

投资评级：强烈推荐（维持）

分析师

金炜 010-88366060-8876

Email:jinw@cgws.com

执业证书编号:S1070512080001

联系人（研究助理）：

刘浩然 0755-83464814

Email:liuhr@cgws.com

从业证书编号:S1070112090016

何思霖 0755-83515591

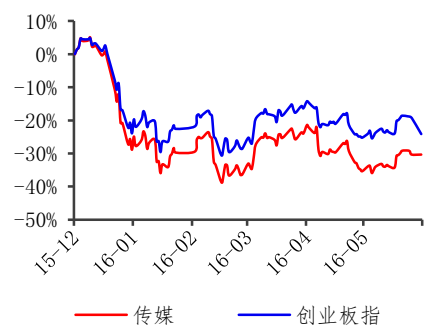
Email:hesilin@cgws.com

从业证书编号:S1070115120058

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	16E	17E	16E	17E
北京文化	0.35	0.52	67	45
蓝色光标	0.36	0.52	26	18
东方国信	0.53	0.73	52	38
富春通信	0.92	1.20	30	23
新文化	0.80	1.04	28	22
万家文化	0.22	0.26	102	86
博瑞传播	0.46	0.63	18	13

行业表现



数据来源：WIND

相关报告

不识庐山真面目，只缘身在此山中

——传媒行业并购事件专题报告

投资建议

2014 年并购兴起，逐渐成为上市公司提业绩、涨市值的重要手段。本文尝试以并购的时间为轴，从业绩、商誉及市值等多个角度来深入分析并购为上市公司带来的影响，并希望借助对已有并购事件的统计及观察来获取对后续传媒行业投资的指引。

要点

■ 截至 2016 年 5 月 31 日，我们观察了传媒行业中 112 起并购，本文以这 112 起并购事件及对应的 45 家上市公司为样本进行分析，部分统计数据如下：

- ✓ 并购发生前——我住长江头，君住长江尾。日日思君不见君，共饮长江水：各上市公司在开启收购前营收和利润增长率均不高，开启并购越迟的上市公司，其前两年的营收利润增幅越小。
- ✓ 发生并购——结发为夫妻，恩爱两不疑：这些并购 71%以定增完成，平均每笔收购金额在 8.3 亿左右，收购 PE 中位数为 13x；并购标的资产增值率中位数为 555.3%；2015-2018 年业绩承诺增长率的中位值均为 25%；
- ✓ 业绩承诺期间——在天愿作比翼鸟，在地愿结连理枝：2015 年上市公司并购标的承诺利润占其总利润比为 64.7%，实际达成占比为 69.3%，超出承诺业绩；因收购形成的商誉占上市公司总资产的比例中位数为 37.6%；上市公司收购前后剔除整体市场因素的市值增幅中位数为 28.2%；截至目前 80.7%的并购完成了业绩对赌；剔除外延并购，2014 年上市公司内生利润增长中位数为 12.47%，2015 年为 15.51%。
- ✓ 业绩承诺期后——花自飘零水自流：2018 年传媒行业将有近 56 起并购涉及 20 家上市公司的并购标的业绩承诺到期。

■ 截止到目前的一些观察，对后续投资有意义的地方：

- ✓ 从市值角度：并购确实造成上市公司市值增长，删除市场因素增长中位数为 28.2%；
- ✓ 从业绩角度：目前，并购标的 80%以上可以完成业绩承诺，但如果有一年未完成，第二年未完成将是大概率事件；由于对上市公司内生增速估计过高，要达成 2016 年 WIND 一致预期的业绩有难度；不考虑新的并购，2018 年绝大部分上市公司结束业绩承诺期，将消除并表因素回归行业的内生增速，届时行业是否还能维持目前的估值需要思考。
- ✓ 从商誉角度：绝大部分的并购都累较大商誉，2018 年是并购业绩承诺结束高峰期，2018 年将是考核传媒行业上市公司对并购标的整合效果的一年，恐怕也是行业“黑天鹅”频出的一年。

目录

1. 样本范围	4
2. 上市公司开启并购历程前	4
2.1 并购前营收利润情况	4
2.2 并购前市值水平	4
3. 并购总体情况	5
3.1 资金来源	5
3.2 估值情况	6
3.3 增值率	6
3.4 业绩承诺分布情况	7
4. 并购对上市公司的影响	7
4.1 对上市公司业绩的影响	7
4.2 对上市公司商誉的影响	8
4.3 对上市公司市值的影响	9
5. 并购标的业绩承诺实现情况	10
5.1 总体达成情况	10
5.2 单一并购标的利润实现情况	11
5.3 从上市公司角度看	11
5.4 业绩承诺未达成标的汇总	11
6. 透过并购看行业	13
6.1 上市公司内生增速	13
6.2 从并购看行业增速	13
6.3 从并购看协同	14
7. 并购对上市公司后续影响	15
7.1 业绩承诺到期标的情况	15
7.2 业绩承诺结束时间分布	15
7.3 未来几年并购标的业绩承诺对上市公司利润影响	15
7.4 未来几年收购标的业绩占比较大的上市公司	16
7.5 2015-2016 年结束业绩承诺的标的	17

图表目录

图 1: 上市公司开启并购前一个月市值分布	5
图 2: 并购交易对价分布	5
图 3: 增值率分布图	6
图 4: 标的资产业绩承诺分布图	7
图 5: 2015 年单一收购标的业绩承诺占上市公司利润比例	8
图 6: 通过收购有业绩承诺的标的产生的初始商誉占上市公司资产比例	9
图 7: 上市公司并购事件发生前后市值分布	10
表 1: 通过收购产生初始商誉占总资产比例较高的企业	9
表 2: 2013-2015 年业绩承诺情况	10
表 3: 2013-2015 年业绩承诺行业情况	11
表 4: 2013-2015 年未完成业绩承诺标的 (1)	11
表 5: 2013-2015 年未完成业绩承诺标的 (2)	12
表 6: 2014-2015 年分行业上市公司整体利润及内生利润增长统计	13
表 7: 细分行业内公司利润增长中位数及最新估值	14
表 8: 2013 年结束业绩承诺标的	15
表 9: 2014 年结束业绩承诺标的	15
表 10: 2016-2018 年业绩承诺情况	15
表 11: 收购标的利润占上市公司利润预测比例较高列表	16
表 12: 2015 年结束业绩承诺标的 (1)	17
表 13: 2015 年结束业绩承诺标的 (2)	17
表 14: 2016 年结束业绩承诺标的 (1)	17
表 15: 2016 年结束业绩承诺标的 (2)	18

1. 样本范围

我们收集了传媒行业近五年来截至 2016 年 5 月 31 日的所有收购事件，并对总共多达 490 件的收购事件进行分类，重点分析符合以下条件的并购事项。

- 具有至少三年业绩承诺；
- 含有控制权转让或者承诺利润占上市公司当年利润比重大于 15% 的收购事件；
- 不包括出版广电行业国有资产注入、借壳上市、已经失败或者中止的收购项目。

基于以上条件，从我们覆盖的 89 个传媒行业上市公司中统计，截至 2016 年 5 月 31 日，符合以上标准的并购事件有 112 件，本文将以此 112 起并购事件及对应的 45 家上市公司作为样本进行分析。

2. 上市公司开启并购历程前

2.1 并购前营收利润情况

对于 2013 年开启第一次并购进程的 8 家上市公司，其在开启并购前一年即 2012 年的营收增长中位数是 22.55%，净利润增长中位数是 36.61%，开启并购第一年即 2013 年的营收增长中位数变为 43.49%，净利润增长中位数则是 62.68%。

对于 2014 年开启第一次并购进程的 10 家上市公司，其在开启并购前两年即 2012 和 2013 年的营收增长中位数分别是 13.24% 和 15.40%，净利润增长中位数分别为 3.63% 和 14.35%，开启并购第一年即 2014 年的营收增长中位数为 56.86%，净利润增长中位数为 88.45%。

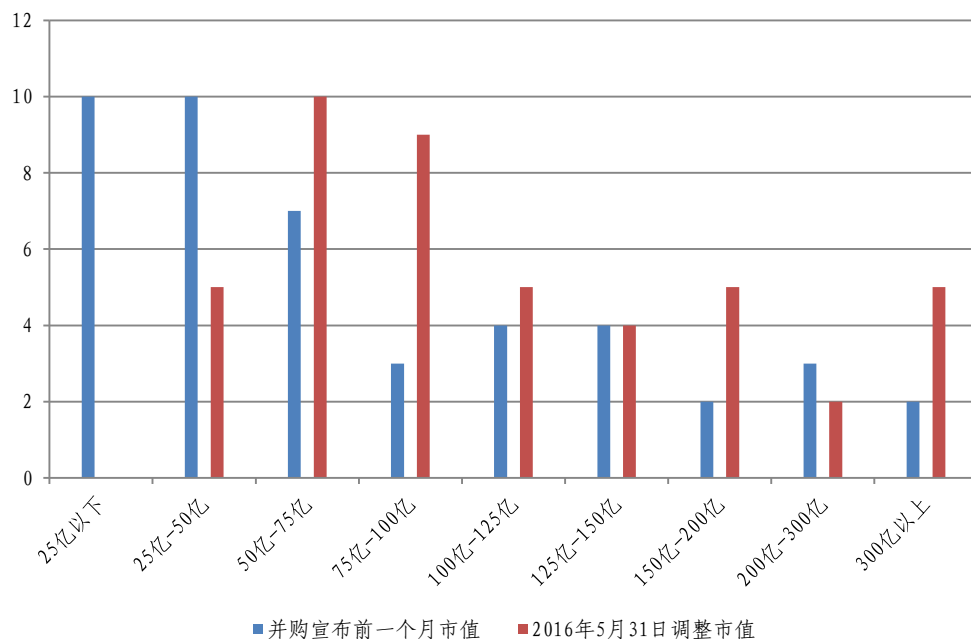
对于 2015 年开启第一次并购进程的 16 家上市公司，其在开启并购前两年即 2013 和 2014 年的营收增长中位数分别是 8.66% 和 7.11%，净利润增长中位数分别为 -21.61% 和 4.74%，开启并购第一年即 2015 年的营收增长中位数为 47.87%，净利润增长中位数为 75.92%。

虽然样本数量较小，但亦可管中窥豹。各上市公司在开启并购前营收和利润增长率均不高，开启并购的第一年营收和利润都出现暴发式增长。**同时开启并购越迟的上市公司，其前两年的营收和利润增幅越小。**2015 年开启并购进程的上市公司，其之前两年的营收及利润增长均比之前年份开展并购的上市公司要低。

2.2 并购前市值水平

将上市公司首次并购前一个月的市值进行分布排列，不少上市公司在启动收购前的市值均偏小，市值小于 50 亿的达到 20 个。将 2016 年 5 月 31 日的市值剔除整体板块估值上涨因素，即剔除上市公司在首次并购前一个月到 2016 年 5 月 31 日创业板涨跌幅造成的市值上涨，可以得到修正后未反映板块整体上涨的市值分布图。可以看到两个市值分布图对比中，2016 年 5 月 31 日的市值分布明显往右偏，意即剔除掉整体板块的上涨因素后，上市公司的市值水平均有明显上升，可能的原因包括，上市公司利润的增长，无论是外延还是内生，或是给予上市公司高于创业板整体估值水平的估值倍数（PE）。

图 1: 上市公司开启并购前一个月市值及 20160531 调整市值分布



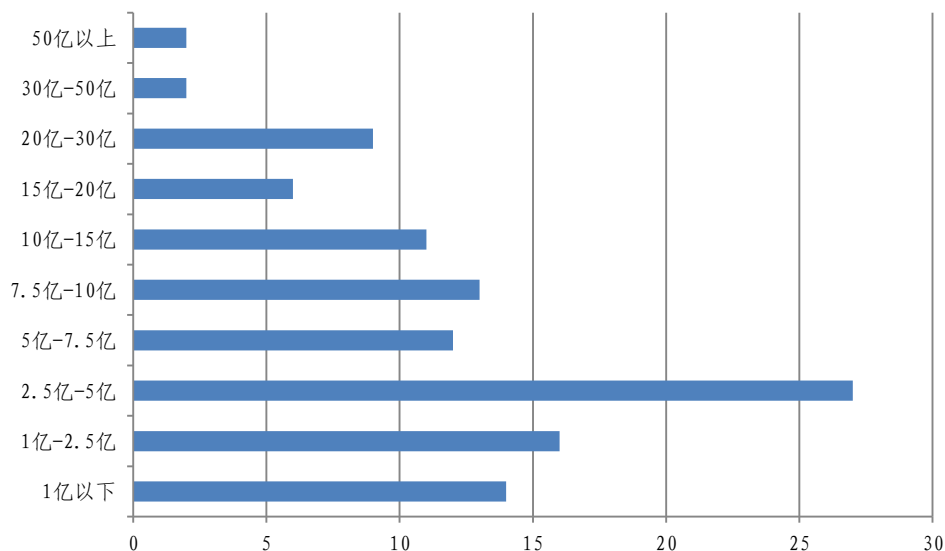
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

3. 并购总体情况

3.1 资金来源

大部分符合条件的收购事件都牵涉到定增, 112 个收购项目中有 80 个涉及非公开募集资金, 总的交易对价为 1047 亿, 除去完美世界的 120 亿资产注入, 平均每笔收购的金额大概在 8.3 亿左右。

图 2: 并购交易对价分布



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

3.2 估值情况

a. 业绩承诺前一年 PE

剔除偏离程度较大的异常值后，根据每笔收购交易对价以及收购标的在业绩承诺开始前一年的利润计算，可以得到业绩承诺前的 PE 值。从中位数看，整体的中位值为 33.45x，根据标的资产所属板块来看，影视动漫、广告营销、游戏的 PE 中位值分别为 37.82x，28.59x 和 27.76x，影视动漫估值稍微偏高。

从平均数看，整体的平均值为 36.15x，其中影视动漫标的资产 PE 最高为 54.71x，其次为游戏 43.21x，广告营销为 29.41x。

b. 业绩承诺开始第一年 PE

我们再将交易对价与收购标的业绩承诺第一年利润进行计算，得到业绩承诺第一年 PE 值。整体中位数为 13.00x，平均值为 13.05x，估值相对于业绩承诺前一年下降明显，反映出：

- 大部分并购标的在走向公开市场之前没有做多业绩的动力，但有做多业绩的潜力；
- 大部分并购标的选择在业绩爆发前夕进行股权变现；

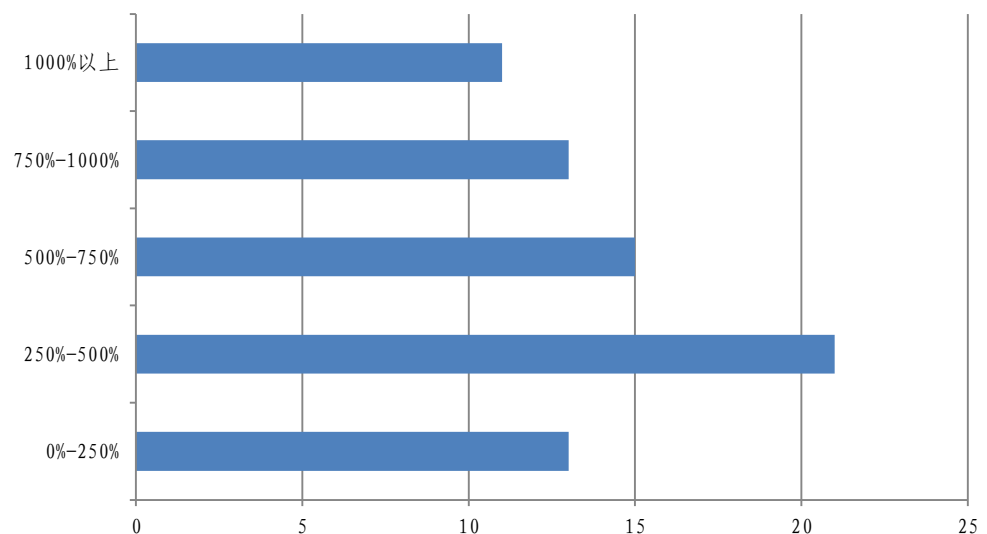
分标的资产板块看，影视动漫的平均 PE 值为 18.02x，游戏 13.94x，广告营销 11.57x。

相比较传媒行业在二级市场的估值，各家上市公司一二级市场估值差赚得盆满钵满。

3.3 增值率

根据已公告的商誉余额，将商誉除以交易对价与商誉的差额（即公允价值净资产）可以得到资产增值率。资产增值率中位数为 555.29%。大部分收购标的均以较高的资产溢价来收购的，因此会产生较大的商誉。

图 3: 增值率分布图

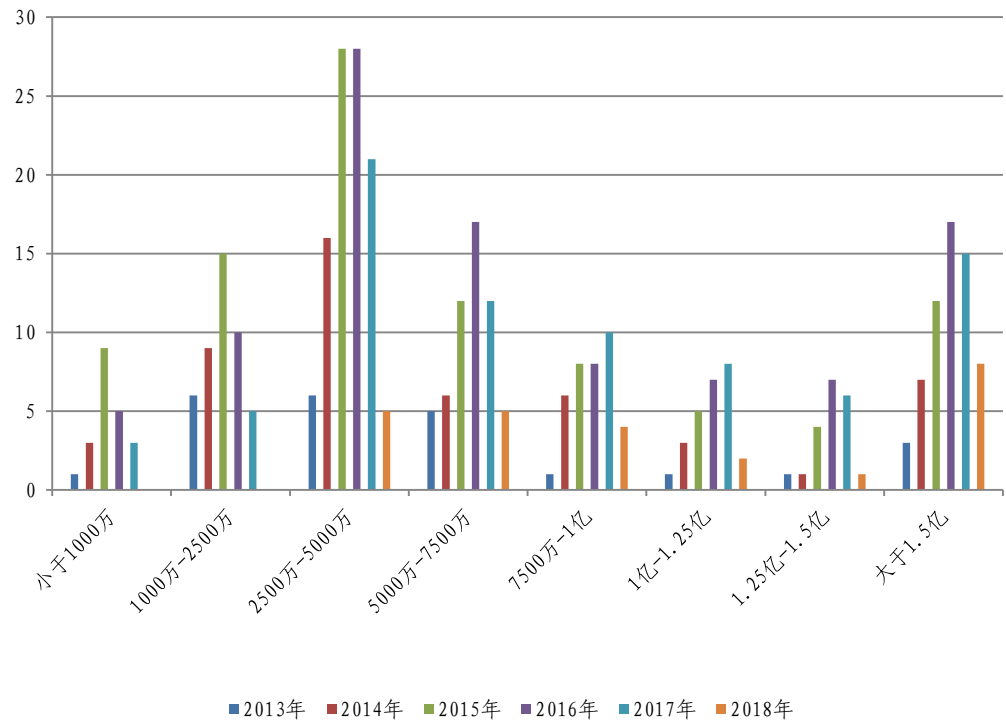


资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

3.4 业绩承诺分布情况

将每年收购标的资产的业绩承诺进行统计得出下图，可以看出 2016-2017 年的业绩承诺分布更偏右。2015-2018 年业绩承诺增长率的中位值均为 25%。

图 4: 标的资产业绩承诺分布图



资料来源：长城证券研究所整理

由于并购标的承诺业绩涉及对价，盈利预测偏向于能达成，所以承诺的业绩增速并不太高，25%左右的增长承诺也更接近行业真实水平。

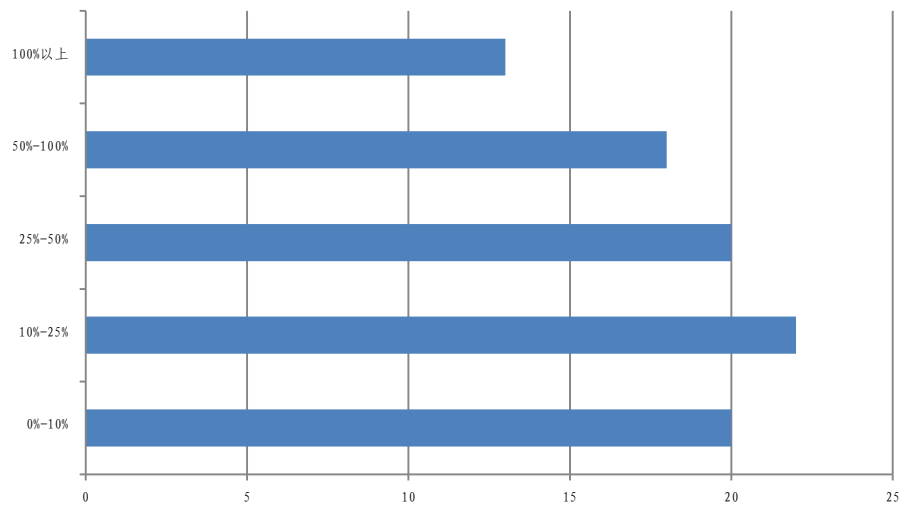
4. 并购对上市公司的影响

4.1 对上市公司业绩的影响

a. 单一并购对上市公司影响

根据收购标的公司业绩承诺，利用单一收购标的业绩承诺与上市公司当年利润，可以得到 2014 年单一标的业绩承诺占当年上市公司利润比例中位数为 24.75%，2015 年的为 27.56%。利用万得一致预期平均值，2016 年单一收购标的业绩承诺占当年该上市公司预期利润比例中位数为 14.29%。由于 2015 年为并购大年，大部分上市公司通过并购，较大的增厚了自身业绩，2016 年虽然单一并购标的的体量相比之前有所提升，但对上市公司利润的增厚效应开始下降。

图 5: 2015 年单一收购标的业绩承诺占上市公司利润比例



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

b. 从上市公司角度看

将每一个上市公司所收购的标的合并,可以得到其全部收购行为对上市公司的利润影响。通过计算其所有收购标的业绩承诺占上市公司该年的利润比例,可以得到**收购标的承诺利润占上市公司总的利润比例**,2014 年中位数为 35.64%,2015 年为 64.74%。因为上市公司对收购标的的并表时间不一,这里采用简略方法,即从公告完成之日起按时间比例计算当期的业绩承诺,而非全额计算,以求基本准确。由于大部分传媒行业四季度是业绩高峰,所以实际比例应该还会略高。

4.2 对上市公司商誉的影响

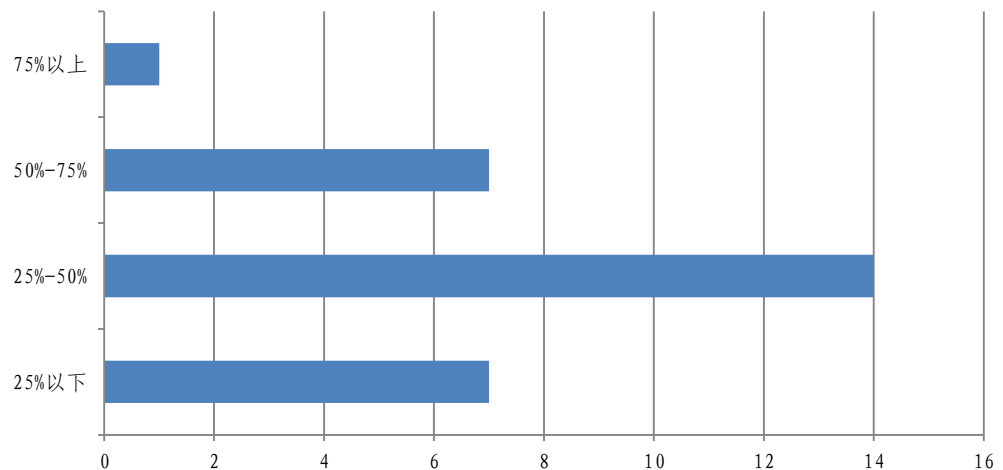
a. 单一并购对上市公司影响

仅考虑已经公告的商誉初始面值,通过收购产生的单笔商誉占上市公司 2015 年资产比例的中位数为 10.82%,平均数为 15.54%。分板块看,中位数最高的为影视动漫达到 12.23%,其次为广告营销 10.52%,游戏为 7.11%,代表着单笔收购产生商誉占公司资产的比例中,影视动漫类资产是最高的。

b. 从上市公司角度看

根据上市公司已经公布的数据,因收购形成的初始商誉占上市公司总资产的比例中位数为 37.61%,平均数为 36.29%。如果业绩承诺不达标,上市公司的商誉减值风险比较大。

图 6: 通过收购有业绩承诺的标的产生的初始商誉占上市公司资产比例



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

表 1: 通过收购产生初始商誉占总资产比例较高的企业

代码	上市公司	通过收购产生的初始商誉 (万)	占 2015 年总资产比例
300315.SZ	掌趣科技	787,825	70.83%
300242.SZ	明家联合	257,037	57.68%
300148.SZ	天舟文化	208,579	53.89%
002502.SZ	骅威文化	333,209	53.65%
600576.SH	万家文化	192,217	53.09%
600715.SH	文投控股	572,143	52.09%
300419.SZ	浩丰科技	144,175	50.28%

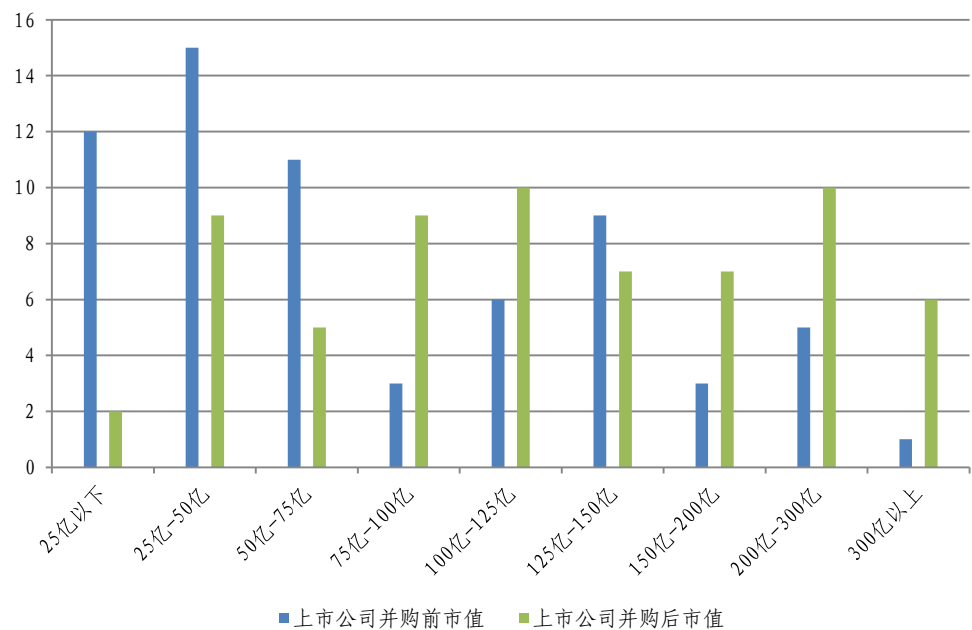
资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

4.3 对上市公司市值的影响

通过分析上市公司在每次并购事件前及之后的市值分布, 剔除掉重复的同时宣布的并购事项, 我们可以得到并购事件对上市公司市值的影响。并购前的市值选取并购事件首次披露前 30 日的市值, 并购后的市值选择并购事件披露后至完成时的最高点, 同时剔除因创业板整体上涨带来的估值增加因素。

从分布图上看, 整体而言, 收购对市值的影响均是正向的, 整体市值分布均向右侧偏移。市值增长率 (剔除对应同期创业板涨幅) 为 28.24%。

图 7: 上市公司并购事件发生前后市值分布



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

5. 并购标的业绩承诺实现情况

5.1 总体达成情况

下表为每年业绩承诺实现情况。部分上市公司未公布收购标的的业绩承诺达成情况, 或收购标的业绩承诺第一年未并表而未公布数据, 在这里均列为未公布。本文中收购标的的第二年起单一年份未达承诺但累计数达标的, 依然按未完成承诺统计。

表 2: 2013-2015 年业绩承诺情况

	有业绩承诺收购总数	完成承诺数量	未完成承诺数量	上市公司未公布	完成率(未包括未公布情况标的)
2013 年	24	17	2	5	89.47%
2014 年	51	41	7	3	85.42%
2015 年	93	67	16	10	80.72%

资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

可以看出, 截至目前 80%以上的并购完成了业绩对赌, 但达成率随时间下降, 我们认为主要原因有:

- 外部环境发生了变化: 传统广告行业的下滑, 游戏行业增速下行, 影视行业竞争加剧等;
- 2013-2014 年一二级市场估值差让上市公司和并购标的双双尝到甜头, 在后续的并购中业绩承诺有冒进成分。

分行业来看，广告营销类型标的被收购的数量最多，而业绩承诺未完成的数量也是最多的。其次是游戏行业，目前影视动漫行业没有发生业绩承诺未完成的情况。

表 3: 2013-2015 年业绩承诺行业情况

	2013 年		2014 年		2015 年	
	总数	未完成个数	总数	未完成个数	总数	未完成个数
广告营销	13	2	26	2	55	9
影视动漫	2	0	9	0	13	0
游戏	8	0	15	4	22	6
其他	1	0	1	1	3	1

资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

样本数量较少，统计意义不明显。但能看出广告行业的并购确实随着外部环境的变化出现了较多的业绩承诺未达成的情况，上市公司也受伤颇多，可以看出即便是身处行业其中的上市公司也并不能清晰明确的把控行业未来 2-3 年的走势。

5.2 单一并购标的利润实现情况

部分并购标的仍未公布单独的 2015 年的利润实现数，统计的数量相对于有业绩承诺的标的数量少。2014 年收购标的单一实际实现利润占上市公司利润比例中位数为 37.75%，2015 年的为 36.93%，均高于之前统计单一收购标的业绩承诺占利润的比例。超额完成率的中位数则分别为 2014 年 6.39%，2015 年 4.92%。

5.3 从上市公司角度看

将每一个上市公司所收购的标的合并，就可以得到收购行为实际对上市公司的利润影响。通过计算收购标的每年实际实现利润占该上市公司该年的利润比例，可以得到实际实现收购利润占上市公司利润比例，2014 年中位数为 39.61%，2015 年高达 69.26%。同 4.1. b 节，因为上市公司对收购标的的并表时间不一，这里采用简略方法，即从公告完成之日起按时间比例计算当期的实际实现额，而非全额计算，以求基本准确，实际比率应该更高。可以看出并购所带来的利润已经是上市公司利润的主要来源。

这一收购标的实际实现利润占公司利润比例较之前的业绩承诺占公司利润比例要稍高，也符合之前所得出的业绩承诺超额完成率中位数为个位数的判断，收购标的实际完成的利润稍高于其业绩承诺，对上市公司的利润贡献也略微超出预期。

5.4 业绩承诺未达成标的汇总

表 4: 2013-2015 年未完成业绩承诺标的 (1)

上市公司	标的	上市公司类别	标的类别	业绩承诺					占当年上市公司利润比例			
				2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年-预测
华录百纳	蓝色火焰	影视动漫	广告营销		20000	25000	31250			133.87%	93.67%	74.04%
富春通信	上海骏梦	影视动漫	游戏		6400	8370	11300	12430		435.79%	119.66%	42.59%

上市公司	标的	上市公司类别	标的类别	业绩承诺					占当年上市公司利润比例			
				2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 -预测
天神娱乐	妙趣横生	游戏	游戏		4150	5475	6769			17.01%	14.36%	10.74%
掌趣科技	玩蟹科技	游戏	游戏	12000	16000	20000	24000		78.12%	48.40%	42.52%	27.29%
掌趣科技	上游信息	游戏	游戏	7500	12500	15600	19000		34.18%	26.47%	23.21%	15.12%
掌趣科技	动网先锋	游戏	游戏	7485	9343	11237			48.72%	28.26%	23.89%	
博瑞传播	漫游谷	游戏	游戏	15600	20300	20300			46.15%	72.26%	271.89%	
省广股份	上海窗之外	广告营销	广告营销	1500	1875				5.22%	4.41%		
华谊嘉信	美意互通	广告营销	广告营销	667	745	826			7.35%	7.40%	4.53%	
华谊嘉信	上海波释	广告营销	广告营销	1405	1584	1743			22.13%	22.47%	13.65%	
粤传媒	香榭丽传媒	广告营销	广告营销	4600	5683	6870	8156		14.93%	24.75%	-15.42%	NaN
蓝色光标	博杰广告	广告营销	广告营销	20700	23805	27376	28745		47.15%	33.44%	404.36%	39.69%
天龙集团	广州橙果	广告营销	广告营销		780	1053	1421			301.42%	13.57%	2.90%
联建光电	分时传媒	广告营销	广告营销	8700	10000	11300	12200	12800	534.83%	74.64%	50.52%	31.28%
电广传媒	上海久之润	广电	广告营销			13000	15600	18800			34.09%	19.98%
人民网	古羌科技	出版	互联网	3300	4400	5300			8.37%	9.23%	13.38%	
天舟文化	神奇时代	出版	游戏		12010	15015	16572			101.56%	85.21%	49.39%

资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

表 5: 2013-2015 年未完成业绩承诺标的 (2)

上市公司	标的	形成商誉	实际实现利润			业绩承诺完成情况		
			2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
华录百纳	蓝色火焰		8182	22968	22762		Y	N
富春通信	上海骏梦	77,725	-3913	8217	6684		Y	N
天神娱乐	妙趣横生	50,365	882	4143	5787		N	Y
掌趣科技	玩蟹科技	152,799	18159	12480	18090	Y	N	N
掌趣科技	上游信息	72,105	7923	10254	11116	Y	N	N
掌趣科技	动网先锋	71,966	8368	9359	11126	Y	Y	N
博瑞传播	漫游谷	76,710	15873	15657	8649	Y	N	N

上市公司	标的	形成商誉	实际实现利润			业绩承诺完成情况		
			2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
省广股份	上海窗之外	2,582	37	NaN	NaN	N	NA	
华谊嘉信	美意互通	3,115	403	-3	-1193	N	N	N
华谊嘉信	上海波释		1413	1715	1701	Y	Y	N
粤传媒	香榭丽传媒	15,675	4685	5075	-37426	Y	N	N
蓝色光标	博杰广告	79,055	23243	28745	9480	Y	Y	N
天龙集团	广州橙果	5,416	680	1313	151		Y	N
联建光电	分时传媒	71,057	9032	10261	11130	Y	Y	N
电广传媒	上海久之润	51,812	11092	9089	11356			N
人民网	古羌科技	19,752		4140	4296	NA	N	N
天舟文化	神奇时代	112,404	8831	12286	14827		Y	N

资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

从已有数据可以看出, 上一年业绩承诺未达成的并购标的, 在下一年达成的可能性非常小, 往往会出现连续不达成的情况。

6. 透过并购看行业

6.1 上市公司内生增速

这是一个每次路演大家都会问到的问题, 这里我们就用实际数据来回答。剔除收购标的的利润, 可以大致得到上市公司通过内生获得的利润。通过统计可得 2014 年剔除外延并购, 上市公司内生利润增长中位数为 12.47%, 2015 年则为 15.51%。通过外延并购的利润增长成为不少上市公司的利润增长点, 而内生增长则相对缓慢。需要注意的是本文仅统计了有并购行为的 78 家上市公司, 可能存在因样本数量较小产生的偏差。

表 6: 2014-2015 年分行业上市公司整体利润及内生利润增长统计

	上市公司整体利润增速中位数		上市公司内生利润增速中位数		统计标的个数
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	
影视动漫	24.70%	39.87%	6.67%	10.52%	22
游戏	91.48%	42.29%	31.22%	33.63%	15
广告营销	15.67%	27.29%	11.95%	-22.10%	17
出版	25.66%	14.62%	20.05%	9.58%	15
广电	20.05%	14.68%	15.96%	14.69%	9

资料来源: 资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

分行业来看, 上市公司内生业绩增速差异较大, 游戏行业增速最高, 广告行业内生业绩则呈现下滑。

6.2 从并购看行业增速

将上市公司的内生增速与并购标的放在一起进行统一统计 (将并购标的也当做一个独立的公司来看, 譬如将纯游戏类上市公司与游戏类的收购标的一起进行统计), 剔除在 2015

年以前仍是其他行业的转型公司或是没有数据的公司。增长率均使用各个公司公告的实际利润计算，可以得到相关行业内的利润增长中位数，如下表。

表 7：细分行业内公司利润增长中位数及最新估值

	2014 年	2015 年	2016 年一季度	PE (2016.6.13)
广告营销	35.83%	24.94%	50.42%	36
游戏	89.67%	24.86%	23.45%	38
影视动漫	32.93%	42.50%	41.07%	41

资料来源：Wind，公司公告，长城证券研究所整理

其中广告营销行业标的的数量总共有 77 个，游戏行业有 39 个，影视动漫有 36 个。结合各子行业基本面来看，这应该是一个比较真实的增长数据。另外我们也附上基于 2016 年一季报统计的行业增速来做对比。

截至目前，应该说样本数依然偏少，但也有一些有趣的观察：

- 2014-2015 年，广告、游戏、影视动漫三个子行业的行业增速唯有影视动漫在上升，游戏行业增速下滑较为明显；
- 综合考虑广告行业并购标的后，行业的业绩增速明显大于行业内上市公司的内生增速，究其原因，我们认为之前上市的大部分是传统媒介采买类型的公司，随着精准广告以及移动端媒介的兴起，这类公司增长受到很大影响，而更多二级市场之外的精准营销公司则开始出现较好增长；
- 游戏行业上市公司的内生增速大于了考虑并购标的之后的行业增速，游戏行业呈现了行业集中度提高的格局，一些较大的厂商开始蚕食小厂商的份额，随着后续游戏行业的增速下滑，相信市场集中会更加明显；
- 影视动漫行业的内生增速远远小于行业增速，上市公司也并不能克服内容对业绩的不确定性，上市公司的体量并不能成为业绩的保证。

6.3 从并购看协同

市场认为上市公司通过并购不仅带来单纯的业绩增厚，还有望与并购标的产生协同作用，形成 1+1>2 的效果。我们尝试从上市公司并购前后的内生利润增速及 ROE 对比来分析。

在剔除掉并购的因素后，我们将上市公司在开始并购前后的内生增速进行对比。10 家上市公司在 2014 年开始进行并购行为，这些公司在 2013 年时的利润增速中位数为 14.35%，而在 2014 年时剔除并表因素的内生增速中位数为 20.11%，2015 年的中位数则仅有 -42.47%；有 16 家上市公司在 2015 年开始进行并购行为，这些公司在 2014 年时的利润增速的中位数为 4.74%，而在 2015 年时内生增速为 -7.23%。**通过并购确实能增厚上市公司的利润，但从上市公司内生利润增速来看，协同作用尚不明显。**不过需要注意的是，上市公司内生利润增速可能受到多重因素的影响，另外样本数量有限也可能会影响结果的准确性。

从 ROE 看，10 家上市公司在 2014 年开始进行并购行为，这些公司在 2013 年时的 ROE 中位数为 6.31%，而在 2014 年时 ROE 中位数为 10.26%，2015 年的中位数为 8.32%；有 16 家上市公司在 2015 年开始进行并购行为，这些公司在 2014 年时的 ROE 中位数为 3.74%，而在 2015 年时此中位数为 6.10%。

7. 并购对上市公司后续影响

7.1 业绩承诺到期标的情况

表 8: 2013 年结束业绩承诺标的

上市公司	并购标的	净利润承诺		实际实现		实际增长率	
		2013 年	2013 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
省广股份	旗智企业	2900	2967	3385	3768	14.11%	11.29%

资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

表 9: 2014 年结束业绩承诺标的

上市公司	并购标的	净利润承诺		实际实现			实际增长率	
		2013 年	2014 年	2013 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
省广股份	上海窗之外	1500	1875	37	NaN	NaN	NA	NA
省广股份	合众传播	3720	4460	5314	4931	5416	-7.20%	9.83%
蓝色光标	今久广告	5796	6393	6099	6858	3688	12.44%	-46.22%

资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

从目前来看业绩承诺到期后的样本数太少, 我们还无法从中找到统计意义。

7.2 业绩承诺结束时间分布

以下为 2016-2018 年仍然有业绩承诺的收购数量, 其中 2015 年为业绩承诺最后一年的有 8 个, 2016 年的有 19 个, 2017 年的则有 56 个。

表 10: 2016-2018 年业绩承诺情况

	有业绩承诺 收购总数	涉及上市公 司个数	占传媒行业比例	其中: 广告营 销	其中: 游戏	其中: 影视动 漫	其中: 其他
2016 年	100	40	50.63%	57	22	17	4
2017 年	81	35	44.30%	47	14	16	4
2018 年	25	17	21.52%	14	4	5	2

资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

2016-2017 年仍处在并购高峰的业绩承诺期, 而在 2018 年将会有近 20 家公司结束并购标的的业绩承诺期, 考虑到传媒行业主要是创意产业, 一旦对并购标的的管理层失却了利益绑定, 我们认为该并购标的后续业绩需要给予更多的关注, 而 2018 年也将是一个对于传媒行业 (或者整个 TMT 行业) 值得重点关注的年份。

7.3 未来几年并购标的业绩承诺对上市公司利润影响

a. 单一并购对上市公司影响

根据万得一致预测的 2016-2018 年上市公司利润, 可以得到收购单一标的仍处于存续期的业绩承诺占上市公司预测利润的比例, 其中, 2016 年比例的中位数为 14.29%, 2017 年 15.00%, 2018 年 17.62%。

b. 从上市公司角度看

同样根据万得一致预测的 2016-2018 年上市公司利润,合并各上市公司的收购标的业绩,可以得到收购业绩承诺占上市公司预测利润的比例,其中,2016 年中位数为 51.78%,2017 年为 49.03%,2018 年为 40.32%。上市公司收购标的中有一些在 2015 年或 2016 年就结束了业绩承诺,对于这一部分公司,我们假设业绩承诺期结束后,收购标的的利润依然保持最后一年的业绩承诺数。

我们在这里简单做一下算数:

已知:

- 5.3 节里面我们提到,实际实现并购利润占上市公司利润比例 2015 年为 69%;
- 从 WIND 一致预期获得,在我们的样本的上市公司,2016 年同比 2015 年利润的增长率中位数为 75%;
- 收购业绩承诺占上市公司预测利润的比例 2016 年中位数为 52%;
- 上市公司内生利润增长中位数 2015 年为 16%。

将我们样本里面的上市公司当作一个公司来看,假设 2015 年这家公司业绩为 100 元,则可以得知:

- 2015 年,这家公司内生贡献了 31 元,外延并购贡献了 69 元(还不考虑完全并表的情况);
- 2016 年,这家公司业绩为 175 元,不考虑样本外新的并购,如果要达成 WIND 一致预期的增长,则这家公司内生需要贡献 84 元,而外延需要贡献 91 元。而按照 2015 年内生增速 16% 简单推算,2016 年这家公司内生仅能贡献 36 元,距离 84 元的业绩有较大差距。

7.4 未来几年收购标的业绩占比较大的上市公司

表 11: 收购标的利润占上市公司利润预测比例较高列表

上市公司	上市公司利润(万得一致预测)			通过收购产生的利润			通过收购产生利润占上市公司利润比例*		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
凯撒股份	24430	30229	48200	25835	32155	32155	105.75%	106.37%	66.71%
共达电声	31535	39938	52853	31000	40000	50500	98.30%	100.16%	95.55%
联建光电	39202	56328	110825	38432	44530	49516	98.04%	79.05%	44.68%
北京文化	26269	33049	40474	24473	29062	29062	93.16%	87.94%	71.81%
天龙集团	29367	36890	44890	25328	32671	35011	86.25%	88.56%	77.99%
万家文化	16489	21300	41777	14145	15548	15548	85.79%	73.00%	37.22%
天舟文化	33556	46350	60745	28572	31572	35322	85.15%	68.12%	58.15%
文投控股	55828	77238	101825	47300	53065	53065	84.72%	68.70%	52.11%
华谊嘉信	17253	22920	26550	14559	15279	15279	84.38%	66.66%	57.55%

资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

*未精确考虑实际并表时间,部分数据可能被高估

7.5 2015-2016 年结束业绩承诺的标的

表 12: 2015 年结束业绩承诺标的 (1)

上市公司	并购标的	股权比例	标的行业	形成商誉	商誉占上市公司资产比例	2015 年业绩承诺占当年利润比例
掌趣科技	动网先锋	100%	游戏	71,966	9.13%	23.89%
博瑞传播	漫游谷	70%	游戏	76,710	17.04%	271.89%
华谊嘉信	上海波释	51%	广告营销			13.65%
华谊嘉信	东沙广告	51%	广告营销			24.98%
华谊嘉信	美意互通	70%	广告营销	3,115	1.21%	6.47%
浙报传媒	边锋软件; 浩方软件	100%	游戏	280,460	34.97%	62.16%
凤凰传媒	传奇影业	61%	影视动漫			3.22%
人民网	古羌科技	69%	互联网	19,752	5.48%	19.32%

资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

表 13: 2015 年结束业绩承诺标的 (2)

上市公司	并购标的	净利润承诺			实际实现			单一年份是否完成		
		2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
掌趣科技	动网先锋	7,485	9,343	11,237	8,368	9,359	11,126	Y	Y	N
博瑞传播	漫游谷	15,600	20,300	20,300	NaN	NaN	NaN	NA	NA	NA
华谊嘉信	上海波释	1,405	1,584	1,743	1,413	1,715	1,701	Y	Y	N
华谊嘉信	东沙广告	2,605	2,878	3,189	2,626	3,545	3,803	Y	Y	Y
华谊嘉信	美意互通	667	745	826	403	-3	-1,193	N	N	N
浙报传媒	边锋软件; 浩方软件	25,443	32,127	37,934	28,027	33,844	38,327	Y	Y	Y
凤凰传媒	传奇影业	2,389	2,496	3,616	NaN	2,712	3,714	NA	Y	Y
人民网	古羌科技	3,300	4,400	5,300	NaN	4,140	4,296	NA	N	N

资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

表 14: 2016 年结束业绩承诺标的 (1)

上市公司	并购标的	股权比例	标的行业	形成商誉	商誉占上市公司资产比例	2015 年业绩承诺占当年利润比例	2016 年业绩承诺占当年 Wind 一致预测利润比例
奥飞娱乐	方寸科技	100%	游戏			9.66%	8.68%
奥飞娱乐	爱乐游	100%	游戏			16.36%	9.89%
骅威文化	第一波	80%	游戏	76422	22.94%	86.42%	35.67%
华策影视	克顿文化传媒	100%	影视动漫			49.83%	36.24%
华录百纳	蓝色火焰	100%	广告营销			93.67%	74.04%
天神娱乐	妙趣横生	95%	游戏	50365	6.89%	15.12%	11.30%
掌趣科技	玩蟹科技	100%	游戏	152799	19.39%	42.52%	27.29%
掌趣科技	上游信息	70%	游戏	72105	9.15%	33.16%	21.61%

上市公司	并购标的	股权比例	标的行业	形成商誉	商誉占上市公司资产比例	2015 年业绩承诺占当年利润比例	2016 年业绩承诺占当年 Wind 一致预测利润比例
利欧股份	漫酷广告	85%	广告营销	32452	3.86%	26.62%	8.75%
利欧股份	上海氩氦	100%	广告营销	10496	1.25%	10.55%	3.60%
利欧股份	琥珀传播	100%	广告营销	17239	2.05%	8.65%	3.06%
粤传媒	香榭丽传媒	100%	广告营销	15675	3.46%	-15.42%	NaN
省广股份	省广先锋	51%	广告营销	2644	0.34%	5.84%	4.79%
省广股份	广州中懋	55%	广告营销	15046	1.93%	8.03%	6.95%
蓝色光标	博杰广告	89%	广告营销	79055	4.83%	404.36%	39.69%
天龙集团	广州橙果	60%	广告营销	5416	1.62%	22.62%	4.84%
华谊嘉信	迪思传媒	100%	广告营销	57188	22.13%	36.03%	30.66%
天舟文化	神奇时代	100%	游戏	112404	53.89%	85.21%	49.39%
中文传媒	智明星通	100%	游戏			19.10%	17.92%

资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

表 15: 2016 年结束业绩承诺标的 (2)

上市公司	并购标的	净利润承诺			实际实现		单一年份是否完成	
		2014 年	2015 年	2016 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
奥飞娱乐	方寸科技	3500	4725	6143	3610	5181	Y	Y
奥飞娱乐	爱乐游	3905	8000	7000	20361	10589	Y	Y
骅威文化	第一波	8000	10400	13000	8136	10755	Y	Y
华策影视	克顿文化传媒	18188	23694	24298	18676	24046	Y	Y
华录百纳	蓝色火焰	20000	25000	31250	22968	22762	Y	N
天神娱乐	妙趣横生	4150	5475	6769	4143	5787	N	Y
掌趣科技	玩蟹科技	16000	20000	24000	12480	18090	N	N
掌趣科技	上游信息	12500	15600	19000	10254	11116	N	N
利欧股份	漫酷广告	4700	6000	7300	4975	6373	Y	Y
利欧股份	上海氩氦	1802	2379	3005	1875	2628	Y	Y
利欧股份	琥珀传播	1501	1950	2550	1755	1950	Y	Y
粤传媒	香榭丽传媒	5683	6870	8156	5075	-37426	N	N
省广股份	省广先锋	2600	3200	3520	2873	3300	Y	Y
省广股份	广州中懋	3800	4400	5100	3976	4506	Y	Y
蓝色光标	博杰广告	23805	27376	28745	28745	9480	Y	N
天龙集团	广州橙果	780	1053	1421	1313	151	Y	N
华谊嘉信	迪思传媒	4000	4600	5290	5307	7144	Y	Y
天舟文化	神奇时代	12010	15015	16572	12286	14827	Y	N
中文传媒	智明星通	15101	20205	25100	15405	32895	Y	Y

资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

研究员介绍及承诺

金 炜：通信工程专业硕士，2010 年加入长城证券，任通信行业分析师，4 年通信行业工作经验。

刘浩然：格拉斯哥大学经济学硕士，2012 年加入长城证券，2014 年任传媒行业研究员

何思霖：FRM，美国布兰戴斯大学金融学硕士，2015 年加入长城证券并任传媒行业研究员

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇：0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音：0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓：075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
申 涛：010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超：010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xuil@cgws.com
王 一：021-61683504, 13761867866, wangv@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编：200135 传真：021-61680357

网址：<http://www.cgws.com>