

中国电视网模式的先行者和领导者

光线传媒 (300251.SZ)

未评级

合理估值区间 **43.2-48.9** 元

分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208091646

孙津

☎: (8610) 6656 8846

✉: sunjin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130110014591

田洪港

☎: (8621) 2025 2607

✉: tianhonggang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0500109102110

投资要点:

- 公司是国内领先的民营节目制作商和发行商
 - 栏目制作和广告业务占公司主营业务收入和毛利的 57% 和 74%
 - 公司制作 10 档日播栏目和 1 档周播栏目, 共计 5.5 小时, 远高于其它民营节目制作公司的 1.5-2.5 小时/天
 - 公司建立以全国 307 个地面频道为核心的节目联播网, 每日首播 1200 频次
 - 电影发行业务已经发行 20 部影片, 累计票房 5.6 亿元, 位居行业第五名
- 行业分析: 电视节目供不应求, 电视网是主流模式
 - 2009 年, 中国电视节目播出总量为 1577.68 万小时, 电视节目制作总量为 265.36 万小时, 播出量是生产制作量的 5.94 倍, 平均重播率达到 83.18%
 - 中国电视广告收入规模由 2004 年的 414 亿元增加到 2010 年的 970 亿元, 年复合增长率 15.2%
 - 美国的电视市场基本上被 25 家大电视网所垄断。其中最大的有 6 家, 包括 NBC、CBS、ABS、FBC、UPN 和 WB, 每个电视网包括 10-60 家直属台和 200 个左右的附属台
- 公司是中国电视网模式的先行者和领导者
 - 电视网模式契合中国国情, 成长潜力巨大
 - 八大核心竞争优势
- 估值分析: 综合相对估值和绝对估值分析, 我们认为公司合理的 IPO 估值区间为 **43.2-48.9** 元。
- 风险分析: 1. 监管政策风险 2. 宏观经济波动风险

主要财务指标

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	264.30	385.22	479.60	601.73	743.01	988.52
YoY		45.75%	24.50%	25.46%	23.48%	33.04%
净利润	12.88	62.71	112.82	148.81	191.45	250.59
YoY		386.82%	79.90%	31.90%	28.65%	30.89%
EPS	0.118	0.572	1.029	1.358	1.747	2.286
销售毛利率	27.16%	37.35%	39.39%	41.32%	41.71%	42.26%
销售净利率	4.89%	16.28%	23.52%	24.73%	25.77%	25.35%
ROE	5.39%	33.95%	48.67%	8.59%	10.07%	11.82%

资料来源: 中国银河证券研究部

发行人概况与发行方案简析

1. 发行人简介与发行前后股本变化

● 中国领先的电视节目制作公司

光线传媒（前身北京光线）成立于 2000 年，是国内最大的民营节目制作及运营商之一，实际控制人为王长田先生。截止 2010 年底，公司总资产 40751 万元，股东权益 23183 万元，全年营业收入 47960 万元，净利润 11282 万元，发行后 EPS1.03 元。

1999 年至今，公司共开发了 16 台电视常规节目，包括“娱乐现场”、“音乐风云榜”等 14 台广为人知的日播节目以及 2 台周播节目。目前公司制作 10 档日播栏目和 1 档周播栏目，平均每日 5.5 小时，公司最主要的 4 台日播栏目每日首播频次合计达到 683 次。

● 股份公司设立情况

2009 年 8 月，光线传媒由北京光线传媒有限公司依法整体变更设立成为股份有限公司。截止 2009 年 9 月 1 日，公司注册资本已增至 82,200,000 元。

表 1: IPO 前后公司股东和股权变化

股东名称	发行前		发行后	
	股数（万股）	持股比例	股数（万股）	持股比例
一、发行前股东				
光线控股	5,924	72.06%	5,924	54.05%
49 名自然人	2,296	27.94%	2,296	20.95%
二、本次发行股份（社会公众股）				
合计	8,220	100.00%	10,960	100.00%

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

2. 发行人主营业务与行业地位

公司的主营业务是电视节目、影视剧的投资制作和发行业务。电视节目包括常规电视栏目和在电视台播出的演艺活动。演艺活动一般在电视台播出，属于特殊类型的电视节目。电视栏目、演艺活动和影视剧是公司的三大传媒内容产品。电视栏目和演艺活动是自主制作发行，通过节目版权销售或广告营销的方式实现收入；影视剧主要是投资和发行，少量参与制作，其中，又以电影的投资发行为主，收入主要包括电影票房分账收入、电视剧播映权收入、音像版权等非影院渠道收入和衍生产品（贴片广告等）收入。

截止 2009 年年底，全国共有 4,057 家广播电视节目制作机构，民营节目制作市场较为分散，制作量小于电视台。目前，公司的节目制作时间为 5.5 小时/天，远高于同行业其他民营节目制作公司的 1.5-2.5 小时/天。

3、募集资金计划

公司计划通过此次 IPO 发行 2,740 万股，拟投资项目资金需求约 37,782 万元，投资以下项目：

表 2：募投资金投资计划

序号	项目名称	项目建设周期	投资额（万元）
1	电视联供网电视节目制作	12 个月	6,282
2	电视联供网电视剧购买	24 个月	21,600
3	数字演播中心扩建项目	10 个月	6,500
4	节目采编数字化改造项目	6 个月	3,400
5	其他与主营业务相关的运营资金	--	--

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

目 录

一、公司估值分析.....	1
(一)、相对估值.....	1
(二)、绝对估值.....	2
二、主营业务分析.....	3
(一)、公司的主要业务.....	3
(二)、行业地位.....	6
(三)、主营业务财务分析.....	8
三、电视产业分析.....	9
(一)、中国电视产业分析.....	9
(二)、美国电视产业分析: 政府政策是关键, 电视网垄断市场.....	11
四、公司致力打造中国“第三极”电视网.....	14
(一)、公司是中国电视网模式的先行者和领导者.....	14
(二)、公司电视网模式契合中国国情, 成长潜力巨大.....	15
(三)、公司八大核心竞争优势.....	17
五、公司发展目标和募集项目.....	14
六、风险分析.....	21
附表 1: 公司财务报表预测.....	22
附表 2: 财务分析和估值指标汇总.....	23
附表 3: 绝对估值核心指标.....	24
插图目录.....	25
表格目录.....	25

一、公司估值分析

(一)、相对估值

我们预计公司 2011 - 2013 年 EPS 分别为 1.36 元、1.75 元和 2.29 元, 同比分别增长 31.9%、28.7% 和 30.9%。

公司在电视节目制作和发行领域规模优势明显, 电视联播网模式领先, 基于公司的竞争优势和行业地位, 公司应该获得介于华策影视和华谊兄弟之间的估值水平。

考虑到给予二级市场股价 10% 的溢价空间, 我们认为公司合理的 IPO 估值区间为 **32-36** 倍动态 PE, 即 **43.5 - 48.9** 元。

表 3: 国内上市公司相对估值

公司	股价		EPS		PE			PB	市值 (亿)
	2011-7-14	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
华谊兄弟	15.56	0.25	0.36	0.58	63.07	40.74	27.65	5.99	94.11
华策影视	42.58	0.85	1.22	1.77	50.01	33.81	24.06	4.05	48.10
平均值					56.54	37.28	25.86		

资料来源: Wind 资讯, 中国银河证券研究部

表 4: 国际上市公司相对估值

公司	货币	当前财政 年度日期	股价		EPS		PE			PB	市值 (亿)
			2011-7-14	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
迪士尼	USD	09/11 Y	39.58	2.092	2.606	2.964	18.92	15.19	13.35	1.91	749.65
梦工厂	USD	12/11 Y	20.79	2.021	1.563	1.797	10.29	13.30	11.57	1.39	17.56
Lion Gate	USD	03/12 Y	6.87	-0.392	-0.543	0.133	--	--	51.80	7.37	9.40
博纳影业	USD	12/11 Y	4.06	-0.213	0.641	0.801	--	6.34	5.07	0.74	1.19
东宝	JPY	02/12 Y	1371.00	61.104	56.874	52.533	22.44	24.11	26.10	1.09	2,557.60
Shochiku Co Ltd	JPY	02/12 Y	671.00	5.163	--	--	129.97	--	--	1.37	922.06
东映	JPY	03/12 Y	369.00	40.919	44.451	31.610	9.02	8.30	11.67	0.44	466.95
Toei Animation Co Ltd	JPY	03/12 Y	1732.00	196.025	169.186	124.550	8.84	10.24	13.91	0.79	240.58
意马国际	HKD	03/12 Y	0.32	-0.109	--	--	--	--	--	10.87	18.32
文化中国传播	HKD	12/11 Y	0.36	0.007	--	--	51.06	--	--	0.91	6.98
橙天嘉禾娱乐	HKD	03/12 Y	0.33	0.028	--	--	11.85	--	--	0.61	8.39
CBS	USD	12/11 Y	27.36	1.065	1.743	2.049	25.70	15.69	13.35	1.90	186.10
VIACOM	USD	09/11 Y	56.62	2.652	3.463	3.842	21.35	16.35	14.74	3.89	343.91
时代华纳	USD	12/11 Y	35.76	2.346	2.731	2.971	15.24	13.10	12.04	1.19	393.00
新闻集团	USD	06/11 Y	15.44	0.969	1.102	1.331	15.93	14.01	11.59	1.56	404.52
Gray Television Inc	USD	12/11 Y	2.47	0.150	--	--	16.45	--	--	0.85	1.41
日本电视放送网	JPY	03/12 Y	11810.00	859.804	897.712	749.666	13.74	13.16	15.75	0.68	2,891.09
富士媒体控股	JPY	03/12 Y	118500.00	4342.850	5142.998	4348.784	27.29	23.04	27.25	0.59	2,729.17

TV Asahi Corp	JPY	03/12 Y	122300.00	6985.060	5881.142	3734.174	17.51	20.80	32.75	0.51	1,227.89
台湾电视	TWD	12/11 Y	13.60	0.896	--	--	15.19	--	--	1.56	38.16
中国电视公司	TWD	12/11 Y	25.60	0.985	--	--	26.00	--	--	2.11	33.91
凤凰卫视	HKD	12/11 Y	3.09	0.085	0.137	0.185	36.53	22.55	16.72	6.27	154.10
平均							25.2	15.0	17.3	6.27	

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

(二)、绝对估值

根据中国银河证券研究部的绝对估值模型,以 **WACC=7.12%**, **g=0%**计算,公司绝对估值每股价值为 **43.2** 元(附表3)。

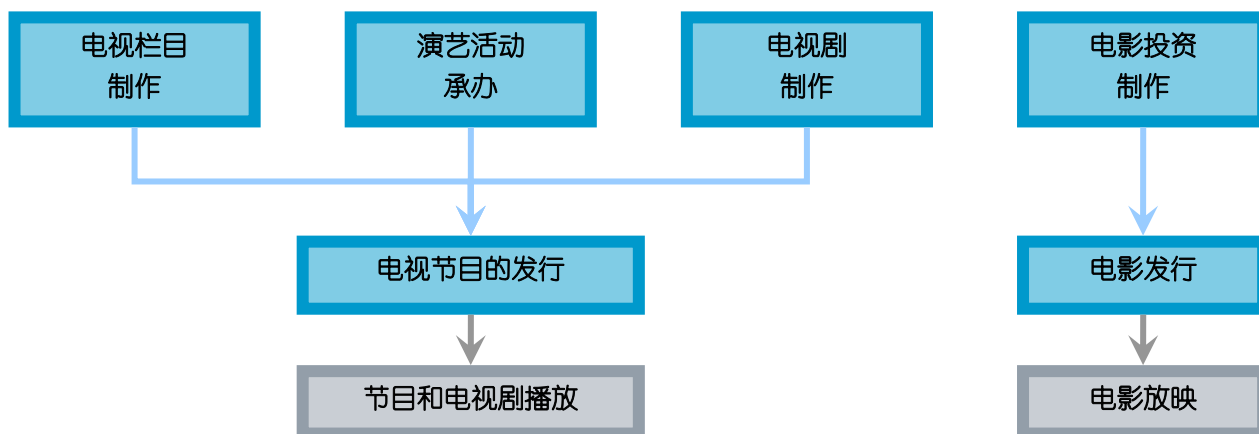
综合相对估值与绝对估值方法,我们认为公司 IPO 合理的估值区间为 **43.2 - 48.9** 元。

二、主营业务分析

(一)、公司的主要业务

公司是国内最大的民营节目制作及运营商之一，主营业务可分为电视栏目、演艺活动、影视剧三大项。电视栏目、演艺活动主要是自主制作发行；影视剧主要是投资和发行，少量参与制作。

图 1: 公司业务范围 (蓝色框为公司现有主营业务)



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

1、电视栏目:

1999 年至今, 公司共开发了 16 台电视常规节目, 包括“娱乐现场”、“音乐风云榜”等 14 台广为人知的日播节目以及 2 台周播节目。目前仍在继续进行的节目有 11 台。

公司的电视栏目主要通过电视频道播出, 形成了独特的电视节目联供网。截至 2010 年末, 节目在全国 307 个电视频道首播 1200 余频次。其中, 主要的四档节目《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《最佳现场》、《影视风云榜》覆盖全国 27 个省级频道、26 个省会频道、214 个市级频道、40 个县级频道, 每日首播 683 频次。

表 5: 公司电视栏目列表 (灰色部分为已停播节目)

序号	类型	电视节目名称	每期长度 (分钟)	节目类型	制作起止时间	播出频次
1		娱乐现场	30	资讯	1999-今	203
2		音乐风云榜	30	资讯	2000-今	153
3		最佳现场	30	访谈	2002-今	149
4	日播	影视风云榜	30	资讯	2004-今	178
5		健康宝典	30	健康	2009-今	97
6		我爱看电影	60	电影专题	2009-今	99
7		全球娱乐通	15	资讯类	2010.10-今	59
8		笑傲江湖	30	综艺	2009-2010.12	96

9	我爱看电视	30	资讯	2009-2010.12	92
10	天方夜谈	30	故事	2009-2010.4	60
11	大学生音乐联盟	30	资讯	2010-2010.9	83
12	生活魔法师	30	生活类	2011.01-今	103
13	麻辣看天下	30	生活类	2011.01-今	105
14	养生一点通	30	生活类	2011.01-今	98
小计		315			1244
15	大牌生日会	70	综艺	2010.2-今	1(卫视)
16	音乐梦想学院	60	综艺专题	2010.4-2010.12	1(卫视)+90
小计		130			92

资料来源：公司招股说明书

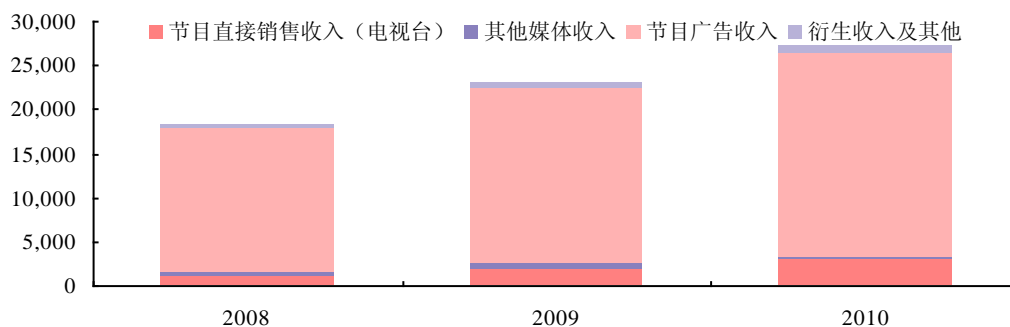
*播出次数：节目在电视台的一个频道播出一次为一频次，仅指每日首播频道数量，不包括重播。

公司制作的电视栏目有两种盈利方式：1)、直接出售电视栏目的播出权；2)、用电视栏目换取广告时间，再通过贴片广告、植入广告等广告营销方式实现收入。

目前，电视节目仍主要以第二种方式盈利，直接出售播出权所得收入占比在2010年仅为10.73%。同期节目广告收入占比高达85.51%。

图2：电视节目广告收入来源

单位：万元



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

用电视节目交换广告时间的第二种方式又有三种发行渠道：1)、时段联播网；2)、频道联播网；3)、新媒体联播网。公司与北京电视台、中国教育电视台、上海教育电视台等在内的307个地面频道和深圳卫视、四川卫视、重庆卫视、安徽卫视等卫视频道建立了节目播出合作关系。公司的电视节目每天在全国307个电视频道首播1200余频次。

1)、时段联播网：

在“时段联播网”的发行网络中，公司的单个电视节目与各个电视台逐一签订节目销售协议，用栏目换取栏目中的时段广告时间并通过贴片广告、植入广告进行广告时间的运营，一般一个30分钟的节目有6分钟广告，而公司拥有其中2分钟广告的运营权。该发行网络主要播出公司的四档日播栏目《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《最佳现场》和《影视风云榜》等，覆盖全国165个频道，包括26个省级频道、19个省会频道、96个市级频道、24个县级频道。

2)、频道联播网:

在“频道联播网”中,公司与地面电视台的一个频道签订五年以上的合作协议,每日向合作频道打包提供6小时的首播内容,一般在每天17:30-23:30的时段播出,节目由公司统一包装,总广告时间中的30%-40%,即大约32-43分钟,由公司进行独立运营。目前,该发行网络播出的节目大约已与142家城市电视台签订合作协议,其中包括省级地面电视台8个,地市级台118个,县级台16个。

3)、新媒体联播网:

公司与鼎视传媒联合打造付费数字频道“新娱乐频道”,此外,公司积极把节目推向互联网、手机电视等新媒体,拓展地铁、机场、铁路、医院、高校等特定行业客户,形成了覆盖面广泛的新媒体联播网。

2、演艺活动:

公司从事的演艺活动主要包括颁奖典礼、首映礼、音乐演出类和选秀类活动,一般与公司的电视栏目品牌相结合,由与公司合作的电视台播出,能够为客户提供多渠道、多类型的宣传,是公司娱乐整合营销的特色之一。

表 6: 公司演艺活动列表

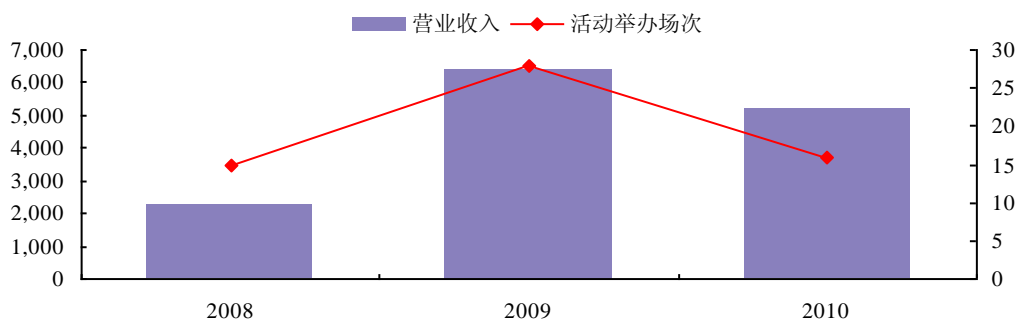
类型	主要活动名称
颁奖礼	音乐风云榜颁奖盛典、音乐风云榜新人盛典、电视剧风云盛典、时尚风云榜颁奖盛典、模特大典、娱乐大典、国剧盛典等
首映礼	《伤城》首映式、《东邪西毒》首映式、《我的青春谁作主》首映礼、《铁齿铜牙纪晓岚》首播会、《超人马大姐》首播会等
晚会演出类	2009 超级巨星巡回演唱会、亚运天使选拔赛启动晚会、亚运歌曲选拔赛明星加油会、烟台动漫节开幕式晚会、徐州经贸洽谈会开幕式演唱会、锦州海洋音乐节晚会等
选秀类	冰力先锋乐队选拔赛、音乐学院学员选拔赛、中国休闲装设计师大赛、全能娱乐主持人大赛等

资料来源: 公司招股说明书

公司举办演艺活动主要依靠活动制作费收入、冠名权、独家赞助等商家赞助获得收入。

图 3: 公司演艺活动举办场次及收入

单位: 万元



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

虽然公司每年组织的演艺活动大约有十几、二十几部，但大部分收入来自于前五大活动收入。2008-2010年，公司前五大演艺活动收入占业务演艺活动业务总收入比例分别为98.79%、77.1%、76.65%。

3、影视剧：

电影方面，公司主要以发行业务为主，同时也参与一些影片的部分投资和制作。2008-2010年期间，公司总共发行了20部影片，累计票房5.6亿元，跻身民营电影公司前三甲。电影业务收入的主要来源为影片票房分账收入、音像版权等非院线渠道收入、电影贴片广告等衍生收入以及代理发行费收入。

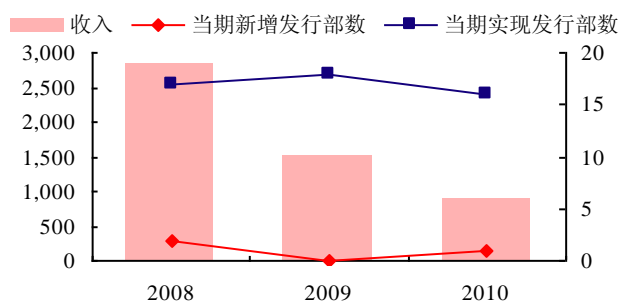
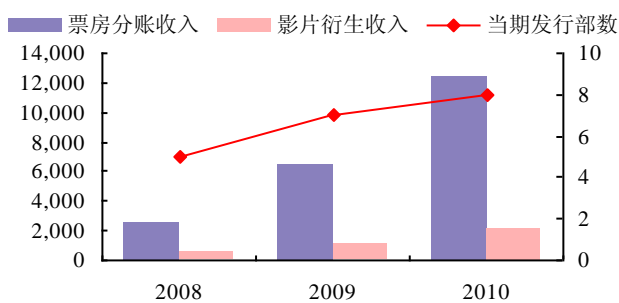
电视剧方面，公司至今已投资、制作、发行了20部常规电视剧和240集情景喜剧，包括《马大姐新传》、《超人马大姐》、《祸福相依》和《都是爱情惹的祸》等。电视剧业务收入来自电视剧版权的销售，主要包括电视剧播放权收入、音像制品版权收入及衍生产品收入。

图4：电影业务情况

单位：万元

图5：电视剧业务情况

单位：万元



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

（二）、行业地位

截至2009年年底，全国共有4,057家广播电视节目制作机构，可分为电视台（内部或旗下的）节目制作机构、民营节目制作机构两种。目前主要的电视台播出的电视栏目主要还是由内部提供。民营节目制作数量占比很小，市场非常分散。

在民营电视节目制作市场，公司是全国最大之一。目前，公司的节目制作时间为5.5小时/天，远高于同行业其他民营节目制作公司的1.5-2.5小时/天。由于节目质量和收视率、广告价值是互为依存、互相促进的正反馈关系，节目制作存在规模优势的特点，节目制作机构和电视台都将出现强者愈强的“马太效应”，资金、人才、技术等优势资源将向强势媒体和制作机构集中。

表 7: 国内知名民营节目制作机构

同行业	主要节目类型	节目制作时间	经营模式	节目主要播出区域
北京光线传媒股份有限公司	娱乐资讯类、生活类、故事类等	5.5 小时/天	节目直接销售和以节目换取广告经营时段的方式	全国
东方风行(北京)传媒文化有限公司	娱乐时尚类	2 小时/天	节目的销售收入、广告收入、化妆品等时尚产品线下销售	旅游卫视等电视台
北京银汉文化传播有限公司	生活服务信息类	2.5 小时/天	委托制作为主	北京电视台
北京欢乐文化艺术有限公司	综艺类	--	委托制作为主(以周播节目为主)	北京电视台
派格太合环球文化传媒投资有限公司	综艺类活动	1.5 小时/周	委托制作为主(以周播节目为主)	东方卫视

资料来源: 公司招股说明书

电影发行领域, 根据 2008 年至 2010 年国产电影票房排名前 25 名影片的票房收入统计, 票房前二十五名的国产影片中, 公司发行的影片部量和票房收入位居行业第五名, 在民营电影公司中名列第三名。

表 8: 国内主要电影企业排名及市场份额

电影票房排名	名称	2008-2010 年票房前 25 名的电影票房 (亿元)	2008-2010 年票房前 25 名的电影部数	2008-2010 年占国产影片的票房市场份额
1	中影集团	29.5	17	24.96%
2	华谊兄弟	20	8	17.34%
3	上影集团	10.9	7	9.20%
4	博纳影业	9	9	7.65%
5	光线影业	4.7	9	4.03%
6	新画面	3.8	2	3.20%
7	小马奔腾	2	2	1.67%
8	华夏	1.9	3	1.65%

资料来源: 公司招股说明书

表 9: 公司近 3 年发行影片数量、票房及票房占比

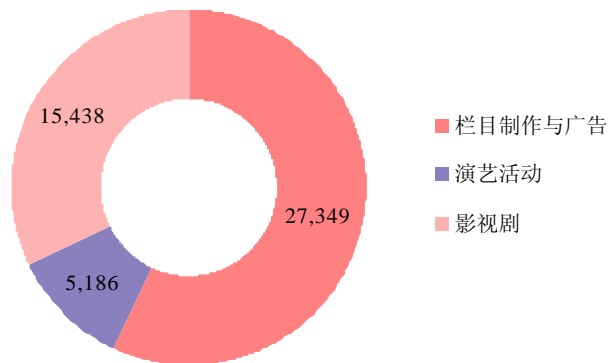
	2008	2009	2010
发行电影部数	5	8	7
票房总额 (亿元)	0.51	2.00	3.14
票房占国产电影比例	1.99%	5.69%	5.48%

资料来源: 公司招股说明书

(三)、主营业务财务分析

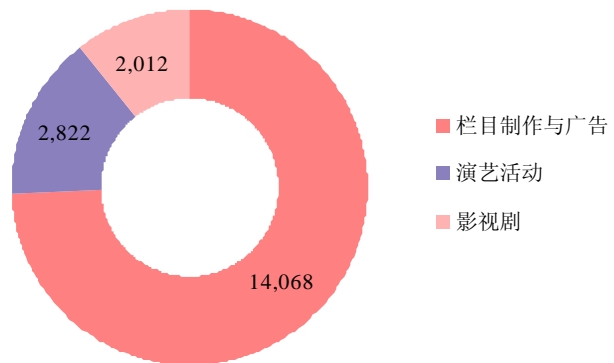
公司三大主营业务中，栏目制作与广告分别占到主营业务收入和主营业务利润的 57%和 74%，是主要的业绩来源。

图 6: 主营业务 2010 年收入 (单位: 万元)



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

图 7: 主营业务 2010 年毛利 (单位: 万元)

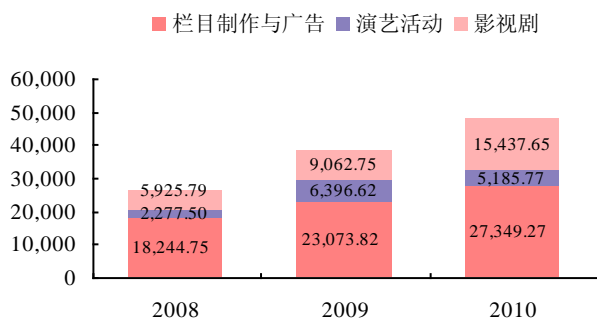


资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

2009 - 2010 年营业收入增速约 46%、25%，而综合毛利率由 2008 年的 32.9% 提升到 2010 年的 51.4%，公司节目覆盖频道扩大带来的规模效应是公司业绩增长的主要原因。

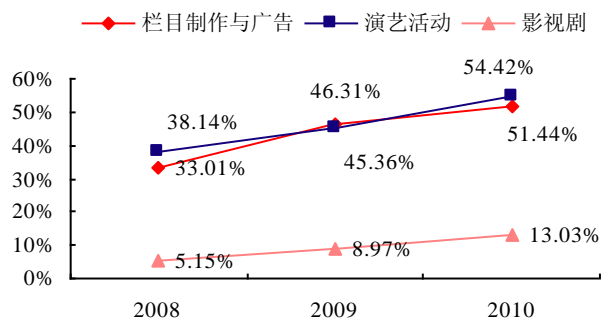
规模效应带动业绩增长

图 8: 主营业务 2010 年收入 (单位: 万元)



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

图 9: 主营业务 2010 年毛利率 (单位: 万元)



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

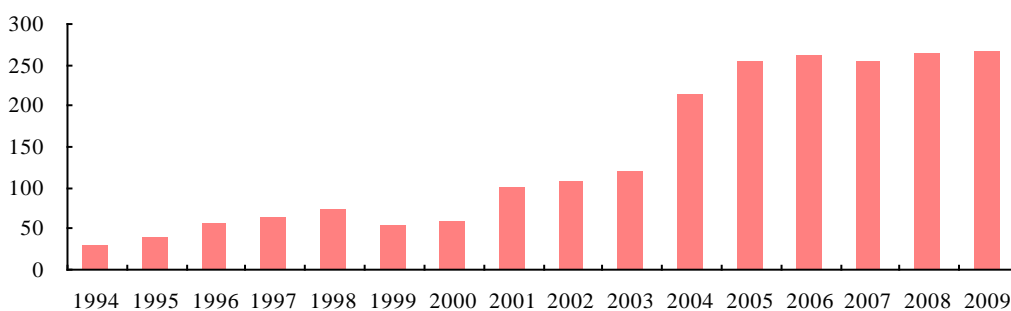
三、电视产业分析

(一)、中国电视产业分析：优质节目稀缺，行业门槛高

1、电视节目供不应求，电视广告稳健增长

自 2004 年国家广电总局明确提出广播电视节目制播分离改革以来，短短一年间，全国电视节目的制作规模迅速从 2003 年的 119 万小时提升至 2004 年的 212 小时，增长率高达 78.59%。

图 10：全国电视节目制作情况 单位：万小时

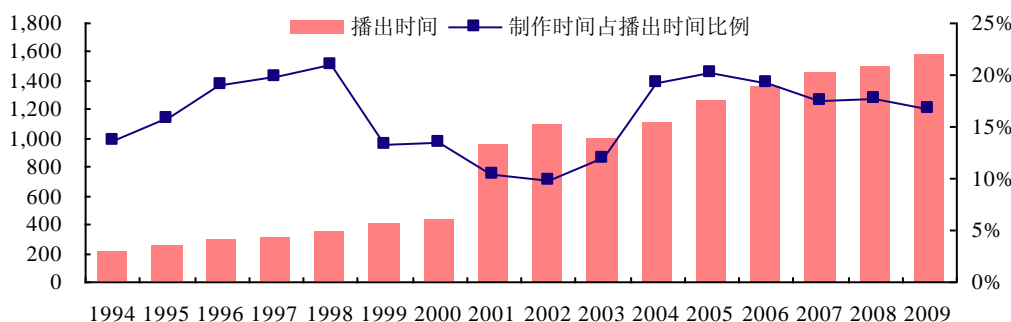


资料来源：广电总局，中国银河证券研究部

尽管我国电视节目内容生产能力不断增长，但仍不能满足电视台的需求，电视节目的供需缺口大，重播率高。

2009 年，电视节目播出总量为 1577.68 万小时，电视节目制作总量为 265.36 万小时，播出量是生产制作量的 5.94 倍，平均重播率达到 83.18%。电视节目内容资源严重缺乏。

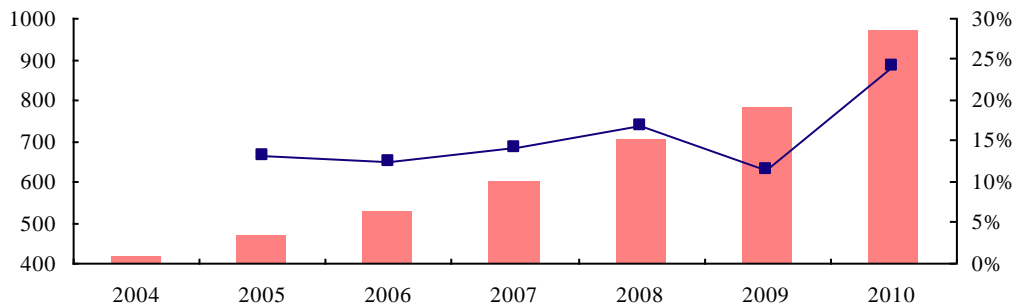
图 11：全国电视节目播出时间以及制作时间占播出时间比例 单位：万小时



资料来源：广电总局，中国银河证券研究部

宏观经济增长推动对电视广告需求量的增长，中国电视广告收入规模由 2004 年的 414 亿元增加到 2010 年的 970 亿元，年复合增长率 15.2%。

图 12: 全国广播电视收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 广电局, 中国银河证券研究部

2、收视格局两极分化严重，行业门槛高

2009年，全国电视综合人口覆盖率达97.23%，电视依然是中国覆盖最广泛、最重要的信息传播媒体。基本形成了中央电视台、省级卫视、省级地面频道、市（县）级城市频道（简称“城市频道”）的四级电视覆盖网。电视收视格局两极分化严重，中央电视台收视率稳定在三成以上，省级卫视收视份额快速上升，地面频道（包括省级地面频道和城市频道）受到省级卫视的强烈冲击、收视份额有所下降，2009年以来稳中有升。总体来看，基本形成中央电视台、省级卫视、地面频道三足鼎立的格局。

1)、中央电视台收视份额稳定在三成以上

中央台收视份额基本维持在35%左右，主要原因是中央电视台拥有强大的节目制作能力、良好的创新能力和最广泛的节目覆盖面。2009年，中央台收视份额为30.4%，较2008年降低5.3个百分点。

2)、省级卫视收视份额稳步上升

省级卫视的收视份额由2005年的17%稳步上升至2009年的25.8%。在各级媒体竞争中，只有省级卫视的收视份额始终保持增长的势头。

3)、地面频道收视份额不断萎缩，2009年以来基本保持稳定

地面频道中的省级地面频道和城市频道在经历了几年的收视下降后，在2009年基本止跌，且有小幅回升，收视份额分别增加1.6和0.3个百分点，分别为23.5%和12.7%。

进入电视节目行业的主要门槛:

1)、技术和专业人才壁垒较高

电视节目只有不断创新才能吸引观众的眼球，实现其广告价值。节目创新对制作机构策划人员的专业素养要求较高，需要其具备敏锐的市场感知能力和创新意识，作出符合社会主流价值观的节目。

2)、节目的策划、制作、发行一体化程度要求较高

电视节目策划、制作具有规模经济效益的特点，策划、制作团队通过对同类型节目的策划和制作，达到节目制作边际成本递减的效果。这就要求节目制作机构具备完整的策划、制作团队，实现节目的规模化生产。

由于电视节目的发行不同于一般工业产品的销售，其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。

3)、电视广告的营销推介壁垒

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广告营销策划能力。大型广告主已经不能满足于贴片广告等简单的宣传方式，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。这就对节目的广告营销能力提出了较高要求。

(二)、美国电视产业分析：政府政策是关键，电视网垄断市场

1、美国电视产业发展分为 3 个阶段

表 10: 美国电视产业发展历程

三大阶段	特点	产业催化剂
1960 - 1970 美国电视联播网时代	制播合一，“联播网+加盟台”，电视联播网在产业链中处于强势地位	
1970 - 1989 独立制作公司时代	<ol style="list-style-type: none"> 1、制播分离，电视市场变成“买方市场” 2、尽管联播网仍然处于握有节目生杀大权的独特地位，但制作公司和辛迪加也快速发展起来 3、每个联播网每年从独立制作公司购买节目数量从 60 年代后期 800 个左右增加到 80 年代初的 2000 个 	<ol style="list-style-type: none"> 1、从 70 年代初开始，FCC 制订了一系列条例（《辛迪加财务法》、《黄金时间机会条例》等），打破垄断 2、禁止联播网制作和拥有自己黄金时间的节目，购买的节目除了播映权以外不得再获得任何利益，不得参与辛迪加出售节目等 3、制作公司获得节目的所有权和辛迪加版权 4、地方附属台每晚必须播出不少于 3 小时的联播网之外的娱乐节目 5、一个广播公司在全国最多只能拥有 12 家电视台；不能同时拥有无线、有线，电视台和电台；在同一个城市里不能拥有两家电视台

90年代以后	大媒介联合企业的全球化时代	1、制播合一，独立制作公司被大媒介集团收编	1996年《电讯法》
		2、媒体公司向综合性全球化方向发展	1、放宽广播电视、有线电视和电信的交叉媒体所有权限制
		3、有线网络和卫星电视作为传输渠道开始崛起	2、有线电视无须申请特许就可以运营电话业务
			3、鼓励电信和互联网业进入传统媒介市场

资料来源：中国银河证券研究部

2、美国电视产业链条：6大电视网形成垄断格局

目前，美国的电视市场基本上被25家大电视网所垄断。其中最大的有6家，包括NBC、CBS、ABS、FBC、UPN和WB，每个电视网包括10-60家直属台和200个左右的附属台。

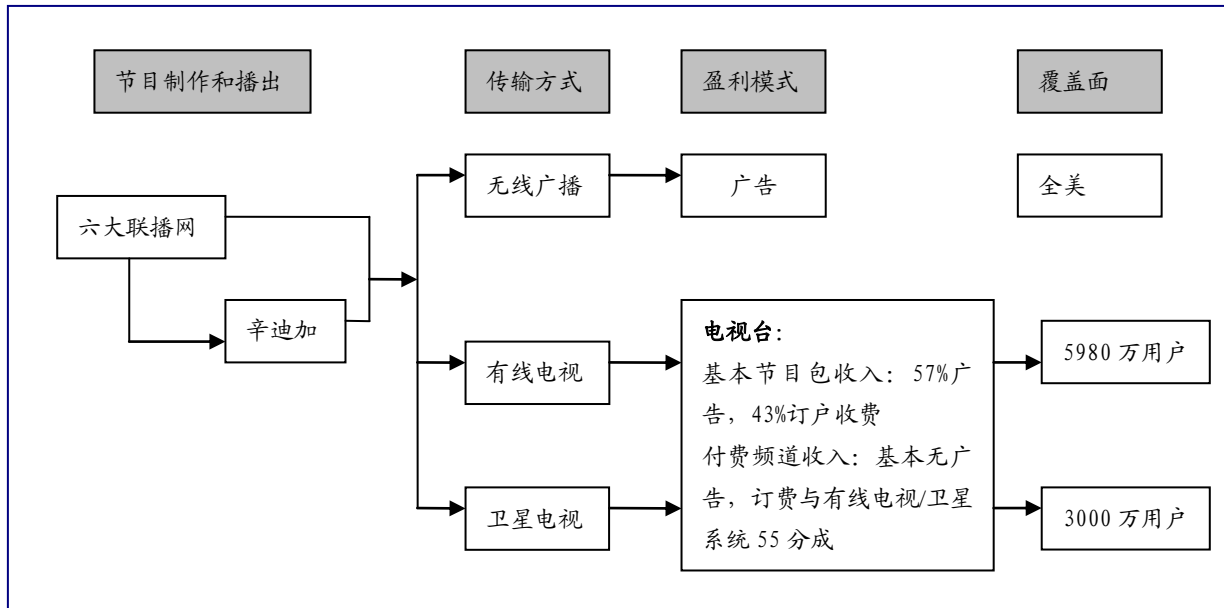
附属台以很低的价格把时间卖给电视网，作为交换，电视网向成员台给予资金补偿、免费传送提供节目以及吸引成员台客户的广告环境等。

表 11: 美国主要电视网

电视联播网	建立时间	家庭渗透率 (%)	观看家庭规模 (万户)	联播网类型	附属台
全美广播公司 (NBC)	1946	97.17	103,624,370	商业台	207
哥伦比亚广播公司 (CBS)	1946	96.98	103,421,270	商业台	204
美国广播公司 (ABC)	1948	96.75	103,179,600	商业台	201
福克斯广播公司 (FBC)	1986	96.18	102,565,710	商业台	179
公共广播服务(PBS)	1969	--	--	教育公共台	349
派拉蒙广播公司 (UPN)	1995	85.98	91,689,290	商业台	180
时代华纳公司 (WB)	1995	84.66	90,282,480	商业台	177
Pax Network (PAX)	1998	74.25	79,185,730	商业台	94
Trinity Broadcasting Network (TBN)	1973	32.9	35,084,970	宗教台	61

资料来源：中国银河证券研究部

图 13: 美国电视产业链



注: 美国电视节目辛迪加开始是由多个节目制作公司为避免恶性竞争而建立的节目销售和发行联盟, 是一种合作性的制片商联盟组织, 而不是某一个节目制作公司的具体发行网络和发行行为随着美国电视节目市场扩张, 辛迪加在美国电视节目交易体系中成为联结整个分销体系的纽带, 介于节目制作公司和电视播出机构之间一个新的分销系统; 通过辛迪加交易的主要是播映权而不是版权, 版权仍由各节目制作公司所有; 辛迪加在美国电视节目交易的产业链中集分销人、集成商和谈判平台为一体。

四、公司致力打造中国“第三极”电视网

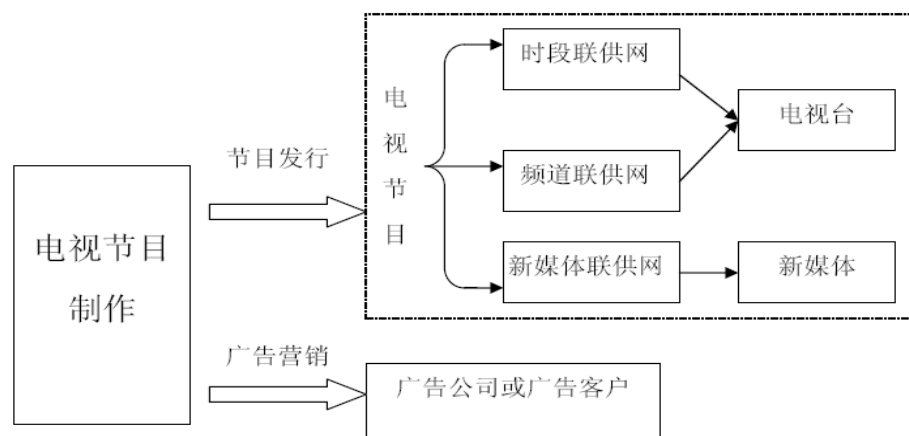
(一)、公司是中国电视网模式的先行者和领导者

公司目前已经形成覆盖全国 307 个电视频道的电视网,有潜力成为与央视和省级卫星频道竞争的“第三极”。

公司主要的四档日播栏目播出频次由 2008 年的 441 频次快速增加到 2010 年底的 683 频次,年均复合增长率达 29%。全部节目的播出频次达到 1200 余频次。

与传统的节目制作公司不同,公司以电视节目为纽带,率先在国内建立了 307 个地面频道(包括地市级城市电视台和部分省级地面电视台)为核心的节目联播网,使其成为电视节目和广告运营的主要渠道。公司较早在国内建立了节目联播网,实现了节目制作与运营相结合,从单纯的节目制作公司转型为以节目制作作为纽带、以覆盖全国 307 个电视频道每日首播 1200 余频次的节目联播网为节目运营平台的传媒内容运营商。该节目联播网包括时段联播网、频道联播网、付费数字电视和新媒体联播网。

图 14: 公司电视网盈利模式



资料来源: 中国银河证券研究部

时段联播网和频道联播网是公司节目发行和收入实现的主要渠道

时段联播网是指公司的单个电视节目分别与单个电视台签订节目销售协议,用栏目换取栏目中的广告时间并通过贴片广告、植入广告进行广告时间的运营。

节目在各电视台的播出时间一般由公司和电视台协商确定,单个节目在各频道的播出时间一般不同,具有节目分散播出的特点。由于双方的合作主要是针对固定时段的电视栏目,主要包括北京、上海等省级地面频道、地市级城市频道以及部分卫视频道,因此,该网络称为“时段联播网”。

主要包括四档传统栏目《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《最佳现场》和《影视风云榜》。覆盖全国 165 个频道,包括 26 个省级频道、19 个省会频道、96 个市级频道、24 个县级频道。

从 2008 年下半年开始，以节目内容为纽带，联合众多城市地面电视台，和城市电视台的一个频道合作，通过提供并连续包装 6 个小时的节目内容，换取一定比例的广告时间，创造性的打造了频道联播网，成为公司时段联播网的有益补充，该网络进一步提升了公司节目渠道的覆盖面，也提供了为广告客户进行系列化、整频道整合营销的可能。

频道联播网中，公司可以进行整个频道的内容规划，打造频道统一形象，迅速有效的进行节目调整，与电视台进行更大范围内的资源共享，改变地方电视台经费和制作力量不足、节目内容竞争力较差的状况，并使公司在享受节目广告收益的同时，获得时段广告收益，由此带来更大的发展空间。这一模式得到了全国各城市电视台的积极响应，目前公司已经跟 142 个电视台签定了为期五年的合作协议。

上述节目联播网使得公司实现了节目制作与运营相结合，从单纯的节目制作公司转型为以节目制作作为纽带、以覆盖全国 307 个电视频道每日首播 1200 余频次的节目联播网为节目运营平台的传媒内容运营商，为实现传媒内容资源的整合运营打下基础。

（二）、公司电视网模式契合中国国情，成长潜力巨大

1、公司节目联播网模式的优势

1)、实现了节目制作与节目运营相结合，从单纯的节目制作公司转型为以节目制作作为纽带、以覆盖全国 307 个电视频道每日首播 1200 余频次的节目联播网为节目运营平台的传媒内容运营商。

2)、用节目将分散的地面频道联合起来，实现节目的网络化和规模化运营，挖掘地面频道的广告价值。

3)、开创了制作机构与播出机构合作的新模式，满足了地面电视台对节目的需求。

4)、该节目联播网使得公司能够在栏目制作量相对稳定的情况下，随着发行频道数量的增加，公司节目运营的边际利润率和毛利率上升，节目运营具备规模经济效益。

5)、节目针对单个电视台销售的时段联播网和 6 小时节目打包提供给地面频道的频道联播网相结合，构成公司节目联播网的两种互相补充的发行网络。

6)、节目联播网除了具有提升节目广告价值的优势之外，更是一个各种娱乐内容资源的整合运营平台。

2、中国分散的地面电视台将逐步走向联合，实现地面频道的网络化运营

全国共有电视台 277 座，开办 1356 个电视频道（不包括县级频道），平均每个电视台拥有 4.9 个频道。由于受制作人才、资金等资源的限制，城市电视台只能自制其新闻综合频道的内容，其余频道处于节目内容缺乏、质量不高、收视率不高的生存状况。

第一，单个地面频道覆盖人口较少，一般是以本地新闻、民生类节目为主，缺乏有影响力

的品牌栏目，收视率较低，节目广告价值不高。

第二，地方台资金实力有限，很难买到优质的精品电视剧。电视剧购买资金的高门槛将相对弱势的电视台排除在精品电视剧市场之外，城市台无力争取优秀剧目的播出权，出现剧源匮乏的局面，从而导致其市场份额的不断萎缩，日益陷入节目质量下降，收视群体减少，广告价值降低，广告营收减少的恶性循环。

第三，省级地面频道和城市频道缺乏资金和专业人才等资源进行电视节目的制作和推广，特别是城市频道的节目制作主要集中于本地新闻领域，自制节目不能满足播出需求。同时，品牌化电视节目对专业策划能力、综合运营能力和成本控制能力要求较高。

第三，地面电视台广告市场空间巨大，大量区域性、本地化的企业需要地面电视台广告资源。

第四，大部分频道的内容同质化严重，频道品牌化建设力度较弱。

频道联供网有助提升地方电视台实力

第一，有效解决城市电视台等播出渠道内容的缺乏，提高其本地影响力。

第二，主要采取用节目换广告时间的方式可以在不增加城市电视台制作支出的前提下，提高其收视率和广告收入，对各城市台有极大吸引力。

第三，通过联供网提高了节目的覆盖范围，解决了单个城市台覆盖面低的劣势，同时，充分发挥了单个城市电视台的本地化优势和城市频道联盟的区域化优势。

3、地方电视台综艺娱乐类节目空间大

综艺娱乐节目外包比例还很低

在内容结构方面，电视剧约占我国电视台节目播出总量的 45%，其他节目主要以电视栏目的方式呈现，主要包括新闻资讯类、专题服务类、综艺益智类、广告类和其他。在电视剧方面，80%以上是由民营资本为主的文化企业投资制作；除电视剧外，电视台的主要节目来源主要是电视台内部制作，来自外部制作机构的比例仍较低。综艺娱乐节目中 90%是由电视台内部制作，外部制作机构占 10%。

二三线城市的地面电视台将依然是企业的主要广告投放渠道

尽管中央电视台和省级卫视占据收视市场的大半壁江山，但是，地面频道（包括省级地面频道和城市频道）由于其接近性和地域性，受到地区性广告主的关注，广告投放占全国电视广告投放总额的 60%以上。

传统电视媒体在二三线城市的广告市场潜力较大。2009 年，国内传统电视媒体广告花费前三大行业分别为：化妆品/浴室用品、商业及服务行业以及食品行业；前五大品牌为：欧莱雅、玉兰油、肯德基、娃哈哈以及中国移动通信。在国内一线城市消费群体高端化消费的背景之下，目前国内传统电视媒体广告的行业、产品覆盖面具有一定的局限性，从而制约了传统媒体在一线城市的发展。相较而言，传统电视媒体广告的行业、产品覆盖能与二三线城市居民的

消费行为实现较好的匹配，随着中国二三线城市消费潜力的挖掘和消费升级，传统电视媒体在二三线城市存在新机遇。

（三）、公司八大核心竞争优势

1、独特的节目运营商业模式

与传统的节目制作公司不同，公司以电视节目为纽带，率先在国内建立了节目联供网，使其成为电视节目和广告运营的主要渠道。该网络用节目将分散的地面频道联合起来，实现节目的网络化和规模化运营，克服了地面频道的区域分割性和孤立的弱点，充分发挥了单个城市电视台的本地化优势和城市频道联盟的区域化优势，使得节目广告的覆盖面大幅提升，从而充分挖掘地面频道的广告价值。

2、节目制作的规模化优势

公司作为国内最大的民营娱乐节目制作和发行商之一，现拥有 10 档日播栏目和 1 档周播栏目，共计 5.5 小时/天。公司在娱乐类节目领域积累了丰富的经验，凭借资源共享的运营模式、优秀的节目策划和制作团队，公司节目制作的边际成本低、具有显著的规模经济效益。

3、工业化运营体系具有的低成本和规模扩张优势

公司通过多年的丰富实践，将国外传媒产业成熟先进的管理理念与中国电视娱乐产业运作特点及产业现状相结合，实现了电视节目的工业化生产和经营，并在电视节目的策划、制作、包装、发行、广告以及增值服务各个环节上通过专业化分工、流程优化实现了标准化运作，较早建立了国内领先的“娱乐节目工业化运营体系”。

4、强大的广告营销能力和独具特色的整合营销模式

经过十余年的发展，公司积累了丰富的广告营销经验，具有专业的策划、包装和整合营销的能力，能够充分挖掘节目的广告价值。2008-2010 年，公司的贴片广告、植入广告和冠名广告总收入年均复合增长 20.00%。

5、各类型节目的协同效应优势

公司的电视节目包括电视栏目、电视剧和演艺活动，各类电视节目以品牌建设为核心，在统一平台下运作，形成了显著的协同效应。公司的电视节目主要集中在娱乐领域，节目的品牌影响力强、收视率高，能够提升艺人的知名度，使得公司成为国内对娱乐明星和娱乐机构影响力较大的民营电视机构，这使得公司可以用较低的成本获得电视栏目制作、电视剧制作以及演艺活动所需的各种人力资源和作品资源。电视节目广泛的发行渠道也为电视剧的发行和演艺活动的营销提供了渠道优势。和电视栏目的销售对象一样，电视剧的销售也主要针对电视台。公司利用十余年来在电视栏目发行中与各级电视台建立的良好合作关系，适度参与电视剧的制作和发行，开拓大型演艺活动市场，并将其发展成为具有较高收视率和影响力的特殊电视节目，不断丰富电视节目的类型。另一方面，演艺活动一般与公司的现有电视栏目相结合，实现品牌化运营。由于演艺活动具有影响力大、收视率高等特点，也极大地提升了公司电视栏目的影响力和广告价值。

6、品牌优势

经过十余年的发展，形成了以光线传媒为核心、以四档日播品牌化栏目和颁奖礼等演艺活动为主体、以易视网为补充的品牌体系，公司的标志 e 标成为传媒娱乐界知名的品牌标志，建立了业内颇具影响力的娱乐信息传播平台，成为合作伙伴和观众可信赖的娱乐品牌。

7、电影发行业务精细化运作的优势

公司独具特色的电影发行网络实现了影片发行的本地化营销和精细化运作。电影发行网络以总部、大区、城市为“条”，以宣传、发行、营销为“块”，“条块”紧密结合，包括 6 个大区、5 个小区、覆盖 50 个城市。上述城市的票房收入占全国电影票房总额的 85% 以上。电影发行营销人员在 50 个主要城市进行驻地式营销，能够根据各地情况，制定更具本地特色的营销方案。特别是在影片场次的安排、影厅的选择等方面，除了与院线公司沟通之外，还与负责具体决策的各影院进行充分沟通，实现地方票房最大化。

8、传媒内容与媒介资源良性互动的优势

节目发行网络为影片宣传发行提供媒介资源支持，同时，电影能够快速提升公司的品牌影响力，也是重要的娱乐内容资源，娱乐内容与传媒渠道形成良性互动。

公司的电影业务以传媒集团为依托，发挥电视栏目广泛播出渠道的优势，为影片宣传、发行提供了覆盖 300 余个电视频道、广播电台、互联网、户外媒体等多种媒介资源的支持，实现了电影资源与广播、电视、网络等传媒资源的整合和深度合作，借助传媒资源整合和整合营销拓展了电影的市场空间。同时，公司在广告客户资源、整合营销等方面具有显著优势，进一步提高了影片的广告衍生收入，丰富了电影收入的类型，实现了电影发行的专业化、精细化运作。

五、公司发展目标和募集项目

公司将全力构建娱乐资源整合运营集团的全新形象,努力实现成为“中国领先的传媒娱乐集团”的总体发展目标。公司计划通过此次 IPO 发行 2,740 万股,拟投资项目资金需求约 37,782 万元,投资以下项目:

表 12: 募投资金投资计划

序号	项目名称	项目建设周期	投资额 (万元)
1	电视联供网电视节目制作	12 个月	6,282
2	电视联供网电视剧购买	24 个月	21,600
3	数字演播中心扩建项目	10 个月	6,500
4	节目采编数字化改造项目	6 个月	3,400
5	其他与主营业务相关的运营资金	--	--

资料来源:公司招股说明书,中国银河证券研究部

总体来看,我们认为公司募投项目主要应用于现有电视网节目质量提升,从而提高公司电视网收视率,直接提升栏目的广告价值,快速产生盈利。

1、电视联供网电视节目制作:公司计划投入 6,282 万元,增加 2 档日播栏目以及 2 档周播栏目,将每日电视栏目制作量提升至 8 小时。

表 13: 电视联供网电视节目制作项目投资投资测算:

项目	制作成本 (元/分钟)	制作量	总成本 (万元)
娱乐故事专题类	1,600	30 分钟/天	1.752
卫视娱乐资讯类		30 分钟/天	
音乐真人秀类	3,000	60 分钟/周	2.340
明星综艺类	3,000	90 分钟/周	
喜剧栏目剧类	2,000	30 分钟/天	2.190
合计			6,282

资料来源:公司招股说明书

2、电视联供网电视剧购买:公司计划投入 21,600 万元购买 1,080 集精品电视剧全国地面频道的首轮播放权。每天 17:30-23:30 之间在公司的频道联供网电视台中播放 3 集,打造城市频道联供网的电视剧剧场,在电视节目内容方面进一步充实,提升公司作为电视节目联供网运营商的运营能力。

表 14: 电视联供网电视剧购买项目投资测算

项目	集数	全国地面播出权平均价格 (万元/集)	公司投资额 (万元)
电视剧购买	1080	20	21,600

资料来源:公司招股说明书

3、数字演播中心扩建项目：公司计划投入 6,500 万元，扩建一个 1000 平方米和一个 2000 平方米的演播厅。

4、节目采编数字化改造项目：公司计划投资 3,400 万元用于数字化改造，构建节目采编数字化系统，实现电视节目制作与电视台数字化升级改造的对接。3,400 万资金主要用于购买 3 套数字化专用设备，包括数字媒资存储系统、数字编辑系统、数字（高清）摄录设备。

六. 风险分析

产业政策风险

广播电影电视行业作为具有意识形态特殊属性的重要产业，受到国家有关法律、法规及政策的严格监督、管理。若国家开始限制电视节目的播放时间、内容或电视、电影广告的植入、贴片，将可能对公司业绩造成较大影响。

近期有媒体披露广电总局正在研究出台“限娱令”，该政策很可能只针对上星卫视频道，而公司主要覆盖省级和地方电视台，对上星卫视频道的节目限制反而对公司形成利好。

对部分主要客户依赖的风险

公司通过电视节目、演艺活动中的贴片广告、植入式广告等方式为大客户提供整合营销方案，部分大客户成为公司电视节目、演艺活动的主要收入来源。公司的电影主要通过院线公司发行，各大院线是电影业务的主要客户。上述方式使得公司对部分大客户存在较强的依赖，2008-2010年，前五位客户占公司收入的比重为48%、44%和36%。虽然前五大客户的收入比重逐年下降，但公司仍然存在对部分大客户依赖的风险。

知识产权保护风险

国内的影视作品面临着较严重的盗版问题，严重的损害了版权方的利益。近两年以来，政府有关部门来通过逐步完善知识产权保护体系、加强打击盗版执法力度等措施，在保护知识产权方面取得了明显的成效，一定程度上减少了盗版行为。但由于打击盗版侵权、规范市场秩序是一个长期的过程，公司在短期内仍将面临盗版侵害的风险。

附表 1: 公司财务报表预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	264.30	385.22	479.60	601.73	743.01	988.52
减: 营业成本	192.52	241.34	290.71	353.09	433.11	570.76
营业税金及附加	12.81	16.36	18.59	23.33	28.81	38.33
营业费用	10.00	11.05	12.40	17.27	21.32	28.37
管理费用	28.41	32.98	32.45	42.12	52.01	69.20
财务费用	0.57	1.81	3.97	-4.56	-20.60	-21.51
资产减值损失	4.26	17.84	2.34	4.00	7.00	9.00
加: 投资收益	0.00	4.02	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	15.74	67.87	119.14	166.48	221.35	294.37
加: 其他非经营损益	0.70	4.42	15.82	15.00	15.00	15.00
利润总额	16.43	72.30	134.96	181.48	236.35	309.37
减: 所得税	3.51	9.60	22.14	32.67	44.91	58.78
净利润	12.92	62.70	112.82	148.81	191.45	250.59
减: 少数股东损益	0.04	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	12.88	62.71	112.82	148.81	191.45	250.59
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	29.71	50.03	37.12	1484.14	1372.76	1604.99
应收和预付款项	204.16	188.44	267.92	178.95	371.94	359.27
存货	18.44	24.22	18.24	27.93	28.70	45.93
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	20.24	31.35	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	12.04	12.24	19.69	71.18	153.66	164.15
无形资产和开发支出	16.09	14.35	43.97	43.42	42.86	42.31
其他非流动资产	9.43	8.18	6.88	3.44	0.00	0.00
资产总计	310.11	328.83	393.82	1809.06	1969.93	2216.65
短期借款	30.00	49.60	104.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	40.44	91.32	43.62	62.11	54.79	81.35
长期借款	0.00	0.00	12.00	12.00	12.00	12.00
其他负债	0.00	3.17	2.37	2.37	2.37	2.37
负债合计	70.44	144.10	161.99	76.49	69.16	95.73
股本	5.00	82.20	82.20	109.60	109.60	109.60
资本公积	16.79	69.75	45.33	1387.93	1387.93	1387.93
留存收益	217.34	32.78	104.30	235.04	403.24	623.40
归属母公司股东权益	239.14	184.73	231.83	1732.57	1900.77	2120.93

少数股东权益	0.53	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	239.66	184.73	231.83	1732.57	1900.77	2120.93
负债和股东权益合计	310.11	328.83	393.82	1809.06	1969.93	2216.65

现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	4.52	90.76	35.51	242.24	-20.88	269.00
投资性现金净流量	-15.82	-6.72	-53.21	-47.70	-87.85	-27.85
筹资性现金净流量	29.24	-68.64	12.66	1252.49	-2.65	-8.92
现金流量净额	17.95	15.40	-5.59	1447.02	-111.38	232.23

资料来源：中国银河证券研究部

附表 2：财务分析和估值指标汇总

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收益率						
毛利率	27.16%	37.35%	39.39%	41.32%	41.71%	42.26%
三费/销售收入	14.75%	11.90%	10.18%	9.11%	7.10%	7.69%
EBIT/销售收入	6.43%	19.23%	28.88%	29.40%	29.04%	29.12%
EBITDA/销售收入	8.17%	20.72%	30.26%	30.82%	30.99%	31.25%
销售净利率	4.89%	16.28%	23.52%	24.73%	25.77%	25.35%
资产获利率						
ROE	5.39%	33.95%	48.67%	8.59%	10.07%	11.82%
ROA	5.48%	22.53%	35.18%	9.78%	10.95%	12.99%
ROIC	--	24.90%	54.52%	42.08%	61.03%	40.37%
增长率						
销售收入增长率	--	45.75%	24.50%	25.46%	23.48%	33.04%
EBIT 增长率	--	336.20%	86.99%	27.72%	21.95%	33.42%
EBITDA 增长率	--	269.87%	81.81%	27.76%	24.18%	34.17%
净利润增长率	--	385.23%	79.94%	31.90%	28.65%	30.89%
总资产增长率	--	6.04%	19.77%	359.36%	8.89%	12.52%
股东权益增长率	--	-22.75%	25.50%	647.36%	9.71%	11.58%
经营营运资本增长率	--	-32.25%	97.57%	-39.04%	134.29%	-5.53%
资本结构						
资产负债率	22.72%	43.82%	41.13%	4.23%	3.51%	4.32%
投资资本/总资产	78.23%	57.22%	80.11%	14.73%	27.79%	24.26%
带息债务/总负债	42.59%	34.42%	71.61%	15.69%	17.35%	12.54%
流动比率	3.58	1.86	2.19	27.22	32.37	24.71
速动比率	3.32	1.69	2.07	26.77	31.84	24.14
股利支付率	0.00%	0.00%	36.43%	12.14%	12.14%	12.14%
收益留存率	100.00%	100.00%	63.57%	87.86%	87.86%	87.86%

资产管理效率

总资产周转率	0.85	1.17	1.22	0.33	0.38	0.45
固定资产周转率	21.95	35.23	30.45	53.84	13.85	7.96
应收账款周转率	2.18	2.99	3.69	3.11	3.61	3.03
存货周转率	10.44	9.96	15.94	12.64	15.09	12.43

业绩和估值指标

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
EBIT	16.98	74.08	138.53	176.92	215.75	287.86
EBITDA	21.58	79.83	145.14	185.43	230.26	308.93
NOPLAT	12.81	60.41	102.58	132.78	162.61	221.02
净利润	12.88	62.71	112.82	148.81	191.45	250.59
EPS	0.118	0.572	1.029	1.358	1.747	2.286
BPS	2.182	1.685	2.115	15.808	17.343	19.352
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	0.00	0.00	N/A	N/A	N/A
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PCF	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBIT	0.20	0.05	0.60	-8.29	-6.27	-5.50
EV/EBITDA	0.16	0.04	0.58	-7.91	-5.88	-5.12
EV/NOPLAT	0.27	0.06	0.82	-11.04	-8.32	-7.16
EV/IC	0.01	0.02	0.27	-5.50	-2.47	-2.94
ROIC-WACC	--	17.79%	47.41%	33.02%	51.84%	31.18%
股息率	--	--	--	--	--	--

资料来源：中国银河证券研究部

附表 3: 绝对估值核心指标

Rf	3.10%	永续增长率	0.00%	
Rm	10.00%	预测期现值	17,088.29	3.61%
β系数	0.90	过渡期现值	128,016.94	27.03%
Ke	9.31%	永续期现值	328,561.58	69.37%
		股权价值	473,666.81	
		总股本(万股)	10,960.00	
		每股价值(元)	43.22	

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 公司业务范围	3
图 2: 电视节目广告收入来源	4
图 3: 公司演艺活动举办场次及收入	5
图 4: 电影业务情况	6
图 5: 电视剧业务情况	6
图 6: 主营业务 2010 年收入	8
图 7: 主营业务 2010 年毛利	8
图 8: 主营业务 2010 年收入	8
图 9: 主营业务 2010 年毛利率	8
图 10: 全国电视节目制作情况	9
图 11: 全国电视节目播出时间以及制作时间占播出时间比例	9
图 12: 全国广播电视收入情况	10
图 13: 美国电视产业链	13
图 14: 公司电视网盈利模式	14

表格目录

表 1: IPO 前后公司股东和股权变化	2
表 2: 募投资金投资计划	3
表 3: 国内上市公司相对估值	1
表 4: 国际上市公司相对估值	1
表 5: 公司电视栏目列表	3
表 6: 公司演艺活动列表	5
表 7: 国内知名民营节目制作机构	7
表 8: 国内主要电影企业排名及市场份额	7
表 9: 公司近 3 年发行影片数量、票房及票房占比	7
表 10: 美国电视产业发展历程	11
表 11: 美国主要电视网	12
表 12: 募投资金投资计划	19
表 13: 电视联供网电视节目制作项目投资投资测算:	19
表 14: 电视联供网电视剧购买项目投资投资测算	19

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

许耀文，传媒行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908