

2015年4月16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

产业链布局持续推进、业绩增长动能十足

——光线传媒（300251）年报点评

事件：

4月16日，光线传媒公布2014年年报，实现营业总收入12.18亿元，同比增长34.72%；归属于上市公司股东的净利润3.29亿元，同比增长0.42%，拟以现有总股本11.28亿股为基数，以资本公积每10股转增3股派发现金1.0元。

点评：

- **电影业务依然是业绩增长的主要部分。**2014年电影实现收入6.46亿元，同比增长29.05%，占收入的比重为53%。实现营业利润3.64亿元，占整体营业利润的比重为76%。电影业务是公司业绩增长的主要部分。栏目制作与广告实现收入4.76亿元，同比增长43.28%，占收入的比重为39%。电视剧和动漫游戏分别实现收入3475万元和5998万元。其中动漫游戏收入贡献来源于新增纳入合并范围的杭州热锋网络科技有限公司和广州蓝弧文化传播有限公司。
- **打造国内最大的传媒娱乐内容集团。**公司将致力于用IP打通娱乐内容产业链，从小说、漫画版权开始，用电影的投资、制作、发行来带动电视剧和网络剧、动漫、游戏、衍生授权等产业，资源共享，优势互补，打造完整文化内容产业链，公司未来仍将采取行业联盟策略，即通过股权投资、并购以及战略联盟与项目合作，做成开放的内容平台，实现“跨平台、全娱乐内容投资制作发行”的战略目标，成为国内领先的综合性传媒娱乐集团。如在动漫领域，公司目前已经投资的动漫公司有9家，此外还和国内优质的动漫公司开展业务上的合作，总体上覆盖了中国优质动漫IP和资源中的大部分。
- **内容产业发展前景广阔。**基于粉丝经济时代优质IP不断涌现：网络小说作为优质IP已经成为影视剧剧本创作的重要金矿，《盗墓笔记》、《鬼吹灯》、《甄嬛传》等销售积累了数以千万的粉丝，成为蕴含巨大价值亟待挖掘的超级宝藏；并购整合是传媒企业做大做强之必由之路，拥有多业务线、多渠道布局的传媒娱乐集团有助于实现IP价值最大化，具备强大的规模经济竞争优势。互联网付费点播和电影衍生品将开启内容产业新的蓝海，根据艺恩咨询数据，2014年中国电影票房296亿元，电影版权收入及电影所带来的影院、电视、网络广告收入分别为20亿和63亿。版权收入占比仅5.2%，而在好莱坞，一部电影院线票房分成收入大致占影片整体收入的30%以内，差距巨大。
- **电影业务是公司重要竞争优势。**公司2014年度发行了《爸爸去哪儿》、《同桌的妳》、《分手大师》、《四大名捕大结局》、《亲爱的》和《匆匆那年》等12部电影，累计电影票房约31.39亿元，比去年增长约34.89%，占全国国产片票房19.5%，票房金额位居国内电影集团的第一名。公司2015年预计投资、发行超过15部影片，包括《左耳》（苏有朋执导）、《横冲直撞好莱坞》（林诣彬监制）、《港囧》（徐峥导演）、《恶棍天使》（邓超导演）《鬼吹灯之寻龙诀》等高票房潜力影片。公司策略是用电影的投资、制作、发行来带动电视剧和网络剧、动漫、游戏、衍生授权等产业，比如公司2015年将重点制作超级季播剧，配合电影同时制作网

络剧，全方面提升 IP 的影响力。

- **阿里战略入股意义重大：**公司 3 月 25 日非公开发行股票上市，其中杭州阿里创业投资有限公司以 24.22 元价格认购 24 亿元，持股 9909 万股，占比 8.78%。阿里巴巴作为全球领先的电子商务交易平台运营商，为平台企业提供在线营销服务是其主要商业模式，服务类别包括按效果付费（Pay-for-performance, or P4P），展示营销（Display marketing），淘宝客计划（taobaoke program），交易佣金（Commissions on Transactions），店铺费（Storefront Fees）等，我们认为品牌营销服务将是阿里巴巴在线营销服务的下一个重要品类，而内容营销是塑造品牌形象的重要手段。Content Marketing Institute 的 2014 年数据表明，93% 的机构都表示他们依靠内容营销来塑造品牌和挖掘需求，87% 的消费者宣称线上内容对他们的购买决定有着极大的影响力。另一方面，依托阿里巴巴的大数据资源，光线传媒能够与在线商家合作，利用商家的经验来开发受众喜爱的电影衍生产品。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2015 年-2017 年收入分别为 19.74 亿元、26.19 亿元、35.99 亿元，净利润分别为 5.93 亿元、8.26 亿元和 11.97 亿元，对应 EPS 分别为 0.53 元、0.73 元和 1.06 元，继续给予“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。

表 1：光线传媒盈利预测

证券代码：	300251.sz				股票价格：31.46	投资评级：	买入		日期：	2015-04-16	
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E		
盈利能力					每股指标						
ROE	10.1%	15.7%	18.2%	21.2%	摊薄EPS	0.29	0.53	0.73	1.06		
毛利率	39.3%	44.0%	46.2%	48.5%	BVPS（最新股本）	2.80	3.25	3.87	4.77		
期间费率	7.7%	6.7%	6.8%	6.6%	估值						
销售净利率	27.0%	30.1%	31.6%	33.3%	P/E	107.8	59.8	43.0	29.7		
成长能力					P/B	11.2	9.7	8.1	6.6		
收入增长率	34.7%	62.0%	32.7%	37.4%	P/S	26.2	18.0	13.6	9.9		
利润增长率	0.4%	80.2%	39.3%	44.8%							
营运能力					利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E		
总资产周转率	0.24	0.34	0.39	0.44	营业收入	1218	1974	2619	3599		
应收账款周转率	1.50	1.50	1.50	1.50	营业成本	739	1105	1409	1853		
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	8	14	18	25		
偿债能力					销售费用	10	16	27	42		
资产负债率	34.9%	34.7%	33.0%	31.3%	管理费用	54	82	109	150		
流动比	1.46	1.69	1.99	2.32	财务费用	22	19	25	20		
速动比	1.15	1.30	1.55	1.82	其他费用/（-收入）	27	11	19	19		
资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	412	749	1050	1529		
现金及现金等价物	581	453	634	854	营业外净收支	14	19	19	19		
应收款项	813	1317	1748	2402	利润总额	426	768	1069	1548		
存货净额	457	691	882	1160	所得税费用	74	134	186	269		
其他流动资产	333	541	726	1001	净利润	352	634	883	1279		
流动资产合计	2183	3001	3989	5416	少数股东损益	23	41	57	82		
固定资产	23	23	22	20	归属于母公司净利润	329	593	826	1197		
在建工程	0	0	0	0	现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E		
无形资产及其他	2	2	2	2	经营活动现金流	(83)	8	368	489		
长期股权投资	1250	1250	1250	1250	净利润	352	634	883	1279		
资产总计	4984	5802	6787	8213	少数股东权益	23	41	57	82		
短期借款	500	500	500	500	折旧摊销	16	5	5	5		
应付款项	432	684	893	1190	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	20	43	65	99	营运资金变动	(473)	(1222)	(1036)	(1539)		
其他流动负债	545	545	545	545	投资活动现金流	(905)	(0)	2	1		
流动负债合计	1498	1773	2003	2334	资本支出	2	(0)	2	1		
长期借款及应付债券	99	99	99	99	长期投资	(114)	0	0	0		
其他长期负债	141	141	141	141	其他	(794)	0	0	0		
长期负债合计	239	239	239	239	筹资活动现金流	860	(91)	(127)	(184)		
负债合计	1737	2012	2242	2574	债务融资	599	0	0	0		
股本	1013	1128	1128	1128	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	3247	3790	4545	5640	其它	262	(91)	(127)	(184)		
负债和股东权益总计	4984	5802	6788	8214	现金净增加额	(128)	(83)	243	307		

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，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%。

