

2014 年 1 月 15 日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：张广荣 S0350514010001
021-20281095 zhanggr@ghzq.com.cn

前期游戏业务投资收获高回报

——光线传媒（300251）参股公司借壳上市点评

事件：

1 月 14 日，光线传媒发布公告称，2012 年 9 月 10 日公司以 1.25 亿元投资参股的游戏公司北京天神互动科技有限公司（以下简称“天神互动”）将借壳中小板上市公司科冕木业（002354）。交易方案为：科冕木业拟将其拥有的全部资产和负债作为置出资产与天神互动 100% 股权的等值部分进行置换。置出资产的预估值约为 5.15 亿元，天神互动 100% 股权的预估值约为 24.5 亿元；差额部分（约 19.35 亿元），由公司发行股份购买，合计发行股份约 1.30 亿股（其中光线传媒持有 12.5%，即 1619 万股）。增发完成后，上市公司总股本达到 2.23 亿股，光线传媒持股占比 7.26%。

点评：此次天神互动若借壳上市成功，公司前期游戏业务投资将收获较高回报。

- **天神互动主营网页游戏和移动网游，是中国最具实力的网络游戏研发商之一。**根据易观发布的《2013 年第三季度中国网页网游市场监测报告》，天神互动在网页网游开发商中排名第 6（按照 2013 年第三季度分成后营收规模计算），占据 6.2% 的市场份额。自成立以来，天神互动出品了《傲剑》、《飞升》、《天神传奇》和《醉剑》等多款热门网页网游产品，深受玩家好评。截至 2013 年 12 月 31 日，天神互动研发及发行并在线运营的游戏产品主要有 11 款网页网游，累计开服总数达 10,123 组，游戏总注册用户逾 1.6 亿人，月均活跃用户超过 614 万人，活跃用户月平均留存率达 22% 以上，游戏产品月平均 ARPU 值约 450 元，游戏产品的累计流水达 26 亿元以上。2012 年和 2013 年，天神互动实现营业收入 2.66 亿元、3.07 亿元，实现归属于母公司股东的净利润 1.19 亿元、1.34 亿元（上述数据未经审计），各项利润指标呈快速增长态势。
- **天神互动若借壳上市成功，公司前期游戏业务投资将收获较高回报。**天神互动预计 2014 年、2015 年、2016 年净利润分别为 1.86 亿元、2.42 亿元和 3.03 亿元，根据可比公司估值情况，我们给予科冕木业 2014 年 40 倍 PE，对应市值 74.4 亿元，与光线 2012 年 1.25 亿投资天神占 12.5% 股权时对应的估值 10 亿相比，增值幅度 6.44 倍。
- **公司传媒娱乐集团版图渐次展开，竞争优势愈加巩固。**美国时代华纳集团经过多次并购整合形成了三大业务板块，分别为网络（Networks），电影电视（Film and TV Entertainment）和出版（Publishing），涵盖了传媒产业链上的电影、电视、综艺、动画、游戏、杂志、形象授权、有线电视网络和频道等。多业务产品线的布局有助于实现 IP 价值最大化。光线传媒从电视节目起步，凭借《娱乐现场》、《音乐风云榜》《最佳现场》《影视风云榜》等优质节目开发了针对单个电视台销售的时段联供网和 6 小时节目打包提供给地面频道的频道联供网，实现了电视节目与发行网络的良性互动。2012 年年末，《泰囧》的成功极大的提升了公司电影发行网络的影响力，为公司投资和代理发行优质影片拓展了空间，实现了电影内容与媒介的良性互动。新丽传媒和天神互动的参股补齐了电视剧和游戏产品线。我们认为，随着公司传媒娱乐版图的渐次展开，优秀的电

视剧和游戏作品将在近期涌现，从而实现电影、电视剧、电视节目以及游戏之间的良性互动。正如公司在2012年年报提到的“公司是传媒娱乐相互带动的一个公司，公司希望能够做到节目与影视剧互动、影视剧互动-电影与电视剧互动、内容渠道互动、新旧媒体的互动”。

- **维持“买入”评级：**我们暂不考虑天神借壳科冕木业后续为光线带来的潜在投资收益，预测光线 2013~2015 年 EPS 为 0.8 元、1.02 元、1.26 元。

风险提示：行业竞争加剧风险、借壳不确定性风险，投拍电影票房低于预期风险等。

表 1：光线传媒盈利预测

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					每股指标				
ROE	15.6%	18.0%	20.0%	21.2%	摊薄EPS	0.61	0.80	1.02	1.26
毛利率	43.6%	51.2%	48.1%	48.2%	BVPS (最新股本)	3.93	4.45	5.11	5.92
期间费率	6.6%	5.5%	6.3%	6.5%	估值				
销售净利率	30.0%	38.0%	34.0%	33.1%	P/E	67.4	51.6	40.5	32.9
成长能力					P/B	10.5	9.3	8.1	7.0
收入增长率	48.1%	3.2%	42.3%	26.6%	P/S	9.6	19.6	13.8	10.9
利润增长率	76.5%	30.8%	27.3%	23.2%					
营运能力					利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
总资产周转率	0.48	0.44	0.54	0.59	营业收入	1034	1067	1518	1923
应收账款周转率	1.63	1.63	1.63	1.63	营业成本	583	521	789	997
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	21	22	32	40
偿债能力					销售费用	17	15	21	26
资产负债率	7.8%	6.7%	7.5%	7.6%	管理费用	50	43	61	77
流动比	11.07	13.17	11.95	11.95	财务费用	(20)	(21)	(18)	(18)
速动比	10.27	12.40	11.06	11.00	其他费用/(-收入)	(11)	(7)	(8)	(9)
					营业利润	371	481	626	792
资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	营业外净收支	21	30	24	9
现金及现金等价物	652	887	744	731	利润总额	392	511	650	801
应收款项	634	654	931	1179	所得税费用	82	105	133	164
存货净额	132	123	186	235	净利润	310	406	517	637
其他流动资产	432	446	635	804	少数股东损益	0	0	0	0
流动资产合计	1850	2111	2496	2949	归属于母公司净利润	310	406	517	637
固定资产	22	18	14	11					
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
无形资产及其他	1	1	1	1	经营活动现金流	(109)	378	40	211
长期股权投资	153	153	153	153	净利润	310	406	517	637
资产总计	2157	2413	2795	3245	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	7	4	4	3
应付款项	102	95	143	181	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	1	1	营运资金变动	(426)	(18)	(577)	(504)
其他流动负债	65	65	65	65	投资活动现金流	(213)	4	4	3
流动负债合计	167	160	209	247	资本支出	3	4	4	3
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(152)	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1	其他	(63)	0	0	0
长期负债合计	1	1	1	1	筹资活动现金流	557	(143)	(182)	(225)
负债合计	168	161	210	248	债务融资	0	0	0	0
股本	241	506	506	506	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1989	2251	2585	2997	其它	557	(143)	(182)	(225)
负债和股东权益总计	2157	2412	2795	3245	现金净增加额	235	239	(139)	(11)

资料来源：wind、国海证券研究所

【分析师承诺】

张广荣，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，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1008室

姓名	固话	手机	邮箱
梁 铮	010-88576936-817	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白 丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
李 慧	0755-83707040	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
马 鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn