

## 增发价格铸安全边际、泰囧逻辑驱动9月行情

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 行业的短期休整期已经接近尾声, 9月电影市场的票房规模将触底反弹; 光线传媒的主打作品《港囧》将于9月底登陆院线, 届时很有可能掀起票房狂潮; 公司股价低于增发价格, 有安全边际。
- **票房大年, 也有小憩。** 今年票房市场极其火爆, 前八个月的票房规模几乎已经和2014年全年296亿元的规模相当, 行业今年高速增长已经确认。但在行业大年之中, 8月却出现了票房的“小憩”, 原因或是因为7月的票房狂潮使得市场有所疲惫, 需要一定的时期来进行调整, 所以8月前20天, 仅1日和2日的票房超过7月平均水平。
- **小憩已近尾声。** 我们认为, 票房的短期调整已近接近尾声, 未来将迎来高速增长, 原因是: 第一, 8月20日, 在“七夕”佳节利好之下, 以爱情为主打的电影《新娘大作战》首日票房一度接近亿元, 而《滚蛋吧, 肿瘤君》的票房也因此出现“中兴”之象; 第二, 8月23日, 《终结者: 创世纪》热卖, 首日票房一度接近《捉妖记》的水平, 达到1.5亿元的规模。票房市场重新开始火爆预示着前期的休整已经消化了绝大部分观影疲惫, 看好9月市场。
- **《港囧》逻辑将兑现。** 从内容上来看, 《港囧》延续“囧”系列的文化主线, “死忠粉”众多; 从演员上看, 徐峥、赵薇等均是近年来高票房的主打演员; 从情节上来看, 《港囧》主打“简单+无厘头+欢乐”的路线, 符合目前的市场倾向; 从时间上来看, 《港囧》在上映第一周爆发期后, 将接着“十一黄金周”迎来票房的“第二春”。
- **《港囧》是事件型驱动因素。** 单部电影对光线传媒这样的影视巨头而言, 贡献的利润收入也毕竟有限, 《港囧》对于二级市场的投资逻辑是事件驱动。前期多个案例已经说明, 只要成为实体经济的“热点”, 二级市场均会有较为明显的反应。
- **安全垫明显。** 目前股价低于公司的增发价格24.22元/股的水平, 且增发对象均为行业巨头, 价格较为安全。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2015-2017年的EPS分别为0.35元、0.41元、0.47元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电影票房或低于预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1218.07	1948.91	2631.03	3420.35
增长率	34.72%	60.00%	35.00%	30.00%
归属母公司净利润(百万元)	329.33	514.38	596.31	694.45
增长率	0.42%	56.19%	15.93%	16.46%
每股收益EPS(元)	0.22	0.35	0.41	0.47
净资产收益率ROE	10.84%	9.33%	10.00%	10.71%
PE	96.34	61.68	53.21	45.69
PB	9.77	5.48	5.06	4.63

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

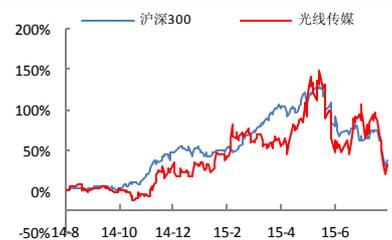
分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	14.67
流通A股(亿股)	12.25
52周内股价区间(元)	13.09-39.19
总市值(亿元)	298.79
总资产(亿元)	77.61
每股净资产(元)	4.40

### 相关研究

1. 光线传媒(300251): 电影、网络剧集集中亮相, 下半年看点纷呈 (2015-08-05)
2. 光线传媒(300251): 电影业前景喜人, 泛娱乐集团雏形已现 (2015-04-17)

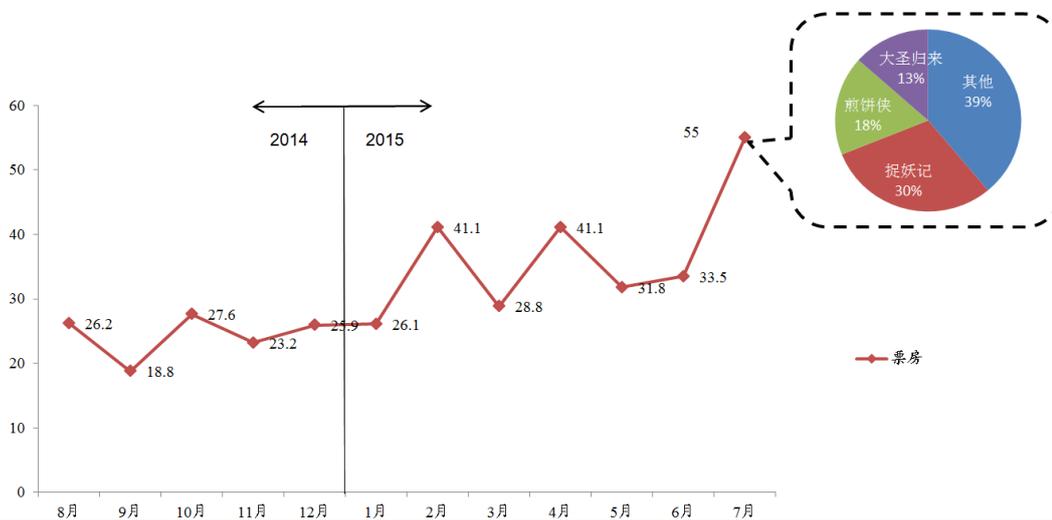
## 1. 票房休整期已经拂晓

关于今年是票房大年的推论几乎已经可以确定，我们录得前七个月的累计票房已经接近 260 亿，加上 8 月的约 30 亿票房，和 2014 年 296 亿票房的规模几乎相当，全年高速增长可以确认。

### 7 月票房爆发增长

7 月，我们录得全国票房接近 55 亿元，创下历史新高。其中，三大神作《捉妖记》、《煎饼侠》、《大圣归来》贡献了当月约 61% 的票房收入（《捉妖记》7 月贡献 16.5 亿元票房、《煎饼侠》贡献约 9.7 亿元票房、《大圣归来》贡献约 7.4 亿元票房），从而无论在电影市场还是在资本市场，均掀起巨大反响。

图 1：票房走势示意图（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券

### 票房大年也有调整期

在经过 7 月的票房爆发性增长以后，8 月市场开始出现疲惫，包括《王朝的女人·杨贵妃》、《太平轮》等年初被市场给予厚望的电影纷纷“滑铁卢”，而以追忆童年为主线的 IP《黑猫警长》也表现平平，市场整体进入了相对疲软的态势。

根据我们的统计，在 8 月 20 日以前，没有新上映的电影有能力推动单日票房超过 7 月“平均 1.7 亿/日”的现象发生（8 月 1 日和 2 日的高票房更多是因为《捉妖记》余温）。

### 电影市场休息期已近结束

我们认为，由于 7 月的票房狂欢导致 8 月票房疲软的迹象已经发生改变，原因是又有高票房电影开始出现，且这些影片均带动当日票房超过 7 月平均水平：

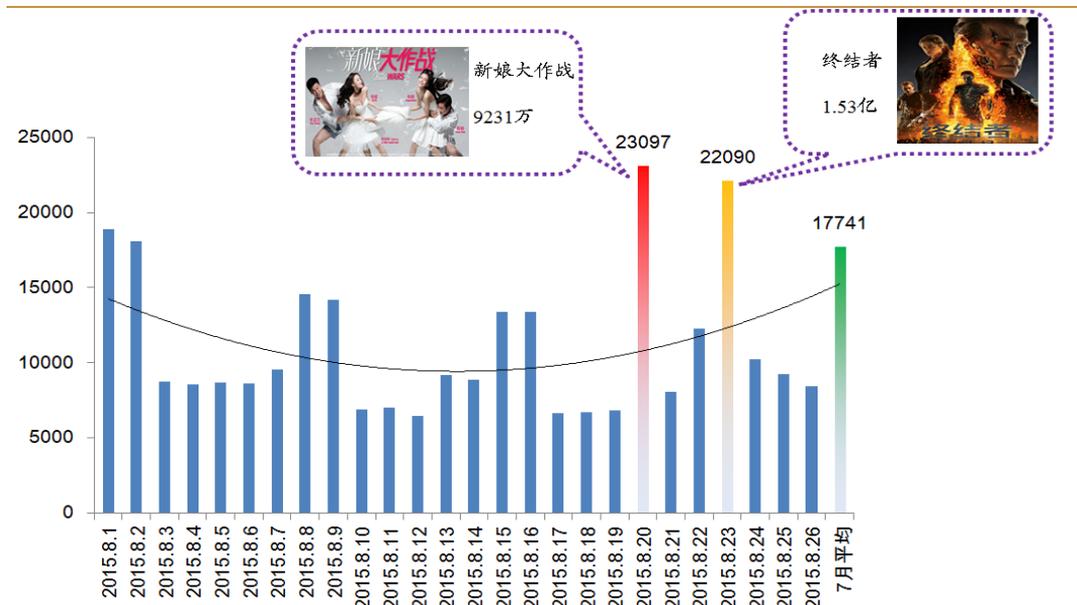
首先是 8 月 20 日，凭借“七夕”利好，以欢乐和爱情为主线的电影《新娘大作战》实现了首日 9231 万元的票房，同时“七夕”佳节还带动本来已经票房下滑的《滚蛋吧，肿瘤君》再度收获 5400 万元的票房，两者合计贡献超过 1.35 亿票房收入。虽然说市场上有《新

娘大作战》“补票房”的传言，但“七夕”档票房火爆依旧说明，市场只是“休息”而不是“睡着”。

如果说因为节日效应而带动爱情电影票房回暖的现象仅仅是“昙花一现”的话，那么真正支撑我们认为电影休整期已过的原因则是《终结者·创世纪》的热卖。

8月23日，单日票房2.2亿元，其中《终结者·创世纪》贡献约1.5亿，占比接近70%。《终结者》的故事纵横了约30年（1983-2015），可以说是现象级IP般的存在。前期市场有关于“IP多次出现后影响力会下降”的判断，而《终结者》的热卖则是对该看法的有力回击。鉴于此，我们还是强调，有历史传承的IP将是电影成功的最重要保障，《星球大战》系列、《哈利波特》系列、《变形金刚》系列、《速度与激情》系列，这些成为票房现象级存在的大作，均是贯穿数十年的大型IP。

**图 2：票房走势示意图（亿元）**



数据来源：公司公告，西南证券

## 2. 《港囧》逻辑将演绎票房神话

我们认为，《港囧》将成为年内最有可能、也是唯一有可能超过《捉妖记》的现象级作品，原因是：

(1) IP 传承将是重要保障。纵观国产电影，其中高票房者几乎都是具有 IP 传承的（《捉妖记》例外），无论是文化传承，如《大圣归来》；还是故事传承，如《降魔篇》；或演员传承，如《煎饼侠》。《港囧》是《囧》系列的延续，前作均实现大卖；“徐峥+赵薇”等演员也是过去高票房的创造者，所以无论是在故事文化、还是在演员阵容上，《港囧》均符合我们的影片 IP 传承逻辑，这也是我们认为《港囧》将成为今年最热电影的核心原因。

(2) 故事符合当前的文化消费习惯。今年的票房走势分化已经非常清楚：欢乐，简单，好玩的电影符合市场的消费习惯，反而主题深刻，内容沉重，文化深邃的电影则愈发不符合

当前的“快餐消费”文化。《港囧》定位就是这种“简单+无厘头+欢乐”的电影，符合目前的市场偏好。

（3）绝佳的档期。《港囧》定位于9月25日上映，上映一周就到“十一黄金周”，这样将使得该片具有两次爆发期：上映首轮和国庆黄金周。

### 《港囧》将在资本市场上形成现象级驱动事件

诚然，即使《港囧》达到我们预期的25亿票房，减去5%的专项基金和3.3%的税费，还剩下约23亿，按传统的票房分账规则，院线加影院拿走23亿票房的55%-60%，即还剩下约10亿票房，再扣除影片成本以及其他投资方的分账以后，最后才是光线传媒的利润。但我们认为，从前期的多项案例不难发现，只要《港囧》成为现象级作品，将大概率使得二级市场资金追捧其制作方之一的光线传媒，所以我们将《港囧》逻辑定义为现象级驱动事件。

## 3. 增发价格是安全垫

今年上半年，光线传媒非公开发行了约1.16亿股，扣除发行费用以后募集资金约27.9亿元，发行价格是24.22元/股，其中阿里认购约9909万股，大股东认购1651万股。认购价格的市盈率虽然已经较高，但巨头仍果断参与光线传媒，显示出对于公司未来发展的强烈信心。目前公司的股价在22元左右，低于增发价格，有较强的安全边际。

表 1: 光线传媒的增发情况

认购对象	增发价格	募集资金	认购数量	锁定期	当前股价
杭州阿里创业投资有限公司	24.22	2,399,999,980.98	99,091,659.00	12个月	21.63
上海光纤投资控股有限公司	24.22	400,000,008.94	16,515,277.00	12个月	
合计		2,799,999,989.92	115,606,936.00		

数据来源: wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1218.07	1948.91	2631.03	3420.35	净利润	351.87	540.29	627.45	733.62
营业成本	739.08	1174.00	1733.00	2344.00	折旧与摊销	19.38	18.15	34.19	52.66
营业税金及附加	8.42	13.47	18.18	23.63	财务费用	21.69	13.13	-4.66	-2.60
销售费用	10.14	21.97	27.85	35.70	资产减值损失	29.04	14.29	14.82	19.38
管理费用	53.83	77.96	105.24	136.81	经营营运资本变动	-267.07	-745.57	-1447.20	-643.89
财务费用	21.69	13.13	-4.66	-2.60	其他	-237.80	-12.14	-14.55	-17.43
资产减值损失	29.04	14.29	14.82	19.38	<b>经营活动现金流净额</b>	-82.89	-171.85	-789.95	141.74
投资收益	55.92	12.03	14.44	17.33	资本支出	-399.38	-170.18	-190.00	-210.00
公允价值变动损益	0.11	0.11	0.11	0.11	其他	-505.87	12.14	14.55	17.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-905.25	-158.04	-175.45	-192.57
<b>营业利润</b>	411.91	646.25	751.15	880.85	短期借款	500.00	-500.00	0.00	0.00
其他非经营损益	14.17	17.65	17.07	16.78	长期借款	98.52	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	426.08	663.90	768.22	897.63	股权融资	0.00	2786.83	0.00	0.00
所得税	74.22	123.61	140.77	164.01	支付股利	-50.64	-119.52	-142.01	-157.70
净利润	351.87	540.29	627.45	733.62	其他	398.49	-676.77	4.66	2.60
少数股东损益	22.54	25.91	31.14	39.17	<b>筹资活动现金流净额</b>	946.37	1490.55	-137.35	-155.10
归属母公司股东净利润	329.33	514.38	596.31	694.45	<b>现金流量净额</b>	-40.79	1160.66	-1102.75	-205.93
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	580.82	1722.38	611.59	393.97	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1060.24	1513.30	2091.53	2815.63	销售收入增长率	34.72%	60.00%	35.00%	30.00%
存货	456.79	456.04	1675.27	1975.57	营业利润增长率	6.98%	56.89%	16.23%	17.27%
其他流动资产	85.58	136.52	184.07	239.08	净利润增长率	7.30%	53.55%	16.13%	16.92%
长期股权投资	1250.16	1250.16	1250.16	1250.16	EBITDA 增长率	19.46%	49.57%	15.23%	19.24%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	22.79	178.09	337.18	497.79	毛利率	39.32%	39.76%	34.13%	31.47%
无形资产和开发支出	366.79	366.17	365.56	364.94	三费率	7.03%	5.80%	4.88%	4.97%
其他非流动资产	1160.59	1157.93	1155.28	1152.62	净利率	28.89%	27.72%	23.85%	21.45%
<b>资产总计</b>	4983.78	6780.61	7670.63	8689.77	ROE	10.84%	9.33%	10.00%	10.71%
短期借款	500.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.66%	7.06%	9.72%	9.73%
应付和预收款项	511.94	544.14	852.38	1190.87	ROIC	46.60%	36.00%	21.67%	17.57%
长期借款	98.52	98.52	98.52	98.52	EBITDA/销售收入	37.19%	34.76%	29.67%	27.22%
其他负债	626.47	347.06	443.39	548.12	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1736.92	989.72	1394.29	1837.51	总资产周转率	0.32	0.33	0.36	0.42
股本	1012.70	1466.80	1466.80	1466.80	固定资产周转率	53.44	11.96	8.36	7.25
资本公积	495.54	2828.28	2828.28	2828.28	应收账款周转率	2.16	2.07	2.08	2.00
留存收益	991.09	1385.96	1840.25	2377.00	存货周转率	2.27	2.56	1.62	1.28
归属母公司股东权益	3162.90	5681.04	6135.34	6672.08	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	62.30%	--	--	--
少数股东权益	83.95	109.86	141.00	180.18	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	3246.86	5790.90	6276.34	6852.26	资产负债率	34.85%	14.60%	18.18%	21.15%
负债和股东权益合计	4983.78	6780.61	7670.63	8689.77	带息债务/总负债	34.46%	9.95%	7.07%	5.36%
					流动比率	1.46	5.10	3.95	3.39
					速动比率	1.15	4.49	2.50	2.16
					股利支付率	15.38%	23.24%	23.81%	22.71%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.22	0.35	0.41	0.47
					每股净资产	2.21	3.95	4.28	4.67
					每股经营现金	-0.06	-0.12	-0.54	0.10
					每股股利	0.03	0.08	0.10	0.11
业绩和估值指标									
EBITDA	452.98	677.53	780.68	930.91					
PE	96.34	61.68	53.21	45.69					
PB	9.77	5.48	5.06	4.63					
PS	26.05	16.28	12.06	9.28					
EV/EBITDA	45.89	42.76	38.53	32.55					
股息率	0.16%	0.38%	0.45%	0.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn