



行业放缓之际布局最佳：买入

建议理由

2016年万达股价下挫47%，受到行业增长疲弱的影响，但我们预计2017年股价将迎来反弹，因为：(1) 万达通过快速建设以及收购影院扩大市场份额（国内银幕数量同比增长29%）。尽管我们预计行业的盈利能力仍将面临压力，但我们认为由于规模优势和收入来源更加多元化，万达的布局更佳。(2) 毛利率有望反弹（2017年预计将上升1个百分点至34%），得益于单银幕平均票房的企稳和非票房收入占比的上升（我们预计该比例将从2016年的34%升至2020年的35%）。我们重申该股买入评级，但将12个月目标价格下调了8%至人民币69.09元，隐含约20%的上行空间。

推动因素

(1) 进入二季度后票房反弹。我们预计二季度之后，由于比较基数较低，公司票房将反弹20%以上。我们预计2017年行业增速将为17%，受到银幕数量增加、好莱坞影片上映前景有利以及最近将网上票务服务费纳入票房等因素的推动。(2) 并购活跃。万达计划通过并购扩大市场份额，我们的预测中计入了2017年收购20家影院这一因素。(3) 非票房收入的潜在增长。我们看到卖品收入（即饮料和爆米花等）和电影衍生品业务拥有增长潜力。公司的场景营销策略也将成为一大重要的收入来源。

估值

我们将2016-20年每股盈利预测下调了2%-11%以反映单银幕平均票房假设的下调，并推出2021年预测。我们的目标价格基于13倍的2021年预期EV/EBITDA计算，并使用8%的行业股权成本贴现回2017年。我们的目标价格对应21倍的2017年预期EV/EBITDA，该股当前对应的倍数为17倍，而全球院线同业的均值为9倍。我们认为由于增长较高（2016-18年预期EBITDA年均复合增速为32%，而全球均值为17%），该股估值溢价合理。其当前估值也是自IPO以来的最低值。

主要风险

票房增长和新业务扩张慢于预期。

所属投资名单

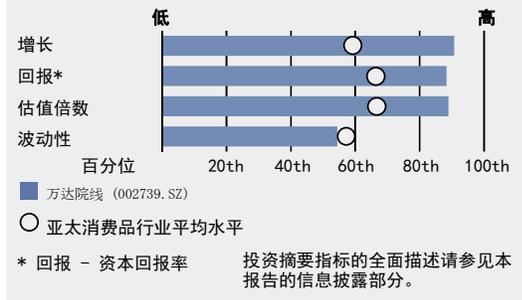
亚太买入名单

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 brian.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。

投资摘要



主要数据

	当前
股价 (Rmb)	57.20
12个月目标价格 (Rmb)	69.09
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	67,169.7 / 9,785.4
外资持股比例 (%)	--

	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
每股盈利 (Rmb) 新	1.01	1.30	1.80	2.34
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	(1.9)	(2.3)	(4.1)
每股盈利增长 (%)	(37.0)	28.4	38.9	30.0
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	1.01	1.30	1.80	2.34
市盈率 (X)	84.4	44.1	31.8	24.4
市净率 (X)	11.0	6.7	5.9	5.2
EV/EBITDA (X)	49.8	23.0	16.9	13.2
股息收益率 (%)	0.0	0.9	1.3	1.6
净资产回报率 (%)	19.6	15.9	19.8	22.7
ROIC (%)	24.5	15.9	19.3	22.0

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	(16.2)	(17.4)	(32.3)
相对于沪深300指数	(16.7)	(21.5)	(40.5)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为2/06/2017收盘价）

万达院线：财务数据概要

损益表(Rmb mn)					资产负债表(Rmb mn)				
	12/15	12/16E	12/17E	12/18E		12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入	8,000.7	11,229.1	14,397.1	17,532.8	现金及等价物	4,312.5	3,805.2	3,667.0	4,106.7
主营业务成本	(5,236.1)	(7,525.2)	(9,485.0)	(11,349.6)	应收账款	477.9	670.7	860.0	1,047.3
销售、一般及管理费用	(1,250.4)	(1,673.1)	(2,130.8)	(2,577.3)	存货	82.0	117.9	148.6	177.8
研发费用	0.0	0.0	0.0	0.0	其它流动资产	89.6	589.6	1,089.6	1,589.6
其它营业收入/(支出)	(11.7)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	流动资产	4,962.0	5,183.4	5,765.1	6,921.4
EBITDA	1,990.1	2,905.1	3,963.6	5,031.4	固定资产净额	1,701.1	2,608.4	3,316.1	3,917.9
折旧和摊销	(487.5)	(879.3)	(1,187.3)	(1,430.5)	无形资产净额	5,830.5	5,824.6	5,811.2	5,801.2
EBIT	1,502.6	2,025.8	2,776.3	3,600.9	长期投资	384.0	413.9	446.3	481.4
利息收入	53.7	43.1	38.1	36.7	其它长期资产	2,580.9	3,695.1	4,530.1	5,256.5
财务费用	(113.4)	(227.3)	(204.3)	(204.3)	资产合计	15,458.6	17,725.5	19,868.8	22,378.3
联营公司	4.4	4.9	4.9	4.9	应付账款	1,698.4	2,440.9	3,076.7	3,681.5
其它	114.1	157.4	167.9	178.6	短期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	1,561.4	2,003.9	2,782.8	3,616.7	其它流动负债	826.7	1,435.7	1,672.5	1,926.1
所得税	(373.4)	(479.4)	(666.3)	(866.3)	流动负债	2,525.2	3,876.6	4,749.1	5,607.5
少数股东损益	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	长期贷款	3,372.4	3,372.4	3,372.4	3,372.4
优先股股息前净利润	1,185.8	1,522.3	2,114.4	2,748.3	其它长期负债	445.6	445.6	445.6	445.6
优先股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	3,818.1	3,818.1	3,818.1	3,818.1
非经常性项目前净利润	1,185.8	1,522.3	2,114.4	2,748.3	负债合计	6,343.2	7,694.7	8,567.2	9,425.6
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	1,185.8	1,522.3	2,114.4	2,748.3	普通股权益	9,109.5	10,022.9	11,291.5	12,940.5
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	1.01	1.30	1.80	2.34	少数股东权益	5.8	8.0	10.1	12.3
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	1.01	1.30	1.80	2.34	负债及股东权益合计	15,458.6	17,725.5	19,868.8	22,378.3
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	1.01	1.30	1.80	2.34	每股净资产(Rmb)	7.76	8.54	9.62	11.02
每股股息(Rmb)	0.00	0.52	0.72	0.94					
股息支付率(%)	0.0	40.0	40.0	40.0					
自由现金流收益率(%)	1.0	(0.7)	0.7	2.0					
增长率和利润率(%)					比率				
	12/15	12/16E	12/17E	12/18E		12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入增长率	49.9	40.4	28.2	21.8	CROCI(%)	24.5	15.9	19.3	22.0
EBITDA增长率	55.1	46.0	36.4	26.9	净资产回报率(%)	19.6	15.9	19.8	22.7
EBIT增长率	62.9	34.8	37.0	29.7	总资产回报率(%)	11.8	9.2	11.2	13.0
净利润增长率	48.1	28.4	38.9	30.0	平均运用资本回报率(%)	26.2	18.7	21.8	24.8
每股盈利增长	(37.0)	28.4	38.9	30.0	存货周转天数	4.2	4.8	5.1	5.2
毛利率	34.6	33.0	34.1	35.3	应收账款周转天数	14.4	18.7	19.4	19.9
EBITDA利润率	24.9	25.9	27.5	28.7	应付账款周转天数	95.7	100.4	106.2	108.7
EBIT利润率	18.8	18.0	19.3	20.5	净负债/股东权益(%)	(10.3)	(4.3)	(2.6)	(5.7)
					EBIT利息保障倍数(X)	25.2	11.0	16.7	21.5
现金流量表(Rmb mn)					估值				
	12/15	12/16E	12/17E	12/18E		12/15	12/16E	12/17E	12/18E
优先股股息前净利润	1,185.8	1,522.3	2,114.4	2,748.3	基本市盈率(X)	84.4	44.1	31.8	24.4
折旧及摊销	487.5	879.3	1,187.3	1,430.5	市净率(X)	11.0	6.7	5.9	5.2
少数股东权益	2.2	2.2	2.2	2.2	EV/EBITDA(X)	49.8	23.0	16.9	13.2
运营资本增减	316.8	513.8	415.8	388.3	企业价值/总投资现金(X)	8.6	4.7	4.1	3.6
其它	96.8	(504.9)	(504.9)	(504.9)	股息收益率(%)	0.0	0.9	1.3	1.6
经营活动产生的现金流	2,089.1	2,412.7	3,214.7	4,064.3					
资本开支	(1,098.2)	(2,895.0)	(2,716.5)	(2,748.6)					
收购	(1,925.7)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(461.6)	(25.0)	(27.5)	(30.3)					
投资活动产生的现金流	(3,485.5)	(2,920.0)	(2,744.0)	(2,778.9)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(400.0)	0.0	(608.9)	(845.7)					
借款增减	1,057.5	0.0	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	3,427.8	0.0	0.0	0.0					
其它	(142.8)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	3,942.5	0.0	(608.9)	(845.7)					
总现金流	2,566.5	(507.3)	(138.2)	439.7					

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

戴晔
brian.dai@ghsl.cn

电影市场放缓之际万达院线扩大市场份额

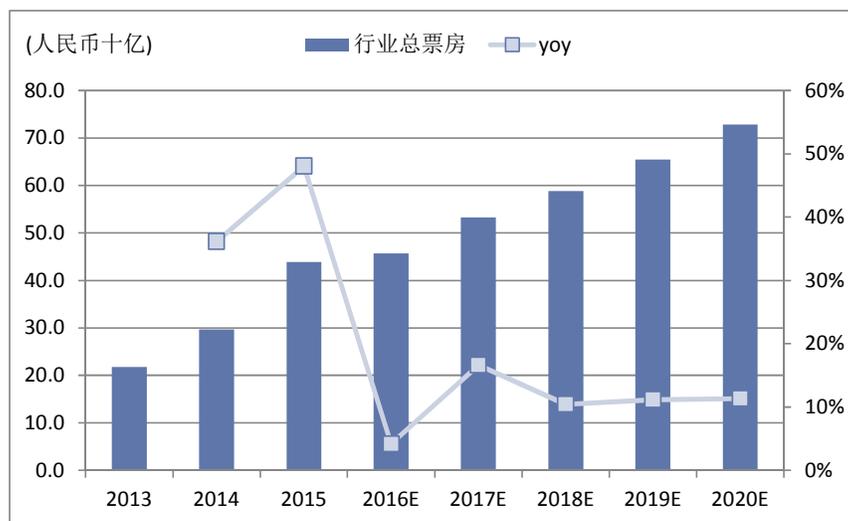
2016-2020 年行业年均复合增速将放缓至 12%

中长期内，我们预计中国电影市场增长将放缓（2016-20 年的年均复合增速将为 12%）。一方面，人均观影次数仍然较低（2016 年为 1.0，而美国 2014 年为 4.2），银幕渗透率也较低（2016 年为每 3.35 万人拥有一块银幕，而美国 2014 年为每 8,000 人有一块银幕）。另一方面，电影行业面临着来自网络视频的结构挑战。需注意的是，2012-16 年，电影市场的年均复合增速为 28%。

我们认为 2017 年电影业增速将反弹至 17%，得益于 2016 年相对较低的基数、好莱坞影片排片前景有利和银幕数量上升等因素。我们还考虑了新的票房计算方法（将网上票务平台收取的服务费（相当于票房的 7-8%）也计入票房）。我们预计今年二季度之后，公司票房将出现温和反弹（25%+），得益于较低的比较基数。

图表1: 我们预计 2016-20 年票房的年均复合增速将为 12%

历史票房和票房收入预测



资料来源：中国电影出版社、广电总局、高华证券研究

盈利能力压力和行业整合

在行业整体放缓的背景下，我们认为下列因素将令行业盈利能力继续承压：

- 平均单银幕票房下降带来的压力：**一方面，虽然电商平台补贴减少的不利影响逐渐消退（因为大多数补贴都已取消），但随着院线向中小城市渗透，定价可能继续呈温和走低趋势；另一方面，尽管影院扩张可能放缓（每年新增银幕数从 9,000 块降至 6,000-7,000 块），但其增幅仍高于观影人次的增长。
- 利润率压力：**虽然根据政策要求，上游制作发行公司的整体票房分成应能持稳在 42%，但我们认为租金与票房收入之比将继续给院线利润率带来压力。我们认为二线城市影院的租金比率将朝着 20% 的部分一线城市水平靠拢。
- 资本投资加大：**随着市场放缓，我们认为大型院线应能积极开展并购、从而推动行业整合提速。不过，这可能会降低边际资本回报率，因为收购影院的成本仍远远高于新建影院的成本。

中国院线的净资产回报率仍明显高于全球同业，但是我们认为回报率将因为上述结构性因素而趋于下行，这最终体现出院线的内在同质化。

但是，在行业盈利能力明显转弱之际，我们认为大型院线如能做到以下几点则可能境况好于同业：

- 积极开发广告、卖品和电影人物衍生品收入等非票房收入，以应对单银幕票房的下降；
- 因集团支持和协同效应而支付相对较低的影院租金；
- 依托规模效应来控制收购或新建影院的成本；
- 积极主动地进一步整合制作发行等上游业务或网上平台等下游业务；

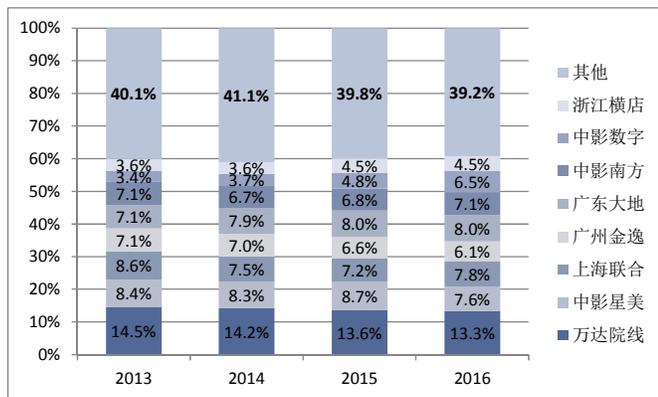
我们认为，在我们覆盖的院线企业中，万达在上述领域中定位最为有利，我们预计公司将拥有更快的增速，而且其盈利能力在行业增速放缓之际将得到更好的保护。

潜在的市场整合

在过去几年中，中国院线领域的整合速度较为缓慢。前八大院线的市场份额从 2014 年的 58.9% 升至 2016 年的 60.8%。美国前五大院线的市场份额超过了 60%，相比之下中国的影院市场拥有较大的整合潜力。我们认为中国电影市场的快速扩张一度为业内大小企业提供了同等机遇，使得整合步伐缓慢，但如今随着行业减速，我们认为拥有规模效应的大公司在外延扩张方面处于更有利的地位。

图表2: 国内各院线正在进行整合，虽然速度较为缓慢

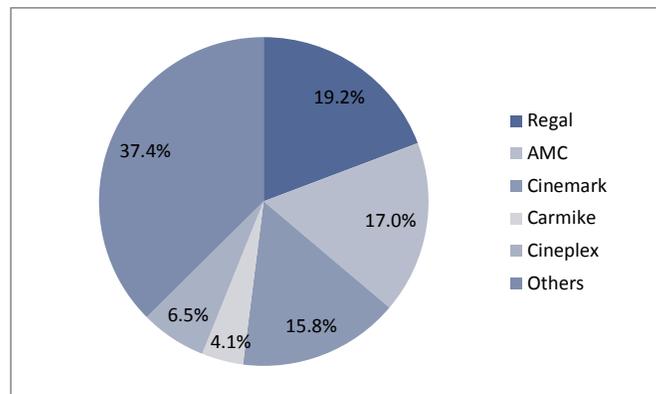
国内各院线市场份额



资料来源：中国电影出版社、猫眼电影

图表3: ...而美国的院线整合程度要高得多

美国院线市场份额，2014 年数据



资料来源：公司数据、MPAA

万达院线市场份额应能提升

我们认为万达院线或许能够扩大市场份额，得益于：(1) 影院的快速扩张 – 管理层计划 2017 年新增 70-80 座影院；(2) 积极的收购。我们估算 2017 年万达院线将收购 20 座影院，与过去两年相当。

图表4: 2015 年和 16 年万达收购的影院

日期	收购标的	收购对价 (亿元)	影院数量	银幕数量
2015年7月	重庆世茂	10	18	148
2015年12月	大连奥纳	NA	6	46
2016年2月	厚品文化+赤峰北斗星	NA	7	46

资料来源：公司数据

2017年毛利率将反弹

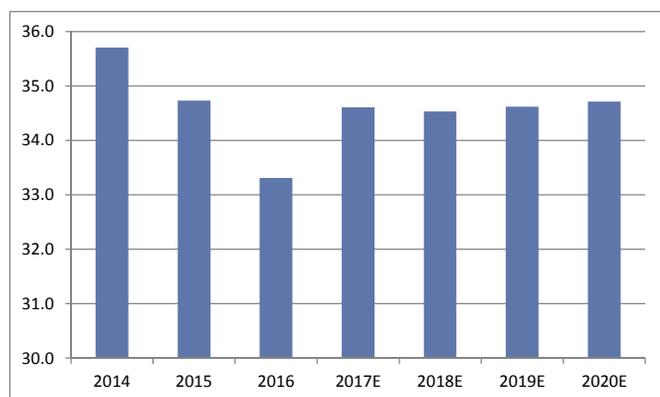
2017年票价降幅将放缓，单银幕票房企稳

2016年，国内电影业的平均票价下跌了5%，受到网络票务平台补贴下降和影院打折力度加大的拖累。然而，由于网上票务服务费被计作票房，2017年电影业的票价应会回升。我们预计剔除服务费的票价仍将温和下降（约3%），但下降的速度可能放缓，原因是2016年网上票务平台的补贴已经同比减少了50%。

2016年，万达的单银幕票房下降了33%左右，受到电影票价下跌以及年底新增银幕增多的影响。我们认为未来几年公司的单银幕票房将保持稳定，得益于行业稳步增长因而票价和上座率稳定（需注意的是，我们并未在万达的收入中纳入网上票务服务费）。

图表5: 我们预计2018年及之后电影票价将持稳

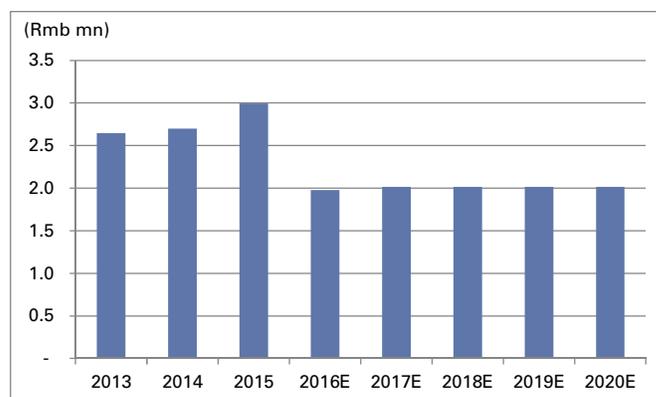
国内电影平均票价 (人民币元)



资料来源: 中国电影出版社、高华证券研究

图表6: 我们预计万达的单银幕票房将自2017年持稳

万达的单银幕平均票房



资料来源: 中国电影出版社、高华证券研究

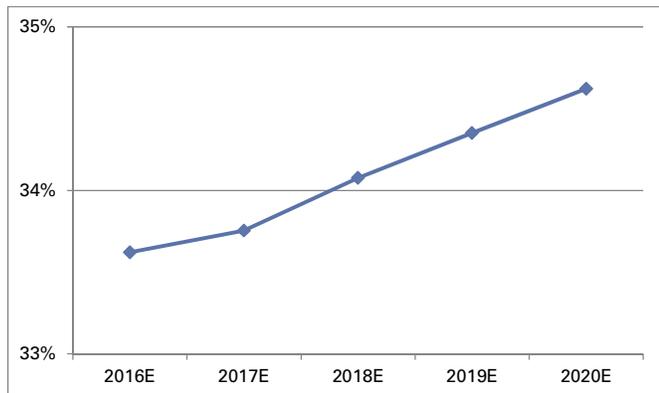
非票房业务收入将加速增长，推高毛利率

2016年万达的非票房业务收入占总收入比例从2015年的20%升至34%，主要原因在于公司收购了Hoyts（非票房业务收入比例较大）慕威时尚。但我们认为万达的非票房业务收入占比未来仍有提升空间（预计将从2016年的34%升至2020年的35%），因为：

- **中国市场上卖品收入仍较低。**我们估测2016年万达卖品收入与票房的比例为18.5%，而美国市场上该比例约为40%。我们认为卖品收入增长将受三方面因素的推动：渗透率提高（观影人次和银幕数量），拓宽卖品部种类（如冰淇淋店）以及卖品部所出售的食品与饮料不断涨价。
- **衍生品收入上升。**管理层表示，电影《魔兽》的衍生品总收入已超过人民币1亿元。我们预计公司未来将受益于中国尚欠发达的电影衍生品市场的发展。
- **广告和电影发行收入拥有增长潜力。**管理层表示，电影广告公司——影时尚被收购后的收入和净利润的同比增幅分别超过300%/100%。广告收入仍有极大的上升空间，得益于万达拥有提升市场份额的潜力以及场景营销模式兴起。例如，光明乳业将在万达的影院出售其产品。

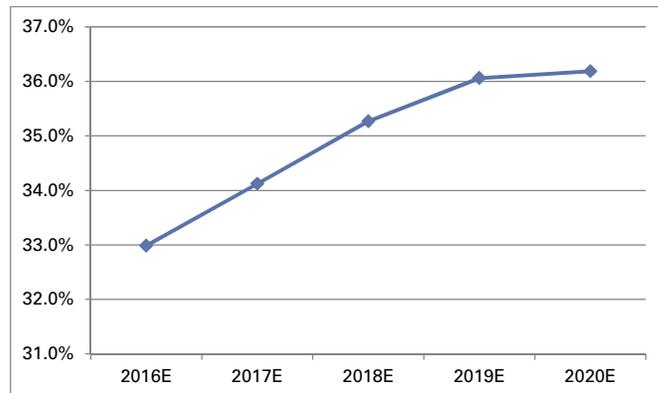
基于以上因素，我们预计万达的毛利率将从2016年的33%升至2017年的34%。

图表7: 我们预计万达的非票房业务收入占总收入的比例将上升
非票房收入占总收入的比例



资料来源: 高华证券研究

图表8: 我们预计未来五年万达的毛利率将提高
万达院线的毛利率



资料来源: 高华证券研究

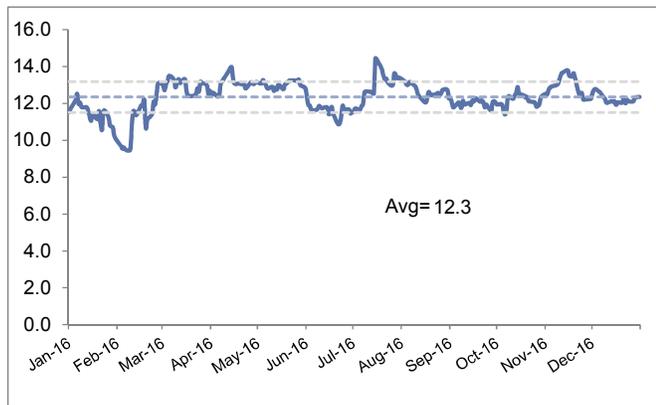
盈利预测与估值

在最近的势头过后，我们将 2016-20 年每股盈利预测下调了 2-11%，以体现更保守的单银幕平均票房假设。我们推出了 2021 年预测，2021 年预期 EBITDA 为人民币 80.92 亿元。

我们现在的目标价格基于 13 倍的 2021 年预期 EV/EBITDA 计算，并使用 8% 的行业股权成本贴现回 2017 年。我们将估值年份从 2020 年延展至 2021 年，并将估值倍数从 15 倍调整为 13 倍，因为参照公司的估值出现了变化（IMAX Corp 和 CJ CGV 对应的 12 个月预期估值倍数约为 12-13 倍）。我们的目标价格隐含 21 倍的 2017 年预期 EV/EBITDA，该股当前对应的倍数为 17 倍，而全球院线同业的均值为 9 倍。我们的 2016-18 年每股盈利预测基本符合市场预测（低 4%-7%）。

图表9: IMAX Corp 的历史 EV/EBITDA 为 12.3 倍

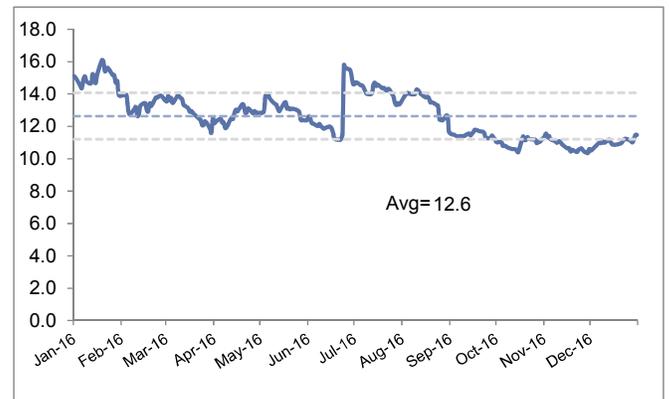
IMAX Corp 的 12 个月滚动预期 EV/EBITDA



资料来源：彭博

图表10: CJ CGV 的历史 EV/EBITDA 为 12.6 倍

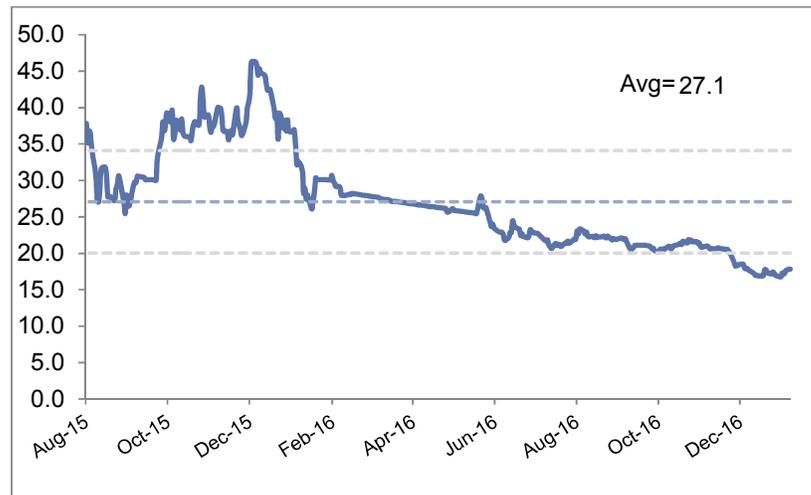
CJ CGV 的 12 个月滚动预期 EV/EBITDA



资料来源：彭博

图表11: 万达院线的历史 EV/EBITDA 为 27.1 倍

12 个月预期 EV/EBITDA



资料来源：彭博

图表12: 可比公司估值表

Ticker & Company name	Market cap USD mn	GS Rating	P/E			EV/EBITDA			ROE			NP CAGR 2016-18E	EBITDA CAGR 2016-18E
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E		
002739.SZ Wanda Cinema Line Co.	9,761	Buy	44	32	24	23	17	13	16%	20%	23%	34%	32%
1970.HK IMAX China	1,704	Neutral	44	32	26	27	19	16	23%	28%	29%	32%	29%
300027.SZ Huayi Brothers Media	4,203	Neutral	31	26	21	23	19	15	9%	10%	11%	20%	20%
300251.SZ Beijing Enlight Media Co.	4,268	Neutral	40	29	23	41	30	23	10%	13%	14%	32%	32%
Domestic movie/cinema companies avg.			40	30	24	29	21	17	15%	18%	19%	30%	28%
IMAX IMAX Corp.	2,154	Neutral	42	27	24	16	13	11	4%	9%	10%	30%	19%
CJ CGV CJ CGV	1,464	NC	57	27	20	15	12	10	7%	13%	16%	70%	21%
CNK Cinemark	4,908	Buy*	21	16	15	9	8	7	19%	22%	21%	21%	11%
AMC AMC Entertainment	3,234	Neutral	36	37	32	12	7	6	6%	6%	7%	12%	27%
RGC Regal	3,527	Neutral	22	18	17	9	8	7	NM	NM	NM	14%	7%
International cinema companies avg.			36	25	21	12	9	9	9%	13%	13%	30%	17%
Average			38	27	23	20	15	13	12%	15%	16%	30%	22%

注: * 表明该股位于我们的地区强力买入名单。

资料来源: 高华证券研究 (万达院线、IMAX 中国、华谊兄弟、光线传媒)、高盛全球投资研究 (IMAX Corp、Cinemark、AMC、Regal)、彭博 (CJ CGV)

主要风险

票房增长慢于预期: 我们看到行业票房增速已放缓至 11-12%，原因在于一二线城市的渗透率已较高、在线票务平台的补贴下降以及来自网络视频的结构挑战。如果这些因素继续令行业增长承压，可能会导致万达票房增速低于预期。此外，如果万达未能整合市场份额，那么其票房增速可能会低于我们的预测。

新业务扩张慢于预期: 我们在未来几年预测中计入了更快的新业务（主要是广告）增速（与票房业务相比）。然而，如果新业务扩张慢于我们的预期，则可能给公司带来下行风险。

图表13: 损益表: 万达院线

人民币百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,023	5,339	8,001	11,229	14,397	17,533	20,780	24,154	27,635
票房	3,300	4,362	6,388	7,454	9,537	11,558	13,642	15,792	17,986
卖品	478	631	923	1,379	1,793	2,208	2,646	3,111	3,597
其他	245	346	690	2,396	3,067	3,767	4,491	5,251	6,052
收入增速	33%	33%	50%	40%	28%	22%	19%	16%	14%
票房	34%	32%	46%	17%	28%	21%	18%	16%	14%
卖品	44%	32%	46%	49%	30%	23%	20%	18%	16%
其他	1%	41%	100%	247%	28%	23%	19%	17%	15%
毛利	1,399	1,830	2,765	3,704	4,912	6,183	7,492	8,740	10,038
毛利率	34.8%	34.3%	34.6%	33.0%	34.1%	35.3%	36.1%	36.2%	36.3%
票房	25%	24%	25%	16%	18%	19%	20%	20%	20%
卖品	70%	69%	69%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
其他	92%	96%	77%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
营业税金及附加	257	257	348	393	504	614	727	845	967
占营业收入比重	6.40%	4.81%	4.36%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
销售费用	202	286	377	505	648	789	935	1,087	1,244
占营业收入比重	5.0%	5.4%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	257	338	525	775	979	1,175	1,371	1,570	1,769
占营业收入比重	6.4%	6.3%	6.6%	6.9%	6.8%	6.7%	6.6%	6.5%	6.4%
财务费用	(5)	(15)	60	184	166	168	163	153	138
利润总额	789	1,057	1,561	2,004	2,783	3,617	4,485	5,286	6,133
减: 所得税	184	255	373	479	666	866	1,074	1,267	1,470
净利润	603	801	1,186	1,522	2,114	2,748	3,408	4,017	4,661
减: 少数股东损益	2	2	2	2	2	2	2	2	2
归属于母公司所有者的净利润	603	801	1,186	1,522	2,114	2,748	3,408	4,017	4,661
同比增长	55%	33%	48%	28%	39%	30%	24%	18%	16%
净利润率	15.0%	15.0%	14.8%	13.6%	14.7%	15.7%	16.4%	16.6%	16.9%
基本每股收益	1.21	1.60	1.01	1.30	1.80	2.34	2.90	3.42	3.97

资料来源: 公司数据、高华证券研究

我们的季度预测表明收入和净利润从2017年二季度开始反弹,符合我们对该行业将在2017年一季度过后触底反弹的看法,原因在于比较基数较低以及好莱坞片单强劲。

图表14: 我们的季度预测显示二季度业绩将开始反弹

季度收入/净利润的同比变动

		Revenue growth yoy											
		FY0				FY1				FY2			
FY1	Ccy	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
2016	CNY	38%	43%	39%	76%	82%	48%	38%	10%	10%	29%	35%	41%

		Net income growth yoy											
		FY0				FY1				FY2			
FY1	Ccy	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
2016	CNY	59%	42%	20%	98%	37%	18%	10%	52%	15%	45%	55%	48%

资料来源: 公司数据、高华证券研究

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多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及净资产回报率。**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：A-share Consumer Durables、A 股传媒、A 股食品饮料。

A-share Consumer Durables：格力电器、美的集团、青岛海尔。

A 股食品饮料：古井贡酒、洋河股份、贵州茅台、泸州老窖、青青稞酒、山西汾酒、青岛啤酒(A)、五粮液。

A 股传媒：奥飞娱乐、光线传媒、歌华有线、华录百纳、蓝色光标、中南传媒、分众传媒、省广股份、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。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：万达院线 (Rmb55.99)

高盛高华在过去 12 个月中与下述公司存在投资银行客户关系：万达院线 (Rmb55.99)

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。除了与高盛相关的披露，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。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。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告的提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购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购购买要约。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 © 2017 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。