

## 股权投资完善产业链

### 光线传媒投资欢瑞世纪、天神互动点评

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

25.90元

期限: 3个月 上次预测: 25.00元

现价(2012年08月24日): 24.78元

报告日期:

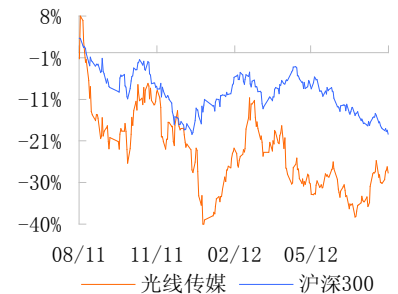
2012-08-26

#### 报告摘要:

- **事件1:** 公司拟使用超募资金4150万元投资《盛夏晚晴天》、《抓紧时间爱》和《杀狼花2之铁血桃花》三部电视剧
- **事件2:** 公司拟认购欢瑞世纪影视传媒股份有限公司(以下简称“欢瑞世纪”)发行的股份450万股,价格为18元/股,股份认购价款为8100万元,本次发行后,欢瑞世纪总股本为9360万股,公司持有欢瑞世纪4.81%的股权。
- **事件3:** 公司拟采取股权转让的方式,由天神互动的现有股东转让其持有的天神互动公司10%的股权,转让价款为1亿元。
- **点评:**
- **投资标的与公司现有业务有一定协同效应。**欢瑞世纪是专业的影视剧制作公司,曾出品过《大丫鬟》、《宫》、《胜女的代价》等热播电视剧,2012年计划出品10部300集左右电视剧和2部电影。欢瑞世纪的电视剧生产优势与公司的电影业务能够互补:公司已将《画壁》、《四大名捕》的电视剧改编权授予欢瑞世纪,欢瑞世纪亦将其出品电视剧的电影改编权优先授予光线传媒,此外对欢瑞世纪生产的电视剧及电影公司均有优先投资权和优先发行权。天神互动是国内领先的网页游戏开发商,其推出的页游产品《傲剑》累计注册玩家过亿人,单月收入保持在1亿元以上,位居国内网页游戏的前三名;12年4月发布的新游戏《飞升》亦有不俗的表现。公司将与天神互动打造“游戏+影视”的战略方向,双方将拥有对方影视作品或游戏的优先改编权。
- **投资价格相对合理,对净利润贡献较小。**欢瑞世纪11年净利润3259万元,预计12-13年净利润分别不低于1.38、2.07亿元,此次交易价格对应12-13年PE分别为12.2倍和8.1倍,低于A股影视制作行业平均估值。天神互动11年净利润4904万元,预计12-13年净利润分别不低于1.10、1.50亿元,交易价格对应12-13年PE分别为9.1倍和6.7倍,也低于A股游戏行业平均估值。由于股权比例较小,两笔投资应记为成本法核算的长期股权投资,按照约定10%的分红比例,预计12年将为公司带来投资收益176万元,占12年预测净利润的比例仅为0.8%。欢瑞世纪与天神互动都计划在国内上市,如果成功上市则公司将可获得较高的投资收益。
- **关注公司后续上映电影票房以及新增卫视节目,维持“增持-A”评级。**我们维持盈利预测,预计公司12-14年EPS分别为0.96、1.13、1.33元,三年复合增长率22%。公司在娱乐节目制作方面有较强的竞争力,将受益于电视台制播分离的深入推进(当前电视剧外部制作比例已达80%,而娱乐节目外部制作占比只有10%),此外公司向电影和电视剧拓展的成效需要继续关注。我们维持“增持-A”评级,目标价25.9元。
- **风险提示:** 广告主支出预算减少,上映电影票房的不确定性

总市值(百万元)	5,974.95
流通市值(百万元)	1,613.37
总股本(百万股)	241.12
流通股本(百万股)	65.11
12个月最低/最高	20.93/83.86元
十大流通股东(%)	26.42%
股东户数	8,750

#### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.28	15.82	(8.97)
绝对收益	8.06	3.51	(27.99)

田俊维  
021-68763702  
执业证书编号

行业分析师  
tianjw@essence.com.cn  
S1450512060004

#### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	479.6	697.9	856.0	1,044.1	1,263.3
Growth(%)	24.5%	45.5%	22.6%	22.0%	21.0%
净利润	112.8	175.8	231.8	273.5	321.1
Growth(%)	79.9%	55.8%	31.9%	18.0%	17.4%
毛利率(%)	39.4%	40.9%	40.7%	40.0%	39.5%
净利润率(%)	23.5%	25.2%	27.1%	26.2%	25.4%
每股收益(元)	0.47	0.73	0.96	1.13	1.33
每股净资产(元)	0.96	7.42	8.28	9.30	10.50
市盈率	49.0	31.5	23.8	20.2	17.2
市净率	23.8	3.1	2.8	2.5	2.2
净资产收益率(%)	48.7%	9.8%	11.6%	12.2%	12.7%
ROIC(%)	69.4%	56.1%	31.6%	31.5%	27.0%
EV/EBITDA	-	26.5	17.5	14.8	12.6
股息收益率	0.7%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%

#### 前期研究成果

光线传媒: 业绩符合预期, 关注下半年  
上映电影票房

2012-07-25

光线传媒: 业绩符合预期, 关注后续电影  
票房及新增卫视节目

2012-03-15

光线传媒: 影视剧盈利能力大幅提升, 电  
视联供网节目品牌力增强

2011-10-25

## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-07-24
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
营业收入	479.6	697.9	856.0	1,044.1	1,263.3	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	290.7	412.4	507.7	626.8	764.9	营业收入增长率	24.5%	45.5%	22.6%	22.0%	21.0%
营业税费	18.6	26.2	32.1	39.2	47.4	营业利润增长率	75.5%	77.0%	25.6%	18.9%	18.1%
销售费用	12.4	13.0	15.1	18.2	21.8	净利润增长率	79.9%	55.8%	31.9%	18.0%	17.4%
管理费用	32.5	36.3	50.5	60.5	71.9	EBITDA 增长率	73.2%	63.3%	18.9%	19.9%	19.6%
财务费用	4.0	-7.0	-18.6	-19.5	-18.5	EBIT 增长率	76.7%	65.7%	20.8%	20.0%	19.7%
资产减值损失	2.3	6.0	4.2	3.8	3.4	NOPLAT 增长率	81.1%	44.6%	28.3%	18.9%	18.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	79.0%	128.0%	19.3%	38.7%	34.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	25.5%	671.4%	11.7%	12.3%	12.9%
<b>营业利润</b>	<b>119.1</b>	<b>210.9</b>	<b>265.0</b>	<b>315.1</b>	<b>372.2</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	15.8	4.0	18.4	19.3	20.3	毛利率	39.4%	40.9%	40.7%	40.0%	39.5%
<b>利润总额</b>	<b>135.0</b>	<b>214.9</b>	<b>283.4</b>	<b>334.4</b>	<b>392.5</b>	营业利润率	24.8%	30.2%	31.0%	30.2%	29.5%
减: 所得税	22.1	39.1	51.6	60.8	71.4	净利润率	23.5%	25.2%	27.1%	26.2%	25.4%
<b>净利润</b>	<b>112.8</b>	<b>175.8</b>	<b>231.8</b>	<b>273.5</b>	<b>321.1</b>	EBITDA/营业收入	26.8%	30.0%	29.1%	28.6%	28.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	EBIT/营业收入	25.7%	29.2%	28.8%	28.3%	28.0%
货币资金	40.0	1,083.0	1,257.9	1,205.4	1,128.9	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	10	10	11	9	7
应收帐款	134.6	280.3	293.1	355.3	456.1	流动营业资本周转天数	125	216	286	312	357
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	224	547	809	748	697
预付帐款	133.3	295.2	420.4	610.7	851.1	应收帐款周转天数	104	106	119	112	115
存货	18.2	127.2	73.7	101.0	153.2	存货周转天数	23	42	49	39	45
其他流动资产	-	8.1	10.0	13.1	17.9	总资产周转天数	283	593	847	778	723
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	176	255	316	337	378
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	0.4	-	-	-	ROE	48.7%	9.8%	11.6%	12.2%	12.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	27.7%	9.3%	10.9%	11.5%	11.9%
固定资产	15.8	24.7	25.4	26.1	26.5	ROIC	69.4%	56.1%	31.6%	31.5%	27.0%
在建工程	3.9	-	0.6	1.0	1.2	<b>费用率</b>					
无形资产	0.7	1.0	-0.2	0.1	0.1	销售费用率	2.6%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
其他非流动资产	61.0	73.4	55.2	63.2	63.9	管理费用率	6.8%	5.2%	5.9%	5.8%	5.7%
<b>资产总额</b>	<b>407.5</b>	<b>1,893.1</b>	<b>2,136.2</b>	<b>2,375.9</b>	<b>2,698.8</b>	财务费用率	0.8%	-1.0%	-2.2%	-1.9%	-1.5%
短期债务	104.0	-	5.0	5.0	5.0	三费/营业收入	10.2%	6.1%	5.5%	5.7%	6.0%
应付帐款	42.3	81.5	117.8	120.1	158.4	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	43.1%	5.5%	6.5%	5.6%	6.2%
其他流动负债	14.9	21.8	15.0	13.3	12.3	负债权益比	75.8%	5.9%	7.0%	5.9%	6.6%
长期借款	12.0	-	-	-	-	流动比率	2.02	17.37	15.04	17.49	15.83
其他非流动负债	2.4	1.6	2.3	1.8	1.7	速动比率	1.85	16.04	14.33	16.51	14.70
<b>负债总额</b>	<b>175.7</b>	<b>104.9</b>	<b>139.0</b>	<b>132.5</b>	<b>166.5</b>	利息保障倍数	31.00	29.31	13.23	15.15	19.15
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>分红指标</b>					
股本	82.2	109.6	241.1	241.1	241.1	DPS(元)	0.17	-	0.10	0.11	0.13
留存收益	149.8	1,678.9	1,756.1	2,002.3	2,291.2	分红比率	36.4%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>股东权益</b>	<b>231.8</b>	<b>1,788.3</b>	<b>1,997.2</b>	<b>2,243.4</b>	<b>2,532.4</b>	股息收益率	0.7%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净利润	112.8	175.8	231.8	273.5	321.1	EPS(元)	0.47	0.73	0.96	1.13	1.33
加: 折旧和摊销	6.6	7.0	2.8	3.1	3.5	BVPS(元)	0.96	7.42	8.28	9.30	10.50
资产减值准备	2.3	6.0	4.2	3.8	3.4	PE(X)	49.0	31.5	23.8	20.2	17.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	23.8	3.1	2.8	2.5	2.2
财务费用	3.8	4.8	-18.6	-19.5	-18.5	P/FCF	119.1	-17.0	52.8	-111.5	-87.3
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	11.5	7.9	6.5	5.3	4.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	26.5	17.5	14.8	12.6
营运资金的变动	-101.0	-390.6	-76.1	-297.3	-368.6	CAGR(%)	34.3%	22.2%	17.4%	17.2%	17.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>35.1</b>	<b>-187.4</b>	<b>144.2</b>	<b>-36.3</b>	<b>-59.1</b>	PEG	1.4	1.4	1.4	1.2	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-53.2</b>	<b>-28.8</b>	<b>-4.2</b>	<b>-4.6</b>	<b>-4.6</b>	ROIC/WACC	6.9	5.6	3.2	3.1	2.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>12.7</b>	<b>1,259.8</b>	<b>0.4</b>	<b>-7.8</b>	<b>-13.6</b>	REP	-	1.4	1.7	1.2	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师声明

田俊维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034