

2012年03月07日

TMT-文化传媒

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 59.28

目标价(元): 90.00

光线传媒(300251)

规模经济时期的高增长远未结束

投资评级: A--买入(首评)

TMT组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-68778306

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

TMT组: 陈筱

电话: 021-68778317

联系人: 毛雪梅

电话: 021-68778039

公司基本数据

总股本(万股)	10960.00
流通A股/B股(万股)	2740.00/0.00
资产负债率(%)	8.32
每股净资产(元)	15.62
市净率(倍)	3.80
净资产收益率(加权)	17.10
12个月内最高/最低价	83.86/45.01

股价走势图



相关研究报告

◎不同之处:

◆**公司经济规模时期远未结束。**近3年随着公司规模的增长,公司营业利润和净利润的增速远远超过收入增速,规模经济显著。上市后公司的资源协同效应仍将持续显现,我们认为公司的规模经济时期远未结束,公司净利润增速快于营收增速10%以上的时期至少还有3年。

◆**未来3年公司业绩复合增速有望超过50%。**城市频道走向联供是大势所趋,公司在频道互联网领域已建立先发平台性优势,其商业价值加速凸显。加盟频道增长、节目时间增加、广告分成提升、广告价格上涨四动力的推动下未来3年公司电视节目广告收入增速保持35%左右;影视剧收入增长则将达60%。在规模效应带来的毛利率提升以及费用率略降的背景下,公司未来3年的业绩复合增速将有望超过50%。

◎投资要点:

◆**国内电视栏目制作的先行者。**公司目前主营电视栏目、演艺活动与影视剧。当前提供10档日播和1档周播栏目共5.5小时,未来将提供约8小时的节目内容。其创造性的提出了用栏目换广告时间的模式,并在全国范围内建立起具有极高商业价值的节目联供网。公司电影发行跻身民营电影发行商前三,演艺活动成为整合娱乐营销的特色产品渠道。

◆**合理价格90元,买入评级。**预计公司2011-2013年可实现的收入分别为6.98亿元、9.68亿元和13.37亿,收入复合增速近40%。实现的净利润分别为1.76亿元、2.78亿元和3.91亿元,三年复合增长将超过50%。对应EPS为1.60元、2.54元和3.57元。我们认为公司12年的合理定价为90元,对应2012年35倍PE,而PEG估值仅为0.7,首次给予买入评级。

◎关键假设:

2011-2013年公司栏目制作与广告增速为35%,演艺活动和影视剧复合增速分别为35%和60%,毛利率在44%左右的水平稳中有升。

◎**风险提示:**产业政策、内容审查和竞争加剧或对公司经营带来不确定性

	2009A	2010A	2011Q3	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	385.22	479.60	153.65	697.92	967.83	1337.36
同比增速(%)	45.75	24.50	31.22	45.52	38.67	38.18
净利润(百万)	62.71	112.82	40.35	175.76	278.04	391.38
同比增速(%)	386.88	79.90	39.60	56.05%	58.19%	40.76%
毛利率(%)	37.35	39.39	43.18	43.01	44.25	46.00
每股盈利(元)	0.76	1.37	0.37	1.60	2.54	3.57
ROE(%)	33.94	48.67	2.36	9.83	13.93	16.61
PE(倍)	0.00	0.00	0.00	36.97	23.33	16.60

正文目录

1. 国内电视栏目的先行者	4
1.1. 股权架构稳定核心团队	4
1.2. 电视栏目制作起家，业绩呈现迅猛增长势头	4
1.3. 把握机遇，历经考验，稳扎稳打	6
2. 城市频道走向联合是大势所趋	9
2.1. 收视格局两级分化，地方电视台面临巨大竞争压力	10
2.2. 生存压力中地面频道优势尚存，急需精品节目及模式助推复兴	11
2.3. 借鉴国际模式，节目联播网成功概率大	12
2.4. 节目互联网是提升城市频道竞争力的有效手段	13
3. 节目联播网规模效应凸显，盈利提升有空间	14
3.1. 先发优势明显，频道联播网频道已构建	14
3.2. 节目协同共打造竞争力	15
3.3. 节目规模效应显著，成本有望降低	17
3.4. 进入门槛高，领先有望长期保持	18
3.5. 四大动力共提利润空间	20
4. 电影业有望成为公司业绩的快速增长点	22
4.1. 精品电影供不应求带来巨大市空间	22
4.2. 投资定位明确，票房收益有保障	23
4.3. 增资光线影业名利双收	23
4.4. 自建平台，影片宣传优势得天独厚	24
5. 盈利预测与估值	25
5.1. 关键假设	25
5.2. 盈利预测与估值比较	26
6. 风险提示	27

图表目录

图 1 公司发行前的股权机构	4
图 2 公司的主营业务	5
图 3 公司的近年来的收入构成	6
图 4 公司近三年的利润构成	6
图 5 公司的各业务毛利率均稳步上升	6
图 6 公司 2010 年的收入构成	6
图 7 央视、省级卫视与地面频道收视率三足鼎立	10
图 8 地面频道在广告领域优势突出	10
图 9 2009 年各级频道全天和晚间市场份额	11
图 10 2008 年全国电视收视格局及广告投放市场份额对比	11
图 11 美国五大广播电视网直属与附属电视台情况	12
图 12 美国五大广播电视台覆盖情况	12
图 13 美国广播电视网独占 23% 的市场份额 (2000-2010 年)	13
图 14 近十年美国全国性电视广告供应商份额呈上升趋势	13
图 15 公司节目联播网签约电视台的增长情况	14
图 16 公司 2010 年节目联播网的频道签约类型	14
图 17 公司的贴片广告单价及客户数呈现明显上升趋势	16

图 18	公司的植入式广告及单价稳步上升	16
图 19	公司的冠名广告单价及客户数呈现明显上升趋势	17
图 20	植入式和贴片广告是公司业务收入主要来源	17
图 21	公司盈利能力稳步提升	18
图 22	公司 2010 年节目联播网的频道签约类型	18
图 23	公司各主要节目收视率明显上升	19
图 24	公司制作节目时间稳步上升	19
图 25	国内电影票房规模及预测	22
图 26	国内电影基础设施情况	22
图 27	电影票房分成比例	23
图 28	2010 年公司发行影片规模位居前十	23
图 29	公司近三年投资发行电影的票房情况	25
图 30	公司来自电影的营收预测	25
表 1	公司的节目联播网简介	9
表 2	排名前五的民营制作机构	19
表 3	利润表	26
表 4	可比公司估值比较	26

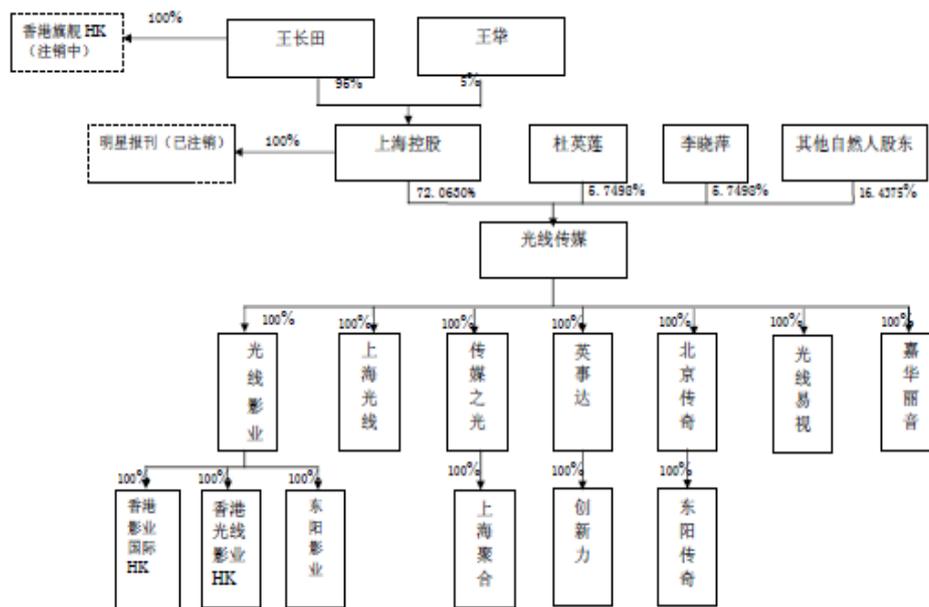
(本报告共有图 30 张, 表 4 张)

1.国内电视栏目的先行者

1.1.股权架构稳定核心团队

公司前身是北京光线传媒有限公司（原名为北京光线广告有限公司），2009 年公司整体变更为北京光线传媒有限责任公司。首次公开发行上市后，公司总股本由 8220 万股增至 10960 万股。目前实际控制人为王长田（持股 54.10%）。

图 1 公司发行前的股权机构



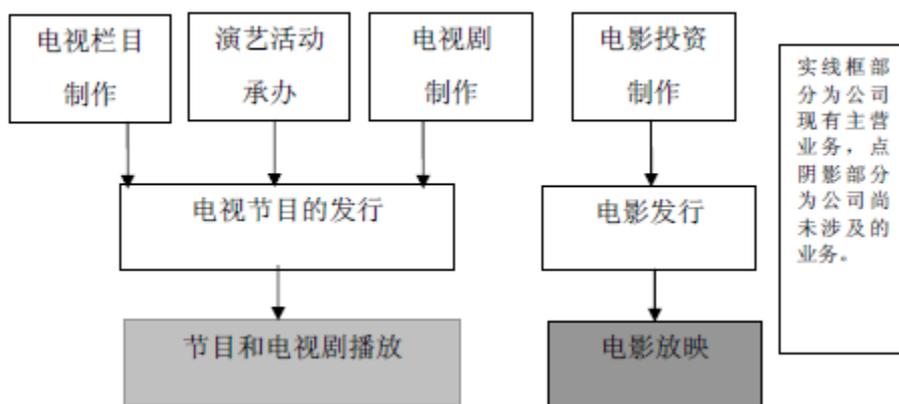
资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

在股权安排上，公司持股超过 10 万以上的股东基本都是公司现任管理、营销和创意人员，且承诺锁定三年。这种股权安排，一方面为核心团队的长期稳定提供了保障；另一方面则避免上市后减持预期对股价的影响。

1.2.电视栏目制作起家，业绩呈现迅猛增长势头

公司主营业务包括电视栏目、演艺活动与影视剧三类。其中，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。

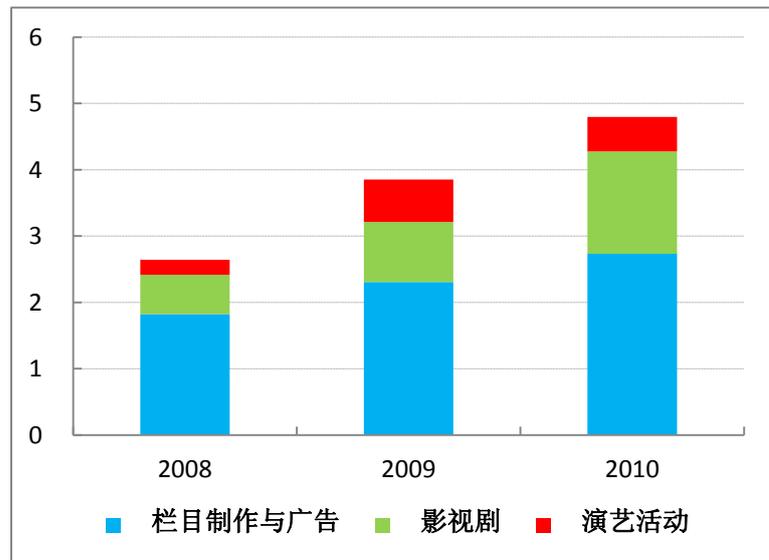
图 2 公司的主营业务



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

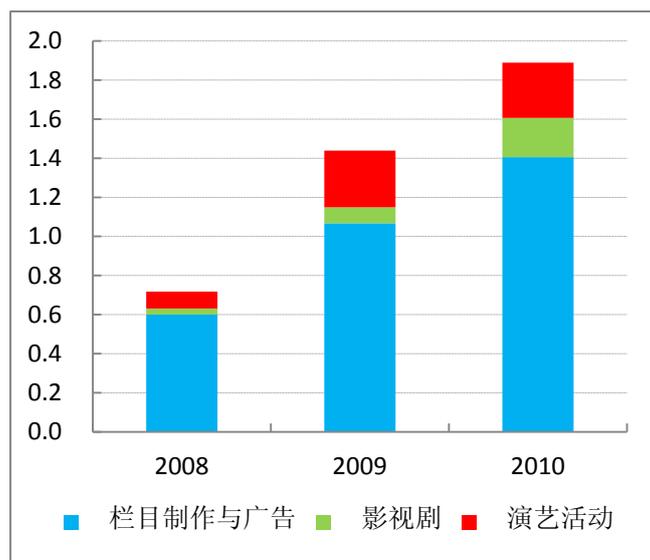
公司电视栏目主要包括娱乐资讯类、生活时尚类等，按播出频率分为日播、周播。目前，公司制作 10 档日播栏目和 1 档周播栏目，共计 5.5 小时。电视栏目主要通过电视栏目的直接销售和用栏目换广告时间（通过植入、贴片广告、冠名等方式）两种途径实现收入。公司的节目发行渠道主要通过节目联供网实现，包括时段联供网、频道联供网及新媒体联供网。电影方面以国产影片的发行业务为主，同时也少量参与投资和制作，公司累计发行 20 部国产影片，跻身民营电影发行商的前三甲。2010 年，票房占国产影片票房总额的比超过 5%。电影业务的收入主要来源于影片票房分账的投资收益和代理发行费收入。电视剧方面，公司至今已投资、制作、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。演艺活动包括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，成为公司整合娱乐营销的特色之一。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。

图 3 公司的近年来的收入构成



资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

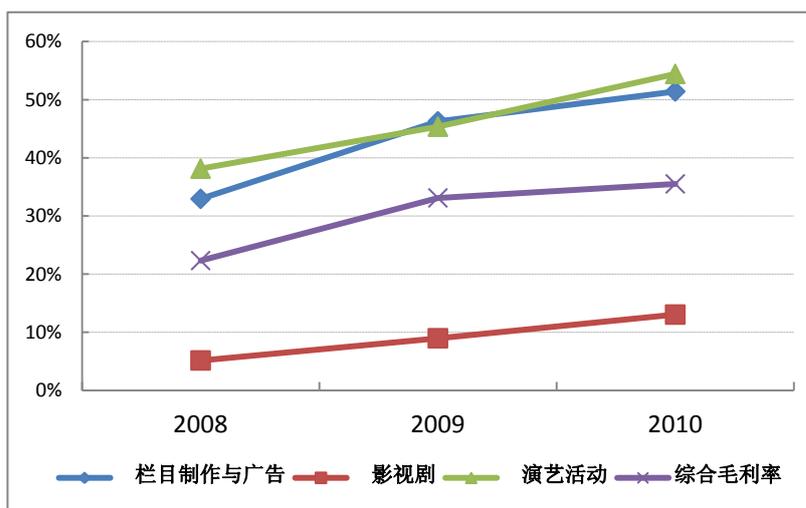
图 4 公司近三年的利润构成



资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

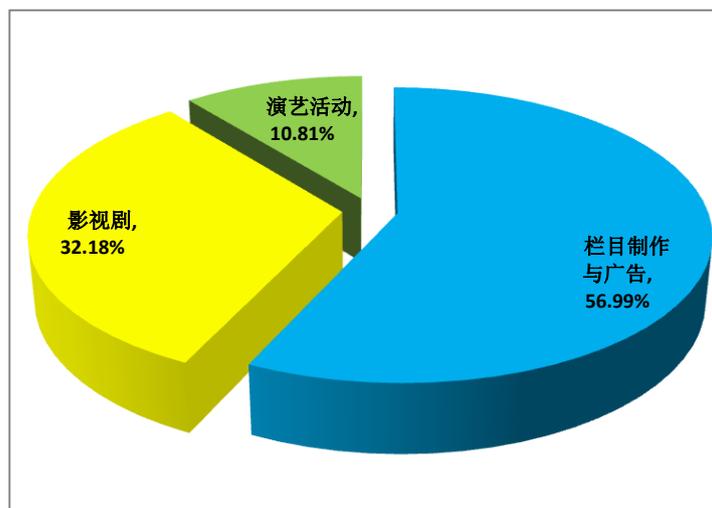
2008-2010年，公司实现收入分别为2.64亿元、3.85亿元和4.80亿元，复合增速为36.97%。实现净利润分别为0.13亿元、0.63亿元和1.13亿元，三年利润增长了8倍。公司毛利率也由2008年的22.32%上升至2010年的35.51%。随着公司节目覆盖范围的进一步增加、广告营销附加值的提升以及合作电视台数目的增加，我们判断公司的规模经济时期远未结束，公司净利润增速快于营收增速10%以上的时期将至少还有3年，盈利能力仍有进一步的提升空间。

图 5 公司的各业务毛利率均稳步上升



资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

图 6 公司 2010 年的收入构成



资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

1.3. 把握机遇，历经考验，稳扎稳打

公司之所以能够迅速崛起并占据行业有利位置，得益于公司及时抓住了电视节目的市场化进程，及“制播分离”和“两台分离”（有线、无线分离）两次重要的电视行业的历史机遇，以及在较早期就明确的“节目流水化生产”的制作模式、“日播”的播放模式及“节目换广告”的收费模式，使得公司得以培养用户习惯，形成良好的品牌效应，并让公司找到了切实可行的盈利模式。纵观公司发展历程，可分为初生期、高速成长期、调整期及新探索四时期。

1) 初生阶段期（1998-1999年）：领先的市场化意识奠定深厚成长根基

1998年，公司的雏形“北京光线电视策划研究中心”成立。1999年5月，公司当时的主打节目《中国娱乐报道》首批签约20家地方电视台，并成为首个与地方台拿节目交换广告时段的制播分离新模式的实践者；1999年7月，《中国娱乐报道》正式开播；1999年底，《中国娱乐报道》覆盖全国80多家电视台，同时将原本一周播出三次的《中国娱乐报道》做成日播节目。

2) 高速成长期（2000-2004）：迎历史机遇，标志性品牌栏目形成

这一时期，民营电视节目公司迎来历史性发展机遇的背景：1999年底，制播分离政策为民营电视节目制作公司创造潜力巨大的市场，并为其发展提供了政策支持。加之当时电视台体制不灵活，电视台市场化意识和创新力不够。与之相比，包括公司在内的民营电视节目制作公司表现出很好的市场化意识和较为开拓的视野，并有效迎合了观众口味，因此民营公司制作的节目更为受到电视台和观众认可。同时电视台正处于“无线”和“有线”分离的背景，同一地区的电视台相互间竞争激烈，都希望获取好的节目资源以提升收视率，这为民营制作公司快速发展创造了极为有利的市场环境。在这种背景下，短短2年内大批如公司、东方风行的有效把握市场机遇的民营公司投身于电视节目制作领域，令中国的电视荧屏掀起了一股前所未有的娱乐浪潮，并在此阶段涌现出了光线、派格太合、欢乐、唐龙在内的“京城四少”。公司除了1999年就开播至今的《娱乐现场》，其余三档日后主要标志性品牌栏目《音乐风云榜》、《最佳现场》和《影视风云榜》都在此阶段陆续开播。

3) 调整阶段（2005-2007年）：民营电视制作受挫，影视演艺多元化布局

2004年国家为了打造做大国家电视集团品牌和影响力，开始实行有线和无线的“两台合并”，2005年各地电视行业开始进行电视台资源整合，电视台数量急剧减少，使得电视台不仅资金人员更加充足，且同城电视台之间激烈竞争不再。这使得各电视台对民营公司节目的需求大大减少。以湖南卫视为代表的具有一定实力的电视台看到了选秀综艺节目、精品电视剧对收视率的拉动和诱人的广告前景，有实力的电视台开始意识到打造自身品牌内

容的重要性，和民营公司的合作减少。在此背景下，公司在北京台的 4 档节目有 3 档被迫撤出，业务陷入瓶颈，公司在此阶段基本没有开播新的电视栏目，而是开始多元化业务布局：分别进入了 电影发行、电视剧发行和演艺活动领域。

4) 模式探索及升级期 (2008 年至今): 加强模式升级, 频道联播网打造平台价值

2008 年开始, 由于省级卫视的崛起, 过去几年中国电视的收视格局有所改变, 更多地面频道由于资金和资源紧张, 在与强势省级卫视竞争时处于明显的劣势, 地方电视台对公司节目内容的需求增加; 同时省级卫视间的更加竞争加剧, 并呈现出明显的马太效应。在全国几十家卫视中, 无定位、无品牌、无影响力“三无”频道很多, 自身缺乏优质内容制作实力, 因此也希望通过与公司在电视节目上的合作来提升其收视率, 由此创造更好的广告价值。在此背景下, 公司从 2009 年开始积极推出更多数量和类型的电视栏目, 到今年上半年已推出了 9 个, 平均 3 个/年的增速远快于高速成长期 1.5 年推出 1 个电视栏目的速度。该时期公司也加强了商业模式方面的探索和升级, 主要包括打造了频道联播网和强化对广告主的整合营销服务。

在时段联播网的基础上, 公司继续加大拓展频道联播网的合作频道, 2010 年底频道联播网的合作频道数已由 2008 年底的 43 家增至 142 家。随着网络的快速拓展, 节目对单个地面频道的依赖度逐渐较低, 公司的频道联播网则日益体现出平台化的商业价值。2009 年开始, 公司加强整合营销理念的推广, 将栏目广告 (包括贴片广告、植入广告、冠名权) 与演艺活动结合起来, 为客户提供一揽子整合营销方案。同时公司还积极拓展数字付费电视、互联网、广播电台、列车、机场户外移动电视等新媒体播出渠道, 其很快成为公司为客户提供整合营销推广的有效补充。未来随着观众对新媒体认知度和消费习惯的提升, 公司来源于新媒体的收入将快速上升。

表 1 公司的节目联播网简介

	形式	节目类型	业务规模	优势
时段联播网	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时间一般由公司和各电视台协商确定，具有分散播出特点	公司自制的泛娱乐类节目、与电视台合作举办的节目以及为电视台定制的节目，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	降低对单个电视台以来；提高节目使用率及编辑利润率；为节目广告的营销创造条件；实现双方共赢
频道联播网	每日向地面电视台（包括地市级城市电视台和部分地面电视台）的合作频道打包提供 6 小时的首播内容，总广告时间（一般包括贴片广告和时段广告）中的 30-40% 由公司独立运营	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。其中，已有 111 个频道相继播	除了四档传统的娱乐资讯节目外，还包括为频道联播网量身打造的 5 档日播专题类娱乐节目和 2 档周播栏目，如《健康宝典》等，2011 年又新推出了《生活魔法师》、《辣看天下》等	边际成本较低的优势；新增广告利润率将大幅提升；提高了对品牌客户的吸引力和价值量；可为客户量身定制更大规模、更具特色的整合营销方案；具有网络拓展的优势；可保持更稳定的合作
新媒体联播网	包括数字付费频道和户外新媒体，数字付费频道：用户接收付费频道内容，运营商收取订阅费，户外新媒体包括互联网、手机电视等新媒体、机场、铁路，采取节目换取广告时间	公司每日约 6 小时的娱乐类节目	数字付费频道——鼎视传媒“新娱乐”频道，地铁：北京除 4 号线外的其他 11 条地铁线路、广州全部 8 条地铁线路；互联网：搜狐网、新浪网等；公交移动：1500 辆公交车；高校视频：覆盖 19 个城市，303 所高校；医院、药店：覆盖 18 个城市、1107 家二、三级医院、播放设备 12951 台	新娱乐频道作为公司向广告客户营销传统电视频道节目广告的附送价值，拓展了节目的覆盖面

资料来源：华宝证券研究所

2. 城市频道走向联合是大势所趋

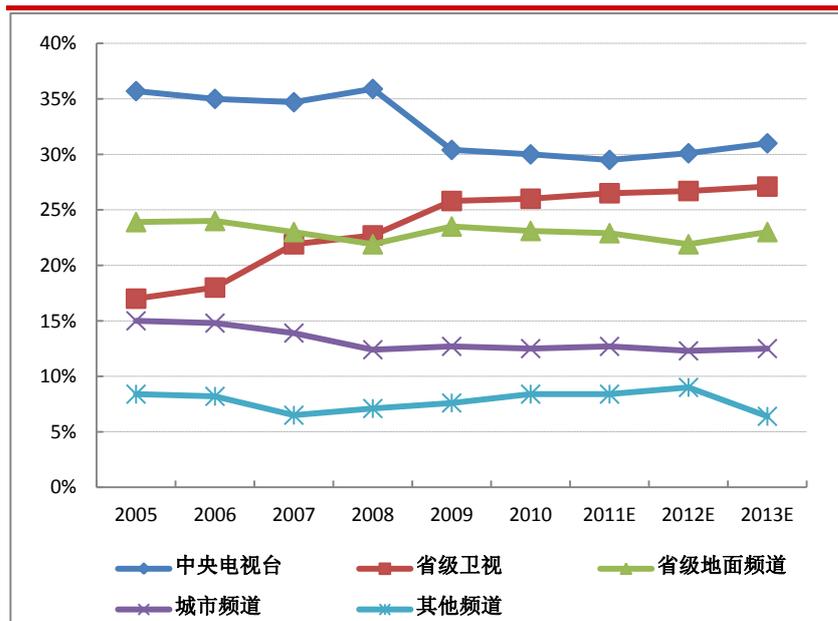
近年来省级卫视频道快速崛起，全国地面电视台，尤其是城市电视台面临巨大竞争压力，这主要表现在地面频道收视率持续下滑。其原因是地方频道覆盖人群范围有限，资金不足以及缺乏专业的节目制作与推广团队所致。但就黄金时段（18:00-22:00）收视率来看，地面频道仍领先于迅速崛起的省级卫视，并且由于区域性和接近性，城市地面频道吸引了

地方性广告主更多的关注，从而将全国 60% 广告投放的总量纳入囊中。由此看来，地面频道正在经历省级卫视与央视的双重夹击下面临巨大的生存竞争压力，但其与生俱来的地域性特征使其较全国性频道仍具有得天独厚的竞争优势。在这种背景下，我们认为借助精良的节目与恰当的利益捆绑方式将有助于地面频道的复兴。

2.1. 收视格局两级分化，地方电视台面临巨大竞争压力

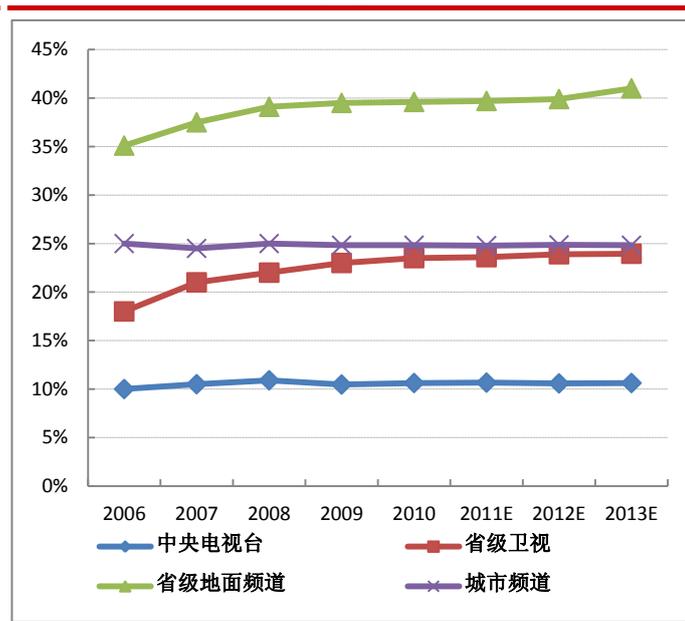
电视收视格局两极分化严重。2009 年，全国电视综合人口覆盖率达 97.23%，电视依然是中国覆盖最广泛、最重要的信息传播媒体。基本形成了中央电视台、省级卫视、省级地面频道、市（县）级城市频道（简称“城市频道”）的四级电视覆盖网。电视收视格局两极分化严重，中央电视台收视率稳定在三成以上，省级卫视收视份额快速上升，地面频道（包括省级地面频道和城市频道）受到省级卫视的强烈冲击、收视份额有所下降，2009 年以来稳中有升。总体来看，基本形成中央电视台、省级卫视、地面频道三足鼎立的格局。

图 7 央视、省级卫视与地面频道收视率三足鼎立



资料来源：中国广播电视年鉴，华宝证券研究所

图 8 地面频道在广告领域优势突出



资料来源：中国广播电视年鉴，华宝证券研究所

首先，中央电视台收视份额稳定在三成以上。其中，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。其次，省级卫视收视份额稳步上升。其收视份额由 2005 年的 17% 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。这主要是由于省级卫视覆盖人口数目增加，节目创新能力及广告价值不断提升所致。第三，地面频道收视份额不断萎缩，2009

年以来基本保持稳定。单个地面频道覆盖人口少、资金有限加之缺乏专业的制作和推广使包括城市频道和省级地面频道在内的地面频道生存备受挤压。

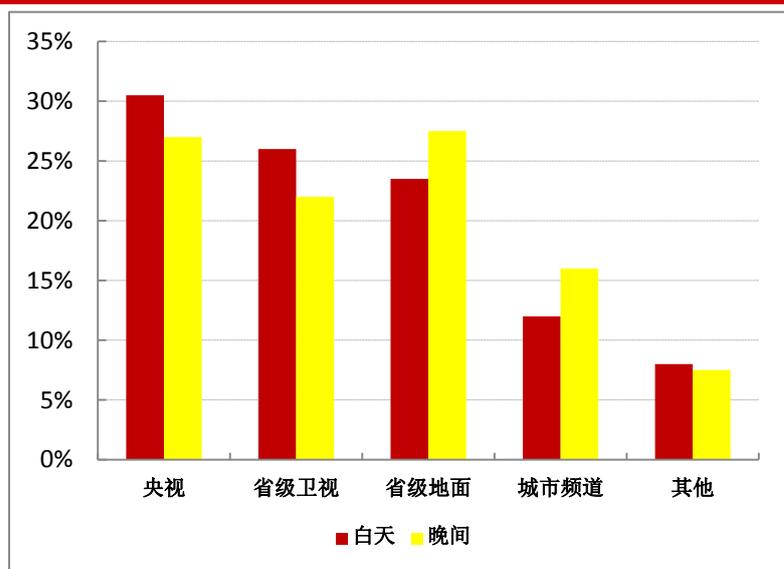
2.2.生存压力中地面频道优势尚存，急需精品节目及模式助推复兴

地面电视台自制节目严重短缺，迫切需要高质量的电视节目。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 4.90 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。电视剧方面，中央电视台从 2006 年开始不再将优秀剧集二轮播放权卖给地方台，省级卫视投入大量资金购买“独播剧”、“联播剧”、“定制剧”，收视率快速提升，城市电视台无力争取优秀剧目的播出权，出现剧源匮乏的局面，处于边缘化状态。自制电视栏目方面，由于地面电视台覆盖面小，收入来源有限，很难投入大量资金生产有竞争力的电视节目，特别是系列化的日播类电视栏目。

从分时段的收视格局来看，虽然从全天来看，省级卫视的收视竞争力超过了地面频道，但在 18:00-24:00 各级频道重点出击的时段，地面频道收视份额高于省级卫视，省级地面频道和城市频道以当地新闻和民生新闻以及生活服务类节目占据收视优势。

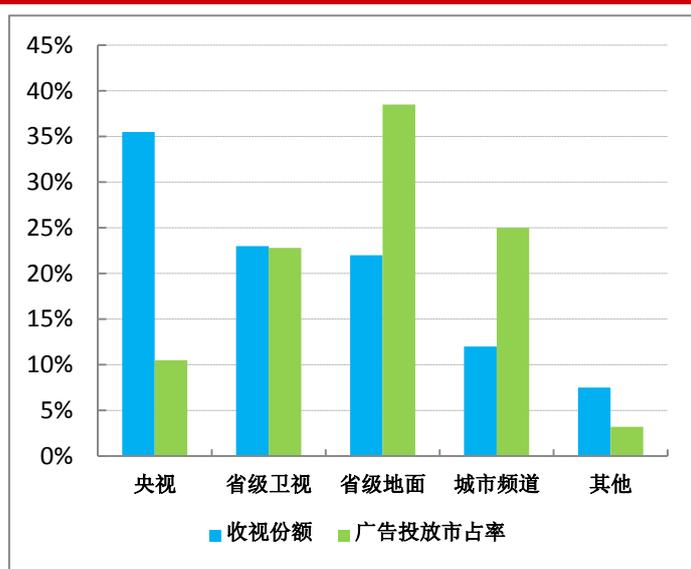
电视广告投放市场与收视格局有较大反差。中央电视台和省级卫视占据收视市场的大半壁江山，但是，地面频道（包括省级地面频道和城市频道）由于其接近性和地域性，受到地区性广告主的关注，广告投放占全国电视广告投放总额的 60%以上。

图 9 2009 年各级频道全天和晚间市场份额



资料来源：CSM 媒介研究、中国传媒产业发展报告，华宝证券研究所

图 10 2008 年全国电视收视格局及广告投放市场份额对比



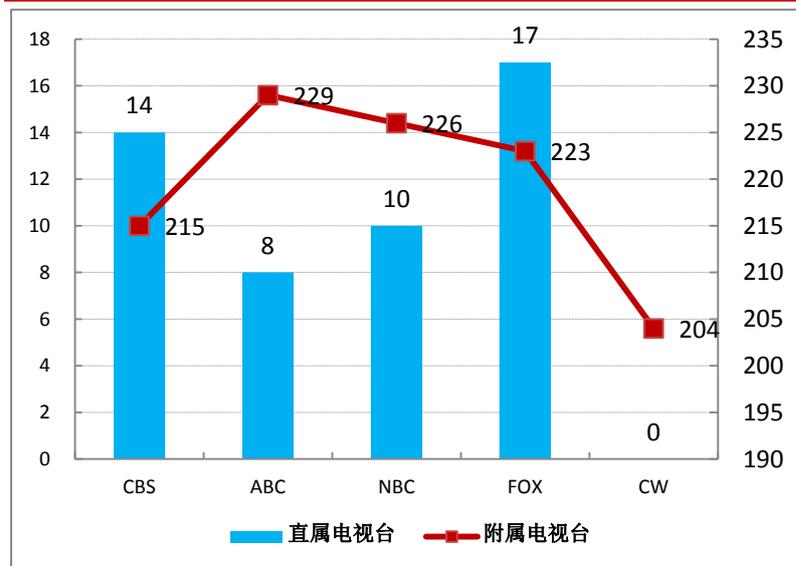
资料来源：2009 年中国广播电视年鉴

中国频道保有成本低廉，大量地面频道仍将长期存在。由于国内地方频道信号均由当地有线网络免费传输（地方电视台与地方有线网络一般都是地方政府控制），除节目成本以外，几乎没有别的保有成本。这使得省级电视台没有整合都市电视台的动力，并且各地方电视台没有主动关闭频道的动力。

2.3.借鉴国际模式，节目联供网成功概率大

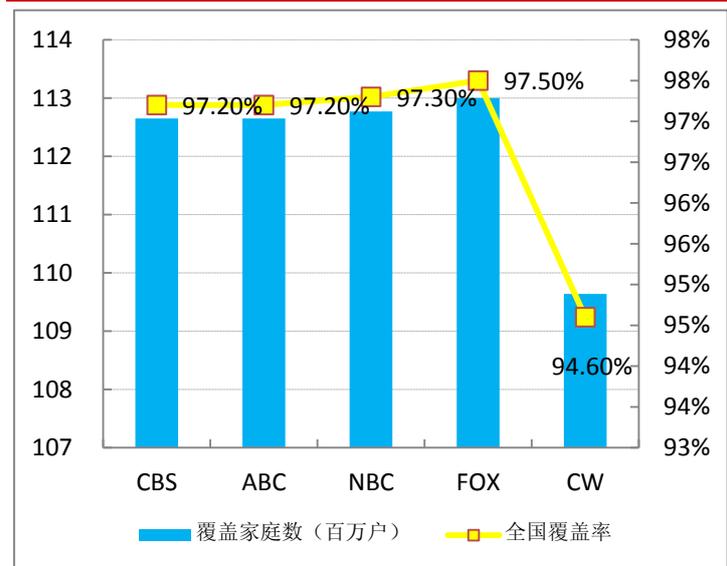
由于美国广播电视网可以产生比任何一个独立的电视台都多的观众和收入，因此其可以承担更高的节目生产成本。高额的节目预算有助于吸纳最优秀的人才，购置最先进的设备，创造更高的收视率，从而获得更高的广告收入。这个发展逻辑也同样适用于中国的城市频道，虽然一个城市频道的收入较少，不足以获得优质的电视节目资源，但如果将许多个不交叉覆盖的城市频道联合起来，则可以有效分摊高额节目成本的同时获得高额的广告收入。

图 11 美国五大广播电视网直属与附属电视台情况



资料来源：BIA，华宝证券研究所

图 12 美国五大广播电视台覆盖情况



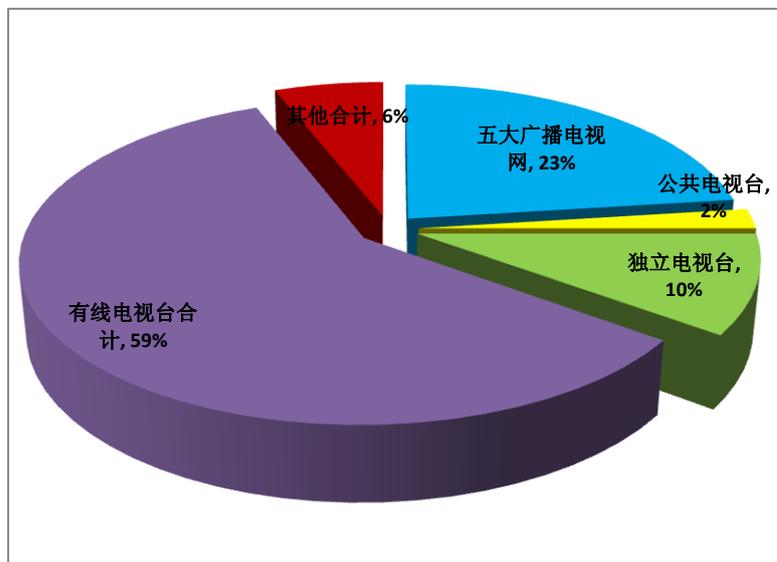
资料来源：BIA，华宝证券研究所

目前，国际电视行业趋向于网络化、专业化方向发展，电视网是国际主流的电视运营模式。在运用模式方面，电视网普遍采用自营台与加盟台相结合的方式，自营台一般拥有产权关系，加盟台是以节目为纽带的合作关系。对于自有的自营台，电视网可以完全控制其节目编排；而加盟台通常有约 60% 的节目要靠电视网提供，通常情况下电视网控制着加盟台黄金时段的节目编排。

从美国来看，其五大广播电视网 NBC、CBS、ABC、FOX 和 CW 的广告收入约占全美广告收入的 25% 及全美电视广告收入的 50%。其主要电视网一般都有 200 个以上的城市电视台作为加盟台，从而覆盖全国。电视网统一向加盟台提供完整频道内容，加盟台只制作

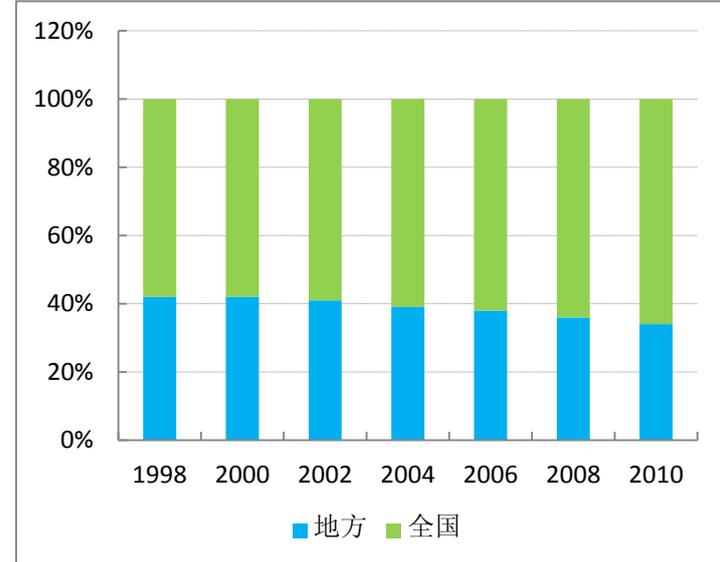
当地新闻等少量内容。电视网向加盟台付费买断节目和广告时间，或与加盟台进行广告分成。基于国内电视行业的现状，吸收了国外电视网运营模式的特点，覆盖面广泛的电视节目联播网是提升是地方频道提升自身收视率与广告价值的有效手段。

图 13 美国广播电视网独占 23% 的市场份额 (2000-2010 年)



资料来源: Media Dynamics, 华宝证券研究所

图 14 近十年美国全国性电视广告供应商份额呈上升趋势



资料来源: Magna Global, 华宝证券研究所

2.4. 节目互联网是提升城市频道竞争力的有效手段

从节目联播网的特征来看，其也不失为提升地面频道竞争力的有效手段。首先，节目联播网可有效解决地面频道播出内容缺乏的问题，提高其本地影响力。地面频道在中央台、各省卫视、省级电视台地面频道的多重夹击下，没有足够的资金、人才和内容资源制作高质量的节目，买不起或买不到优质电视剧，主要靠本地新闻和民生节目支撑，频道资源大量浪费，收视率低，广告收入增长缓慢，形成恶性循环。公司提供的优质娱乐节目可以有效填补城市频道内容的缺乏，增强其在本地的竞争力。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。目前，公司采用节目换广告模式的优势是，可以只进行节目制作和购买投入，而不需要购买广告时间，大大降低了整个成本，使公司集中力量去制作高质量的内容。同时，约 60-70% 的贴片广告时间属于电视台，使节目的广告资源由双方共同分享，双方利益一致，提高了电视台的合作积极性。由于公司的广告主要来自全国性客户，而合作台的广告主要来自当地客户或地方经销商的投放，因此也不存在与广告客户的冲突，从而实现双赢。第三，通过联播网提高了节目的覆盖范围，解决了单个地面频道覆盖面低的劣势，同时充分发挥了单个地面频道的本地化优势和联盟的区域化优势。城市频道具有贴近性，被当地观众当作是“自己的频道”，通常同一个节目与在卫视上播出相比，本地频道播出往

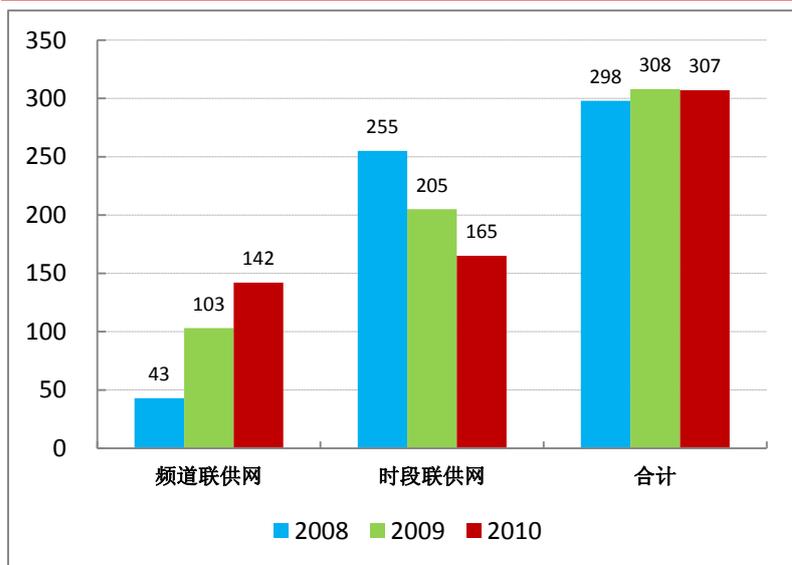
往收视率较高。与城市电视台建立多样化的节目合作方式，例如和城市电视台合作制作本地化节目，发挥频道联播网在播出时间编排上因地制宜的优势，在城市电视台的频道联播网中适当插入本地化节目以增强对当地观众的吸引力。

3. 节目联播网规模效应凸显，盈利提升有空间

3.1. 先发优势明显，频道联播网频道已构建

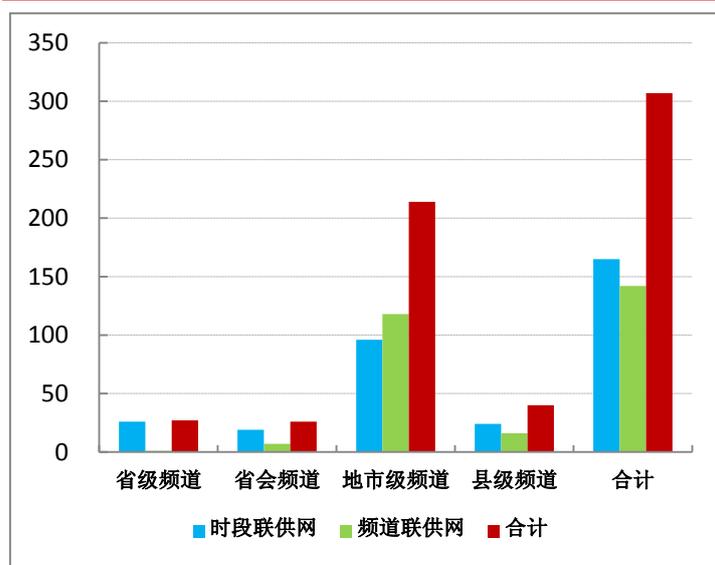
在发展初期，公司就采取了用节目换取广告时间的模式，建立了电视节目时段联播网，通过节目和广告时段的运营逐步发展壮大。其后，公司在借鉴美国电视网运营模式的基础之上，充分考虑国内电视行业的现状，从 2008 年下半年开始，以节目内容为纽带，联合众多城市地面电视台，和城市电视台的一个频道合作，通过提供并连续包装 6 个小时的节目内容，换取一定比例的广告时间，创造性的打造了频道联播网，成为公司时段联播网的有益补充，该网络进一步提升了公司节目渠道的覆盖面，也提供了为广告客户进行系列化、整频道整合营销的可能。频道联播网中，公司可以进行整个频道的内容规划，打造频道统一形象，迅速有效的进行节目调整，与电视台进行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 个电视台签订了为期五年的频道联播网合作协议。

图 15 公司节目联播网签约电视台的增长情况



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

图 16 公司 2010 年节目联播网的频道签约类型



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

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。

3.2. 节目协同共打造竞争力

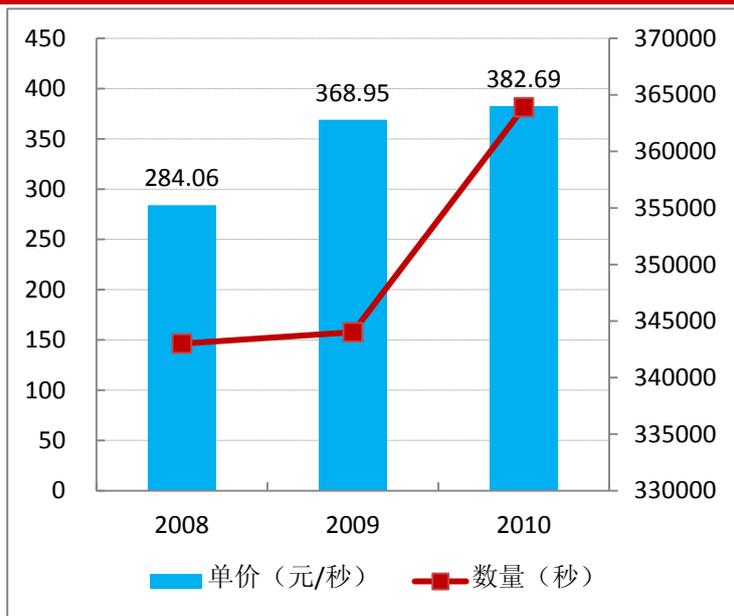
节目换取电视台广告时间的方式开创了“制播分离”的新模式，实现了制作机构与播出机构的共赢。从 1999 年《中国娱乐报道》（已更名为《娱乐现场》）开播开始，公司就开始采取用节目交换电视台广告时间的方式。按照相关规定，30 分钟的电视栏目一般可有 6 分钟的广告时间，公司取得其中的 2 分钟左右的广告时间，其余时间由电视台经营。节目的终审权和播出权依然控制在电视台手中，符合“制播分离”的政策。该方式的特点是电视台不需要付出现金购买电视栏目，同时可以分享节目中的一部分广告时间。电视台与制作机构的利益具有一致性，只有当公司的节目有较高收视率及满足广告客户需求时，双方才能共同获益，公司需要不断提高节目质量，扩大节目影响力；节目保持稳定的播出也有利于维持电视台节目的稳定性和收视率，有利于其获取持续的广告收益。在这种情况下，与公司开展频道联播网合作的电视台数目由 2008 年的 43 个增长到 2010 年的 142 个。合作总的电视台数目由 2008 年的 298 个上升至 2010 年的 307 个，未来随着频道联播网为电视台带来价值的不断凸显，以及我国 1356 个电视频道的存量，公司合作电视台数目存在着巨大的提升空间。

利用特色的电视节目及广泛的发行渠道为广告客户量身定制一整套整合营销方案。公司是中国最早进行植入式广告、娱乐营销活动与贴片广告相结合的开拓者之一。在向广告客户销售广告时，不仅包含贴片广告方案，还包括为客户量身定做相应的节目板块，甚至一个完整的节目，来有效传达客户的品牌理念。同时为客户量身定做各种演艺活动，包括颁奖典礼、选秀活动、演唱会和品牌促销活动等，这就使得客户可以通过公司众多的发行渠道将其产品信息传递给消费者，提高了宣传的针对性和有效性。该类整合营销方案是单纯的节目制作商、广告提供商和电视台很难实现的。同时，这些定制的节目和演艺活动也构成了公司特殊的优质节目来源和宝贵资产。也确保公司在取得广告经营时间后能够取得优质的客户资源。

采取多个节目共同向电视台捆绑销售的策略，节目互相共同打造泛娱乐节目平台。公司在内部大力进行广告资源的整合，在多个节目之间进行广告销售，制定不同的节目组合销售策略，以使强弱节目能够互相带动；同时扩大了广告空间，满足大型客户的需要。为了深入贯彻整合营销理念，公司成立了三个专业的营销中心，包括为大客户量身定制演艺活动

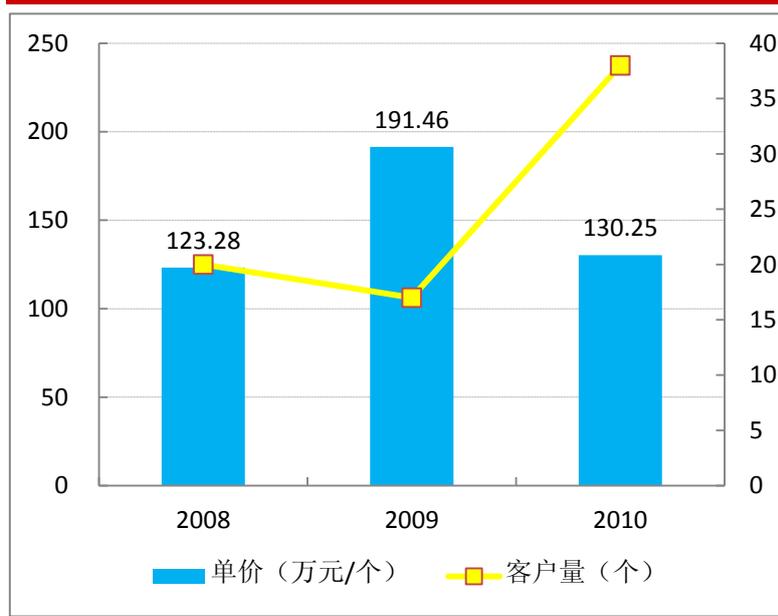
的活动营销中心、运营栏目广告时间的媒介营销中心和针对直接客户的整合营销中心，三个营销中心针对各种类型客户进行分工协作，深入推行整合营销理念，提升营销方案的专业化程度和影响力。在这种背景下，公司的贴片广告价格由 2008 年的 284 元上升到 2010 年的 383 元/秒。而一线卫视贴片广告的平均价格可达 5000 元/秒。随着公司广告营销能力及光线频道联供网的价值得到越来越多得认可，公司广告价值有望在未来达到一线卫视的水准，即存在十倍以上的空间。

图 17 公司的贴片广告单价及客户数呈现明显上升趋势



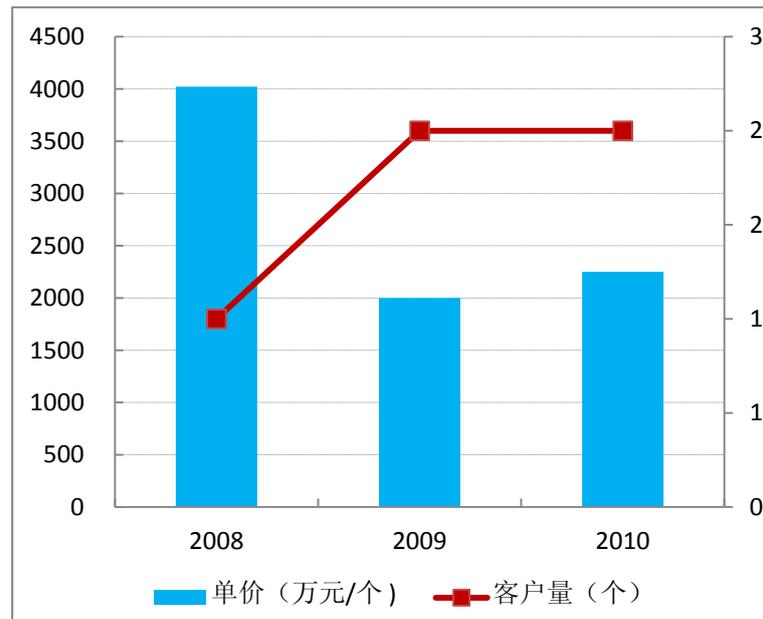
资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

图 18 公司的植入式广告及单价稳步上升



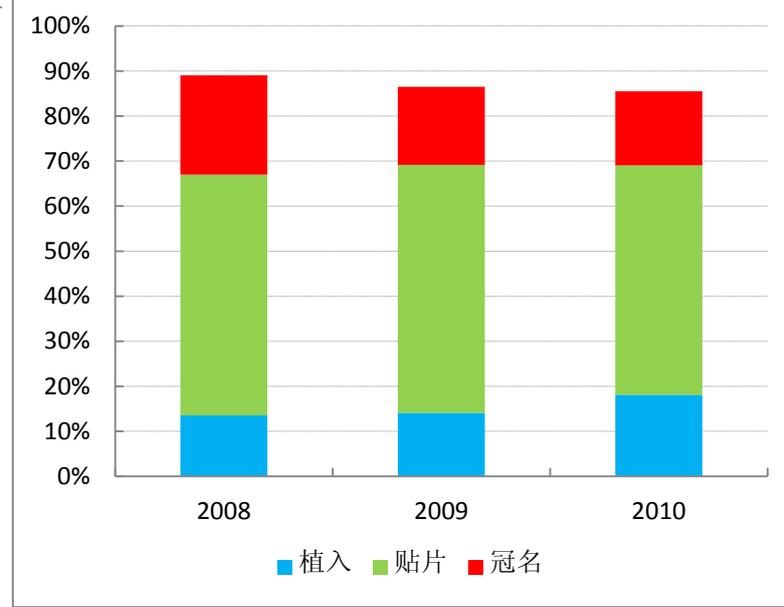
资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

图 19 公司的冠名广告单价及客户数呈现明显上升趋势



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

图 20 植入式和贴片广告是公司业务收入主要来源



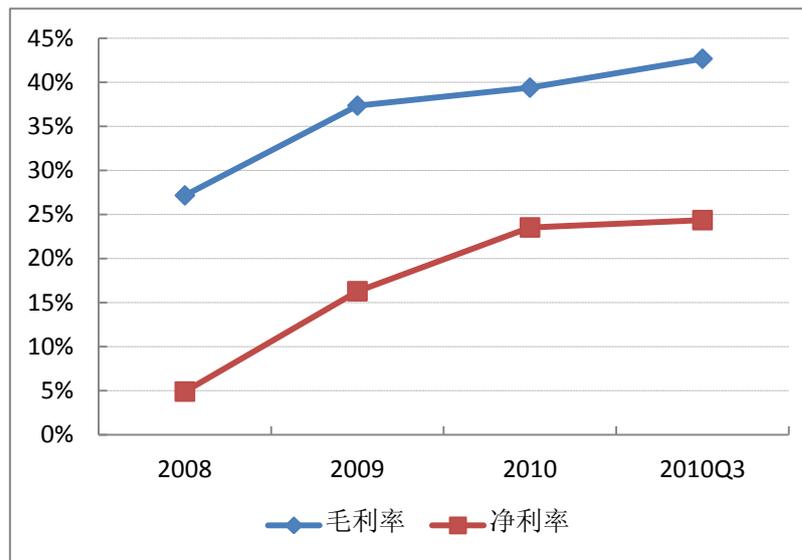
资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

本地化和区域化特点使得地面频道联播网对广告客户吸引力增强。随着二三线城市消费市场的发展，各中小城市频道愈加显现出价值，目前，尤其是金融危机以后，全国性广告客户迫切希望将产品向二、三线以下的城市延伸，特别是消费类产品。作为对央视、省级卫视等这一类全国性电视媒体的有效补充，基于市场分层的考虑，大量客户开始重新焕发对对地面电视台加大广告投入的需求，但是地方台的节目质量不高，缺乏时尚化、年轻化的特色，又使得客户难以找到合适的广告投放渠道，这对公司的频道联播网的模式提供了良好的市场机会。同时在广告播出上既可以全国统一投放，也可以区域化投放，比如华东区、华北区等，这些是卫视等全国性媒体所做不到的。

3.3. 节目规模效应显著，成本有望降低

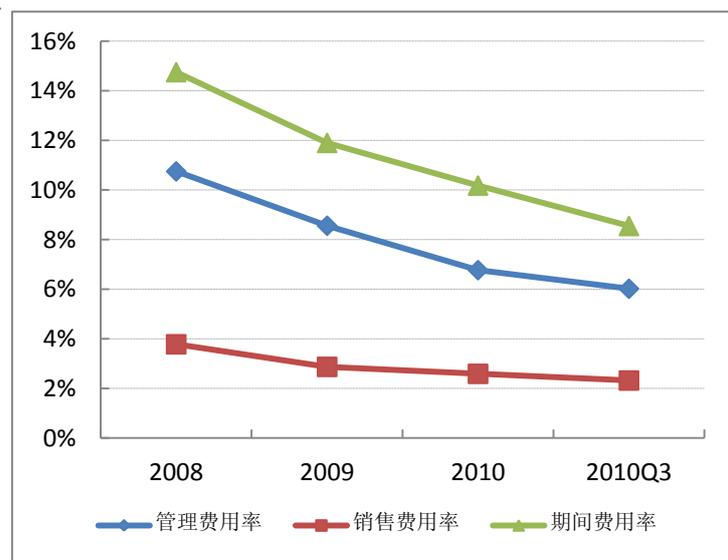
毛利率随着播出渠道的增加而上升，节目具有规模经济效益。公司收入的主要来源是节目销售收入和节目广告时段的销售收入。由于各个地面频道覆盖范围的不同，公司的电视节目可以向全国各个地面频道多客户销售；随着节目销售频道的增加，节目直接销售收入和节目广告时段的销售收入随之大幅提升，在前期节目制作投入的成本一定、销售费用增加不大的情况下，边际利润率和毛利率随之实现了大幅提高：公司的毛利率由 28% 提升到今年第三季度的 43%，净利率也由 2008 年的 5% 提升到今年第三季度的 24%。

图 21 公司盈利能力稳步提升



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

图 22 公司 2010 年节目联播网的频道签约类型



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

公司节目的广告价值取决于节目的覆盖面、收视率以及公司广告营销的能力，随着节目播出频道数量的增加，公司的时段联播网和频道联播网覆盖范围快速扩大，节目的广告价值不断提升。特别是由公司统一进行节目包装的频道联播网的广告价值随着签约城市频道的增加而提升。目前，公司已经签约 142 个城市频道，频道联播网的覆盖优势将逐步显现出来。公司长期以来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，可充分挖掘节目的广告价值，并通过电视栏目、演艺活动等多种形式进一步提升广告营销效果，最终将使公司的广告价值得到不断提升，最终有望达到一线卫视水准。

3.4.进入门槛高，领先有望长期保持

精良制作水准保障节目欢迎度。公司自 1997 年开播《中国娱乐报道》以来，开始逐步确立了自身在中国娱乐信息传播领域的优势地位。在所有的民营制作机构中，公司栏目制作量稳居第一。公司节目的收视率呈现出快速上升势头，例如《娱乐现场》收视率由 2007 年的 70% 上升到 2010 年的 71%，《最佳现场》的收视率由 2007 年的 58% 上升至 139%。这得益于公司节目的精良制作水准与逐步积累起的品牌效应。

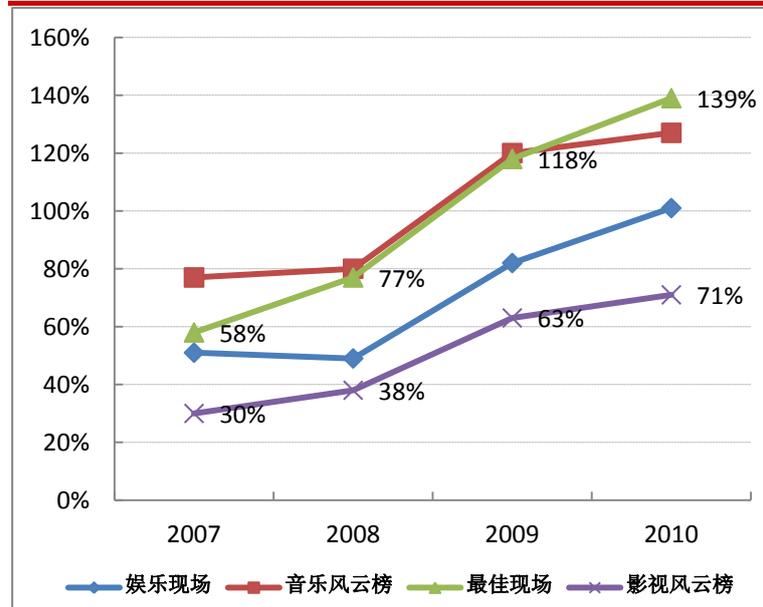
表 2 排名前五的民营制作机构

机构名称	主要节目类型	节目制作时间	经营模式	节目播出区域
光线传媒	娱乐资讯类、生活类、故事类	5.5 小时/天	节目销售和以节目换广告时段方式	全国
银汉文化传播	生活服务类	2.5 小时/天	委托制作为主	北京电视台
东方风行	娱乐时尚类	2.5 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
北京文化艺术	综艺类	周播节目	委托制作为主	北京电视台
派格太合环球文化	综艺活动类	2.5 小时/天	委托制作为主	东方卫视

资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

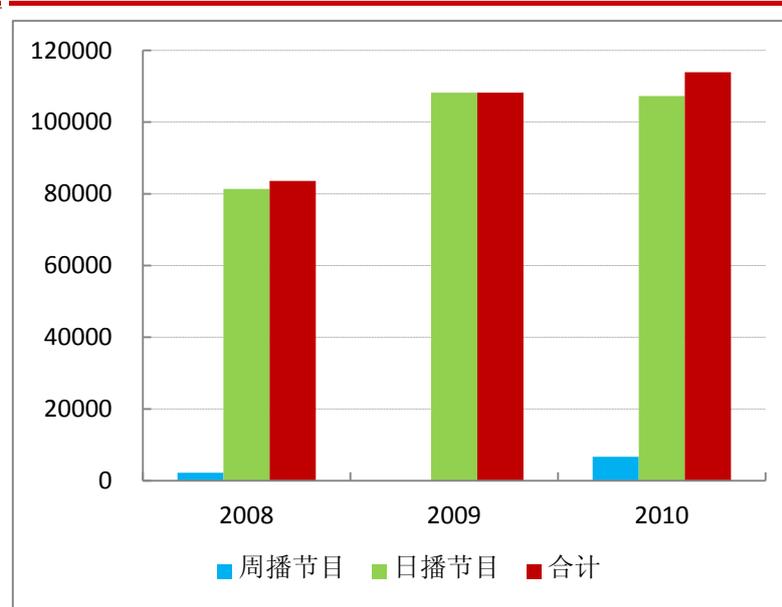
工业化生产运营模式保障产品流程稳定。公司制作大量日播类电视栏目，相对于“作坊式”中小电视栏目生产企业，大量日播类节目对制作流程的标准化提出更高要求。在制作环节，公司设立了综合运营服务部，负责所有节目的采访、录制、编辑、包装、合成、审查、传输；并制订各个流程的质量控制标准，由专业化人员进行分工协作，提高录制团队的工作标准化水平；同时，通过信息资源、生产设施等资源共享的方式，实现了规模化生产边际成本递减的效益。资源共享主要表现在采访团队的信息资源共享、摄像、演播室、后期合成等环节技术人才和设备的共享，使得公司每天可以进行大量节目的规模化生产。在运营流程方面，主要分为策划、制作、发行、广告和增值服务等环节，各个环节专业分工、协同运作，保证节目生产和经营的流畅和稳定。

图 23 公司各主要节目收视率明显上升



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

图 24 公司制作节目时间稳步上升



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

电视节目及广告运营模式高效维系稳定合作关系。在用电视节目换取电视台广告时间的合作模式下，电视台无需为购买节目支付成本，双方通过各自广告时段的销售实现收益。这种合作模式较为稳定，既降低了电视台购买节目的风险，也激发了制作机构提高节目制作

质量的积极性，节目质量的提高同时提升广告时段的价值，对节目制作商和电视台播出媒介产生了双赢效果，使得这种合作模式更为稳定。作为制作实力雄厚的娱乐内容提供商，公司能够提供高质量的系列化日播节目、周播节目以及具有广泛市场影响力的颁奖典礼等大型娱乐活动。城市电视台通过加入频道联播网，用其中一个较弱势频道和公司合作，即可以获得大量高质量的电视节目，以达到提高收视率、提升广告价值的目的。同时，地面频道也与公司联合举办地区性特色节目，发挥其贴近本地市场和观众习惯的优势，利用其对本地区较高的覆盖度和到达率提升其地区影响力和收视率。

日播节目具有稳定性和高门槛特征。公司的节目主要以娱乐资讯类日播节目为主，这些节目主要体现在对信息全面的采集和占有。日播类节目的优势体现在：易形成工业化的生产流程，实现规模效益，对个别人才的依赖度较低；由于是每日播出，资讯类日播节目容易使观众形成稳定的收视习惯，同时又占有较长的播出时段，使得电视台不会轻易的对节目进行调整，节目播出更加稳定；市场门槛较高、不易模仿。与以模式见长、需要不断创新的周播节目比，日播节目往往以内容见长，对内容信息资源的及时性要求较高，需要建立庞大的采编队伍和高效的信息网络，形成品牌之后，较难被模仿也能够为广告客户提供更多的广告投放空间，价值更高。

栏目品牌化运营初见成效。公司的节目营销策略已超越传统单个电视栏目的营销，注重将节目作为品牌来经营，各个节目设立品牌经理，与制片人、主编一起构成节目运营团队。每一个节目均包含常规栏目、衍生演艺活动、宣传推广、广告销售等多项内容，各个团队协同策划，进行全方位、多渠道的品牌项目营销，使每一个节目运营团队不仅着眼于制作质量的提升，更通过不同类型的衍生活动提升节目品牌价值。以 2000 年开办至今的《音乐风云榜》为例，其已是中国最有影响力的综合音乐品牌节目之一，同时，以该节目为依托，公司已连续十年举办国内著名的音乐大奖——音乐风云榜颁奖盛典，该活动被誉为“中国的格莱美”，也在另一个层面提升了《音乐风云榜》的品牌价值。这种品牌化的营销策略，使公司的节目在激烈的竞争中独树一帜，在延长节目生命周期的同时提升了价值。公司的演艺活动是通过电视台播出的线上活动，随着网络覆盖范围的扩大，活动的传播效果越来越好，活动的广告价值也随着电视节目播出频道的增加而快速上升。

综上所述，在国内由于公司的节目制作规模领先于其他民营公司，而全国的地面电视台又由于条块分割的状况，很难在体制内去构建一个全国性的网络联盟，因此，公司建立的电视节目联播网就具备了先发优势和较高的复制难度。

3.5.四大动力共提利润空间

参考美国广播电视网发展的历程，我们认为，在地面频道走向联合过程中，公司频道联播网的商业价值正在加速凸显，而以下三个方面将共同造就公司的在电视栏目制作中持续高成长。

(1) 加盟频道数目增加。随着公司节目制作水准的进一步上升和栏目品牌效应的进一步建立，公司节目的收视率将呈现上升态势，对于资金和专业制作团队缺乏的未加盟电视台将形成较大的冲击，因此未来加入公司节目联播网的频道将呈现出进一步上升态势。目前全国共有地市级电视频道 1356 个，公司目前的频道联播网仅覆盖了 142 家，加之未来节目互联网未来的转换，按照公司规划，频道互联网规模 2011 年底将达到 150 家，2012 年为 200 家。预计到 2015 年公司的频道互联网数目有望增至 350 家，复合增速为 23.59%。考虑到节目联播网将有一部分转化为频道联播网（预计转化率为 10%），因此未来 3-5 年内公司的合作频道的整体增速约为 10%。

(2) 节目播出时间增加。公司募投项目——电视联播网电视节目制作项目完成后，公司的日播时间长度将由现在的 5.5 小时提高到 8 小时，新增电视节目将主要通过节目联播网中的时段联播网和频道联播网播出，其中，在现有时段联播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，为公司的节目联播网提供更加丰富的节目类型。因此我们预计公司 2011-2013 年的节目播出时长的增速将保持在 10% 左右。

(3) 广告分成比例提升。公司的频道联播网的广告时段分成比例占据了整体广告时段的 30%-40% 的水平，与公司的节目联播网相对应的美国广播电视网与电视台的分成比例高达 80-93.30%。随着各类电视频道竞争的加剧以及公司议价能力的增强，预计 2020 年公司在广告中的分成比例有望提升到 45% 的水准，未来三年广告分成比例的复合增速约为 3%。

(4) 单位广告价格提升。预计公司 2020 年广告价格将可达到一线卫视水平。以贴片广告价格为例，公司 2015 年价格仅为 383 元，一线省级卫视非周末平均值约为 5000 元。随着公司频道联播网价值的加速凸显，公司的广告价格有望在 2020 年达到 1000 元左右，及公司期间的复合增速为 10%。另外在广电总局在电视剧内禁插广告文件的实施的背景下，植入式广告和冠名广告的价格增速将超过贴片价格，因此我们用贴片广告价格衡量公司广告价格整体增速更为保守。

综上，在加盟频道数目增加、节目播出时间增加、广告分成比例提升、单位广告价格上升四大要素的推动下，公司在栏目制作方面来自于栏目广告的收入未来五年的复合增速为 37%，占比将稳定在 80% 左右的水平。来自于制作、衍生方面的收入增长保持过去 2 年的 35% 的平均增长。由此计算，未来五年公司栏目制作与广告的收入复合增速将在 35% 以

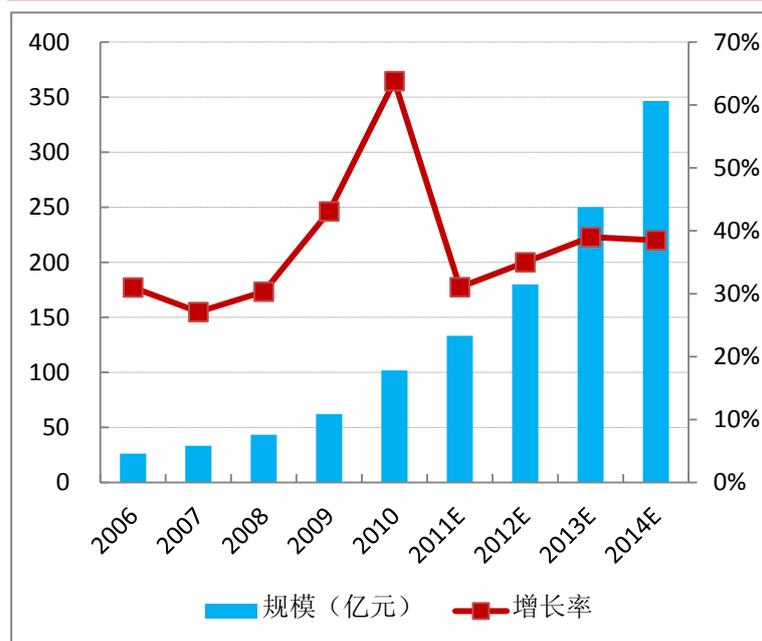
上%。按照公司的募投规划，电视联供网电视栏目制作与联供网电视剧的购买可分别在2012年和2013年完成，相应的数字演播中心的扩建也可在2012年全部完成，相信随着节目制作与电视剧瓶颈的解决，2013年起公司在电视栏目制作方面的收入有望呈现拐点式增长。

4. 电影业有望成为公司业绩的快速增长点

4.1. 精品电影供不应求带来巨大市场空间

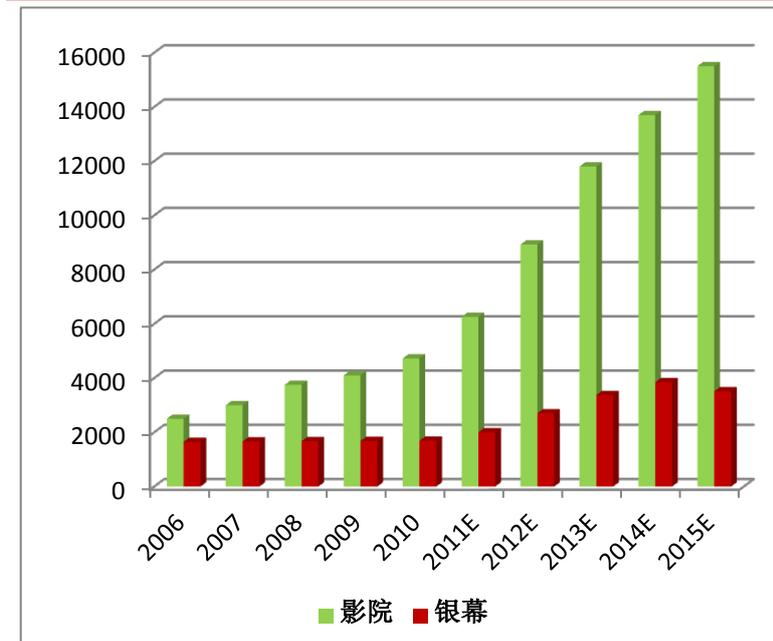
随着居民可支配收入和文娱娱乐占可支配收入比重不断提升，电影需求正处于持续快速的上升通道。2010年我国的电影票房规模达到了101.72亿元。同时，电影院数目与荧幕数量也处于急速增长态势。在国家税收改革等政策的拉动下，未来居民的可支配收入有望进一步提升。而随着观看电影成为大众生活娱乐的主要方式，文娱娱乐支出占收入比重也有望进一步增加，未来3-5年国内电影票房收入仍有望保持30%以上的增长率。

图 25 国内电影票房规模及预测



资料来源：艺恩咨询，华宝证券研究所

图 26 国内电影基础设施情况



资料来源：艺恩咨询，华宝证券研究所

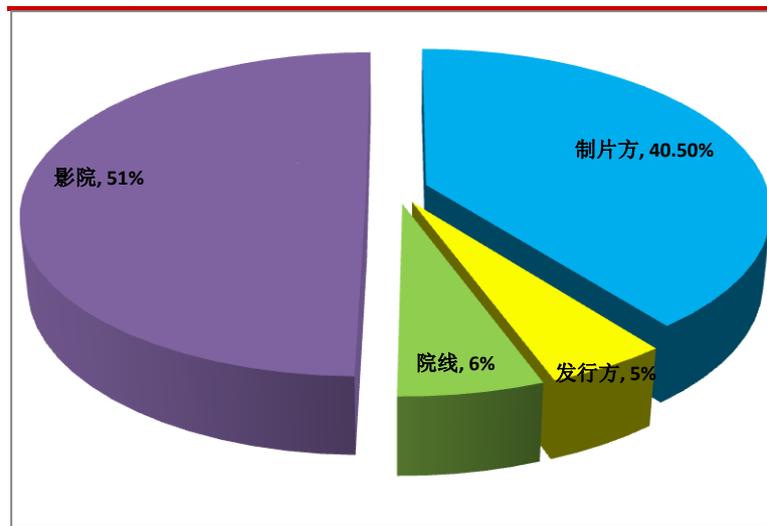
与旺盛增长的需求相对应的是国内优质影片供应相对不足。在这种背景下，能够提供高品质、及时迎合消费者口味并可在广泛渠道对影片进行宣传的电影往往能够取得更高的票房，而质量较低又不能进行有效营销的电影票房却差强人意，致使不同的国产片票房差别较大。从2010年国内排名前十的电影票房分布可以看出，不同内容制作商的电影票房存在较大差别。因此，优质内容提供商及强大宣传营销能力或平台的电影发片方将在电影产业中拥有更强的竞争力。

4.2.投资定位明确，票房收益有保障

2008 年公司主要以代理发行国产影片为主（分成为票房总额的 4%-6%），2009 年公司开始逐步介入投资制作。通过参与联合投资，有选择性的参与少量影片的投资和制作。这不仅可以增强公司获取符合市场需求的、优质影片的发行权机会，还使公司在取得代理发行费外，能获得包括电影票房收入在内的直接投资收益。

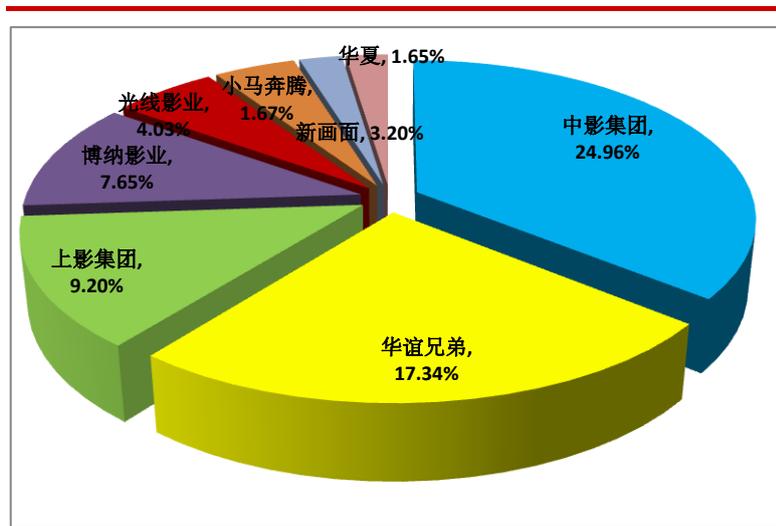
公司电影业务成立之初就提出以投资商业类型片为核心。类型片就是指那些根据分类原则给以不同命名的、易于分类识别的影片。根据观众心理需求特点适时推出相应的影片类型是好莱坞电影不断壮大的重要策略之一，类型片具有消费群体有保证、市场预期基本稳定等特点，票房具有较强的可预期性。其稳固化有利于观众树立对该类型的品牌认知，对于投资方而言，依据类型片的类型元素和投资标准量身订做，能够降低投资风险，实现稳健发展。国内中小制作规模的商业类型片质量不断提高，票房逐步提升。2010 年以来，通过对喜剧、武打/功夫等类型的深入挖掘，公司逐步开始加大类型片的投资和制作。目前公司已成立了专业的影片投决会，对新片的投资和发行进行集体决策以保证影片的定位准确。

图 27 电影票房分成比例



资料来源：艺恩咨询，华宝证券研究所

图 28 2010 年公司发行影片规模位居前十



资料来源：艺恩咨询，华宝证券研究所

4.3.增资光线影业名利双收

公司电影投资与发行依托于其全资子公司光线影业，其业务主要包括投资发行和代理发行两种类型。自 2006 年成立以来，光线影业已从一个纯粹的电影代理发行公司发展为一个以电影发行业务为龙头的综合性电影公司。2008-2010 年，光线影业发行的电影数量快速增加，共发行 20 部国产影片，发行能力得到快速提升。受益于国内电影市场的快速发展，公司的电影票房收入节节攀升。2010 年，公司发行影片的票房分账收入和影片衍生

收入分别较 2008 年增长 372.43%和 342.51%，远高于同期国内票房的增长率 134.28%。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，发行影片票房占国产影片票房的比例稳定在 5%以上，业已跻身国内电影公司的前三甲。

公司电影业务以 2009 年为分水岭，在逐步积累国产电影的经验 and 声誉基础上，电影业务从以代理发行为主，向发行和投资制作两条腿走路过渡。从过往的业绩来看，2009 年公司负责发行的 8 部影片中两部参与了投资，分别是《家有喜事》和《神兵小将》，这两部影片投资全额收回，且略有盈利；2010 年公司负责发行的 7 部影片中三部参与了投资，分别是《花田喜事》、《全城戒备》和《精武风云》，这三部影片均属于中等以上规模制作的影片，共投资约 1.02 亿元，均收回投资，共实现毛利超过 2,500 万元。另外，2007 年以来公司已经建立了一支专业的电影投资发行团队，电影业务人员由 2009 年初的 18 人，增加到 2010 年末的 70 人，目前为 83 人。人才储备不断增强，电影发行业务经验不断丰富。

为了解决光线影业持续高速增长的同时容易面临的资金短缺的问题却一直没能解决，公司于 2012 年 2 月向光线影业增资 1 亿元，其资金实力将显著增强，进而能够去选择一些优秀的电影投资项目，打造出光线影业的精品电影，实现“名利双收”。

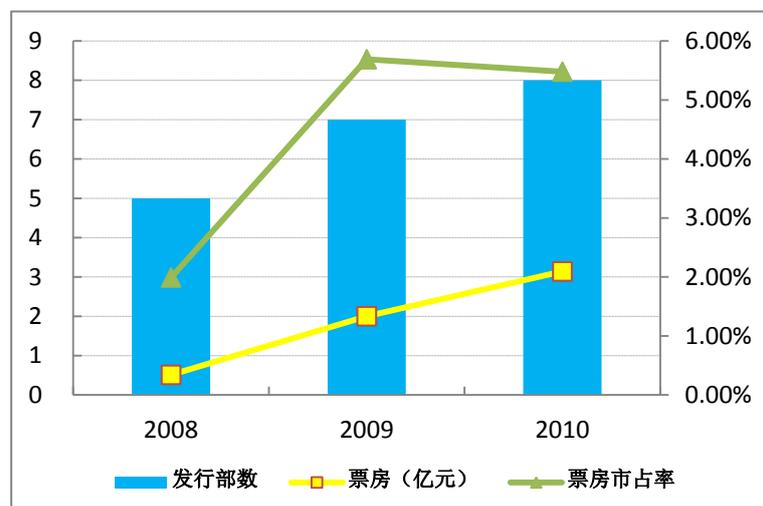
4.4.自建平台，影片宣传优势得天独厚

目前全国大部分电影发行公司由于只在北京等大城市建立发行中心，无法真正了解每座城市观众的观影喜好，无法及时与影院协调安排影片放映，也无法进行地区化、分众化营销。同时，由于观众结构和类型的多样化，有些电影在中心城市和二三线城市的票房可能差异很大。因此，需要进行更符合本地特色的影片营销。公司的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 个主要城市（上述区域的票房收入超过了全国总票房的 85%）。发行营销人员在 50 个主要城市进行驻地式营销，可根据各地情况制定更具本地特色的营销方案。具体表现在，根据各地区的特点选择最有效的媒体、制定符合当地观众特点的宣传方案、有针对性的举办首映式、见面会、发布会等形式的活动，特别是在影片场次的安排、影厅的选择等方面与各影院进行沟通，以实现票房最大化。

多种媒介资源整合促进影片发行的精细化运作，电影整合营销成为影片宣传推广中的亮点。公司的电影业务以整体业务为依托，发挥电视栏目的广泛播出渠道、艺人资源、广告客户资源等整合营销方面的优势，为影片宣传、发行提供覆盖 300 余个电视频道、广播、互联网、户外媒体等渠道的宣传推广。例如，在公司的《娱乐现场》、《影视风云榜》等节

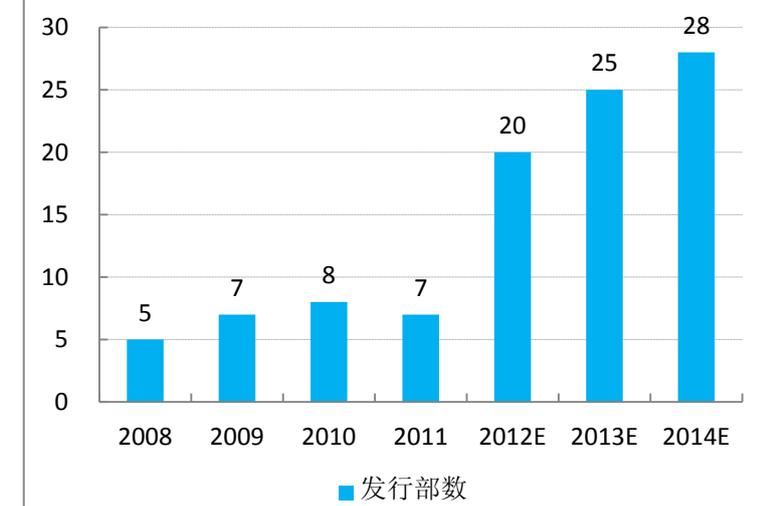
目中进行影片的广告宣传，节目覆盖包括地面频道在内的 300 余个电视频道、互联网视频网站、数字付费频道、广播电台、公交移动电视、航空视频、高校、医院等行业媒体，大幅扩大了影片宣传的地域范围和覆盖面。电视节目广泛的传媒平台扩大影片的广告效应和影响力，为广告客户提供了整合营销的新模式。因此，公司能够以节目为依托，实现电影资源与广播、电视、网络等传媒资源的整合和深度合作，借助传媒资源的系统竞争力和整合营销的经验拓展了电影的市场空间。同时，丰富的电影内容也为公司的节目提供了丰富的内容资源，娱乐内容与媒介资源实现良性互动。美国好莱坞六大电影制片商的经验表明，电影企业的做大做强，多种媒介资源与内容资源的整合和互动是重要的发展模式之一。

图 29 公司近三年投资发行电影的票房情况



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

图 30 公司来自电影的营收预测



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

2009-2010 年，公司共投资发行的影片共 5 部，不仅实现了较快的收入增长，由 2008 年的 311.13 万元上升到 1454 万元，毛利率也由 5% 上升到 13%，来自每部电影的 average 回报由 60 万上升到 187 万元。由于投资电影的增多，公司影视剧毛利率由 2008 年的 5.14% 上升至 2011 年第三季度的 29.61%。未来随着公司参与投资影片的增加，影视剧将为公司贡献更多高质量的业绩。2011 年公司共有 7 部电影上映，2012 年公司电影有望达到 20 部，之后将保持每年 20 部以上的水平平稳上升。随着公司对于影视剧业务投资进一步的加大投入，预计未来来自于影视剧的营收将呈现出更加迅猛的增长态势，未来 5 年的复合增速将达到 40% 左右的水准。

5. 盈利预测与估值

5.1. 关键假设

我们的预测建立在以下假设基础之上:

(1)公司的栏目制作与广告收入增长 2011-2013 年分别为 35%、37%和 40%，2011-2013 年演艺活动平均将举办在 35 次左右，复合增速保持在 30%左右的水平，影视剧 2011-2013 年的复合增速分别为 45%、42%和 35%。

(2)公司的管理费用率与销售费用率由于节目销售的规模效应略有下降；由于 IPO 产生的现金流公司的财务费用为负。

(3)公司的毛利率保持在 44%左右的水平，并稳中有升。

5.2.盈利预测与估值比较

表 3 利润表

利润表	单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	479.60	697.92	967.83	1337.36
营业成本	290.71	397.75	539.56	722.17
营业税金及附加	18.59	28.35	38.42	53.71
营业费用	12.40	16.40	22.26	28.08
管理费用	32.45	43.69	57.10	68.21
财务费用	3.97	-9.10	-29.10	-25.30
资产减值损失	2.34	17.86	14.75	27.31
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.01	1.01	1.51
营业利润	119.14	204.98	325.84	464.69
营业外收入	16.43	10.79	13.61	12.20
营业外支出	0.61	0.67	0.64	0.65
利润总额	134.96	215.10	338.81	476.24
所得税	22.14	39.36	58.79	84.89
净利润	112.82	175.74	278.02	391.35
少数股东损益	0.00	-0.02	-0.02	-0.03
归属母公司净利润	112.82	175.76	278.04	391.38
EBITDA	140.80	196.41	293.38	427.10
EPS (摊薄)	1.37	1.60	2.54	3.57

资料来源：华宝证券研究所

根据我们的核心假设，预计公司 2011-2013 年可实现的收入分别为 6.97 亿元、9.68 亿元和 13.37 亿元，分别较上一年增长了 45.52%、38.67%和 38.18%。实现的净利润分别为 1.76 亿元、2.78 亿元和 3.94 亿元，分别较上年增长了 56.05%、58.19%和 40.76%。实现 EPS 分别为 1.60 元、2.54 元和 3.57 元。

表 4 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
			2011	2012	2013	2011	2012	2013
300251.SZ	光线传媒	59.28	1.60	2.54	3.57	36.97	23.33	16.60
300133.SZ	华策影视	30.40	0.80	1.07	1.42	38.14	28.31	21.34
300058.SZ	蓝色光标	29.75	0.74	1.09	1.47	40.45	27.33	20.26
002292.SZ	奥飞动漫	27.80	0.42	0.56	0.75	66.08	50.03	37.14
300148.SZ	天舟文化	25.45	0.43	0.62	0.81	58.82	41.16	31.33
002400.SZ	省广股份	22.00	0.67	0.96	1.26	32.72	22.95	17.48
600633.SH	浙报传媒	16.49	0.55	0.64	0.72	30.00	25.65	22.94
300071.SZ	华谊嘉信	15.60	0.43	0.54	0.70	35.88	29.11	22.17
600088.SH	中视传媒	15.51	0.30	0.48	0.68	51.58	32.62	22.97
300027.SZ	华谊兄弟	15.13	0.31	0.54	0.76	48.29	27.93	19.98
002181.SZ	粤传媒	12.12	0.49	0.56	0.63	24.54	21.81	19.16
601928.SH	凤凰传媒	9.99	0.30	0.37	0.40	33.81	27.24	25.16
	平均值	23.29	0.59	0.83	1.10	39.65	28.04	21.23
	中值	19.25	0.46	0.59	0.75	41.45	32.78	25.56

资料来源：华宝证券研究所

2011-2013 年公司的 PE 分别为 36.97 倍、23.20 倍和 16.60 倍 PE。我们选择了 10 家传媒类公司与光线传媒进行估计比较，公司估值较传媒类其他公司相比均具有优势，尤其是 2013 年的 PE 估值。我们认为作为一家目前规模效应将持续 3 年以上、且目前已经搭建起自身平台的传媒公司，公司的合理价位在 90.00 元，对应 2012 年 35 倍 PE。

6. 风险提示

1. 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。随着国家行业准入和监管政策将来的进一步放宽，公司目前在广播电影电视行业的竞争优势和行业地位将面临新的挑战，甚至整个行业都会受到外资企业及进口电影、电视剧的强力冲击。

2. 作品内容审查风险

按照制播分离的原则，电视节目播出的终审权由电视台掌握，电视节目制作机构提供给电视台的节目存在不能通过电视台审查的风险。一旦出现类似情形，将对公司业绩造成不利影响。此外，电视限娱令也可能影响公司的营收。

3. 市场竞争加剧风险

随着“制播分离”的进一步深化，电视台内部的节目制作机构将逐步成立独立的节目制作公司，民营节目制作公司也将大量出现，可能加剧节目市场的竞争。随着国产影片票房收

入的逐步攀升，民营电影公司大量涌现，国有电影公司也加大市场开拓，电影市场竞争存在日趋激烈的风险，进而对公司的经营带来较大不确定性。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	326.14	1973.58	2148.72	2618.73
现金	39.98	1555.27	1589.62	1835.88
应收账款	130.07	281.45	264.19	506.68
其它应收款	4.56	20.13	4.87	35.06
预付账款	133.30	71.35	253.03	165.29
存货	18.24	45.39	37.01	75.83
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	81.37	71.12	85.34	87.87
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	15.75	17.04	19.61	21.20
无形资产	0.71	0.84	0.83	0.89
其他	64.91	53.24	64.89	65.78
资产总计	407.52	2044.70	2234.06	2706.60
流动负债	161.32	244.89	213.01	342.51
短期借款	104.00	76.80	90.40	83.60
应付账款	13.96	29.18	20.13	51.51
其他	43.36	138.91	102.48	207.40
非流动负债	14.37	11.56	10.37	7.95
长期借款	12.00	8.78	7.80	5.28
其他	2.37	2.77	2.57	2.67
负债合计	175.69	256.45	223.38	350.45
少数股东权益	0.00	-0.02	-0.04	-0.07
归属母公司股东权益	231.83	1788.27	2010.72	2356.22
负债和股东权益	407.52	2044.70	2234.06	2706.60

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-9.67	144.44	66.79	282.07
净利润	112.82	175.74	280.02	391.35
折旧摊销	0.00	2.93	3.83	4.87
财务费用	3.97	-9.10	-29.10	-25.30
投资损失	0.00	-2.01	-1.01	-1.51
营运资金变动	-124.96	-23.77	-86.63	-87.51
其它	-1.50	0.66	-0.33	0.16
投资活动现金流	-4.41	8.67	-16.71	-6.06
资本支出	36.57	-9.99	14.09	2.59
长期投资	31.35	0.00	0.00	0.00
其他	63.51	-1.32	-2.63	-3.46
筹资活动现金流	-4.10	1362.17	-15.72	-29.75
短期借款	54.40	-27.20	13.60	-6.80
长期借款	12.00	-3.22	-0.98	-2.53
其他	-70.50	1392.59	-28.34	-20.42
现金净增加额	-18.18	1515.29	134.35	246.26

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	479.60	697.92	967.83	1337.36
营业成本	290.71	397.75	539.56	722.17
营业税金及附加	18.59	28.35	38.42	53.71
营业费用	12.40	16.40	22.26	28.08
管理费用	32.45	43.69	57.10	68.21
财务费用	3.97	-9.10	-29.10	-25.30
资产减值损失	2.34	17.86	14.75	27.31
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.01	1.01	1.51
营业利润	119.14	204.98	325.84	464.69
营业外收入	16.43	10.79	13.61	12.20
营业外支出	0.61	0.67	0.64	0.65
利润总额	134.96	215.10	337.01	476.24
所得税	22.14	39.36	58.99	84.89
净利润	112.82	175.74	278.02	391.35
少数股东损益	0.00	-0.02	-0.02	-0.03
归属母公司净利润	112.82	175.76	278.04	391.38
EBITDA	140.80	196.41	293.38	427.10
EPS (元)	1.37	1.60	2.54	3.57

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	24.50%	45.52%	38.67%	38.18%
营业利润	75.53%	72.06%	58.96%	42.61%
归属母公司净利润	79.90%	56.05%	58.19%	40.76%
获利能力				
毛利率	39.39%	43.01%	44.25%	46.00%
净利率	23.52%	25.18%	28.93%	29.26%
ROE	48.67%	9.83%	13.93%	16.61%
ROIC	33.61%	8.41%	11.32%	14.16%
偿债能力				
资产负债率	43.11%	12.54%	10.00%	12.95%
净负债比率	50.04%	14.34%	11.11%	14.87%
流动比率	2.02	8.06	10.09	7.65
速动比率	1.91	7.87	9.91	7.42
营运能力				
总资产周转率	1.27	0.57	0.45	0.54
应收帐款周转率	3.70	3.39	3.55	3.47
应付帐款周转率	25.33	18.44	21.88	20.16
每股指标(元)				
每股收益	1.37	1.60	2.54	3.57
每股经营现金	-0.09	1.32	0.61	2.57
每股净资产	2.82	16.32	18.35	21.50
估值比率				
P/E	0.00	36.97	23.33	16.60
P/B	0.00	3.63	3.23	2.76
EV/EBITDA	0.56	25.62	17.08	11.13

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

华宝证券 TMT 研究团队简介:

团队宗旨:

专注于基础研究、系统研究和独立研究；力求研究在时机和效力上的及时性，在结论和判断上的客观性；致力于为投资者深度挖掘 TMT 行业内长期成长和价值低估的机会。

核心成员:

吴炳华：南理工无线电工学学士、华东师大经济学硕士。科研工作 4 年，证券从业经历 8 年。曾就职德邦证券，首席分析师。现任华宝证券 TMT 首席分析师，团队负责人，主要负责 TMT 各领域的研究和管理工作。

周正刚：复旦大学材料科学学士、理学硕士。中兴通讯任职 8 年，曾担任系统工程师、商务经理等职务；后在龙旗科技任 2 年商务副总监，2011 年加入华宝证券，主要研究方向为电子和通信。

陈筱：南昌大学信息与计算科学学士、复旦大学经济学硕士。对人口结构和经济发展间关系有较深入的研究，2010 年加入华宝证券，主要研究方向为计算机软件和文化传媒。

程成：天津大学电子信息工程学士、中科院通信工程硕士。曾参与国家通信/小卫星工程重点课题研究，2010 年加入华宝证券，主要研究方向为通信和移动互联网。

刘智：同济大学控制软件工程方向硕士。对计算机集成制造系统和企业信息化建设领域有较为深入的研究，2011 年加入华宝证券，主要研究方向为计算机软件和电子行业。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

机构业务部咨询经理		
上海	北京	深圳
宋歌	程楠	袁月
021-6877 8081	010-6708 5220	0755-3665 9385
138 1882 8414	159 0139 1234	158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。