

迈向综合性娱乐集团, 首次覆盖, 买入

建议理由

我们首次覆盖光线传媒, 给予“买入”评级, 12个月目标价为人民币74.6元。主要理由: (1) 独立电视节目提供商在中国极具发展前景。光线传媒作为国内领先的节目制作公司将受益于这一趋势; (2) 光线传媒拥有节目制作和发行平台两大核心优势, 未来有望逐步从娱乐节目制作向其他电视节目、电影、电视剧制作延伸, 发展成为全产业链运营的大型传媒娱乐集团。(3) 未来三年盈利高速增长有望驱动股价表现, 预计2011-13年每股收益为1.56/2.26/2.96元, 年均增长38%。(4) 当前估值较低, 我们对光线传媒采用相对于可比公司10%的PEG溢价, 以便反映公司在联供网以及电视、电影等领域长期增长潜力, 得到12个月目标价人民币74.6元, 潜在上行空间为21%。

推动因素

(1) 电影/电视剧观看、收视情况好于预期; (2) 频道资源及上下游整合取得突破。

未来三年, 公司盈利增长的驱动因素主要是: (1) 中短期内时段联供网模式支持公司广告收入快速增长, 长期内将逐步从中低端的地方台市场向高端的卫视节目市场渗透; (2) 电影业务逐渐从代理发行到投资发行, 带动收入和毛利快速增长; (3) 电视剧业务从投资到发行再到制作, 带动收入和盈利快速增长。

估值

我们使用PEG方法对光线传媒估值, 以使其估值更好的反映公司的增长前景。我们覆盖范围可比公司的目标PEG为1.15倍。由于公司在联供网以及电视、电影等领域增长前景良好, 我们对光线传媒应用10%左右的溢价, 对应目标PEG为1.27倍, 2011年目标市盈率为47.8倍, 由此得到公司12个月目标价人民币74.6元。

主要风险

费用控制低于预期; 广告收入增长低于预期。

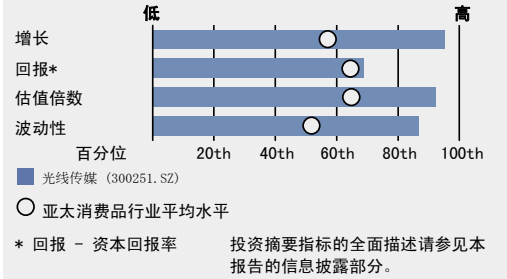
所属投资名单

亚太买入名单

行业评级: 中性

廖绪发, CFA 执业证书编号: S1420510120006
+86(21)2401-8902 xufa.liao@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
刘智景 执业证书编号: S1420511070001
+86(21)2401-8943 zhijing.liu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要

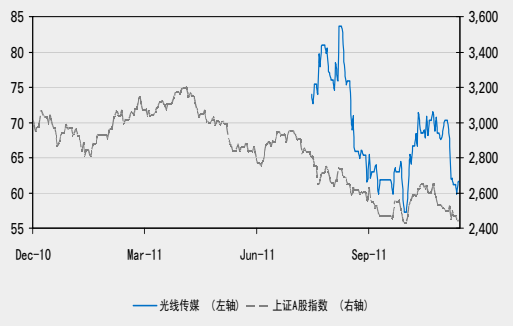


主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	61.60
12个月目标价格 (Rmb)	74.60
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	5,063.5 / 795.6
外资持股比例 (%)	--

	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
每股盈利 (Rmb)	1.37	1.56	2.26	2.96
每股盈利增长 (%)	(60.9)	13.8	44.8	31.1
每股摊薄盈利 (Rmb)	1.37	1.56	2.26	2.96
每股基本盈利 (Rmb)	1.37	1.56	2.26	2.96
市盈率 (X)	44.9	39.4	27.2	20.8
市净率 (X)	21.8	3.9	3.6	3.3
EV/EBITDA (X)	NM	25.3	18.2	13.5
股息收益率 (%)	0.0	1.0	1.5	1.9
净资产回报率 (%)	54.2	17.6	13.8	16.6
CROCI (%)	44.7	44.4	45.2	44.7

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	(13.2)	--	--
相对于上证A股指数	(6.5)	--	--

资料来源: 公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为12/07/2011收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息, 见信息披露附录, 或请与您的投资代表联系。

光线传媒：财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/10	12/11E	12/12E	12/13E	资产负债表 (Rmb mn)	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
主营业务收入	479.6	792.4	1,117.7	1,534.3	现金及等价物	27.3	1,282.9	1,282.1	1,276.4
主营业务成本	(290.7)	(491.1)	(703.9)	(974.0)	应收账款	267.9	442.7	624.4	857.1
销售、一般及管理费用	(63.4)	(96.7)	(136.4)	(187.2)	存货	18.2	80.7	115.7	160.1
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	12.7	12.7	12.7	12.7
其它营业收入/ (支出)	(2.3)	0.0	0.0	0.0	流动资产	326.1	1,819.0	2,034.8	2,306.3
EBITDA	129.7	216.0	300.3	406.3	固定资产净额	19.7	35.0	49.5	67.5
折旧和摊销	(6.6)	(11.4)	(22.9)	(33.2)	无形资产净额	44.0	46.4	50.1	55.3
EBIT	123.1	204.6	277.4	373.1	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
利息收入	0.3	4.1	23.1	23.1	其它长期资产	17.7	20.3	24.0	28.9
财务费用	(4.2)	(3.7)	(0.5)	(0.5)	资产合计	407.5	1,920.7	2,158.3	2,458.0
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	57.3	134.6	192.8	266.9
其它	15.8	1.0	0.0	0.0	短期贷款	104.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	135.0	206.0	300.0	395.7	其它流动负债	0.0	68.5	99.1	129.9
所得税	(22.1)	(34.8)	(52.2)	(70.8)	流动负债	161.3	203.0	292.0	396.8
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	长期贷款	12.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	112.8	171.2	247.8	324.9	其它长期负债	2.4	2.4	2.4	2.4
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	14.4	2.4	2.4	2.4
非经常性项目前净利润	112.8	171.2	247.8	324.9	负债合计	175.7	205.4	294.3	399.2
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	112.8	171.2	247.8	324.9	普通股权益	231.8	1,715.3	1,864.0	2,058.9
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	1.37	1.56	2.26	2.96	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	1.37	1.56	2.26	2.96	负债及股东权益合计	407.5	1,920.7	2,158.3	2,458.0
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	1.37	1.56	2.26	2.96	每股净资产 (Rmb)	2.82	15.65	17.01	18.79
每股股息 (Rmb)	0.00	0.62	0.90	1.19					
股息支付率 (%)	0.0	40.0	40.0	40.0					
自由现金流收益率 (%)	NM	(0.1)	1.0	1.4					
增长率和利润率 (%)	12/10	12/11E	12/12E	12/13E	比率	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
主营业务收入增长率	24.5	65.2	41.0	37.3	GROCI (%)	44.7	44.4	45.2	44.7
EBITDA增长率	81.7	66.5	39.1	35.3	净资产回报率 (%)	54.2	17.6	13.8	16.6
EBIT增长率	87.5	66.2	35.6	34.5	总资产回报率 (%)	29.9	14.7	12.2	14.1
净利润增长率	79.9	51.7	44.8	31.1	平均运用资本回报率 (%)	44.5	45.4	45.2	44.9
每股盈利增长	(60.9)	13.8	44.8	31.1	存货周转天数	26.7	36.8	50.9	51.7
毛利率	39.4	38.0	37.0	36.5	应收账款周转天数	173.7	163.7	174.2	176.2
EBITDA利润率	27.0	27.3	26.9	26.5	应付账款周转天数	98.4	71.3	84.9	86.1
EBIT利润率	25.7	25.8	24.8	24.3	净负债/股东权益 (%)	38.3	(74.8)	(68.8)	(62.0)
					EBIT利息保障倍数 (X)	31.0	NM	NM	NM
现金流量表 (Rmb mn)	12/10	12/11E	12/12E	12/13E	估值	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
优先股股息前净利润	112.8	171.2	247.8	324.9	基本市盈率 (X)	44.9	39.4	27.2	20.8
折旧及摊销	6.6	11.4	22.9	33.2	市净率 (X)	21.8	3.9	3.6	3.3
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA (X)	NM	25.3	18.2	13.5
运营资本增减	(90.1)	(160.0)	(158.4)	(203.2)	企业价值/总投资现金 (X)	NM	11.6	8.5	6.3
其它	5.7	0.0	0.0	0.0	股息收益率 (%)	0.0	1.0	1.5	1.9
经营活动产生的现金流	35.1	22.6	112.3	154.9					
资本开支	(12.8)	(31.7)	(44.7)	(61.4)					
收购	(51.4)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	11.0	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(53.2)	(31.7)	(44.7)	(61.4)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(142.2)	0.0	(68.5)	(99.1)					
借款增减	66.4	(116.0)	0.0	0.0					
普通股发行 (回购)	0.0	1,380.7	0.0	0.0					
其它	87.9	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	12.1	1,264.7	(68.5)	(99.1)					
总现金流	(6.0)	1,255.6	(0.9)	(5.7)					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的分析师

廖绪发, CFA
xufa.liao@ghsl.cn

刘智景
zhijing.liu@ghsl.cn

目录

投资摘要：从领先的节目制作公司向综合娱乐公司发展	3
从独立制作公司向全产业链运营演变：机遇与挑战	5
电视节目业务：从中低端向高端市场渗透	7
影视剧业务：电影发行能力有所增强，电视剧将依靠参投获得发行权	16
演艺业务：以活动演艺为中心的整合营销	18
盈利预测：预计 2011-13 年净利润复合增速可达 38%	19
估值及投资建议：目标价人民币 74.6 元，给予“买入”评级	20

除非另有说明，本报告所有股价为截至 12 月 6 日收盘价。

投资摘要：从领先的节目制作公司向综合娱乐公司发展

我们首次覆盖光线传媒，给予“买入”评级，12个月目标价为人民币 74.6 元。我们看好光线传媒的主要理由：（1）光线传媒当前的核心业务是电视节目制作。随着文化产业向纵深发展，独立电视节目提供商在中国极具发展前景。光线传媒作为国内领先的独立节目制作公司将受益于这一趋势；（2）光线传媒拥有节目制作和发行平台两大核心优势，过去两年，公司致力于向产业链横向和纵向的布局，未来有望逐步从娱乐节目制作向其他电视节目、电影、电视剧制作延伸，发展成为大型综合性传媒娱乐公司；（3）未来三年公司盈利将保持高速增长，预计 2011-13 年每股收益为人民币 1.56/2.26/2.96 元，年均增长 38%。盈利增长有望驱动股价表现；（4）当前估值较低，我们对光线传媒采用相对于可比公司 10% 的 PEG 溢价，以便反映公司在联播网以及电视、电影等领域长期增长潜力，得到 12 个月目标价人民币 74.6 元，较公司当前股价隐含的上行空间为 21%。

未来三年，公司盈利增长的驱动因素主要是：

(1) 时段联播网模式支持公司广告收入快速增长。我们认为，过去 10 年是中国电视收视逐步下沉的 10 年，相对来说，省级卫视是这一过程的主要受益者，而地面频道尚是一块有待开发的处女地。因此，光线传媒提出的“频道联播网”顺应了这一趋势。从中短期看，光线传媒的绝大多数广告收入仍然是由基于“时段联播网”的四档强势节目贡献，“频道联播网”仅迈出了万里长征的第一步。但未来三年公司仍有可能依靠现有的时段联播网模式获得广告收入的持续增长，预计到 2015 年，公司栏目广告收入约为人民币 9 亿元，相较于 2010 年，复合增长率约为 31%。长期看，“频道联播网”要形成规模化运作，并且形成网络效应，还需要具备三个条件：一、光线节目制作能力大幅提升，特别是在电视剧等弱项上的制作能力；二、频道联播网签约频道数量继续增加，且与电视台关系保持稳定；三、节目编排得到优化，并且推出准确的收视率衡量体系。这三方面的挑战均不小，我们相信，随着节目制作独立化趋势进一步发展，光线传媒有望逐步脱颖而出，最终打造类似美国四大广播公司的运营模式。

(2) 电影业务逐渐从代理发行到投资发行。过去 3 年，光线逐渐成长为国内主要的电影发行公司之一，进入 2011 年，独立发行能力显著增强，而参与投资比例的提高也提升了毛利率。我们预计未来三年光线传媒在电影业务投资和制作上的逐渐深入，将有利于提升这一板块的成长性和盈利能力。

(3) 电视剧业务从投资到发行再到制作。电视剧业务是光线传媒的传统弱项。为满足“频道联播网”对电视剧的需求，公司对东阳狂欢者拍摄的 16 部电视剧投资人民币 2 亿元，并获得这些电视剧在地面频道播出的优先购买权。这将带来未来两年电视剧收入的快速增长。我们认为公司以后仍会通过类似手段获得地面频道的播出版权来充实现有的频道联播网，并且逐步向电视剧的制作延伸。

股价表现催化剂：(1) 电影、电视剧等业务发展超预期；(2) 在行业并购整合方面有所突破。

主要风险：(1) 频道联播网拓展不顺利，导致栏目广告收入低于预期；(2) 管理费用和营业费用等上升速度超过预期。

图表1: 光线传媒盈利预测汇总

单位: 百万元人民币 (每股盈利除外), 2008-2013 年

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	264.3	385.2	479.6	792.4	1117.7	1534.3
栏目制作与广告	182.3	230.6	273.4	374.6	565.4	734.0
影视剧	59.3	90.6	154.4	342.0	459.6	688.2
演艺活动	22.8	64.0	51.9	75.8	92.7	112.2
毛利	71.8	143.9	188.9	301.3	413.8	560.3
栏目制作与广告	60.1	106.7	140.6	179.8	282.7	381.7
影视剧	3.1	8.1	20.1	82.8	83.8	121.4
演艺活动	8.7	29.0	28.2	38.7	47.3	57.2
毛利率	27.2%	37.3%	39.4%	38.0%	37.0%	36.5%
栏目制作与广告	32.9%	46.3%	51.4%	48.0%	50.0%	52.0%
影视剧	5.1%	9.0%	13.0%	24.2%	18.2%	17.6%
演艺活动	38.1%	45.4%	54.4%	51.0%	51.0%	51.0%
归属于母公司所有者的净利润	12.9	62.7	112.8	171.2	247.8	324.9
同比增长		387%	80%	52%	45%	31%
净利润率	5%	16%	24%	22%	22%	21%
每股收益			1.37	1.56	2.26	2.96

资料来源: 高华证券研究预测

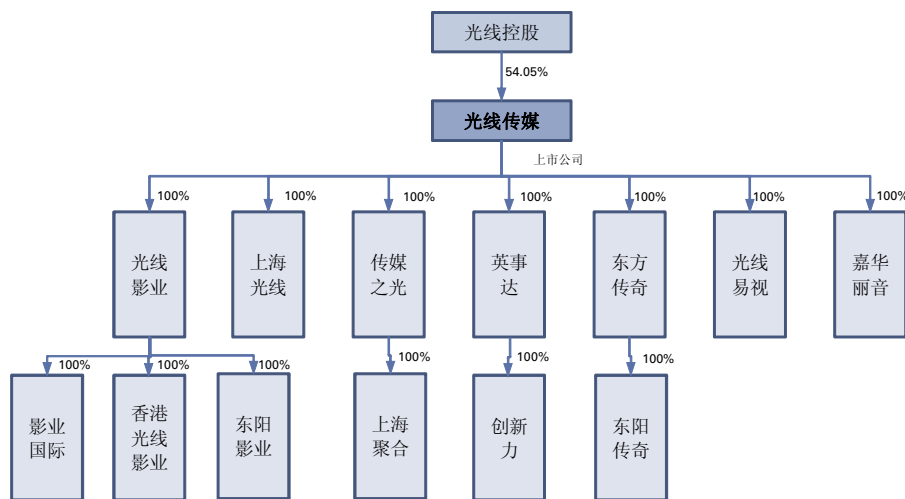
从独立制作公司向全产业链运营演变：机遇与挑战

光线传媒当前架构与战略演变

光线传媒目前主要有三项业务和两张网络：电视节目业务、演艺活动业务、电影业务和电视节目发行网、电影发行网。从行业地位来讲，目前光线传媒是中国最大的电视节目制作公司、最大电视节目发行网、最大活动业务的公司之一，属于中国排名前三位的民营电影公司。

从架构上看，母公司主要负责电视节目制作和发行，旗下有光线影业（电影投资、制作、发行）、东方传奇（电视剧制作、发行）、上海光线（节目制作）、传媒之光（广告代理）、嘉华丽音（演艺活动）等7个子公司。

图表2: 光线传媒组织架构图



资料来源：公司公告

这样一个业务架构的形成，实际上经历了长达十年的探索和演变。

- **从1998年光线传媒成立到2006年：**公司主要是制作和发行娱乐资讯类节目。目前知名的四档节目《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《最佳现场》以及《影视风云榜》基本都是在公司成立之后的最初几年制作的。商业模式主要是以单个电视节目面对单个电视台进行发行和广告营销，通过直接销售节目版权和栏目贴片广告、植入广告、冠名广告销售的方式实现收入，称之为“**时段联供网**”模式。
- 2005年开始的省市电视台与有线电视台合并的浪潮导致了民营独立节目制作公司的低迷，也迫使光线传媒从单一的业务向更为广泛的娱乐产业进军。**2006年**，光线传媒开始进军电影行业，成立光线影业。2007年开始做线下活动。最初公司主要从事风险较低的电影发行业务，在行业内积累发行渠道和经验之后逐步向上游的投资和制作渗透。2010年光线传媒发行的华语影片总票房已进入全行业前三强。光线影业建立了全国最大的地面电影发行网，发行人员每日驻守全国票房最高的50个城市，进行贴近式网络营销，四年来已累计投资制作发行20余部影片，储备项目多达30个，成为国内民营电影公司前三强。
- **2008年以来**，公司在成为国内最大的电视节目制作公司之后，提出将逐步将原来的“时段联供网”模式转变为“**频道联供网**”模式，试图通过每日向合作频道打包提供数小时的首播内容，来获取地方台广告时间的30-40%进行独立运营，以达到整合频道资源、建立频道网络的目的。

- **2010年**，公司先后为多家卫视制作大型综艺或生活服务类节目，从而进一步向更为高端的节目制作市场进军。
- **2011年**，公司上市之后，开始加大电视剧方面的投资。与五年前进军电影一样，公司选择了风险相对较低的电视剧发行和投资切入。随着经验的积累，预计后续将逐渐向电视剧制作领域发展。

光线传媒的竞争优势和未来格局

我们在之前的报告中（“*华谊兄弟：打造超级娱乐‘王’国，首次覆盖买入*”，2011年7月15日）曾经提过，全产业链运营是娱乐公司终极的发展方向，也是保证公司立于不败之地的竞争利器。全产业链运营具有四大商业价值：控制投资和运营成本、降低商业风险、最大化内容价值以及确保长期持续增长。

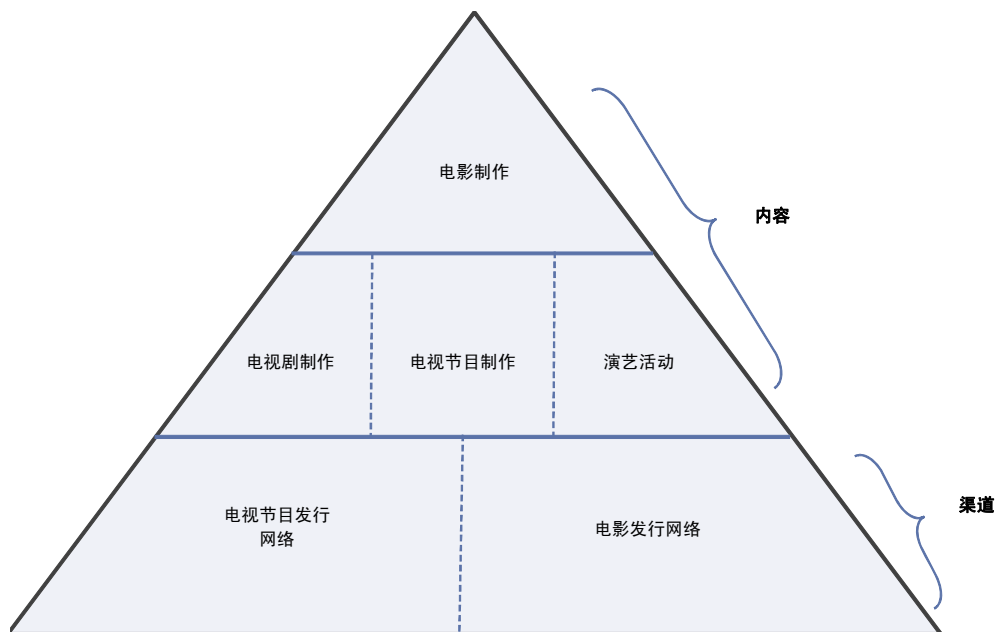
从光线传媒过去十几年发展的道路看，公司从单一业务向全产业链运营的趋势越来越明显，并且已经初具雏形。目前光线传媒拥有三项业务和两张网络：电视节目业务、演艺活动业务、电影业务和电视节目发行网、电影发行网，在产业链横向和纵向上均有一定的整合。**我们认为，公司的核心竞争优势主要体现在三方面：**

- **发行渠道优势**，即目前所拥有的两张网络：电视节目发行网和电影发行网络。在节目发行方面，由于电视节目的发行具有边际利润率高的特点，节目制作公司的发行能力越强，其节目的播出渠道覆盖面越广，节目的广告价值越高。节目发行能力是节目制作机构发展的关键。光线传媒在节目发行积累了十多年，拥有最为广泛的节目播出合作网络，目前节目已经覆盖300个以上的地方频道，构成竞争对手难以复制的优势；搭建这样的发行平台后，光线传媒还可以进一步装入电视剧、非娱乐类节目等，进一步提升发行网络的价值；在电影发行方面，随着中国电影市场的进一步膨胀，电影制作产量持续上升，电影院数量的持续增加，作为中间环节的发行公司的影响力和话语权将逐步上升。目前光线传媒经在全国票房排名前50位的每个城市里，安排了自己住在当地的营销电影发行人员，从而形成了较强的电影发行能力，并且使得公司有信心进一步切入电影上游的制作和投资。
- **多业务矩阵的协同效应**：光线传媒的电视节目为演艺活动和影视剧提供宣传平台；演艺活动和影视剧为电视节目提供内容素材；影视剧发布会又成为演艺活动盈利来源之一，而演艺活动也为自身影视剧提供宣传服务。这样一种业务架构，也不容易被竞争对手所模仿。
- **整合营销优势**。目前，电视节目主要依靠广告收入。独立制作机构需要有较强的电视节目营销策划能力。大型广告主已经不满足于贴片广告等简单的营销方式，节目制作商需要为广告主提供一整套贴合其特点的整合营销方案。光线传媒从最初做冠名广告、植入广告开始，逐渐发展出较强的整合营销能力，未来可能进一步整合电影、电视剧、演艺等娱乐要素，成为一个强大的整合营销平台。这一点，也是难以为被竞争对手所模仿的。

因此，从长期看，光线传媒将有可能发展成为拥有三大核心平台的综合性传媒娱乐集团：电视发行平台将承载娱乐节目、非娱乐节目、电视剧等，电影发行平台将承载公司投拍的电影和第三方制作的电影；整合营销平台将承载电视节目、电影、演艺、电视剧等娱乐资源。而这几个领域，均是中国未来十年传媒行业中增长最快的细分市场（其他细分市场有出版、有线网络等）。光线传媒，以其领先的战略布局和竞争优势，将充分受益于行业的快速增长。

但是，在达到这一战略远景之前，**光线传媒有两道障碍需要跨越**：一是如何从目前时段联播网为主的模式成功转换为频道联播网的模式。目前频道联播网虽然签约达到一百个频道以上，但大多数频道无论在节目排表还是在合作关系上并不稳定，尚未形成强势的网络平台。这主要是因为条件还不是很成熟：光线传媒在节目制作和提供的种类还比较单一，影响力尚待提高，以及地方台的生存压力还不是很大。二是如何进一步加强在电影、电视剧等方面的制作能力。目前公司在这两个领域还主要停留在投资阶段，但这两个领域其实是中国娱乐产业的制高点所在。如果缺乏核心的制作能力，是难以成长为综合性的娱乐集团的。

图表3: 光线传媒的业务布局



资料来源: 高华证券研究

电视节目业务：从中低端向高端市场渗透

我们认为，光线传媒目前基于地方台的节目制作与发行在业内已经比较领先，未来保持稳定增长不大。但是这项业务要继续得到长足发展，需要在两个方面加速发展，一是从目前的时段联供网的模式逐步转向频道联供网的模式，二是从中低端的地方台节目市场转向更为高端的卫视节目市场。2009年以来公司在这两个方面都有所突破，但还需要观察一到两年的时间。实现这两个转变的关键是，公司的节目制作能力要有进一步的提升。

我们预计，2011-13年光线传媒的节目制作与广告收入分别为人民币3.75亿、5.65亿、7.34亿，同比分别增长37%、51%和30%，毛利率稳定在48-52%之间。

光线传媒是国内最大的独立节目制作公司

光线传媒目前是国内最大的独立节目制作公司（就制作规模而言）。公司目前已达到每天5.5~6小时的电视节目制作量，节目类型涵盖娱乐资讯、音乐、影视剧资讯、明星访谈、健康类节目、生活时尚类节目等，这个制作规模相当于省级电视台的制作规模，并且是主要竞争对手的2倍左右。

根据第4届中国网络影响力社会制片栏目评选，光线传媒有三档节目名列“2010年中国网络影响力2010年十大社会制片栏目”榜单，分别是娱乐现场（第五名），最佳现场（第六名），音乐风云榜（第七名）。从这个榜单看，目前光线传媒在独立制作公司领域的主要竞争对手为东方风行、银汉文化、欢乐文化以及派格太合等公司。其中东方风行走的是高端路线，几个娱乐节目主要是在卫视播出，影响力较大，三档节目分别排名第二、三、四名。这说明论影响力而言，光线传媒在娱乐咨询和访谈类节目上尚不及东方风行。因为光线传媒的四大主打节目主要是在地方频道播放，走的是中低端市场的路线。

光线传媒率先在国内建立了以307个地面频道为核心的节目联供网。目前光线传媒的电视节目联供网包括时段联供网、频道联供网和新媒体联供网三种模式。时段联供网是单个电视节目面对单

个电视台进行发行和广告营销，通过直接销售节目版权和栏目贴片广告、植入广告销售的方式实现收入；频道联供网是每日向合作频道打包提供6小时的首播内容，总广告时间中的30-40%由公司进行独立运营；新媒体联供网则由公司将节目推向数字频道、互联网、手机电视等新媒体，拓展机场、铁路、医院、高校等特定行业客户，用于向广告客户打包销售，或作为向广告客户提供整合营销方案的附送价值赠送给广告客户。

图表4：光线传媒主要竞争对手

公司	主要领导	节目类型	节目制作时间	主要节目	播出区域
东方风行	李静	娱乐时尚类	2小时/天	《超级访问》、《美丽俏佳人》、《娱乐麻辣烫》	旅游卫视等
银汉文化	夏俊、王坚平	生活服务类	2.5小时/天	《魅力前线》、《快乐生活一点通》	北京电视台等
欢乐文化	董朝晖	综艺类	n.a.	《欢乐总动员》、《每日文化播报》	北京电视台等
派格太合	孙建君	综艺类活动	1.5小时/周	《环球影视》	东方卫视

资料来源：公司数据

图表5：中国网络影响力 2010 年十大社会制片栏目

节目	节目类别	播出频率	主持人	运营公司	公司负责人	播出频道
本山快乐营	娱乐栏目剧	日播	久龄、大樱桃、大杨	本山传媒	赵本山	黑龙江卫视
超级访问	娱乐访谈	日播	李静、戴军	东方风行	李静	地面频道
非常静距离	娱乐访谈	日播	李静	东方风行	李静	安徽卫视
美丽俏佳人	女性	日播	李静、王婧	东方风行	李静	旅游卫视
娱乐现场	娱乐咨询	日播	索妮、谢楠	光线传媒	王长田	地面频道
最佳现场	娱乐访谈	日播	谢楠、索妮、大左	光线传媒	王长田	地面频道
音乐风云榜	音乐	日播	柳岩	光线传媒	王长田	地面频道
音乐现场	音乐	日播	戴军、王婧	东方风行	李静	云南卫视
快乐生活一点通	生活服务	日播	秦天、王芳	银汉文化	夏俊	地面频道
天下女人	娱乐访谈	日播	杨澜	阳光媒体	杨澜	湖南卫视

资料来源：中国广播电视协会

地面频道尚是处女地，“频道联供网”概念有其合理性

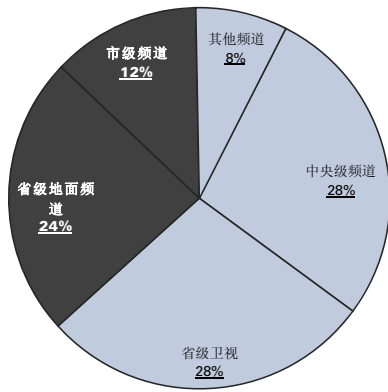
我们认为，过去10年是中国电视收视逐步下沉的10年。中央电视台凭借其无可匹敌的覆盖范围，在90年代占尽先机。随着2000年以来，湖南、江苏等地卫视频道在办台理念上获得突破、创新，以及各地有线网络建设催生一大批地方频道，中央电视台收视份额明显较90年代流失。但是，省级卫视是这一过程的主要受益者，特别是领先的省级卫视，过去三年广告经历了快速增长，相比之下，地方频道在过去3-4年的收视竞争中，甚至向省级卫视流失了少量份额。

但是，我们认为地面频道尚是一块有待开发的处女地，因为：地面频道当前的弱势地位并非因其级别低于卫视频道，而在于中国独有的广电管制体系将各个地面频道割裂开来，不能形成全国人民共看一台戏的局面，收视份额的割裂使得地面频道成为名副其实的“一盘散沙”。总体上，地面频道尚是一块有待开发的处女地。

美国的广电体系就较好的挖掘了地面频道的潜力。美国的四大无线电视网络（NBC、CBS、ABC、FOX）与地方频道形成网状结构，较好地将全国性节目与地方节目融合，使得地面频道的广告价值被充分挖掘。相形之下，中国的广电体系为分层结构，且不同区域的电视台之间不能跨区域整合，尤其是对于不能异地播出的地面频道，广告价值不能充分体现。

光线传媒提出的“频道联播网”有其合理性。2008年光线传媒提出的“频道联播网”，每天向合作的城市频道提供整体包装的6小时节目，我们认为这一概念实现了分散收视的整合，有其合理性。

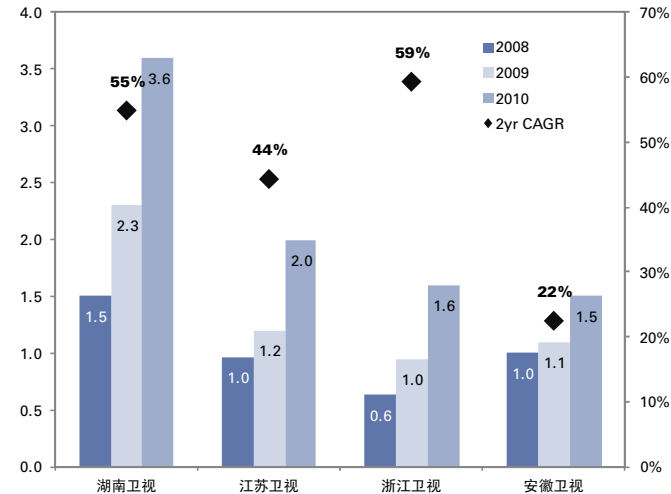
图表6: 2010年各级频道全天收视份额



资料来源: CSM

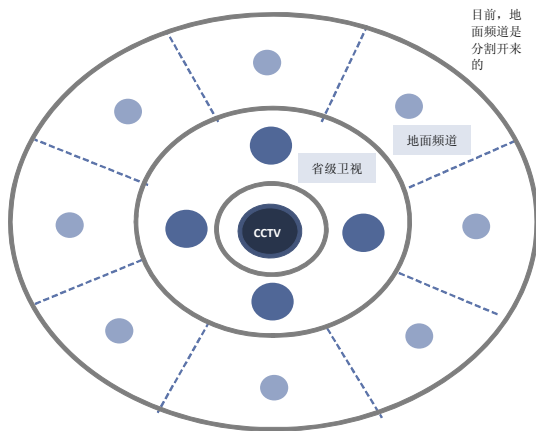
图表7: 过去3年, 部分省级卫视广告收入快速增长

单位: 十亿元人民币



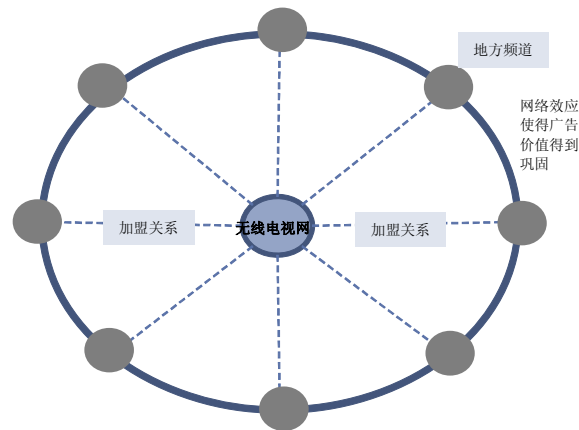
资料来源: 公司数据

图表8: 中国广电体系有多个层次, 且按地域分割——各级别电视台相互竞争



资料来源: 高华证券研究

图表9: 美国广电体系呈网状结构——无线电视网与地方频道为加盟关系



资料来源: 高华证券研究

但我们持谨慎看法, 因成功之前, 光线传媒需要具备三大条件

光线目前提出的“频道联播网”当然仍然只是一个雏形, 长期来看, 这一联播网只有升华为一个类媒体平台, 才能最大化广告价值。但我们对此看法谨慎, 因为在成功之前, 光线传媒需要具备以下三个条件, 并且挑战不小:

(1) 节目制作能力大幅提升, 形成“光线制作、全国播放”口碑。目前, 光线已经初步形成了自己的节目组合, 特别在娱乐资讯、访谈、演艺活动等领域积累颇为深厚, 但是与主要省级卫视晚上相同时段节目表对比, 光线节目组合仍然显得单薄, 特别是在电视剧、新闻、法制等弱项上需要

进一步强化。而同时这些节目又是地面频道各种节目中资源使用效率最高的，在这些节目上着墨不多，就无法有效提高本地收视率。因此，光线还需练好内功，更多的涉足于此此前没有经验的电视剧、大型综艺等类型节目（尚且不论制播分离改革并不包括新闻等类节目）。

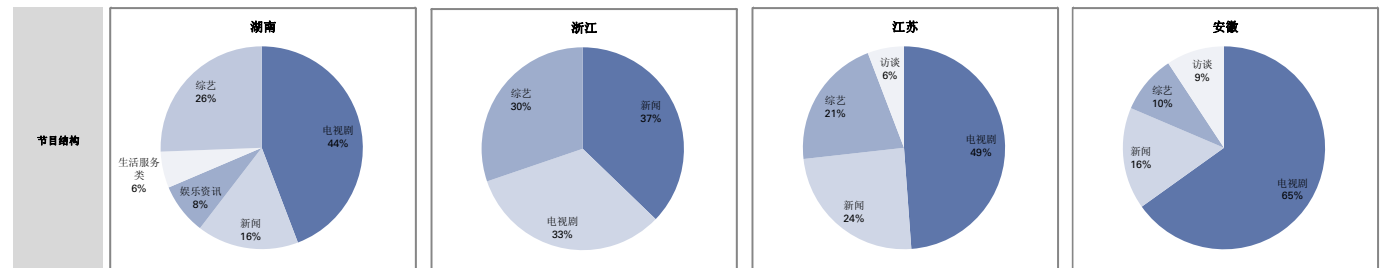
图表10: 光线传媒目前节目组合

	娱乐类 (娱乐资讯、综艺)			生活健康类	其他
	资讯	综艺	娱乐访谈		
地面频道	娱乐现场 音乐风云榜 影视风云榜 我爱看电影 全球娱乐通 我爱看电视 大学生音乐联盟	笑傲江湖	最佳现场	健康宝典 生活魔法师 麻辣看天下 养生一点通	天方夜谈
卫视		大牌生日会 音乐梦想学院 激情唱响 梦想合唱团 中国藏歌会		生活魔法师	

资料来源：公司公告

图表11: 同时段 17:30-23:30 四大省级卫视频道节目

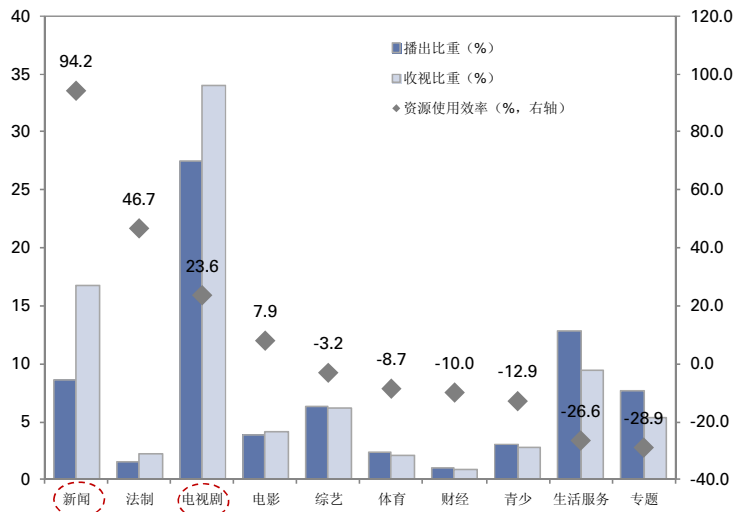
时间段	湖南	浙江	江苏	安徽	湖南	浙江	江苏	安徽	湖南	浙江	江苏	安徽	湖南	浙江	江苏	安徽
17:30-18:00	电视剧	新闻直通车	电视剧	电视剧	电视剧	新闻直通车	电视剧	电视剧	电视剧	新闻直通车	电视剧	电视剧	电视剧	新闻直通车	电视剧	电视剧
18:00-18:30	娱乐无极限	今日证券	娱乐无极限	今日证券	娱乐无极限	今日证券	娱乐无极限	今日证券	娱乐无极限	今日证券	娱乐无极限	今日证券	娱乐无极限	今日证券	娱乐无极限	今日证券
18:30-19:00	湖南新闻联播	浙江新闻联播	江苏新闻联播	安徽新闻联播	湖南新闻联播	浙江新闻联播	江苏新闻联播	安徽新闻联播	湖南新闻联播	浙江新闻联播	江苏新闻联播	安徽新闻联播	湖南新闻联播	浙江新闻联播	江苏新闻联播	安徽新闻联播
19:00-19:30	新闻联播	新闻联播	新闻联播	新闻联播	新闻联播	新闻联播	新闻联播	新闻联播	新闻联播	新闻联播	新闻联播	新闻联播	新闻联播	新闻联播	新闻联播	新闻联播
19:30-20:00	百科全说	百科全说	百科全说	百科全说	百科全说	百科全说	百科全说	百科全说	百科全说	百科全说	百科全说	百科全说	百科全说	百科全说	百科全说	百科全说
20:00-20:30	把谁带回家	把谁带回家	把谁带回家	把谁带回家	把谁带回家	把谁带回家	把谁带回家	把谁带回家	把谁带回家	把谁带回家	把谁带回家	把谁带回家	把谁带回家	把谁带回家	把谁带回家	把谁带回家
21:00-21:30	爱情连连看	爱情连连看	爱情连连看	爱情连连看	爱情连连看	爱情连连看	爱情连连看	爱情连连看	爱情连连看	爱情连连看	爱情连连看	爱情连连看	爱情连连看	爱情连连看	爱情连连看	爱情连连看
22:00-22:30	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度
23:00-23:30	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度	新闻深一度



注：以上为广电总局限娱令出台之前节目安排表，将按限娱令要求进行调整。

资料来源：高华证券研究

图表12: 2011年一季度地面频道各种节目资源使用效率对比



资料来源: CSM

(2) “频道联播网”签约频道数量继续增加，且与电视台关系保持稳定。

- 事实上，光线传媒在各个层次频道上的渗透率已经不低，但多为原有的松散的时段联播网合作形式，加入频道联播网的频道仍然较少。
- 当前与光线签约的多数合作频道并非当地收视较高的综合频道，如果光线能将合作频道转成这一类主频道，那么也有助于提升频道联播网的总体影响力，但从电视台的角度来看，并无明显的激励与光线传媒就综合频道进行合作。
- 最重要的，也是最影响联播网平台价值的，是公司与电视台合作的稳定性，尤其是在有竞争对手加入竞争的时候。

(3) 优化节目编排，并推出准确的收视率衡量体系。收视率对衡量一个电视台社会影响力尤为关键，也是进行广告标价的基础。收视率的测算又以节目的统一编排为条件。但是，我们对比部分合作频道对于光线频道联播网节目的编排，发现地面频道对节目编排仍然具有较大的掌控能力，联播网各个节目并不同步，且常插入电视台自制节目。这使得联播网“全国同看一部戏”的初衷打了折扣，并进而影响广告价值。

图表13: 光线传媒频道联播网节目安排——以两个合作频道为例

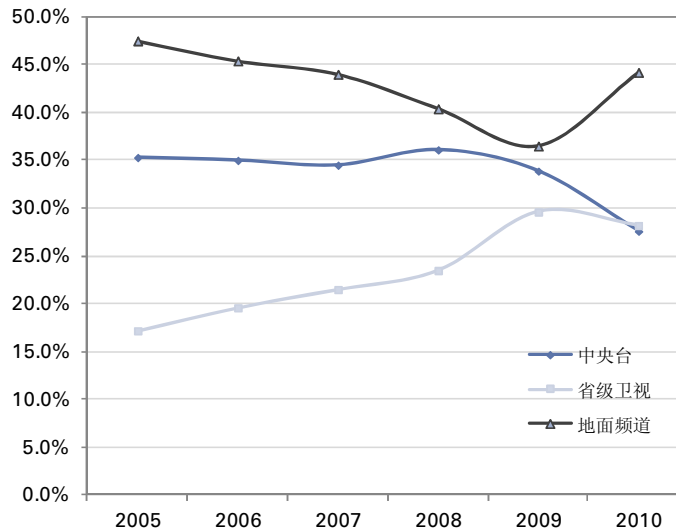
新乡电视台影视娱乐频道					枣庄电视台公共频道						
上午		下午		晚间 (联播网时段)	上午		下午		晚间 (联播网时段)		
7:00-7:30	新娱乐在线	13:00-13:30	电视购物	17:30-18:00	金曲时刻	7:00-7:30	金曲时刻	13:00-13:30	我爱看电影	17:30-18:00	音乐风云榜
7:30-8:00		13:30-14:00	最佳现场	18:00-18:30	音乐风云榜	7:30-8:00	音乐风云榜	13:30-14:00		18:00-18:30	广告专题
8:00-8:30	音乐风云榜	14:00-14:30	电视购物	18:30-19:00	今日娱乐网	8:00-8:30	今日娱乐网	14:00-14:30		18:30-19:00	今日娱乐网
8:30-9:00		14:30-15:00	全能综艺班	19:00-19:30	娱乐现场	8:30-9:00	娱乐现场	14:30-15:00	电影	19:00-19:30	娱乐现场
9:00-9:30	我爱看电影	15:00-15:30		19:30-20:00		9:00-9:30	我爱看电影	15:00-15:30		19:30-20:00	无欢乐翻天
9:30-10:00		15:30-16:00		20:00-20:30	我爱看电影	9:30-10:00		15:30-16:00		20:00-20:30	
10:00-10:30	电视购物	16:00-16:30		20:30-21:00		10:00-10:30		16:00-16:30	消费与法	20:30-21:00	买家时代
10:30-11:00		16:30-17:00		21:00-21:30	全能综艺班	10:30-11:00	全能综艺班	16:30-17:00	走进矿区	21:00-21:30	我爱看电影
11:00-11:30	影视精品屋	17:00-17:30		21:30-22:00		11:00-11:30	影视风云榜	17:00-17:30	金曲时刻	21:30-22:00	
11:30-12:00				22:00-22:30	影视风云榜	11:30-12:00	最佳现场			22:00-22:30	全能综艺班
12:00-12:30	影视风云榜			22:30-23:00	最佳现场	12:00-12:30	阅读越好看			22:30-23:00	影视风云榜
12:30-13:00				23:00-23:30	影视精品屋	12:30-13:00				23:00-23:30	最佳现场

注: 标记阴影的节目为光线传媒推出的节目。图中取的是2011年11月18日节目表。

资料来源: 搜视网

除此之外，频道联播网所需的外部条件还不成熟，主要是目前地方台生存压力尚不大。一方面，互联网对于电视广告的冲击还不是很大，另外一方面，强势卫视对地方台收视的竞争还未到你死我活的地步，地面频道收视份额仍处于高位。因此，地方台尚没有压力大规模借助独立节目制作公司的力量。

图表14: 地面频道收视份额仍然处于高位

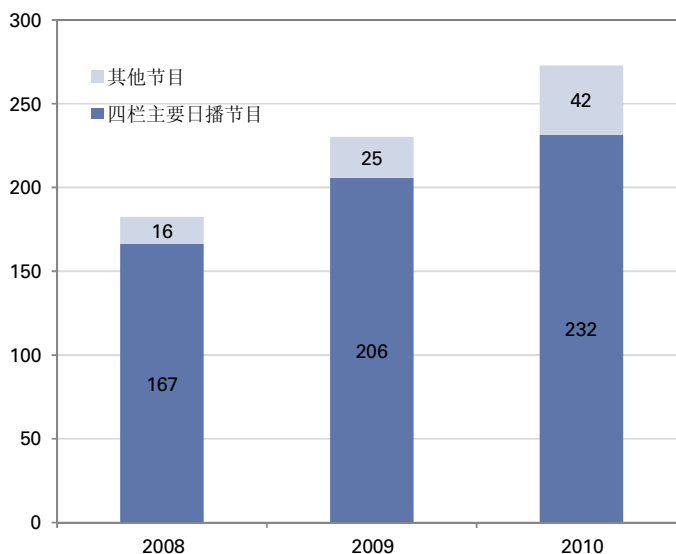


资料来源: CSM

万里长征只迈出第一步。从以上三个方面看，光线传媒在全国铺开“频道联播网”方面无疑面临着较多的挑战。公司并没有将栏目制作与广告收入分列为时段联播网和频道联播网两项，但直至2010年底，公司主打的四档主要日播节目仍然贡献了栏目制作与广告收入的大部分，这表明其时频道联播网贡献收入仍然极其少，万里长征只迈出第一步。

图表15: 四栏主要日播节目收入在栏目制作与广告收入中占比仍然较高

单位: 人民币百万元, 2008-2010年



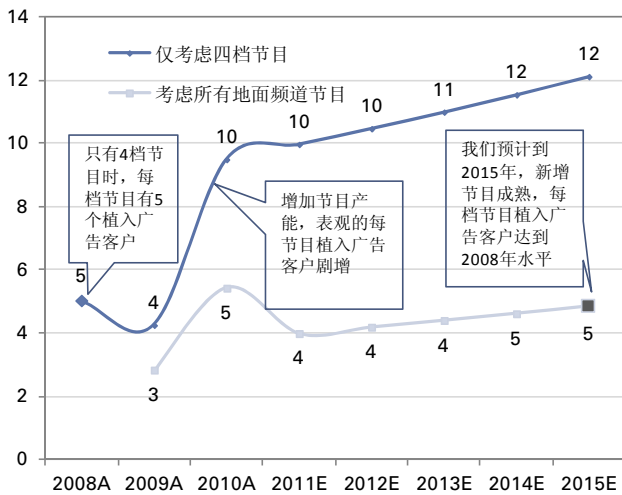
资料来源: 公司公告

我们仍然基于时段联播网模式测算公司广告价值

虽然我们对于公司的“频道联播网”概念持谨慎态度,但现有时段联播网模式仍然具有良好的增长前景:我们预计2011年公司广告收入将达到人民币2.94亿元,而到2015年,公司栏目广告收入约为9亿元,相较于2010年的水平,复合增长约31%。量、价两个方面的增长动力来源于:

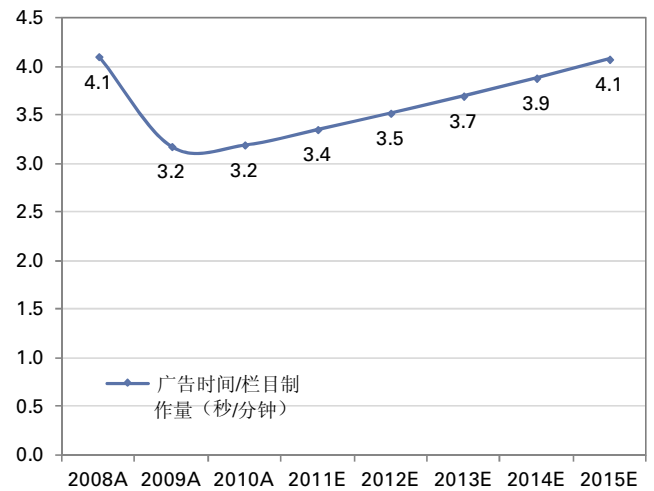
(1) 量。2008年之前,光线传媒仅有4档节目(《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《最佳现场》和《影视风云榜》),如上所述,这4档节目也贡献了光线传媒广告收入的绝大部分。2009-2011年是公司对新节目密集投入的年份。依据公司招股说明书中披露的主要电视栏目表,目前公司运营中的节目有10档。我们认为,随着公司节目数量的增加以及新节目品牌开始成熟,植入式广告以及冠名广告的客户数量将继续增加。我们认为,如果考虑所有地面频道节目,光线传媒每档节目的各种广告数量(植入广告、贴片广告以及冠名广告)将在2015年左右达到2008年原有四档节目的水平。

图表16: 每档地面频道节目植入广告客户数量



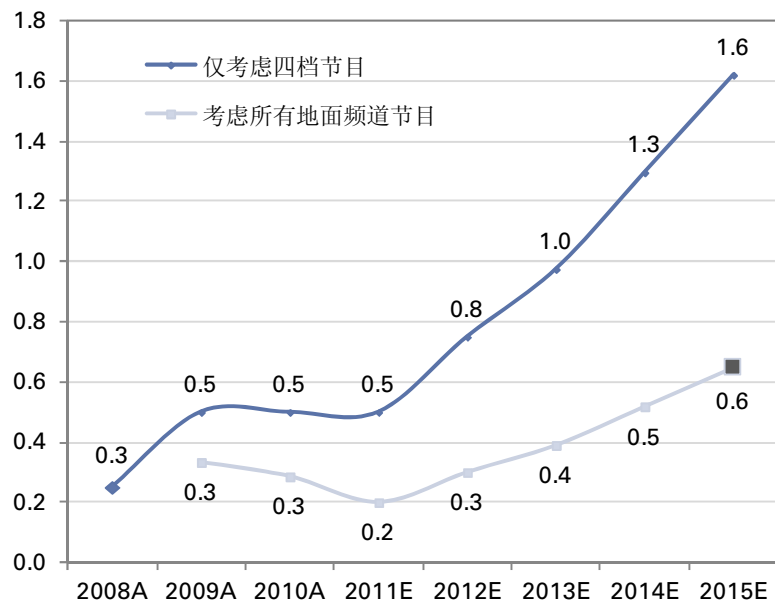
资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表17: 贴片广告销售时间/栏目制作量



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表18: 每档地面频道节目冠名广告客户数量



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

(2) 价。我们对公司植入式广告和贴片广告价格未来3年增速的假设是与全国广告15%的速度保持一致, 而为了保证冠名广告客户的稳定性, 这一类广告价格增速约10%, 低于全国水平。

图表19: 光线传媒栏目广告收入预测

单位: 百万元人民币, 2008-2015E

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
栏目广告收入	162.3	199.5	233.8	294.2	399.5	530.3	695.5	901.5
植入式广告	24.7	32.6	49.5	59.8	72.2	87.1	102.5	120.5
客户数量 (个)	20	17	38	40	42	44	46	48
平均单价 (万元/个)	123	191	130	150	172	198	222	248
贴片广告	97.4	126.9	139.3	185.0	245.7	326.3	422.1	546.1
广告时间销售量 (秒)	343007	344012	363905	420310	485458	560704	647614	747994
广告时间/栏目制作量 (秒/分钟)	4.1	3.2	3.2	3.4	3.5	3.7	3.9	4.1
平均单价 (元/秒)	284	369	383	440	506	582	652	730
冠名广告	40.2	40.0	45.0	49.5	81.7	116.8	170.9	234.9
客户数量 (个)	1	2	2	2	3	4	5	6
平均单价 (万元/个)	4022	2000	2250	2475	2723	2995	3294	3624

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

卫视节目: 产量将在 2012 年爆发, 品牌影响力提升

光线传媒从 2010 年开始介入卫视定制节目的制作, 收入主要是节目制作收入。2010 年主要有《大牌生日会》、《音乐梦想学院》两档, 2011 年增加了针对辽宁卫视和中央电视台的数档节目, 加上原有节目共计约 4 档。其中, 公司和辽宁卫视合作的《激情唱响》收视效果超预期, 因此明年将与辽宁卫视合作一台儿童歌唱节目《天才童声》, 此外, 四季度与央视合作的《梦想合唱团》也获得较好的收视, 有利于明年进一步展开与省级卫视的合作。因此, 我们预计 2012 年卫视节目总量将达 8 档左右。

我们认为, 之前国家广电总局的“限娱令”对光线影响较小: (1) 当前节目存量不多, 光线能够根据最新监管原则制定节目策略; (2) 生活服务等非娱乐类节目空间较大。总之, 我们认为, 光线强化其卫视业务将有利于提升光线传媒的节目影响力和品牌定位, 逐步从中低端市场向高端市场渗透, 反过来提升在地方台节目市场的势能, 并对广告业务形成有力支撑。

目前光线传媒与卫视合作的收入模式主要是制作费收入, 基于当前卫视的强势地位, 我们判断未来三年这一模式不会改变。预计 2011/12/13 年光线节目制作收入将达人民币 7043 万/1.55 亿元/1.82 亿元, 同比分别增长 130%、120%和 23%。

图表20: 光线传媒节目制作收入

单位: 百万元人民币, 2008-2015E

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
制作收入	30.6	70.4	154.9	191.7	234.3	270.7
卫视节目数量	2.0	4.0	8.0	9.0	10.0	11.0
每档卫视节目收入	15.3	17.6	19.4	21.3	23.4	24.6
同比增长		15%	10%	10%	10%	5%

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

综合以上, 我们预计, 2011-13 年光线传媒的节目制作与广告收入分别为人民币 3.75 亿、5.65 亿、7.34 亿, 同比分别增长 37%、51%和 30%, 毛利率稳定在 48-52%之间。

图表21: 光线传媒栏目制作与广告收入

单位: 百万元人民币, 2008-2015E

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	182.3	230.6	273.4	374.6	565.4	734.0	943.0	1186.7
增长率		27%	19%	37%	51%	30%	28%	26%
(1) 栏目广告收入	162.3	199.5	233.8	294.2	399.5	530.3	695.5	901.5
(2) 制作费收入	14.8	24.1	30.6	70.4	154.9	191.7	234.3	270.7
(3) 衍生收入	5.2	7.1	9.0	9.9	10.9	12.0	13.2	14.5
营业成本	122.2	123.9	132.8	194.8	282.7	352.3	433.8	545.9
毛利	60.1	106.7	140.6	179.8	282.7	381.7	509.2	640.8
毛利率	33%	46%	51%	48%	50%	52%	54%	54%

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

影视剧业务: 电影发行能力有所增强, 电视剧将依靠参投获得发行权

过去3年, 光线逐渐成长为国内主要的电影发行公司之一, 进入2011年, 独立发行能力显著增强, 而参与投资比例的提高也提升了毛利率。电视剧是光线的传统弱项, 为满足“频道联播网”对电视剧的需求, 公司对东阳狂欢者拍摄的16部电视剧投资人民币2亿元, 并获得这些电视剧在地面频道播出的优先购买权, 我们认为公司以后仍会通过类似手段获得地面频道的播出版权。

电影业务: 独立发行能力显著增强, 参与投资比例提高提升毛利率。自2006年以来, 光线传媒逐渐介入了电影发行业务, 至2011年10月份, 光线累计发行的电影数量已经达到25部, 累计票房近人民币10亿元。总结光线电影业务的趋势, 主要有两个:

(1) **发行能力显著增强。**2010年之前, 光线所参与的电影多为与中影等强势伙伴联合发行, 而进入2011年, 已上映的5部电影均为光线独家发行, 且平均票房上了一个台阶:

(2) **参与投资比例提高。**从2008年的无一部参与投资, 到2011年的大多数参与投资, 表明公司对电影投资回报的把握有所进步, 能够分享票房增长红利, 提升了影视剧业务的毛利率, 2011年前3季度, 影视剧业务毛利率达到创纪录的29.6%, 远高于2008-2010年5%-13%的水平。但是, 目前来说, 公司还是以投资发行为主, 执行制作能力尚需提高。

2011年电影业务高速增长, 主要得益于单部收入的提升。2011年公司投资发行的电影有7部, 主要大片包括《最强喜事》、《画壁》以及《鸿门宴》3部, 前两部票房在人民币3.5亿元左右, 我们预计11月底上映的《鸿门宴》票房也可达2亿元以上。预计全年光线传媒发行的电影票房为人民币6.8亿元, 包括分账收入、发行收入和衍生品在内的营业收入为人民币2.94亿元, 这个规模已经超过华谊兄弟人民币2.31亿元的电影业务营业收入(高华预测), 反映了光线传媒在电影上的实力在稳步上升。

2012年公司将有不少于8部的电影发行上映, 包括《天生一对》(春节档)、《四大名捕》(五一档)、《大海啸》(暑期档)、《铜雀台》(下半年)等, 预计2012年电影业务仍将有30%以上增长。

同时, 随着投资比例的提高, 电影业务的毛利率也将从2010年的10%提高到2011/12年的20%左右。

图22: 2008年以来光线传媒发行电影列表

票房、分帐收入等单位: 百万元人民币

电影名称	取得发行许可证时间	上映时间	光线投资比例	发行人1	发行人2	发行人3	票房	分账收入	发行费用	光线制片分成
蝴蝶飞	12/21/2007	Jan-08	n.a.	中影	光线		6.6	2.8	0.3	0.0
深海寻人	6/2/2008	Jun-08	n.a.	光线	博纳		22.0	9.4	1.1	0.0
夺标	7/24/2008	Nov-08	n.a.	中影数字	光线		4.5	1.9	0.2	0.0
证人	11/6/2008	Nov-08	n.a.	中影	中影数字	光线	15.0	6.5	0.8	0.0
大搜查	11/12/2008	Dec-08	n.a.	光线			17.6	7.6	0.9	0.0
2008年合计							65.7	26.1	3.3	0.0
家有喜事2009	1/4/2009	Jan-09	31.25%	中影	光线		35.4	15.2	1.8	4.2
亲密	2/23/2009	Mar-09	n.a.	中影	光线		3.0	1.3	0.1	0.0
东邪西毒(终极版)	3/20/2009	Mar-09	n.a.	中影	中影数字	光线	26.5	11.4	1.3	0.0
完美新娘	5/15/2009	Jun-09	n.a.	中影	光线		6.2	2.7	0.3	0.0
斗牛	8/19/2009	Sep-09	n.a.	中影	光线		11.1	4.8	0.6	0.0
气喘吁吁	8/11/2009	Aug-09	n.a.	光线			40.7	17.5	2.0	0.0
神兵小将	9/4/2009	Oct-09	16%	光线			4.0	1.7	0.2	0.2
阿童木	10/12/2009	Oct-09	n.a.	光线	橙天嘉禾		45.5	19.5	2.3	0.0
2009年合计							172.3	64.4	8.6	4.4
花田喜事2010	1/25/2010	Feb-10	44%	光线			58.0	24.9	2.9	9.7
变相黑侠	1/19/2009		n.a.	中影	光线		7.6	3.3	0.4	0.0
感情生活	12/28/2009	May-10	n.a.	光线			0.0	0.0	0.0	0.0
出水芙蓉	6/12/2010	Jul-10	n.a.	华夏	中影	光线	7.1	3.1	0.4	0.0
全城戒备	7/12/2010	Aug-10	33.30%	中影	光线		88.0	37.8	4.4	11.1
精武风云	8/26/2010	Sep-10	50%	光线			136.7	58.8	6.8	26.0
爱出色	10/15/2010	Nov-10	n.a.	天使之翼	华夏	光线	13.0	5.6	0.7	0.0
2010年合计							310.4	123.4	15.5	46.8
最强喜事		Jan-11	参与投资	光线			164.4	70.7	8.2	0.0
B+侦探		Apr-11	参与投资	光线			23.0	9.9	1.2	0.0
夺命心跳		Jul-11	无投资	光线			16.3	7.0	0.8	0.0
画壁		Sep-11	参与投资	光线			181.0	77.8	9.1	0.0
梦游3D		Oct-11	参与投资	光线			10.3	4.4	0.5	0.0
鸿门宴		Nov-11	无投资	光线			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
极速天使		Dec-11	参与投资	光线			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2011年合计							394.9	169.8	19.7	0.0
天生一对		Jan-12		光线			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
匹夫		Mar-12		光线			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
四大名捕		May-12		光线			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
大海啸		Jul-12		光线			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
铜雀台		Jul-12		光线			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
我的老婆				光线			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
谢谢你, 我爱你				光线			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2012年合计							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 艺恩网、高华证券研究

电视剧业务: 传统弱项。电视剧是光线传媒的传统弱项, 原有电视剧储备一般分为两类: (1) 偶然性质的投资机会, 以及 (2) 630 剧场投拍剧集。2008、2010 年新发行的电视剧部数仅为 2 部和 1 部, 2009 年则没有新发行的剧集。

2011 年 9 月份, 光线传媒公告, 宣布计划使用人民币 2 亿元投资东阳狂欢拍摄的 16 部电视剧, 并将获得这些电视剧地面频道的优先发行权力。我们认为, 这是公司在启动“频道联播网”之后在电视剧业务上的新思路, 能够满足“频道联播网”以后对于电视剧的需求。如果按每年 350 天电视剧播出天数、每部电视剧 30 集、每天播出 2 集计算, “频道联播网”每年需要 23 部电视剧。因此, 我们预期公司以后仍会通过类似手段获得大量电视剧的地面版权。

2011 年影视剧业务增幅较大。我们预计 2011 年影视剧业务收入增长 122%, 主要是由于 2011 年发行的《我和老妈一起嫁》质地较好, 预计发行价格将在人民币 150 万元/集;

2012 年电视剧业务收入将爆发增长, 主要原因是投资东阳狂欢拍摄的 16 部电视剧将陆续发行。保守估计 2012 年即使只发行其中的 6 部, 按照平均每部人民币 1500 万元左右的投资收益 (确认为营业收入) 测算, 电视剧营业收入可达人民币 9000 万元, 同比增长 88%。但由于采取锁定投资收益的模式, 电视剧的毛利率将下降到 11% 左右。

图表23: 光线传媒影视剧业务预测

单位: 百万元人民币, 2008-2015E

影视剧	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	59.3	90.6	154.4	342.0	459.6	688.2	874.1	1074.9
电视剧	28.1	15.0	8.9	48.0	90.0	180.0	259.2	337.0
取得收入部数	17	18	16	16	6	10	12	13
每部收入	1.66	0.83	0.56	3.00	15.00	18.00	21.60	25.92
电影	31.1	75.6	145.5	294.0	369.6	508.2	614.9	737.9
发行部数	5	8	7	7	8	10	11	12
每部收入	6.2	9.5	20.8	42	46	51	56	61
营业成本	56.2	82.5	134.3	259.2	375.8	566.8	722.6	890.2
毛利	3.1	8.1	20.1	82.8	83.8	121.4	151.5	184.6
电视剧	-5.2	-7.3	5.6	24.0	9.9	19.8	28.5	37.1
电影	8.3	15.4	14.5	58.8	73.9	101.6	123.0	147.6
毛利率	5%	9%	13%	24%	18%	18%	17%	17%
电视剧业务毛利率	-19%	-49%	63%	50%	11%	11%	11%	11%
电影业务毛利率	27%	20%	10%	20%	20%	20%	20%	20%

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

演艺业务: 以活动演艺为中心的整合营销

由于公司在娱乐圈积累的多年的人脉以及丰富的舞台组织经验, 光线的演艺业务目前已经打造为以活动演艺为中心的整合营销, 即公司利用演艺活动汇集的人气, 服务于广告客户, 并针对演艺活动本身的特点以及客户需求, 设计出一整套行之有效的营销方案。由于该业务背靠广告、营销客户, 公司能够以成本加成的方式定价, 因此毛利率也得以保持在较高的水平, 2010年更是高达54%。

总体上, 该业务规模效应不强, 增长较为稳定。我们预计2011年活动场次微增至18场, 收入可达人民币7585万元。

图表24: 光线传媒演艺活动盈利预测

单位: 百万元人民币, 2008-2013E

演艺活动	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	22.8	64.0	51.9	75.8	92.7	112.2	134.6	154.2
场次	15	28	16	18	20	22	24	25
每场收入	1.5	2.3	3.2	4.2	4.6	5.1	5.6	6.2
同比增长								
场次		87%	-43%	13%	11%	10%	9%	4%
每场收入		50%	42%	30%	10%	10%	10%	10%
营业成本	14.1	35.0	23.6	37.2	45.4	55.0	66.0	75.6
毛利	8.7	29.0	28.2	38.7	47.3	57.2	68.6	78.7
毛利率	38%	45%	54%	51%	51%	51%	51%	51%

资料来源: 公司公告、高华证券研究预测

盈利预测：预计 2011-13 年净利润复合增速可达 38%

我们预计，2011-13 年公司每股收益为人民币 1.56/2.26/2.96 元，复合增速可达 38%。

营业收入方面，栏目制作与广告，以及影视剧业务形成了营业收入增长的两翼。这两项业务 2011-13 年复合增速分别可达 40% 和 42%，栏目制作与广告增长受益于广告数量的持续增长，而影视剧业务则受益于公司在电影、电视剧方面的不断投入，相比之下，演艺活动的增长速度较为温和，2011-13 年复合增速为 22%；

毛利率方面，栏目制作与广告业务由于其高毛利的属性，仍将是公司毛利的主要贡献者，其毛利率有望从 2011 年 48% 的较低点提升至 2013 年的 52%，这与节目制作的规模化有关；影视剧业务毛利率高点则在 2011 年，约为 24.2%，由于电影参投比例较高，且所拍摄的电视剧《我和老妈一起嫁》发行情况较为乐观，我们预计 2012-13 年电视剧采用固定回报的投资方式，预计这两年影视剧毛利率为 18.2% 和 17.6%，低于 2011 年；

费用控制方面，2011 年第三季度，公司销售费用和管理费用较去年同期持平或微降，除公司实现规模化运营之外，也与公司主动对费用进行控制有关系。我们认为，公司的销售费用和管理费用比率将由 2010 年的 2.6%、6.6% 下降为 2%、6% 并大致稳定下来。

光线传媒盈利预测汇总请参见下表。

图表25: 光线传媒盈利预测汇总

单位：百万元人民币（每股盈利除外）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	264.3	385.2	479.6	792.4	1117.7	1534.3
栏目制作与广告	182.3	230.6	273.4	374.6	565.4	734.0
影视剧	59.3	90.6	154.4	342.0	459.6	688.2
演艺活动	22.8	64.0	51.9	75.8	92.7	112.2
收入增速		46%	25%	65%	41%	37%
栏目制作与广告		27%	19%	37%	51%	30%
影视剧		53%	70%	122%	34%	50%
演艺活动		181%	-19%	46%	22%	21%
毛利	71.8	143.9	188.9	301.3	413.8	560.3
栏目制作与广告	60.1	106.7	140.6	179.8	282.7	381.7
影视剧	3.1	8.1	20.1	82.8	83.8	121.4
演艺活动	8.7	29.0	28.2	38.7	47.3	57.2
毛利率	27.2%	37.3%	39.4%	38.0%	37.0%	36.5%
栏目制作与广告	32.9%	46.3%	51.4%	48.0%	50.0%	52.0%
影视剧	5.1%	9.0%	13.0%	24.2%	18.2%	17.6%
演艺活动	38.1%	45.4%	54.4%	51.0%	51.0%	51.0%
营业税金及附加	12.8	16.4	18.6	33.3	46.9	64.4
	占营业收入比例	4.8%	4.2%	3.9%	4.2%	4.2%
销售费用	10.0	11.0	12.4	15.8	22.4	30.7
	占营业收入比例	3.8%	2.9%	2.6%	2.0%	2.0%
管理费用	28.4	33.0	32.5	47.5	67.1	92.1
	占营业收入比例	10.7%	8.6%	6.8%	6.0%	6.0%
财务费用	0.6	1.8	4.0	-0.4	-22.6	-22.6
资产减值损失	4.3	17.8	2.3	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
加：营业外收入	1.7	5.1	16.4	2.0	0.0	0.0
减：营业外支出	-1.1	-0.7	-0.6	-1.0	0.0	0.0
利润总额	16.4	72.3	135.0	206.0	300.0	395.7
减：所得税	3.5	9.6	22.1	34.8	52.2	70.8
净利润	12.9	62.7	112.8	171.2	247.8	324.9
减：少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者的净利润	12.9	62.7	112.8	171.2	247.8	324.9
同比增长		387%	80%	52%	45%	31%
净利润率	5%	16%	24%	22%	22%	21%
每股收益			1.37	1.56	2.26	2.96

资料来源：高华证券研究预测

估值及投资建议：目标价人民币 74.6 元，给予“买入”评级

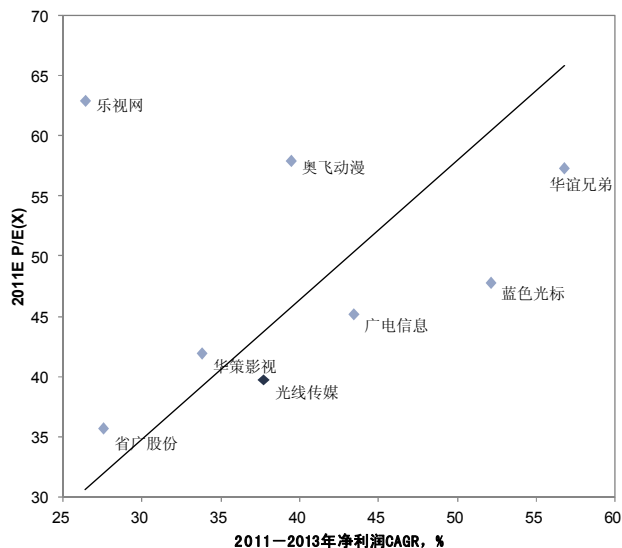
我们对光线传媒采用 PEG 方法估值，以使其估值更好的反映公司的增长前景。我们采用的覆盖范围可比公司的目标 PEG 为 1.15 倍。由于公司在联供网以及电视、电影等领域增长前景良好，全产业链运营雏形初具优势，我们对光线传媒应用 10% 左右的溢价，对应目标 PEG 1.27 倍，以及目标 2011 年市盈率 47.8 倍，由此得到公司 12 个月目标价人民币 74.6 元。

我们看好光线传媒的主要理由：(1) 光线传媒当前的核心业务是电视节目制作。随着文化产业向纵深发展，以及制播分离改革，独立电视节目提供商在中国极具发展前景。光线传媒作为国内领先的独立节目制作公司将受益于这一趋势；(2) 光线传媒拥有节目制作和发行平台两大核心优势，过去两年，公司致力于向产业链横向和纵向的布局，未来有望逐步从娱乐节目制作向其他电视节目、电影、电视剧制作延伸，发展成为大型综合性传媒娱乐公司；(3) 未来三年公司盈利将保持高速增长，预计 2011-13 年每股收益为人民币 1.56/2.26/2.96 元，年均增长 38%。盈利快速增长有望驱动股价表现；(4) 当前估值较低，我们对光线传媒采用相对于可比公司 10% 的 PEG 溢价，以便反映公司在联供网以及电视、电影等领域长期增长潜力，得到 12 个月目标价人民币 74.6 元，较当前股价的潜在上行空间为 21%。

股价表现的催化剂：(1) 电影、电视剧等业务发展超预期；(2) 在行业并购整合方面有所突破。

主要风险：(1) 频道联供网拓展不顺利，导致栏目广告收入低于预期；(2) 管理费用和营业费用等上升速度超过预期。

图表26: 可比公司 PEG 对比



注：广电信息净利润增速和预期市盈率采取经常性损益口径，对未覆盖的公司使用万得一致预测。

资料来源：万得、高华证券研究

图表27: 光线传媒目标价计算过程

	2011E	2012E	2013E
基本每股收益	1.56	2.26	2.96
2011-13年净利润复合增速	38%		
可比公司目标PEG	1.15		
相对可比公司溢价	10.0%		
目标PEG	1.27		
目标动态PE	47.8	33.0	25.2
12个月目标价格	74.6		

资料来源：高华证券研究

图表28: 可比公司估值表

代码	公司名称	高华 评级	当前价格 12/6/2011	12个月 目标价	上行/下行 空间	市值 (十亿人民币)	每股盈利 (元)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)	ROE 2010
							2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E		
300058.SZ	蓝色光标	买入*	29.60	44.15	49%	3.6	0.67	0.65	1.17	44	46	25	4.1	11.1%
300027.SZ	华谊兄弟	买入	16.75	21.25	27%	10.1	0.59	0.30	0.58	28	55	29	3.6	9.8%
600637.SS	广电信息	买入	15.31	21.30	39%	10.9	0.15	0.82	0.51	102	19	30	8.4	8.5%
300251.SZ	光线传媒	买入	61.55	74.60	21%	5.1	1.37	1.56	2.26	45	39	27	21.8	54.2%
300104.SZ	乐视网	中性	29.99	26.18	-13%	3.0	0.80	0.52	0.76	37	58	39	3.2	12.5%
002400.SZ	省广股份	中性	22.86	24.43	7%	1.9	0.94	0.68	0.88	24	34	26	1.9	11.5%
300133.SZ	华策影视	中性	32.60	36.72	13%	6.3	1.95	0.82	1.07	17	40	31	1.6	14.0%
002292.SZ	奥飞动漫	中性	22.70	21.58	-5%	5.8	0.63	0.37	0.49	36	61	46	4.4	10.4%

注: *表明该股位于我们的地区强力买入名单。

最新股价以本币表示。重要的信息披露请参阅 <http://www.gs.com/research/hedge.html>

资料来源: 万得、高华证券研究预测

Disclosure Appendix

分析师申明

我们，廖绪发, CFA、刘智景，在此申明，本报告所述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不将与、不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

廖绪发, CFA：中国传媒业、中国旅游业

中国传媒业：光线传媒、歌华有线、蓝色光标、省广股份、奥飞动漫、华谊兄弟、乐视网、广电网络、天威视讯、广电信息、武汉塑料、华策影视

中国旅游业：首旅股份、湘鄂情、中青旅、中国国旅、峨眉山 A、桂林旅游、黄山旅游、丽江旅游、锦江股份、宋城股份

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：光线传媒 (Rmb61.60)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR): 在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS):** 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS):** 我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC):** 我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA):** 此资料不存在或不适用。**无意义(NM):** 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构, 从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论, 或在本报告中讨论交易策略, 其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件, 该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级, 此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员, 不包括股票分析师和信贷分析师, 将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸, 担任上述证券或衍生工具的交易对手, 或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征去购买股票要约的行为为非法的地区, 本报告不构成该等出售要约或征去购买要约。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)寻求专家的意见, 包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现, 未来的回报也无法保证, 投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易, 因其包括重大的市场风险, 因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品, 例如, 期权差价结构产品, 其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 2011 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意, 本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或(ii)再次分发。