

光线传媒（300251）半年报点评

徘徊在“基数”与“成长”之间，期待并购破局

分析师：文国庆

执业证书编号：S0300511010003

研究助理：黄继晨

Email: huangjichen@lxzq.com.cn

日期：2013年9月4日

www.lxzq.com.cn

事件：

公司披露的2013年半年报显示，上半年实现营业收入4.68亿元，同比增长68.15%；录得净利润1.73亿元，同比增长112.19%。实现基本每股收益0.34元。

点评：

1、电影发行惊艳表现决定上半年业绩，期待发行规模稳步增长。

受益于“现象级”影片《致青春》和《中国合伙人》等的优异表现以及上年末喜剧大作《泰囧》的跨年票房分账在期内确认，公司影视剧发行和投资收入同比大增 320.7%，达到人民币 3.65亿元，占总营收比重近 80%，这充分体现公司在电影发行方面的核心竞争优势。我们认为，光线多年来建立起的高度渗透的发行体系及良好的渠道关系将成为公司抵御竞争的“护城河”，而当发行体系建设完备后，其边际成本将显著降低，未来发行越多影片，盈利增长将越显著。参考好莱坞优质发行企业 30 部/年的发行实践经验，我们认为公司的产能利用率仍有较大提升空间，即使以 20 部为经营目标，公司未来两年业绩仍有较大的提升空间。公司中报披露，下半年确定上映的影片仅为3部（《赛尔号3》、《四大名捕2、3》），另有部分发行项目在谈。因而我们预计，公司下半年发行数量或与上半年持平，全年达到 12 部。

2、九部剧集相继达产，电视剧业务有望接棒。

公司上半年仅有 4 部剧集取得发行许可证，收入确认则主要来自《天狼星行动》，展望下半年，公司预计会有 9 部剧集获得发行许可，我们认为电视剧收入的高确定性将接棒电影作品前期的强势表现，成为下半年收入的主要来源。

3、节目制作与广告业务下滑成为公司最大不确定性因素。

由于新近与央视合作的多档电视节目（《加油！少年派》、《是真的吗》）尚处于市场培育期，并未形成规模化的收入，再加之宏观经济下行导致老牌节目广告收入下滑，光线上半年节目制作与广告业务出人意料的下滑了 55%。我们将此视为扰动公司短期业绩最大不确定因素，而下



半年由于部分增量收入的确认（《梦想星搭档》和《超级减肥王》）以及龙沐湾（地产）项目的整合营销业务收入贡献，该项业务或将企稳回升。而该项业务明年能否触底反弹将取决于公司年底参加央视广告招标的情况和宏观经济的走势。

4、向内容产业延伸成为成长的不二之选，后续并购预期浓重，维持“买入”评级。

我们曾在 7 月份信息服务行业的深度报告《并购预期下的估值预调》中，详细的论述了对新兴产业的并购是如何满足多方利益的，而在财务方面光线传媒超过 9 亿元的现金储备和仅仅 16% 的资产负债率都为后续较大体量的收购腾挪出了足够的空间。回溯国外标杆企业的成长路径以及近期国内竞争对手的扩张实践，公司借助资本优势向上游内容领域延伸或是战略上的不二之选。而根据公司披露的投资者交流纪要来看，不仅仅是游戏、动漫和影视公司，场所娱乐等轻资产关联行业也有望成为公司整合的方向。

不考虑未来并购对业绩的增厚，我们预计公司 2013 和 2014 年摊薄后每股收益分别为 0.76 和 0.95 元，对应 52 倍和 42 倍市盈率。如果假设公司于下半年开展并购，并沿用 51% 控股权的方式，标的体量在年净利润 1 亿元的水平，我们估算有望增厚其 2014 年 EPS 0.07 元。因而考虑到外延扩张对业绩的提振，光线 14 年 EPS 有望达到 1.02 元，业绩增速接近 34%。我们维持公司“买入”评级不变。

5、风险提示：

电影票房逊于预期、电视剧收入逊于预期、未能有效开展并购、“节俭令”影响演出市场

图表 1 公司盈利预测简表（未计入并购影响）

百万元（人民币）	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	698	1034	1150	1418
<i>增速 (%)</i>	-	48.15%	11.24%	23.29%
营业成本	412	583	604	752
<i>毛利率 (%)</i>	40.91%	43.62%	47.50%	47.00%
销售费用	13	17	18	23
管理费用	36	50	61	69
财务费用	(7)	(20)	(15)	(20)
营业利润	211	371	475	588
利润总额	215	392	490	606
归属于母公司所有者的净利润	176	310	387	479
<i>增速 (%)</i>	-	76.34%	24.87%	23.74%
基本每股收益(元)	0.35	0.61	0.76	0.95

资料来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。