

2014年12月24日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：张广荣 S0350514010001
孔令峰 S0350512090003
微信：290871695
010-88576833 zhanggr@ghzq.com.cn

与 360 合资组建视频网站、开启内容付费点播新蓝海

——光线传媒（300251）事件点评

事件：

12月23日，光线传媒与奇虎 360 签署《合资协议》，拟共同出资设立一家新公司(以下简称“合资公司”)，主要用于在中国境内运营针对互联网平台最终用户的互联网视频业务。

点评：我们认为视频网站的成立对光线传媒有两方面的重要意义。一方面，补齐了公司互联网新媒体渠道短板，传媒娱乐巨头发展前景更进一步；另一方面，参考美国 Netflix 的运营模式，互联网付费点播将开启中国内容产业新的蓝海。

- **强强联手，布局互联网视频。**光线传媒拥有大量的优质影视娱乐内容资源储备，同时拥有广泛的合作伙伴和丰富的行业经验，有利于合资公司搭建庞大的影视娱乐内容资源库；奇虎 360 公司拥有大量的用户资源和互联网流量以及突出的网络视频技术，是国内重要的互联网平台之一。两家公司成立合资公司专注于互联网视频业务，可以充分发挥双方各自的优势，在互联网视频方面开创新的运营模式，为用户提供更良好的收视体验。合资公司的成立和发展将进一步完善公司在互联网和移动互联网领域的布局。
- **互联网付费点播将开启内容产业新的蓝海。**互联网时代信息获取和传播成本大幅降低、第三方支付异军崛起，物流体系重新整合，三者的渐次成熟推动人类社会进入电子商务时代。内容产业的大部分产品形态如电视剧、电影、游戏等，既是商品又是信息，两种角色的不同权重构成了不同的商业模式。信息层面的商业模式是：内容免费，依据第三方广告收入；商品层面的商业模式是：内容付费。二者共同的基础是用户群。电子商务的繁荣发展改变了互联网广告的形态，网购这种直接交易的方式把以前的互联网广告时代（门户展示广告、搜索引擎关键字广告等）带入了互联网销售时代，广告与销售的界限已经模糊，广告主期望的流程变为 1，用户看到广告，2 用户点击广告到达广告主的产品页面，3 用户发生购买行为，交易实现。在此情景下，高质量的付费用户群成为了第三方广告主和内容商品制作者本身共同追求的目标。内容付费成为筛选该用户群体的重要门槛，信息层面和商品层面两种商业模式有望得到统一：内容付费+第三方广告收入。电影成为娱乐营销的主阵地，互联网付费点播将开启内容产业新的蓝海。
- **Netflix 第三季度流媒体服务付费用户数 5065 万户，同比增长 33.3%：**美国最大在线视频提供商 Netflix 第三季度流媒体服务付费用户数量为 5065 万人，上一季度为 4799 万人，净增 266 万，去年同期为 3801 万人，同比增长 33.3%，预计第四季度将达到 5410 万人，Netflix 从一个在线影片租赁服务公司华丽地转型为一个网络影视播放平台，成为有线和公共电视网之外第三大影视播放媒体。Netflix 自主开发的《纸牌屋》、《女子监狱》等剧目大受欢迎。2014 年 10 月份，Netflix 表示，它与韦恩斯坦公司（The Weinstein Co.）合作并计划于明年 8 月份推出首批几部原创电影。届时，将与 IMAX 院线同步上映电影《卧虎藏龙》续集《卧

虎藏龙 2: 青冥宝剑》(Crouching Tiger, Hidden Dragon: The Green Legend)。而在此之前, Netflix 与 IMAX 院线同步上映新拍电影是没有先例的¹。我们认为这次与韦恩斯坦公司的合作, 让《卧虎藏龙 2: 青冥宝剑》同时在 Netflix 上映, 标志着互联网付费点播开启内容产业新的蓝海市场。

- **维持“买入”评级:** 我们看好公司成长为国内领先传媒娱乐集团的增长前景, 预测公司 2014~2015 年 EPS 分别为 0.38 元、0.66 元、0.87 元, 继续维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧风险、投拍电影票房低于预期风险等。

¹ <http://tech.163.com/14/1005/16/A7QBEAT7000915BD.html>: 网播平台 Netflix 取得新电影首映权 冲击传统影院

表 1：光线传媒盈利预测

证券代码：	300251.sz				股票价格：25.58	投资评级：	买入		日期：	2014-12-24	
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E		
盈利能力					每股指标						
ROE	14.8%	15.3%	22.5%	24.6%	摊薄EPS	0.32	0.38	0.66	0.87		
毛利率	46.3%	45.0%	46.0%	46.0%	BVPS（最新股本）	2.19	2.46	2.92	3.53		
期间费率	5.7%	4.6%	5.3%	5.0%	估值						
销售净利率	36.3%	36.7%	35.9%	35.1%	P/E	79.0	67.9	39.0	29.5		
成长能力					P/B	11.7	10.4	8.8	7.2		
收入增长率	-12.5%	15.0%	77.9%	35.1%	P/S	14.3	24.9	14.0	10.4		
利润增长率	5.7%	16.4%	73.9%	32.2%							
营运能力					利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E		
总资产周转率	0.35	0.36	0.53	0.60	营业收入	904	1040	1850	2500		
应收账款周转率	2.81	3.90	4.36	4.12	营业成本	486	572	999	759		
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	7	8	15	20		
偿债能力					销售费用	12	12	15	13		
资产负债率	14.3%	14.1%	14.8%	14.6%	管理费用	50	56	95	122		
流动比	3.62	4.04	4.32	4.80	财务费用	(18)	(28)	(26)	(31)		
速动比	3.12	3.38	3.30	3.58	其他费用/（-收入）	18	23	33	25		
资产负债表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E	营业利润	385	444	786	1051		
现金及现金等价物	622	866	826	973	营业外净收支	21	29	29	29		
应收款项	321	267	424	607	利润总额	406	473	815	1080		
存货净额	186	270	527	749	所得税费用	78	91	157	208		
其他流动资产	215	248	446	605	净利润	328	382	659	872		
流动资产合计	1343	1650	2222	2934	少数股东损益	0	0	(5)	(5)		
固定资产	25	25	23	22	归属于母公司净利润	328	382	664	877		
在建工程	0	0	0	0	现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E		
无形资产及其他	2	2	2	2	经营活动现金流	754	361	153	404		
长期股权投资	1136	1136	1136	1136	净利润	328	382	659	872		
资产总计	2591	2897	3467	4177	少数股东权益	0	0	(5)	(5)		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	8	5	5	5		
应付款项	79	110	206	290	公允价值变动	(0)	(0)	(0)	(0)		
预收帐款	1	6	16	29	营运资金变动	418	(100)	(718)	(661)		
其他流动负债	292	292	292	292	投资活动现金流	(688)	0	2	2		
流动负债合计	371	408	514	611	资本支出	(3)	0	2	2		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(984)	0	0	0		
其他长期负债	0	0	0	0	其他	299	0	0	0		
长期负债合计	0	0	0	0	筹资活动现金流	178	(112)	(195)	(258)		
负债合计	371	408	514	611	债务融资	0	0	0	0		
股本	506	1012	1012	1012	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	2219	2489	2952	3567	其它	178	(112)	(195)	(258)		
负债和股东权益总计	2591	2897	3467	4177	现金净增加额	244	249	(41)	147		

资料来源：wind、国海证券研究所

【分析师承诺】

张广荣、孔令峰，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