

多元化布局启航，综合性娱乐集团可期

光线传媒 (300251.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

光线传媒发布公告，以1亿元收购网页游戏公司天神互动10%股权，8100万收购欢瑞世纪4.81%股权。

2. 我们的分析与判断

(一)、两家公司拥有页游和电视剧领域顶级的制作团队，业务协同效应和上市后的投资收益值得期待

欢瑞世纪制作了近两年最火的电视剧，包括《宫》和《宫锁珠帘》。天神互动在2010年推出的《傲剑》是2011年上半年国内最火的页游产品，截止2012年6月累计注册玩家过亿人，单日最高在线36万人。

根据公告盈利预测，收购欢瑞世纪的动态PE约为12.2倍，天神互动约为9.1倍，考虑到两家公司的行业地位和同类公司的估值，我们认为收购价格合理(表1)。欢瑞世纪计划在2013年上市，而天神互动预计2014年上市。两家公司在给公司带来潜在投资收益的同时，和光线传媒现有业务的协同效应也不可小视(表2)。

(二)、收购是公司推动多元化战略布局的强烈信号

由于提前2年上市以及电影业务的领导地位，华谊兄弟在通过内容产业影响力实现多元化布局战略上走在最前面。相比华谊兄弟，光线传媒是一家更为强调内生性成长的企业，但是从此次对游戏和电视剧领域的收购来看，在上市一年以后，公司已经开始更加积极的多元化布局，这是一个非常好的信号，而且被收购企业的高质量体现出光线传媒巨大的行业影响力。此次收购后光线传媒帐面仍有6亿元的货币资金，我们相信未来光线传媒还会有更多的收购活动。

从华谊和光线收购活动来看，电影对其它娱乐领域辐射影响力是最大的，我们认为光线传媒在电影领域的重点布局是正确的，不能用单个作品的结果来衡量长期战略成败。四季度《泰囧》可能给市场一个惊喜。

(三)、三季度广告市场环境优于上半年，公司现有业务现拐点

今年一季度近5年广告行业最低迷的时期，二季度尤其是5月份开始广告数据缓慢回升，5、6、7月刊例价同比增长0.8%、2.3%和2.7%，增速有扩大势头，我们认为公司地面联播网的广告业务会有更好表现。

3. 投资建议

我们维持2011-2013EPS0.73/0.98/1.26元，对应PE34/25/20X，公司2011年静态PE相当于华谊兄弟2012年的动态PE，我们认为公司估值已经反映最悲观的预期。同时，公司在8月3日解禁483万股以后，要到2014年8月才存在减持的压力，在所有影视剧公司中减持压力是最小的，我们重申公司“推荐”评级，当前是买入时机。

分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

鸣谢:

黄驰

☎: (8610) 83574542

✉: huangchi@chinastock.com.cn

市场数据

时间 2012.08.27

A股收盘价(元)	24.78
A股一年内最高价(元)	31.95
A股一年内最低价(元)	20.93
上证指数	2092
市净率	3.52
总股本(亿股)	2.41
实际流通A股(万股)	6500
A股总市值(亿元)	59.7
A股流通市值(亿元)	16.1

光线传媒深度研究报告: 中国电视网模式的先行者和领导者

光线传媒深度研究报告: 中国最大的多媒体视频内容提供商和运营商

光线传媒公告点评: 期待电影业务、制播分离和新媒体渠道的突破

光线传媒公告点评: 栏目制作与广告业务收入毛利率双提升

光线传媒公告点评: 二三季度主营业务持续转暖, 估值已反映最悲观预期

表 1: 收购活动财务数据

	收购金额	股权比重	净利润预测			收购 PE		
			2011	2012	2013	2011	2012	2013
欢瑞世纪	8100	4.81%	3259	13800	20700	51.7	12.2	8.1
天神互动	10000	10%	4900	11000	15000	20.4	9.1	6.7

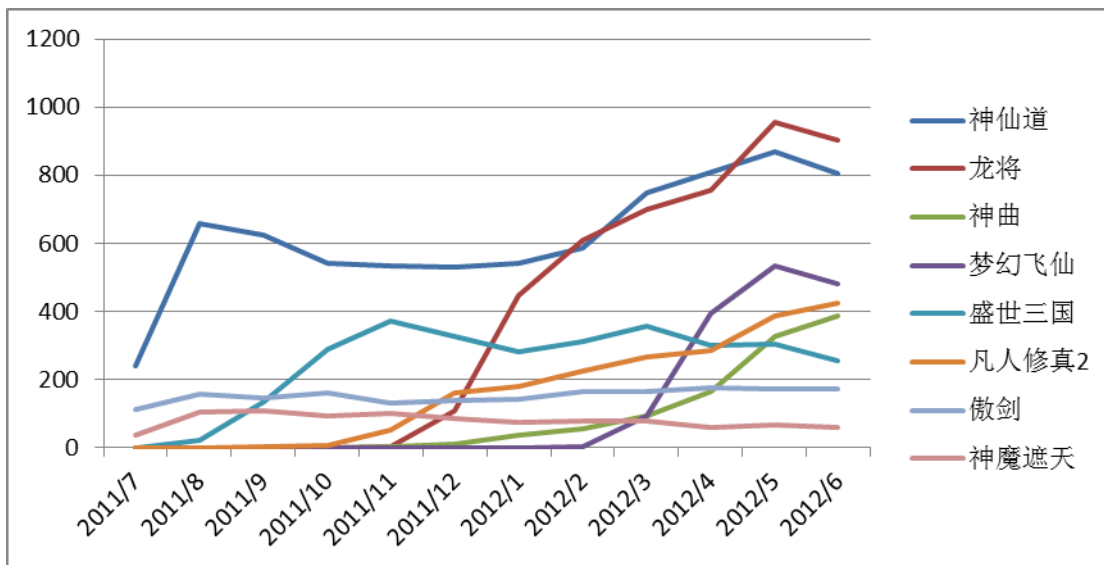
资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

表 2: 项目详细介绍以及对光线传媒的影响

公司介绍	收购对光线传媒的影响
<p>欢瑞世纪</p> <p>欢瑞世纪是国内领先的精品电视剧制作公司, 参与投资制作发行的电视剧的有:《宫》、《宫锁珠帘》、《大丫鬟》、《被遗弃的秘密》、《带弹孔的勋章》、《完美丈夫》、《倾城雪》、《王的女人》、《胜女的代价》。2011 年实现收入 1.12 亿元, 净利润 3,259 万元, 并签约了杨幂工作室、明道工作室(诗翔工作室)、唐嫣工作室、何晟铭工作室、穆小勇工作室、李志强工作室。</p> <p>2012 年, 公司将出品 10 部 300 集左右电视剧和 2 部电影; 电视剧有《王的女人》、《胜女的代价》、《天使的幸福》、《绝对忠诚》、《画皮 2》、《桐柏英雄》、《盛夏晚晴天》、《抓紧时间爱》等, 电影有《画皮 2》、《跑出一片天》等。</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1、欢瑞世纪计划 2013 年在 A 股上市 2、每年保证 10% 以上的分红率 3、电视剧投资: 光线传媒参与投资或拥有优先投资欢瑞世纪如下电视剧:《画皮 2》、《盛夏晚晴天》、《海上花》、《抓紧时间爱》、《微女孩》、《画壁》、《四大名捕》。 4、电视剧发行: 光线传媒将代理发行欢瑞世纪生产的电视剧《天使的幸福》; 其它电视剧优先发行业权和地面频道优先购买权 5、改编版权合作: 光线传媒将《画壁》、《四大名捕》的电视剧改编权授予欢瑞世纪, 同时将光线传媒出品的其他电影的电视剧改编权优先授予欢瑞世纪。欢瑞世纪将其出品的电视剧的电影改编权优先授予光线传媒。 6、电影投资发行: 对于欢瑞世纪生产的电影, 光线传媒均有优先投资权及优先发行业权。
<p>最近三年, 网页游戏市场呈现爆发式增长态势, 市场规模从 2009 年的 8.46 亿元增长到 2011 年 49.3 亿元, 年均增长率超过 100%。</p> <p>天神互动是中国极具实力的网页游戏开放商之一。公司推出的产品《傲剑》是 2011 年上半年市场上最火的页游产品, 服务器组数突破 1000 组, 创下了国产网页游戏首个突破千服大关的记录; 月收入超 8,000 万元人民币。截止 2012 年 6 月累计注册玩家过亿人, 单日最高在线 36 万人, 目前平均在线 30 万人。傲剑目前的每月新开服数稳定在 170 台左右, 在所有市场热门页游中排名第 7。</p> <p>2012 年 4 月, 天神互动又研发推出了网页游戏《飞升》, 目前月收入达到 3000 万, 2012 年 6 月又推出网页游戏《沧海笑》。目前, 公司正在研发一款以“西游记”为背景的 2DARPG 页游产品《斗战胜佛》。新游戏开发方面, 未来两年, 预计天神互动将有 3 款新游戏上线, 同时, 也将陆续开始开发手机游戏及社交游戏。</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1、欢瑞世纪计划在 A 股上市 2、每年保证 10% 以上的分红率 3、未来公司与天神互动打造“游戏+影视”的战略方向。从国际经验来看, 电影与游戏作为最为大众化的娱乐产品, 其带给消费者的体验各有特色, 同样题材的游戏和电影也能相互促进、形成互动。例如,《蜘蛛侠》、《魔戒》、《加勒比海盗》等电影成功后, 其游戏也获得了成功, 是电影改编游戏的典范; 而《古墓丽影》、《生化危机》等游戏也成功的被改编为同名影片获得成功。 <p>未来公司与天神互动打造“游戏+影视”的战略方向。2012 年 2 月, 天神互动先后签下《武动乾坤》、《四大名捕》等热门小说游戏改编权, 拟将《四大名捕》改编成网页游戏, 目前研发工作已经展开。根据双方的合作意向, 光线的影视作品, 天神互动拥有改编成游戏的优先权, 天神互动的《傲神》、《沧海笑》等游戏作品, 光线传媒拥有电影改编优先权。双方还将在游戏和电影的交叉营销推广上展开密切合作。</p>

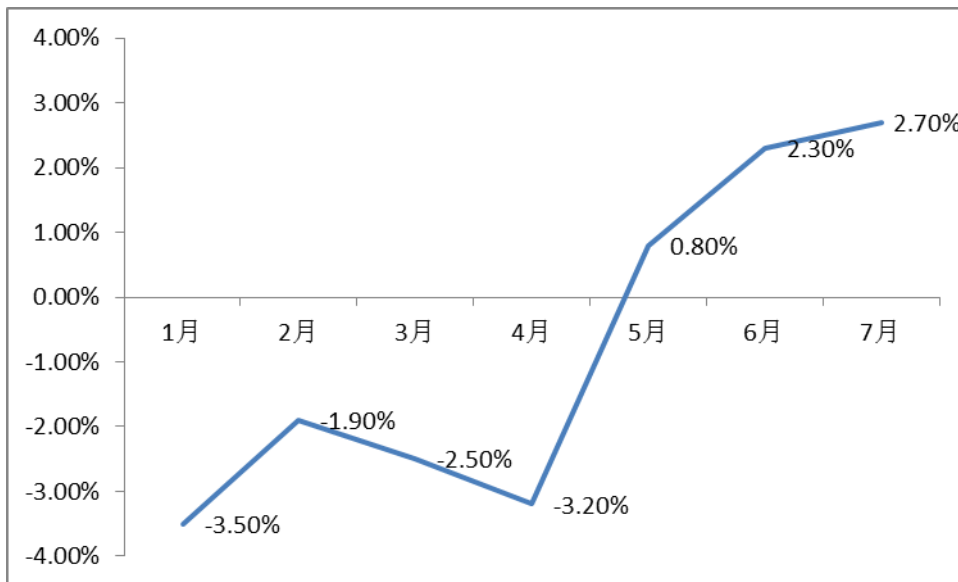
资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

图 1: 国内每月新开服务器数排名前八的页游



资料来源: 中国银河证券研究部

图 2: 2012 年 1-7 月份国内广告市场刊例价格增速



资料来源: 尼尔森, 中国银河证券研究部

2012 年下半年公司计划新增节目及活动

节目方面,公司将充分利用目前在卫视节目方面已经建立的先发优势继续拓展卫视精品节目的开发和制作,公司正在为几家卫视制作样片,预计下半年会有 2-3 档新节目在卫视播出,

公司也加大与新媒体的合作，并于伦敦奥运会期间在新浪网播出《奥运大郭饭》。

演艺活动方面，下半年公司将会承办《国剧盛典》、《音乐风云榜新人盛典》、《影视新势力盛典》、《真维斯杯服装设计大赛》，以及为央视网制作的《5+北京奥运夜》，公司还将承办韩国艺人广州演唱会等，尚有其他活动正在洽谈之中。

表 3: 光线传媒下半年电影放映计划

序号	公映的电影名称（暂定）	公映档期
1	四大名捕	2012年7月12日
2	神探亨特张	2012年7月20日
3	乐翻天	2012年8月
4	伤心童话	2012年8月
5	铜雀台	2012年9月
6	一场风花雪月的事	2012年9月
7	大海啸鲨口逃生	2012年第4季度
8	厨子、戏子、痞子（虎烈拉）	2012年第4季度
9	午夜火车	
10	泰囧	

资料来源：公司中报、银河证券研究部

附表 1: 光线传媒（300251.SZ）业绩预测表

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
销售收入(百万元)	385.2	479.6	697.9	858.0	1096.4
EBITDA(百万元)	89.2	132.1	210.0	271.8	372.4
净利润(百万元)	62.7	112.8	175.8	236.5	304.6
摊薄 EPS(元)	0.26	0.47	0.73	0.98	1.26
PE(X)	95.3	53.0	34.0	25.3	19.6
EV/EBITDA(X)	22.7	16.0	7.8	5.6	13.0
PB(X)	11.0	8.8	1.5	1.4	2.8
ROIC	34.9%	43.3%	33.9%	30.3%	33.2%
总资产周转率	1.16	1.27	0.61	0.44	0.51

资料来源：中国银河证券研究部

附表 2: 光线传媒 (300251.SZ) 财务报表

资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
货币资金	40.0	1083.0	1190.5	1123.9	营业收入	479.6	697.9	858.0	1096.4
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	290.7	412.4	493.1	616.1
应收账款	130.1	270.6	293.6	354.0	营业税金及附加	18.6	26.2	34.0	42.4
预付款项	133.3	295.2	345.2	431.3	销售费用	12.4	13.0	18.9	23.0
其他应收款	4.6	9.7	12.9	16.4	管理费用	32.5	36.3	51.5	65.8
存货	18.2	127.2	62.0	174.3	财务费用	4.0	-7.0	-22.2	-22.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	2.3	6.0	7.4	9.5
长期股权投资	0.0	0.4	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	15.8	24.7	91.0	170.1	营业利润	119.1	210.9	275.4	362.4
在建工程	3.9	0.0	0.0	0.0	营业外收支净额	15.8	4.0	14.0	10.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	135.0	214.9	289.4	372.4
无形资产	0.7	1.0	1.0	1.0	减: 所得税	22.1	39.1	52.6	67.7
长期待摊费用	6.9	19.1	2.3	0.0	净利润	112.8	175.8	236.7	304.6
资产总计	407.5	1893.1	1998.4	2271.0	归属母公司净利润	112.8	175.8	236.5	304.6
短期借款	104.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.2	0.1
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	基本每股收益	0.47	0.73	0.98	1.26
应付账款	14.0	41.6	30.2	42.7	稀释每股收益	1.37	1.60	2.16	1.26
预收款项	1.3	0.3	5.5	3.5	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E
应付职工薪酬	0.8	0.7	0.7	0.7	成长性				
应交税费	12.7	20.8	20.8	20.8	营收增长率	24.5%	45.5%	22.9%	27.8%
其他应付款	28.3	39.9	49.1	62.7	EBIT 增长率	50.3%	67.4%	24.1%	34.0%
长期借款	12.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	79.9%	55.8%	34.5%	28.8%
负债合计	175.7	104.9	107.2	130.5	盈利性				
股东权益合计	231.8	1788.3	1892.0	2142.5	销售毛利率	39.4%	40.9%	42.5%	43.8%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	销售净利率	23.5%	25.2%	27.6%	27.8%
净利润	113	176	237	305	ROE	54.2%	17.4%	12.9%	15.1%
折旧与摊销	7	0	11	23	ROIC	43.32%	33.91%	30.30%	33.21%
经营活动现金流	35	-187	236	66	估值倍数				
投资活动现金流	-53	-29	-110	-110	PE	49.0	31.5	23.4	18.2
融资活动现金流	0	1277	-87	-1	P/S	3.9	3.6	2.9	5.0
现金净变动	-18	1060	39	-45	P/B	8.1	1.4	1.3	2.6
期初现金余额	58	40	1083	1191	股息收益率	0.0%	4.4%	0.9%	0.6%
期末现金余额	40	1100	1122	1146	EV/EBITDA	14.8	6.8	4.9	11.8

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

许耀文，CFA，传媒文化行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn