为主，加盟为辅	旗下大部分影院由院线直接投资，影院资产归院线所有，但同时也鼓励加盟影院的进驻	广州金逸珠江、广东大地	在自有影院中能够实现统一经营和管理，但不能实现全院线在各方面的统一 ⁶
签约加盟为主，资产联结为辅	旗下大部分影院和院线没有资产从属关系，只是以签约形式加入院线	中影星美、北京新影联、上海联和	以供片为纽带，实现统一排片，但不能完全实现统一品牌、统一经营和管理。是我国特有的院线形态 ⁷

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

打造优质品牌，票房收入持续增长。万达凭借领先的放映技术和高品质的观影服务，迅速在国内打造了“万达院线”、“万达电影城”品牌，受到了消费者的好评。**2015 年，公司观影人次 1.5 亿人次，会员数量突破 5000 万**，显示出观众对公司品质的肯定。公司的票房收入也随着品牌的建立和国内电影市场的繁荣而快速增长。2015 年全球票房业务的收入突破 60 亿元，继续领先国内主流院线。

图表 8: 万达票房收入持续增长



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 外延并购打通产业链，助力电影场景消费搭建

2.1. 逐步切入电影制作，助力打通全产业链

万达影视实力雄厚，包含有民营影视制作排名第一的万达影视、国内民营电影发行第一的五洲发行、好莱坞领先的传奇影业和实力强劲的游戏公司互爱互动。万达影视 2015 年投拍影片票房总计 61.5 亿元，位列民营影视公司第一，其实力雄厚并拥有丰富 IP 资源，包括《鬼吹灯》系列小说、《斗破苍穹》等的影视改编权，其中 2015 年改编《鬼吹灯》的《寻龙诀》票房超过 16 亿元，IP 改编的前景看好。

图表 9: 万达影视部分电影票房情况

项目	上映日期	票房 (万元)	万达影业投资及 收益比例
寻龙诀	2015/12/18	168214	50%
唐人街探案	2015/12/31	82339	50%
滚蛋吧！肿瘤君	2015/8/13	51103	51%
北京爱情故事	2014/2/14	40554	50%
催眠大师	2014/4/25	27389	100%
警察故事 2013	2013/12/24	53439	62.5%
火锅英雄	2016/4/1	37053	30%
夏洛特烦恼	2015/9/30	144148	10%
煎饼侠	2015/7/17	116016	10%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

位列全国民营发行第一的五洲发行 2015 年所发行影片总票房 67.5 亿，传奇影业则有着丰富的好莱坞大片参与经验，先后参与过《侏罗纪世界》、《蝙蝠侠》、《盗梦空间》、《星际穿越》等大片，与环球影业、华纳兄弟和派拉蒙等有过合作。目前，传奇影业积累了丰富的优质电影资源，奠定了电影产品系列开发的基础，包括有《环太平洋》、《哥斯拉》、《魔兽》等具备开发的优质电影资源。传奇影业在长期与好莱坞顶级公司的合作和自身探索中，积累了丰富的主力大片运作经验，已经具备面向全球发行超级大片的开发和制作能力。2016 年传奇影业主导的《魔兽》全球上映，在国内获得了 14.7 亿人民币，目前《魔兽 2》也已确定立项。

图表 10: 传奇影业部分参投电影情况

项目	上映日期	票房 (亿美元)	主要 合作方	收益 比例
侏罗纪世界	2015/6/12	16.1	环球影业	25%
蝙蝠侠: 黑暗骑士崛起	2012/7/20	10.9	华纳兄弟	25%
蝙蝠侠:黑暗骑士	2008/7/18	10.1	华纳兄弟	50%
盗梦空间	2010/7/16	8.2	华纳兄弟	50%
星际穿越	2014/11/7	6.8	派拉蒙、 华纳兄弟	25%
超人:钢铁之躯	2013/6/14	6.7	华纳兄弟	50%
宿醉 2	2011/5/26	5.9	华纳兄弟	50%
哥斯拉	2014/5/16	5.4	华纳兄弟	75%
诸神之战	2010/4/2	5	华纳兄弟	50%
宿醉 2	2009/6/5	4.7	华纳兄弟	50%
300 斯巴达勇士	2007/3/9	4.6	华纳兄弟	32.5%
环太平洋	2013/7/12	4.2	华纳兄弟	75%
超人归来	2006/6/28	3.9	华纳兄弟	50%
蝙蝠侠:侠影之谜	2005/6/15	3.7	华纳兄弟	50%
宿醉 3	2013/5/23	3.6	华纳兄弟	50%
300 勇士: 帝国崛起	2014/3/7	3.4	华纳兄弟	50%
诸神之怒	2012/3/20	3.1	华纳兄弟	50%
史前一万年	2008/3/8	2.7	华纳兄弟	50%
德古拉元年	2014-10-10-	2.2	环球影业	47.5%
冲出康普顿	2015/8/14	2.1	环球影业	47.5%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

“影游联动”是行业发展趋势, 积极搭建场景消费。互爱互动在游戏领域实力突出, 竞争优势明显, 当前重点发行网页及移动 RPG、单机动作类、卡牌、SLG、体育等类别游戏, 实现从 PC 端到手机端的全平台覆盖。其 2011 年推出的《胡莱三国》在苹果应用商店排行榜上排名第一, 2013 年上线的《斩仙》截止当前总流水超过 10 亿元, 2014 年上线的首款修仙手游《全民斩仙》最高月流水突破 5300 万, 2015 年推出的《中超风云》在体育游戏中排名第一, 同年推出的《火柴人联盟》成为 2015 年单机新品收入最高的游戏。通过与 360、百度、UC、腾讯等上百家渠道的合作, 互爱互动覆盖超过 95% 的安卓用户。

图表 11: 互爱互动主要游戏基本情况

游戏名称	类型	公测日期	发行平台	题材	截止 16 年 2 月共注册用户 (万人)	16 年 2 月活跃用户 (万人)	16 年 2 月付费用户 (万人)	16 年 2 月流水 (万元)
胡莱三国	网页游戏	2011.3	腾讯	三国	21878.39	82.83	0.73	155.91
斩仙	网页游戏	2012.11	腾讯	仙侠	5532.46	41.88	1.29	955.54
梵天	网页游戏	2014.2	腾讯	仙侠	3156.69	14.39	0.74	303.6
龙破九天	网页游戏	2014.1	YY	仙侠	2805.68	19.21	3.08	197.96
全民斩仙	移动网络游戏	2014.3	安卓、IOS	仙侠	1069.47	17.53	1.32	938.45
新神曲	移动网络游戏	2013.12	安卓、IOS	西方魔幻	1466.57	22.19	1.74	890.08
火柴人联盟	移动网络游戏	2015.4	安卓	魔幻	4643.17	662.99	40.94	769.2
中超风云	移动网络游戏	2015.12	安卓、IOS	体育	144.14	31.93	3.1	1149.27

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 收购慕威时尚连通电影宣传, 产生协同效应

慕威时尚主业与万达院线互补, 强强联合将产生协同优势。慕威时尚主业包括电影实时大数据应用、好莱坞影片投资和宣传推广以及电影媒体广告整合营销, 业务涉及电影产业上游投资、中游影院放映与下游宣传, 对以院线放映为主业万达院线形成良好互补。万达院线将进一步拓展好莱坞业务资源、“走出去”战略迈出新的一步; 同时利用慕威时尚的大数据决策系统 (FilmBI) 将有助于万达院线优化拍片, 广告资源和挖掘观影客户资源的能力将得到增强。

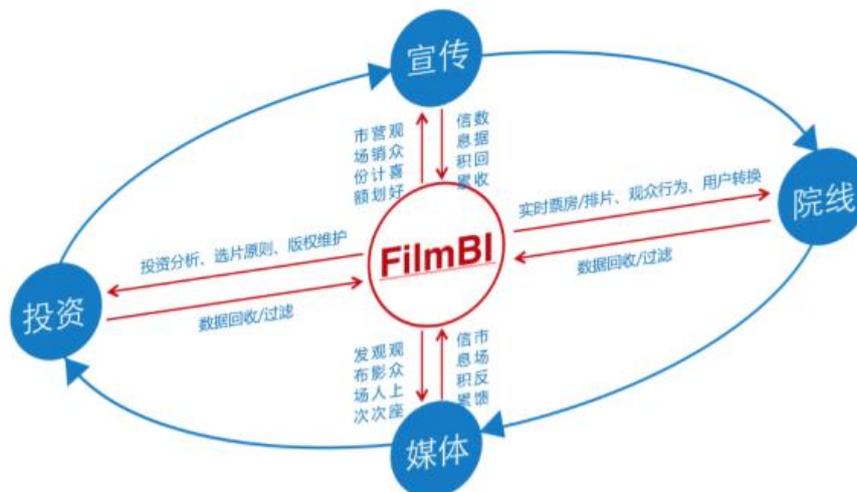
图表 12: 慕威时尚主营业务情况

业务类型	业务服务内容	主要客户或服务领域
电影实时大数据应用	为电影制片公司、发行方、院线公司等电影行业用户提供可视化数据分析辅助决策，帮助其提升票房收入及相关业务收益。	电影院线公司、电影行业用户、公司自身业务决策运营
好莱坞影片投资和宣传推广	参与好莱坞影片制作的投资，同时协助相关影片在中国地区宣传推广工作。	好莱坞电影公司及其影片
电影媒体广告整合营销	帮助广告客户利用电影媒体进行品牌或产品宣传，主要途径包括但不限于，电影植入广告、贴片广告、广告品牌与电影进行联合推广、影院阵地线上及线下活动等。	品牌广告客户

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2014 年慕威时尚参与投资与宣传推广的《变形金刚 4》、《星际穿越》、《忍者神龟》在内地分别获得 19.79 亿、7.39 亿和 3.85 亿元票房，占据当年总票房的 11%，进口票房的 23%。2015 年慕威时尚参与投资了《终结者 5》、《碟中谍 5》等好莱坞大片，并参与到中国地区的宣传推广公司。慕威时尚已通过独特的数据化营销奠定了进口好莱坞影片推广领域的领先地位。根据协议，慕威时尚 2015、2016 年年度利润分别不低于 6000 万、7800 万，否则将对公司予以补偿。2015 年慕威时尚实现承诺，业绩达到 6788 万元，预计 2016 年的业绩承诺也将如期实现。

图表 13: 慕威时尚大数据系统 FilmBI 应用情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 并购时光网助力线上票务与衍生品业务

并购时光网助力万达院线线上票务布局。万达院线积极推动 O2O 模式，一方面通过投资微票儿抢占线上市场，另一方面万达手机客户端和 WAP 网站同步上线。时光网 2016 年第一季度活跃用户有 0.28 亿人，通过与万达强强联合，其在线售票业务规模将得到扩大，而万达自身的 O2O 布局也将得到进一步完善。

时光网将加速万达衍生品业务发展，完善衍生品线上线下布局。时光网在衍生品业务上布局完善，已经组建了自己的产品设计/生产团队，搭建了 B2C、B2B 商城平台和建立起了仓储物流。目前，时光网获得了迪士尼、漫威、DC、环球等多家品牌的正版衍生品授权。而万达自立的“衍生π”于 2015 年 12 月发布，与孩之宝、ZINC 中国、SNAPCO 等大型知识产权品牌建立战略合作关系，全年 4 家影院卖品销售额突破 1000 万元，使得费票房收入进一步提高。通过并购时光网将有助于万达完善衍生品业务线上线下布局，实现优势互补。

图表 14: 时光网商业模式



资料来源：易观智库，东吴证券研究所

2.4. 整合优质资源，实现电影消费全场景变现

紧随潮流，整合资源，积极试点万达影城 2.0。在 2.0 时代，万达院线迎合消费者需求，增加了更多交互、开放、娱乐的元素，促使其向移动社交互动性转化。2016 年，万达将提供 4D 观影体验，APP 增加约吧功能服务社交需求，并和腾讯签署战略合作协议，在院线内提供腾讯游戏体验，加大 VR 体验投入，并提供更多的电影相关衍生品。在 2.0 时代，万达通过积极谋篇场景消费，追求“等待也应像电影一样精彩”。

万达 2015 年举办《英雄联盟》城市英雄争霸赛“万达院线外卡赛”，通过打造线下游戏体验和消费场景，使得共有近五千名选手报名，观赛人数 11000 人，上座率高达 80%。

图表 15: 万达城市英雄争霸赛赛程规划



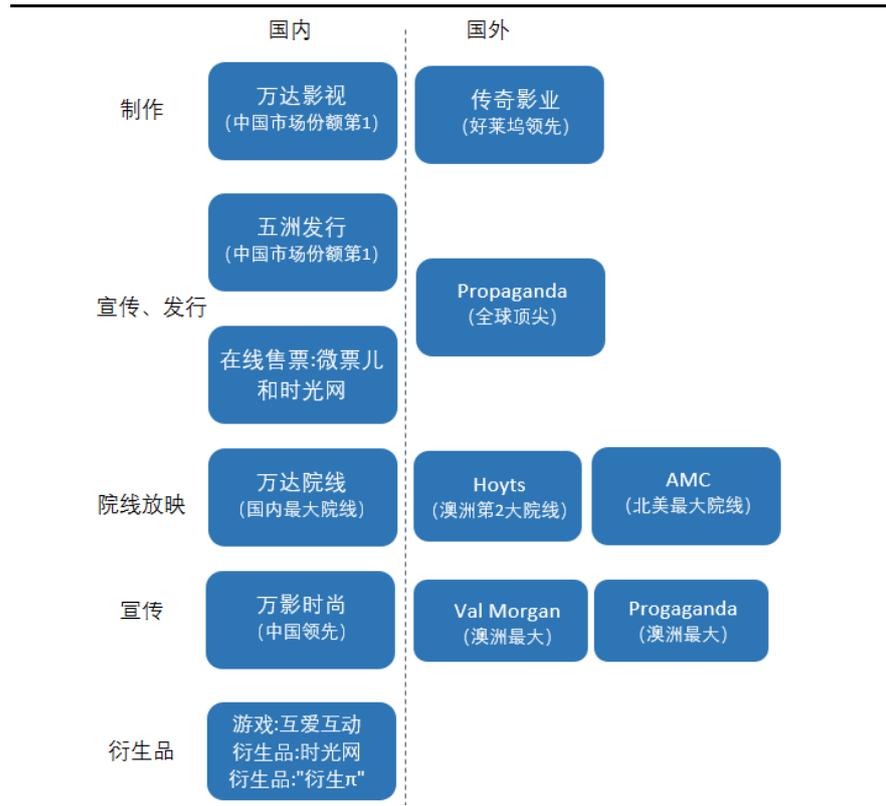
资料来源：网络公开资料，东吴证券研究所

3. 积极打造电影生态圈，非票房收入成新亮点

3.1. A 股上市显实力，电影生态圈已初成

A 股院线第一股，打通全产业链构造电影生态圈。万达院线于 2015 年上市后，公司入选沪深 300、深证指数等样本股，市值达到千亿规模，成为全球市值最大的电影院线公司。上市后凭借资本运作，万达积极开展外延并购，现已初步打通全产业链，在国内外都构建起了电影生态圈，构筑“策划投拍—宣传发行—场景消费”完整生态系统。其中万达影视、青岛影投（含传奇影业）以及互爱互动组成的交易标的于 2016 年 5 月开启内部整合，由于传奇影业收购完成时间短、体量较大，且涉及中美两地电影制作业务，公司审慎研究认为，交易标的宜在内部整合基本完成后再探讨交易标的整合，以便更好发挥整合效应，因而中止交易，且 2016 年内不再进行重大资产重组，预计未来仍有机会完成重组。

图表 16: 万达电影产业布局情况



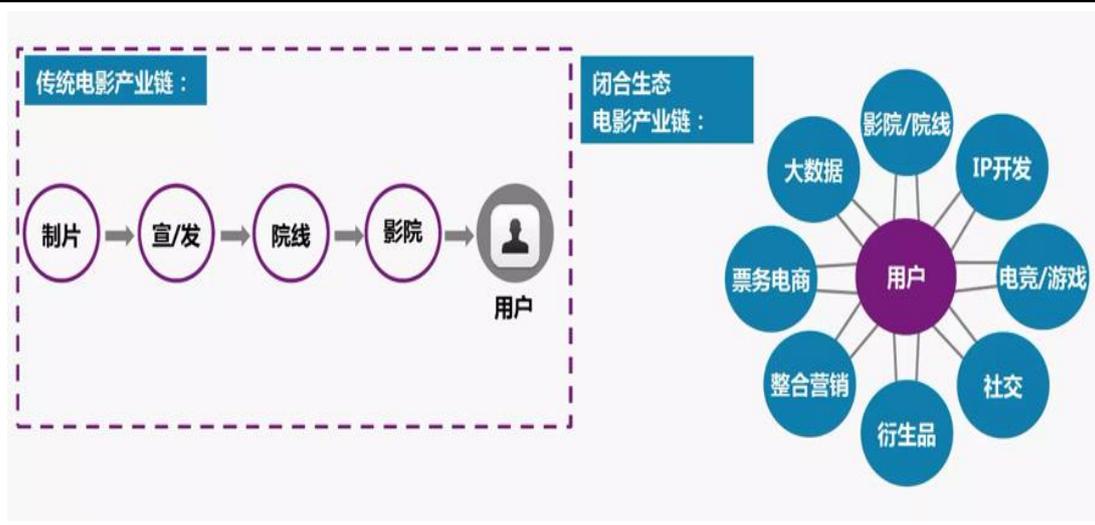
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 推动“会员+”战略, 非票房创收亮眼

打造全球最大的电影放映终端会员体系, 增强连锁品牌核心竞争力。万达通过对会员 DNA 精准分析, 掌握了会员的典型观影属性, 并据此制定了 12 种营销工具, 实施精准营销。截止 2016 年 6 月底, 公司会员数量超过 6000 万人, 活跃度超过 40%。会员对票房的贡献从 2011 年的 10% 提升至 2015 年的 85%, 持卡会员平均观影人次达 6 次以上, 具备高粘度特征。会员的高粘度也有力增强了品牌建设, 推动连锁经营的发展。

“会员+”战略携手电影生态圈将颠覆传统产业链。万达积极推进娱乐场景创建, 构建多屏互动、影游联动、VR 体验, 大力开拓费票房收入。随着电影产业从传统单一产业链升级为闭合生态的电影生态圈, “会员+”战略与电影生态圈的结合, 将有助于万达院线实现多轮次、全方位的创收, 市场潜力和发展速度值得看好。

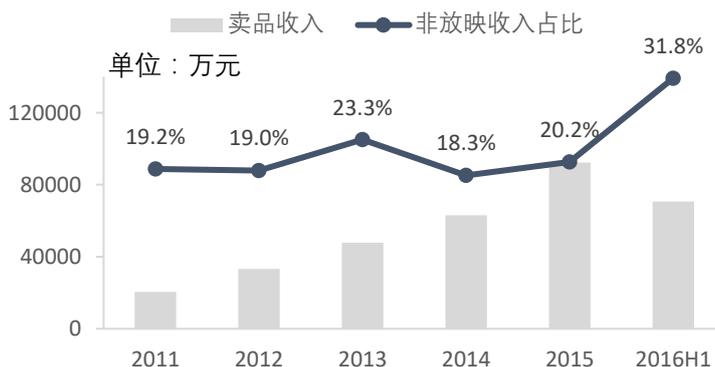
图表 17: 传统电影产业链将转向闭合生态链



资料来源：艺恩咨询，东吴证券研究所

非费票房收入持续走高，未来值得期待。 万达院线的非票房收入高速增长，占总收入的比例也呈现上升趋势。其中卖品（包括观影时的零食小吃和电影相关衍生品）收入增长迅速。相比于票房而言，非票房收入的未来增长潜力和市场空间都十分看好。在票房收入稳健增长和非票房收入后劲十足的双从利好下，公司 2016 年的营收表现值得期待。目前万达院线 2016 年前三季度净利润增长幅度预计在 20%至 40%，实现的可能性比较高。

图表 18: 万达卖品收入快速增长



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 19: 万达院线 2016 前三季度预期利润

2016 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度	20.00%	至	40.00%
2016 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动区间 (万元)	112,588.95	至	131,353.78
2015 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润(万元)	93,824.13		
业绩变动的的原因说明	2016 年 1-9 月, 中国电影市场继续保持增长, 同时公司大力拓展了非票房业务。		

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

资产负债表 (百万)

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4962.03	10752.20	14065.93	19297.53
现金	4312.49	10124.91	13194.27	18140.14
应收账款	383.58	285.67	422.22	554.87
其它应收款	94.33	135.17	179.50	241.89
预付账款	80.49	111.28	145.43	197.49
存货	82.05	86.07	115.42	154.04
其他	9.09	9.09	9.09	9.09
非流动资产	10496.55	7483.67	8036.08	8298.65
长期投资	384.01	398.01	418.01	448.01
固定资产	1701.14	1727.63	1740.77	1713.88
无形资产	7892.94	4839.58	5358.84	5618.30
其他	518.46	518.46	518.46	518.46
资产总计	15458.57	18235.87	22102.01	27596.18
流动负债	2525.18	3619.95	4796.16	6357.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	618.54	625.65	836.13	1106.20
其他	1906.64	2994.30	3960.03	5251.64
非流动负债	3818.07	3818.07	3830.07	3850.07
长期借款	3372.45	3372.45	3384.45	3404.45
其他	445.62	445.62	445.62	445.62
负债合计	6343.25	7438.02	8626.23	10207.91
少数股东权益	5.80	10.66	17.83	28.39
股本	1174.29	1174.29	1174.29	1174.29
资本公积	4590.88	4590.88	4590.88	4590.88
留存收益	3223.48	4901.15	7571.90	11473.84
归属母公司股东	9109.52	10787.19	13457.94	17359.88
负债和股东权益	15458.57	18235.87	22102.01	27596.18

现金流量表 (百万)

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	2089.10	3524.90	4361.18	5974.75
净利润	1187.98	1682.52	2677.93	3912.49
折旧摊销	487.53	354.37	392.19	437.22
财务费用	78.25	505.87	506.77	509.17
投资损失	-4.43	-20.00	-32.00	-45.00
营运资金变动	316.76	1117.02	931.84	1275.95
其它	23.00	-114.88	-115.54	-115.08
投资活动现金流	-3485.50	2793.38	-797.05	-539.72
资本支出	-1096.92	2787.38	-809.05	-554.72
长期投资	-2388.59	-14.00	-20.00	-30.00
其他	0.00	20.00	32.00	45.00
筹资活动现金流	3942.53	-505.87	-494.77	-489.17
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	12.00	20.00
普通股增加	3427.82	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-50.00	-58.00	-70.00
其他	514.71	-455.87	-448.77	-439.17
现金净增加额	2546.13	5812.42	3069.36	4945.87

利润表 (百万)

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	8000.73	12375.72	16773.33	22670.20
营业成本	5236.08	7969.96	10533.65	13987.51
营业税金及附加	348.48	599.97	784.65	1061.17
营业费用	376.55	615.34	829.76	1114.30
管理费用	525.33	799.27	1085.75	1469.86
财务费用	59.69	315.54	166.63	55.26
资产减值损失	11.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.43	20.00	32.00	45.00
营业利润	1447.32	2095.64	3404.88	5027.10
营业外收入	129.70	150.00	135.00	139.00
营业外支出	15.60	20.00	17.00	19.00
利润总额	1561.42	2210.51	3520.42	5142.18
所得税	373.44	527.99	842.49	1229.69
净利润	1187.98	1682.52	2677.93	3912.49
少数股东损益	2.15	4.86	7.17	10.56
归属母公司净利润	1185.83	1677.67	2670.75	3901.94
EBITDA	2001.83	2745.55	3931.70	5474.58
EPS(元)	1.01	1.43	2.27	3.32

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	0.50	0.55	0.36	0.35
营业利润	0.54	0.45	0.62	0.48
归属于母公司净利	0.48	0.41	0.59	0.46
获利能力				
毛利率	0.35	0.36	0.37	0.38
净利率		0.15	0.14	0.16
ROE(%)	0.13	0.16	0.20	0.22
ROIC(%)	0.15	0.49	0.81	1.69
偿债能力				
资产负债率(%)	0.41	0.41	0.39	0.37
净负债比率(%)	0.38	0.32	0.26	0.20
流动比率	1.97	2.97	2.93	3.04
速动比率	1.93	2.95	2.91	3.01
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.73	0.83	0.91
应收账款周转率	34.07	11.33	22.04	0.00
应付账款周转率	18.83	5.01	11.10	0.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊)	1.01	1.43	2.27	3.32
每股经营现金流	1.78	3.00	3.71	5.09
每股净资产(最新)	7.76	9.19	11.46	14.78
估值比率				
P/E	118.83	50.07	31.46	21.53
P/B	15.47	7.79	6.24	4.84
EV/EBITDA	69.95	28.16	18.89	12.66

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

