

# 内容制作领先 渠道发行为王

## 买入首次

目标价：80.85元

### 投资要点：

- 📖 “制播分离”给民营企业带来发展机会，制作能力强的公司获益。
- 📖 发行网络不断扩大带来边际利润的快速增长。
- 📖 “渠道为王”，独特的商业模式能保证公司持续快速成长。

### 报告摘要：

- **内容+渠道，商业模式奠定可持续发展根基。**公司的主营业务可概括为“三个业务、两张网”，即电视节目制作、演艺活动、影视剧三个业务；电视节目发行网和电影发行网。公司作为国内最大的民营娱乐节目制作和发行商之一，拥有10档日播栏目和1档周播栏目，共计5.5小时。公司在娱乐类节目领域经验丰富，凭借资源共享的运营模式、优秀的节目策划和制作团队，节目制作能力强。同时，公司重点布局“节目联播网”，打造以节目制作作为纽带、覆盖全国307个电视频道每日首播1200余频次的节目运营平台。
- **公司所处行业市场潜力大。**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。2010年我国电影市场票房收入达到101.72亿元，同比增长63.9%，据统计，2004-2009年电视广告收入复合增长率达到13.25%，行业处于高速发展阶段。
- **公司各项业务增长势头强劲。**公司在栏目制作广告收入上保持40%的增速，演艺活动保持20%的增速，影视剧方面2011年同比增速达到130%。除强大的电视节目制作能力、独特的节目发行营销方式和电影行业的规模优势外，公司更具有对电视广告的综合营销体系和能力，发挥各类型节目协同效应，边际利润快速增长。
- **盈利预测与估值。**根据我们的测算，公司2011—2013年每股收益分别为1.58、2.31、3.36。按照9月19日得收盘价61.67元计算，对应的市盈率分别为38.91、26.66、18.34，按2012年35倍市盈率估值，未来6个月的目标价格为80.85元，首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	385.22	479.60	780.69	1091.31	1487.71
增长率(%)	45.75	24.50	62.78%	39.79%	36.32%
净利润(百万元)	62.71	112.82	165.33	242.99	354.33
增长率	386.82	79.90	107.44	46.97	45.82
每股收益(元)	0.57	1.03	1.58	2.31	3.36
市盈率		59.87	39.03	26.69	18.35

### 中小市值上市公司研究组

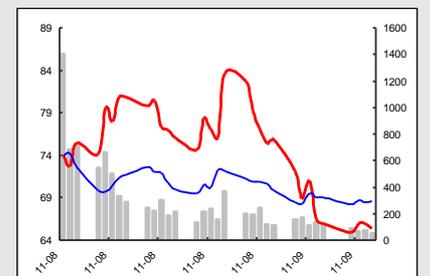
传播与文化行业

高级分析师

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88085761

### 市场表现



数据来源：wind

### 公司2011中报数据

基本每股收益(元)	0.55
稀释每股收益(元)	0.55
每股净资产(元)	15.26
全面摊薄净资产收益率	3.61%
净利润增长率	52.75%
9月19日收盘价(元)	61.67

数据来源：wind

## 目录

一、公司主营业务及产品 .....	4
1、电视栏目 .....	4
2、影视剧 .....	5
3、演艺活动 .....	6
二、公司所处行业基本情况 .....	6
(一) 电视节目行业 .....	6
1、我国电视节目供需缺口大 .....	6
2、电视节目构成方面，生活时尚综艺类节目全面崛起 .....	7
3、电视媒体广告收入稳定增长 .....	8
4、市场化程度提高、民营企业发展空间大 .....	8
5、新媒体快速崛起 .....	9
(二) 电影行业 .....	10
1、我国电影票房收入快速增长，市场潜力大 .....	10
2、国产片的影片数量和票房数量均快速增长 .....	11
3、民营机构在电影市场占据一席之地 .....	11
4、电影院线排名与市场份额保持稳定 .....	12
三、公司竞争优势 .....	12
(一) 电视行业 .....	13
1、电视节目制作实力雄厚、规模效益突出 .....	13
2、独特的节目运营商业模式：造血和输血并重，内容领先，渠道为王 .....	13
(二) 电影行业 .....	14
1、市场规模优势 .....	14
2、电影发行业务精细化运作的优势 .....	14
3、传媒内容与媒介资源良性互动的优势 .....	14
(三) 广告整合营销能力强。 .....	15
(四) 品牌优势 .....	15
(五) 边际利润率大幅上升，创利能力强 .....	16
(六) 工业化运营体系具有的低成本和规模扩张优势 .....	16
(七) 各类型节目的协同效应优势 .....	16
四、募投项目前景好 .....	17
五、盈利预测 .....	17
六、估值分析 .....	20

## 插图

图 1: 2008-2010 年电视栏目日播频次 .....	4
图 2: 四档栏目广告占有所有栏目收入比例 .....	5
图 3: 2010 年栏目广告收入情况 .....	5
图 4: 公司影视剧业务收入和毛利润 (单位: 亿元) .....	5
图 5: 公司演艺活动业务收入及毛利润 (单位: 亿元) .....	6
图 6: 中国电视剧产量 (单位: 部/集) .....	7
图 7: 中国电视剧交易额及变化 (单位: 亿元) .....	7
图 8: 电视节目播出时间和制作时间总量比较 (单位: 万小时) .....	7
图 9: 不同电视节目收视和播出比重 .....	8
图 10: 全国电视广告收入 (单位: 亿元) .....	8
图 11: 中央电视台广告招标额 (单位: 亿元) .....	8
图 12: 数字付费频道收入和 IPTV 用户数 .....	9
图 13: 2011 年上半年电影票房与去年同期数据比较 (单位: 亿元) .....	10
图 14: 中国影院及银幕数增长 (单位: 家/块) .....	11
图 15: 国产电影产量及增长 (单位: 部) .....	11
图 16: 中国本土票房及增长 (单位: 亿元) .....	11

## 表格

表 1: 光线传媒主要栏目信息 .....	4
表 2: 公司主要演艺活动信息 .....	6
表 3: 知名民营节目制作机构主要特点 .....	9
表 4: 国内主要电影企业排名及市场份额 .....	12
表 5: 国内排名前十的电影院线排名及市场份额 .....	12
表 6: 新媒体覆盖情况 .....	13
表 7: 近三年发行影片数量及票房 .....	14
表 8: 公司主要演艺活动 .....	15
表 9: 公司三类产品毛利率 .....	16
表 10: 公司募投项目 .....	17
表 11: 利润预测表 .....	18
表 12: 预测的资产负债表 .....	18
表 13: 主要财务指标 .....	19
表 14: 可比公司估值一览表 .....	20

## 一、公司主营业务及产品

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。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。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。

### 1、电视栏目

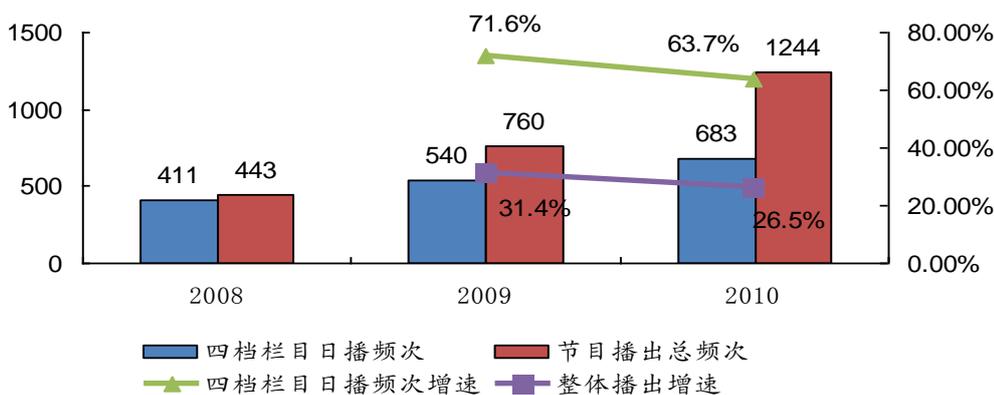
电视栏目主要包括娱乐资讯类、生活时尚类等。公司的四档重要节目是娱乐现场、音乐风云榜、最佳现场、影视风云榜。

表 1: 光线传媒主要栏目信息

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	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		音乐梦想学员	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, 宏源证券

图 1: 2008-2010 年电视栏目日播频次



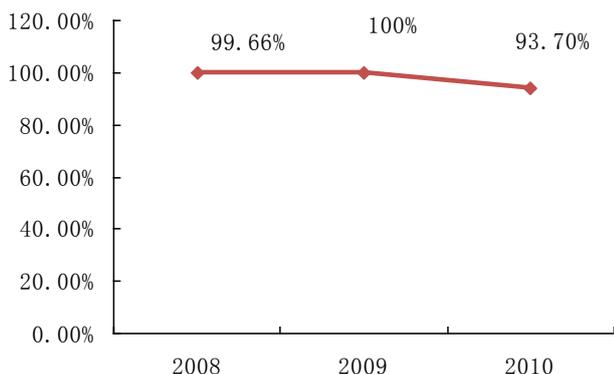
资料来源：公司招股说明书，宏源证券

电视栏目主要通过两种方式实现收入：

(1) 电视栏目的直接销售，一般是将电视栏目在特定区域、特定期间的播出权出售给电视台。

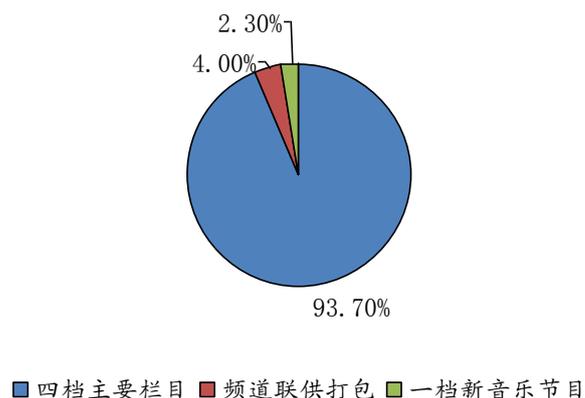
(2) 用电视栏目换取广告时间，通过贴片广告、植入式广告等方式实现收入。

图 2：四档栏目广告占所有栏目收入比例



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

图 3：2010 年栏目广告收入情况



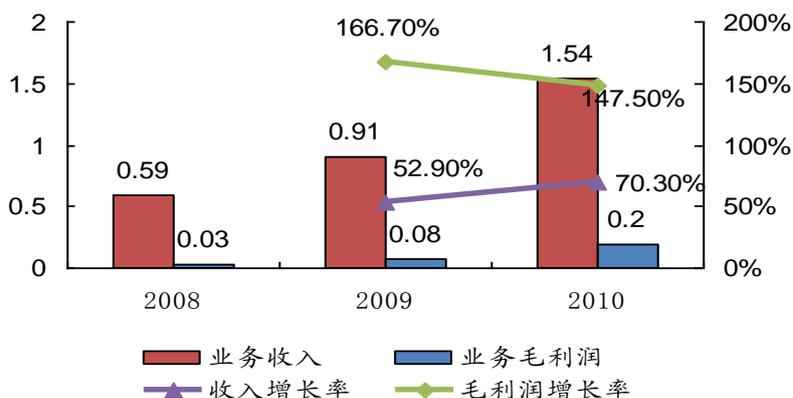
资料来源：公司招股说明书，宏源证券

## 2、影视剧

电影方面，公司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。

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。

图 4：公司影视剧业务收入和毛利润（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

### 3、演艺活动

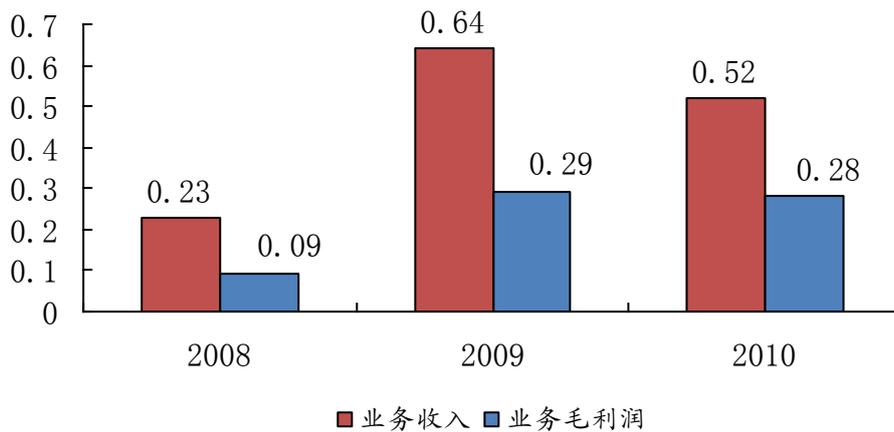
公司从事的演艺活动主要是指通过电视台播出的大型线上活动，主要包括颁奖典礼、首映礼、音乐演出类和选秀类活动，类似于在中央电视台播出的“同一首歌”、“中华情”等电视节目。演艺活动收入来自于活动制作费收入、冠名、独家赞助等商家赞助收入。

表 2: 公司主要演艺活动信息

类型	主要活动名称
颁奖礼	主要活动名称、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、宏源证券

图 5: 公司演艺活动业务收入及毛利润（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书、宏源证券

## 二、公司所处行业基本情况

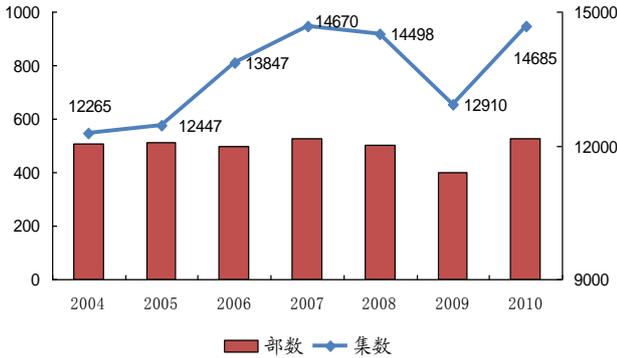
公司电视节目业务所处行业为电视节目制作和发行行业，电影发行业务所处行业为电影行业。电视节目包括常规电视栏目、电视剧和在电视台播出的演艺活动。

### （一）电视节目行业

#### 1、我国电视节目供需缺口大

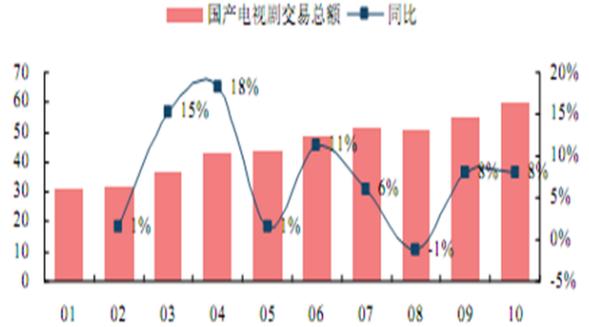
当前，我国电视节目内容生产能力满足不了电视台的需求，电视节目的供需缺口大，重播率高。2000 年以来，国内电视节目制作数量快速增长。2008 年电视节目制作总量较 2000 年增长 203.2%，年复合增长率达到 14.88%。

图 6: 中国电视剧产量 (单位: 部/集)



资料来源: 国家广电总局, 宏源证券

图 7: 中国电视剧交易额及变化 (单位: 亿元)

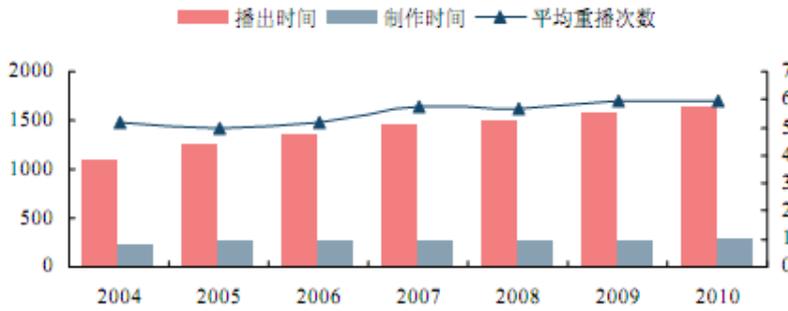


资料来源: 国家广电总局, 宏源证券

2010 年, 电视节目播出总量为 1636 万小时, 电视节目制作总量为 274 万小时, 播出量是生产制作量的 5.97 倍, 2004-2010 年电视节目平均重播次数为 5.5 次, 这反映出电视节目内容资源严重缺乏。

图 8: 电视节目播出时间和制作时间总量比较 (单位: 万小时)

图 12: 电视节目播出时间和制作时间总量比较 单位: 万小时



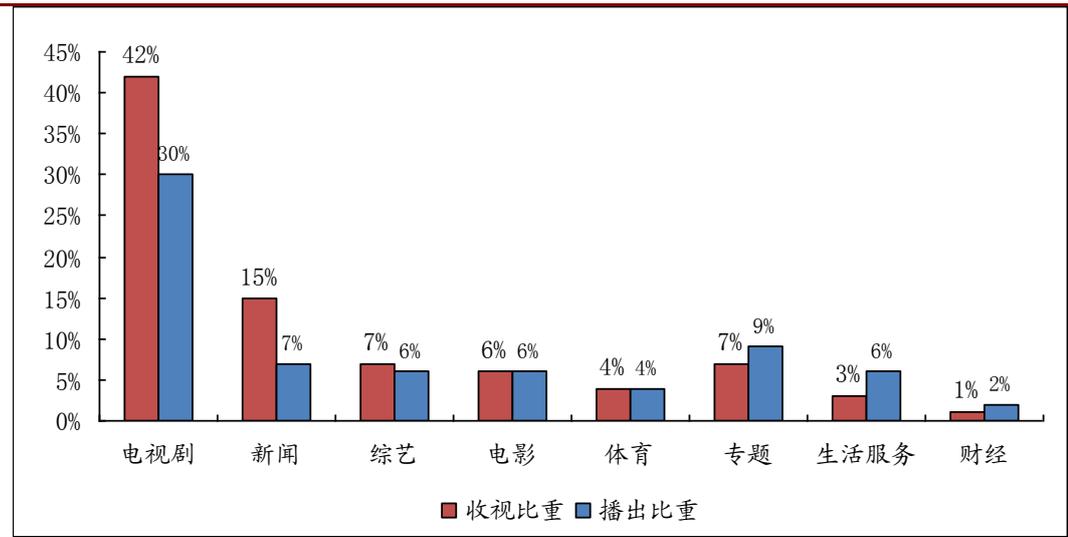
资料来源: 宏源证券

## 2、电视节目构成方面, 生活时尚综艺类节目全面崛起

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, 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。

其中, 综艺节目收视比重由 2008 年的 7.3% 增至 2009 年的 9.2%, 对比播出比重, 综艺节目以 5.3% 的播出比重获得了近两倍的收视市场。

图 9：不同电视节目收视和播出比重



资料来源：《2009 年中国广播电影电视发展报告》，宏源证券

### 3、电视媒体广告收入稳定增长

随着消费市场的扩大和消费升级，电视广告收入随着国民经济的快速增长快速上升。企业也广告的投入力度不断加大，与节目制作机构和电视媒体展开更广泛的合作。目前，美国广告支出占 GDP 的 2%，中国只有 0.5%，中国广告支出占 GDP 的比例远低于美国，随着我国经济的稳定、快速增长，电视广告市场未来增长潜力巨大。

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%。2004 年以来，电视广告收入变化如下图：增长率达 13.25%。

图 10：全国电视广告收入（单位：亿元）



资料来源：国家广电总局，宏源证券

图 11：中央电视台广告招标额（单位：亿元）



资料来源：央视，宏源证券

### 4、市场化程度提高、民营企业发展空间大

近些年随着“制播分离”的深入推进和文化体制改革的不断深入，以往电视节目基本

上由电视台内部制作的格局在国家政策的日益松动下已经逐渐被打破，国家鼓励各类社会资本进入广播电视节目制作领域。民营资本可以进入除新闻类、社会访谈类节目之外的娱乐、文艺、体育、科技类等节目。

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，且制作量远小于电视台，但发展潜力大。

表 3: 知名民营节目制作机构主要特点

公司名称	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(以活动为主)	东方卫视

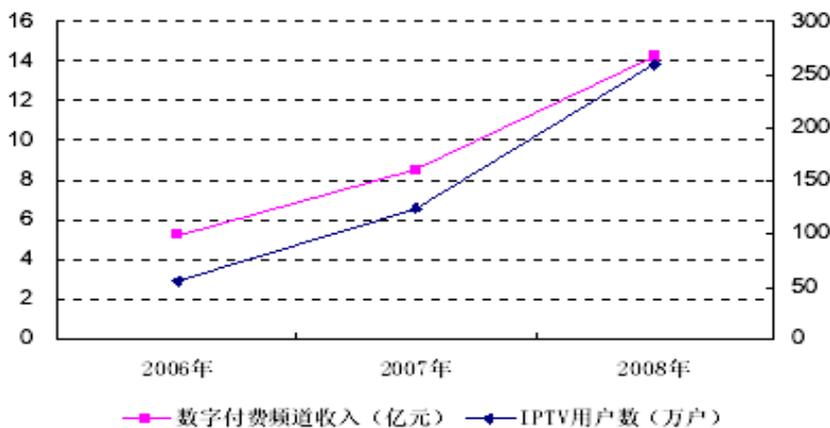
资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

## 5、新媒体快速崛起

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,对节目内容需求量大。

截至 2008 年底,国家广电总局共批准开办付费频率频道 179 个,包括付费电视频道 140 个,付费广播频率 39 个。2004 年付费电视开办以来,数字付费频道用户快速发展,截至 2009 年底,全国拥有付费频道用户 712.80 万户,较 2008 年增长 58.63%,付费频道业务总收入 18.17 亿元,较 2008 年增长 27.78%。

图 12: 数字付费频道收入和 IPTV 用户数



资料来源: 《2009 年中国广播电影电视发展报告》, 宏源证券

我国 IPTV 保持了稳定快速增长态势，IPTV 用户总数已经从 2004 年的 4.6 万增长到 2008 年的 260 万。2009 年底，全国 IPTV 用户数达到 470 万，与 2008 年相比增长 80.77%。随着人民生活水平的提高和对多样化、互动型节目需求的增加，对媒体内容的市场需求仍将保持快速增长。

2006 年以来，广电总局就移动多媒体广播电视（CMMB）先后颁布了 12 项行业标准和多个配套技术文件，在全国 37 个城市开展了相关试验并服务了 2008 年北京奥运会，CMMB 设备产业化进程已取得显著成效，将为电视节目内容提供商提供巨大的市场需求。

随着互联网的快速普及、视频传播技术革新以及相对宽松的版权环境，各类视频网站快速增加。网络视频已经成为年轻群体的重要娱乐渠道。据中国互联网络信息中心统计，我国网络视频用户规模超过 2 亿人。

以付费电视为例，随着付费点播消费习惯的逐步培养，付费电视的收入快速增长。

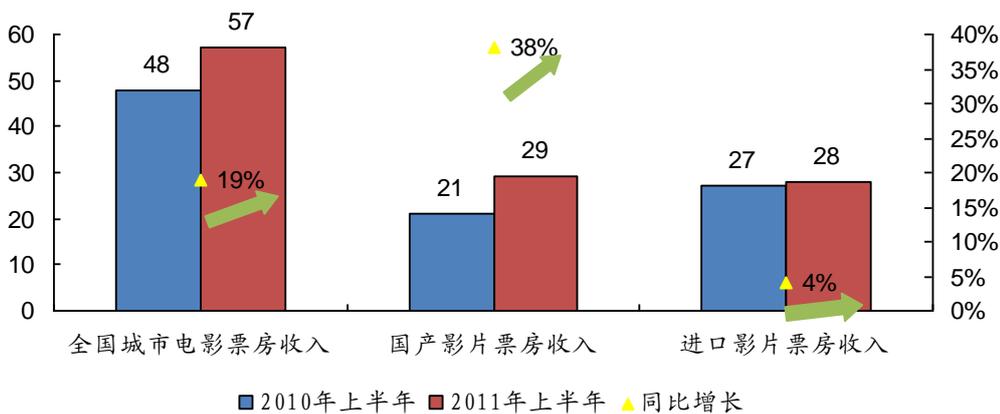
## （二）电影行业

### 1、我国电影票房收入快速增长，市场潜力大

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。

以票房收入为统计口径，2009 年我国人均电影消费仅为 4.7 元，而同期美国人均电影消费为 32.0 美元，电影业的发展空间巨大。

图 43：2011 年上半年电影票房与去年同期数据比较（单位：亿元）



资料来源：国家广播电影电视总局，宏源证券

电影业的发展带动了银幕数的快速增加，2010 年中国影院银幕数达到 6256 张，比 2009 年增长 1533 张，增速达 32.5%，银幕数的增长也会增加电影在影院的播放频次，对电影业的发展起到推动作用。

图 54: 中国影院及银幕数增长 (单位: 家/块)



资料来源: 国家广播电影电视总局, 宏源证券

## 2、国产片的影片数量和票房数量均快速增长

2008 年, 国产影片的票房为 25.6 亿元, 2010 年达到约 50 亿元, 年均复合增长率达到约 40%。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。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%, 仅次于印度和美国位列全球第三位。

目前, 参与创作和投资的制片机构超过 600 余家, 其中大部分具备可持续发展能力, 电影投资主体日益活跃、生产力深度激活的格局正在形成。电影生产力的不断增强, 表明社会资金对中国电影制片业的整体前景充满信心, 为电影创作持续繁荣奠定了坚实基础。

图 15: 国产电影产量及增长 (单位: 部)



资料来源: 国家广电总局, 宏源证券

图 16: 中国本土票房及增长 (单位: 亿元)



资料来源: 国家广电总局, 宏源证券

## 3、民营机构在电影市场占据一席之地

以往国有企业垄断电影市场的格局在国家政策的日益松动下已经被打破, 民营企业已经可以涉足电影产业的绝大多数领域。国产影片的创作主体开始呈现多元化格局, 2009 年, 民营电影制作机构制作的影片数量占 51%, 民营与国有合作的占 23.3%, 国有制片单位占 10.5%, 民营机构占据主力位置。

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。2008 年-2010 年, 国产电影票房收入前五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。国内主要电影企业排名及市场份额如下：

**表 4：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	20.0	8	17.34%
3	上影集团	10.9	7	9.20%
4	博纳影业	9.0	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	2.0	2	1.67%
8	华夏	1.9	3	1.65%

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

#### 4、电影院线排名与市场份额保持稳定

票房收入前十的电影院线排名和市场份额都比较稳定，2010 年和 2011 年上半年没有较大变化。从 2010 年到 2011 年上半年，排名前十的电影院线除 4 家发生微小变化外，几乎没有变动，这 4 家排名的变动幅度仅为 1 位。随着观众观影习惯的养成，对国产片的认可度提升，国产影片票房将进一步上升。

**表 5：国内排名前十的电影院线排名及市场份额**

电影院线名称	2010 票房收入 (万)	2010 年排名	2011 年上半年票房收入	2011 年上半年排名
万达电影院线股份有限公司	140265	1	78552	1
中影星美电影院线有限责任公司	121327	2	62148	2
上海联和电影院线有限责任公司	107128	3	57546	3
深圳市中影南方新干线有限责任公司	95071	4	48269	4
北京新影联有限责任公司	79873	5	34642	6
广州金逸珠江院线有限公司	68883	6	38779	5
浙江时代电影大世界有限公司	42043	7	24869	8
广东大地电影院线有限公司	37552	8	29126	7
四川太平洋电影院线有限公司	35982	9	21293	9
辽宁北方电影院线有限公司	32041	10	15602	10

资料来源：广电总局，宏源证券

### 三、公司竞争优势

经过十余年的发展，公司已经发展成为以规模化娱乐内容生产为主体、以电视节目联播网内容运营为核心、以广告整合营销为手段的国内最大的民营节目制作及运营商之一，电影发行业务跻身民营电影发行商的前列，实现了娱乐内容资源与媒介资源的良性互动。

公司的竞争优势具体表现在：

## （一） 电视行业

公司制作与发行并举，兼具雄厚的制作实力和独特的节目运营商业模式。

### 1、电视节目制作实力雄厚、规模效益突出

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。公司在娱乐类节目领域经验丰富，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。

### 2、独特的节目运营商业模式：造血和输血并重，内容领先，渠道为王

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，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，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，挖掘地面频道的广告价值，提升了节目广告的覆盖面。2010 年，四档主要日播栏目的首播频次由 2008 年的 411 次增长到 683 次，随着节目播出频道数量的增加，节目联播网的覆盖范围快速扩大，所有栏目的首播频次已达到 1200 余频次，节目的广告价值不断提升。

同时，公司的节目还通过数字付费频道、地铁媒体、互联网视频、公交移动电视、机场、铁路视频等新媒体渠道播出；另外，也向高校、医院、药店等特定行业视频渠道提供，形成了新媒体联播网。节目在新媒体的覆盖情况如下表：

**表 6：新媒体覆盖情况**

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 辆公交车
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 280 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 2766 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

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

公司有别于其他的电视节目制作商的地方在于，公司具备自产自销能力。别的民营节目制作公司只能“造血”——制作节目，销售播出完全依靠卫视或其他渠道。公司具备自

身铺设的“输血通道”，能保证产品的真实销售和盈利的兑现，商业模式可行，随着签约地方电视台的增加，公司的边际盈利能力大幅提升。在传播速度极快的市场，拥有销售渠道才能获得市场。公司通过节目联播网成功的推销了产品（节目），赢得了广告客户的青睐，实现了盈利。目前，公司的节目联播网已经相当于一家小型卫视的市场规模。目前，广电总局要求每家卫视只能有 3 个大型综艺节目，对综艺节目的质量标准提出更高的要求，很多电视台难以制作高品质的电视节目，公司在娱乐、时尚和生活节目制作上独具优势，品牌效应将带给公司与各级电视台新的合作机会。

## （二）电影行业

公司建立了专业的电影发行网络，是少数几家具有规模化发行能力的发行商之一。公司已跻身国内电影公司的前列，民营电影公司的前三甲。

### 1、市场规模优势

公司的电影业务以国产商业影片的投资、发行业务为主。最近三年发行的影片数量和票房及占比如下表：

**表 7：近三年发行影片数量及票房**

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

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

从表中可以看出，公司发行的电影部数和票房收入快速攀升，票房总额由 2008 年的 0.51 亿元上升到 2010 年的 3.14 亿元，三年之内增长超过 5 倍；公司在国产商业大片领域的市场份额逐年上升，目前，发行部数和票房收入占国产影片的比例稳定在 5% 以上。公司发行的影片部数和票房收入跻身行业第五名，民营电影公司的前三甲。

### 2、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，与院线公司沟通并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。

公司的电影业务以发行为主，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，跻身民营电影发行商的前列。

### 3、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、发行提供多种媒介资源的支持；同时在广告客户资源、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。

同时，电影作为最具吸引力的艺术类作品之一，具有广泛的品牌影响力，能够提升公司对各种娱乐资源的吸引力。

### （三）广告整合营销能力强。

公司具有专业的策划、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%。

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。

公司通过整合营销中心、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。

### （四）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。

《娱乐现场》开播十年以来已经成为在国内较具影响力的娱乐资讯类日播节目；《音乐风云榜》也是一档在国内颇具影响力的音乐节目，《最佳现场》是国内唯一的每日播出的娱乐明星访谈类节目。

同时，公司推出与主要栏目相结合的颁奖典礼，致力于打造国内最具权威和公信力的专业颁奖典礼。例如，“音乐风云榜颁奖盛典”2000年以来连续成功举办十届，被媒体誉为“中国的格莱美”；“娱乐大典”是国内唯一的年度综合性娱乐颁奖典礼；“电视剧风云盛典”是国内唯一以收视数据为基础的电视剧颁奖礼，已成为电视剧行业的旗帜性活动。公司的演艺活动主要如下：

**表 8：公司主要演艺活动**

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，宏源证券

## （五）边际利润率大幅上升，创利能力强

边际利润率和毛利率逐步提升。由于各个地面频道覆盖范围的不同，随着发行频道数量的增加，公司的电视节目可以向全国多个地面频道销售。同时，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，在前期节目制作投入成本变化不大的情况下，随着节目直接销售收入大幅增加，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。公司电视栏目的毛利率由 2008 年的 32.95% 上升至 2010 年的 51.42%。

**表 9：公司三类产品毛利率**

	2008	2009	2010
栏目制作与广告（%）	32.94	46.28	51.41
影视剧（%）	5.14	8.96	13.03
演艺活动（%）	38.13	45.35	54.42

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

## （六）工业化运营体系具有的低成本和规模扩张优势

公司实行电视节目的工业化生产和经营，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”。

同时，该工业化体系还表现在娱乐资源共享，提高了资源的使用效率，在实现娱乐节目多样化的同时降低制作成本。

另外，在创作新节目时能够仅以较低的新增人力成本实现节目创作，即以较低的边际成本提高节目制作量。

该工业化运营体系使得节目的规模化生产成为可能，大幅降低了单个节目的制作成本，使得公司的同类型节目较其他机构具有明显的成本优势和规模扩张优势。

## （七）各类型节目的协同效应优势

公司的节目包括电视栏目、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，形成显著的协同效应。

公司娱乐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，降低了获得电视栏目制作、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的成本。

电视剧的销售也主要针对电视台，电视剧的发行和演艺活动的营销可以利用电视栏目的发行渠道。公司凭借电视栏目的渠道优势，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。

## 四、募投项目前景好

公司本次 IPO 发行 2740 万股股票，募集资金全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。

表 10: 公司募投项目

序号	项目名称	投资额 (万元)	建设周期
1	电视联供网电视节目制作	6,282	12 个月
2	电视联供网电视剧购买	21,600	24 个月
3	数字演播中心扩建项目	6,500	10 个月
4	节目采编数字化改造项目	3,400	6 个月

资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

我们认为公司未来业绩的增长点在于电视节目制作和电视联供网的购买上。

募投项目 1 将使得公司在现有 5.5 小时日播和 1 小时周播电视栏目的基础上，增加 2 档日播类精品栏目、档周播类精品栏目和日播类栏目剧，每日电视栏目制作量将达 6-8 小时。新增电视节目将通过节目联供网中的时段联供网和频道联供网播出，其中，在现有时段联供网地面频道的基础上，重点开拓卫视频道，利用精品栏目拓展在卫视频道的影响力，为公司的节目联供网提供更加丰富的节目类型。

募投项目 2 中，公司拟投资 21600 万元购买 1080 集精品电视剧全国地面频道首轮播出权，每天的 17:30—23:20 之间在公司的频道联供网电视台中连续播出 3 集，打造城市频道联供网的电视剧剧场，在内容方面进一步充实公司电视节目联供网，提升公司作为电视节目联供网运营商的节目运营能力，通过频道联供网的广告营销的方式增加公司收益。

募投项目 3 将 6500 万元用于数字演播中心扩建项目。该项目是在现有演播厅的基础上，扩建一个 1000 m<sup>2</sup> 和一个 2000 m<sup>2</sup> 的演播厅。两个演播厅分别拥有贵宾室及化妆间，集演播、影音制作、演出等功能于一体，适用于电视栏目录制，颁奖典礼、各类晚会、歌友会、大型舞台剧等文艺演出活动。建成后的两个数字演播厅，将是国内电视台系统外演播厅中设施最完善、硬件最齐全、设备档次最高的演播厅之一。

募投项目 4 将 3400 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。

## 五、盈利预测

根据我们的测算，公司 2011—2013 年每股收益分别为 1.58、2.31、3.36。

**表 11: 利润预测表**

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	480	781	1,091	1,488
减: 营业成本	291	492	677	893
营业税金及附加	19	18	27	39
销售费用	12	17	27	37
管理费用	32	47	60	80
财务费用	4	2	1	(1)
资产减值损失	0	0	0	0
加: 投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	119	205	299	440
加: 营业外收支净额	0	0	0	0
三、利润总额	135	205	299	440
减: 所得税费用	22	31	45	70
四、净利润	113	174	254	370
归属于母公司的利润	113	174	254	368
<b>五、基本每股收益 (元)</b>	<b>1.03</b>	<b>1.58</b>	<b>2.31</b>	<b>3.36</b>

资料来源: 宏源证券

**表 12: 预测的资产负债表**

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	40	78	109	261
应收票据	0	0	0	0
应收账款	130	234	327	446
预付账款	133	101	142	193
其他应收款	5	0	0	0
存货	18	39	54	71
其他流动资产	(0)	0	0	0
流动资产合计	326	453	633	972
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	16	15	14	13
在建工程	4	4	4	4
无形资产	1	1	1	1
其他非流动资产	61	61	61	61
非流动资产合计	81	80	79	78
资产总计	<b>408</b>	<b>533</b>	<b>712</b>	<b>1,050</b>
短期借款	104	91	18	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	14	20	34	40
预收账款	1	10	6	5
其他应付款	28	0	0	0
应交税费	13	1	1	1

其他流动负债	1	0	0	0
流动负债合计	161	122	59	46
长期借款	12	12	12	12
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	14	14	14	14
负债合计	<b>176</b>	<b>136</b>	<b>73</b>	<b>60</b>
股本	82	110	110	110
资本公积	45	45	45	45
留存收益	13	178	419	769
少数股东权益	0	0	1	2
所有者权益合计	<b>140</b>	<b>333</b>	<b>575</b>	<b>926</b>
负债和股东权益合计	<b>408</b>	<b>469</b>	<b>647</b>	<b>986</b>

资料来源：宏源证券

**表 13: 主要财务指标**

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA		<b>34.7</b>	<b>23.6</b>	<b>15.8</b>
成长能力:				
营业收入同比	24.5%	62.8%	39.8%	36.3%
营业利润同比	75.5%	71.9%	46.1%	47.1%
净利润同比	79.9%	54.3%	46.1%	45.3%
营运能力:				
应收账款周转率	3.70	4.29	3.89	3.85
存货周转率	13.69	17.08	14.48	14.22
总资产周转率	1.27	1.66	1.75	1.69
盈利能力与收益质量:				
毛利率	39.4%	37.0%	38.0%	40.0%
净利率	23.5%	22.2%	23.2%	24.8%
总资产净利率 ROA	27.7%	32.6%	35.6%	35.1%
净资产收益率 ROE	80.5%	52.2%	44.1%	39.8%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.02	3.72	10.81	21.10
资产负债率	43.1%	25.5%	10.2%	5.8%
长期借款/总负债	6.8%	8.8%	16.5%	19.8%
每股指标:				
<b>每股收益</b>	<b>0.67</b>	<b>1.58</b>	<b>2.31</b>	<b>3.36</b>
每股经营现金流量		0.56	1.08	1.71
每股净资产		3.04	5.24	8.45

资料来源：宏源证券

## 六、估值分析

根据同行业中可比公司估值对比发现，光线传媒的市盈率要高于行业的中值和均值，总市值要高于行业中值与行业均值相差不多。

按照9月19日得收盘价61.67元计算，对应的市盈率分别为38.91、26.66、18.34，按2012年35倍市盈率估值，未来6个月的目标价格为80.85元，首次给予买入评级。

**表 14: 可比公司估值一览表**

代码	简称	最新价格(元) 9月19日	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	每股收益			市盈率 PE		
					TTM	11E	12E	TTM	11E	12E
行业均值(整体法)			68.91	42.35	0.4618	0.4153	0.4975	28.64	25.78	21.52
行业中值			63.49	31.25	0.3537	0.4637	0.5913	34.98	30.33	24.93
300027	华谊兄弟	16.20	98.04	56.47	0.3051	0.3556	0.5497	53.11	45.59	29.49
300133	华策影视	46.50	52.85	13.21	1.0318	1.2927	1.8195	45.35	36.19	25.71
300251	光线传媒	62.22	68.19	13.69	1.0300	1.5700	2.3100	59.87	38.91	26.66

资料来源: 宏源证券 Wind

**利润表**
**资产负债表**

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	480	781	1,091	1,488	货币资金	40	78	109	261
减：营业成本	291	492	677	893	应收票据	0	0	0	0
营业税金及附加	19	18	27	39	应收账款	130	234	327	446
销售费用	12	17	27	37	预付账款	133	101	142	193
管理费用	32	47	60	80	其他应收款	5	0	0	0
财务费用	4	2	1	(1)	存货	18	39	54	71
资产减值损失	0	0	0	0	其他流动资产	(0)	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0	<b>流动资产合计</b>	<b>326</b>	<b>453</b>	<b>633</b>	<b>972</b>
二、营业利润	119	205	299	440	长期股权投资	0	0	0	0
加：营业外收支净额	0	0	0	0	固定资产	16	15	14	13
三、利润总额	135	205	299	440	在建工程	4	4	4	4
减：所得税费用	22	31	45	70	无形资产	1	1	1	1
四、净利润	113	174	254	370	其他非流动资产	61	61	61	61
归属于母公司的利润	113	174	254	368	<b>非流动资产合计</b>	<b>81</b>	<b>80</b>	<b>79</b>	<b>78</b>
<b>五、基本每股收益 (元)</b>	<b>1.03</b>	<b>1.58</b>	<b>2.31</b>	<b>3.36</b>	<b>资产总计</b>	<b>408</b>	<b>533</b>	<b>712</b>	<b>1,050</b>
<b>主要财务指标</b>					短期借款	104	91	18	0
<b>项目 (百万元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	应付票据	0	0	0	0
<b>BV/BBITDA</b>		<b>32.8</b>	<b>22.3</b>	<b>14.9</b>	应付账款	14	20	34	40
<b>成长能力：</b>					预收账款	1	10	6	5
营业收入同比	24.5%	62.8%	39.8%	36.3%	其他应付款	28	0	0	0
营业利润同比	75.5%	71.9%	46.1%	47.1%	应交税费	13	1	1	1
净利润同比	79.9%	54.3%	46.1%	45.3%	其他流动负债	1	0	0	0
<b>营运能力：</b>					<b>流动负债合计</b>	<b>161</b>	<b>122</b>	<b>59</b>	<b>46</b>
应收账款周转率	3.70	4.29	3.89	3.85	长期借款	12	12	12	12
存货周转率	13.69	17.08	14.48	14.22	其他非流动负债	2	2	2	2
总资产周转率	1.27	1.66	1.75	1.69	<b>非流动负债合计</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
<b>盈利能力与收益质量：</b>					<b>负债合计</b>	<b>176</b>	<b>136</b>	<b>73</b>	<b>60</b>
毛利率	39.4%	37.0%	38.0%	40.0%	股本	82	110	110	110
净利率	23.5%	22.2%	23.2%	24.8%	资本公积	45	45	45	45
总资产净利率ROA	27.7%	32.6%	35.6%	35.1%	留存收益	13	178	419	769
净资产收益率ROE	80.5%	52.2%	44.1%	39.8%	少数股东权益	0	0	1	2
<b>资本结构与偿债能力：</b>					<b>所有者权益合计</b>	<b>140</b>	<b>333</b>	<b>575</b>	<b>926</b>
流动比率	2.02	3.72	10.81	21.10	<b>负债和股东权益合计</b>	<b>408</b>	<b>469</b>	<b>647</b>	<b>986</b>
资产负债率	43.1%	25.5%	10.2%	5.8%	<b>现金流量表</b>				
长期借款/总负债	6.8%	8.8%	16.5%	19.8%	<b>项目 (百万元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
<b>每股指标：</b>					经营活动现金流量	35	62	118	187
每股收益	0.67	1.58	2.31	3.36	投资活动现金流量	(53)	0	0	0
每股经营现金流量		0.56	1.08	1.71	筹资活动现金流量	13	(23)	(87)	(35)
每股净资产		3.04	5.24	8.45	现金及等价物净增加	(6)	38	31	152

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

**分析师简介:**

**王风华:** 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师，中国人民大学硕士研究生，14 年从业经历，曾在多家券商任职，曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司：超华科技、德力股份、海宁皮城、永新股份、皖维高新、滨江集团、星期六、富安娜、罗莱家纺、希努尔、航民股份、森马服饰、美邦服饰、报喜鸟、九牧王、嘉麟杰、七匹狼、探路者、凯撒股份、搜于特等。

**机构销售团队**

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>张珺</b> 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	<b>崔秀红</b> 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>王俊伟</b> 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>孙利群</b> 010-88085756 sunliqun@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085291 zhaojia@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085760 luoyun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。