



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费服务：餐饮旅游

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

# 万达院线三季报点评：整体平稳增长，进口分账片加大引进，期待电影市场回暖

万达院线(002739.CH/人民币 66.80, 未有评级)发布三季报。2016年第三季度，公司营业总收入 27.15 亿元，同比增长 37.57%。实现归属于上市公司净利润 3.42 亿元，同比增长 10.24%，实现扣非后净利润 2.61 亿元，同比下降 15.28%，实现每股收益 0.29 元，同比增长 5.13%。2016 年前三季度，公司实现营业收入 84.37 亿元，同比增长 54.52%。实现归属于上市公司净利润 11.46 亿元，同比增长 22.17%，实现扣非后净利润 10.4 亿元，同比增长 15.42%。实现每股基本收益 0.97 元，同比增长 15.13%。

## 一、行业扰动不改公司增长：

2016 年前三季度，公司实现营业收入 84.37 亿元，同比增长 54.52%，实现归属于上市公司净利润 11.46 亿元，同比增长 22.17%，实现扣非后净利润 10.4 亿元，同比增长 15.42%。

费用方面，前三季度，由于公司收购澳洲院线 hoyts 带来的借款利息费用，导致公司带来财务费用增加至 1.2 亿元，同比增长 488.49%；公司影城数量由 2015 年底的 292 家增加至 347 家，规模扩张带来公司管理费用同比增加 135.97%至 6.09 亿元；公司销售费用同比增长 69.2%至 3.61 亿元。

根据公司经营简报，截止到 2016 年 9 月，公司一共拥有 347 家影院，3,056 块银幕。2016 年 7-9 月，公司实现票房收入 17.56 亿元，同比增长 7.7%；实现观影人次 4,457.9 万人次，同比增长 6.3%。

根据公司经营简报，2016 年前三季度，公司实现票房收入 57.56 亿元，同比增长 28.6%；实现观影人次 1.4 亿人次，同比增长 32%。

2016 年 7-9 月，中国电影市场实现总票房 108.6 亿元，2016 年前三季度，中国电影市场实现总票房 357.1 亿元，万达院线市占率均为 16%；

## 二、提高非票房收入，降低票房依赖

同时，公司正在大力发展非票房业务，降低公司经营对电影票房的依赖。可以看到，公司一方面大力拓展广告传媒业务，加强收购标的影时尚（慕威时尚）公司在电影映前广告市场的份额；另一方面，公司利用全资收购的时光网，不断拓展线上业务、衍生品业务。同时，公司在未来将收入万达影业、传奇影业、互爱互动游戏三大标的，形成公司在内容端、游戏发行端的独特优势。

### 三、期待 11、12 月电影市场回暖

2016 年 2、3 季度，中国电影整体票房同比下降 9%。诚然，从 2015 年同比超过 40% 的增长到当前 9% 的下滑，有票房补贴下降、优秀影片供给有限、过分依赖营销、IP 和明星卡司阵容而叙事能力差强人意等多种因素。但是我们仍然认为，这是属于电影产业“成长的烦恼”，属于产业正常的周期波动，我们仍然看好中国电影市场整体规模向 1,000 亿迈进——这也就意味着，以 35 元平均票价为基准，中国整体城镇人口每年的人均观影频次达到 3.7 次，接近北美的 3.8 次。

从政策层面，当前，我们已经看到，在接下来的 11、12 月，电影局正在加大对进口分账片的引进力度，从而希望能让电影市场在贺岁档重新火爆。

根据公开信息统计，目前计划在 11、12 月上映的进口片一共 14 部，其中进口分账片一共 10 部。加上已经上映的 27 部，今年的好莱坞进口分账大片总量将达到 37 部左右，超过原有限定的每年 34 部的配额。其中，包括，布拉德皮特主演的《间谍同盟》，11 月 23 日国内将与北美同步上映；李安导演的《比利·林恩的中场战事》，11 月 11 日与北美同步上映；除此之外，汤姆汉克斯的《萨利机长》在北美上映时已经取得 8 亿人民币票房。

图表 1. 2016 年 11-12 月待上映进口片一览

类型	电影	中国预计上映时间	北美上映时间	北美票房 (万美元)	制作公司	主要看点
分账片	脑残粉	2016/11/2	2016/4/15	135	印度 YRF 电影公司、Flashback Formula Films	印度高分电影，IMDB 网站 7.5 的分
	奇异博士	2016/11/4	2016/11/4		漫威影业公司	本尼迪克特·康伯巴奇（英国版福尔摩斯主演者）主演
	邻家大贱谍	2016/11/8	2016/10/21	653	20 世纪福斯	动作喜剧片，由“神奇女侠”盖尔·加朵领衔主演
	比利·林恩的中场战事	2016/11/11	2016/11/11		博纳影业、Studio 8	李安导演新作
	间谍同盟	2016/11/23	2016/11/23		派拉蒙	好莱坞巨星布拉德·皮特、奥斯卡影后玛丽昂·歌迪亚联袂主演
	海洋奇缘	2016/11/25	2016/11/23		迪士尼	迪士尼动画
	神奇动物在哪里	2016/11/25	2016/11/18		华纳兄弟、盛日影业公司	《哈利波特》前传
	佩小姐的奇幻城堡	2016/12/2	2016/9/30	7432	Scope Pictures、Tim Burton Productions	高成本奇幻大片
	萨利机长	2016/12/9	2016/9/9	12085	FilmNation、华纳兄弟	真实事件改编，汤姆汉克斯主演
	钢铁骑士	2016/11/1	2016/10/14	218	美国海豚影业	美泰玩具首部电影，由玩具与系列动画片改编的超级英雄科幻电影
批片	蜡笔小新：梦境世界大突击	2016/11/4	4 月日本上映		ADK、Futabasha	以经典漫画原著为基础
	航海王之黄金城	2016/11/11			Fuji Television	《海贼王》系列剧场版首次来到中国内地市场
	深海浩劫	2016/11/15	2016/9/30	5569	东映动画株式会社	类《泰坦尼克号》灾难片
	阿拉丁与神灯	2016/11/18			顶峰娱乐公司、Participant Media	真人奇幻冒险喜剧

资料来源：艺恩网、中银证券

除进口分账片以外，2016 年 11-12 月，还将上映包括开心麻花《驴得水》、《我不是潘金莲》（范冰冰、冯小刚）、《大闹天竺》（王宝强）、《摆渡人》（梁朝伟、张嘉佳）、《长城》（张艺谋）等类型丰富的影片。在这些优内容的推动下，预计未来 2 月电影市场将逐步回暖。

另一方面，每年 34 部好莱坞进口分账大片的配额，将在 2017 年重新划定。

我们预计，随着国产片在资本的助力下逐渐强大，国内对于分账片的配额将不断增加，从而达到繁荣电影市场以及内容百花齐放的效果。而这对于院线行业的促进作用将是直接、明显的。

尤其是，万达院线作为行业龙头，拥有全国一半的 IMAX 银幕，以及正在大力引进的杜比影厅，好莱坞分账大片配额的提升，将对万达的票房起到更加明显的提振作用。

#### 四、投资建议

我们认为，当前电影市场所出现的波动属于产业正常周期，观众对于电影的观影需求仍然在。今年市场的低迷，也提示了制片方需要提供更精良的内容和创意，而不仅仅局限于宏大场面、鲜肉明星等外在的元素。事实上，10 月国庆档，之前并不被市场看好的主旋律影片《湄公河行动》，靠口碑最终获得 10 亿票房也足以证明，观众仍然会对优质的影片买单。

**整体电影市场的需求和空间仍在。短期的波动或将在长期更有利于产业的健康良性发展。**

万达院线作为院线行业的龙头，其整体影院管理能力、影院市占率持续提升，以及在非票房收入上大力发展的决心，都保证了公司在未来的持续经营和成长能力。不考虑未来万达影业资产的注入，预计公司 2016-2018 年全年摊薄每股收益分别为 1.28、1.7、1.96 元，对应 2016-2018 年估值分别为 51.6、38.8、33.7 倍。建议投资者持续关注。

**图表 2. 2016 年 11-12 月国产影片一览**

电影	中国预计 上映时间	类型	导演	主演	制作公司	主要看点
捉迷藏	2016/11/4	惊悚/悬疑	刘杰	霍建华、秦海璐、 苗、春夏	万新线索电影、威秀亚洲、 霍尔果斯青春光线影业	霍建华主演惊悚片
非常父子档	2016/11/4	爱情/剧情/喜剧	曹添模	李治廷、金荷娜、文 梅森、刘松仁	河南电影电视制作、福星 全亚文化传媒、深圳顶峰森、 时代	李治廷搭档混血萌娃文梅 的中国大银幕首秀
一句顶一万句	2016/11/4	爱情	刘雨霖	毛孩、李倩、刘蓓、 范伟	西老庄影业、风山渐文化 传播、北京微影时代	影片改编自刘震云获茅盾 文学奖同名作
隔离岛	2016/11/11	悬疑	许斌	张一山、丁丁、朱泳 腾、温海波	上海华宇电影、上海影酷 数字、湖北长江电影	张一山主演，悬疑片
外公芳龄 38	2016/11/11	剧情/喜剧	安兵基	陈妍希、佟大为、吕 云骢	引力影视投资、万达影视 传媒	陈妍希、佟大为主演，青 春喜剧
<b>我不是潘金莲</b>	<b>2016/11/18</b>	<b>剧情/喜剧</b>	<b>冯小刚</b>	<b>范冰冰、郭涛、大鹏、 张嘉译</b>	<b>耀莱影视、华谊兄弟、 津猫眼、摩天轮文化</b>	<b>据刘震云同名小说改编， 范冰冰主演，冯小刚导演</b>
<b>勇士之门</b>	<b>2016/11/18</b>	<b>奇幻/冒险</b>	<b>马蒂亚斯·霍恩</b>	<b>倪妮、赵又廷、尤赖 亚·谢尔顿、吴镇宇</b>	<b>基美影业、法国欧罗巴</b>	<b>倪妮、赵又廷主演，中国、 美国和欧洲三地取景</b>
活宝	2016/11/18	爱情/喜剧	王惜今 陈伟强	胡夏、黄圣依、朱时 茂、保剑锋	奥映集团、时尚集团、广 东巨大影业有限公司、世 纪长龙影视有限公司	爱情喜剧
冲天火	2016/11/25	动作/悬疑	林岭东	吴彦祖、张若昀、张 静初	和力辰光国际文化、华录 百纳影视有限公司、猫眼 文化	吴彦祖主演动作悬疑片
最萌身高差	2016/11/25	爱情/喜剧	马侃	高以翔、王水林、秦 晓飞	中影新锐影业、福建恒 业影业	爱情喜剧片
28 岁未成年	2016/12/2	爱情	张末	倪妮/霍建华/马苏/王 大陆	乐视影业	倪妮/霍建华主演，爱情片
<b>记忆战</b>	<b>2016/12/7</b>	<b>惊悚</b>	<b>陈正道</b>	<b>黄渤/徐静蕾/杨子珊/ 许玮甯/段奕宏</b>	<b>万达影视</b>	<b>黄渤/徐静蕾主演，《催眠 大师》同系列</b>
那年夏天你去了 哪里	2016/12/9	爱情	周隼	胡歌/宋佳/林家栋/颜 卓灵	唐人影视、上海电影	胡歌主演电影
铁道飞虎	2016/12/16	动作	丁晟	成龙/黄子韬/王凯/王 大陆	北京耀莱影视、 上海电影、摩天轮	根据《铁道游击队》改编， 继《智取威虎山》之后又 一部红色动作经典
长城	2016/12/16	冒险/动作	张艺谋	马特·达蒙/景甜/刘 德华/张涵予/彭于晏/ 鹿晗/林更新/郑恺/王 俊凯	传奇影业、中国电影、乐 视影业	张艺谋导演，东方魔幻大 片
罗曼蒂克消亡 史	2016/12/23	悬疑	程耳	葛优/章子怡	华谊兄弟	葛优与章子怡继电影《夜 宴》后再次合作
大闹天竺	2016/12/23	冒险喜剧	王宝强	王宝强/白客/柳岩/岳 云鹏	乐开花影视、 霍尔果斯青春光线	王宝强首次执导动作喜剧
A 测试之爱情大 冒险	2016/12/30	爱情	马俪文	于小彤/海陆/薛之谦	博纳影业	拍摄地点包括哈密，川藏 线，布宜诺斯艾利斯，南 极
神秘家族	2016/12/30	惊悚	朴裕煥	林依晨/陈晓/惠英红/ 姜武/蓝正龙	福建恒业	韩国导演朴裕煥执导，林 依晨主演

资料来源：艺恩网、中银证券

**图表 3. 万达院线三季度报财务摘要**

(人民币, 百万)	2015 前三季度	2016 前三季度	同比(%)	2015 单三季度	2016 单三季度	同比(%)
营业收入	5,460.31	8,437.41	54.52	1,973.86	2,715.42	37.57
营业成本	3,570.15	5,694.31	59.50	1,281.98	1,884.43	46.99
毛利润	1,890.16	2,743.11	45.13	691.88	830.98	20.11
营业税金及附加	256.41	287.96	12.30	95.27	86.66	(9.03)
管理费用	258.45	609.86	135.97	113.62	265.82	133.97
销售费用	213.70	361.58	69.20	80.73	100.77	24.82
经营利润	1,161.61	1,483.71	27.73	402.27	377.73	(6.10)
资产减值	6.21	8.49	36.81	3.33	1.80	(45.96)
财务费用	(31.11)	120.87	(488.49)	(5.29)	35.31	(767.40)
公允价值变动损益	0.00	0.00		0.00	0.00	#DIV/0!
投资收益	0.00	19.70		0.00	8.30	#DIV/0!
营业外收入	54.71	132.76	142.63	5.04	101.87	1,920.37
营业外支出	7.63	4.55	(40.31)	2.92	1.77	(39.39)
税前利润	1,233.60	1,502.24	21.78	406.35	449.02	(10.50)
所得税	293.69	354.64	20.75	95.94	106.90	11.42
少数股东损益	1.66	1.37	(17.48)	0.62	0.62	0.00
归属于母公司的净利润	938.24	1,146.23	22.17	309.79	341.51	(10.24)
基本每股收益(元)	0.98	0.85	(13.14)	0.29	0.28	4.88
毛利率(%)	34.62	32.51	下降 0.11 个百分点	35.05	30.60	下降 4.45 个百分点
净利率(%)	17.18	13.59	下降 3.59 个百分点	15.69	12.58	下降 3.11 个百分点
扣非后归属于母公司的净利润	938.24	1,146.23	22.17	309.79	341.51	10.24
销售费用率(%)	3.91	4.29	增加 0.38 个百分点	4.09	3.71	下降 0.38 个百分点
管理费用率(%)	4.73	7.23	增加 2.5 个百分点	5.76	9.79	增加 4.03 个百分点
财务费用率(%)	(0.57)	1.43	增加 2 个百分点	(0.27)	1.30	增加 1.57 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

## 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，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 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 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) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371