



内容与渠道共舞 传媒和娱乐齐飞

增持

——光线传媒（300251）深度研究报告——

内容摘要:

- **内容+渠道 传媒+娱乐** 公司的主营业务是电视节目和影视剧的投资制作和发行业务。公司有三大传媒内容产品：电视栏目、演艺活动、影视剧；两个网络：电视节目发行网、电影发行网。
- **商业模式独特** 先天看资源，后天靠模式。作为民营传媒公司的光线传媒，商业模式独特。目前电视节目运营通过节目联播网实现，其广告营销收入是主要来源，因此在销售渠道上“批发”与“零售”共舞；影视剧业务亦是投资发行与代理发行并举，使得公司的影片发行数量和票房快速上升，跻身国内电影发行公司前列。
- **行业前景靓丽** 公司处于传媒中发展最快的子行业影视业，2010年我国电影市场票房收入达到101.72亿元人民币，较2009年增长63.9%，电影产业在整个文化娱乐产业（艺恩定义文化娱乐包括电影、电视、动漫、游戏、音乐五个细分市场）所占的比重，从07年的不到14%，逐步上升到2012年有望达到25%的比例。电视节目主要收入来源是电视广告，2004-2009年，电视广告收入的年复合增长率达13.25%。
- **业绩预测与估值** 我们预测公司2011、12年EPS分别为1.58元和2.13元。公司9月15日收盘价为65元，静态PE为47.45X，动态PE分别为41.14X和20.52X。华谊兄弟和华策影视是现有A股市场可比性较强的两家公司，华谊兄弟和华策影视的主营业务为影视制作与发行，与光线传媒未来的主营业务近似。考虑到公司的娱乐与传媒兼具，内容与渠道共享的特性，未来有超预期发展的可能，给予“增持”评级。

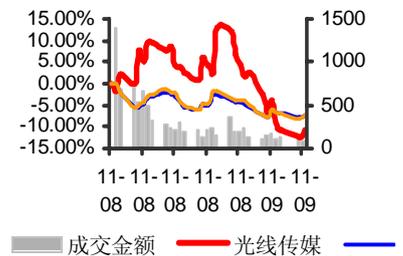
分析师

马凤桃
执业证号：S1250511010002
电话：010-57631231
邮箱：mft@swsc.com.cn

联系人

潘红敏
电话：010-57631226
邮箱：phm@swsc.com.cn

市场表现



目 录

一、公司简介	1
1.1 公司控股股东及实际控制人情况.....	1
1.2 公司参股控股子公司.....	2
1.3 主营业务：三大业务、两个网络.....	2
二、主营业务分析	3
2.1 电视栏目 与电视台分成比例 4：6.....	3
2.2 演艺活动 类型丰富增长快.....	5
2.3 影视剧 以国产影片发行为主.....	6
2.4 主要竞争对手.....	6
三、公司主要竞争优势	7
3.1 独特的商业运营模式.....	7
3.2 工业化运营体系 尽显节目制作规模化优势.....	7
3.3 类型节目的协同效应优势.....	8
3.4 电影发行业务精细化运作的优势.....	8
四、影视行业发展前景靓丽	9
4.1 电视节目行业 收视格局三足鼎立.....	9
4.2 电影行业 发展速度世人瞩目.....	12
五、公司预测与估值	18
六、投资风险	19
6.1 税收政策的风险.....	19
6.2 栏目、影视作品销售的市场风险和季节性风险.....	19

插图目录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司内部组织结构.....	1
图 3: 2008-2010 年三大主营产品营业收入.....	3
图 4: 2008-2010 收入占比.....	3
图 5: 2008-2010 毛利率走势.....	3
图 6: 2008-2010 净利润占比.....	3
图 7: 主要四档日播栏目首播台数量变化情况.....	5
图 8: 公司所处行业.....	9
图 9: 电视节目制作时间和播出时间对比.....	9
图 10: 各级频道 2005-2009 收视份额变化.....	9
图 11: 电视广告地区排名前五收入占 32%.....	10
图 12: 2006-2008 广告投放市场份额变化情况.....	10
图 13: 广播电视广告收入增长率与 GDP 增长率.....	11
图 14: 2004 年以来, 电视广告收入变化.....	11
图 15: 2008 年电视节目收视比重和播出比重对比.....	11
图 16: 付费电视广告增长.....	12
图 17: 2003-2010 电影票房增长.....	13
图 18: 近年电影产量变化.....	13
图 19: 2007-2011 年暑期档票房统计.....	13
图 20: 2011 暑期档电影类型统计.....	13
图 21: 剧组组织结构.....	15
图 22: 2009 年主要档期票房收入.....	18
图 23: 上市以来市场走势.....	18
图 24: 与华谊兄弟、华策影视走势对比.....	18

表格目录

表 1: IPO 前后公司股东和股权变化.....	2
表 2: 参股控股子公司一览.....	2
表 3: 公司主要电视栏目及首播频次.....	4
表 4: 主要演艺活动.....	6
表 5: 最近三年发行的影片数量和票房及占比.....	6
表 6: 主要竞争对手概况.....	6
表 7: 知名的民营节目制作机构主要特点.....	12
表 8: 2011-2010 上半年城市主流院线票房收入观众人次对比.....	13
表 9: 国内主要电影企业排名及市场份额.....	14
表 10: 2011-2010 年上半年十大票房院线对比表.....	15
表 11: 2002-2010 年全国十大票房院线排行榜.....	16
表 12: 2011-2010 年上半年十大票房地区对比表.....	17
表 13: 公司与华策影视、华谊兄弟相关数据比较.....	18
表 14: 公司享受到的税收优惠和政府补助金额.....	19

一、公司简介

目前，公司是国内最大的民营节目制作及运营商之一，与传统的节目制作公司不同，公司以电视节目为纽带，建立了以全国 307 个地面频道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。电影发行业务跻身国内民营电影公司第三名。

与同为民营公司，已在 A 股上市的华谊兄弟和在国外上市的保利博纳比较，简章地可以说博纳与华谊总体而言是娱乐公司，是内容提供商，而光线传媒的特点则可以用两个加号来表现：内容+渠道，传媒+娱乐。

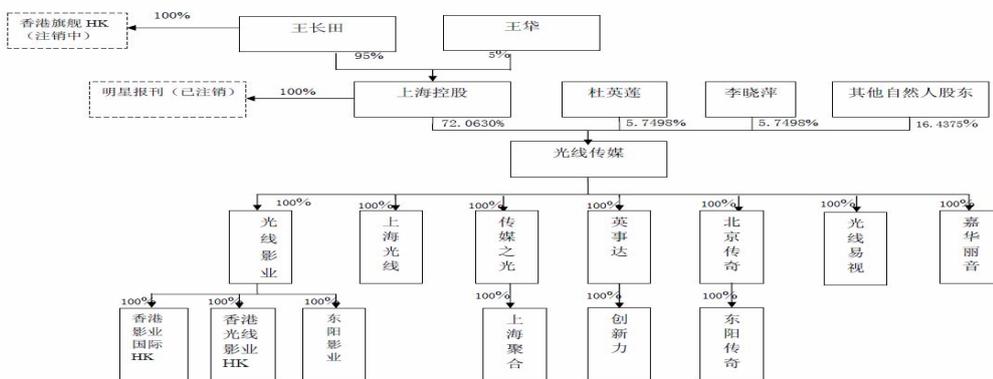
截止 2010 年底，公司总资产 40751 万元，股东权益 23183 万元，全年营业收入 47960 万元，净利润 11282 万元，发行后 EPS1.03 元。

1.1 公司控股股东及实际控制人情况

公司控股股东为上海光线投资控股有限公司，上市前持有公司 72.06% 的股权。公司实际控制人为王长田先生，持有控股股东上海光线投资控股有限公司 95% 的股权。

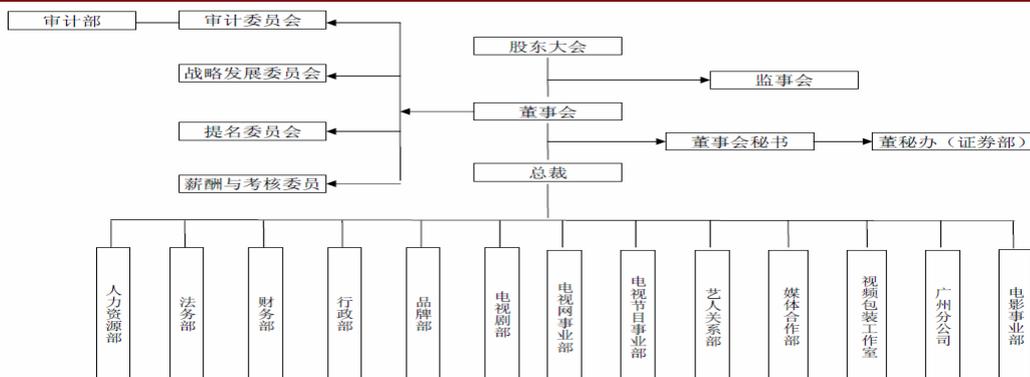
日前公开发行 2,740 万股，发行完成后实际控制人王长田控股的子公司光线控股仍将持有公司 54.05% 的股权，居控股地位。

图 1: 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

图 2: 公司内部组织结构



资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

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
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%
本次发行股份 (社会公众股)	-	-	2740	25.00%
合计	8,220	100.00%	10,960	100.00%

资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

1.2 公司参股控股子公司

表 2: 参股控股子公司一览

被参控公司	参控关系	参股比例 (%)	被参控公司 注册资本(元)	被参控公司主营业务	是否合并 报表
香港影业国际有限公司	孙公司	100	1260000.0000USD	电影海外发行	是
香港光线影业国际有限公司	孙公司	100	6800000.0000HKD	电影海外发行	是
上海聚合广告有限公司	孙公司	100	10000000.0000CNY	代理发布广告	是
上海光线电视传播有限公司	子公司	100	3000000.0000CNY	电视节目制作,代理广告发布	是
东阳光线影业有限公司	孙公司	100	1000000.0000CNY	国产电影发行	是
东阳东方传奇传媒有限公司	孙公司	100	500000.0000CNY	电视剧的制作,发行及衍生业务	是
北京英事达形象包装顾问有限公司	子公司	100	1000000.0000CNY	形象策划,形象包装, 影视策划, 广告设计制作等	是
北京嘉华丽音国际文化发展有限公司	子公司	100	5000000.0000CNY	活动策划及相关业务	是
北京光线影业有限公司	子公司	100	50000000.0000CNY	国产电影的投资制作发行	是
北京光线易视网络科技有限公司	子公司	100	10000000.0000CNY	互联网信息服务业务	是
北京东方传奇国际传媒有限公司	子公司	100	20000000.0000CNY	电视剧的制作和发行	是
北京创新力国际文化传媒有限公司	孙公司	100	500000.0000CNY	活动策划及相关业务	是
北京传媒之光广告有限公司	子公司	100	1000000.0000CNY	广告设计,制作及代理	是

资料来源: Wind 西南证券研发中心

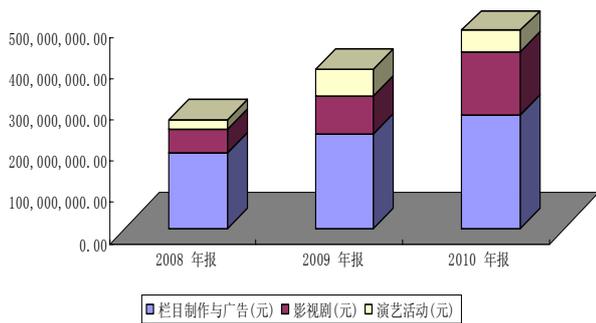
1.3 主营业务: 三大业务、两个网络

公司的主营业务是电视节目和影视剧的投资制作和发行业务。公司有三大传媒内容产品: 电视栏目、演艺活动、影视剧; 两个网络: 电视节目发行网、电影发行网。

二、主营业务分析

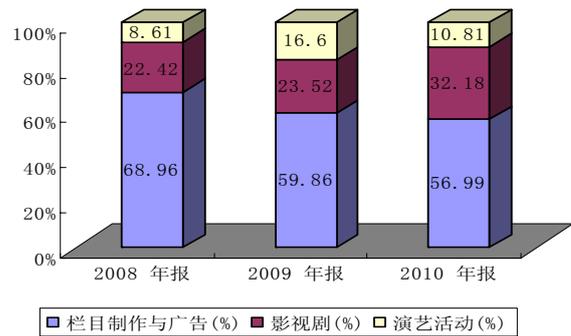
电视节目包括常规电视栏目和在电视台播出的演艺活动,演艺活动属于特殊类型的电视节目。电视栏目和演艺活动是自主制作发行,通过节目版权销售或广告营销的方式实现收入。从下图可以看出,公司影视剧业务占比逐年提升,今后公司还将加大该业务的力度,其占比提升至40%甚至接近50%。

图 3: 2008-2010 年三大主营产品营业收入



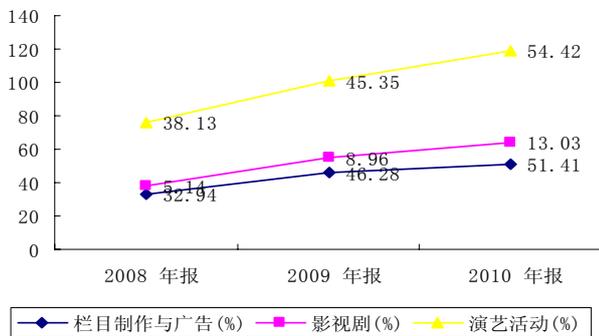
资料来源: Wind 西南证券研发中心

图 4: 2008-2010 收入占比



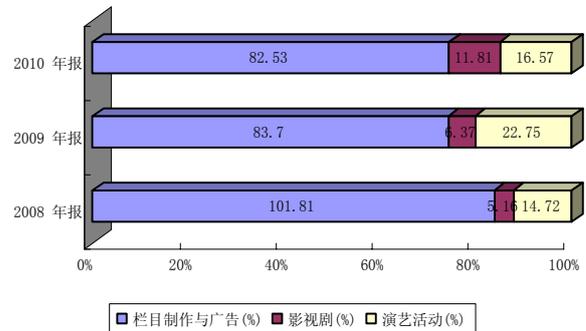
资料来源: Wind 西南证券研发中心

图 5: 2008-2010 毛利率走势



资料来源: Wind 西南证券研发中心

图 6: 2008-2010 净利润占比



资料来源: Wind 西南证券研发中心

2.1 电视栏目 与电视台分成比例 4 : 6

2.1.1 电视栏目: 制作共计 11 档节目

公司的电视栏目主要是娱乐资讯类、生活时尚类,按播出频率分为日播和周播。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。公司的电视节目每天在全国 307 个电视频道首播 1200 余频次。

表 3: 公司主要电视栏目及首播频次

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		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	日播	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		周播	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 西南证券研发中心

2.1.2 电视栏目主要发行渠道: “零售”与“批发”共行

电视栏目主要通过两种方式实现收入, 第一, 电视栏目播出权的直接销售; 第二, 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实现收入。

目前, 电视栏目直接销售比例较低, 电视栏目的广告营销收入是主要来源, 因此其营销能力是节目广告价值实现的关键, 而节目发行渠道覆盖面的拓展是提升广告收入的前提。

公司发行网络包括时段联播网、频道联播网、新媒体联播网等发行网络。公司主要依靠地面频道, “批发”与“零售”共行, 都是用节目换取电视台的广告时间, 分成比例一般是 4:6, 公司 40%, 电视台 60%。

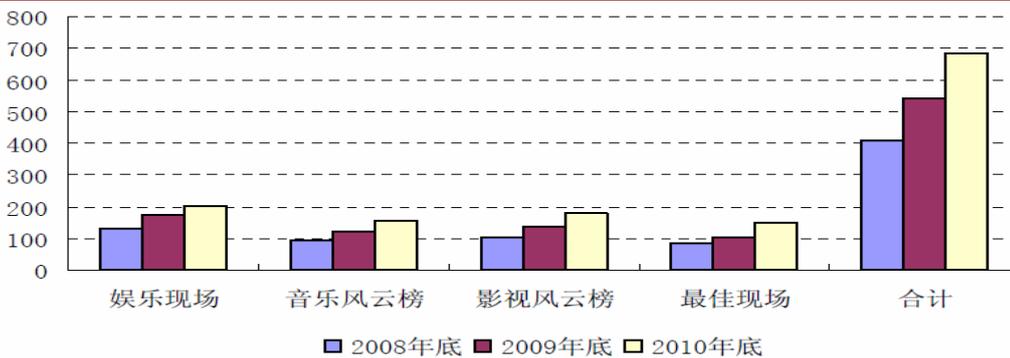
时段联播网和频道联播网是公司节目发行和收入实现的主要渠道。公司主要的四档日播栏目的播出总频次由 2008 年的每日 411 频次快速增加到 2010 年底的每日 683 频次, 年均复合增长率达 29%。全部节目的播出频次达到 1200 余频次。

1) 时段联播网“零售” 公司的单个电视节目分别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广告时间并通过贴片广告、植入广告进行广告时间的运营。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》, 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“批发” 主要模式是公司与地面电视台(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,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。到2010年末,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,已有111个频道相继开播。

图7: 主要四档日播栏目首播台数量变化情况(单位:台次)



资料来源:公司招股说明书 西南证券研发中心

3) 新媒体联供网 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供网。

2.1.3 广告销售和整合营销

一般地面频道主打当地市场,光线是整合资源面向全国市场打包销售。一是通过4A公司。光线去年的广告品牌数量100超过个,基本都是知名品牌客户。二是直接客户,如蒙牛、真维斯、苹果等大型客户,为他们提供打包整合服务。

经过十余年的发展,公司积累了丰富的广告营销经验,通过贴片广告、植入广告、冠名广告多种方式相结合,为客户提供专业的策划、包装和整合营销方案,充分挖掘节目的广告价值。最近三年,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%。

全国有300多个地级建制城市,公司目前只合作了142个城市台,且主要是中小台。未来内容增加后,可以和更大的电视台合作,把空间做得更大。现在主要提供娱乐和生活类节目,接下来会有电视剧,将和卫视联合购买电视剧,拿下地面播出权,和卫视分摊电视剧购买成本。

2.2 演艺活动 类型丰富增长快

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。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。活动收入也从2008年的2,277.50万元增长到2010年的5,185.77万元,增长127.70%。

表 4: 主要演艺活动

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 西南证券研发中心

2.3 影视剧 以国产影片发行为主

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。

电影方面, 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。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。

表 5: 最近三年发行的影片数量和票房及占比

	2010 年	2009 年	2008 年
发行电影部数	7	8	5
票房总额(亿元)	3.14	2	0.51
票房占国产电影的比例	5.48%	5.69%	1.99%

资料来源: 国家广电总局 《2009 中国电影产业研究报告》、《2010 中国电影产业研究报告》

2.4 主要竞争对手

在电影的制作及发行方面, 实力较强的国内竞争对手包括中国电影集团、上影集团、华谊兄弟、保利博纳电影发行公司和北京新画面影业公司。

表 6: 主要竞争对手概况

名称	主要股东及	代表作品
中国电影集团	国家广电总局,	《梅兰芳》、《建国大业》、《南京 南京》、《建党伟业》《新少林寺》等
上海电影集团公司	上海电影制片厂、上海美术电影制片厂、上海电影译制厂、上海科学教育电影制片厂、上海电影技术厂等单位合并组建的大型电影企业	《辛亥革命》《一代宗师》《杨门女将之军令如山》《关云长》《雪花秘扇》等
华谊兄弟传媒股份有限公司	华谊兄弟传媒有限公司	《大地震》、《非诚勿扰》《全球热恋》《画皮 2》等影片
保利博纳电影发行公司	中国保利集团与民营企业共同出资设立	发行《寻枪》《邓小平》《双雄》, 投资《枪王之王》、《十月围城》《三国之见龙卸甲》《财神客栈》《大笑江湖》等

名称	主要股东及	代表作品
北京新画面影业公司	成立于 1997 年 董事长张伟平 艺术总监张艺谋	《满城尽带黄金甲》、《三枪拍案惊奇》、《山楂树之恋》《金陵十三钗》等

资料来源：相关公司网站 西南证券研发中心

三、公司主要竞争优势

3.1 独特的商业运营模式

3.1.1 电视节目运营通过节目联供网实现

该网具以下几方面优势：（1）实现了节目制作与节目运营相结合；（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）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。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% 就是有力的证明；（5）节目针对单个电视台销售的时段联供网和 6 小时节目打包提供给地面频道的频道联供网相结合，构成公司节目联供网的两种互相补充的发行网络。（6）节目联供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。

3.1.2 影视剧投资发行与代理发行并举

公司的电影业务以国产影片的发行为主，主要包括投资发行和代理发行两种模式。通过参与投资和制作环节保证和带动发行业务，在获取代理发行费收入的同时，通过票房分成实现投资收益。利用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，以及遍布主要城市的电影发行网络，促进电影发行业务的精细化运作，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。

3.2 工业化运营体系 尽显节目制作规模化优势

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”。业绩波动性比较小，现金流较好。

该工业化体系包括制作流程的工业化和运营流程的工业化，娱乐资源共享性较强。另外，通过贯穿始终并行行之有效的财务管理、组织管理、创作管理（服务管理）、营销管理和人才管理等管理措施来确保各业务流程的标准化运作，进而保证整个业务运作体系的规范化和高效率。

同时公司作为行业内为数不多的集节目制作、发行、广告营销及活动策划为一体的节目运营商，根据客户的需求为其量身定制一整套整合营销方案。包括节目的贴片广告、植入式广告、

活动冠名权等广告形式，通过电视台、演艺活动、户外移动多媒体等多种渠道进行整合营销。公司成立了整合营销中心、活动营销中心、媒介营销中心三个专业化分工的营销团队，分别针对大企业客户、演艺活动营销和节目广告营销三种类型，根据客户的不同需求由各中心进行分工协作，超越了一般情况下以单个节目为主的广告营销，提升了整合营销能力。

3.3 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。

3.4 电影发行业务精细化运作的优势

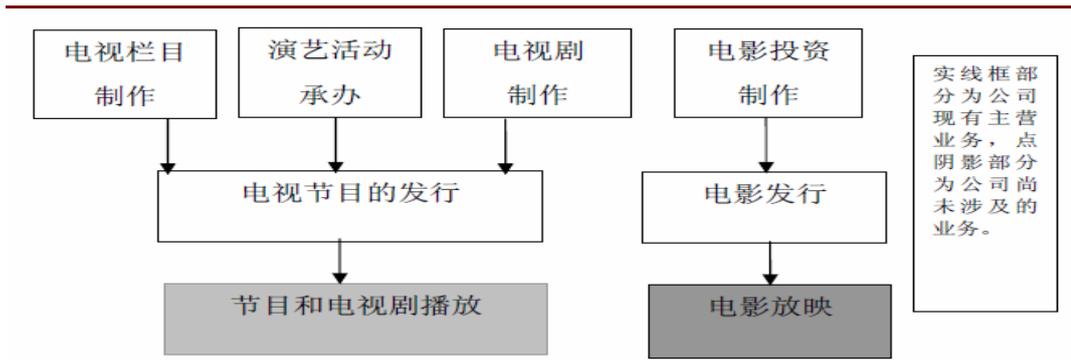
公司独具特色的电影发行网络实现了影片发行的本地化营销和精细化运作。电影发行网络以总部、大区、城市为“条”，以宣传、发行、营销为“块”，“条块”紧密结合，包括 6 个大区、5 个小区、覆盖 50 个城市。上述城市的票房收入占全国电影票房总额的 85% 以上。电影发行营销人员在 50 个主要城市进行驻地式营销，能够根据各地情况，制定更具本地特色的营销方案。特别是在影片场次的安排、影厅的选择等方面，除了与院线公司沟通之外，还与负责具体决策的各影院进行充分沟通，实现地方票房最大化。

电影发行业务模式的投资风险较低，盈利稳定。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），影片发行的盈利模式稳定，投资风险较低。同时，通过积极参与投资、制作环节，不仅能保证取得影片的发行权，而且在收取代理发行费的同时，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。代理发行和投资发行两种模式相结合，使得公司的影片发行数量和票房快速上升，跻身国内电影公司的前列。

四、影视行业发展前景靓丽

公司电视节目业务所处行业为电视节目制作和发行行业,电影发行业务所处行业为电影行业。电视节目包括常规电视栏目、电视剧和在电视台播出的演艺活动。行业主管部门为中宣部和国家广电总局和文化部。

图 8: 公司所处行业



资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

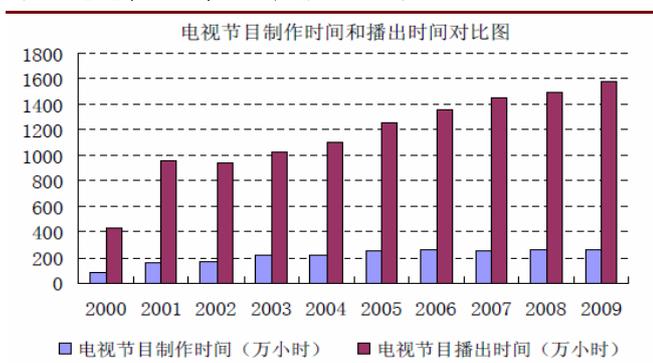
4.1 电视节目行业 收视格局三足鼎立

4.1.1 电视供需缺口大且精品缺乏

目前,我国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。

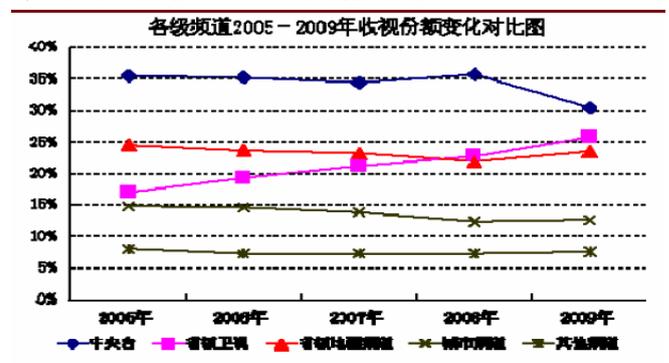
当前,电视节目供需缺口大,重播率高。2000年以来,国内电视节目制作数量快速增长。2008年电视节目制作总量较2000年增长203.2%,年复合增长率达到14.88%。2009年,电视节目播出总量为1577.68万小时,电视节目制作总量为265.36万小时,播出量是生产制作量的5.94倍,平均重播率达到83.18%。电视节目内容资源尤其是精品资源严重缺乏。

图 9: 电视节目制作时间和播出时间对比



资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

图 10: 各级频道 2005-2009 收视份额变化



资料来源: 《中国广播电视年鉴》和《2010年中国传媒产业发展报告》
西南证券研发中心

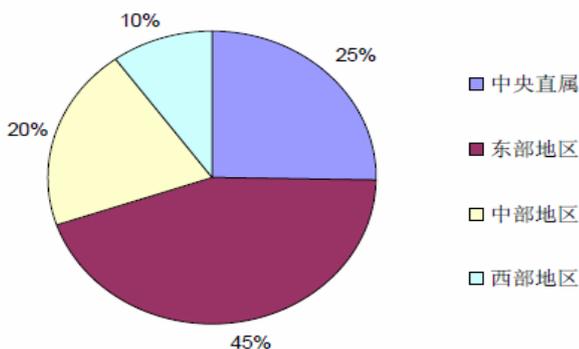
4.1.2 电视广告稳增 生活时尚综艺类节目全面崛起

2009 年,电视广告收入达 654.03 亿元,电视媒体广告投放额约占媒体广告投放额的 85%,仍占据绝对的优势地位。2004-2009 年,电视广告收入的年复合增长率达 13.25%。

中央电视台和省级卫视占据收视市场的大半壁江山。省级卫视、省级地面频道广告投放比例稳定上升,而城市频道广告投放比例有所下降,单个地面频道的生存空间不断受到省级卫视和中央台的挤压。

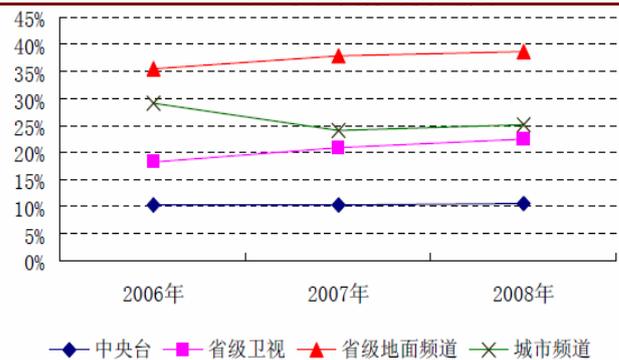
同时电视广告收入的地区分布不均衡,东、中、西部呈明显的阶梯分布。东部发达地区广告收入占比较高,中西部地区广告收入较低。电视广告收入排名前五名的省份依次为广东省、江苏省、上海市、浙江省和北京市,广告收入均在 30 亿元以上,远高于各省电视广告的平均收入 19.65 亿元。排名前五名的省份电视广告收入合计 195.18 亿元,占全国电视广告总收入(不包括港澳台地区)的 32.04%,排名前十名的省份电视广告收入合计 299.77 亿元,占全国电视广告总收入(不包括港澳台地区)的 49.21%。

图 11: 电视广告地区排名前五收入占 32%



资料来源:广电总局 西南证券研发中心

图 12: 2006-2008 广告投放市场份额变化情况



受消费市场季节性变化的影响,企业一般在消费旺季和节假日来临之前,提前进行广告投放。因此,4-5 月份、9-10 月份、12-1 月份通常为广告投放的旺季,而其他月份广告投放额较低。

电视行业作为文化娱乐行业,其发展程度与国民经济发展和人均 GDP 的增长水平直接相关。同时,电视行业广告收入也会受到奥运会等特殊重大事件的影响,出现爆发式增长。例如,在 2004 年和 2008 年奥运会期间,由于奥运会广泛的群众基础以及其全球影响力,国内电视广告收入增长幅度超过普通年份 4 个百分点以上。

图 13: 广播电视广告收入增长率与 GDP 增长率

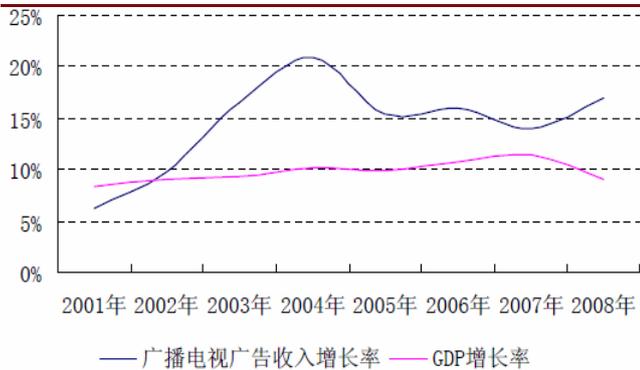
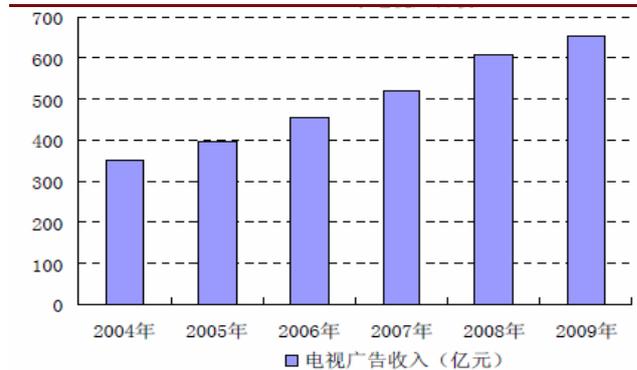


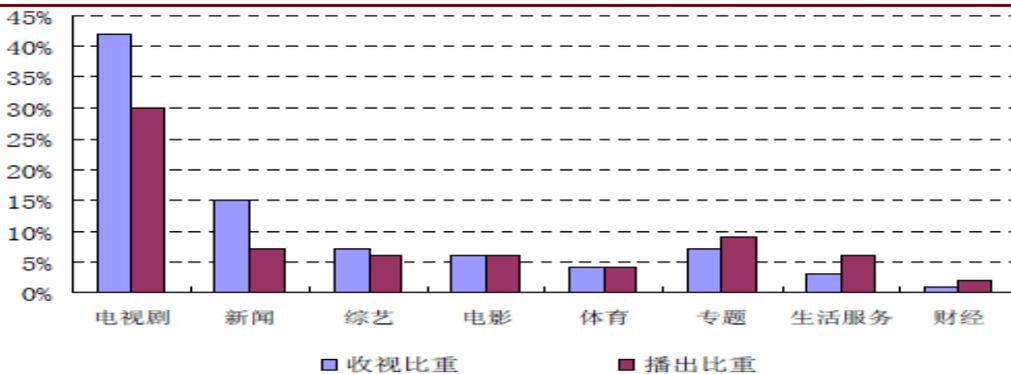
图 14: 2004 年以来, 电视广告收入变化



资料来源: 国家统计局网站和《中国广播电视年鉴》 西南证券研发中心

从各类电视节目的收视比重和播出比重的对比来看, 电视剧、新闻和综艺类节目是电视媒体收视市场的制胜法宝, 上述三种节目的收视比重超过播出比重, 受到观众的青睐。电视剧收视率占四成以上, 独播剧、联播剧等形式的精品电视剧成为电视台抢夺收视市场的法宝, 电视剧广告收入已占到电视广告收入的 50%以上。新闻类节目主要是以中央电视台、省级地面频道和市(县)级城市频道为主, 中央电视台以全国性重大时事新闻为主, 省级地面频道和城市频道以当地新闻和民生新闻占据收视优势。近年来, 生活时尚类综艺节目全面崛起, 成为电视市场具有强大竞争力的内容产品之一。

图 15: 2008 年电视节目收视比重和播出比重对比



资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

4.1.3 行业内主要企业和市场份额

电视节目制作行业主要由国内独立节目制作商、各电视台内部节目制作部和电视台下属的节目制作公司构成。

行业内企业主要有两类: 第一类, 电视台内部节目制作机构和电视台旗下的电视节目制作公司。例如, 中央电视台旗下的节目制作公司中国国际电视总公司等。目前, 除电视剧外, 电视台的大部分节目是由内部制作部门或旗下节目制作公司提供。

第二类, 民营节目制作机构。民营节目制作机构数量和节目产量保持稳步增长的态势, 截至 2009 年底, 全国共有各类广播电视节目制作机构 4,057 家, 比 2008 年增加 714 家, 增幅为 21.36%。民营节目制作市场高度分散, 总体而言, 单个民营机构的制作量远小于电视台。

表 7: 知名的民营节目制作机构主要特点

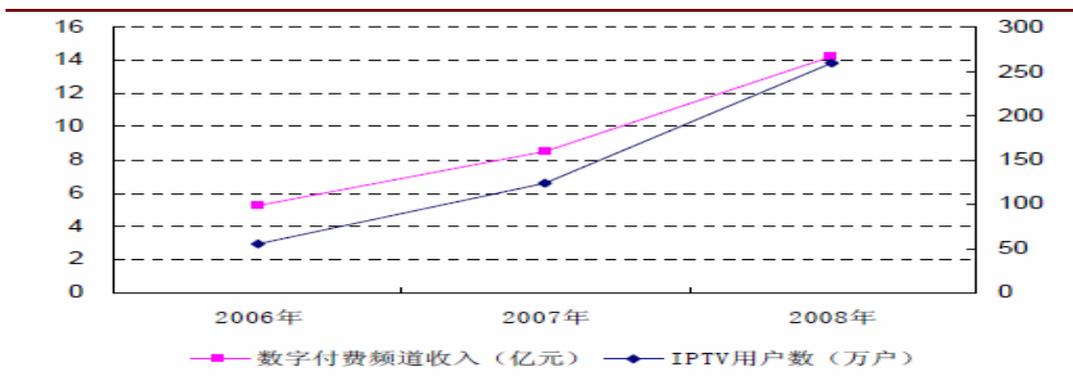
序号	同行业	主要节目类型	节目制作时间	经营模式	节目主要播出区域
1	北京光线传媒股份有限公司	娱乐资讯类、生活类、故事类等	5.5 小时/天	节目直接销售和以节目换取广告经营时段的方式	全国
2	东方风行(北京)传媒文化有限公司	娱乐时尚类	2 小时/天	节目的销售收入、广告收入、化妆品等时尚产品	线下销售
3	北京银汉文化传播有限公司	生活服务信息类	2.5 小时/天	委托制作为主	北京电视台
4	北京欢乐文化艺术有限公司	综艺类	-	周播节目为主	北京电视台
5	派格太合环球文化传媒投资有限公司	综艺类活动	1.5 小时/周	委托制作为主(以活动为主)	东方卫视

资料来源: 各公司网站 西南证券研发中心

4.1.3 行业“马太效应”凸显，节目制作行业存在整合空间

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。

三网融合将使得播出渠道更加多样化，节目播出渠道以传统电视媒体为依托向付费数字电视、网络电视（IPTV）、移动多媒体广播电视（CMMB）、互联网等新媒体拓展。付费电视的收入从 2006 年的 5.23 亿元增长到 2008 年 18.17 亿元，年均增长率高达 82.47%。

图 16: 付费电视广告增长


资料来源: 2009 年中国广播电影电视发展报告 西南证券研发中心

4.2 电影行业 发展速度世人瞩目

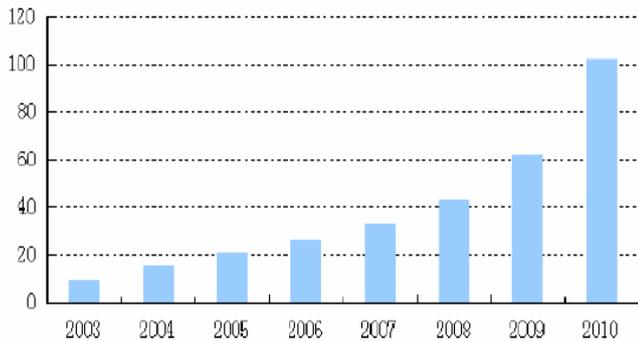
得益于国民经济的持续快速增长，居民对文化娱乐产品的消费欲望和消费能力均快速提升。国家广电总局统计数据显示，我国电影票房从 2003 年的约 9 亿元增长到 2009 年 62.06 亿元的规模，增幅约 5.75 倍，年复合增长率约 40%。2010 年我国电影市场票房收入达到 101.72 亿元人民币，较 2009 年增长 63.9%，位居全球电影票房市场的前十名。国产影片票房占总票房的一半以上，大制作和中小制作的国产影片票房均快速上升。

电影产业在整个文化娱乐产业（艺恩定义文化娱乐包括电影、电视、动漫、游戏、音乐五个细分市场）所占的比重，从 07 年的不到 14%，逐步上升到 2012 年有望达到 25% 的比例。

4.2.1 产量位居全球第三

2003 年至今, 国产影片(含中外合拍影片)产量的年复合增长率约为 20%。截至 2010 年底, 我国已形成了年产 526 部故事影片的产业规模, 较 2009 年 456 部增幅达 15%, 次于印度和美国位列全球第三位。

图 17: 2003-2010 电影票房增长

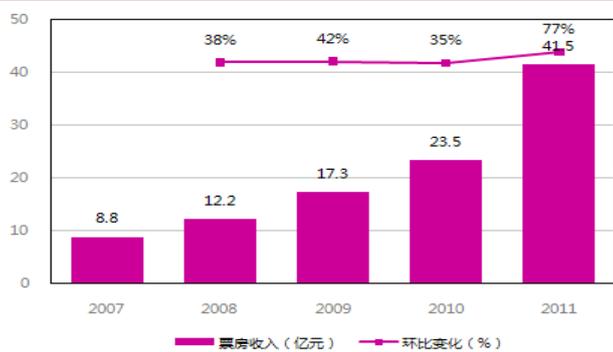


资料来源: 国家广电总局 西南证券研发中心

图 18: 近年电影产量变化



图 19: 2007-2011 年暑期档票房统计



资料来源: 艺恩咨询 西南证券研发中心

图 20: 2011 暑期档电影类型统计

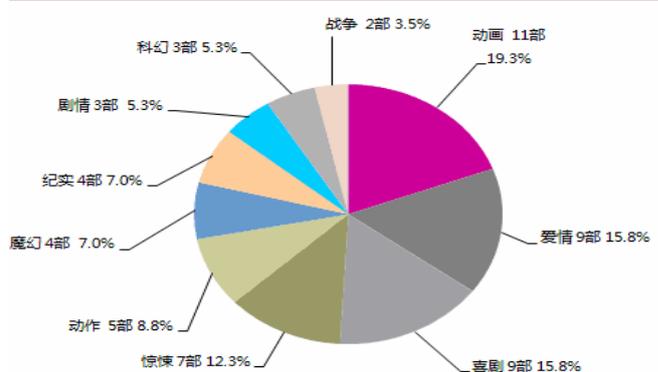


表 8: 2011-2010 上半年城市主流院线票房收入观众人次对比

月份	票房收入/亿元		同比上年增/减幅		观众人次/万人		同比上年增/减幅	
	2011	2010	+-	+-%	2011	2010	+-	+-%
1	10.2	12.5	-2.3	-18.4	2700	2850	-150	-5.26
2	10.4	10.4	-	-	2870	2780	90	3.24
3	5.62	5.92	-0.3	-5.06	1819	1685	134	7.95
4	6.73	6.5	0.23	3.54	2050	1750	300	17.14
5	10.9	6.1	4.8	78.69	3116	1850	1266	68.43
6	11.5	5.2	6.33	121.73	3300	1600	1700	106.25
合计	55.4	46.62	8.76	18.79	15855	12515	3340	26.69

资料来源: 《中国电影报》(2011 年 7 月 14 日第 18-20 版) 西南证券研发中心

4.2.2 寡头垄断高票房收入影片

国家广电总局统计数据显示，2010 年国产电影产量为 526 部，同期国内从事电影投资制作业务的电影企业逾 600 家，平均每个电影企业年产约 1 部电影。因此电影产量的数量分布比较平均，市场化程度较高。

但从电影的市场价值分布来看，高票房收入影片几乎完全被少数几家电影发行公司所囊括，而其余大多数的电影公司目前尚不具备出品高票房收入影片的能力。2008 年-2010 年，国产电影票房收入前 25 名影片的票房收入占国产影片票房收入的 80% 以上，国产影片的发行基本被包括中影集团、上影、华谊兄弟、博纳影业、光线影业在内的少数几家电影公司所包揽。

同时，我国还有几百家中小型民营电影公司，每年累计出品数百部小制作影片。这类公司在资金、技术、人才等方面均无明显优势，但运作机制灵活，大多通过追逐市场热点来投资拍摄影片，一般年产仅 1-2 部小制作影片。

中小影片的数量和票房收入也在快速上升。2008 年，国产影片票房前十名占比为 65%，2009 年下降到 56%，2010 年进一步下降到 48%；电影票房在十名之后的影片总票房 2008 年为 9.1 亿元，2010 年上升为 29.9 亿元，以 230% 的增幅超过国产影片总体 124% 的增幅。据国家广电总局统计，2010 年，全年有 59 部国产影片票房超过千万元，其中大部分为中小成本影片，中国电影产业格局正在由大片垄断向多层次、多类别、多样化发展转变，逐步走向丰富、合理、成熟的产品结构体系。中小影片需要专业的发行商进行市场推广运作，包括宣传营销在内的影片发行能力成为中小影片票房成功的关键因素之一。

4.2.3 行业内主要公司和市场份额

目前，国产影片中票房前 25 名占全部国产影片票房总收入的 80% 以上。根据 2008 年至 2010 年国产电影票房排名前二十五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 9：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	1700.00%	24.96%
2	华谊兄弟	20	800.00%	17.34%
3	上影集团	10.9	700.00%	9.20%
4	博纳影业	9	9	7.65%
5	光线影业	4.7	900.00%	4.03%
6	新画面	3.8	200.00%	3.20%
7	小马奔腾	2	200.00%	1.67%
8	华夏	1.9	3	1.65%

资料来源：《2009 中国电影产业研究报告》《2010 中国电影产业研究报告》2010 年数据根据太平洋电影网票房数据整理。

从上表可以看出，国内电影行业市场份额的市场集中度 (CR5) 指标为 63%，说明国产电影业已经形成了较高的市场集中度，包括光线影业在内的具备制作及发行商业大片能力的少数几家电影企业已经成为我国电影产业商业化运作的主导力量。

2011年上半年华策影视和华谊兄弟两家影视上市公司实现营业收入5.00亿元，同比增长42.45%，实现归属母公司净利润1.44亿元，同比增长63.64%。

表 10: 2011-2010 年上半年十大票房院线对比表

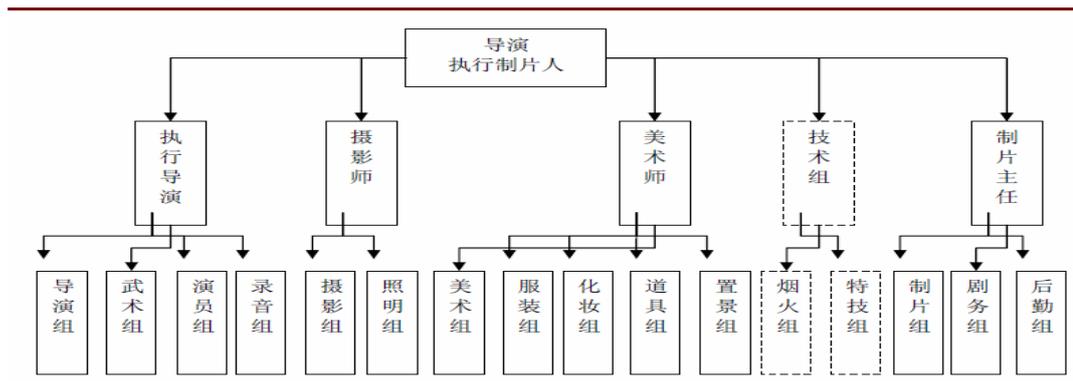
名次	院线名称	2011年1-6月		2010年1-6月		2011与2010同比+-	
		票房万元	名次	票房万元	票房万元	+-%	名次变动
1	北京万达电影院线股份有限公司	78552	1	70622	7930	11.23	-
2	中影星美电影院线有限公司	62148	2	60224	1924	3.19	-
3	上海联和电影院线有限责任公司	57546	4	45461	12085	26.58	从4进3
4	深圳中影南方新干线有限责任公司	48269	3	47615	654	1.37	从3退4
5	广州金逸珠江电影院线有限公司	38779	6	33256	5523	16.61	从6进5
6	北京新影联影业有限责任公司	34642	5	37659	-3017	-8.01	从5退6
7	广东大地电影院线有限公司	29126	8	17044	12082	70.89	从8进7
8	浙江时代电影大世界有限公司	24869	7	19085	5784	30.31	从7退8
9	四川太平洋电影院线有限公司	21293	9	16590	4703	28.35	-
10	辽宁北方电影院线有限责任公司	15602	10	15445	157	1.02	-
-	十大院线票房合计	410826		363001	47825	13.17	
-	上半年总票房	569837		484064	85773	17.72-	
-	占上半年总票房%	72.1		74.99		-2.89	

资料来源:《中国电影报》(2011年7月14日第18-20版) 西南证券研发中心

4.2.4 电影行业特有经营模式

生产模式: 联合摄制模式和以剧组为主要生产单位的模式

图 21: 剧组组织结构



资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

销售模式: “院线+电影院”的销售渠道、销售收入的集中实现

我国目前较为突出的盗版问题导致影片放映后音像版权等其他后续销售收入较少, 电影的销售收入主要来自票房收入。因为影片的特殊性以及观众的消费习惯, 影片的票房收入一般在电影公映后数周内的强档期就基本实现。

表 11: 2002-2010 年全国十大票房院线排行榜

名次	年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	院线	上海联和	上海联和	上海联和	上海联和	上海联和	中影星美	中影星美	北京万达	北京万达
	万元	13000	14600	20600	21068	30820	36400	53099	83300	141000
2	院线	北京 新影联	北京 新影联	北京 新影联	中影星美	北京 新影联	上海联和	北京万达	中影星美	中影星美
	万元	10700	11000	14400	18020	28300	36300	51052	79400	123700
3	院线	中影星美	中影星美	中影星美	北京 新影联	中影星美	北京 新影联	上海联和	上海联和	上海联和
	万元	5000/半年	9500	12200	17971	26500	35300	44507	69864	92100
4	院线	浙江时代	浙江时代	华影南方	中影南方	中影南方	中影南方	中影南方	北京 新影联	中影南方
	万元	5068	5876	7500	10312	18200	30144	43662	62400	91800
5	院线	辽宁北方	辽宁北方	浙江时代	广东珠江	北京万达	北京万达	北京 新影联	中影南方	北京 新影联
	万元	4500	4800	7400	8916	15100	30033	37615	60017	75800
6	院线	四川 太平洋	华影南方	四川 太平洋	北京万达	广东珠江	广东珠江	广州金逸	广州金逸	广州金逸
	万元	4000	4500	7100	8592	14000	17700	27600	44169	69500
7	院线	华影南方	四川 太平洋	辽宁北方	四川 太平洋	浙江时代	浙江时代	浙江时代	浙江时代	浙江时代
	万元	3500	4280	5500	7274	11000	13200	16093	26099	41300
8	院线	广东珠江	广东珠江	广东珠江	浙江时代	四川 太平洋	四川 太平洋	辽宁北方	辽宁北方	广东大地
	万元	2829	3000	4800	6730	10700	12100	14889	23560	37000
9	院线	湖北银兴	湖北银兴	湖北银兴	湖北银兴	世纪环球	世纪环球	四川 太平洋	四川 太平洋	四川 太平洋
	万元	2600	2540	4000	4706	4880	6074	12974	20894	35400
10	院线	重庆万和	世纪环球	世纪环球	上海 大光明	上海 大光明	湖北银兴	世纪环球	世纪环球	世纪环球
	万元	2000	2400	3000	3966	4550	5536	10041	14072	31800
合计/万元		53197	62916	86500	110603	165850	222787	349610	483775	760165
占年总票房%		61.86	71.97	57.67	54.06	63.30	66.96	80.06	77.95	74.73
总计/万元		86000	92000	150000	204600	262000	332700	436700	620600	1017200
同比增长		-11.63	6.98	63.04	36.40	28.05	26.98	31.26	42.11	63.91
过亿票房院线		2	2	3	4	8	8	10	14	20

备注
 1、本表数据来源主要以国家广电总局电影局公布数据(城市主流院线)为主,早期以各院线自行统计上报的为辅。
 2、本表不包括各院线加入二级市场的数。如2005年上海联和院线自行统计总票房为2.4亿元,2006年中影南方院线自行统计为3.25亿元,则按统一公布(不含院线自行统计二级市场票房)的2.11亿元和3.01亿元列入本表排行榜,其他院如同。

资料来源:《中国电影报》2011年5月26日第16-17版 西南证券研发中心

对于以国内发行放映为主的影片来说,一般在公映后的 3-6 周内基本实现大部分票房收入,结转绝大部分的销售成本;对于少数国外发行收入占比较高的影片,由于海外市场发行放映周期较长的缘故,一般在 1-2 年内可实现全部海外票房收入,结转全部销售成本。

近年来,随着互联网等其他新媒体的快速发展,影片从非院线渠道取得收入稳步上升,包括网络版权、音像版权、电视播映权等。另外,影片前的贴片广告和影片中的植入广告收入也稳步增长,成为电影发行的新的收入来源。2008 年,电视频道及电影广告收入合计 15.64 亿元,2009 年增长到 16.89 亿元。

4.2.5 电影业的季节性、区域性和周期性特征

目前形成以春节档、五一档、暑期档、国庆档和贺岁档这五大档期为主,以情人节、清明节和端午节等几个小档期为辅的格局。电影业的票房收入根据档期呈现较为明显的季节性,即夏季(暑期档)和冬季(贺岁档及春季档)是国内电影票房收入的两个波峰。

由院线和影院所构成的放映市场是电影业票房收入的直接来源,院线和影院的地域分布就决定了电影业收入的地域分布。目前,北京、上海、广东这三个省市共拥有 11 条院线,约占全国院线总数的 30%;旗下银幕总数超过 2,000 块,占全国银幕总数的 50%。电影发行放映渠道资源向这三个省市的集中自然使这三个省市成为中国电影票房收入的核心区域。

2010 年生产的 526 部国产故事片中,只有 100 多部进入了观众视野;国产电影 95% 以上票房是由北京、上海、深圳、广州 4 个特大城市以及直辖市、省会城市和深圳、青岛、大连等沿海大城市创造;国内有 3800 多座城市,但 350 座百万人口的中等城市以及县级城市基本没有多厅影院。

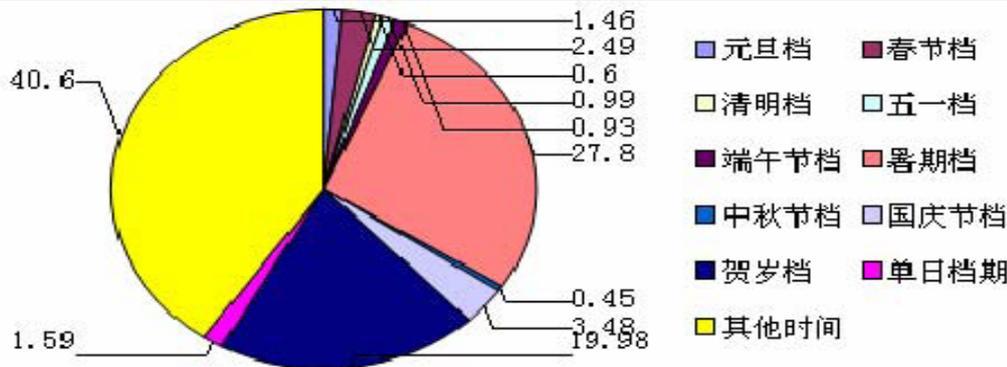
艺恩咨询数据显示,今年上半年,全国各地影院建设提速,全国新开影院多达 298 家,全国影院数已达 2298 家,新增银幕总计 7674 块,且主要在二三线城市。

表 12: 2011-2010 年上半年十大票房地区对比表

2011 年 1-6 月			2010 年 1-6 月			2011 与 2010 同比+-	
名次	地区名称	票房/万元	名次	地区名称	票房/万元	票房/万元	+-%
1	广东	86490	1	广东	81679	4811	5.89
2	北京	59672	2	北京	53790	5882	10.94
3	上海	49970	3	上海	45599	4371	9.59
4	江苏	47743	4	江苏	34777	12966	37.28
5	浙江	44676	6	浙江	33466	11210	33.5
6	四川	31565	5	四川	34037	-2468	-7.25
7	湖北	26372	7	湖北	21705	4667	21.5
8	辽宁	19475	8	辽宁	17160	2315	13.49
9	重庆	19045	10	重庆	14363	4682	32.6
10	福建	17784	9	河南	15948	-	退出
-	十大影院票房合计	402792	-	352524	50268	14.26	
-	上半年总票房	569837	-	484064	85773	17.72	
-	占上半年总票房%	70.69	-	-	72.83	-	-

资料来源:《中国电影报》(2011 年 7 月 14 日第 18-20 版) 西南证券研发中心

图 22: 2009 年主要档期票房收入



资料来源: 《2010 中国电影产业研究报告》

五、公司预测与估值

我们预测公司 2011、12 年 EPS 分别为 1.58 元和 2.13 元。公司 9 月 15 日收盘价为 65 元，静态 PE 为 47.45X，动态 PE 分别为 41.14X 和 20.52X。

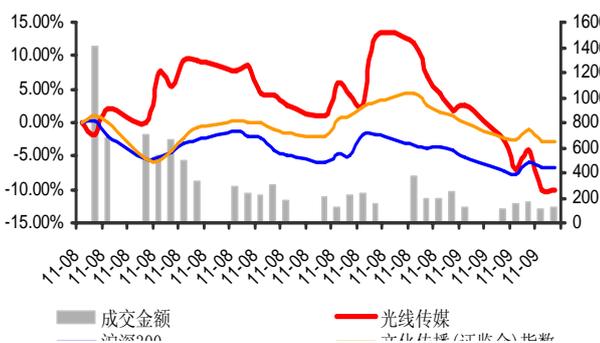
华谊兄弟和华策影视是现有 A 股市场可比性较强的两家公司，华谊兄弟和华策影视的主营业务为影视制作与发行，与光线传媒未来的主营业务近似。与上述两家公司相比，公司目前股价处于合理水平，但考虑到创业板目前整体 PE 为 44.38X，市盈率中值为 48.8X，有一定的上涨空间。同时考虑到公司的娱乐与传媒兼具，内容与渠道共享的特性，未来有超预期发展的可能给予“增持”评级。

表 13: 公司与华策影视、华谊兄弟相关数据比较

证券简称	9.15	相对发行价 涨跌幅(9.15) %	区间涨跌幅 (8.2-9.15)	市盈率 (PE,TTM)	预测 11 PE	预测 12 PE	PB	总市值(证监会 算法)亿元	净利润复合年 增长率(3 年)%
华谊兄弟	16	110.6	6.512	54.13	44.3	29.69	6.452	99.91	36.8284
华策影视	47	40.13	12.05	45.87	36.43	26.40	4.332	53.46	59.5973
光线传媒	65	25.71	-10.81	54.11	41.14	30.52	4.324	72.34	

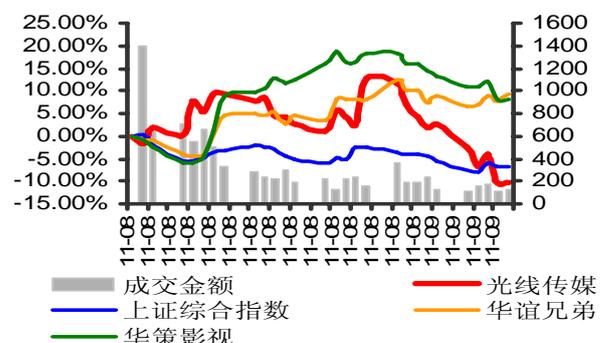
资料来源: Wind 西南证券研发中心

图 23: 上市以来市场走势



资料来源: Wind 西南证券研发中心

图 24: 与华谊兄弟、华策影视走势对比



六、投资风险

6.1 税收政策的风险

表 14: 公司享受到的税收优惠和政府补助金额(单位: 万元)

年度	2010 年度	2009 年	2008 年
利润总额	13,495.75	7,229.56	1,643.43
免征的所得税	1,178.35	800.06	69
免征的营业税	696.73		362.38
政府补助	1,425.53	514.98	174.74
三项优惠合计	3,300.61	1,677.42	355.51
三项优惠对利润总额的影响	24.46%	23.20%	21.63%

资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

2008 年、2009 年和 2010 年的税收优惠和政府补助分别对公司当年利润总额的影响为 21.63%、23.20%和 24.46%。税收优惠和政府补助对公司的经营业绩构成一定影响, 公司存在因税收优惠和政府补助收入减少而影响公司利润水平的风险。

6.2 栏目、影视作品销售的市场风险和季节性风险

公司影视节目及作品, 有可能存在不被市场接受和认可而导致的销售低于预期, 从而导致投资亏损的风险。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>