

中国：媒体

2016 年 12 月 08 日

投资建议：

买入 (初次报告)

 目标价隐含涨/跌幅：**29.3%**

 日期 **2016/12/07**

收盘价	RMB65.73
十二个月目标价	RMB85.00
前次目标价	RMBN.A.
深圳 A 股指数	2,187.0

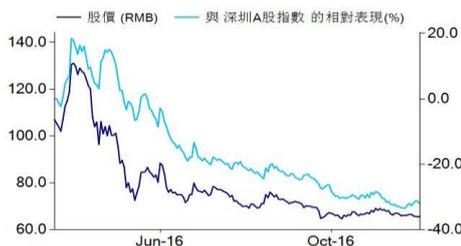
信息更新：

- ▶ 研究中心初次将万达院线纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 85 元，隐含 29% 上涨空间。
- ▶ 研究中心预估 2016/17/18 年万达院线净利润同比增长 47%/36%/24%。

本中心观点：

- ▶ 万达院线拥有中国 13.6% 电影院线票房市场份额，是国内最大的电影院线公司。
- ▶ 预计 2020 年中国电影票房市场规模有望达到人民币 1200 亿元，万达院线作为龙头将受惠于票房的增长。

公司简介： 万达院线是一家自主投资建设及运营管理的电影院线公司，主营业务为影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及衍生品销售。

股价相对深圳 A 股指数表现


市值	RMB77,186.4	百万元
六个月平均日成交量	RMB509.3	百万元
总股本股数 (百万股)	1,174.0	
流通 A 股股数比例	34.6%	
自由流通股数比例	34.6%	
大股东：持股比例	北京万达投资有限公司	57.9%
净负债比率	(10.1%)	
每股净值 (2016F)	RMB8.94	
市净率 (2016F)	7.35	倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
营业收入	8.001	11.655	15.473	19.412
营业利润**	1.514	2.231	2.960	3.707
税后净利润*	1.186	1.742	2.367	2.935
每股收益(元)	1.01	1.48	2.02	2.50
每股收益年增长率 (%)	(36.9)	46.9	35.9	24.0
每股股利(元)	0.20	0.29	0.40	0.50
市盈率(倍)	65.1	44.3	32.6	26.3
股利收益率(%)	0.3	0.4	0.6	0.8
净资产收益率 (%)	13.0	16.6	18.9	19.6

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
元大研究部

+86 21 6187 3832 research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA

+852 3969 9521 peter.kk.chu@yuanta.com

严泽文

+86 21 6187-3875 Oliveryan@yuanta.com

万达院线 (002739 CH)

中国电影院线龙头，打造中国电影生态圈

初次纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 85 元。万达院线是国内最大的电影院线，拥有中国 13.6% 的市场份额。受益于电影产业发展红利，公司通过全球化的横向整合实现票房收入快速增长，并逐步向上游电影制作发行领域整合，实现电影全产业链布局。我们预计万达院线 2016-18 年营收年增 46%/33%/26%，带动净利润年增 47%/36%/24%。研究中心目标价系根据 50 倍和 6.5 倍 2017 年预估市盈率和市净率平均推得。

打造中国电影生态圈： 依托万达商业地产的扩张，我们预计 2016-18 年万达院线新开 101/72/72 家电影院，公司院线在扩张的同时保持了高于全国平均 2 倍的单银幕产出，行业内最高的 41 元和 40 人/场的平均票价和场均人次，并在成本控制上具有租金优势。在超过 2 亿会员体系的支持下将有望推动 2016-18 年票房收入将达到 80/106/133 亿元，年复合成长 29%，成为驱动营收增长首要动力。

布局电影全产业链： 万达院线先后并购时光网、慕威时尚，并有望在未来完成对万达影视的并购（有望贡献超过 50% 的净利）进入上游制片发行领域，实现策划投拍、宣传发行、场景消费的电影生态圈。在产业链延伸的背景下，我们预计 2016-18 年万达院线影院广告的营收为 10.51/12.75/14.97 亿元，影院贴片广告、投资宣传的营收为 4.23/5.28/6.6 亿元，分别年复合成长 19%/25%。

院线拥有主导地位，票房增长空间巨大： 在收入的增长、电影院线的渠道下沉以及国产优质影片增长的推动下，预计在 5 年内中国的电影票房市场将达到 1200 亿元，较 2015 年 441 亿元的票房收入有 700 亿元的增量空间。院线作为连接发行与放映的渠道，能够获得 57% 的票房分账，在电影产业链中具有较强的话语权，万达院线作为行业龙头将受惠于行业的增长。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。

投资理由与股票估值

研究中心初次将万达院线纳入研究范围，给予买入评级。研究中心目标价人民币 85 元系根据 50 倍和 6.5 倍 2017 年预估市盈率和市净率平均推得。

投资理由

我们认为万达院线长期的成长空间较大，给与买入评级，主要基于以下原因：

- ▶ 依托万达商业地产的扩张，我们预计 2016-18 年万达院线新开 101/72/72 家电影院，公司院线在扩张的同时保持了高于全国平均 2 倍的单银幕产出，行业内最高的 41 元和 40 人/场的平均票价和场均人次，并在成本控制上具有租金优势。在超过 2 亿会员体系的支持下将有望推动 2016-18 年票房收入将达到 80/106/133 亿元，年复合成长 29%，成为驱动营收增长首要动力。
- ▶ 万达院线先后并购时光网、慕威时尚，并有望在未来完成对万达影视的并购（有望贡献超过 50%的净利）进入上游制片发行领域，实现策划投拍、宣传发行、场景消费的电影生态圈。在产业链延伸的背景下，我们预计 2016-18 年万达院线影院广告的营收为 10.51/12.75/14.97 亿元，影院贴片广告、投资宣传的营收为 4.23/5.28/6.6 亿元，分别年复合成长 19%/25%。
- ▶ 在收入的增长、电影院线的渠道下沉以及国产优质影片的增长的推动下，预计在 5 年内中国的电影票房市场将达到 1200 亿元，较 2015 年 441 亿元的票房收入有 700 亿元的增量空间。院线作为连接发行与放映的渠道，能够获得 57%的票房分账，在电影产业链中具有较强的话语权，万达院线作为行业龙头将受惠于行业的增长。

股票估值：人民币 85 元

本中心目标价人民币 85 元，系根据 50 倍和 6.5 倍 2016 年预估市盈率和市净率平均推得。本中心目标市盈率和市净率倍数系根据行业的平均值求得，系因万达院线 2016-18 年每股收益增长优于行业平均值（图 2），并且公司 2016-18 年净资产收益率优于行业平均值（图 3），因此我们认为 50 倍市盈率和 6.5 倍市净率系属合理。

图 1：目标价假设

	2017F
每股收益（人民币）	2.02
市盈率	50
市盈率估值	101
每股净值	10.67
市净率	6.5
市净率估值	69
市盈率和市净率平均值（目标价）	85

资料来源：公司资料，元大

图 2：同业评价比较表

公司	代码	股价	市值 (百万美元)	每股收益			市盈率(倍)			每股收益增长率(%)			EPS CAGR
				2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F	
万达院线	002739 CH	RMB65.73	11,216.0	1.5	2.0	2.5	44.3	32.6	26.3	46.9	35.9	24.0	30%
国内同业													
中国电影	600977.SH	27.40	7,434.57	0.58	0.73	0.89	47.21	37.60	30.93	-6%	26%	22%	24%
上海电影	601595.SH	44.16	2,397.07	0.62	0.77	0.95	71.23	57.57	46.72	-10%	24%	23%	23%
幸福蓝海	300528.SZ	38.82	1,751.81	0.48	0.65	0.85	81.25	59.94	45.48	4%	36%	32%	34%
光线传媒	300251.SZ	11.25	4,796.40	0.24	0.30	0.37	46.47	37.75	30.61	-14%	23%	23%	25%
文投控股	600715.SH	22.29	5,342.27	0.35	0.46	0.60	63.89	47.99	36.87	9%	33%	30%	32%
国内同业平均		28.78	4,344.43	0.45	0.58	0.73	62.01	48.17	38.12	-3%	28%	26%	27%
国外同业													
AMC 娱乐控股	AMC.N	34.95	3,405.00	1.01	1.36	1.59	34.50	25.79	21.99	-16%	35%	17%	25%
喜满客影城	CNK.N	23.74	4,881.00	2.01	2.31	2.59	20.86	18.15	16.23	7%	15%	12%	14%
卡麦克影院	CKEC.O	42.01	832.00	0.62	0.76	1.09	55.08	47.70	31.22	55%	23%	43%	33%
国外同业平均		33.57	3,039.33	1.21	1.48	1.76	36.81	30.55	23.15	15%	24%	24%	24%

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

注：所有每股收益数字均以当地货币为单位

图 3：同业评价比较表(续)

公司	代码	股价	市值 (百万美元)	净资产收益率(%)			每股净值			市净率(倍)		
				2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F
万达院线	002739 CH	RMB65.73	11,216.0	16.6	18.9	19.6	8.94	10.67	12.77	7.4	6.2	5.1
国内同业												
中国电影	600977.SH	27.40	7,434.57	13.16	14.31	14.93	4.77	5.47	6.32	5.74	5.01	4.33
上海电影	601595.SH	44.16	2,397.07	16.28	16.17	16.50	4.73	5.44	6.27	9.35	8.12	7.04
幸福蓝海	300528.SZ	38.82	1,751.81	9.47	11.71	13.35	5.26	5.85	6.63	7.38	6.63	5.85
光线传媒	300251.SZ	11.25	4,796.40	9.52	11.16	11.89	2.61	2.80	3.27	4.31	4.01	3.44
文投控股	600715.SH	22.29	5,342.27	13.27	15.81	17.36	2.76	3.23	3.81	8.08	6.90	5.85
国内同业平均		28.78	4,344.43	12.34	13.83	14.81	4.03	4.56	5.26	6.97	6.13	5.30
国外同业												
AMC 娱乐控股	AMC.N	34.95	3,405.00	6.81	8.83	9.33	15.78	16.54	17.80	2.21	2.11	1.96
喜满客影城	CNK.N	23.74	4,881.00	19.98	20.35	20.26	10.75	11.48	13.19	3.91	3.66	3.19
卡麦克影院	CKEC.O	42.01	832.00	3.55	7.34	8.16	11.49	12.88	14.16	2.97	2.65	2.41
国外同业平均		33.57	3,039.33	10.11	12.17	12.58	12.67	13.63	15.05	3.03	2.81	2.52

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

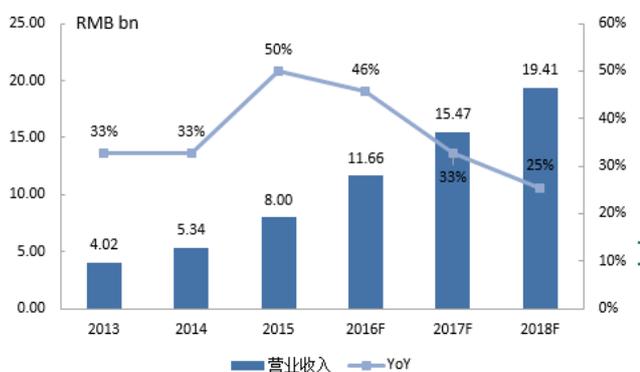
获利展望与财务分析

我们看好万达院线长期的获利能力，系源于公司票房、商品销售的持续成长。基于 2016-18 年预期营收年复合成长 29%，以及毛利率从 2015 年的 34.55% 提升至 2018 年 35.54%，我们预计净利润年增 47%/36%/24%。

2016-18 年营收年复合成长 29%

我们预计 2016-18 年营收年增 46%/33%/25%，将达到 117/155/194 亿元，主要受惠于：1) 院线的持续扩张以及“会员+”的战略体系，观影人次的提升促进票房的增长，预计 2016-18 年票房的年复合成长达 29%；2) 在电影衍生品的不断丰富、以及观影人的消费升级都有助于对于影院中电影衍生品和餐饮类产品的销售，预计 2016-18 年商品销售的年复合成长达 40%；3) 随着慕威时尚以及 Propaganda GEM 的整合完成，影院广告和影院贴片广告、投资宣传营收年复合成长达 19%/25%。

图 4：2013-18 年万达院线营业收入



资料来源：公司资料，元大

图 5：2013-18 年万达院线净利润

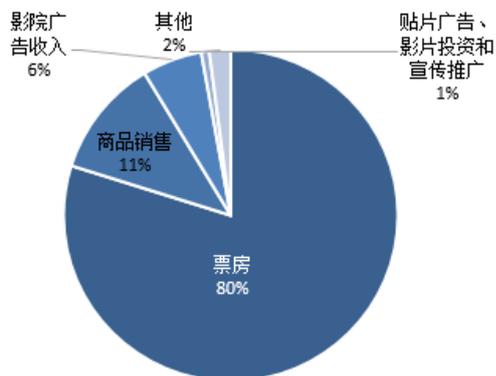


资料来源：公司资料，元大

非票房领域占比逐年提升

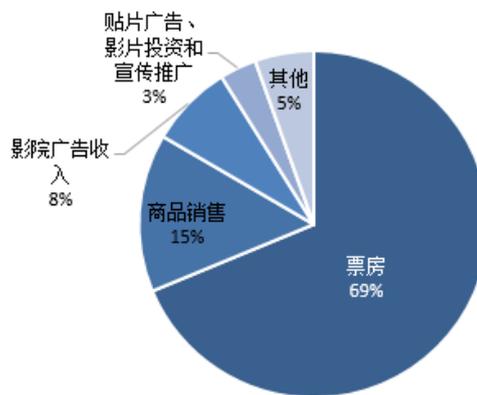
营收结构方面，我们预期由于商品销售、影院广告及影片投资的高速成长，票房收入占比将逐步下降，非票房业务的占比将大幅提升，预计到 2018 年票房营收的占比为 68.72%，相比于 2015 年有明显的下降，从而反映出万达在影视文化中多领域的盈利能力。根据万达集团的计划未来非票房的营收占比将超过 50%。

图 6：2015 年万达院线营收分布



资料来源：公司资料，元大

图 7：2018 年万达院线预测营收分布



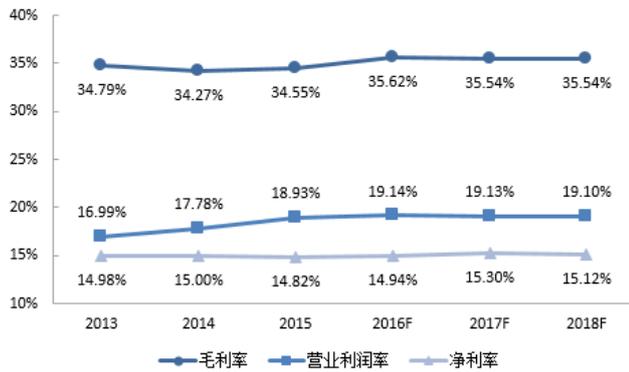
资料来源：公司资料，元大

毛利率持续改善，净利润年复合成长 14%

我们预估公司毛利率从 2015 年的 34.55% 将提升至 2016 年的 35.62% 并将在 2017-18 年保持稳定主要源于：1) 受到公司院线扩张加速的影响，电影票房的毛利率略有下降，但总体保持稳定；2) 高毛利率的商品销售、影院广告及影片投资和宣传的营收占比提升，拉动毛利率有所上升。

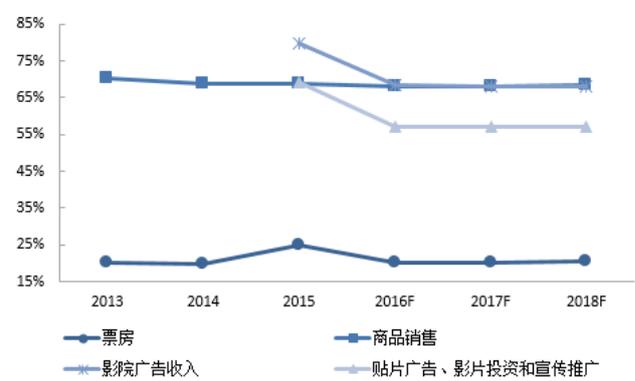
营业利润率方面，本中心预期受到营收增长和毛利率提高的影响，相比于 2015 年将有所提升。我们预估 2016-18 年营业利润率为 19.14%/19.13%/19.1%。受到营收增长和毛利率上升的因素，我们预计公司 2016-18 年净利润 17.42/23.67/29.35 亿元，同比增长 47%/36%/24%。

图 8：2013-18 年万达院线营业利润率



资料来源：公司资料，元大

图 9：2013-18 年万达院线毛利率



资料来源：公司资料，元大

图 10：2016-18 年万达院线盈利预测

(RMB mn)	2016F	2017F	2018F
票房：			
营业收入	7,996	10,618	13,341
YoY	25%	33%	26%
营收占比	68.61%	68.62%	68.72%
毛利润	1,625	2,154	2,719
YoY	1.67%	32.55%	26.24%
毛利润占比	39.14%	39.17%	39.42%
毛利率	20.32%	20.29%	20.38%
商品销售：			
营业收入	1,452	2,172	2,858
YoY	57.32%	49.58%	31.63%
营收占比	12.46%	14.03%	14.72%
毛利润	989	1,481	1,951
YoY	55.70%	49.77%	31.74%
毛利润占比	23.82%	26.94%	28.29%
毛利率	68.13%	68.21%	68.27%
影院广告收入：			
营业收入	1,051	1,275	1,497
YoY	127%	21%	17%
营收占比	9.02%	8.24%	7.71%
毛利润	718	868	1,018
YoY	94.21%	20.83%	17.35%
毛利润占比	17.30%	15.78%	14.76%
毛利率	68.32%	68.07%	68.04%
贴片广告、影片投资和宣传推广：			
营业收入	423	528	660
YoY	586.12%	25.00%	25.00%
营收占比	3.63%	3.41%	3.40%
毛利润	241	301	377
YoY	467.22%	25.00%	25.00%
毛利润占比	5.81%	5.48%	5.46%
毛利率	57.07%	57.07%	57.07%
其他：			
营业收入	733	880	1,056
YoY	343.82%	20.00%	20.00%
营收占比	6.29%	5.69%	5.44%
毛利润	578	694	833
YoY	386.86%	20.00%	20.00%
毛利润占比	13.93%	12.62%	12.07%
毛利率	78.84%	78.84%	78.84%

资料来源：公司资料，元大

打造中国电影生态圈

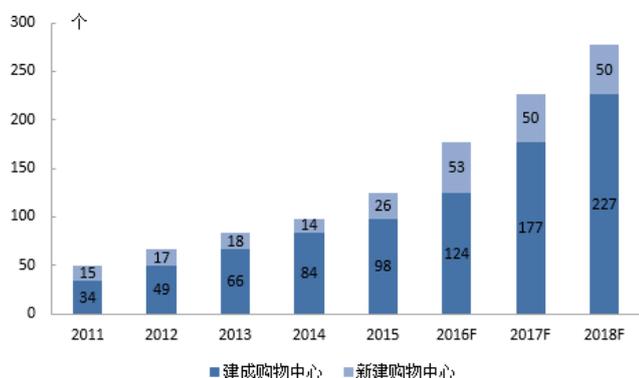
万达院线是国内最大的电影放映和院线公司，公司上市后通过收购 Hoyts、时光网加强自身影院放映的实力，也同时也积极布局衍生品、广告营销等非票房收入，公司为客户提供高标准的设计建造理念、高配置的电影放映技术和高品质的标准化电影放映服务。截止 2016 年 11 月公司拥有已开业影院 376 家，总计 3319 块银幕，市场份额达到了 13.6% 位居行业第一。

依托集团战略，经营能力领先同业

万达商业地产的扩张带动影院的增长

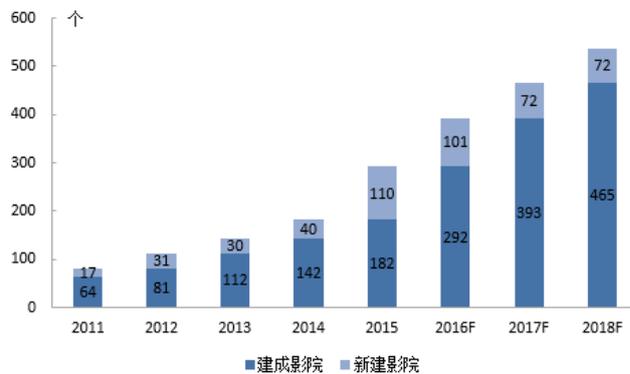
万达院线作为万达广场影院业态的唯一合作伙伴，公司 60% 的影城立足于万达广场在全国范围内快速拓展。万达广场主要坐落于主要城市中人口稠密、地理位置优越的市中心，能够充分吸引客流，2015 年万达的购物中心数量达到 124 个，预计 2016-18 年将分别新增 53/50/50 座购物中心，这意味着将有大量的电影院将坐落于购物中心内。2011-15 年万达购物中心、影院数量年复合成长 26%/38%，公司年观影人次从 2011 年的 4086 万人提升至 2015 年的 1.47 亿人次，年复合增长 38%，充分体现了集团的品牌形象与价值。我们认为正是由于公司的集团战略优势，使得万达院线在影院扩张中能够持续增长，并与购物中心在客流的吸引上形成良性互补。

图 11：2011-18 年万达购物中心数量



资料来源：公司资料，赢商网，元大

图 12：2011-18 年万达院线影院数量



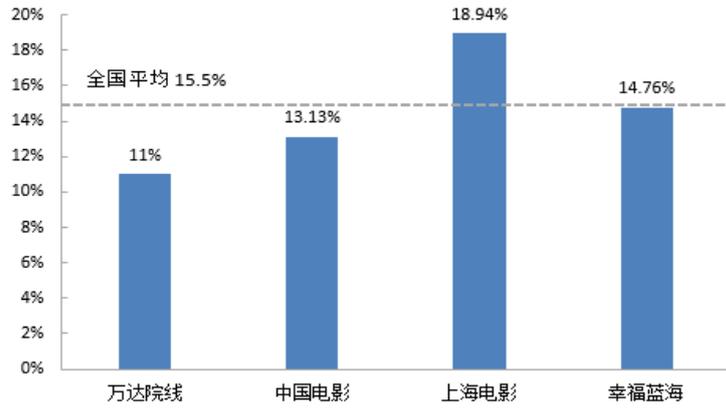
资料来源：公司资料，元大

集团租金优势使得成本控制得当

由于万达超过 60% 的影院坐落于集团旗下的购物中心内部，万达的租金成本在同业中处于最低的水平，仅占电影放映成本的 11%，而国内的同业的平均水平在 13-18%，因此在公司的成本控制上，万达院线相比于其它需要租用集团外部购物中心的院线更具有优势。

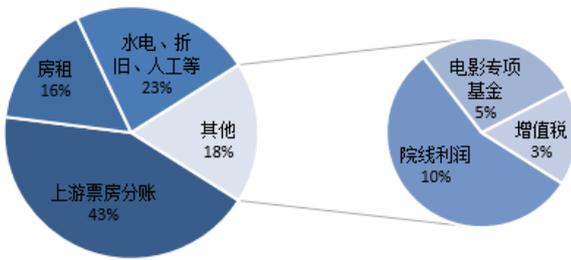
在其他成本上，传统院线上游票房分账占营业成本的比重达 43%，而万达院线的票房分账较行业平均略低 2%，我们认为源于公司的市场分额在电影的分账比例中具有较强的话语权，对于上游制片方的议价能力较强，另外公司收到的电影专项资金发还、数字机补贴以及地方性财政扶持款作为营业外收入也在一定程度上增加了公司的票房分成。

图 13：万达院线租金成本大幅低于国内同业



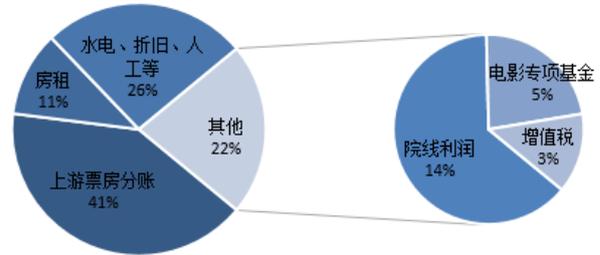
资料来源：公司资料，中影，上影，幸福蓝海，元大

图 14：传统院线成本构成



资料来源：公司资料，元大

图 15：万达院线成本构成



资料来源：公司资料，元大

经营能力领先同业

通过对上市院线的经营数据比较，万达院线的区位优势、资产联结型的院线关系带来了行业领先的盈利能力。2015 年公司总票房达 63 亿元，总观影人次达到 1.5 亿人次，公司 77% 的影院票房保持在 1000 万以上，40% 的影院票房超过 3000 万。另外公司高效的经营能力提升了经营效率，2015 年单银幕产出达到了 282 万元，为全国平均水平的 2 倍，由于万达院线的影院设施能够吸引中高端消费者，公司的平均票价、场均人次达到了 41 元和 40 人/场为行业内最高水平。

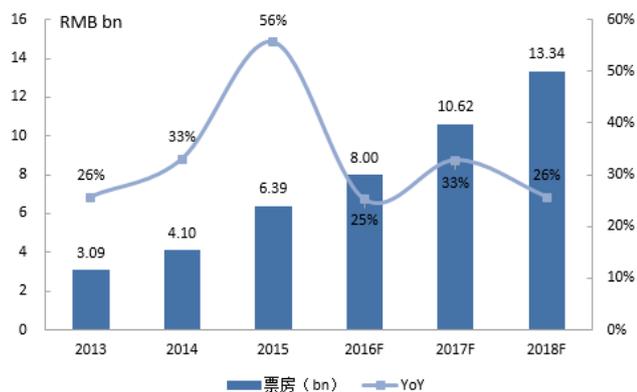
图 16：万达院线经营数据领先同业(国内)

	万达院线	中国电影	上海电影	幸福蓝海
放映场次 (万)	366	990	241	133
观影人次 (亿)	1.47	2.55	0.85	0.39
票房收入 (亿)	60.10	88.89	31.46	13.24
影院数	240	1,323	295	137
荧幕数	2,133	6,814	1,659	783
场均人次	40	26	35	29
单银幕产出 (万)	282	130	190	169
场均人次	25.60%	18.50%	29.50%	20.20%
票价	41	35	37	34
场均票房收入 (元)	1,644	898	1,305	993

资料来源：公司资料，中影，上影，幸福蓝海，元大

我们认为公司旗下的影院为纯资产联结关系（全部为公司所有），因此透过纯资产联接能够以资本和供片为纽带，实现对旗下影院的统一管理，具有高效的执行能力，能够保证连锁经营的品牌形象和盈利能力。

图 17: 2013-18 年万达院线票房



资料来源: 公司资料, 元大

图 18: 2013-18 年万达院线观影人次

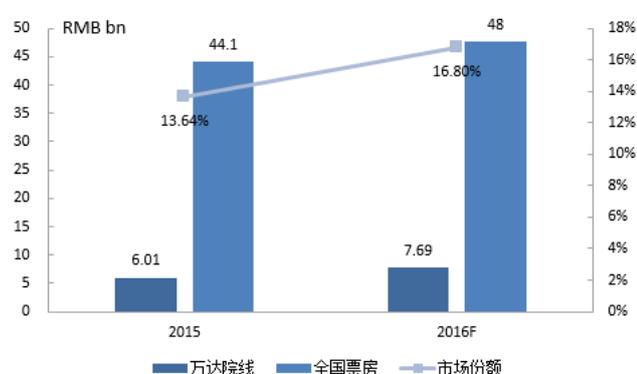


资料来源: 公司资料, 元大

2016 年 1-11 月公司累计实现票房收入 67.6 亿元，同比增长 25%，累计观影人次 1.7 亿人次，同比增长 27%，大幅优于行业平均。我们认为随着公司影院的持续扩张以及优质影片的上映，预计 2016-2018 年的总票房可达到 80/106/133 亿元，年观影人次将达到 1.93/2.56/3.25 亿人次，我们认为公司票房以及观影人次的增长主要源于：

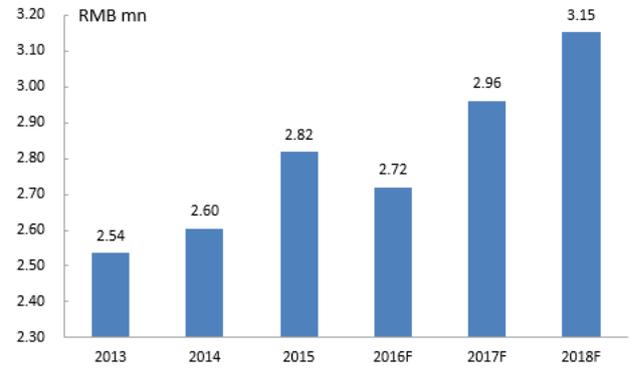
- ▶ **大片云集有望提升票房：**2017 年的贺岁档即将临近，多部好莱坞重量级影片如《阿凡达 2》、《变形金刚 5》、《速度与激情 8》的档期已经确定，另外将有多部国产重磅影片同步推出，将有望提升市场票房；
- ▶ **新增院线持续增长：**2016/17/18 年新增购物中心将保持在 50 个以上，从而推动影院的增长超 70 个/年（并购+自建），院线数量的提升势必带来观影人次和票房的提升；
- ▶ **庞大的会员体系支撑票房：**万达 7000 万的影院会员与时光网 1.4 亿的线上用户将使得玩大的会员容量远超同业，忠实粉丝的消费次数的提升也将到来票房的增长。

图 19: 万达院线票房市场份额（国内）



资料来源: 公司资料, 元大

图 20: 2013-18 年万达院线单银幕产出（国内）

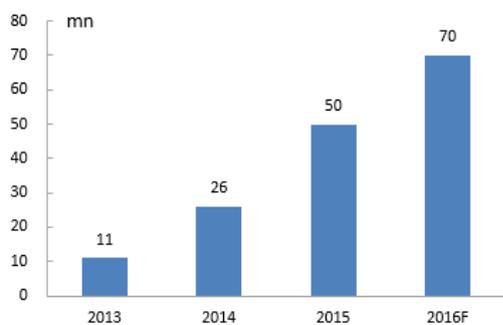


资料来源: 公司资料, 元大

会员+战略体系支撑成长

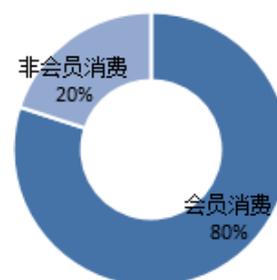
万达院线围绕“会员+”战略，为会员打造最佳的观影氛围，在国内影院中万达院线的会员数量最为庞大，2016年三季度万达院线的会员数量已经超过7000万人，过去4年复合成长达到80%以上，呈现爆发式的增长，并且会员的活跃度超过40%，会员的消费占公司收入的80%，我们认为会员对万达院线的粘性来自于万达能够基于会员的偏好来制定营销推广。

图 21：万达院线会员人数



资料来源：公司资料，时光网，元大

图 22：万达院线票房收入贡献分布



资料来源：公司资料，元大

联手时光网打造电影生态圈

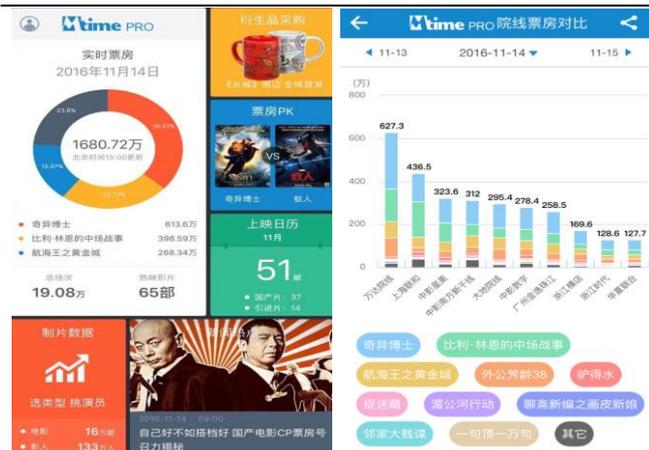
2016年7月公司宣布以2.8亿美元收购时光网剩余100%股权，时光网是国内最早的电影门户和电影推广网站，被誉为IMDB、Yahoo Movie、Fandango在中国的结合。目前公司的主营业务为衍生品销售和在线售票，公司拥有国内在线售票平台5.61%的市场份额。我们认为，时光网目前创建了全球除IMDb之外的第二大影视数据库，将凭借凭借大数据服务和移动互联网，助力万达电影生态圈的构建。

电影 B2B/B2C 大数据平台初见雏形

万达院线与时光网的联合，意味着万达7000万的影院会员与时光网1.4亿的线上用户将融合打通，庞大的会员数量加上每周数百家影院的真实采样，将产生准确的电影用户数据。时光网将把电影生态B2B/B2C全面升级，其中B2B产品将搭建大数据平台服务制片、发行等环节，B2B产品将为具备全球视野的电影媒体平台。

在B2B产品端，时光推出了全新的移动端产品Mtime PRO，在制片数据功能中专业版不但包含了强大的影片数据统计功能，还从“拍什么”、“找谁拍”、“定档期”三个层面为电影投资人、制片人提供数据服务。在影片发行和上映阶段，专业版除了为用户提供准确、及时的票房、排片数据外，还提供强大的票房对比功能，让电影业内人士能快速了解每个档期的市场特点和容量，在轻松盯紧票房的同时，迅速把控影片、影院在市场中的竞争位置。

图 23: Mtime PRO 票房大数据平台



资料来源: 时光网, 元大

图 24: 时光网电影 B2B/B2C 生态圈



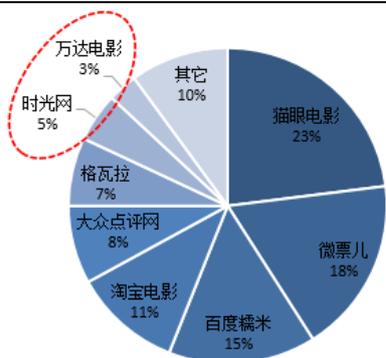
资料来源: 时光网, 元大

在线购票平台优势突出

由于互联网对传统产业的整合在电影营销的发展非常迅速, 电影在线售票模式已经成为市场的主流, 在线购票平台的渗透率已经从 2013 年的 8% 提升至 2015 年的 57.5%, 我们预计 2016 年将达到 80%。目前万达电影与时光网的在线购票平台市场份额为 3%/5%, 在收购后万达将拥有 8% 在线售票平台的市场份额。我们认为在线票务市场在激烈的竞争洗牌后, 节假日的优惠折扣、以及在线票务平台与线下院线、影院推出的会员卡模式将替代大规模的票补, 万达院线 7000 万的影视会员与 1.4 亿时光网的线上用户将有望提升公司的市场份额。

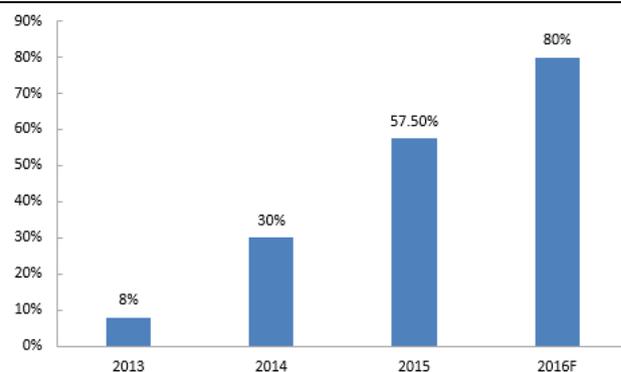
根据 Bigdata-research 提供的最新的主要电影应用月度活跃用户的排名中, 时光网拥有 403 万人的月活跃用户, 位居第二。我们认为网上购票平台的建立将有效整个万达的线上线下资源, 能够为影院提供数据分析、会员管理、电影衍生品的设计和营销, 为会员提供更好的线上服务, 并吸更多线上会员, 从而巩固竞争优势。

图 25: 2016 年在线购买平台市场份额



资料来源: 易观, 元大

图 26: 在线购票渗透率

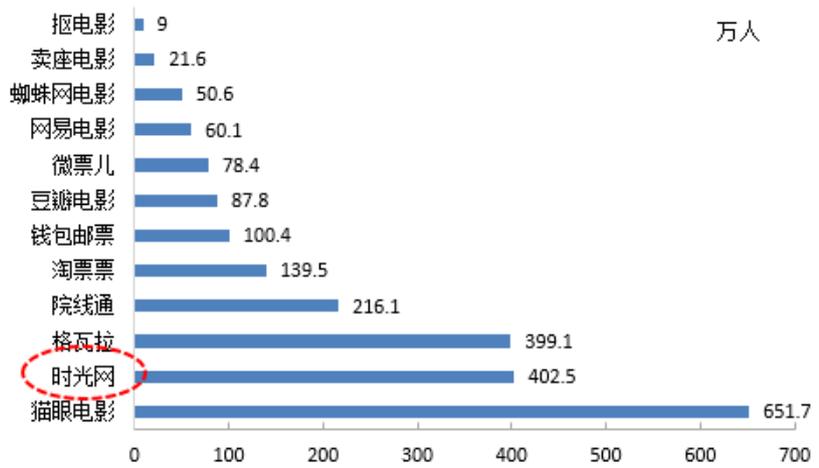


资料来源: 艺恩, 元大

衍生品开发将成为亮点

时光网提供国内外正版电影衍生品的销售, 并获得迪斯尼、漫威、DC、环球等多家品牌的正版衍生品授权, 同时也搭建了 B2C\B2B 的商城平台和仓储物流。我们认为电影衍生品的开发, 需要强大的平台、文化作为推广, 时光网与万达整合后, 不仅增强了营销能力, 并且其原本单薄的盈利模式, 可以通过大数据、媒体、在线票务等方式得到极大的拓展。

图 27: 2016 年 7 月电影移动应用 MAU (月活跃用户)



资料来源: Bigdata-research, 元大

布局电影全产业链

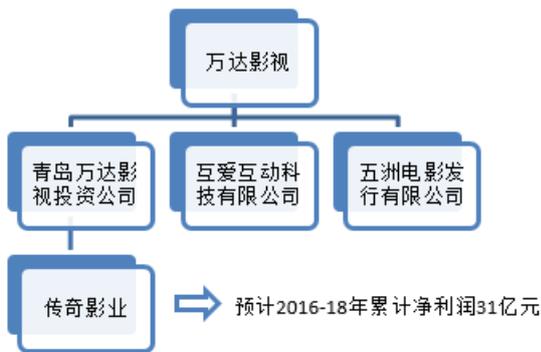
垂直整合进入电影制作领域

在电影放映市场，万达院线在国内拥有 13.6% 的市场份额，在澳洲有 19% 的市场份额，票房、观影人次、市场份额已经连续七年位居国内第一。在电影制作市场，万达集团旗下的万达影视是国内领先的电影制作公司，2015 年万达影视投拍影片的票房总计 61.5 亿元，其联营的五洲发行（与广东大地院线、金逸院线和浙江横店联合）票房 67.5 亿元，拥有国内电影市场的领先的地位。

计划并购万达影视，产业链整合协同效应显现

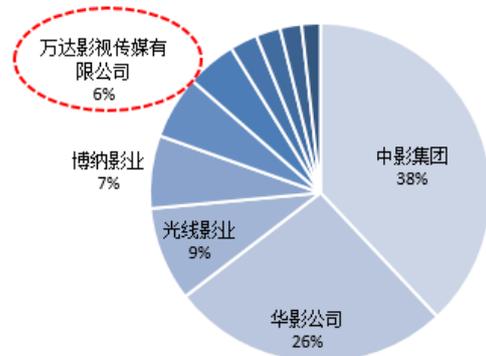
2016 年 5 月公司开始对万达影视（包括五洲发行、传奇影业、互爱互动）进行并购，由于万达影视因经营需将进行整合，因此公司在现阶段中止了本次重组。但是考虑到万达院线实现电影全产业链发展的战略，公司不排除在合适时机重新整合万达影视。

图 28：万达影视核心子公司



资料来源：艺恩，元大

图 29：国内电影发行公司市场份额



资料来源：上影，元大

我们认为万达影视在国内电影发行及制作中具有以下 3 大优势，万达院线在向上游整合的过程中，有利于与影院业务产生协同效应，并创造新的增长点：

- ▶ **上下游营销资源优势：**万达影视在电影的营销中，通过万达旗下的购物中心、院线、旅游等多个业态同步宣传，线上线下同步推动；
- ▶ **市场导向型的精品作品：**万达影视的电影作品中有创下国产电影最快破亿纪录的《北京爱情故事》、破十亿最快纪录的《寻龙诀》，这些电影均成为华语电影市场具有代表性和影响力的电影作品；
- ▶ **丰富的 IP 储备作为支撑：**万达影视已经储备了大量优秀的剧本，包括《鬼吹灯》系列小说以及《斗破苍穹》，这些影视类 IP 资源的储备为万达影视未来持续的精品电影制作打下坚实的基础。

我们认为虽然 2015 年万达影视仍亏损 41 亿元（主要源于传奇影业的资产计提减值、股权激励费用增长），但是考虑到传奇影业将在 2016 年将实现扭亏为盈，公司也将适度加大其在电视剧、数字网络及数据分析等业务上的布局，有效对冲电影制片业务的业绩波动，并形成新的收入和盈利贡献点，预计 2016-18 年间合计实现净利润 31 亿元，未来万达影视的注入将会使公司的净利增长超过 50%，将使公司真正成为国内首家布局电影全产业链的公司。

图 30：万达影视拍摄电影

	上映日期	投资比例	票房（亿人民币）
警察故事 2013	2013/12/24	62.5%	5.34
北京爱情故事	2014/02/14	50%	4.06
催眠大师	2014/04/25	100%	2.74
煎饼侠	2015/07/17	10%	1.16
滚蛋吧！肿瘤君	2015/08/13	51%	5.11
夏洛特烦恼	2015/09/30	10%	14.41
寻龙诀	2015/12/18	50%	16.82
唐人街探案	2015/12/31	50%	8.23
火锅英雄	2016/04/01	30%	3.71

资料来源：公司资料，元大

图 31：传奇影业部分参投电影

	上映日期	投资比例	票房（亿美元）
侏罗纪世界	2015/06/12	25%	16.1
蝙蝠侠 3	2012/07/20	25%	10.9
蝙蝠侠 2	2008/07/18	50%	10.1
盗梦空间	2010/07/16	50%	8.2
星际穿越	2014/11/07	25%	6.8
超人：钢铁之躯	2013/06/14	50%	6.7
宿醉 2	2011/05/26	50%	5.9
哥斯拉	2015/05/16	75%	5.4
诸神之战	2010/04/02	50%	5.0

资料来源：公司资料，元大

海外投资布局渠道，资本优势一览无遗

万达集团早在 2012 年就已收购美国第二大院线 AMC，2015-16 年公司又先后收购 Hoyts（澳洲第二）、Odeon&OCI（欧洲第一）以及 Carmike（美国第四），近期又并购好莱坞著名电视制作公司 DCP，万达在渠道和内容方面的布局已经远远超过了其它竞争对手。根据万达集团的计划，2020 年将力求达到 20% 的全球影院中的市占率（目前为 7%），因此我们预计公司仍会采取外延并购的方式来扩大自身的实力。

图 32：万达院线海外投资

时间	事件	支付对价	收购主体	说明
2012 年 5 月	收购美国 AMC	26 亿美元	万达集团	美国第二大院线
2015 年 6 月	收购澳洲 Hoyts	22.46 亿人民币	万达院线	澳洲第二大院线
2016 年 1 月	收购传奇影业	35 亿美元	万达影视	美国著名电影制作商
2016 年 7 月	收购欧洲 Odeon&OCI	9.21 亿英镑	AMC	欧洲第一大院线
2016 年 11 月	收购美国 Carmike	12 亿美元	AMC	美国第四大院线
2016 年 11 月	收购 Dick Clark Productions	10 亿美元	万达集团	美国好莱坞著名电视制作公司

资料来源：公司资料，元大

影游联动，解锁更多娱乐场景消费

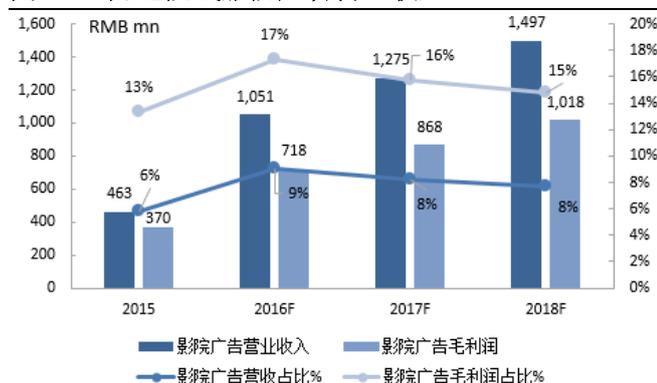
万达影视通过互爱互动切入游戏的发行领域，互爱互动的游戏涵盖了网页游戏、移动 RPG、单机动作类、卡牌、体育竞技等，能够实现从 PC 端到手机端的全平台覆盖。公司推出的《胡莱三国》、《斩仙》、《中超风云》等游戏在月流水中排名领先。公司目前通过与 360、百度、腾讯等线上渠道相互合作，目前覆盖了超过 95% 的安卓用户。我们认为万达影视能够通过行业的布局，搭建影游联动，布局新的娱乐消费场景，分享 1400 亿的游戏产业市场，并有利于公司通过游戏，提供更为丰富的电影、娱乐产品。

外延并购电影营销领域

2015 年 6 月万达宣布收购慕威时尚 100% 股权，慕威时尚为电影的制片方提供大数据分析以及电影宣传推广，主要包括植入广告、贴片广告以及宣传推广服务，业务涉及电影产业的上游投资、中游影院放映与下游的宣传。2015 年，慕威时尚参与投资了《终结者 5》和《碟中谍 5》等好莱坞电影，并参与影片在中国地区的宣传推广工作。我们认为慕威时尚具有多年的电影行业数据研究和营销优势，万达院线可以借助其“影立方+贴片广告”的模式，与公司自身客户资源相结合，带来公司广告领域业绩的快速释放。

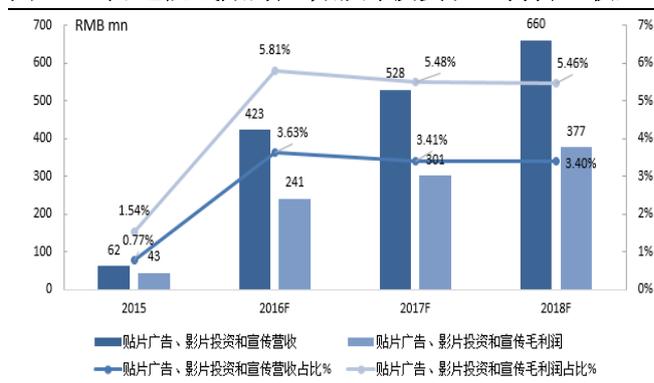
2016年5月万达还收购 Propaganda GEM 100% 股权，公司成立 24 年来致力于对好莱坞影视、电视、音乐、艺人等领域的娱乐营销。Propaganda GEM 是连接品牌与全球娱乐核心资源的桥梁，一手打造如 BMW 与《碟中谍》系列的合作的经典案例。

图 33：万达院线影院广告营业收入



资料来源：公司资料，元大

图 34：万达院线贴片广告影片投资和宣传营业收入



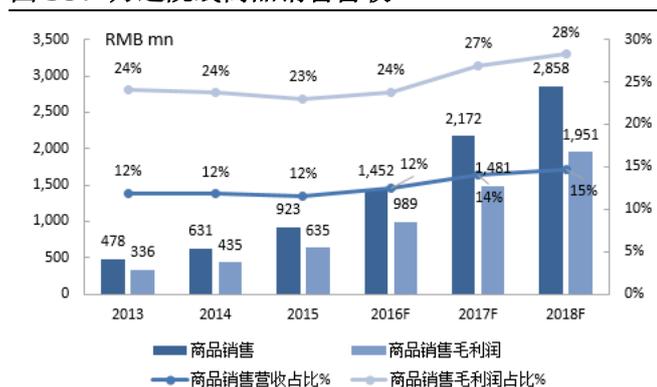
资料来源：公司资料，元大

我们预计随着慕威时尚以及 Propaganda GEM 的整合完成，2016-18 年万达院线影院广告的营收将达到 10.51/12.75/14.97 亿元，影院贴片广告、影片投资和宣传的营收将达到 4.23/5.28/6.6 亿元，分别年复合成长 19%/25%。

商品销售占比逐年提高

随着观影人次的提升公司商品销售的占比高速增长，2015 年商品销售营业收入达到了 9.23 亿元，毛利率高达 69%。我们认为随着电影衍生品的不断丰富、以及观影人的消费升级都有助于对于影院中电影衍生品和餐饮类产品的销售。我们预计 2016-18 年观影人的消费次数将达到 0.4/0.57/0.74 亿次，每笔消费的金額将从 35.79 元提升至 38.25 元，观影人次的提升将带动 2016-18 年商品销售额达到 14.52/21.72/28.58 亿元，成为驱动获利增长的重要动力。

图 35：万达院线商品销售营收



资料来源：公司资料，元大

图 36：万达院线商品销售每单消费量



资料来源：公司资料，元大

院线拥有主导地位，票房增长空间巨大

消费升级将带动长期票房空间增长

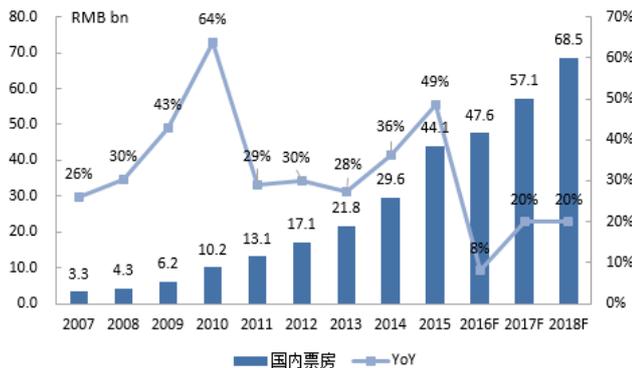
在 2002 年院线改制后，随着人们消费习惯的养成，国内的电影市场经历了 13 年的高增长，2015 年全国电影票房收入 441 亿元，同比增长 49%，观影人次达 12.6 亿人，同比增长 51%，2002-15 年的电影票房收入年复合成长率达 35%。

短期内票房增速将低于预期

根据艺恩咨询的数据，2016 年 1-11 月国内票房收入为 414 亿元，同比增长 5%，我们预计 2016 年票房为 476 亿元，同比增长 8%，2017-18 年的票房将保持 20% 的增长，我们认为短期票房的增速将略低于预期主要源于：

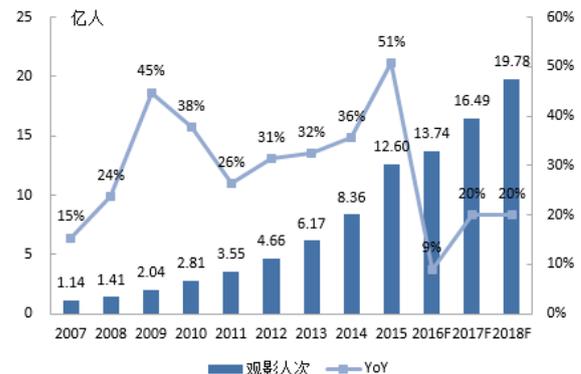
- ▶ **内生因素直接影响票房增速：** 1) 第三方购票平台票补减弱，票价的提升降低了敏感系数较高的消费者的观影热情；2) 优质影片的稀缺难以支撑票房的高增长；3) 虚假票房的监管力度有所加导致票房的增速放缓；
- ▶ **互联网的高效侵蚀部分票房：** 虽然目前优质的影视作品首选的渠道仍为院线，但是例如爱奇艺、优酷网已经开始尝试将电影同时在传统媒体及新媒体上同时发布，我们认为如果将来观影人网络视频付费的习惯逐步养成后，互联网的高效、便捷性可能将侵蚀院线的渠道，票房的增长将受到挑战。

图 37：2007-18 年国内电影票房



资料来源：艺恩，元大

图 38：2007-18 年电影观影人次



资料来源：艺恩，元大

优质影片带领观众重回影院

根据统计 93% 的观影行为发生在家庭、恋人、朋友、同学等群体之间，观影已成为家庭、朋友间等社交的一种方式。我们认为随着 2017 贺岁档的到来，一些拥有经典 IP 的影片的呈现将带动 2016-18 年观影人次达到 13.74/16.49/19.78 亿人次，另外在线购票平台的高渗透率，影院放映技术的提升也将带领观众重回影院。

- ▶ **经典系列影片的呈现将带动观影热：** 51.4% 的观众将影片的内容视为是否选择看电影的首要因素，我们认为优秀的 IP+ 优秀的内容是成就电影的根本，随着多款经典系列影片在 2017 年后上映，观众的观影热将提升票房市场；
- ▶ **在现购票平台的便捷性提升观影频率：** 目前在在线购票平台的渗透率预计已经达到 80%，观众可以通过此类平台详细了解电影的口碑、评分和亮点，而便捷的购票方式将吸引增量的观影人次；

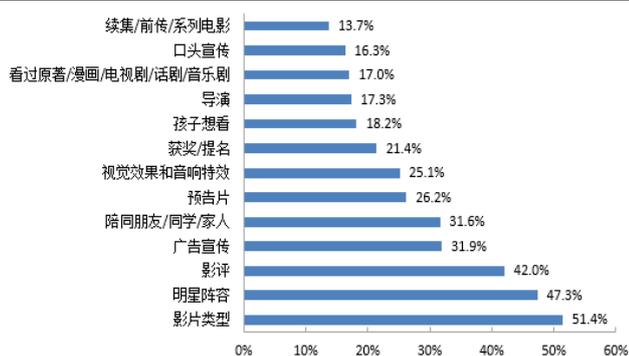
► **院线放映技术的提升带来震撼效果：**4D、IMAX、杜比全景声、4K/120 帧画面等放映技术的推出能够使观众完全沉浸在画面中，感受角色的世界，震撼的效果将带领观众重回影院。

图 39：2017 年贺岁档及热门上映电影

影片	上映日期	主要看点
罗曼蒂克消亡史	2016 年 12 月 16 日	葛优导演年度贺岁片
摆渡人	2016 年 12 月 23 日	王家卫导演贺岁档，梁朝伟/杨颖等主演
功夫瑜伽	2017 年 1 月 28 日	成龙出演贺岁档
西游伏妖篇	2017 年 1 月 28 日	周星驰导演,吴亦凡/林允主演有望再次点燃贺岁档
速度与激情 8	2017 年 4 月 14 日	新一季将开辟新的篇章
加勒比海盗 5	2017 年 5 月 26 日	“小铁匠”奥兰多-布鲁姆的回归有望系因忠实粉丝
银河护卫队 2	2017 年 5 月 5 日	新版情节中将出现一系列未解之谜
新木乃伊	2017 年 6 月 9 日	由汤姆克鲁斯/罗素克劳领衔主演
变形金刚 5 最后的骑士	2017 年 6 月 23 日	故事时空格局可能从中世纪一直持续到二战,超强 IP 吸引观众
正义联盟	2017 年 11 月 17 日	作为华纳 DC 漫画英雄的集大成者,扎克施耐德首次全景展示 DC 漫画版图
星球大战 8	2017 年 12 月 15 日	恰逢好莱坞殿堂级 IP 星球大战诞生 40 周年,且该片投资超 40 亿美元

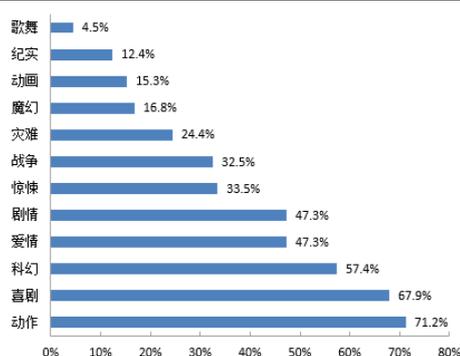
资料来源：艺恩，元大

图 40：观众去影院看电影考虑的因素



资料来源：艺恩，元大

图 41：观众喜爱的影片类型



资料来源：艺恩，元大

长期票房增量空间巨大

2016 年的电影票房市场有所放缓，但是对比北美以及欧洲市场，国内的人均观影次数、平均每万人拥有的银幕数量，仍有较大的提升空间，因我们认为中国电影市场仍将保持长期增长的趋势，预计到 2020 年票房将达到 1200 亿元，国内银幕保有量将达到 12 万块。

2015 年全国城镇人口平均观影次数为 1.6 次，低于北美 4.5 次、法国的 3.9 次、英国的 3.2 次，平均每万人拥有的银幕数仅为 0.42 块。考虑到我国的国土面积以及人口形态更接近北美，因此我们认为随着全国城镇化率不断提高、观影人次的逐步提升的背景下，按照 8.4 亿城镇人口（“十三五”规划 2020 城镇化率达 60%）以及人均观影 4 次和平均票价 35 元计算，我国的票房市场空间将接近 1200 亿元（2020 年），较 2015 年 441 亿元的票房收入仍有 700 亿元的增量空间。同样，若使平均每万人拥有的银幕数接近北美水平，预计国内的银幕保有量将达到 12 万块，银幕的增长还有近 3 倍的空间，院线将通过自建和并购的方式扩大市场份额。我们认为票房及银幕的增长主要源于：

- **收入的增长带动观影需求的增长：**伴随着国内票房高速增长的同时，国内城镇居民人均可支配收入从 2005 年的 10,493 元提升至 2015 年的 31,195 元，人均教育文化娱乐消费支出也增长了 1 倍以上，电影作为娱乐的重要方式，收入的增长下势必带动更多的居民走进影院消费，拉动票房的增长；
- **电影院线的渠道下沉：**2014 年以来 90% 的新建院线都集中于二线及以下城市，尤其是三线城市影院数量占比逐年提高，将带动三线以下城市的票房贡献，我们认为随着电影院线的建设渠道逐步下沉，未来三线以下城市将成为增量票房的主要贡献；
- **国产优质影片的快速增长：**2015 年国产影片票房 271 亿元，占总票房的 62%，并保持每年增长近 1 个百分点的趋势，票房增长的背后是国内影片质量提升的结果。我们认为国内具有优质制作水平、IP 以及具有人气明星领衔的影片更符合市场的青睐，优质国产片的推出产生的明星效应将推动票房增长。

图 42：票房市场空间预测

主要指标	2015	市场空间		
		悲观	中性	乐观
票房（亿元人民币）	441	1014	1175	1342
观影人次（亿）	12.60	29.40	33.60	37.80
城镇人口（亿）	7.66	8.4	8.4	8.4
总人口（亿）	13.69	14.00	14.00	14.00
城镇人口占比	55.91%	60%	60%	60%
平均观影次数	1.65	3.50	4.0	4.5
平均票价（元）	34.97	34.5	35.0	35.5

资料来源：Wind，元大

图 43：全球主要国家银幕数量对比

	票房规模（亿美元）	城市人口（亿）	银幕数（千）	平均每万人拥有银幕数
美国	111	2.7	40.8	1.51
法国	15	0.7	5.5	0.79
英国、爱尔兰	19	0.6	3.9	0.65
德国	12	0.6	4.7	0.78
韩国	17	0.5	2.2	0.44
中国	63	7.6	31.6	0.42

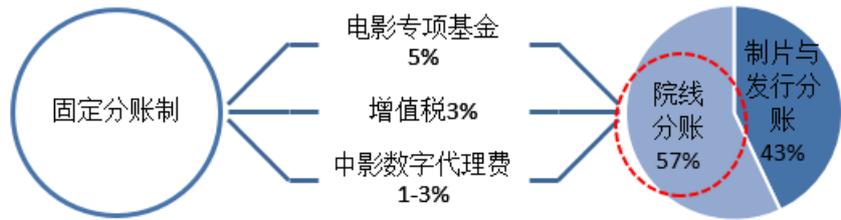
资料来源：Wind，元大

固定分账制中院线利益将最大化

在电影产业链中，院线处于产业链的下游，是连接发行与放映的渠道，院线的获利水平与票房的分账比例、票房的增长密切相关。目前国内多数影片采用固定分账制，在扣除 5% 的电影专项基金、3% 的增值税以及 1-3% 的中影数字代理费后，院线将获得 57% 的票房分账，制片与发行方将获得剩余 43% 的票房分账（具体分账比例由双方协定）。

我们认为由于国内影片收入结构中 81% 都依靠票房收入，因此上游制片方为了增加电影的卖座，在票房的分账比例中议价能力较低，院线作为把控排片的主体具有较强的话语权，国内 57% 的平均分账比例远高于美国 45% 的分账水平，因此我们认为在固定分账制中院线的利益将最大化。

图 44：国内电影票房固定分账制



资料来源：中影，元大

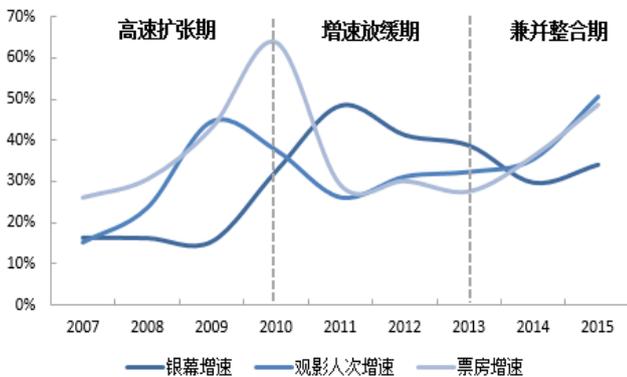
自建加并购，开启院线整合时代

对比院线的银幕增速、观影人次增速和票房增速，我们认为长期来看银幕的增长与票房的增长基本同步，短期内银幕的增速受到票房的影响，建设周期将滞后 1-2 年。我们认为在激烈的市场竞争中，有规模优势的全国性院线龙头在市场的竞争中能够获取更多的市场份额，而中小规模的影院有望通过兼并整合提升自身的竞争力，主要源于：

- ▶ 1) 在经历票房高速增长的周期后，院线供给的增加使得票房的竞争加剧，我们预计观影人次的增速可能将持续低于银幕及影院的增速，使得场均观影人次被不断稀释，院线间的竞争将会加剧；
- ▶ 2) 在上游制片方采用无差异化的全院线发行模式中，一部影片同时会在多家院线共同上映，院线间的无差异竞争将会导致观众向行业的龙头集中；
- ▶ 3) 相比于美国三大院线占据 50% 的市场份额，国内的万达、中影星美和广东大地院线的市场份额仅为 30%，仍有较大的提升空间

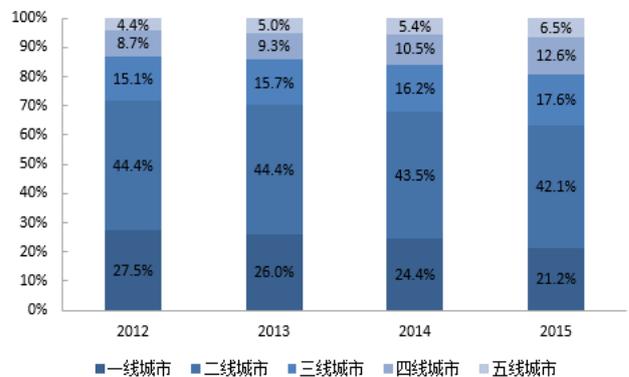
万达院线母公司万达集团早在 2013 年就收购了美国票房第二大院线 AMC 的控股权，2015 年万达院线又宣布收购拥有澳大利亚 20% 市场份额的 Hoyts 以及国内 15 家世茂影院，根据万达集团的计划，2020 年将力求达到 20% 的全球影院中的市占率（目前为 7%），因此我们预计公司仍会采取外延并购的方式来扩大自身的实力。

图 45：票房增长带动银幕的需求



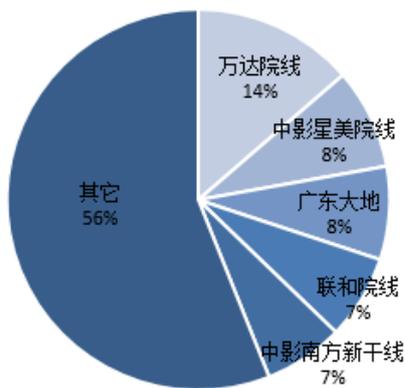
资料来源：艺恩，元大

图 46：三线及以下城市票房逐年提高



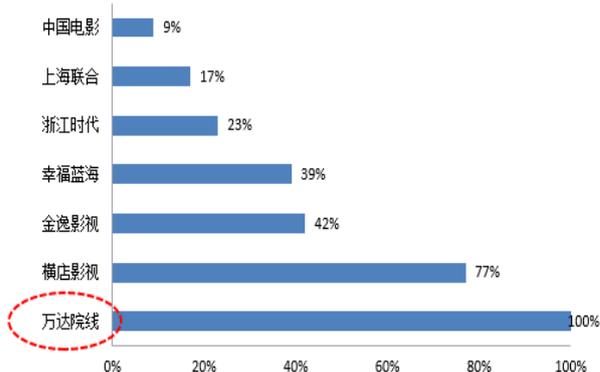
资料来源：艺恩，元大

图 47: 2015 年前 5 大院线市场份额



资料来源: 艺恩, 元大

图 48: 资产联结型院线比例有望提高



资料来源: 艺恩, 元大

资产联结型院线比例将提升

资产联结型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, 相比于加盟院线我们认为资产联结型的比例将会逐步提升, 主要源于: 1) 资产联结型院线院线能够通过票房、电影衍生品、卖品收入实现增长, 具有多元化和高盈利的特点; 2) 资产联结型院线能够通过内部协调, 充分运用规模优势降低成本, 提升运营效率。

根据万达影视过去 5 年的平均毛利率, 公司的商品销售、广告收入、投资和宣传推广的毛利率是票房毛利率的 2-3 倍, 因此作为资产联结型院线, 提升非票房收入的占比能够直接提升公司的盈利能力。我们认为在电影产业初期, 投资方主要注重市场的布局, 但是在影院的兼并整合期, 影院的盈利能力得到重视, 因此未来资产联结型院线的比例将逐步提升。

图 49: 城市院线的经营模式

经营模式	院线与旗下影院关系	代表院线	特点
纯资产联结	影院由院线直接投资兴建, 影院资产归原县所有	万达院线	资金实力强、盈利水平高
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	广东大地、金逸珠江	实现部分经营和管理的统一
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, 知识以签约形式加入院线	中影星美、上海联合、北京新影联	扩张速度较快, 以供片为纽带实现统一排片

资料来源: 中影, 元大

电影产业促进法发布, 行业步入发展新轨道

11 月 7 日全国人大通过了《电影产业促进法》, 新法规将于明年 3 月 1 日执行, 该法规取消了《电影拍摄许可证 (单片)》和一般题材剧本的审查, 并将行政审批事项下放到省市, 我们认为一系列的简政放权将激发电影的供给, 有利于社会资本参与到电影的制作, 并将更高效的优化整个监管体系。另外新法规还明确了对于制造虚假交易、虚报瞒报销售收入等行为, 将处于 5 万以上 50 万以下的罚款, 我们认为《电影产业促进法》的推出, 第一次将电影的监管上升到法律层面, 对于“幽灵场”、“偷票房”等行为的处罚将有利于行业的健康发展。

图 50：《电影产业促进法》扶持政策

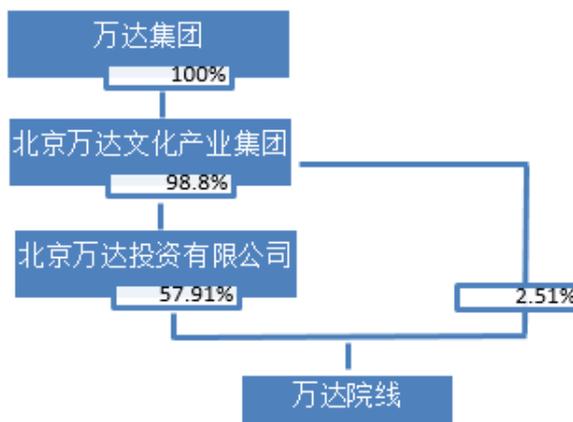
措施	内容
政策扶持	各级政府将电影产业纳入各级国民经济和社会发展规划
主题扶持	国家支持创作、摄制各类优秀国产影片，地方政府对电影创作、摄制提供帮助
经济扶持	财政、税收、土地、金融等方面对电影产业采取优惠措施
产业扶持	扶持电影科技研发、公益放映、人才培养、境外推广

资料来源：《电影产业促进法》草案，元大

公司简介

万达院线是一家自主投资建设及运营管理的电影院线公司，公司的主营业务为影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及衍生品销售。万达院线是万达集团旗下文化产业集团中最重要的部分，公司的实际控制人为王健林，除电影相关的业务外，万达文化还拥有主题娱乐、文化传媒、旅游投资等其他多个产业。

图 51：万达院线股权结构



资料来源：公司资料，元大

图 52：万达院线主要控股股东

控股股东	持股比例 (%)	说明
北京万达投资有限公司	57.91	实际控制人
北京万达文化产业集团有限公司	2.51	实际控制人
上海仁福投资有限公司	2.05	主要股东
孙喜双	1.95	主要股东
东莞市凯德实业投资有限公司	1.70	主要股东
博瑞远达(天津)股权投资合伙企业(有限合伙)	1.42	主要股东
世茂影院投资发展有限公司	1.15	主要股东
逢宇峰	0.97	主要股东
戴成书	0.88	主要股东
宛然	0.85	主要股东
合计	71.39	

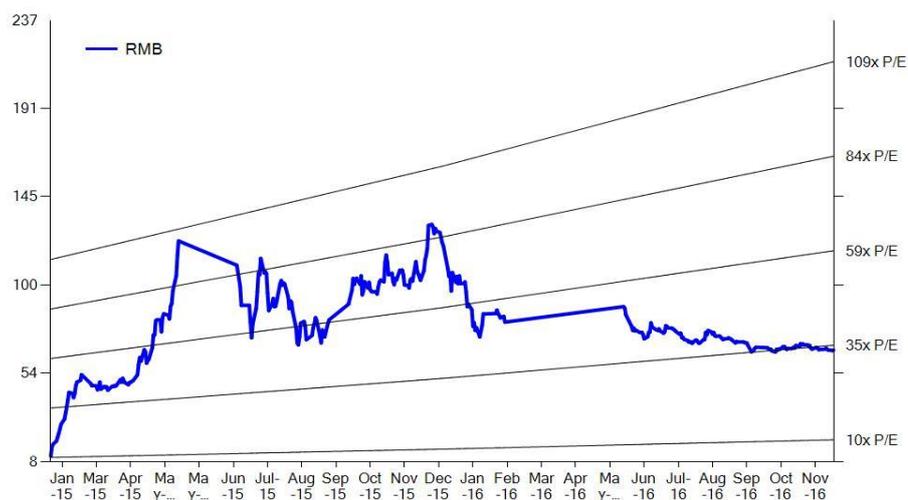
资料来源：公司资料，元大

图 53：万达院线管理层

董事会	姓名	背景和主要经历
董事长	张霖	2000 年加入万达集团，曾担任万达集团财务总监、万达商业地产副总裁、文化产业集团执行总裁
董事	王会武	2006 年加入万达集团，历任万达集团投资部副总经理、万达商业地产投资证券部副总经理
高管	姓名	背景和主要经历
执行总裁	刘晓彬	2000 年加入万达集团，历任万达商业地产天津北京济南项目公司经理、万达商业地产总裁助理
总裁；董事	曾茂军	2006 年加入万达集团，历任万达集团人力资源部副总经理、万达酒店建设有限公司副总经理、万达商业管理有限公司副总经理、万达院线常务副总经理

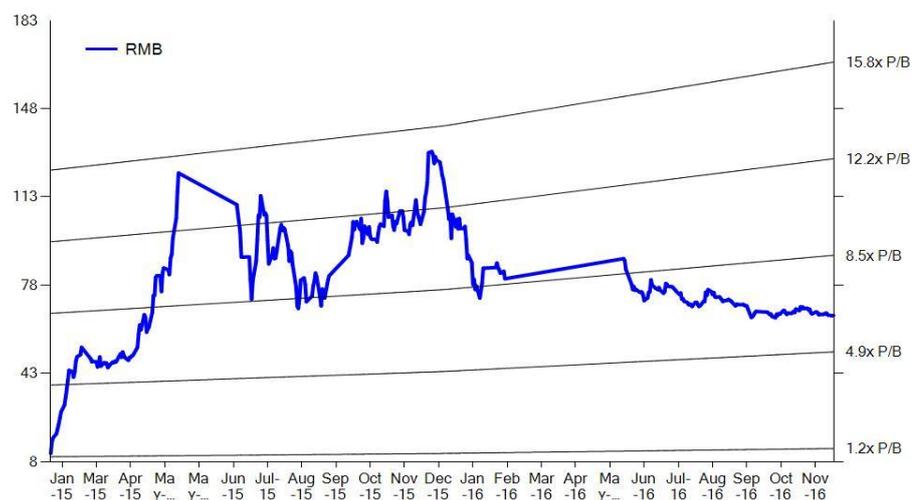
资料来源：公司资料，元大

图 54: 12 个月预期市盈率区间图



资料来源: 公司资料、元大

图 55: 12 个月预期市净率区间图



资料来源: 公司资料、元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
现金与短期投资	1,746	4,312	4,523	4,924	5,181
存货	39	82	92	139	151
应收帐款及票据	86	384	301	608	532
其他流动资产	107	184	184	184	184
流动资产	1,978	4,962	5,100	5,855	6,048
长期投资	0	384	512	640	768
固定资产	1,268	1,701	2,857	4,289	6,083
什项资产	1,328	8,411	8,572	8,935	9,536
其他资产	2,595	10,497	11,941	13,864	16,386
资产总额	4,574	15,459	17,041	19,719	22,435
应付帐款及票据	231	619	599	1,020	1,011
短期借款	0	57	85	113	142
什项负债	1,330	1,850	2,035	2,238	2,462
流动负债	1,561	2,525	2,719	3,371	3,615
长期借款	0	3,372	3,372	3,372	3,372
其他负债及准备	9	446	446	446	446
长期负债	9	3,818	3,818	3,818	3,818
负债总额	1,570	6,343	6,537	7,189	7,433
股本	500	1,174	1,174	1,174	1,174
资本公积	12	4,591	4,591	4,591	4,591
保留盈余	2,486	3,223	4,733	6,759	9,231
换算调整数	0	121	0	0	0
额归属母公司之权益	2,998	9,110	10,498	12,524	14,996
少数股权	5	6	6	6	6
股东权益总额	3,003	9,115	10,504	12,530	15,002

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
本期净利润	803	1,188	1,744	2,371	2,940
折旧及摊提	190	248	757	867	1,027
本期营运资金变动	253	490	238	270	280
其他营业资产	15	163	0	0	0
营运活动之现金流量	1,261	2,089	2,739	3,508	4,246
资本支出	(672)	(1,098)	(1,428)	(1,856)	(2,413)
本期长期投资变动	0	(384)	(128)	(128)	(128)
其他资产变动	(16)	(2,003)	(645)	(807)	(1,008)
投资活动之现金流量	(688)	(3,486)	(2,201)	(2,790)	(3,549)
股本变动	0	3,428	0	0	0
本期负债变动	0	3,429	28	28	28
其他调整数	(2)	(2,914)	(356)	(345)	(469)
融资活动之现金流量	(2)	3,943	(327)	(317)	(440)
汇率影响数	0	20	0	0	0
本期产生现金流量	571	2,567	211	401	257
自由现金流量	573	(1,396)	538	718	698

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
营业收入	5,339	8,001	11,655	15,473	19,412
销货成本	(3,509)	(5,236)	(7,504)	(9,975)	(12,514)
营业毛利	1,830	2,765	4,152	5,498	6,898
营业费用	(881)	(1,250)	(1,920)	(2,539)	(3,191)
营业利润	949	1,514	2,231	2,960	3,707
利息收入	15	0	0	0	0
利息费用	0	(60)	(156)	(66)	(67)
利息收入净额	15	(60)	(156)	(66)	(67)
投资利益(损失)净额	0	4	28	33	33
其他业外收入(支出)净额	94	102	187	187	187
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	1,057	1,561	2,291	3,113	3,861
所得税费用	(255)	(373)	(546)	(742)	(920)
税后净利润	803	1,188	1,744	2,371	2,940
少数股权净利	(2)	(2)	(3)	(4)	(5)
归属母公司之净利	801	1,186	1,742	2,367	2,935
税前息前折旧摊销前净利	1,140	1,762	2,988	3,827	4,734
每股收益 (RMB)	1.60	1.01	1.48	2.02	2.50
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	1.60	1.01	1.48	2.02	2.50

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
年成长率 (%)					
营业收入	32.7	49.9	45.7	32.8	25.5
营业利润	38.9	59.6	47.4	32.6	25.3
税前息前折旧摊销前净	35.3	54.6	69.6	28.1	23.7
税后净利润	32.9	48.1	46.9	35.9	24.0
每股收益	32.8	(36.9)	46.9	35.9	24.0
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	34.3	34.6	35.6	35.5	35.5
营业利润率	17.8	18.9	19.1	19.1	19.1
税前息前 折旧摊销前净利率	21.3	22.0	25.6	24.7	24.4
税后净利润率	15.0	14.8	14.9	15.3	15.1
资产报酬率	20.0	11.9	10.7	12.9	14.0
净资产收益率	26.7	13.0	16.6	18.9	19.6
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	0.0	37.6	32.9	27.8	23.4
净负债比率 (%)	(58.1)	(9.7)	(10.1)	(11.5)	(11.1)
利息保障倍数 (倍)	N.A.	27.2	15.7	47.9	58.8
利息及短期债	N.A.	13.9	10.1	17.7	18.8
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	N.A.	35.0	17.5	52.8	63.6
现金流量对利息及短期 债保障倍数 (倍)	N.A.	17.9	11.4	19.5	20.4
流动比率 (倍)	1.3	2.0	1.9	1.7	1.7
速动比率 (倍)	1.2	1.9	1.8	1.7	1.6
净负债 (RMB 百万元)	(1,745.99)	(883.31)	(1,065.79)	(1,438.35)	(1,667.14)
每股净值 (RMB)	6.00	7.76	8.94	10.67	12.77
评价指标 (倍)					
市盈率	41.1	65.1	44.3	32.6	26.3
股价自由现金流量比	39.8	(55.3)	143.4	107.6	110.7
市净率	N.A.	8.5	7.4	6.2	5.1
股价税前息前折旧摊销 前净利比	N.A.	43.8	25.8	20.2	16.3
股价营收比	6.2	9.6	6.6	5.0	4.0

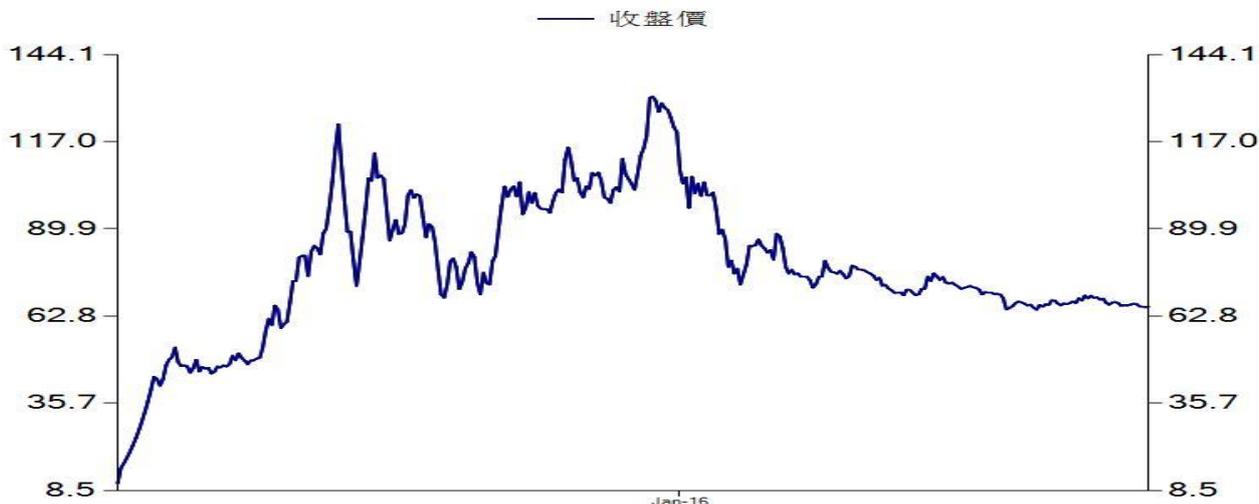
资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

万达院线 (002739 CH) - 投资建议与目标价三年历史趋势



资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	161	33%
持有-超越同业	114	23%
持有-落后同业	38	8%
卖出	6	1%
评估中	169	34%
限制评级	4	1%
总计:	492	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中, 但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策, 暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价, 其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2016 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资标的之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资标的，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼