

## 光线传媒(300251.SZ)

携内容掌渠道，打造全国最大的多媒体运

营平台

评级:

前次:

目标价(元):

53.29-60.91

分析师

联系人

陈永倬

许彬

S0740511020001

021-20315115

02120315198

chenyz@qlzq.com.cn

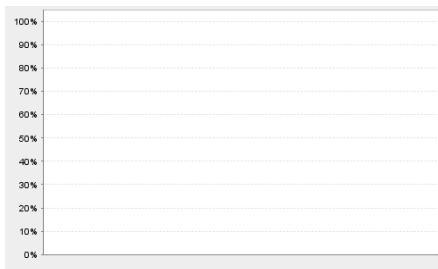
xubin@qlzq.com.cn

2011年7月20日

### 基本状况

总股本(百万股)	82.20
流通股本(百万股)	0.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

### 股价与行业-市场走势对比



### 业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	385.22	479.60	797.00	1,150.48	1,534.05
营业收入增速	45.75%	24.50%	66.18%	44.35%	33.34%
净利润增长率	386.82%	79.90%	47.92%	45.33%	42.19%
摊薄每股收益(元)	0.76	1.37	1.52	2.21	3.15
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	0.00	0.73	0.53	0.40
每股净资产(元)	2.25	2.82	16.48	18.59	21.64
每股现金流量	1.10	0.43	-0.12	0.43	1.66
净资产收益率	33.95%	48.67%	9.24%	11.90%	14.54%
市净率	0.00	0.00	3.23	2.87	2.46
总股本(百万股)	82.20	82.20	109.60	109.60	109.60

备注: 市场预测取 聚源一致预期

### 投资要点

- 公司是全国最大的民营企业内容制作和运营商:** 国内最大的民营电视节目制作公司, 涵盖娱乐资讯、综艺节目和生活类节目; 拥有全国最大的地面电视节目联播网, 覆盖全国所有地市级以上城市; 在民营电影发行公司中位居前三, 同时也是国内最大的演艺活动公司之一。
- 公司已经形成覆盖全国的跨媒体内容输出渠道:** 1) 公司通过为各地电视台免费提供内容、同时换取广告时间的方式, 搭建覆盖全国电视节目联播网, 运营模式在全国仅此一家, 公司的电视节目每天在全国 307 个电视频道首播 1200 余频次; 2) 公司把节目推向互联网、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; 3) 公司建成覆盖全国 50 个城市、票房收入占全国电影票房总额的 85% 以上区域的电影发行渠道。
- 携内容掌控渠道, 公司形成极具竞争优势的内容制作发行体系, 覆盖全国的联播网媒体平台, 能够有力促进公司电视、电影和演艺活动内容的传播和影响力的提升:** 1) 公司电视联播网覆盖面的扩大、节目收视率的提高, 以及与新媒体联播网的整合营销, 有效地提升了广告的价格及播出时间; 2) 依托网络发行的规模效应, 公司节目制作成本的增加远低于营收增长, 边际利润持续提高; 3) 影视发行和演艺活动借助联播网进行大范围的持续传播, 将有效提升票房规模及演艺活动的议价能力。
- 业绩预测和估值:** 我们预计, 2011~2013 年公司营收分别为 7.97、11.50 和 15.34 亿元, 净利润分别为 1.67、2.43 和 3.45 亿, 年均复合增长率为 45.1%; EPS 分别是 1.52、2.21 和 3.15 元。我们给予公司 2011 年 35~40XPE, 合理询价区间为 53.29~60.91 元。

## 内容目录

<b>国内著名的多媒体视频内容提供商和运营商</b> .....	<b>- 4 -</b>
公司概况.....	- 4 -
主营业务模式和构成.....	- 4 -
<b>位居民营企业第一的内容制作能力</b> .....	<b>- 5 -</b>
电视栏目：日均 5.5 小时的娱乐节目制作能力.....	- 5 -
演艺活动：国内最大的演艺活动公司之一.....	- 5 -
影视剧：国内专业的电影发行商.....	- 5 -
<b>公司已建成覆盖全国的跨媒体内容输出渠道</b> .....	<b>- 6 -</b>
覆盖全国的电视节目联供网.....	- 7 -
新媒体联供网，实现内容的跨媒体运营.....	- 7 -
“条块”结合的全中国电影发行网络.....	- 8 -
<b>携内容掌渠道，公司已形成极具竞争优势的制作发行体系</b> .....	<b>- 8 -</b>
电视联供网促使广告价值持续提升.....	- 8 -
跨媒体的整合营销，提升广告附加值.....	- 9 -
发行的规模效应提高边际利润.....	- 9 -
协同运营使内容制作、发行形成良性循环.....	- 10 -
<b>业绩预测</b> .....	<b>- 10 -</b>
业绩预测假设.....	- 10 -
费用预测假设.....	- 11 -
业绩预测.....	- 11 -
<b>估值定价</b> .....	<b>- 12 -</b>
相对估值.....	- 12 -
合理估值结果.....	- 13 -

## 图表目录

图表 1: 公司业务在行业内的位置.....	- 4 -
图表 2: 电视节目制作及发行模式.....	- 4 -
图表 3: 公司主要营收数据.....	- 5 -
图表 4: 公司不同业务营收情况.....	- 5 -
图表 5: 国内知名民营节目制作机构.....	- 6 -
图表 6: 公司主要电视栏目内容.....	- 6 -
图表 7: 公司新媒体联供网覆盖媒体情况.....	- 8 -
图表 8: 公司联供网覆盖面.....	- 9 -
图表 9: 公司主要栏目收视率变化.....	- 9 -
图表 10: 公司联供网广告价格增长情况.....	- 9 -
图表 11: 公司各项费用.....	- 11 -
图表 12: 公司各业务增长情况.....	- 12 -
图表 13: 可比上市公司估值比较.....	- 13 -

图表 14: 财务数据简表..... - 14 -

## 国内著名的多媒体视频内容提供商和运营商

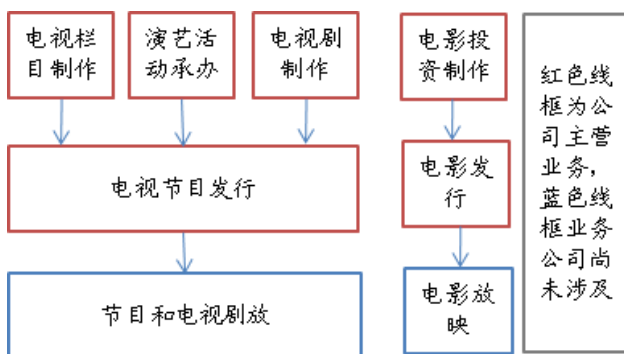
### 公司概况

- 2000年4月，北京光线广告有限公司成立，并在2003年4月变更为“北京光线传媒有限公司”。2009年8月，光线传媒依法整体变更为股份有限公司。
- 创始人王长田通过持有上海控股95%股份，间接持有公司72.063%的股份；同时公司持股超过10万股以上的股东基本为公司现任管理层和核心人员，并统一锁定三年。本次公司计划公开发行2740万股，占发行后总股本的25%。

### 主营业务模式和构成

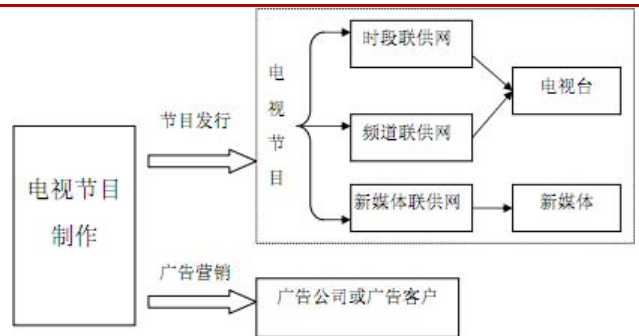
- 公司主营业务为电视节目制作与广告运营、影视剧投资制作与发行业务等，公司主要产品包括电视栏目、在电视台播出的演艺活动和影视剧。
- 电视栏目主要包括娱乐资讯类、生活时尚类等，按播出频率分为日播、周播。目前，公司制作10档日播栏目和1档周播栏目，共计5.5小时。电视栏目主要通过两种方式实现收入：1) 直接销售，将电视栏目在特定区域、特定期间的播出权出售给电视台；2) 用电视栏目换取广告时间，通过贴片广告、植入式广告等方式实现收入。
- 公司演艺活动包括通过电视台播出的大型线上活动，如颁奖典礼、首映礼、音乐演出类和选秀类活动。一般与公司的电视栏目品牌相结合，由与公司合作的电视台播出，是为客户提供多渠道、多类型宣传方案的整合营销内容之一。演艺活动收入来自于活动制作费收入、冠名权、独家赞助等商家赞助收入。
- 电影方面以国产影片的发行业务为主，同时也少量参与投资和制作，报告期内，公司累计发行20部国产影片，跻身民营电影发行商的前三甲。2010年，票房占国产影片票房总额的比超过5%。电影业务的收入主要来源于影片票房分账的投资收益和代理发行费收入。

图表 1: 公司业务在行业内的位置

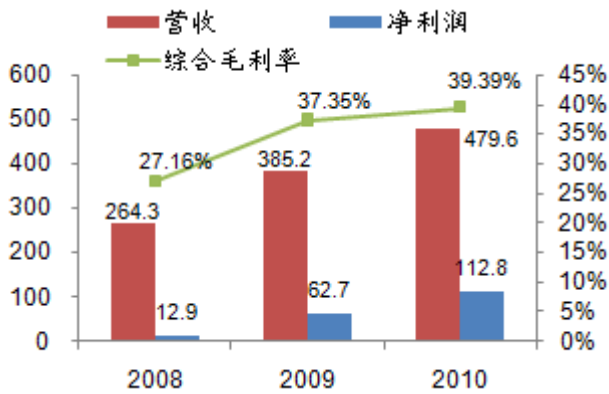


来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

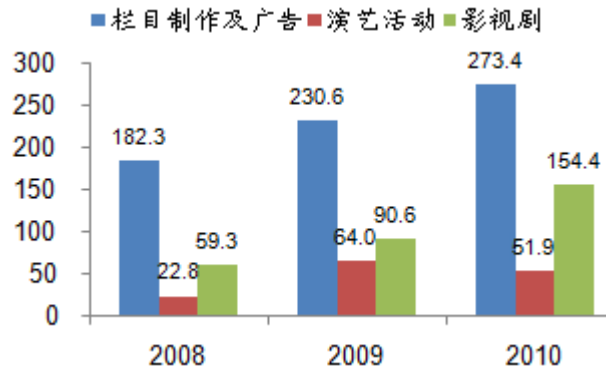
图表 2: 电视节目制作及发行模式



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

**图表 3: 公司主要营收数据**


来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

**图表 4: 公司不同业务营收情况**


来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

## 位居民营企业第一的内容制作能力

### 电视栏目：日均 5.5 小时的娱乐节目制作能力

- 自 1999 年 7 月 1 日开播《中国娱乐报道》(2001 年更名为《娱乐现场》)以来，公司逐步确立了在中国娱乐界信息传播领域的优势地位，在民营节目制作机构中，制作量稳居行业第一。目前，公司制作 10 档日播栏目和 1 档周播栏目，共计 5.5 小时，是排名第二机构制作量的 2.2 倍。未来两年，公司娱乐内容制作时长有望达到 8 小时。
- “工业化节目制作和运营体系”实现了节目的规模化制作，节目策划、制作、发行和广告营销各阶段资源共享的运营模式降低了节目制作和运营边际成本。

### 演艺活动：国内最大的演艺活动公司之一

- 公司所从事的演艺活动主要是指通过电视台播出的大型线上活动，主要包括颁奖典礼、首映礼、音乐演出类和选秀类活动，类似于在中央电视台播出的“同一首歌”、“中华情”等电视节目。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，是为客户提供多渠道、多类型宣传方案的整合营销内容之一，成为公司娱乐整合营销的特色之一。
- 演艺活动收入来自于活动制作费收入、冠名权、独家赞助等商家赞助收入。公司的演艺活动快速发展，活动类型由最初的与公司栏目相结合的颁奖典礼拓展到首映礼、音乐演出类和选秀类活动等，活动类型日趋丰富。主要演艺活动包括“华表奖”、“金鸡奖”、“百花奖”等多个电影专业奖项颁奖活动；《十面埋伏》、《集结号》、《功夫之王》等大片首映礼；大型音乐剧《电影之歌》、央视品牌节目《同一首歌》等海内外演出和各种大型商业演唱会，以及各地政府的节庆活动等等。

### 影视剧：国内专业的电影发行商

- 公司以国产影片的发行业务为主，同时也通过参与投资和制作增加发行

数量和收益。公司累计发行 20 部影片，在票房前二十五名的国产影片中，位居民营电影公司的第三名。

- 最近两年，公司电影票房占国产影片的比例超过 5%，电影业务收入主要来源于影片票房分账收入、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。
- 公司代表影片包括《精武风云》、《全城戒备》等。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。
- 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、电视剧音像制品版权收入及衍生产品收入。主要电视剧包括《祸福相依》、《都是爱情惹的祸》、《好好过日子》等常规电视剧以及《马大姐新传》、《超人马大姐》、《桂花打工记》等情景喜剧。

图表 5: 国内知名民营节目制作机构

序号	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
1	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
2	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
3	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
4	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
5	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(以活动为主)	东方卫视

数据来源：各公司网站及主要节目在电视台的播出时间安排。节目制作时间根据周播和

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

图表 6: 公司主要电视栏目内容

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	日播	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		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		生活魔法师	30	生活类	2011.01-今	103
9		麻辣看天下	30	生活类	2011.01-今	105
10		养生一点通	30	生活类	2011.01-今	98
1	周播	大牌生日会	70	综艺	2010.2-今	1(卫视)
小计			385			1245

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

## 公司已建成覆盖全国的跨媒体内容输出渠道

### 覆盖全国的电视节目联播网

- 成立十余年来，公司一直致力于发行网络的建设，建立了包括时段联播网、频道联播网在内的类节目发行网络。目前，公司的电视节目每天在全国 307 个电视频道首播 1200 余频次。
- **地面频道和卫视频道为代表的时段联播网：**公司的单个电视节目分别与各个电视台逐一签订协议，用栏目换取栏目中的广告时间，通过贴片广告、植入广告进行广告时间的运营。该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》，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。
- **城市频道为代表的频道联播网：**公司与地面电视台（包括地市级城市电视台和部分省级地面电视台）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（一般包括贴片广告和时段广告）中的 30%-40% 由公司进行独立运营。除了栏目贴片广告外，公司还拥有每天 17:30-23:30 之间不与栏目挂钩的频道时段广告；同时，公司可以对每天 17:30-23:30 之间的贴片广告和时段广告进行统一策划和包装，实现对 6 小时节目和广告的综合运营。到 2010 年底，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。
- **电视联播网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：**
  - 单个地面频道覆盖人口较少，内容制作能力欠缺，缺乏有影响力的品牌栏目，收视率较低，单个频道的广告价值不高；但地面频道（包括省级地面频道和城市频道）由于其地域性和接近性，仍然受到地区性广告主的关注，特别是随着国家一系列鼓励消费的政策出台，二三线城市消费市场逐步启动，地面频道的总体广告价值依然存在。
  - 地面频道依然是地区中小企业主要的广告投放渠道。据统计，地面频道的广告投放占全国电视广告投放总额的 60% 以上。通过节目在联播网内各个频道的广泛播出，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网络化优势。
  - 同时公司以提供优质内容的方式，换取地面频道广告时间，形成共赢的合作模式，对电视联播网具有较强的掌控力。

### 新媒体联播网，实现内容的跨媒体运营

- 2006 年，公司与北京广电集团下属从事数字付费电视集成业务的鼎视数字电视传媒有限公司（简称“鼎视传媒”）合作，共同推出数字付费频道“新娱乐频道”。频道内容由公司提供，鼎视传媒拥有频道的所有权和终审权，并负责传输和落地。主要内容包括公司每日约 6 小时的娱乐类节目。付费频道一般采用节目带冠名广告和植入式广告播出。
- 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。在户外媒体等新媒体推广时，公司一般也采取节目换取广告时间的方式，

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 7: 公司新媒体联播网覆盖媒体情况**

类型	播出渠道
数字付费频道	鼎视传媒“新娱乐频道”
地铁媒体	北京除 4 号线之外的 11 条地铁线路，广州全部 8 条地铁线
互联网视频	新浪网、搜狐网、腾讯网、优酷网、酷 6 网、激动网、我乐网、乐视网、鸿波网、央视网、华夏视联、悠视网、央广视讯等
公交移动电视	覆盖约 1500 量公交车
机场视频	覆盖 40 家机场以及 4 家航空公司班机
铁路视频	覆盖 260 条铁路线路
高校视频	覆盖 19 个城市、共计 303 所高校
医院、药店视频	覆盖 18 个城市、1107 家二、三级医院、播放设备 12951 台；覆盖全国 17 个城市、2208 家药店、播放设备数量 2767 台
海外媒体	北美麒麟电视、北美汉雅星空卫视、马来西亚 DETV、澳亚卫视
广播电台	覆盖 125 个电台频次

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

### “条块”结合的全国电影发行网络

- 公司的电影业务以发行为主，发行一般是先扣除代垫的宣发费用和一定比例的发行佣金之后，与制片方按照协议约定的不同比例对票房分账收入进行分成（也有少量不参与分成）。同时，通过参与投资、制作环节，保证取得影片的发行权，除收取代理发行费外，还能获得包括票房分成、非影院渠道的版权销售、影片广告等在内的投资收益。
- 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。

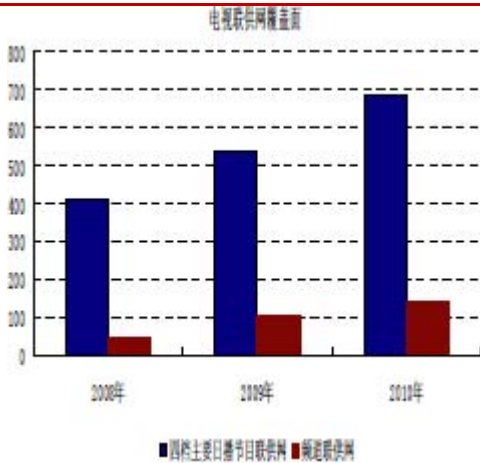
### 携内容掌渠道，公司已形成极具竞争优势的制作发行体系

#### 电视联播网促使广告价值持续提升

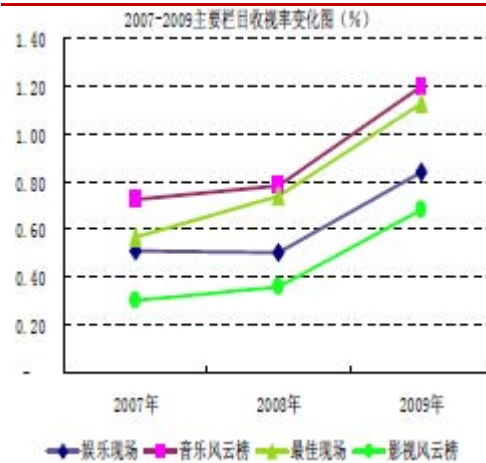
- 通过电视联播网，公司节目播出总频次快速增加：公司节目联播网的栏目首播总频次由 2008 年的 443 频次提高到 2009 年的 760 频次，并在 2010 年达到 1200 余频次。2008 年开始拓展的频道联播网签约电视台数量由 2008 年的 43 家快速增加到 2009 年底的 103 家，并在 2010 年增加至 142 家。
- 公司主要栏目的收视率快速提升。2009 年公司主要四档栏目在北京、上海地区的平均收视率达 0.96%，较 2008 年的 0.59% 提升了 62%。节目销售第一，栏目播出频次大幅增加、收视率上升等因素全面提升了栏目



的影响力和广告价值，得到广告客户的认同，广告平均价格提高：公司主要栏目平均刊例价 2009 年同比增长 25.58%，2010 年同比增长 11.8%。

**图表 8：公司联播网覆盖面**


来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

**图表 9：公司主要栏目收视率变化**


来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

**图表 10：公司联播网广告价格增长情况**

收入类别	项目	2010年		2009年		2008年
		数量	变动率	数量	变动率	数量
贴片广告	广告时间销售量(秒)	363,905	5.78%	344,012	0.29%	343,007
	平均单价(元/秒)	382.69	3.72%	368.95	29.89%	284.06
	销售收入(万元)	13,926.12	9.72%	12,692.49	30.27%	9,743.35
植入式广告	客户量(个)	38	123.53%	17	-15.0%	20
	平均单价(万元/个)	130.25	-31.97%	191.46	55.31%	123.28
	销售收入(万元)	4,949.35	52.06%	3,254.78	32.01%	2,465.54
冠名广告	客户量(个)	2	0	2	100.00	1
	平均单价(元/秒)	2,250.00	12.5	2,000.00	-50.27	4,022.00
	销售收入(万元)	4,500.00	12.5	4,000.00	-0.55	4,022.00
合计	栏目广告收入	23,375.48	17.19%	19,947.27	22.90%	16,230.89

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

### 跨媒体的整合营销，提升广告附加值

- 公司充分利用栏目广泛的发行渠道将多种栏目相结合、贴片广告与植入广告、冠名广告相结合、日播电视栏目与大型线上演艺活动相结合、电视媒体与新媒体相结合，形成了独特、高效的整合营销方案，从而满足客户多样化的广告营销需求，广告整合营销进一步提升了广告时间的利用率和广告的附加价值。

### 发行的规模效应提高边际利润

- 在公司工业化节目制作和运营体系下，新增节目的制作边际成本递减且处于较低水平。同时由于各个地面频道覆盖范围的不同，公司的电视节目可以向全国多个地面频道销售。随着节目销售频道的增加，同一档栏目的制作成本基本保持稳定，但节目相关收入大幅增加，节目毛利和毛利率上升。2008-2010年，公司电视栏目的毛利率由2008年的32.95%上升到2010年的51.42%。

#### 协同运营使内容制作、发行形成良性循环

- 公司的节目联播网已成为娱乐内容资源的整合运营平台，对全国各级电视台全天性的覆盖，使得公司拥有内容运营、发行的最大渠道。
- 联播网不仅仅提升电视广告价值，在电影发行方面，公司利用联播网建立的宣传渠道优势、广告整合营销优势和娱乐资源整合的优势，具备电影发行行业最具丰富的推广资源；结合遍布主要城市的电影发行网络，将有效提升公司所发行电影的市场影响力和影院排片竞争力。同时，在提高票房收入的同时，通过电影广告、植入广告、首映式赞助等形式提高影片的衍生收入。同时，电影作为重要的娱乐内容与电视节目以及节目发行渠道实现良性互动，各种传媒内容资源实现整合。
- 在演艺活动方面，从主办活动的企业、政府，以及参与活动的娱乐明星角度来讲，公司的演艺活动可通过节目联播网直达全国用户，并借助新媒体联播网实现跨媒体持续传播，与地方台和卫视台相比覆盖面更广、持续性更强。因此促使公司的演艺活动在品牌影响力、传播力方面也颇具竞争优势。
- 公司目前主要是用自制的电视栏目为节目联播网提供内容资源，随着公司内容运营能力的加强，公司将逐步通过外购增强精品节目的运营能力，公司计划拟投资21,600万元购买1,080集精品电视剧全国地面频道首轮播出权，每天的17:30-23:30之间在公司的频道联播网电视台中连续播出3集，打造城市频道联播网的电视剧剧场，在内容方面进一步充实公司电视节目联播网，提升公司作为电视节目联播网运营商的节目运营能力。将有效丰富节目类型、快速提高联播网的广告价值，同时也增强对各种传媒内容资源的吸引力。

## 业绩预测

#### 业绩预测假设

- 中国电视广告市场每年保持10%左右的增长，公司的频道联播网和时段联播网在全国30余个省份包括卫视、省级、地级在内分别覆盖142和165个频道。公司计划在2010年将内容制作时间由5.5小时提升到8小时，频道联播网覆盖频道数提升至200个。在此基础上，我们认为公司广告议价能力将进一步提升，广告价格和播放时长都会有所提高，保证公司节目制作和广告业务未来保持40%左右的增长。
- 公司的演艺活动在电视联播网和新媒体联播网的支撑下具备较强的传播力，对企业吸引力较强；同时公司整合营销的思路将促进演艺活动的市场接受度。我们认为该业务未来将保持20~30%的稳定增长。
- 公司将进一步加强电影的制作，《画壁》、《四大名捕》等电影将持续上映，

结合公司在发行前期媒体宣传和电影发行网络的优势，预计将获得不俗的业绩增长。

#### 费用预测假设

- 毛利率：公司节目制作和广告业务毛利率将保持 50%左右的水平；基于演艺活动运营能力的成熟，也将维持在 50%以上；电影业务毛利率一直较低，随着公司电影运营能力的提升，有望提高到 30~40%的行业平均水平。
- 费用：由于上市费用增长、上市后推动募投项目的执行、电影发行数量的增加，将导致公司销售费用和管理费用在 2011 年有较大幅度的提升。

#### 业绩预测

- 我们预计，2011~2013 年公司营业收入分别是 7.97、11.50 和 15.34 亿元，净利润分别为 1.67、2.43 和 3.45 亿，年均复合增长率为 45.1%。EPS 分别是 1.52、2.21 和 3.15 元。

**图表 11：公司各项费用**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业税金及附加	12.81	16.36	18.59	29.65	41.42	52.62
营业费用	10.00	11.05	12.40	27.10	36.82	47.56
管理费用	28.41	32.98	32.45	59.77	83.99	110.45
综合毛利率	27.16%	37.35%	39.39%	38.47%	37.81%	39.63%

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

**图表 12: 公司各业务增长情况**

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>栏目制作及广告</b>						
销售收入	182.27	230.62	273.37	374.52	498.11	637.58
增长率 (YOY)	—	26.53%	18.54%	37.00%	33.00%	28.00%
毛利率	32.95%	46.28%	51.42%	53.00%	51.00%	50.00%
销售成本	122.21	123.89	132.80	176.02	244.07	318.79
增长率 (YOY)	—	1.37%	7.19%	32.54%	38.66%	30.61%
毛利	60.06	106.73	140.57	198.49	254.04	318.79
增长率 (YOY)	—	77.72%	31.70%	41.2%	27.98%	25.49%
占总销售额比重	68.96%	59.87%	57.00%	46.99%	43.30%	41.56%
占主营业务利润比重	83.65%	74.18%	74.41%	64.74%	58.39%	52.44%
<b>演艺活动</b>						
销售收入	22.78	63.97	51.86	67.42	84.27	101.12
增长率 (YOY)	—	180.9%	-18.9%	30.0%	25.00%	20.00%
毛利率	38.14%	45.36%	54.42%	55.00%	53.00%	50.00%
销售成本	14.09	34.95	23.64	30.34	39.61	50.56
增长率 (YOY)	—	148.08%	-32.37%	28.35%	30.56%	27.66%
毛利	8.69	29.02	28.22	37.08	44.66	50.56
增长率 (YOY)	—	234.03%	-2.74%	31.39%	20.45%	13.21%
占总销售额比重	8.62%	16.61%	10.81%	8.46%	7.32%	6.59%
占主营业务利润比重	12.10%	20.17%	14.94%	12.09%	10.27%	8.32%
<b>影视剧</b>						
销售收入	59.26	90.63	154.38	355.07	568.11	795.35
增长率 (YOY)	—	52.94%	70.34%	130.00%	60.00%	40.00%
毛利率	5.15%	8.97%	13.03%	20.00%	24.00%	30.00%
销售成本	56.21	82.50	134.26	284.05	431.76	556.74
增长率 (YOY)	—	46.78%	62.74%	111.57%	52.00%	28.95%
毛利	3.05	8.13	20.12	71.01	136.35	238.60
增长率 (YOY)	—	166.38%	147.44%	253.03%	92.00%	75.00%
占总销售额比重	22.42%	23.53%	32.19%	44.55%	49.38%	51.85%
占主营业务利润比重	4.25%	5.65%	10.65%	23.16%	31.34%	39.25%

来源: 招股说明书, 齐鲁证券研究所

## 估值定价

### 相对估值

- 目前国内可比上市公司主要为华谊兄弟和华策影视, 2011 年 PE 分别为 41 倍和 34 倍; 我们挑选的其他 5 家传媒类上市公司 2011 年 PE 在 22~36 倍之间。以上 9 家可比上市公司 2011 年平均 PE 为 31 倍。

**图表 13: 可比上市公司估值比较**

代码	简称	最新价格 (元)	总市值 (亿)	流通市值 (亿元)	PE	
					11E	12E
300027	华谊兄弟	15.74	95.20	54.83	41.32	28.08
300133	华策影视	43.22	48.82	12.21	34.11	24.34
000917	电广传媒	30.85	125.37	98.34	22.81	19.24
600880	博瑞传播	14.90	93.15	61.28	22.38	18.72
002238	天威视讯	19.07	61.10	61.10	36.95	32.96
601098	中南传媒	10.45	187.68	41.59	24.85	20.79
601801	皖新传媒	14.14	128.67	21.44	35.30	31.54

来源: 齐鲁证券研究所

### 合理估值结果

- 参考可比公司华谊兄弟、华策影视, 公司作为国内第一家电视联供网模式的企业, 在业绩方面具有媒体平台的稳健性以及影视等创意产品的爆发性, 具备较好的投资价值; 同时结合目前的 A 股市场情况, 我们给予公司 2011 年 35~40XPE, 合理询价区间为 53.29~60.91 元。

图表 14: 财务数据简表

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	264	385	480	797	1,150	1,534
增长率	—	45.7%	24.5%	66.2%	44.4%	33.3%
营业成本	-193	-241	-291	-490	-715	-926
% 销售收入	72.8%	62.6%	60.6%	61.5%	62.2%	60.4%
毛利	72	144	189	307	435	608
% 销售收入	27.2%	37.4%	39.4%	38.5%	37.8%	39.6%
营业税金及附加	-13	-16	-19	-30	-41	-53
% 销售收入	4.8%	4.2%	3.9%	3.7%	3.6%	3.4%
营业费用	-10	-11	-12	-27	-37	-48
% 销售收入	3.8%	2.9%	2.6%	3.4%	3.2%	3.1%
管理费用	-28	-33	-32	-60	-84	-110
% 销售收入	10.7%	8.6%	6.8%	7.5%	7.3%	7.2%
息税前利润 (EBIT)	21	83	125	190	273	397
% 销售收入	7.8%	21.7%	26.2%	23.8%	23.7%	25.9%
财务费用	-1	-2	-4	11	27	28
% 销售收入	0.2%	0.5%	0.8%	-1.4%	-2.3%	-1.9%
资产减值损失	-4	-18	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	5.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	16	68	119	201	299	426
营业利润率	6.0%	17.6%	24.8%	25.2%	26.0%	27.8%
营业外收支	1	4	16	0	0	0
税前利润	16	72	135	201	299	426
利润率	6.2%	18.8%	28.1%	25.2%	26.0%	27.8%
所得税	-4	-10	-22	-34	-57	-81
所得税率	21.4%	13.3%	16.4%	17.0%	19.0%	19.0%
净利润	13	63	113	167	243	345
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	13	63	113	167	243	345
净利率	4.9%	16.3%	23.5%	20.9%	21.1%	22.5%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	31	58	40	1,321	1,341	1,503
应收账款	168	134	135	273	403	546
存货	18	24	18	40	59	76
其他流动资产	36	54	133	230	358	463
流动资产	253	271	326	1,864	2,161	2,588
% 总资产	79.7%	78.2%	80.0%	95.3%	95.6%	96.4%
长期投资	20	31	0	0	0	0
固定资产	12	12	20	28	32	29
% 总资产	3.8%	3.5%	4.8%	1.4%	1.4%	1.1%
无形资产	26	23	51	53	56	58
非流动资产	65	76	81	91	99	97
% 总资产	20.3%	21.8%	20.0%	4.7%	4.4%	3.6%
资产总计	318	346	408	1,956	2,260	2,686
短期借款	30	50	104	0	0	0
应付款项	40	91	44	103	166	247
其他流动负债	8	17	14	33	42	52
流动负债	78	158	161	136	208	300
长期贷款	0	0	12	12	12	12
其他长期负债	0	3	2	2	2	2
负债	78	162	176	150	222	314
普通股股东权益	239	185	232	1,806	2,038	2,371
少数股东权益	1	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	318	346	408	1,956	2,260	2,686

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	2.576	0.763	1.373	1.523	2.213	3.147
每股净资产 (元)	47.827	2.247	2.820	16.478	18.591	21.638
每股经营现金净流 (元)	0.899	1.104	0.427	-0.124	0.433	1.661
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	5.39%	33.95%	48.67%	9.24%	11.90%	14.54%
总资产收益率	4.05%	18.11%	27.69%	8.53%	10.73%	12.84%
投入资本收益率	7.39%	49.93%	34.07%	31.72%	31.18%	36.53%
增长率						
营业总收入增长率	—	45.75%	24.50%	66.18%	44.35%	33.34%
EBIT 增长率	—	305.82%	50.26%	51.50%	43.54%	45.64%
净利润增长率	—	386.82%	79.90%	47.92%	45.33%	42.19%
总资产增长率	—	8.97%	17.68%	379.97%	15.53%	18.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.6	118.5	98.6	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	17.5	32.3	26.7	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	31.1	31.6	14.4	31.0	31.0	31.0
固定资产周转天数	8.3	10.9	10.2	6.8	3.9	1.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.24%	-4.53%	32.79%	-72.46%	-65.22%	-62.85%
EBIT 利息保障倍数	36.0	46.2	31.6	-17.3	-10.3	-14.0
资产负债率	24.58%	46.65%	43.11%	7.67%	9.83%	11.69%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	13	63	113	167	243	345
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	9	24	9	7	9	11
非经营收益	1	-6	3	3	0	0
营运资金变动	-18	10	-90	-190	-204	-174
经营活动现金净流	4	91	35	-14	47	182
资本开支	5	5	13	17	16	9
投资	-11	9	-51	0	0	0
其他	0	-11	11	0	0	0
投资活动现金净流	-16	-7	-53	-17	-16	-9
股权募资	0	25	0	1,418	0	0
债权募资	30	20	66	-104	0	0
其他	-1	-113	-54	-3	-11	-11
筹资活动现金净流	29	-69	12	1,312	-11	-11
现金净流量	18	15	-6	1,281	20	162

来源: 齐鲁证券研究所

### 投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:王莉本  
电话: 021-20315181  
手机:13641659577  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话: 021-20315112  
手机:18621368050  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

济南  
联系人:韩丽萍  
电话:0531-68889516  
手机:15806668226  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308