

PDF-TN2016028

万达院线：全球视野的并购整合之路¹

案例使用说明

一、教学目的与用途

1. 本案例主要适用于《公司金融》和《兼并与收购》等课程中“企业估值”“企业并购”“企业战略”等内容的学习，适用于本科生、MBA、EMBA 以及经济管理类研究生等案例教学使用。

2. 本案例的教学目的：

随着经济的快速发展和物质生活水平的提高，人们的精神文化需求日益增长，我国的文化产业也跟随者经济发展水涨船高，逐渐成为国民经济的支柱性产业，其中最为惹眼的当属电影产业，公众不断提高的观影需求使中国成为全球第二大电影市场，票房节节攀升。同时中国于 2002 年正式推出“院线制”，深入改革电影产业。在这样的大背景下，本案例专注于电影产业链的下游（院线，影院），选取万达院线作为分析主体，描述了万达院线经过近十年的发展，成长为资产规模、票房成绩均属行业领先地位的“院线第一股”，重点阐述了万达院线进行产业链整合等一系列的并购行为，包括联合万达影视、五洲发行，在海外收购传奇影业，占据上游；横向并购世茂股份、慕威时尚、澳洲第二大院线公司 Hoyts、美国第二大院线运营商 AMC；布局下游产业时光网。在此基础上，对万达院线进行并购后的财务绩效分析。

因此，本案例的教学目的主要有：

-
1. 本案例由复旦大学经济学院的沈红波撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权全国金融专业学位案例中心使用，全国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无暗示或说明某种管理行为是否有效。

- (1) 理解、掌握并购整合，了解并购整合的关键条件是什么；
- (2) 理解、掌握产业链整合与企业发展的关系，了解并购目标公司的选择与战略规划相匹配；
- (3) 理解、掌握公司估值方法，如：自由现金流贴现法和可比公司估值法，并了解每种估值方法中的核心假设；
- (4) 了解企业并购中的协同效应，判断整合中是否存在协同效应。

二、启发思考题

以下几个思考题可以预先布置给学生，让学生在阅读案例中进行思考：

1. 眼下，并购活动正在成为企业“新常态”，然而实践与实证研究表明，并购失败的可能性要大于成功的可能性。并购失败的原因有哪些？
2. 上游收购、横向收购和下游收购之间的异同和与企业发展的关系。
3. 如何对万达院线进行定价？如何对公司现金流进行贴现？
4. 万达院线的并购是否存在协同效应？如何实现协同效应？

以下为上述四个问题的思路或参考答案：

1. 企业并购失败主要有以下四方面原因：
 - (1) 并购目的不明确，没有很好地研究并购是否与企业发展战略相一致。
 - (2) 企业并购脱离主业，盲目追求多元化经营，过度扩张，无法形成核心竞争力。
 - (3) 由于市场信息的不完全性和不对称性，对并购对象缺乏深入的了解，导致并购决策失误。
 - (4) 忽略并购中的文化整合及管理整合，导致并购之后无法达到预期目标。
2. 建立高效的产业链给企业发展带来以下优势：
 - (1) 有利于企业成本的降低；
 - (2) 有利于企业打造区域品牌；
 - (3) 有利于通过建立通道，直接控制产业链终端，强化服务功能；
 - (4) 有利于企业创新氛围的出现。

3. 对万达院线的估值可采用可比公司法和自由现金流贴现法。

(1)可比公司法

核心假设如下：

营业收入：在放映收入方面，院线旗下影院观影人次和票价的双重提升，公司的其他业务收入以广告放映、逾期电影票券收入、场地租金和权益卡销售收入为主，随着公司院线规模扩张，公司的广告收入有望呈现加速成长态势，我们预计 2016-2017 年营业收入增速分别为 47.35% 和 35.85%

毛利率：票房分账方面：由于公司 IMAX 影片的分账比例呈一定下降趋势，加之公司或将院线扩张到非万达广场的地段经营，预计票房分账毛利率呈现出略微下降态势；商品销售方面，得益于规模效应和自有卖品品牌的打造推广，卖品销售毛利率和包括广告销售在内业务的毛利率保持较高水准。预计 2016-2017 年毛利率分别为 34.77% 和 34.52%。

表 1 盈利预测表

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业总收入(百万元)	4022.56	5338.99	8000.73	11788.75	16015.50
增长率(%)	32.71	32.73	49.85	47.35	35.85
营业成本(百万元)	2623.27	3509.17	5235.07	7690.01	10487.26
毛利(百万元)	1399.29	1829.82	2765.66	4098.74	5528.24
毛利率(%)	0.35	0.34	0.35	0.35	0.35
营业税金及附加	257.26	256.95	348.48	565.88	760.65
销售费用	201.51	285.75	376.55	601.24	841.57
管理费用	257.00	338.04	525.33	754.50	1010.59
息税前利润(EBIT)	683.52	949.08	1515.30	2177.12	2915.43
财务费用	5.00	15.00	247.00	571.00	688.00
资产减值损失	5.73	26.86	11.71	0.00	0.00
营业利润	682.79	937.22	1750.59	2748.12	3603.43
归属母公司股东的净利润(百万元)	602.53	800.95	1185.83	1868.43	2595.50
增长率(%)	55.18	32.93	48.05	57.56	38.91
每股收益-摊薄(元)	1.2051	1.6019	1.0098	1.5911	2.2103
基准股本(百万股)	--	--	1174.29	1174.29	1174.29
期末股本(百万股)	--	--	1174.29	1174.29	1174.29

根据我们的核心假设，2016-2017 年公司实现的收入分别为 117.89 亿元和

160.15 亿元，分别同比增长了 47.35%和 35.85%，实现归属母公司的净利润分别为 18.86 亿元和 25.95 亿元，分别同比增长了 57.57%和 38.91%。对应 EPS 分别为 1.59 元和 2.21 元。

可选取 A 股娱乐产业链的华谊兄弟、光线传媒、印记传媒、视觉中国、唐德影视、暴风影音和美股 AMC 娱乐控股与公司进行可比公司估值比较。根据可比公司估值，2016-2017 年娱乐可比公司平均估值分别为 46.99 倍和 39.38 倍，万达院线对应估值则为 50.47 倍和 36.33 倍 PE。

表 2 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	总市值（亿）	EPS(元)		PE	
				2016E	2017E	2016E	2017E
300027.SZ	华谊兄弟	28.05	390.46	0.91	1.1	30.82	25.50
300251.SZ	光线传媒	23.07	338.44	0.45	0.62	51.27	37.21
300426.SZ	唐德影视	64.98	103.97	1.27	1.56	51.17	41.65
000681.SZ	视觉中国	25.84	181.14	0.38	0.49	68.00	52.73
300431.SZ	暴风科技	84.4	232.10	0.53	0.52	159.25	162.31
002143.SZ	印纪传媒	28.21	312.00	0.56	0.64	50.38	44.08
AMC	AMC 娱乐控股	27.57	26.86（美元）	0.91	0.83	30.30	33.22
行业均值						63.03	56.67

(2)DCF 估值法

核心假设如下：

资产贴现率 Ka		股票贴现率 Ke	
行业 Beta	0.50	股本总额	500.00
无风险利率 Rf	3.04%	股价	80.3
风险溢价	6.10%	股本价值 Ve	40150.00
资产贴现率 Ka	6.09%	债务总额 Vd	0.00
		债务利率 Kd	6.00%
加权平均资本成本 WACC		实际税率 Tc	24.41%
债务比率 D/(E+D)	0.00%	股票 Beta	0.50
权益比率 E/(E+D)	100.00%		
WACC	6.0900%	股票贴现率 Ke	6.0900%

万达院线作为国内院线运营领域的绝对王者，依仗万达集团的资本实力和万达文化在文化领域的深厚丰富的布局，我们认为公司有望成长为体验型消费的绝对航母，享受一定的估值溢价。

综上两种估值方法，我们预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 1.59 元和 2.21

元，其中相对估值法计算公司合理价格为 85.2 元，绝对估值法公司合理价格为 113.6 元。我们给予公司的目标价 100 元，分别对应 85 倍 PE。

3. 可以从三个方面对协同效应进行考量：

- (1) 范围经济：协同者核心能力的交互延伸；
- (2) 规模经济：协同者产品单位成本随着采购、生产、营销等规模的扩大而下降；
- (3) 流程/业务/结构优化或重组：减少重复的岗位、重复的设备、厂房等而导致的节省。

三、分析思路

案例分析的基本思路是将案例相关情景材料通过教师事先设计好的提问逻辑引导和控制案例讨论过程。因此本案例分析设计的本质是提问逻辑的设计，案例的决策点是案例分析的关键路线，决策点后隐藏的决策知识要素和决策规则是教学目标。

案例分析基本逻辑是：

首先，分析万达院线所处的宏观政策和行业背景。从王健林面临的环境和制定的战略入手分析，挖掘企业成立初期面临的机遇和企业成立过程中存在的问题。面对这些情形王健林所采取的战略定位，进而为了保证战略目标的实现，公司实施了一系列举措。一方面，针对万达院线选择院线与影院之间的“资产联结模式”，分析这种模式兴起的背景以及对比分析国内几种院线影院联结模式的利弊，最终评价采取这种模式达到的效果；另一方面，万达院线不断更新观影技术，结合万达院线对公司的产业定位与同行业其他院线公司的技术水平，归纳出万达院线的经营优势。

其次，分析企业并购类型及目标公司选择问题。梳理企业几次重大并购，结合电影全产业链的情况，同时关注目标企业和收购方在链条中所处的位置，各自的业务类型，两者业务联系密切程度，将并购行为进行初步分类；再结合几次并购带来的市场变化，探讨几种并购类型的特点。之后进一步对目标公司的规模，业务进行整理，综合企业并购类型归纳出不同并购类型中目标公司的选择原则，结合王健林的几次并购行为进行开放性讨论，探讨企业并购成功的重要条件。

最后，引导思考企业发起并购的动因。结合前面得出的行业背景及企业在行

业中所处的地位，重点关注企业并购前后的对比，包括并购前后相关的财务数据，营业数据，行业数据，总结归纳企业并购的益处，并进行一定的拓展延伸；最后，启发思考企业并购过程中可能出现的若干风险及相关风险出现的诱因，对应的预防、解决方法，结合万达院线的例子进行详细说明。

四、理论依据与分析

1. 并购的分类及特征

并购已经有一百多年的历史，西方迄今为止共经历了五次并购浪潮，按照并购方式出现的时间先后进行分类，可分为横向并购、纵向并购、混合并购、和杠杆并购四种方式。每种并购方式出现的背景、理论依据以及特点都存在差异。

横向并购是指同一行业经营同样业务的两家公司之间发生的兼并收购。横向并购的目的是追求规模经济，然而在鼓励竞争、反对垄断的国家和地区，横向并购最早，也最易受到政府的管制，横向并购减少了行业内竞争企业的数量，容易诱使行业内企业进行合谋，共同牟取垄断利益，为此，政府会对此类并购案进行严格审查，美国反垄断法的出台以及以后多次次预定与 20 世纪初以及之后大行其道的横向并购直接相关

纵向并购是指处于生产、经营不同阶段的公司间的并购。纵向并购具有这样的特征：收购方或者向原材料的源头扩张（收购上游企业），或者向最终产品的用户延伸（收购下游企业）。纵向并购的主要目的是实现纵向一体化。一方面，纵向一体化可以避免在与上游企业或下游企业议价过程中处于不利地位；另一方面，纵向一体化可以减少与上游企业或者下游企业交流和协调生产、经营的成本，有利于信息更有效地流动，有助于改进生产计划和存货计划等

混合并购是指没有业务关联的公司之间的结合，也称为“纯粹混合并购”。混合并购的主要目的是实现多元化经营，降低经营风险，改善资源配置。混合并购完成后，收购方控制了不同行业中的一系列经营活动，这些经营活动要求混合型公司在研发、生产、营销等专属管理职能上具有不同的技能。混合型公司除了要求管理者有执行一般管理职能的经验和能力外，还要求管理者具备执行特殊管理职能的经验和能力。可见，混合并购对公司管理者提出了更高的要求

杠杆收购，是指一些投资者通过大量举债（即大量借用杠杆，）收购目标公

司尤其是社会公众企业（上市公司）的股票或资产的收购方式，它常被用于恶意收购。它与普通并购有两点不同：一是大部分收购资金来自债务融资；二是杠杆收购采取私募方式，一旦完成对上市公司的收购，上市公司将转为非上市公司。此类收购通常由投资银行等财务顾问安排有关交易。

企业在发展过程中，根据行业情况、企业自身的定位以及战略目标，会进行不同类型的并购行为，需考虑各种并购类型的特点。整理万达院线的几次并购行为，可以发现均为横向、纵向并购。万达院线通过收购世茂，扩充企业规模，院线布局逐步下沉至二、三线城市，进一步提高了市场的集中程度；并购传奇影业与时光网，通吃产业全链条，同时将整条产业链的信息共享给链条的各个阶段，以便做出更好的影片宣传与排片计划。

2. 效率理论（协同效应）

并购效率理论是从并购后对企业效率改进的角度来考察的，认为并购和其他形式的资产重组活动有着潜在的社会效益。效率理论认为公司购并活动能够给社会收益带来一个潜在的增量，而且对交易的参与者来说无疑能提高各自的效率。效率理论的基本逻辑顺序是：效率差异→并购行为→提高个体效率→提高整个社会经济的效率。这一理论包含两个基本的要点：（1）公司购并活动的发生有利于改进管理层的经营业绩；（2）公司购并将导致某种形式的协同（Synergy）效应。在效率理论中，又可分为五个子理论。

（1）管理协同效应理论。伊丹的观点首先涉及管理协同，他认为如果甲公司的管理比乙公司更有效率，在甲公司兼并乙公司之后，乙公司的管理效率将提高到甲公司的水平，那么，兼并就提高了效率，这种情形就是管理协同效应。

（2）营运协同效应理论。营运协同效应是指由于经济上的互补性、规模经济或范围经济，而使得两个或两个以上的公司合并成一家公司，从而造成收益增加或成本减少。

（3）财务协同效应理论。该理论认为企业兼并可出于财务方面的目的。比如，在具有很多内部现金但缺乏好的投资机会的企业，与具有较少内部现金但有很多投资机会的企业之间，兼并显得特别有利，因为其可以促使资金在企业内由低回报项目流向高回报项目。此外，兼并会取得节省筹资成本和交易成本的好处，因为企业合并虽然使企业规模显著增大，但其筹资成本和交易成本却不会同步增

大,同时一个合并企业的负债能力要比两个企业合并前单个企业的负债能力之和要大。

(4)多元化经营理论。对一个公司来说,多元化经营可以分散风险,稳定收入来源。此外,收购公司如果原本就有特别的无形资产,如声誉、顾客群或是供应商,多元化就可能有效的利用此资源。

(5)市场低估理论。该理论认为兼并的动机在于目标公司的股票市场价格低于其真实价格。造成低估的原因可能由于:企业的经营管理未达到企业潜在的效率水平;并购公司拥有外部市场所没有的目标公司价值的内部信息;或由于通货膨胀原因造成资产的市场价值与重置成本的差异使公司价值被低估。

本案例中出现的并购行为充分体现了并购带来的协同效应。在现金净流量体现上是数值的上升,来源于收入上升及成本下降。并购带来收入的上升有两个原因:一是并购可以改进营销手段,通过改进没有效果的广告投放,提高目前低效的营销网络等可产生更大的经营收入,在案例中万达院线并购慕威时尚,以其电影实时大数据决策系统工具为基础,针对观众分享的信息进行影片宣传推送,提高广告投放的精确度,提高广告投放效率;二是可以使公司处于一种有利的竞争地位,并购可以避免直接投资带来的因生产过剩而引发的行业供需关系失衡,例如万达院线通过收购美国第二大院线公司 AMC 以及澳洲第二大院线公司 Hoyts 分别进入两个市场,其实,美国和澳洲市场相对比较成熟,观众已经形成了一定的观影习惯,所以如果万达院线通过并购进入市场,可以利用被收购方在当地的固有的势力逐渐进入市场,同时也避免了新建影院耗费大量的资金成本。

收入下降体现在:一方面是并购降低了交易费用,把两个或两个以上公司之间的市场交易关系转置为同一公司内部的关系,并购形成的新公司以新的组织形式参与外部市场交易。并购将大幅降低公司管理费用、销售费用、研究开发费用等。例如传奇影业的主营业务是电影的制作、发行,属于电影产业链的上游,万达院线通过并购传奇影业开始进军上游市场,可以节省研究开发费用,利用传奇影业成熟的电影制作技术、发行策略,避免了向上游市场发展摸索过程中不必要的支出;另一方面企业并购可以实现资源互补。用足现有资源、实现资源互补,是并购的另一个动因,也是协同效应的来源之一。不同的公司在技术、市场、专利、产品、管理方面以及企业文化等方面各有所长,通过并购,可以实现互补效

应。最明显的应当是时光网这项并购，时光网作为业界做电影媒体、电影推广和衍生品涉及最好最扎实的公司，弥补了万达院线在电影衍生品市场的不足，同时时光网也涉及网上售票，与万达院线原本的线上售票系统互补，带来线上销售的新增长。

3. 市场力量理论（提高市场集中度）

Comanor 在 1967 年的论文中指出，纵向并购中也可能出现垄断。公司可以并购产业链上下游中的关键企业，通过对这些企业的控制，树立产业壁垒，限制其他厂商进入该产业，达到获取垄断地位的目的。这是市场势力理论的来源。

市场势力理论又称市场力量理论、市场垄断力理论，认为企业收购同行业的其他企业的目的在于寻求占据市场支配地位，或者说兼并活动发生的原因是它会提高企业的市场占有份额。根据这一理论，企业在收购一个竞争对手后，即产生了将该竞争者挤出市场的效应，可能会在削减或降低现有竞争对手的市场份额的同时，提高其市场地位和控制能力，从而可以提高其产品的价格和市场的垄断程度，获得更多的超额利润即垄断利润。

在本案例中，万达院线通过并购世茂扩充其旗下的影院数量，并且开始将影院布局在二三线城市，结合万达院线本身品牌化的经营模式，在当地并不活跃的电影市场会对其他影院带来冲击。同时万达收购慕威，利用其在好莱坞的渠道资源，将世界级电影 IP 引入市场，万达院线无疑占有充分的优势。

五、关键点

本案例分析关键在于把握企业进行并购的主导因素，理清万达院线一系列并购行为背后体现的战略规划及并购行为本身的特征。教学中的关键点包括：

1. 公司定位与运营模式的选择
2. 并购目标公司的选择与战略规划的匹配
3. 并购行为对应的特征，不同类型的并购的比较
4. 企业并购的动因分析
5. 并购产生协同效应的条件

六、建议的课堂计划

本案例课堂计划可以根据学生的差异,尤其是对案例的阅读和课前对相应知识的掌握程度来进行有针对性的设计。本课程中案例主要按照2 学时进行设计。

- **A 计划:** 学生事先预习到位,本科生和全日制研究生可以将小组讨论布置在课外进行,因为这类学生实际工作经验少,因此案例讨论过程中需要教师引导的内容要相对多一些
- **B 计划:** MBA 或EMBA 学生,课前预习的不一定完成得很好,或者学员之间预习差异较大,因此需要将小组讨论置于课堂讨论之中进行。

两种课堂教学详细安排计划如下:

A计划	B计划
课前阅读相关资料和文献3 小时 小组讨论1 小时 可虑到本科生的知识基础和对应用的理 解要适当增加讨论后知识总结的时间。 课堂安排: (90 分钟) 案例回顾: 10 分钟 集体讨论: 50 分钟 知识梳理总结: 20 分钟 问答与机动: 10 分钟	课前阅读至少0.5 小时 考虑到MBA 学生课前阅读和讨论的 可行性,建议将小组讨论置于课堂中 进行。 课堂安排: (90 分钟) 案例回顾: 10 分钟 小组讨论: 20 分钟 集体讨论: 50 分钟 知识梳理: 5 分钟 问答与机动: 5 分钟

在课堂上讨论本案例前,应该要求学生至少读一遍案例全文,对案例启发思考进行回答。具备条件的还要以小组为单位围绕着所给的案例启发思考题进行讨论。

教学课堂讨论提问逻辑为:

1. 什么是并购整合? 并购整合的关键是什么?
2. 为什么并购整合总是失败?
3. 万达院线的基本战略是什么?
4. 万达院线的扩张是否合理? 如果是,是否存在协同效应? 什么情况下会有协同效应?

5. 如何对万达院线进行定价？如何对公司现金流进行贴现？
6. 从本案例中得到什么启示？有何意义？

七、案例后续进展

本案例描述的是万达院线全产业链整合的过程。2016年2月4日，万达院线收购大连奥纳投资发展有限公司100%股权，包括6家影城、46块银幕，大连奥纳旗下的6家影城2015年度票房总计为1.3亿元；同时收购广东厚品文化传播有限公司及赤峰北斗星电影放映有限公司100%股权，包括7家影城、46块银幕，旗下7家影城2015年票房总计为0.78亿元。万达院线通过收购上述影院资产，进一步提高城市覆盖率，完善影院布局、增强区域优势，扩大业务规模并提高市场占有率，进一步巩固在影院业的市场份额和领先地位。万达院线的“横向整合+纵向并购”的路线为传媒产业创造了一条成功的典范之路。