

## 院线第一股，具纵向一体化经营能力的影业龙头

新股动态

### ◆公司简介:

万达院线为国内电影院线及影院行业龙头公司。过去三年万达院线银幕数市场份额在 6.5-7.5% 之间；票房市场份额在 14% 左右，市占率第一。

### ◆行业分析:

**1. 银幕增长与影片供给繁荣推动电影票房持续高速增长:**2014 年国内电影票房达 296.39 亿，同比增长 36%；新增银幕 5397 块，银幕数同比增速 30%。近 3 年每年进入院线放映的电影 300-400 部，2014 年 20% 电影票房过亿。2014 年国内新增 51 支文化产业投资基金，资本助力优秀内容不断扩容。

**2. 十大院线市占率 67%，新建影院支撑票房份额扩张:**2014 年前五大院线票房份额 45%，前十大院线票房份额 67%。近年发展速度最快的广东大地、广州金逸为资产联结为主运营模式的院线；由快速兴建影院扩张份额。

**3. 海外成熟市场院线规模化经营行业集中度高:**英国前五的院线市场份额达 85%，美国达 62%。分析美国院线发展史，放映环节规模化经营高度集中，获得与制片方强有力的议价能力是发展方向。

### ◆公司分析:

**1. 经营能力:运营突出,用户粘性、单银幕产出遥遥领先。**2011 年至 2014 年,公司票房收入年复合增长率 33%;观影人次复合增长率 35%。会员总数超过 2000 万,票房的贡献度超过 70%。单银幕产出年均 250 万。

**2. 竞争优势:**(1) 可复制的跨区域扩张、强大的连锁经营能力;(2) 领先的电子商务平台,持续创新经营;(3) 领先的品牌影响力与企业文化。

**3. 业绩成长:银幕数扩张,受益于优秀影片供给扩容。**计划到 2016 年末拥有影院 260 家,银幕超过 2300 块。公司对高质量影片的运营效率显著,单部优秀影片收入贡献可达当年的 5% 甚至 10% 以上;票房收入受益于优秀影片供给的持续繁荣。商品销售与广告收入增长潜力大且提升利润。

**4. 发展路径:具纵向一体化经营能力的电影业龙头。**万达影视与万达院线形成“制片-发行-放映”产业链;公司有望成为全产业链平台。

### ◆估值与评级:

预测 2014-2016 年公司摊薄后 EPS 分别为 1.42、1.97、2.63 元。参照影视行业公司 2015 年平均 PE 为 33 倍,预计上市合理价为 65.01 元。

**◆风险提示:**业务快速扩张带来的管理风险、影院选址风险,竞争加剧等。

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,031	4,023	5,555	7,357	9,550
营业收入增长率	37.24%	32.71%	38.09%	32.44%	29.81%
净利润(百万元)	388	603	796	1,101	1,473
净利润增长率	27.20%	55.18%	32.19%	38.20%	33.86%
EPS(元)	0.78	1.21	1.42	1.97	2.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.35%	27.42%	26.61%	21.46%	23.51%

### (新股)

预计上市价:65.01 元

### 分析师

王铮(执业证书编号:S0930514070006)

021-22169115

[zhengwang@ebscn.com](mailto:zhengwang@ebscn.com)

### 发行数据

发行价格:21.35(元)

发行规模:60(百万股)

发行方式:网下询价,上网定价

发行日期:2015-01-14

主承销商:中银国际证券有限责任公司

主要股东:北京万达投资有限公司

### 相关研报

## 目 录

1、 万达院线：国内院线及影院行业市占率第一 .....	3
1.1、 万达院线为院线及影院行业市占率第一的龙头公司 .....	3
1.2、 万达院线为大连万达集团文化旅游产业的重要构成 .....	4
2、 票房维持高增长，院线行业集中度具提升空间.....	5
2.1、 银幕增长与影片供给繁荣推动电影票房持续高增长 .....	5
2.2、 十大院线市占率 67%，新建影院支撑票房份额扩张.....	7
2.3、 海外成熟市场院线规模化经营行业集中度高 .....	10
3、 公司分析：具纵向一体化经营能力的产业龙头.....	11
3.1、 经营能力：运营突出，用户粘性、单银幕产出领先 .....	11
3.2、 竞争优势：跨区域扩张、连锁经营、创新经营能力 .....	13
3.3、 业绩成长：银幕数扩张，受益于优秀影片供给扩容 .....	14
3.4、 发展路径：具纵向一体化经营能力的电影业龙头.....	15
4、 盈利预测与估值 .....	16
4.1、 盈利假设.....	16
4.2、 盈利预测.....	16
4.3、 估值 .....	17
5、 风险分析.....	17

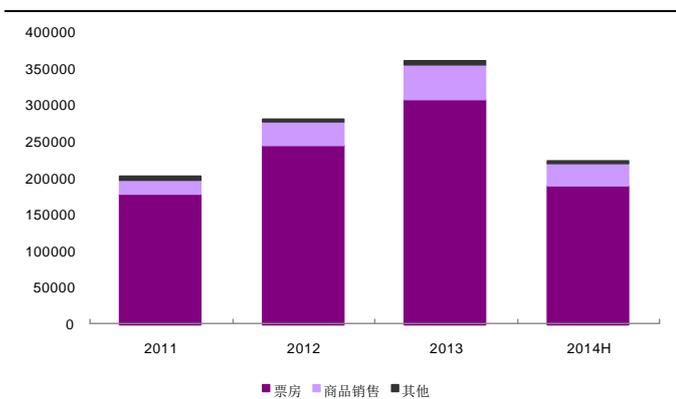
# 1、万达院线：国内院线及影院行业市场占率第一

## 1.1、万达院线为院线及影院行业市场占率第一的龙头公司

万达院线为国内电影院线及影院行业龙头公司，主营影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及相关衍生业务（卖品销售、广告发布等）。

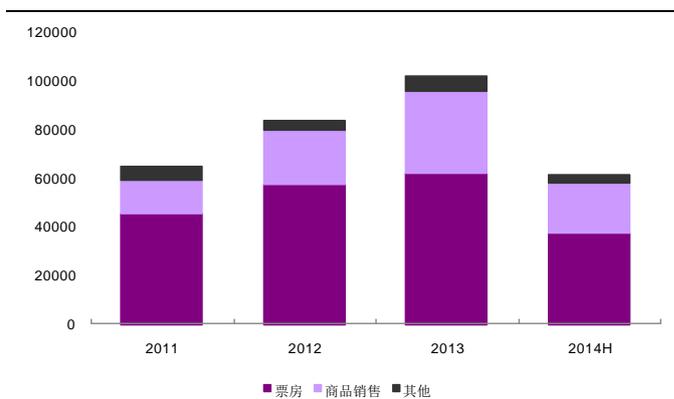
公司的业务收入主要由院线电影发行及影院电影放映业务带来的票房、影院的卖品部商品销售、及广告等其他业务构成。票房收入占比在 85%以上，毛利构成中，近几年票房占比在 60-70%，商品销售由于毛利率高，毛利占比已提升至 30%以上。2011-2013 年公司净利润分别为 3.07、3.9、6.05 亿元，三年复合增长率 25.44%。

图 1：万达院线收入趋势（万）



资料来源：招股说明书

图 2：万达院线毛利趋势（万）



资料来源：招股说明书

图 3：净利润趋势



资料来源：招股说明书

截至 2014 年 6 月，公司已开业影院达 150 家，拥有 1315 块银幕；其中 2011-2014 年 6 月新开业影院 88 家。过去三年万达院线银幕数市场份额在 6.5-7.5%之间；票房市场份额在 14%左右，票房份额在各大院线中有明显的领先优势。

公司以资产联结、连锁经营的模式开展业务，即下属影院均由万达院线直接投资兴建；依托资产联结模式，万达院线实现了以资本和供片为纽带，

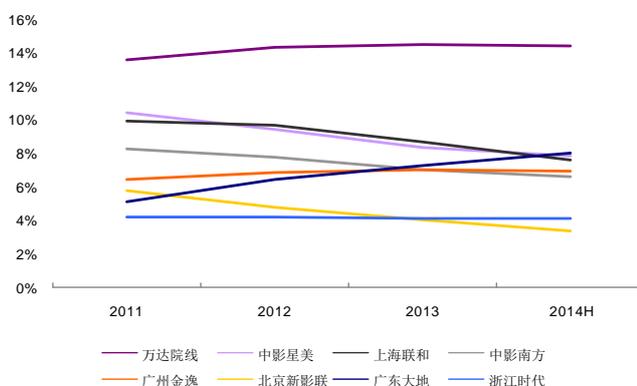
对旗下的影院统一品牌、统一建设、统一管理、统一排片；目前公司拥有 98 家全资子公司和 1 家控股子公司。

表 1: 万达院线银幕数与票房市场份额

	2011	2012	2013	2014H
万达银幕数(块)	693	975	1247	1315
全国银幕数(块)	9286	13118	18195	20646
市场份额(%)	7.46%	7.43%	6.85%	6.37%
万达院线票房(亿)	17.85	24.56	30.87	19.13
全国电影票房(亿)	131.15	170.73	217.69	137.43
市场份额(%)	13.61%	14.39%	14.18%	13.92%

资料来源：招股书，广电总局，光大证券研究所整理

图 4: 国内前八大院线票房市场份额情况

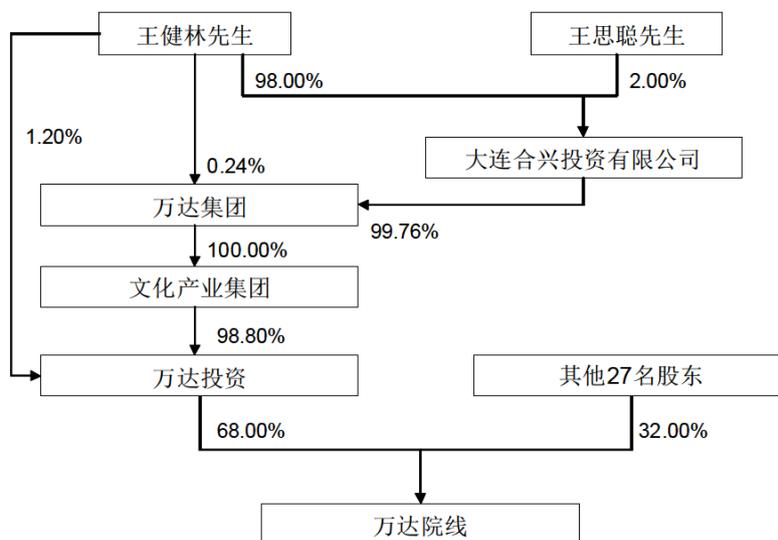


资料来源：广电总局，放映发行协会《年度电影市场报告》

## 1.2、万达院线为大连万达集团文化旅游产业的重要构成

万达院线控股方为北京万达投资有限公司，实际控制人为王健林；公司的自然人股东王建忠、王建可、王建春和王建川 4 人与实际控制人为兄弟关系；股东王思聪为实际控制人之子。

图 5: 招股前万达院线股权结构



资料来源：招股说明书

万达院线为大连万达集团文化旅游产业板块的重要组成部分，万达文化产业集团是国内最大的文化集团，注册资金 50 亿元，资产 440 亿元，2013 年收入 255 亿元，已布局电影院线、影视制作、影视产业园区、舞台演艺、电影科技娱乐、主题公园、连锁娱乐、报刊传媒、字画收藏、文化旅游等多元产业。

图 6：万达院线实际控制人旗下控股企业情况



资料来源：招股说明书

## 2、票房维持高增长，院线行业集中度具提升空间

### 2.1、银幕增长与影片供给繁荣推动电影票房持续高增长

2014 年国内电影票房达 296.39 亿，同比增长 36%；年度观影人次达 8.3 亿，同比增长 37%；电影市场三年 CAGR 为 31%，维持高增长趋势。

2014 年国内新增影院 1015 座，新增银幕 5397 块，银幕数同比增速 30%；快速增加的影院与银幕仍然是拉动票房增长的一大主因。二线以下城市票房增速明显超越一线城市；2014 年前三季度国内票房前十大地区，仅北京、上海票房同比增长在 30% 以下。二线以下城市观影消费需求随着银幕覆盖率提升在持续释放。

票房规模的扩张，吸引优秀的制作力量持续进入市场；近两年国内导演新秀不断涌现。2013 年分账片增至 34 部后扩大了引进片的供给；近 3 年每年进入院线放映的电影维持在 300-400 部，2014 年 20% 电影票房过亿。供给趋于繁荣将成为电影票房维持强劲增长的另一核心因素。

图 7：国内电影年度票房趋势



资料来源：广电总局

图 8：年度观影人次趋势



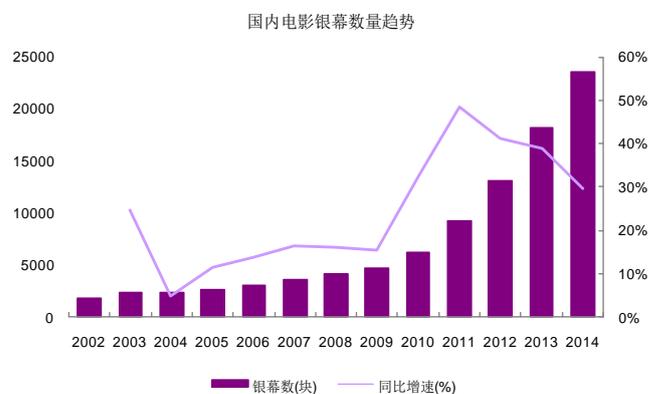
资料来源：广电总局

图 9：国内电影影院数量趋势



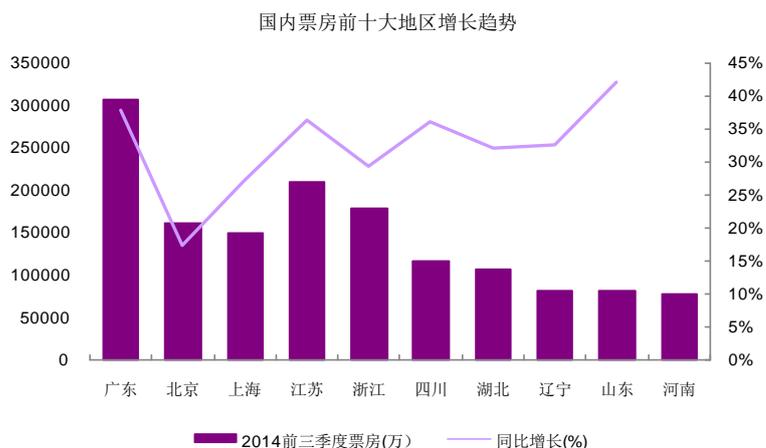
资料来源：广电总局

图 10：国内电影银幕数量趋势



资料来源：广电总局

图 11：国内票房前十大地区增长趋势



资料来源：广电总局，光大证券研究所整理

2014年国内新增51支文化产业投资基金，上市影视公司已普遍引入战略投资者实现再融资夯实未来几年的项目开发能力；腾讯、阿里、爱奇艺、

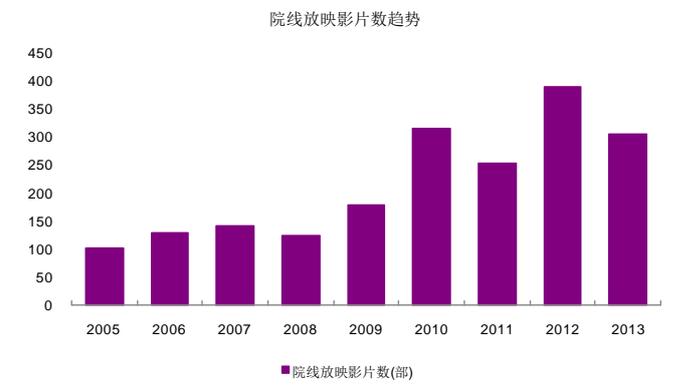
优酷土豆等互联网龙头相继设立影业公司。在资本助力下，优秀制作力量持续进入电影市场，新增优秀内容不断扩容，供给繁荣对票房形成强劲支撑。

图 12: 国产故事片产量趋势



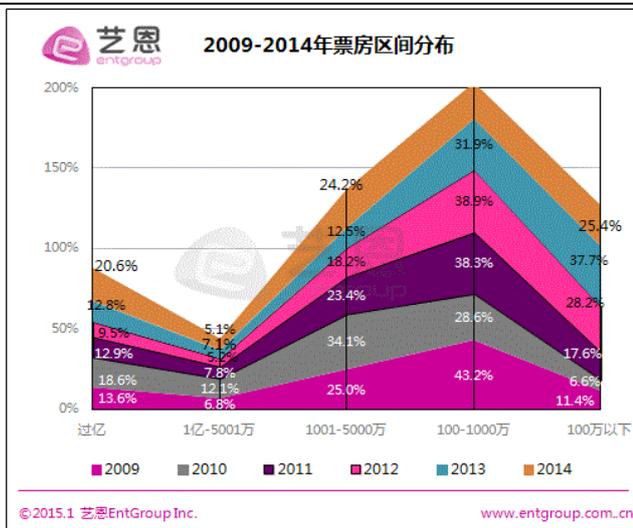
资料来源: 广电总局

图 13: 院线放映影片数量趋势



资料来源: 广电总局

图 14: 2009-2014 年票房区间分布

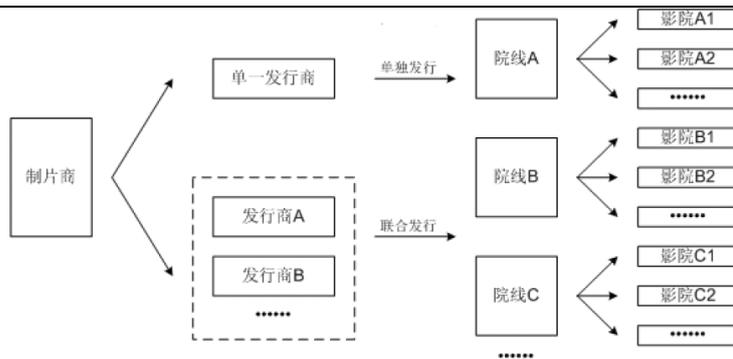


资料来源: 艺恩咨询

## 2.2、十大院线市占率 67%，新建影院支撑票房份额扩张

2002 年以来，我国逐步建立起以院线为主的供片机制。

图 15: 我国现行院线制发行模式



资料来源: 艺恩咨询

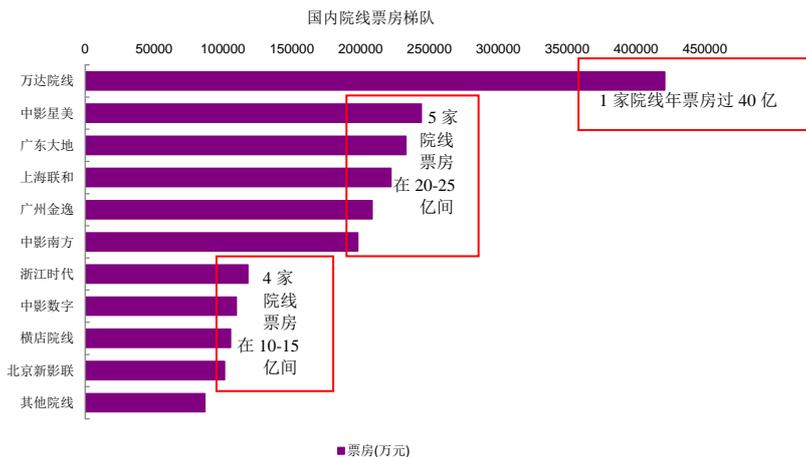
目前国内有 45 条城市院线，249 条农村院线；城市和农村院线数量近年来状态稳定。城市院线的票房梯队已经形成，2014 年前五大院线票房份额 45%，前十大院线票房份额 67%。前十大院线在市场中占主导地位，但行业集中度与成熟市场相比仍有较大的提升空间。

图 16: 2009 年以来国内城市院线数量



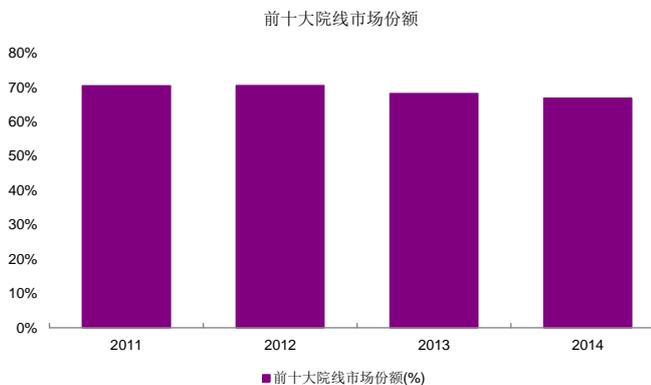
资料来源：广电总局、艺恩咨询

图 17: 2014 年国内院线票房梯队结构



资料来源：广电总局、艺恩咨询

图 18: 2011-2014 年前十大院线市场份额趋势



资料来源：广电总局、艺恩咨询

按照院线与旗下影院的关系，我国现有城市院线的经营模式有三种：纯资产联结模式，以资产联结为主、加盟为辅模式，以签约加盟为主、资产联结为辅模式。

图 19：国内院线经营模式及特点

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 <sup>6</sup>
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 <sup>7</sup>

资料来源：招股说明书

2008 年以来，国内电影产业高速发展，影院投资进入迅速扩张阶段。近七年院线发展历程中，万达院线、中影星美、上海联和等市场份额维持在行业前列；广东大地与广州金逸成为发展速度最快的两个院线，2014 年份额排名分别为第三与第五；横店院线与中影数字成为两大新晋的院线公司。

图 20：2008-2014 年前十大院线排名

排名	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	中影星美	万达院线	万达院线	万达院线	万达院线	万达院线	万达院线
2	万达院线	中影星美	中影星美	中影星美	上海联和	上海联和	中影星美
3	上海联和	上海联和	上海联和	上海联和	中影星美	中影星美	广东大地
4	中影南方	北京新影联	中影南方	中影南方	中影南方	广东大地	上海联和
5	北京新影联	中影南方	北京新影联	广州金逸	广州金逸	中影南方	广州金逸
6	广东珠江	浙江时代	广州金逸	北京新影联	广东大地	广州金逸	中影南方
7	浙江时代	广州金逸	浙江时代	广东大地	北京新影联	浙江时代	浙江时代
8	辽宁北方	辽宁北方	广东大地	浙江时代	浙江时代	北京新影联	中影数字
9	四川太平洋	四川太平洋	四川太平洋	四川太平洋	四川太平洋	浙江横店	横店院线
10	湖北银兴	世纪环球	辽宁北方	辽宁北方	浙江横店	中影数字	北京新影联

资料来源：招股说明书

截至 2014 年底，前五大院线中以纯资产联结以及资产联结为主运营模式的院线有 3 家，签约结盟为主运营模式的院线有 2 家。近年发展速度最快的广东大地、广州金逸为资产联结为主运营模式的院线；新晋院线中浙江横店为资产联结为主的运营模式，中影数字以签约结盟为主。

观察院线市场份额变化，由资产联结模式快速投资兴建影院，拥有大量银幕数从而实现票房份额的快速扩张是广东大地、广州金逸、浙江横店等院线崛起的主因。在国内银幕覆盖率趋于饱和之前，该模式仍将是票房份额扩张的强劲驱动因素；未来运营效率提升则成为长期发展的关键。

表 2：重点院线经营概况与经营模式

	成立时间	股东背景	影院数	银幕数	运营模式	市场地位
万达院线	2005	大连万达集团	150	1315	纯资产联结	份额第一
中影星美	2002	中影集团、星美传媒	229	1333	签约结盟为主，资产联结为辅	份额前三

广东大地	2005	大地时代文化传播集团	450	2185	资产联结为主, 签约加盟为辅	2014 年进入前三
上海联和	2003	上影集团	228	1223	签约结盟为主, 资产联结为辅	份额前五
广州金逸	2008	广州金逸影视集团	185	1000	资产联结为主, 签约加盟为辅	2014 年进入前五
浙江横店	2009	横店集团	132	797	资产联结为主, 签约加盟为辅	份额前十
中影数字	2010	中影集团	199	1009	签约结盟为主, 资产联结为辅	份额前十

资料来源: 各公司官网、公告; 注: 万达影院及银幕数为 2014 年 6 月数据, 广东大地为 2014 年 8 月数据, 其余为 2013 年底数据

## 2.3、海外成熟市场院线规模化经营行业集中度高

近几年我国城市院线行业格局较稳定, 与国外市场相比集中度仍有较大提升空间。英国前五的院线市场份额达 85%, 美国达 62%; 院线前十在英国市场份额高达 95%, 美国为 70%。欧洲影院投资市场份额最高的法国 Gaumont Pathe 公司, 市场份额 26.4%; 美国影院投资市场份额最高的 Regal Ent Grp 公司, 市场份额为 22.1%。就银幕覆盖率而言, 2013 年美国前五大院线银幕数接近 21000 块, 占整个北美市场 50% 份额。

图 21: 北美前十大院线旗下影院及银幕数

Top 10 U.S. & Canadian Circuits

As of July 1, 2013

Circuit	Headquarters	Screens	Sites
1. Regal Entertainment Group	Knoxville, TN	7318	574
2. AMC Entertainment Inc.	Leawood, KS	4988	344
3. Cinemark USA, Inc.	Plano, TX	4434	332
4. Carmike Cinemas, Inc.	Columbus, GA	2476	249
5. Cineplex Entertainment LP	Toronto, ON	1672	136
6. Marcus Theatres Corp.	Milwaukee, WI	687	55
7. Harkins Theatres	Phoenix, AZ	440	31
8. National Amusements	Dedham, MA	423	32
9. Bow Tie Cinemas	Ridgefield, CT	388	63
10. Georgie Theatre Company	St. Simon's Island, GA	326	32

资料来源: NATO

从美国院线发展史来看, 放映环节实现规模化经营, 有较高的集中度, 获得与制片方强有力的议价能力始终是院线产业的发展方向。美国院线从 1916 年左右开始发展, 起初形成了好莱坞黄金时期“五大”院线, 而后由于派拉蒙法案迫使制片与放映环节分开, 形成二战后以汽车影院院线主导的格局, 再到当代“新四大”院线形成。院线行业始终有较高的集中度。

图 22: 美国院线发展史中高集中度规模化经营贯穿始终

好莱坞黄金  
时期“五大”  
院线

二战后汽车  
影院院线

当代“新四  
大”院线

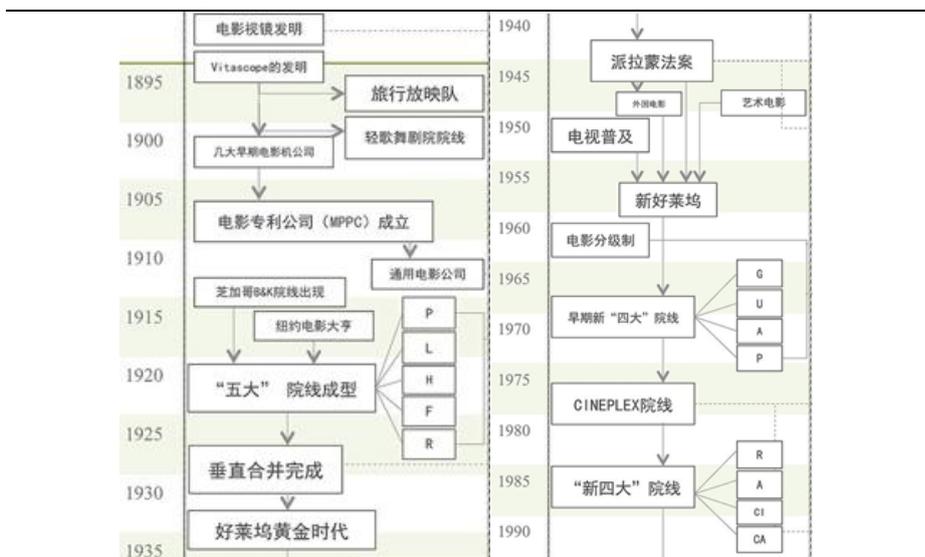
资料来源: 光大证券研究所整理

20 世纪 30 年代，以派拉蒙、米高梅为首的“五大”电影公司和环球、哥伦比亚以及联艺电影三家相对较小的电影公司通过并购逐步实现了“垂直合并”，在电影制作、发行和放映的整体环节上实现了资源配置的优化和利润的最大化。

垄断时期的“行业规则”包括 (1) 首轮影院垄断：“五大”公司控制首轮影院，获得四分之三以上的票房份额，独立影院难以获得优秀影片片源。(2) “五大”内部联合：“五大”公司互相订购影片。(3) 盲眼购买和打包预定：独立影院在订购影片时遭遇不平等待遇。

派拉蒙法案之后，几大电影制片厂逐步与旗下院线公司“分家”；制片厂失去收益稳定的终端，开始对电影精雕细琢，高投资高回报的“大片”成为方向。派拉蒙法案与电视的普及对电影产业形成巨大冲击，1965 年之后，电影分级的制片规范形成；分级制度的确立在放映环节，推动了多厅影院大量发展。1970 年左右，Shopping Mall 中的多厅影院大量增加后，多厅影院院线开始形成；经过一系列并购，80 年代早期，新“四大”院线形成，获得了全美超过 40% 的票房份额。

图 23：美国电影院线发展史



资料来源：《美国电影发展史研究》，光大证券研究所整理

### 3、公司分析：具纵向一体化经营能力的产业龙头

#### 3.1、经营能力：运营突出，用户粘性、单银幕产出领先

2011 年至 2014 年，万达院线票房收入从近 18 亿增长至突破 40 亿，年复合增长率在 33% 左右；观影人次从 4000 万左右增长至突破 1 亿人次，复合增长率在 35% 左右。

2011 年，公司下属 25 家影院跻身我国影院票房收入百强，48 家影院进入我国影院票房收入二百强；2012 年，下属 30 家影院跻身我国影院票房收入百强，56 家影院进入我国影院票房收入二百强；2013 年，下属 37 家影院跻身我国影院收入百强，60 家影院进入我国影院票房收入二百强。

图 24: 万达院线票房收入趋势



资料来源: 招股说明书, 艺恩咨询

图 25: 万达院线观影人次趋势



资料来源: 招股说明书, 艺恩咨询

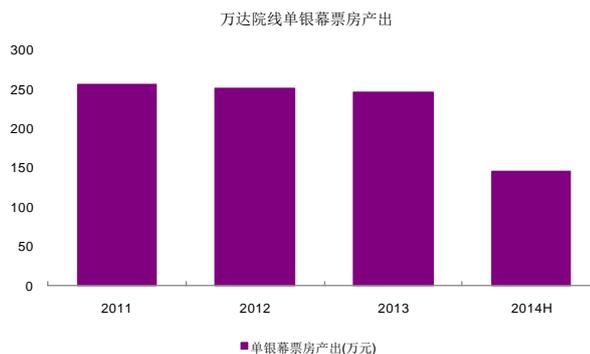
由于万达院线采取资产联结经营模式, 实现了对所属影院的人、财、物统一管理; 且已经形成了成熟的内部管理制度, 经营能力、管理水平、信息化程度、执行能力突出; 旗下影院的运营效率在行业中有明显的领先优势。

万达院线拥有全球最大的电影会员体系, 截至 2014 年 7 月底, 会员总数超过 2000 万, 会员对票房的贡献度超过 70%。公司每年针对会员开展上千次精准营销活动, 为会员举办各类明星见面会超过 200 场次, 吸引了大量的观影人群。

2011-2013 年万达院线单银幕产出维持在 250 万左右。2011-2014 年 6 月新开业影院 88 家, 2011-2012 年新增的 456 块银幕在运营次年单银幕产出均达超过 250 万; 新开影院盈利周期平均为 10-11 个月。

国内前十大院线中, 上海联和 2013 年单银幕产出为 170 万, 排名第二; 万达院线在经营管理上优势突出, 单银幕产出遥遥领先于业内其他公司。

图 26: 万达院线单银幕票房产出趋势



资料来源: 招股说明书

表 3: 2011-2013 年新增银幕单银幕产出趋势(万元)

	单位(块)		2012	2013	2014H
2011 年新增银幕	174	票房	39287.12	45258.17	25212.86
		单银幕产出	225.79	260.10	144.90
2012 年新增银幕	282	票房		57840.76	35881.46
		单银幕产出		205.11	127.24
2013 年新增银幕	272	票房			28070.80

	单银幕产出		103.20
--	-------	--	--------

资料来源：招股说明书

图 27：2013 年前十大院线单银幕票房产出



资料来源：招股说明书

### 3.2、竞争优势：跨区域扩张、连锁经营、创新经营能力

公司已打造“万达院线”、“万达电影城”品牌，成为行业龙头并拥有高度市场声誉。公司依托于可复制的跨区域扩张能力、超强的连锁经营能力、持续的创新经营能力、强大的电子商务平台及优秀的企业文化等，构建核心竞争力。

#### 1.可复制的跨区域扩张、强大的连锁经营能力

万达院线旗下影院分为承租万达商业地产开发的万达广场项目和承租非万达商业地产开发的商业项目。公司作为万达广场影院业态的唯一战略合作伙伴，依托于万达广场的快速扩张在全国范围内拓展。非万达物业影院项目的拓展，公司已经建立完整的选址、设计及建设一系列标准，拥有专门的影院建设团队，保证旗下影院建设品质的一致性。

公司与旗下影院为纯资产联结关系，采取直营连锁方式经营，已经实现了强大的院线总部管理；高效的执行能力，规模化的运营能力和创新的营销能力，能保证连锁经营的品牌形象和盈利能力。

#### 2.持续创新的经营能力、领先的电子商务平台

万达院线已经在电子商务领域取得卓越成绩。万达电影网新版 2011 年 5 月上线，已完成综合性支付平台的搭建；万达电影手机客户端以及 WAP 网站的同步上线。截至 2014 年 6 月底，万达电影网浏览量共计 4.74 亿次，访问用户数约 6,904 万，网站注册会员约 1,097 万人，重要档期网上票房销售占比接近 45%。

在产品营销方面，公司充分利用新媒体平台，实施线上营销、品牌营销、互动体验式营销等多种营销方式，不断创新；在放映技术方面，公司于 2012 年推出了自有巨幕品牌“X-Land”放映系统，通过集成一系列领先电影放映工艺技术，从银幕、音响、分辨率、3D 效果等方面为观众提供高端观影体验；在影城设计方面，公司不断创新设计理念和设计风格，融入文化、时尚、娱乐等独具电影气质与个性的多重元素，用心为观众创造良好的观影氛围。

### 3.领先的品牌影响力与企业文化

公司及下属影院全部使用“万达院线”、“万达电影城”品牌，具有广泛的市场影响力。公司高度重视企业文化和团队建设，视人才为核心资本，2013年全年培训 27,586 课时，80,523 人次，培训全员覆盖率达 100%。

### 3.3、业绩成长：银幕数扩张，受益于优秀影片供给扩容

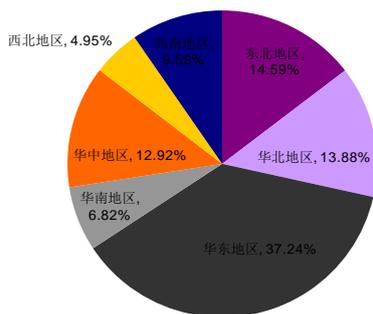
公司未来的业绩增长点包括：银幕覆盖率提升拉动票房收入扩大规模，高质量影片供给扩容驱动票房增长，商品销售与广告收入的增长潜力等等。

#### 1.银幕覆盖率提升拉动票房收入扩大规模。

公司跨区域连锁扩张的业务模式日趋成熟，已在全国 99 个城市拥有影院，公司计划向部分经济发达的人口较为密集的二、三线城市投资建设影院，仍有较大的银幕覆盖率提升潜力；公司计划到 2016 年末拥有影院 260 家，银幕超过 2300 块。

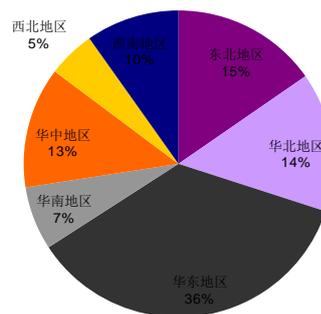
目前公司票房收入一半以上来自华东、华北、东北地区；在华南、华中等地区票房收入提升的潜力较大。

图 28：2013 年公司在各地区票房收入比例



资料来源：招股说明书

图 29：2014 年上半年公司在各地区票房收入比例



资料来源：招股说明书

#### 2.受益于高质量影片供给扩容。

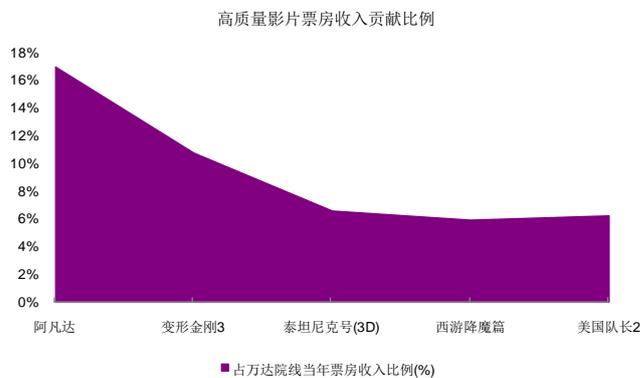
公司票房收入受高质量影片供应量影响较大；高票房影片是构成公司票房收入的主要来源。

图 30：高质量影片在万达院线取得票房收入情况



资料来源：招股说明书

图 31：高质量影片对万达院线票房收入贡献比例



资料来源：招股说明书

万达院线对高质量影片的运营效率显著,《阿凡达》、《变形金刚3》、《泰坦尼克号(3D版)》等影片取得的票房收入占国内总票房的17%以上;优秀影片对万达院线的收入贡献可达当年的5%甚至10%以上。

2013年分账片增至34部后扩大了引进片的供给;国内在资本助力优秀制作力量持续进入电影市场,新增优秀内容不断扩容,供给繁荣有利于领先的院线公司持续优化经营效率,提升盈利水平。

### 3.商品销售与广告收入具增长潜力。

随着公司观影人次逐年快速增加,卖品收入随之增长;银幕数的不断扩张,则带来放映场次的增加与贴片广告逐年上升。商品销售与广告收入的持续规模化,将不断优化公司的利润结构,提升毛利率与盈利水平。

## 3.4、发展路径:具纵向一体化经营能力的电影业龙头

我们分析创意-平台类产业的格局结构,纵向整合程度深,且内容出品门槛高的产业将形成较为稳定的高集中度格局。

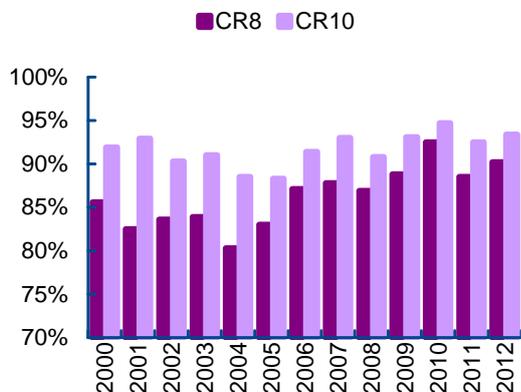
参考美国电影产业史,上个世纪三四十年代好莱坞五大电影公司均发家于影院环节,由于经营影院掌握了观众的喜好并获得大量利润,在扩张过程中要求优质的影片供给保障,从而扩展到制片和发行领域;通过“垂直合并”纵向整合形成了高集中度的产业结构。“派拉蒙”法案之后,电影制片厂与院线公司分家,制片方在失去终端的稳定收益保障后,采取对影片精雕细琢的“大片”策略;电影生产向高投资、高回报的方向迈进,形成了新的大制片发行方主导的稳定的产业格局。好莱坞前八大公司市场份额在90%以上。

图 32: 电影行业产业链



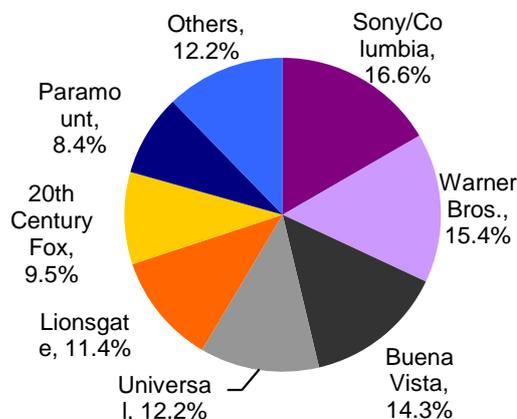
资料来源: 光大证券研究所整理

图 33: 美国电影市场集中度



资料来源: MPAA

图 34: 2012年美国电影制片发行方份额



资料来源: MPAA

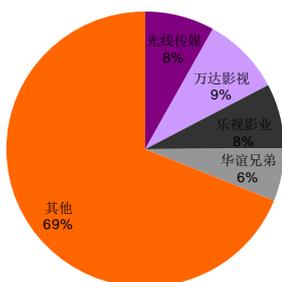
国内电影产业纵向整合的格局已经初现端倪；2014 年上半年，光线传媒、万达影视、乐视影业、华谊兄弟四大民营影业公司制片发行收入份额在国产片中占比 31%，如果加上博纳影业，五大公司份额可在 40%以上；2014 年全年，五大公司主导发行影片在国产片中票房份额 41%。

尤其值得关注的是，光线传媒、万达影视、乐视影业均为纵向整合经营特点突出的公司，在 2012 年之后快速崛起。光线传媒从发行环节切入制片，品牌及份额快速扩张；万达影视与万达院线具备“制片-发行-放映”纵向一体化经营基础；乐视影业长于发行，并有乐视网作为新媒体院线渠道支撑。

与产业内各公司相较，万达影视与万达院线形成“制片-发行-放映”完整产业链经营能力最强。2015 年万达影业已投资发行《奔跑吧兄弟》、《钟馗伏魔》、《鬼吹灯之寻龙诀》等优质影片；持续发力的制片环节将与万达院线经营形成良性循环。万达院线上市后，有望成为万达集团电影业全产业链布局的重要资本平台。

图 35：2014 年上半年四大公司制发收入份额

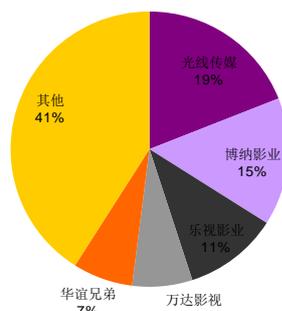
2014年上半年四大公司国产片制发收入份额



资料来源：艺恩咨询

图 36：2014 年五大公司国产片发行票房份额

2014年五大公司国产片发行票房份额



资料来源：艺恩咨询；注：只收入主发行影片，不计联合发行

## 4、盈利预测与估值

### 4.1、盈利假设

1. 公司计划到 2016 年末拥有影院 260 家，银幕超过 2300 块；放映业务受益于新增银幕以及优秀影片供给增长，2014-2016 年维持 30%复合增长率。
2. 商品销售、广告业务增速高于放映业务，2014-2016 年维持 40%复合增长率。
3. 商品销售、广告业务提升优化利润结构，2014-2016 年毛利率逐步提升，分别为 35.45%、36%、36.5%。

### 4.2、盈利预测

预测 2014-2016 年公司摊薄后 EPS 分别为 1.42、1.97、2.63 元。

表 4：万达院线财务预测与估值

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
----	------	------	-------	-------	-------

营业收入 (百万元)	3,031	4,023	5,555	7,357	9,550
营业收入增长率	37.24%	32.71%	38.09%	32.44%	29.81%
净利润 (百万元)	388	603	796	1,101	1,473
净利润增长率	27.20%	55.18%	32.19%	38.20%	33.86%
EPS (元)	0.78	1.21	1.42	1.97	2.63
ROE (归属母公司) (摊薄)	24.35%	27.42%	26.61%	21.46%	23.51%

资料来源：光大证券研究所测算

### 4.3、估值

PE 估值：参照影视行业公司当前 2014 年平均 PE 为 46 倍，2015 年平均 PE 为 33 倍，给予公司 2015 年 PE 为 33 倍估值，预计上市合理价为 65.01 元。

图 37：传媒行业公司盈利预测与估值

代码	公司	EPS				股价 2015/1/15	总股本	总市值	PE		
		2013A	2014E	2015E	2016E				2014E	2015E	2016E
300027	华谊兄弟	0.54	0.61	0.78	0.95	27.44	1237.64	339.61	44.98	35.18	28.88
300251	光线传媒	0.32	0.41	0.56	0.70	24.88	1012.70	251.96	60.68	44.43	35.54
300291	华录百纳	0.31	0.79	1.33	2.23	34.90	393.63	137.38	44.18	26.24	15.65
300133	华策影视	0.40	0.76	1.06	1.27	28.33	646.85	183.25	37.28	26.73	22.31
002071	长城影视		0.40	0.52	0.62	19.38	525.43	101.83	48.45	37.27	31.26
300336	新文化	0.60	0.75	0.97	1.17	30.44	192.00	58.44	40.59	31.38	26.02
								平均PE	46.03	33.54	26.61

资料来源：光大证券研究所整理

## 5、风险分析

### 1. 经营风险

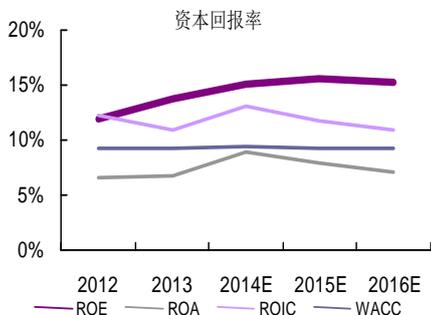
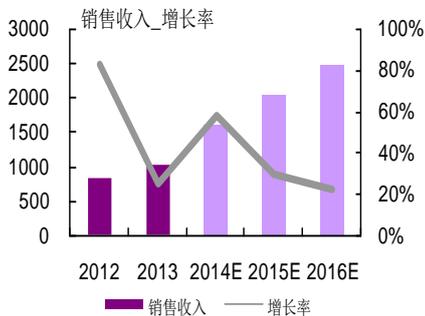
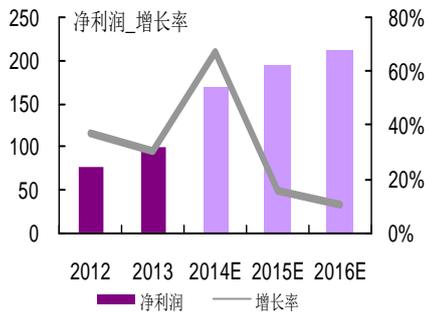
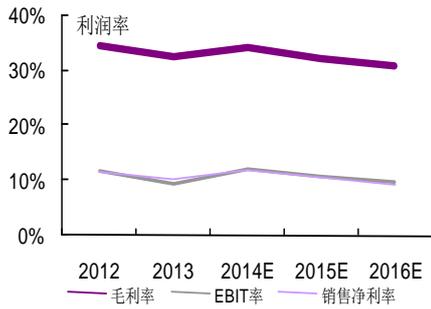
业务快速扩张带来的管理风险、影院选址的风险、影院物业租赁的风险、人力资源不足的风险、公共安全风险。

### 2. 市场风险

市场竞争加剧的风险、盗版侵权的风险、新传播媒体竞争的风险、优质影片供给的风险。

### 3. 其他风险

政策风险、控股股东和实际控制人的控制风险、募集资金的风险、外部数据引用的风险、股票价格波动的风险、不可抗力的风险等。



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>3,031</b>	<b>4,023</b>	<b>5,555</b>	<b>7,357</b>	<b>9,550</b>
营业成本	2,000	2,623	3,586	4,709	6,064
折旧和摊销	219	278	66	68	71
营业税费	225	257	361	478	621
销售费用	146	202	278	368	477
管理费用	191	257	353	467	606
财务费用	3	-5	-9	-51	-98
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>464</b>	<b>683</b>	<b>983</b>	<b>1,387</b>	<b>1,880</b>
<b>利润总额</b>	<b>526</b>	<b>789</b>	<b>1,091</b>	<b>1,495</b>	<b>1,988</b>
少数股东损益	2	2	22	20	17
<b>归属母公司净利润</b>	<b>388.27</b>	<b>602.53</b>	<b>796.49</b>	<b>1,100.73</b>	<b>1,473.44</b>

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>总资产</b>	<b>2,598</b>	<b>3,452</b>	<b>4,523</b>	<b>7,082</b>	<b>8,710</b>
流动资产	826	1,339	2,445	5,022	6,691
货币资金	695	1,175	2,202	4,698	6,268
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	29	27	55	72	94
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	49	54	72	96	124
存货	19	32	43	57	73
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	960	1,063	1,045	1,024	985
无形资产	7	27	23	22	21
<b>总负债</b>	<b>998</b>	<b>1,249</b>	<b>1,502</b>	<b>1,904</b>	<b>2,377</b>
无息负债	998	1,249	1,502	1,904	2,377
有息负债	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>1,600</b>	<b>2,203</b>	<b>3,021</b>	<b>5,178</b>	<b>6,333</b>
股本	500	500	560	560	560
公积金	76	121	200	1,513	1,513
未分配利润	1,018	1,577	2,293	3,056	4,193
少数股东权益	5	6	28	48	66

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	<b>910</b>	<b>1,019</b>	<b>1,066</b>	<b>1,459</b>	<b>1,837</b>
净利润	388	603	796	1,101	1,473
折旧摊销	219	278	66	68	71
净营运资金增加	-104	89	287	220	283
其他	407	49	-83	70	11
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-551</b>	<b>-537</b>	<b>-49</b>	<b>-49</b>	<b>-29</b>
净资本支出	-551	-537	-50	-50	-30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	1	1	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>9</b>	<b>1,086</b>	<b>-238</b>
股本变化	0	0	0	60	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	298	252	253	402	473
<b>净现金流</b>	<b>357</b>	<b>480</b>	<b>1,026</b>	<b>2,496</b>	<b>1,570</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	37.24%	32.71%	38.09%	32.44%	29.81%
净利润增长率	27.20%	55.18%	32.19%	38.20%	33.86%
EBITDA/EBITDA 增长率	24.54%	39.28%	8.66%	35.10%	31.92%
EBIT/EBIT 增长率	20.12%	45.02%	43.56%	37.21%	33.39%
<b>估值指标</b>					
PE	27	18	13	11	8
PB	7	5	4	2	2
EV/EBITDA	16	11	10	7	5
EV/EBIT	23	16	10	7	5
EV/NOPLAT	31	21	14	10	7
EV/Sales	4	3	2	1	1
EV/IC	6	5	4	4	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	34.02%	34.79%	35.45%	36.00%	36.50%
EBITDA 率	22.64%	23.76%	18.70%	19.08%	19.39%
EBIT 率	15.42%	16.85%	17.52%	18.15%	18.65%
税前净利润率	17.34%	19.62%	19.64%	20.32%	20.82%
税后净利润率 (归属母公司)	12.81%	14.98%	14.34%	14.96%	15.43%
ROA	15.02%	17.52%	18.09%	15.83%	17.12%
ROE (归属母公司) (摊薄)	24.35%	27.42%	26.61%	21.46%	23.51%
经营性 ROIC	19.13%	23.25%	29.35%	37.26%	45.59%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.83	1.08	1.64	2.65	2.83
速动比率	0.81	1.05	1.61	2.62	2.79
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.78	1.21	1.42	1.97	2.63
每股红利	0.00	0.00	0.49	0.60	0.80
每股经营现金流	1.82	2.04	2.13	2.60	3.28
每股自由现金流(FCFF)	0.24	0.35	0.93	1.43	1.95
每股净资产	3.19	4.39	5.99	9.16	11.19
每股销售收入	6.06	8.05	11.11	13.14	17.05

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

王铮，武汉大学理学学士，中国科学院研究生院理学硕士。曾任国金证券研究所传媒行业分析师、中信证券研究部传媒行业高级分析师；2014年5月加盟光大证券研究所负责传媒组行业研究工作。2011年中国证券业金牛奖TMT第4名团队成员；2013年11月获得汤森路透 StarMine 全球卖方分析师评选可选消费行业“最佳选股奖”第2名。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
深圳	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com