

分析师: 刘冉
 执业证书编号: S0730516010001
 liuran@ccnew.com 021-50588666-8036
 研究助理: 乔琪
 qiaoqi@ccnew.com 021-50588666-8081

电视剧业务表现良好, 下半年项目储备丰富

——光线传媒(300251)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

市场数据(2018-08-31)

发布日期: 2018年09月03日

收盘价(元)	8.09
一年内最高/最低(元)	13.97/8.05
沪深300指数	3334.5
市净率(倍)	2.82
流通市值(亿元)	222.64

基础数据(2018-6-30)

每股净资产(元)	3.29
每股经营现金流(元)	-0.06
毛利率(%)	46.21
净资产收益率-摊薄(%)	21.86
资产负债率(%)	23.38
总股本/流通股(万股)	293360.84/275206.09
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《光线传媒(300251)公司点评报告: 33亿出售新丽传媒股份, 3000万增资蓝白红影业》 2018-03-13
- 《光线传媒(300251)公司点评报告: 17年业绩实现稳健增长, 全产业链属性初现》 2018-02-02

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

事件: 公司于8月30日发布18年半年度报告。

投资要点:

- **合并范围变更导致扣非后净利润下滑。**公司18年上半年实现营业收入7.21亿元, 同比下降29.96%; 净利润21.07亿元, 同比上升426.05%; 扣非后净利润2.26亿元, 同比下降38.00%; 基本每股收益为0.72元。营业收入同比下滑原因是公司不再合并浙江齐聚, 相关视频直播收入减少。非经常性损益大幅上升的主要原因是公司出售新丽传媒确认了高达22.41亿元(不含税)的投资收益。
- **投资比例下滑导致电影收入下滑, 预计未来或将改善。**公司18年上半年参与投资、发行并计入票房的影片共7部, 分别是《熊出没·变形记》、《唐人街探案2》、《大世界》、《英雄本色2018》、《金钱世界》、《超时空同居》、《动物世界》以及2部17年上映但部分票房转结到18年的电影《圣诞奇妙公司》和《心理罪之城市之光》, 总票房为48.8亿元, 远超17年同期13.83亿元的成绩。但公司18年电影业务营收4.72亿元, 同比下降34.76%, 主要原因是部分电影公司参与投资比例较低。公司下半年或明年预计会有11部影片上映, 其中多部影片投资比例均不低于30%, 因此预计下半年公司电影业务有望好转。根据公司公告显示, 截止至2018年8月19日, 公司源于8月10日上映电影《一出好戏》的营业收入区间约为2.4亿元至2.8亿元。
- **电视剧与网剧业务快速增长。**18年上半年, 公司确认了《新笑傲江湖》、《爱国者》的电视剧发行收入, 实现营业收入2.36亿元, 同比大幅增长477.32%; 毛利率由17年同期的30.74%提升至41.67%。由知名IP改编的电视剧网剧《我在未来等你》、《八分钟的温暖》、《无法直视》均已拍摄完毕进入后期制作阶段; 同时还有多个项目也在筹备、推进当中。
- **动漫业务或将迎来爆发。**公司18年上半年出品、发行了2部动画电影, 包括《熊出没·变形记》和《大世界》, 其中《熊出没·变形记》票房6.1亿元, 《大世界》获得第54届台湾金马奖最佳动画长片、入围67届柏林电影节金熊奖。公司目前还有10部左右动画储备, 预计将会在下半年及明年上映。
- **项目回款减少导致经营活动产生现金流减少, 出售新丽传媒现金流仍充沛。**公司18年上半年经营性活动产生现金流为-1.81亿元, 同比减少172.91%, 主要原因是影视剧项目回款减少, 但公司通过出售新丽传媒股份获得现金流23.47亿元, 同比转负为正。公司18年上半年现

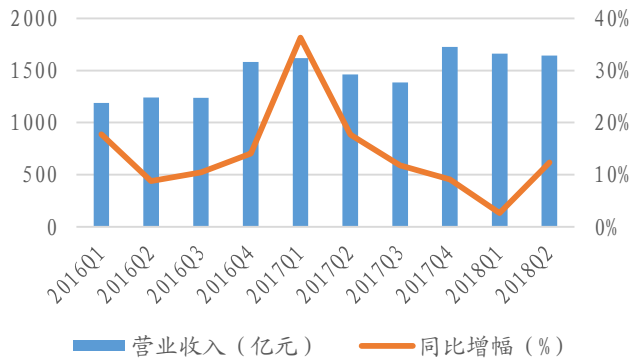
- **合并范围变更导致三项费率大幅降低，预计未来有望继续低位。**公司 18 年 H1 销售费用为 185 万元，同比下降 95.55%；管理费用 4421 万元，同比下降 45.22%；销售费用与管理费用大幅下降的原因均是不再合并浙江齐聚，相关的成本下降所致。从费用率角度看，公司 18 年 H1 三项费用合计占总收入比为 10.39%，较 17 年同期下降 2.6 个百分点。预计未来排除浙江齐聚的并表因素后，销售费用和管理费用有望继续维持低位水平。
- **维持“增持”投资评级：**公司上半年虽然由于并表范围发生变化导致公司营业收入与扣非后净利润出现下滑。但从主营业务方面看，公司上半年参与出品、发行的电影票房均已大幅超过 17 年同期水平，电视剧网剧业务也正以良好的态势发展。公司目前和新丽传媒签署了战略合作协议并投资了蓝白红影业及大千阳光等，除此之外，公司还持有猫眼微影 19.35% 的股份，猫眼目前在线上票务市场市占率约为 60% 左右，公司也将持续整合行业上下游资源，完善产业布局，为公司业务带来协同效应。因此维持公司“增持”投资评级。由于公司合并范围变更，因此我们适当下调了公司的盈利预测，预计公司 18-19 年 EPS 分别为 0.87 元/0.35 元。按 8 月 31 日收盘价 8.09 元，对应 PE 分别为 9.3 倍和 23.3 倍。

风险提示：政策监管趋严；影视项目市场表现不及预期；板块估值中枢下移。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1731.3	1843.5	1862.3	2111.8	2354.2
增长比率	13.7%	6.5%	1.0%	13.4%	11.5%
净利润(百万元)	740.9	815.2	2539.5	1017.9	1065.9
增长比率	84.3%	10.0%	211.5%	-59.9%	4.7%
每股收益(元)	0.25	0.28	0.87	0.35	0.36
市盈率(倍)	32.0	29.1	9.3	23.3	22.3

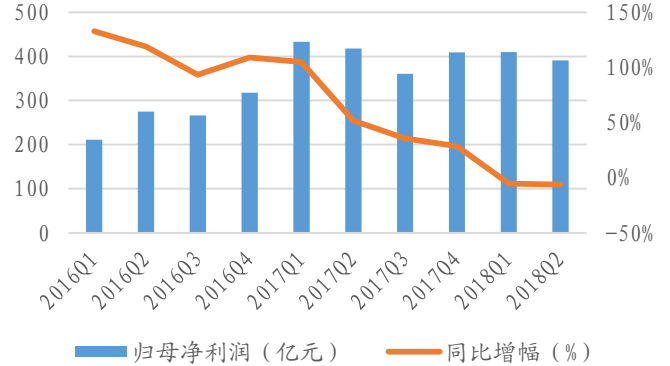
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 16-18 公司单季度营业收入与同比增幅



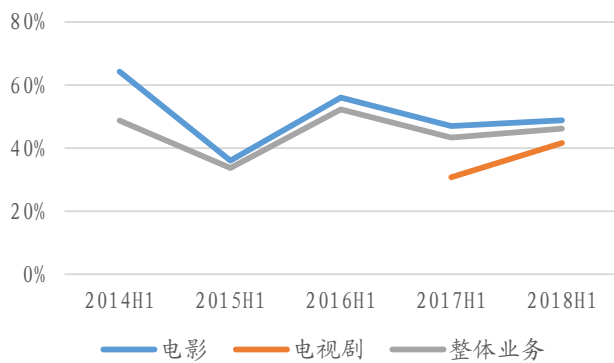
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 16-18 公司单季度净利润与同比增幅



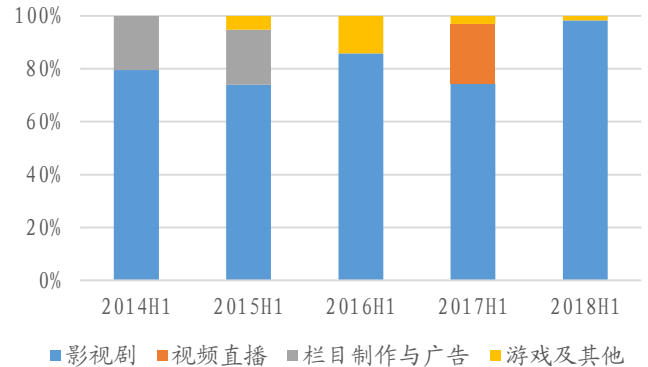
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 14H1-18H1 公司各项业务毛利率



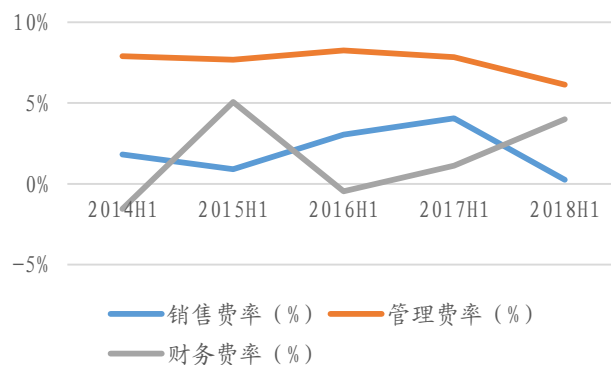
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 14H1-18H1 公司各项业务营收占比



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 5: 14H1-18H1 公司三项费率变化



资料来源: 公司公告, 中原证券

表 1: 预计上映电影项目

序号	电影名称(暂定)	(预计)上映时间	合作方式	制作进度	主要演职人员
1	一出好戏	2018/8/10	投资+发行	已上映	导演: 黄渤 主演: 黄渤、王宝强、舒淇、张艺兴
2	悲伤逆流成河	2018/9/30	投资+发行	即将上映	导演: 落落
3	阳台上	待定	投资+发行	制作中	导演: 张猛 主演: 周冬雨、王锵
4	墨多多谜境冒险	待定	投资+发行	制作中	导演: 王竞 主演: 秦昊、蔡国庆
5	昨日青空	待定	投资+发行	制作中	导演: 奚超
6	三体	待定	投资+发行	制作中	主演: 冯绍峰、张静初
7	保持沉默	待定	投资+发行	制作中	主演: 周迅、吴镇宇
8	风中有朵雨做的云	待定	投资+发行	制作中	导演: 娄烨
9	叶问外传: 张天志	待定	投资+发行	制作中	导演: 袁和平 主演: 张晋、托尼·贾、柳岩
10	雪暴	待定	投资+发行	制作中	导演: 崔斯韦 主演: 张震、廖凡、倪妮
11	死亡通知单: 暗黑者	待定	投资+发行	制作中	导演: 邱礼涛
12	冰海陷落	待定	投资+发行	引进中	导演: Donovan Marsh 主演: 杰拉德·巴特勒、加里·奥德曼

资料来源: 公司公告, 中原证券

表 2: 预计上映电影项目

序号	电影名称(暂定)	(预计)上映时间	合作方式	制作进度	主要演职人员
1	一出好戏	2018/8/10	投资+发行	已上映	导演: 黄渤 主演: 黄渤、王宝强、舒淇、张艺兴
2	悲伤逆流成河	2018/9/30	投资+发行	即将上映	导演: 落落
3	阳台上	待定	投资+发行	制作中	导演: 张猛 主演: 周冬雨、王锵
4	墨多多谜境冒险	待定	投资+发行	制作中	导演: 王竞 主演: 秦昊、蔡国庆
5	昨日青空	待定	投资+发行	制作中	导演: 奚超
6	三体	待定	投资+发行	制作中	主演: 冯绍峰、张静初
7	保持沉默	待定	投资+发行	制作中	主演: 周迅、吴镇宇
8	风中有朵雨做的云	待定	投资+发行	制作中	导演: 娄烨
9	叶问外传: 张天志	待定	投资+发行	制作中	导演: 袁和平 主演: 张晋、托尼·贾、柳岩
10	雪暴	待定	投资+发行	制作中	导演: 崔斯韦 主演: 张震、廖凡、倪妮
11	死亡通知单: 暗黑者	待定	投资+发行	制作中	导演: 邱礼涛
12	冰海陷落	待定	投资+发行	引进中	导演: Donovan Marsh 主演: 杰拉德·巴特勒、加里·奥德曼

资料来源：公司公告，中原证券

表 3: 预计制作电影项目

序号	电影名称 (暂定)	进展	主创人员
1	荞麦疯长	制作中	导演: 徐展雄
2	哪吒之魔童降世	制作中	导演: 饺子
3	凤凰	制作中	导演: 毛启超
4	星游记	制作中	导演: 胡一泊
5	姜子牙	制作中	导演: 李炜、程腾
6	深海	制作中	导演: 田晓鹏
7	深海里的星星	前期策划	待定
8	东宫	前期策划	待定
9	沙漏	前期策划	待定
10	大鱼海棠 2	前期策划	导演: 梁旋、张春
11	西游记之大圣闹天宫	前期策划	导演: 田晓鹏
12	BOBO&TOTO	前期策划	待定
13	救命, 我变成了一条狗	前期策划	待定
14	十八岁, 给我一个姑娘	前期策划	待定
15	阴阳师	前期策划	待定
16	浮生物语	前期策划	待定
17	魁拔	前期策划	导演: 王川
19	黑洞	前期策划	待定
19	印度马戏团	引进中	导演: Mangesh Hadawale

资料来源：公司公告，中原证券

表 4: 预计制作、播出电视剧/网剧 (含网络大电影) 项目

电视剧/网剧名称	主要演职人员
长河落日	监制: 韩三平
深海里的星星	待定
左耳	导演: 陈慧翎
星辰变	待定
我欲封天	待定
金棺陵兽	待定
我在未来等你	导演: 薛凌 主演: 李光洁、费启鸣、孙千
无法直视	导演: 任钊萱
八分钟的温暖	导演: 嵇政
东宫	待定

第十二秒	主演：任重、万茜
逆流而上的你	主演：马丽、潘粤明
也平凡	主演：郑凯、林峯
布衣神相系列（4部）	待定
怪医黑杰克	待定
茶啊二中	导演：阎凯
星海镖师	待定
盗墓笔记2	导演：刘国辉、李昂
听雪楼	总导演：尹涛
江山纪	导演：高希希
我的健身教练	导演：赵晨阳 主演：汪东城、张俪
风再起时	主演：陆毅、袁泉
后来我们都哭了	待定
时擦	待定
田螺有妇男	待定
爱你，是我做过最好的事	待定
BOBO&TOTO	待定
救命，我变成了一条狗	待定
剩斗士郡主	待定
君生我已老	待定

资料来源：公司公告，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1731.3	1843.5	1862.3	2111.8	2354.2	成长性					
减: 营业成本	875.2	1,082.5	1,030.4	1,156.2	1,324.7	营业收入增长率	13.7%	6.5%	1.0%	13.4%	11.5%
营业税费	5.6	5.0	4.5	5.9	6.2	营业利润增长率	83.4%	-15.4%	312.7%	-60.1%	4.7%
销售费用	69.3	82.4	65.2	63.4	70.6	净利润增长率	84.3%	10.0%	211.5%	-59.9%	4.7%
管理费用	151.6	174.9	149.0	168.9	200.0	EBITDA 增长率	75.3%	-14.2%	298.5%	-59.4%	4.6%
财务费用	12.5	33.4	25.0	25.0	25.0	EBIT 增长率	77.7%	-14.0%	303.1%	-59.6%	4.6%
资产减值损失	99.6	174.6	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	75.7%	-4.0%	258.1%	-59.6%	4.6%
加: 公允价值变动收益	-0.0	-0.1	0.1	-0.0	-0.0	投资资本增长率	-3.9%	115.8%	19.6%	-21.7%	29.7%
投资和汇兑收益	277.4	370.3	2,205.0	433.8	450.7	净资产增长率	2.1%	18.8%	19.9%	6.7%	2.0%
营业利润	794.8	672.0	2,773.3	1,106.2	1,158.4	利润率					
加: 营业外净收支	20.9	151.6	20.4	23.3	24.3	毛利率	49.4%	41.3%	44.7%	45.3%	43.7%
利润总额	815.7	823.6	2,793.7	1,129.5	1,182.7	营业利润率	45.9%	36.5%	148.9%	52.4%	49.2%
减: 所得税	75.7	2.4	279.4	113.0	118.3	净利润率	42.8%	44.2%	136.4%	48.2%	45.3%
净利润	740.9	815.2	2539.5	1017.9	1065.9	EBITDA/营业收入	47.4%	38.2%	150.7%	53.9%	50.6%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	46.6%	37.7%	150.3%	53.6%	50.3%
货币资金	1,520.1	1,923.5	652.7	3,298.6	2,073.0	运营效率					
交易性金融资产	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	固定资产周转天数	5	6	6	4	2
应收帐款	1,078.3	506.8	1,681.7	686.6	1,790.5	流动营业资本周转天数	229	146	249	190	178
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	724	699	749	716	782
预付帐款	124.4	150.3	171.6	162.5	215.0	应收帐款周转天数	239	155	212	202	189
存货	467.6	1,150.7	1,135.8	241.5	1,431.3	存货周转天数	89	158	221	117	128
其他流动资产	82.0	153.0	219.4	151.5	174.7	总资产周转天数	1,803	2,054	2,363	2,204	2,098
可供出售金融资产	3,404.6	1,759.8	2,422.6	2,529.0	2,237.1	投资资本周转天数	653	950	1,411	1,208	1,093
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,685.7	5,884.9	5,884.9	5,884.9	5,884.9	ROE	10.5%	9.7%	25.1%	9.4%	9.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.1%	6.9%	20.0%	7.6%	7.5%
固定资产	24.6	33.1	25.4	17.6	9.8	ROIC	22.9%	22.8%	37.9%	12.8%	17.1%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	1.9	0.8	0.2	-	-	销售费用率	4.0%	4.5%	3.5%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	759.6	320.8	365.4	328.2	328.0	管理费用率	8.8%	9.5%	8.0%	8.0%	8.5%
资产总额	9,149.5	11,884.5	12,560.5	13,301.2	14,145.1	财务费用率	0.7%	1.8%	1.3%	1.2%	1.1%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	13.5%	15.8%	12.8%	12.2%	12.6%
应付帐款	756.2	1,205.4	1,135.3	883.5	1,408.3	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	22.2%	28.9%	19.3%	18.6%	21.9%
其他流动负债	95.4	165.4	125.6	126.9	134.2	负债权益比	28.6%	40.6%	23.9%	22.9%	28.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.84	2.83	3.06	4.49	3.69
其他非流动负债	1,180.5	2,058.9	1,159.6	1,466.3	1,561.6	速动比率	3.29	1.99	2.16	4.26	2.76
负债总额	2,032.1	3,429.7	2,420.6	2,476.8	3,104.1	利息保障倍数	64.46	20.80	111.93	45.25	47.34
少数股东权益	82.3	35.2	11.3	10.0	8.6	分红指标					
股本	2,933.6	2,933.6	2,933.6	2,933.6	2,933.6	DPS(元)	0.04	0.20	0.36	0.15	0.19
留存收益	3,256.3	5,044.9	7,195.0	7,880.8	8,098.8	分红比率	15.8%	72.0%	41.4%	43.1%	52.2%
股东权益	7,117.4	8,454.8	10,139.9	10,824.4	11,041.0	股息收益率	0.5%	2.5%	4.4%	1.8%	2.3%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	740.0	821.2	2,539.5	1,017.9	1,065.9	EPS(元)	0.25	0.28	0.87	0.35	0.36
加: 折旧和摊销	22.5	15.8	8.4	8.0	7.8	BVPS(元)	2.40	2.87	3.45	3.69	3.76
资产减值准备	99.6	174.6	-	-	-	PE(X)	32.0	29.1	9.3	23.3	22.3
公允价值变动损失	0.0	0.1	0.1	-0.0	-0.0	PB(X)	3.4	2.8	2.3	2.2	2.2
财务费用	21.4	50.1	25.0	25.0	25.0	P/FCF	13.5	-13.4	81.6	7.8	-35.5
投资收益	-277.4	-370.3	-2,205.0	-433.8	-450.7	P/S	13.7	12.9	12.7	11.2	10.1
少数股东损益	-1.0	6.1	-25.1	-1.3	-1.4	EV/EBITDA	24.1	31.2	7.7	16.8	17.4
营运资金的变动	667.9	-931.4	-1,352.8	1,753.8	-1,854.1	CAGR(%)	11.2%	9.0%	82.1%	11.2%	9.0%
经营活动产生现金流量	746.9	-31.9	-1,010.0	2,369.5	-1,207.6	PEG	2.9	3.2	0.1	2.1	2.5
投资活动产生现金流量	-1,500.6	-419.6	1,542.0	327.5	742.6	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	761.6	855.0	-1,802.9	-51.1	-760.6	REP					

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。