

中国最大的多媒体视频内容提供商和运营商

光线传媒 (300251.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

■ 中国娱乐之王

- 公司是国内最大民营节目制作及运营商、国内最先上市的民营节目制作商,是国内领先的综合性娱乐集团,主营业务涵盖电视节目制作、广告、演艺活动、影视剧制作和发行等领域。
- 锐意进取、不断创新的管理团队是光线传媒持续成长的最大动力,业务内生型成长、资源共享和工业化生产是光线传媒区别于其它内容生产企业的核心竞争优势。

■ 内容+渠道:以节目制作为核心,以联播网为平台

- 公司积淀14年娱乐节目制作经验,拥有5.5小时/天的节目制作规模,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。
- 娱乐节目是电视频道投资回报率最高的节目形式。网络视频公司提供新的媒体渠道,同时新老渠道的竞争提升公司内容商的地位。

■ 电影业务:

- 2008-2010年期间,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。
- 2012年公司电影发行部数将由2011年的7部增加到12部
- 公司在电影发行领域拥有资金、团队和专业能力优势

■ 潜在的制度突破将为公司带来制度红利

- 中国民营电视节目制作公司在过去10年一直面临成长的天花板
- 从美国电视产业的发展来看,政府政策在推动产业发展中起到最为关键的作用
- 传统电视产业一旦市场化,释放的制度红利潜力最大

■ 业绩预测

我们预测公司2012-2013年EPS分别为2.30元和2.99元,对应4月9日的收盘价格为26倍和20倍的PE,给予公司“推荐”评级。

■ 主要风险:单个电影票房风险

主要财务指标

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
销售收入(百万元)	264.3	385.2	479.6	697.9	1125.0	1549.5
EBITDA(百万元)	25.2	89.2	132.1	210.0	301.7	409.4
净利润(百万元)	12.9	62.7	112.8	175.8	252.5	327.9
摊薄EPS(元)	0.12	0.57	1.03	1.60	2.30	2.99
PE(X)	505.8	103.9	57.8	37.1	25.8	19.9
PB(X)	11.8	54.7	37.6	25.9	18.8	14.0
总资产周转率		1.16	1.27	0.61	0.57	0.70

资料来源:中国银河证券研究部

分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

孙 津

☎: (8610) 6656 8846

✉: sunjin@chinastock.com.cn

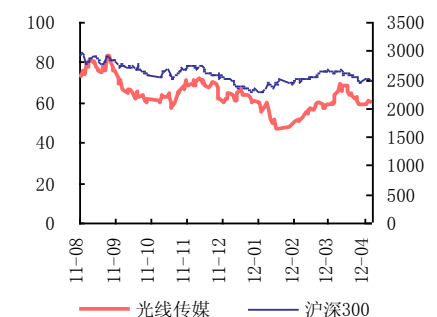
执业证书编号: S0130511120001

市场数据

时间 2012.04.10

A股收盘价(元)	59.45
A股一年内最高价(元)	71.30
A股一年内最低价(元)	45.01
上证指数	2285.78
市净率	3.64
总股本(亿股)	1.10
实际流通A股(万股)	2740
A股总市值(亿元)	65.16
A股流通市值(亿元)	16.29

光线传媒与沪深300股价走势图



投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

表 1: 公司主营业务及预测

单位: 万元		2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
主营业务收入合计		26,431	38,522	47,961	69,793	112,505	154,945
YoY			45.75%	24.50%	45.52%	61.20%	37.72%
主营业务成本合计		19,252	24,134	29,071	41,244	68,724	97,144
综合毛利率		27.16%	37.35%	39.39%	40.90%	38.91%	37.30%
1、栏目制作与广告	主营业务收入	18,227	23,062	27,337	34,561	46,843	59,088
	YoY		26.53%	18.54%	26.43%	35.54%	26.14%
	主营业务成本	12,222	12,389	13,281	16,343	21,079	26,590
	主营业务利润	6,005	10,674	14,056	18,218	25,763	32,499
	毛利率	32.95%	46.28%	51.42%	52.71%	55.00%	55.00%
2、演艺活动	主营业务收入	2,278	6,397	5,186	7,379	8,250	8,670
	主营业务成本	1,409	3,495	2,364	3,902	3,713	3,902
	主营业务利润	869	2,901	2,822	3,477	4,538	4,769
	毛利率	38.1%	45.3%	54.4%	47.1%	55%	55%
3、影视剧	主营业务收入	5,926	9,063	15,438	27,853	57,412	87,187
	主营业务成本	5,621	8,250	13,426	20,999	43,932	66,653
	主营业务利润	305	813	2,012	6,854	13,480	20,534
	毛利率	5%	9%	13%	25%	23%	24%

资料来源: 中国银河证券研究部

我们与市场不同的观点:

市场关注华谊兄弟、华策影视等公司制作实力, 而实际上光线传媒在娱乐内容制作与传播领域已经有 14 年的制作经验, 在业务结构方面更有弹性, 包括公司战略的灵活性、电视网平台优势、电影业务发行收入的稳定性和电视产业市场化的潜在制度红利, 同时公司股份锁定 3 年避免影响创业板公司股价最大的风险。

估值与投资建议:

我们预测公司 2012-2013 年 EPS 分别为 2.30 元和 2.99 元, 对应 4 月 9 日的收盘价格为 26 倍和 20 倍的 PE, 给予公司“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

- (1) 娱乐节目制播分离政策放开
- (2) 投拍和发行电影票房超预期
- (3) 参股新媒体公司

主要风险因素:

- (1) 单个电影票房风险



目 录

一、估值与投资建议.....	1
二、光线传媒财务数据.....	2
三、为什么是光线传媒？.....	3
（一）、业务内生型的成长模式，增长扎实稳健.....	4
（二）、各项业务能实现资源共享.....	4
（三）、传媒娱乐工业化－流水线作业、人员专业化.....	7
四、娱乐节目－领跑民营市场.....	8
（一）、节目制作能力在民营机构中遥遥领先.....	8
（二）、内容+渠道：以节目制作为核心，以联供网为平台.....	9
（三）、娱乐节目在电视台的资源利用率最高.....	10
五、电影发行－潜力市场，发行制胜.....	17
（一）、美国电视产业发展分为 3 个阶段.....	22
（二）、美国电视产业链条.....	23
附表 1：公司财务报表预测（单位：百万元）.....	错误！未定义书签。

本文的主要贡献：深入全面剖析光线传媒的竞争优势及与其它影视剧内容公司的差异性，独家阐述中国电视产业的收视率现状以及光线传媒的应对战略，从美国电视产业发展历史来分析中国传统电视产业市场化发展带来的制度红利。

一、估值与投资建议

表 2：影视剧内容企业相对估值

公司简称	收市价格 (元)	EPS (元)				P/E				P/B	总市值 (亿元)	投资评级
		2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E			
光线传媒	59.20	1.59	2.30	2.99	3.60	37	26	20	16	3.6	65	推荐
华录百纳	56.20	1.40	2.30	2.56	3.07	40	24	22	18	15.8	34	推荐
华谊兄弟	14.19	0.34	0.49	0.60	0.76	42	29	24	19	5.1	86	谨慎推荐
华策影视	26.50	0.80	1.05	1.34	1.60	33	25	20	17	4.0	51	谨慎推荐

资料来源：Wind 资讯，中国银河证券研究部

整体而言，我们认为公司的突出特点在于：**聪明的管理团队、有弹性的业务结构**

公司的现有核心业务--卫视订制娱乐节目、影视剧发行，现阶段处于供不应求状态，仍然具有广阔的市场空间，有较好发展潜力。且由于公司两块业务的经验丰富，也已经建立了较完整的流程，在行业稳定发展的环境下，预计两项核心业务也将持续为公司提供稳定增长的利润。

新业务领域，除了电影发行和投拍业务，公司已经把拓展网络视频渠道作为 2012 年非常重要的工作任务。在优酷土豆合并的大背景下，其它网络视频公司对于内容商在资金层面的介入和内容提供层面的合作肯定是非常欢迎的，这也给光线传媒带来了机会。

与其它影视剧内容板块的公司相比，光线传媒的差异性体现在：

1. 光线传媒是唯一一家以电视节目制作为主的内容公司，而其它电影电视剧制作公司面临大批同行上市带来的估值压力
2. 光线传媒 60%的收入和 76%的毛利来自电视网业务和演艺活动，这两类业务的现金流情况比单纯的影视剧制作业务更为稳定
3. 公司所处的电视产业一旦发生市场化变革，释放的制度红利潜力最大
4. 公司拥有货币资金 10 亿元，有充足的资金实力进入网络视频等新媒体产业
5. 公司大小非股票均锁定 3 年，直到 2014 年 8 月以后才面临大小非解禁压力

综合这些因素，我们认为光线传媒在影视剧内容板块应该被给予最高的估值溢价。

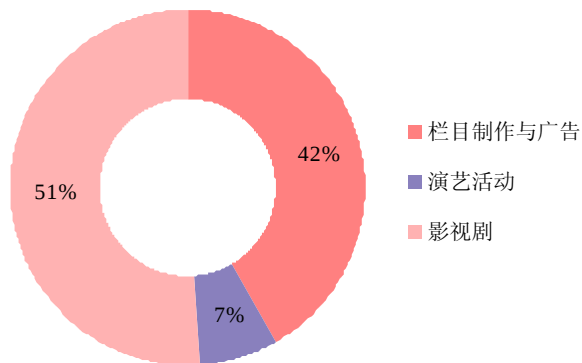
我们预测公司 2012-2013 年 EPS 分别为 2.30 元和 2.99 元，对应 4 月 5 日的收盘价格为 26 倍和 20 倍的 PE，给予公司“推荐”评级。

股价催化剂：娱乐节目制播分离政策放开、电影票房超预期和参股新媒体公司

主要风险：单个电影的票房风险

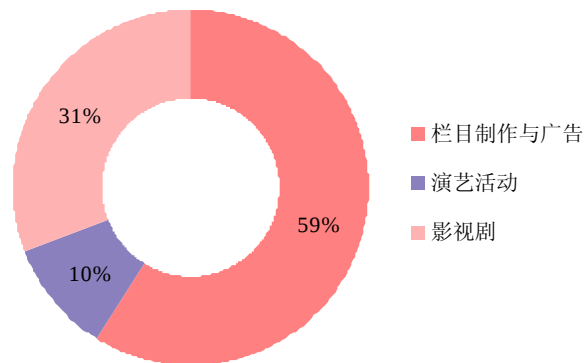
二、光线传媒财务数据

图 1: 光线传媒各业务的收入结构 (2012)



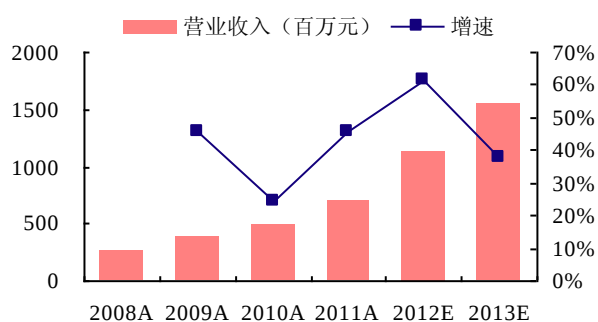
资料来源: 中国银河证券研究部

图 2: 光线传媒各业务的毛利结构 (2012)



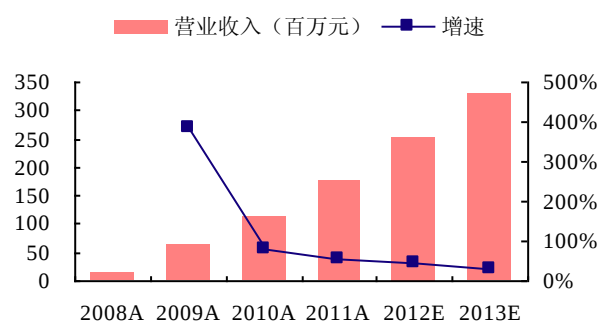
资料来源: 中国银河证券研究部

图 3: 光线传媒收入增长 (2008 - 2013)



资料来源: 中国银河证券研究部

图 4: 光线传媒净利润增长 (2008 - 2013)



资料来源: 中国银河证券研究部

三、为什么是光线传媒？

那天早上，有两条路，相差无几 / 都埋在还没有踏上脚印的落叶底下 / 而我，我选择了一条更少人迹的路 / 于是带来了完全不同的另一番景象

- 美国诗人罗伯特·弗罗斯《未选择的路》选段，为光线传媒的创始人王长田所喜欢引用

尽管 2000 年左右，广电监管部门即提出推动“制播分离”，但实际上在过去 10 年中国电视产业“制播分离”进展缓慢，民营节目制作公司生存举步维艰。在这种艰难的行业土壤中，光线传媒却脱颖而出，不仅生根发芽，而且成长为国内最大民营节目制作及运营商、国内最先上市的民营节目制作商。

公司不仅拥有 5.5 小时/天的节目制作规模，而且以电视节目为纽带，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。公司的电影发行业务跻身国内民营电影公司的第三名，利用节目运营建立的广告营销渠道和整合营销优势，实现了电影发行业务的精细化运作，影业娱乐内容与传媒渠道实现良性互动，成为国内知名的民营传媒娱乐集团。

那么，光线传媒成功的原因是什么？与华谊兄弟、华策影视等影视剧制作公司的差异在什么地方？

图 5：公司出品娱乐产品



资料来源：中国银河证券研究部

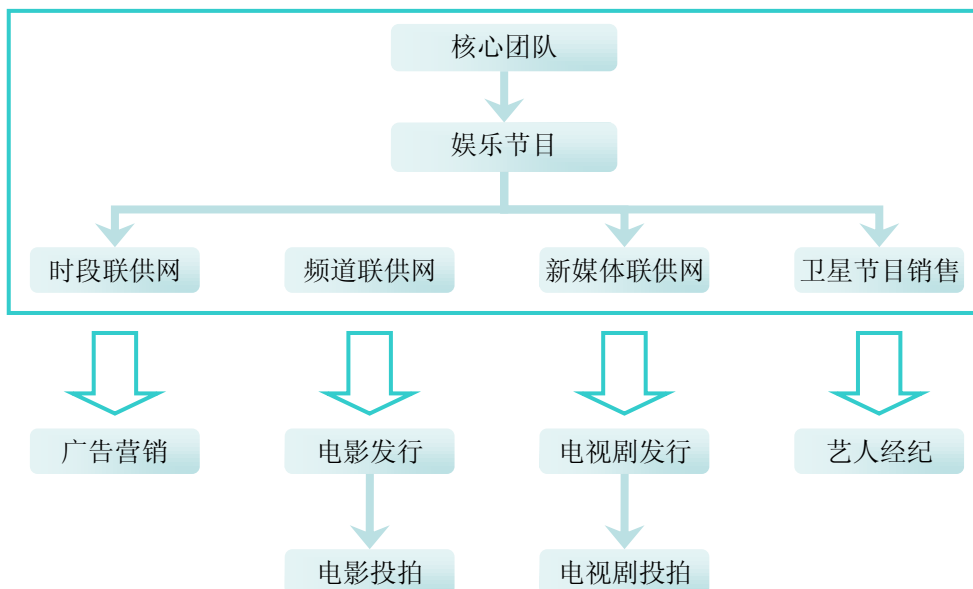
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

(一)、业务内生型的成长模式，增长扎实稳健

光线核心的业务成长模式是业务内生型。所有业务都是内部资源、人才、资金积累到一定程度后再往外发散，每个业务与核心竞争力都有非常密切的关系，能够实现协同效应。所以光线不存在外延式收购带来的团队整合风险，业务成长非常扎实稳健。

具体而言，光线首先立足自身核心团队擅长的娱乐节目，随后不断延伸到电视频道、广告、娱乐活动和影视剧制作发行领域。

图 6: 公司业务架构



资料来源：中国银河证券研究部

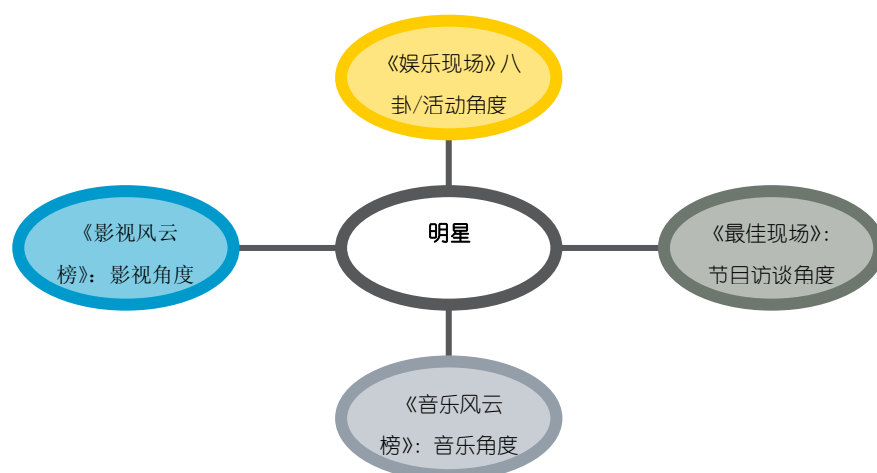
(二)、各项业务能实现资源共享

1、内容资源共享

电视节目不同类别之间有很多的互补性，利用这种互补，完全可以在内容上实现很好的资源调用。

以明星资源为例，一个明星至少可以从四个角度来挖掘节目素材。

图 7：节目制作：明星资源共享——同一明星/事件的多角度观察采访

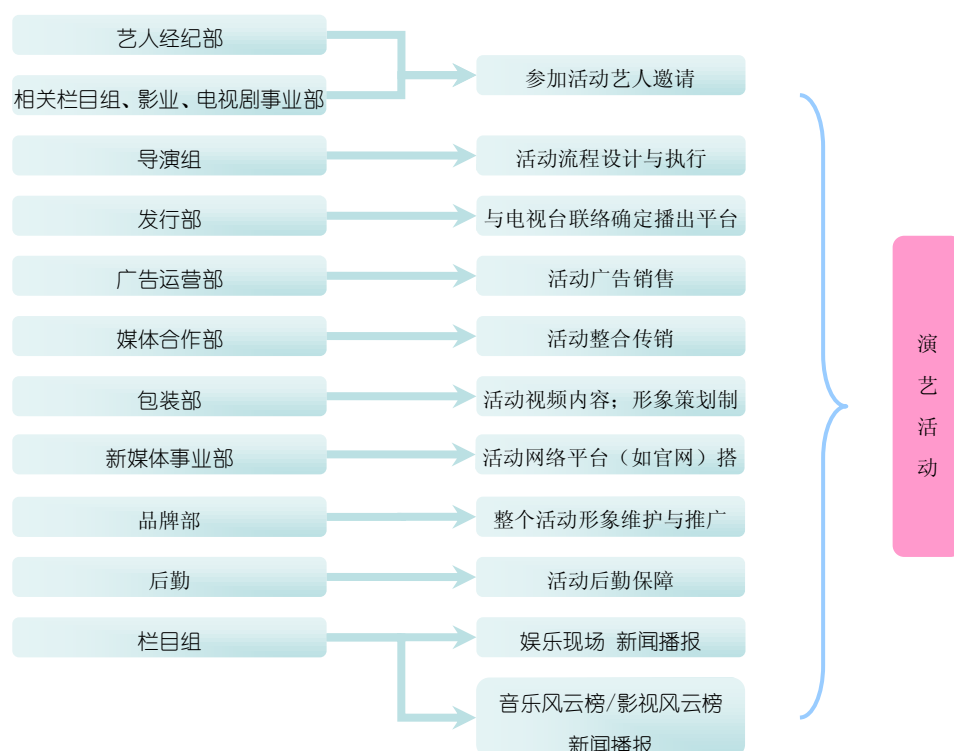


资料来源：中国银河证券研究部

2、系统资源共享

公司在承办大型演艺活动中，可以动用艺人经纪部、发行部、广告部、电视节目事业部、电影事业部、电视剧事业部、活动事业部、新媒体事业部、人力资源事业部、行政部、媒体合作部、品牌部、财务部，临时组成团队，分工合作，实现各部分资源共享。

图 8：大型活动——发动各项业务资源的组织能力

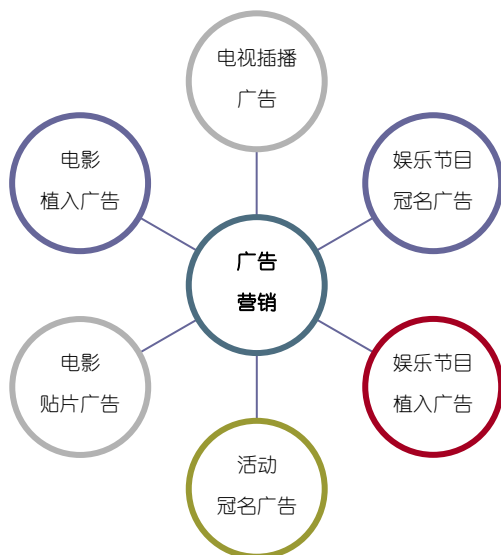


资料来源：中国银河证券研究部

3、广告资源共享

由于光线拥有多个娱乐节目和娱乐形式，公司可以为客户提供多种广告组合套餐。

图 9：广告营销：广告主资源共享——可提供多种广告组合套餐

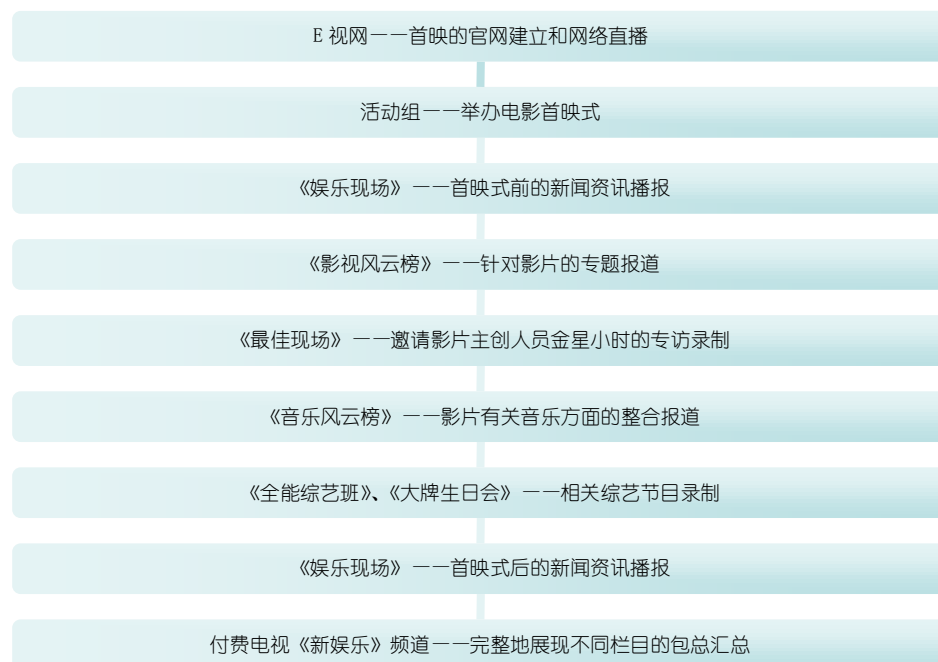


资料来源：中国银河证券研究部

4、娱乐资源共享

公司的各项业务可以实现资源共享。以电影发行为例，整个流程基本可以覆盖各个部门。

图 10：电影发行可制作的一系列节目内容



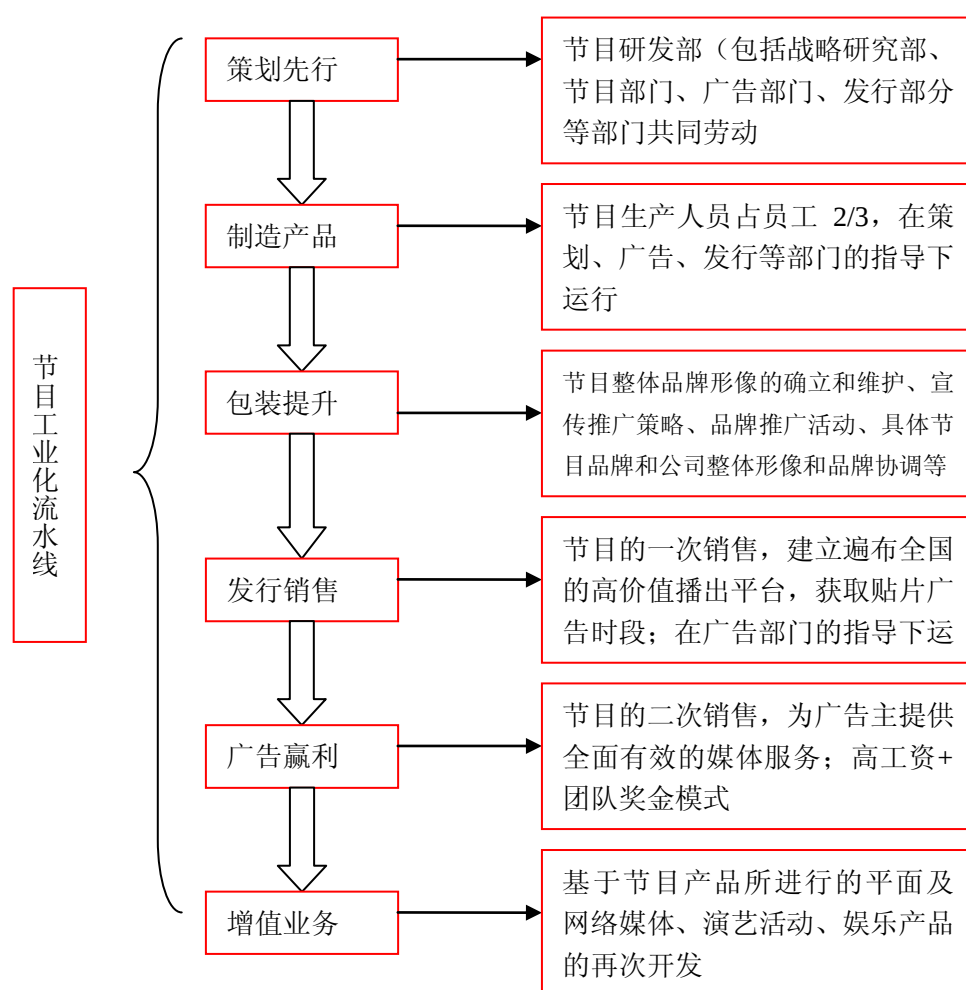
资料来源：中国银河证券研究部

(三)、传媒娱乐工业化 - 流水线作业、人员专业化

“内容为王”产生出的是好作品，而经营体系和机制才是“内容为王”的保证。光线已经走出了一般节目制作公司“内容为王”的思维定势，独创传媒娱乐工业化流水线的作业模式，也是建立在光线对公司和市场的整体把握上。

下图的六个环节构成光线完整的节目工业化流水线。通过这个流水线，光线把所有环节构成了一个循环的系统，每一个环节的工作人员都非常的专业。同时，如果一旦有人离开公司，给光线带来的风险是比较低的，因为人走了系统仍然在。

图 11: 光线传媒的工业化大生产



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

四、娱乐节目—领跑民营市场

(一)、节目制作能力在民营机构中遥遥领先

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、以电视节目联供网内容运营为核心、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,电影发行业务跻身国内电影公司的前列,民营电影公司的前三甲。实现了电视节目、影视剧和演艺活动等娱乐内容资源与公司广泛的节目发行网络等媒介渠道的良性互动和资源整合。

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 3: 节目制作公司

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

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

从 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。目前,公司制作 10 档日播栏目(共计 5.25 小时)和 3 档周播栏目(不计入一年一季的《梦想合唱团》,共计 3.58 小时)。

表 4: 公司的主要栏目及播出频次

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
日播	娱乐现场	30	资讯	1999-今	203
	音乐风云榜	30	资讯	2000-今	153
	最佳现场	30	访谈	2002-今	149
	影视风云榜	30	资讯	2004-今	178
	健康宝典	30	健康	2009-今	97
	我爱看电影	60	电影专题	2009-今	99
	全球娱乐通	15	资讯类	2010.10-今	59
	笑傲江湖	30	综艺	2009-2010.12	96
	我爱看电视	30	资讯	2009-2010.12	92
	天方夜谈	30	故事	2009-2010.4	60
	大学生音乐联盟	30	资讯	2010-2010.9	83



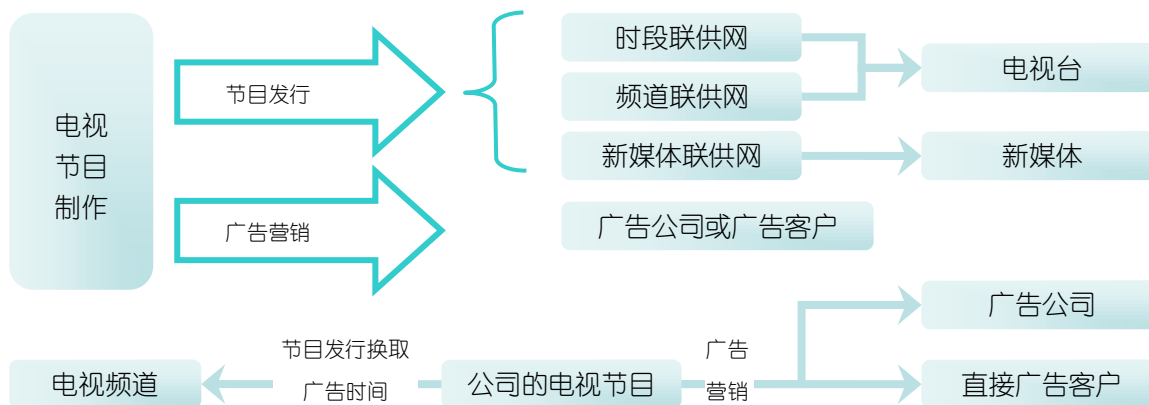
	生活魔法师	30	生活类	2011.01-今	103
	麻辣看天下	30	生活类	2011.01-今	105
	养生一点通	30	生活类	2011.01-今	98
小计		315			1244
周播	大牌生日会	70	综艺	2010.2-今	1(卫视)
	音乐梦想学院	60	综艺专题	2010.4-2010.12	1(卫视)+90
	梦想合唱团	90	公益活动	2011.11-今	CCTV
	首映礼	45	电影首映 节目	2011.11-今	东南卫视
	激情唱响	100	音乐节目	2011.07-今	辽宁卫视
小计		365			92

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二)、内容+渠道：以节目制作为核心，以联播网为平台

公司并非一个单纯的内容制作方式，而是通过节目发行换取广告时间的方式，形成覆盖全国各大媒体的时段联播网、频道联播网和新媒体联播网。“内容+渠道”的方式使得公司摆脱传统内容提供商收入波动大的风险，转型为一个平台型企业。

图 12：电视节目发行及广告营销模式



资料来源：中国银河证券研究部

公司的联播网主要以省级地面电视台、地市级台和县级台为主。

表 5: 三大联播网运营情况

1) 时段联播网	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	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。播出的节目除了四档传统的娱乐资讯节目《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《影视风云榜》和《最佳现场》之外，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，例如《健康宝典》、《笑傲江湖》、《我爱看电视》、《天方夜谈》、《大牌生日会》、《音乐梦想学院》、《我爱看电影》等以及 2011 年新推出的《生活魔法师》、《麻辣看天下》、《养生一点通》等栏目。
3) 新媒体联播网	公司与鼎视传媒联合打造付费数字频道“新娱乐频道”，此外，公司积极把节目推向互联网、手机电视等新媒体，拓展地铁、机场、铁路、医院、高校等特定行业客户，形成了覆盖面广泛的新媒体联播网。

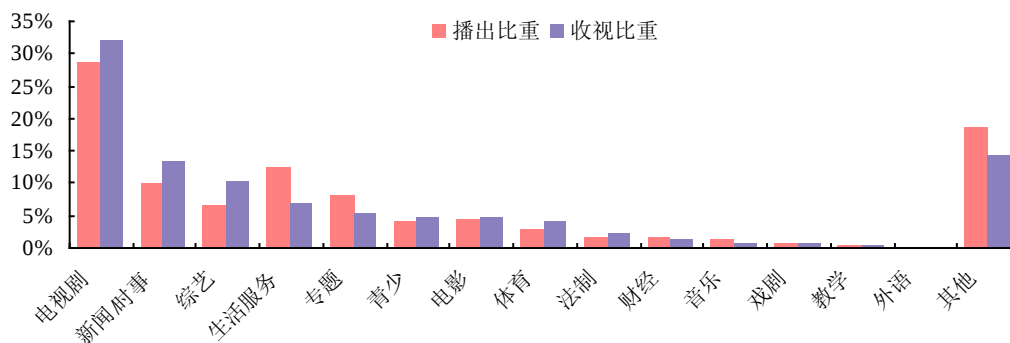
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(三)、娱乐节目在电视台的资源利用率最高

1、综艺节目的资源使用率在各类节目中排名最高

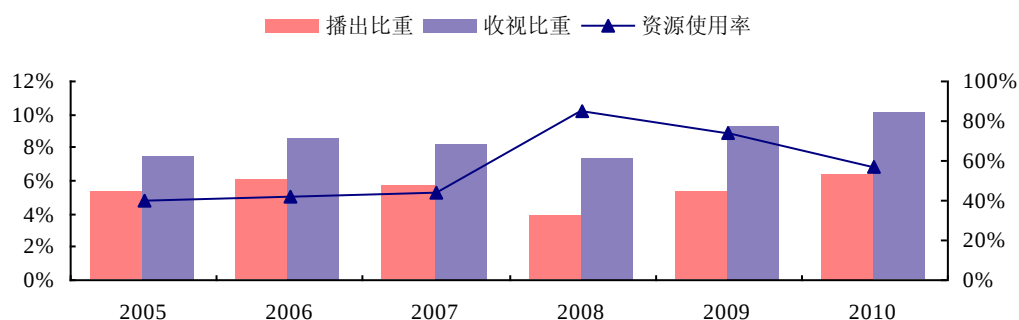
从纵比和横比来看，综艺娱乐节目是电视台投资回报率最高的节目类型。尽管限娱令的影响，卫视台对综艺娱乐节目的重视程度不会降低。限娱令反而给了一些之前娱乐节目不强的电视台切入该市场的机会。如浙江卫视引入周立波并推出一系列综艺节目，辽宁卫视推出《激情唱响》、央视推出《梦想合唱团》。

图 13: 2010 年各类节目收视比重及资源使用效率



资料来源：中国银河证券研究部

图 14: 2005 - 2010 年综艺娱乐节目的收播比重及资源使用效率 (历年所有调查城市)



资料来源: 中国银河证券研究部

表 6: 2010 年综艺节目收视份额排名前 10 位的频道 (所有调查城市)

综艺节目收视份额排名		频道	综艺节目收视份额		
2010 年	2009 年		2010 年	2009 年	增幅 %
1	1	央视三套	18.08%	21.36%	-15.00%
2	2	湖南卫视	13.78%	13.91%	-1.00%
3	3	央视综合频道	5.72%	4.98%	15.00%
4	9	江苏卫视	5.65%	1.82%	210.00%
5	4	浙江卫视	4.28%	4.76%	-10.00%
6	5	央视六套	3.53%	4.33%	-18.00%
7	18	黑龙江卫视	3.17%	0.76%	317.00%
8	7	辽宁卫视	3.11%	2.71%	15.00%
9	8	上海东方卫视	1.80%	2.12%	-15.00%
10	11	安徽卫视	1.63%	1.12%	46.00%

资料来源: CMS 媒介研究, 中国银河证券研究部

从《非诚勿扰》的成功就可以看出娱乐节目对卫星电视台的巨大影响力。江苏卫视《非诚勿扰》节目首播时段在所有调查城市的平均收视率达到 3.3%，同时段份额更是达到 9.7%。节目首重播累计的收视贡献达到江苏卫视所有综艺节目的 70% 以上，在《非诚勿扰》大获成功的基础上，江苏卫视又在 9 月份连续退出了《欢喜冤家》和《老公看你的》两档夫妻情感类节目，收视率也分别达到 0.8% 和 1.0%，将周末的收视优势逐渐向周间扩展，收获颇丰。

表 7: 2010 年综艺娱乐节目收视总时长排名前 20 位 (所有调查城市)

排名	名称	频道	人均收视总分钟数	在综艺类节目中的收视额
1	非诚勿扰	江苏卫视	248.1	4.12%
2	快乐大本营	湖南卫视	220.0	3.65%
3	2010 春节联欢晚会	央视综合频道+其他频道转播	161.2	2.68%
4	星光大道	央视三套+央视综合频道	152.1	2.53%
5	我们约会吧	湖南卫视	143.7	2.39%
6	本山快乐营	黑龙江卫视	130.7	2.17%
7	天天向上	湖南卫视	120.8	2.00%

8	欢乐集结号	辽宁卫视	100.8	1.67%
9	欢乐中国行	央视三套	100.1	1.66%
10	百科全说	湖南卫视	77.3	1.29%
11	第十四届 CCTV 青年歌手电视大奖赛	央视三套	70.3	1.17%
12	我要上春晚	央视三套	65.0	1.08%
13	中国文艺	央视四套	55.0	0.91%
14	非常 6+1	央视三套+央视综合频道	51.4	0.85%
15	中国电影报道	央视六套	48.3	0.80%
16	我爱记歌词	浙江卫视+浙江民生休闲频道	47.8	0.79%
17	2010 快乐中国快乐男声想唱就唱我最响亮	湖南卫视+其他频道播出	44.2	0.73%
18	欢乐今宵	央视三套	43.4	0.72%
19	爱电影	央视六套	41.4	0.69%
20	情系玉树大爱无疆抗震救灾大型募捐活动特别报道	央视综合频道+其他频道转播	38.6	0.64%

资料来源：CSM 媒介研究，中国银河证券研究部

* 综艺娱乐节目中既有大量一次性播出的晚会和活动，也有众多连续播出的常规栏目和系列节目，而且综艺节目之间的时长差异较大，平均收视率主要用来评估节目的平均收视量和同时段竞争力，而收看时长更有效反映播出频次和播出时长差异较大的综艺节目的整体收视效果。

2、分渠道来看，上星台对综艺节目依赖性大，地面频道的电视剧和新闻类节目收视率高

如果按照渠道来划分，综艺节目对上星台的收视影响更大。

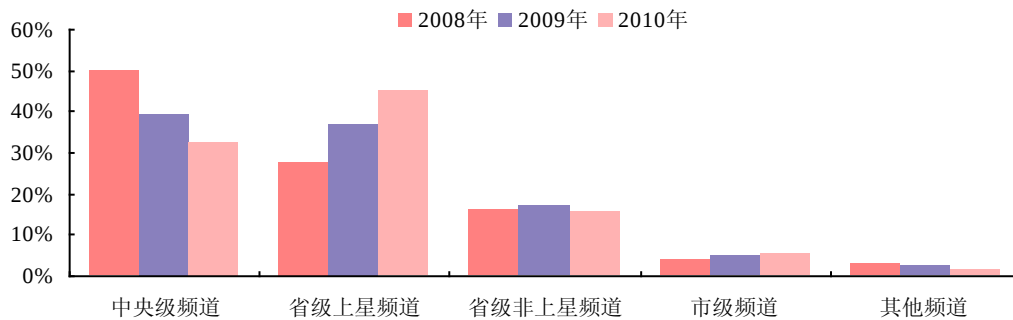
表 8：2010 年各级频道各类节目播出及收视比重

类别	中央级频道		省级上星频道		省级非上星频道		市级频道	
	播出比重	收视比重	播出比重	收视比重	播出比重	收视比重	播出比重	收视比重
电视剧	15.87%	17.20%	38.53%	42.43%	27.45%	34.39%	31.61%	36.21%
新闻时事	12.38%	16.00%	9.33%	6.78%	7.95%	14.33%	10.59%	21.39%
综艺	7.29%	11.01%	7.89%	14.82%	6.89%	6.11%	5.93%	4.71%
生活服务	4.78%	4.75%	7.71%	6.29%	14.50%	9.09%	12.90%	7.31%
专题	18.44%	8.76%	7.55%	4.86%	8.59%	5.54%	6.59%	4.06%
青少	4.91%	5.80%	7.90%	5.77%	3.59%	2.91%	3.15%	1.95%
电影	4.57%	8.01%	3.50%	1.17%	5.97%	4.69%	3.30%	3.67%
体育	6.26%	9.70%	0.83%	0.39%	4.26%	3.15%	1.42%	1.43%
法制	2.94%	3.46%	0.19%	0.18%	1.60%	2.42%	1.73%	2.37%
财经	2.99%	1.69%	2.58%	1.17%	1.07%	1.00%	1.04%	0.62%
音乐	4.76%	1.40%	0.48%	0.36%	0.61%	0.25%	0.94%	0.16%
戏剧	2.60%	0.86%	0.62%	0.30%	0.50%	0.50%	0.51%	0.36%
教学	1.43%	0.58%	0.46%	0.14%	0.38%	0.11%	0.33%	0.07%
外语	0.43%	0.15%	0.08%	0.01%	0.08%	0.01%	0.05%	0.01%
其他	10.33%	10.61%	15.56%	15.33%	16.55%	15.51%	19.92%	15.68%

资料来源：中国银河证券研究部

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

图 15: 2008-2010 年综艺娱乐节目市场 各级频道收视份额对比 (历年所有调查城市)



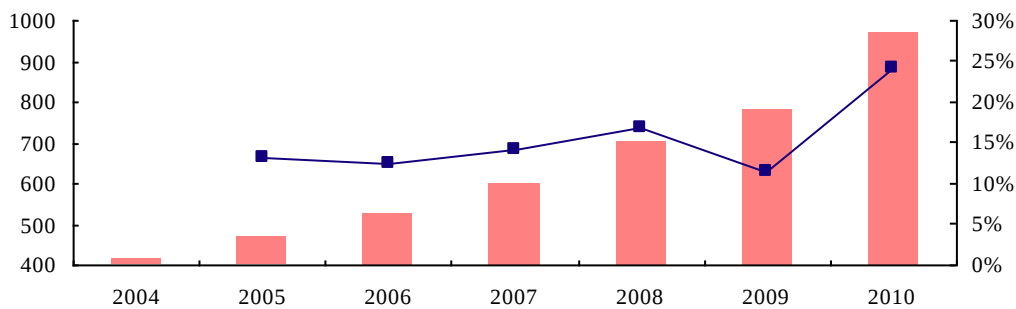
资料来源: CSM 媒介研究, 中国银河证券研究部

3、电视广告收入增长稳定, 网络视频成为新渠道

2004 年中国电视广告收入 414.5 亿元, 2010 年达到 940 亿元, 年复合增长率 15%。

图 16: 全国广播电视广告收入情况

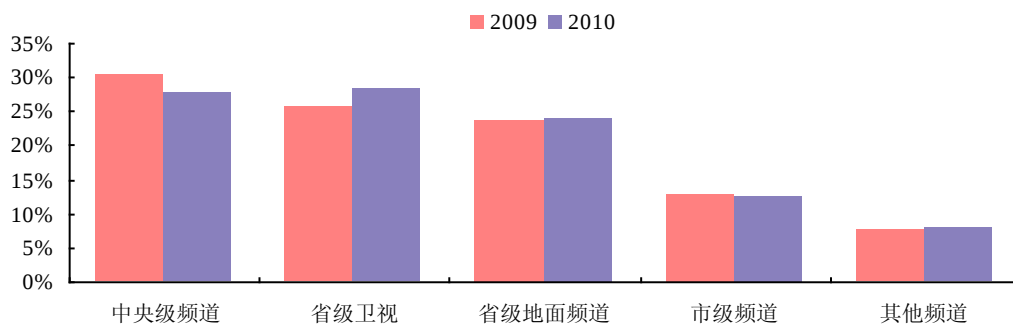
单位: 万元



资料来源: 国家电影电视总局统计信息, 中国银河证券研究部

从收视份额来看, 过去 3 年地面台收视率企稳回升, 央视和省级卫视此起彼伏。光线传媒的广告收入主要来自地面台, 其收视率稳定有助于公司广告收入稳定增长。

图 17: 收视份额——地面台企稳, 央视与省级卫视上下波动



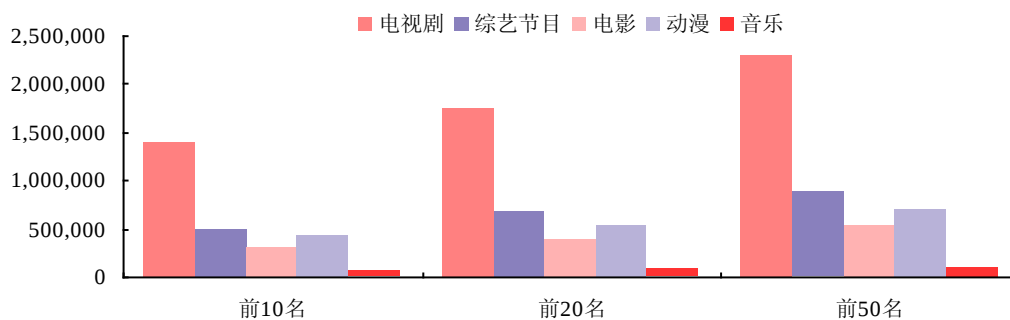
资料来源: 中国银河证券研究部

2012 年视频网站“抢购”电视剧版权使得电视剧销售均价上涨 30%以上，而综艺节目网络版权价格非常低。

根据搜酷搜索量统计，网络视频搜索占比第一的仍然是电视剧类型视频节目，遥遥领先于其他类型视频。排名第二的为综艺节目类视频，虽远低于第一名的电视剧视频，但我们认为，伴随着“限娱令”对电视台播放娱乐节目的管控，综艺娱乐通过视频网站获取观众的能力将逐渐显现出来。

光线传媒管理团队已经认识到新媒体渠道的重要意义，并有可能凭借内容优势与视频网站进行更深入的合作，甚至进行直接的股权投资。

图 18: 截至 2012 年 2 月 23 日，搜酷各类型视频搜索量统计



资料来源：搜酷网，中国银河证券研究部

4、公司战略：娱乐节目在上星台取得突破，地面频道引入电视剧

根据上星台和地面频道收视的不同特点，公司进行了行之有效的战略调整。上市以来，得益于品牌影响力提升和卫视对娱乐节目的需求，公司的综艺节目在央视、辽宁卫视等卫视领域已经取得重大突破。

表 9: 公司在重要卫视台的自制节目销售取得重大突破

节目名称	频道	首播日期	播出时间
梦想合唱团（1 年 1 季）	中央电视台	2011.11.12	每周六 17:20
首映礼	东南卫视	2012.01.01	每周五 22:50
激情唱响	辽宁卫视	2011.07.28	每周四 22:30
音乐梦想学院	深圳卫视	2010.04.19	每周四 21:20
养生一点通	深圳卫视	2011.01.01	每周四至周日 23:35
生活魔法师	陕西卫视	2011.01	每周一至周五 22:57 每周六至周日 23:20

资料来源：中国银河证券研究部

图 19: 公司电视节目



资料来源: 中国银河证券研究部

近几年来,公司利用其电视栏目的全国电视节目联播网的渠道优势逐步扩大电视剧发行范围一季开展二轮剧的发行和销售,至今已累计向 302 个电视台销售电视剧。

表 10: 公司已通过联播网发行的电视剧

作品名称	集数	发行时间
《闲人马大姐》	264	2000 年 1 月
《男人四十跑出租》	124	2002 年 7 月
《双人床单人房》	62	2003 年 9 月
《网虫日记》	20	2001 年 1 月
《超人马大姐》	40	2008 年 12 月
《马大姐新传》	100	2007 年 8 月
《老威的 X 计划》	101	2003 年 1 月
《清明酒家》	59	2004 年 1 月
《巴哥正传》	80	2004 年 6 月至今
《生活甜蜜蜜》	36	2003 年 3 月
《A 计划》	36	2007 年 4 月
《都是爱情惹的祸》	24	2007 年 7 月
《好好过日子》	21	2006 年 6 月
《谁怜天下慈母心》	23	2006 年 10 月
《浴火凤凰》	40	2006 年 6 月
《张礼红的现代生活》	26	2007 年 4 月
《祸福相依》	34	2008 年 12 月
《鹰与象》	25	2007 年 12 月
《地狱天堂》	25	2007 年 2 月
《玫瑰玫瑰我爱你》	61	2003 年 3 月
《桂花打工记》	100	2010 年 5 月

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

上市以来,公司前后使用了 2.5 亿元与东阳狂欢者影视文化有限公司进行合作,投资东阳狂欢者电视剧以获取优秀电视剧的投资收益和在地面电视频道播出的优先购买权。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

与东阳狂欢者多次进行合作，首先能够为公司带来电视剧地面台优先购买权，有助于其地面电视台网的扩张，亦有助于公司与东阳者更稳定的长期合作关系。

表 11：公司自上市以来使用超募资金投资摄制的东阳狂欢者电视剧

电视剧	集数	拍摄日期	制作周期
《赏金猎人》	30	2011 年 10 月	3 个月
《谍恋花》			
《风筝》			
《相爱十年》			
《理想伴侣》			
《同一屋檐下》	36	2011 年 12 月	3 个月
《银婚》			
《谍影危情》			
《血色疑云》			
《庆余年》			
《红色生死恋》	45	2012 年 2 月	3 个月
《翁婿的战争》			
《远大前程》			
《谎言》			
《父母爱情》			
《水饺皇后》			
《成长》			
《虎妈猫爸》			
《岳父大人》			

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

五、电影发行—潜力市场，发行制胜

2012 年公司电影发行部数将由 2011 年的 7 部增加到 12 部。

公司是国内一流的电影发行公司。2008-2010 年期间，公司总共发行了 20 部影片，累计票房 5.6 亿元，公司发行影片部数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 12: 国内主要电影企业排名及市场份额

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

资料来源：公司招股说明书

表 13: 公司近年发行影片数量、票房及票房占比

	2008	2009	2010	2011E
发行电影部数	5	8	7	7
票房总额 (亿元)	0.51	2.00	3.14	5.74
票房占国产电影比例	1.99%	5.69%	5.48%	8.1%

资料来源：公司招股说明书，艺恩资讯，中国银河证券研究部

*2011 年票房总额及占比来自艺恩资讯统计信息

2011 年，公司发行的 7 部电影累计票房约为 5.7 亿元，占全年国内总票房 4.4%，占全国国产影片票房的 8.1%。其中，《画壁》是公司首次独立制作的影片，在公司利用各种渠道（包括公司娱乐现场等节目）的多方面宣传下，该片获得了 1.8 亿左右的票房。

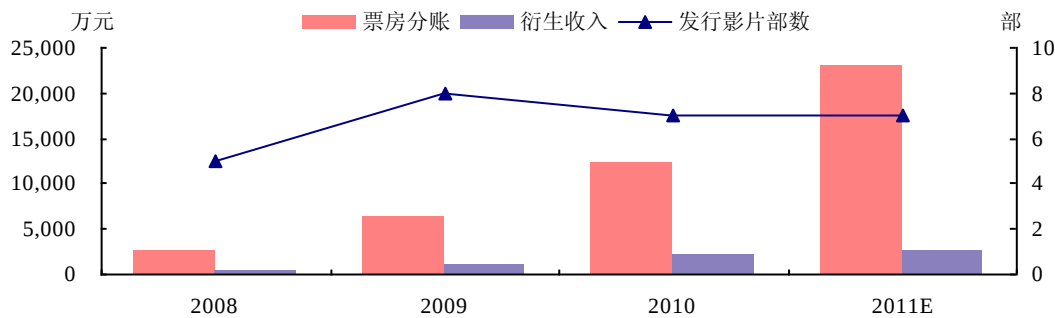
表 14: 公司 2011 年发行电影情况

电影	上映日期	票房 (万元)	光线参与情况	
最强喜事 2011	1 月 31 日	16,440	参与制作	独立发行
B+侦探	4 月 29 日	2,400	参与制作	联合发行
夺命心跳	7 月 1 日	1,625		独立发行
画壁	8 月 29 日	18,210	独立制作	独立发行
梦游 3D	10 月 27 日	1,051	参与制作	独立发行
鸿门宴传奇	11 月 29 日	15,310		独立发行
极速天使	12 月 27 日	2,390	参与制作	独立发行
合计		57,426		

资料来源：艺恩资讯，中国银河证券研究部

公司的电影业务收入的主要来源为影片票房分账收入、音像版权等非院线渠道收入、电影贴片广告等衍生收入以及代理发行费收入。

图 20：公司电影业务情况



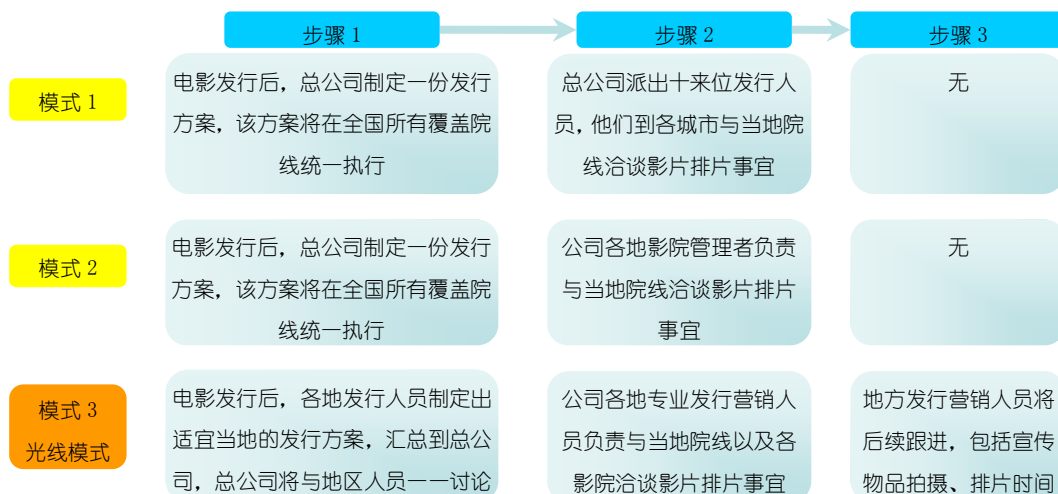
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

公司主要以发行业务为主，同时也参与一些影片的部分投资和制作。参与部分投资的主要原因包括：1）、公司认为影片将获得很好的票房收益，愿意加入投资；2）、公司需要成为投资，方可获得一些影片的发行权。

精细化运营助公司成为国内一流电影发行商

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。公司的电影发行营销团队包括 80 多位员工，在全国 50 个主要城市进行驻地式营销，，这些城市的票房收入占全国电影票房总额的 85% 以上。

图 21：国内三大影片发行模式



资料来源：中国银河证券研究部

公司采取的是第三种发行模式，其主要优势在于：

- 1）、各地区根据当地情况制定发行方案，能够制定更具本地特色的营销方案；

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

2)、宣发人员不仅与当地院线互动,亦深入到各影院进行充分沟通以实施具体发行方案,包括在影片场次的安排、影厅的选择等这些由各影院负责决策的事项方面,这有利于实现地方票房最大化;

3)、宣发人员在影片上映后持续跟踪,有利于及时调整发行策略。

娱乐节目为电影宣传提供宣传平台

公司的娱乐节目为其电影宣传提供了很好的宣传平台。公司的播出渠道覆盖了 300 余个电视频道、广播电台、互联网、户外媒体等多种媒介资源,有利于公司实现电影借助传媒资源整合和整合营销拓展了电影的市场空间。《画壁》上映前,公司就利用其《娱乐现场》节目为电影宣传。2011 年年底,公司新电视节目——《首映礼》在东南卫视开播,这档节目将更直接地宣传公司发行的电影作品。

同时,公司具有大量广告客户资源、这将有利于公司进一步提高影片的广告衍生收入,丰富电影收入的类型。

公司未来发行能力

2011 年,全国发行的影片大约有 190 部,除去基本被中影、华夏垄断的引进片,民营发行公司的市场空间仍然有 130 部左右。根据艺恩资讯资料,中影 2011 年发行的国产片和进口片(包括独立发行、联合发行)在 100 部以上,华夏发行片数(包括独立发行、联合发行)在 80 部左右,而两大发行公司本身的宣发团队人数也仅仅在十几人的规模。也就是说,光线传媒 80 几人的宣发团队拥有足够的人数将其每年的发行片数扩大到几十部甚至几百部。但是,电影发行行业具有其自身的门槛:

1)、影片发行权:电影制作完成后交付给发行公司的时,大大小小的有上百个发行公司可供选择,若想要得到发行片源,需要有足够资金投资电影以获得投资发行权,或由于专业水平被制作方认可得到代理发行权。因此获得好的电影发行权,公司需要有足够的投资资金,或者获得认可的发行能力。

2)、发行网络/人脉:发行商获得影片发行权后,想要与各地院线就影片的排挡问题进行谈判,需要积累其人脉、拥有主流发行网络。

3)、发行专业水平:取得发行权并有能力通过谈判给影片排挡后,发行商仍然面临一个门槛——发行专业水平门槛。专业的发行商能够通过其专业能力让影片实现效益最大化,从而回本并获得最大化利润。

我们认为,公司拥有跨过三大门槛的能力:1)、首先,公司具有聚合资金的能力:公司是 A 股上市公司,除目前已拥有的资金外,公司未来也可以通过债券等方式募集到所需资金;2)、其次,公司的宣发团队有 80 人以上的规模,是全国最大规模的团队,而这些宣发人员遍布在全国各地,公司已经具有一张较完整的发行网络;3)、专业能力:公司的宣发人员了解其所处地具体情况,其发行方案更具地方特色,有利于影片票房实现最大化。

表 15: 公司 2012 年发行的部分影片 (总共发行 12 部)

	上映日期	导演	主要演员
新天生一对	01 月 23 日	朱延平	周渝民、杨幂、陈嘉桦、陈楚生、徐若瑄、小小彬
匹夫	4 月 24 日	杨树鹏	黄晓明、张译、张歆艺、王烈
画皮 2	6 月 28 日	乌尔善	赵薇、周迅、陈坤、冯绍峰、杨幂
大海啸: 鲨口逃生	2012 年中旬		沙妮·文森、沙维尔·塞缪尔、菲比·托金、朱利安·麦克马洪、戚玉武、释小龙
泰囧	2012 年中旬	徐峥	徐峥、黄渤、王宝强
四大名捕	暑期档	陈嘉上	邓超、刘亦菲、黄秋生、郑中基、江一燕、邹兆龙、吴秀波、方安娜
铜雀台	12 月	赵林山	周润发、刘亦菲、玉木宏、苏有朋、伊能静

资料来源: 公司公告

美国大片配额增加对行业及公司的影响

据美国洛杉矶时报报道, 中美双方就解决 WTO 电影相关问题的谅解备忘录达成协议, 协议将即时生效。中国每年将增加 14 部美国进口大片, 加上之前的 20 部总配额达到 34 部, 这 14 部影片将以 IMAX 和 3D 电影为主; 美国电影票房分账比例从 13% 提高到 25%。

我们认为, 在配额增加前, 好莱坞大片中有能力占领中国影院大量市场的主流片目前已全部进口, 其他影片所占的市场份额较小, 因此本次增加的 14 部进口影片额度将不会造成国产影片票房的大量分流。

另外, 由于本次增加的配额是以平均票价较高的 3D/IMAX 影片为主, 我们认为这项政策将有利于国内影院票房的增长。近年来国内影院票房随着影院投资的增加而持续增长, 2011 年达到 131 亿元, 相对 2010 年有接近 30% 的增长。我们认为本次配额增加后, 国内 2012 年总票房或可达到 170 亿元以上的规模。另外, 由于 3D/IMAX 电影在影院观影效果更佳, 这项政策将可能使更多人养成影院观影的习惯, 这也将带动国内票房增长, 亦有利于带动国内一些宣传佳、口碑好的影片的票房增长。光线传媒有较好的发行能力, 其发行影片将有极大可能从中受益, 获得更大的票房市场份额。

公司发行业务业绩测算

目前公司 2011 年发行影片总票房在全国国产片票房中占比大约为 8%, 我们认为这一比例将在 2012 年达到 13%-16% 的水平, 并在未来几年逐步上升。

六、活动策划

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

表 16: 公司演艺活动列表

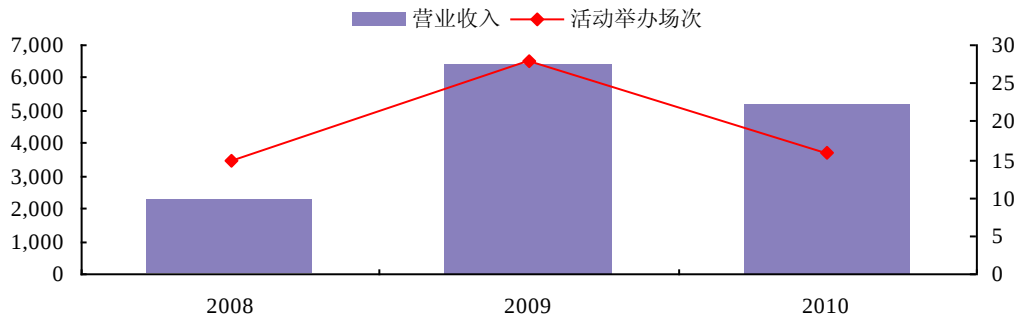
类型	主要活动名称
颁奖礼	音乐风云榜颁奖盛典、音乐风云榜新人盛典、电视剧风云盛典、时尚风云榜颁奖盛典、模特大典、娱乐大典、国剧盛典等
首映礼	《伤城》首映式、《东邪西毒》首映式、《我的青春谁作主》首映礼、《铁齿铜牙纪晓岚》首播会、《超人马大姐》首播会等
晚会演出类	2009 超级巨星巡回演唱会、亚运天使选拔赛启动晚会、亚运歌曲选拔赛明星加油会、烟台动漫节开幕式晚会、徐州经贸洽谈会开幕式演唱会、锦州海洋音乐节晚会等
选秀类	冰力先锋乐队选拔赛、音乐学院学员选拔赛、中国休闲装设计师大赛、全能娱乐主持人大赛等

资料来源：公司招股说明书

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

图 22: 公司演艺活动举办场次及收入

单位：万元



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

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

七、潜在的制度突破将为公司带来制度红利

民营节目制作公司在过去 10 年一直面临成长的天花板，其一是传统电视台没有实现制播分离，主要依赖自身生产的节目；其二是电视播出许可被严格管制，无法建立自身的渠道。

在网络视频崛起的大背景下，视频网站可以成为公司新的传播渠道，同时这种渠道更加市场化；其次，在竞争加剧背景下，传统电视台对公司的依赖程度会加强，这从去年公司开始突破卫视市场可以初见端倪；最后，不排除未来在体制改革的大背景下，电视频道播出放开，公司有可能建立自己的专业娱乐频道。

我们从美国电视产业的发展来看，政府政策在推动产业发展中起到最为关键的作用。从中国电视产业所处的历史阶段来看，基本上还处于分散化经营、制播合一的状况，市场化程度较低。

(一)、美国电视产业发展分为 3 个阶段

表 17: 美国电视产业发展历程

三大阶段	特点	产业催化剂
1960 - 1970 美国电视联播网时代	制播合一，“联播网+加盟台”，电视联播网在产业链中处于强势地位	从 70 年代初开始，FCC 制订了一系列条例（《辛迪加财务法》、《黄金时间机会条例》等），打破垄断
1970 - 1989 独立制作公司时代	制播分离，电视市场变成“买方市场” 尽管联播网仍然处于握有节目生杀大权的独特地位，但制作公司和辛迪加也快速发展起来 每个联播网每年从独立制作公司购买节目数量从 60 年代后期 800 个左右增加到 80 年代初的 2000 个	禁止联播网制作和拥有自己黄金时间的节目，购买的节目除了播映权以外不得再获得任何利益，不得参与辛迪加出售节目等 制作公司获得节目的所有权和辛迪加版权 地方附属台每晚必须播出不少于 3 小时的联播网之外的娱乐节目 一个广播公司在全美最多只能拥有 12 家电视台；不能同时拥有无线、有线，电视台和电台；在同一个城市里不能拥有两家电视台
90 年代以后 大媒介联合企业的全球化时代	制播合一，独立制作公司被大媒介集团收编 媒体公司向综合性全球化方向发展 有线网络和卫星电视作为传输渠道开始崛起	1996 年《电讯法》 放宽广播电视、有线电视和电信的交叉媒体所有权限制 有线电视无须申请特许就可以运营电话业务 鼓励电信和互联网业进入传统媒介市场

资料来源：中国银河证券研究部

(二)、美国电视产业链条

目前，美国的电视市场基本上被 25 家大电视网所垄断。其中最大的有 5 家，包括 NBC、CBS、ABS、FBC、UPN 和 WB，每个电视网包括 10-60 家直属台和 200 个左右的附属台。

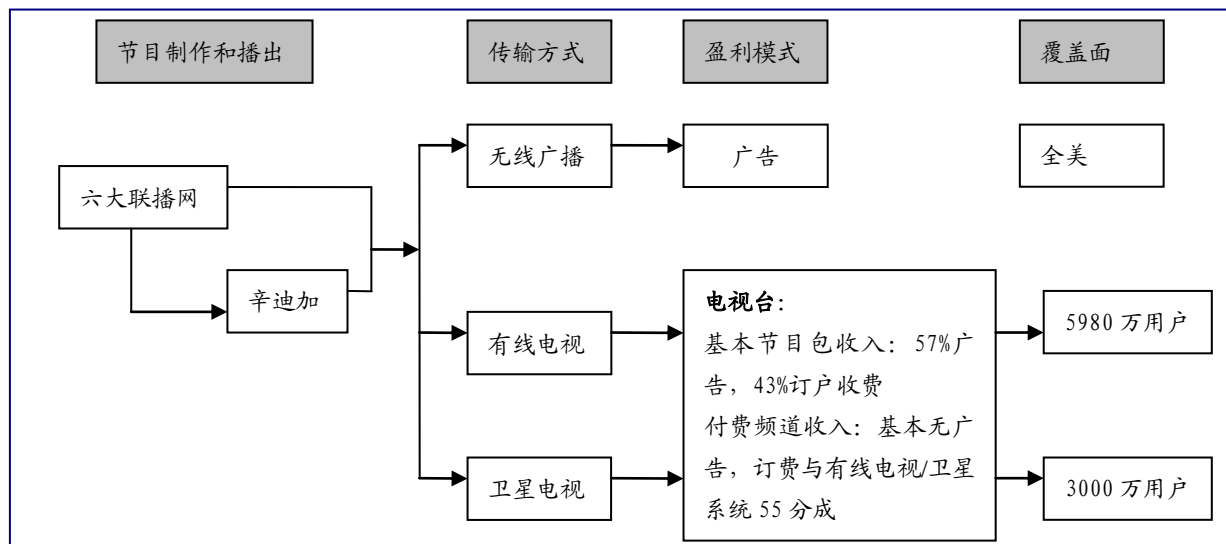
附属台以很低的价格把时间卖给电视网，作为交换，电视网向成员台给予资金补偿、免费传送提供节目以及吸引成员台客户的广告环境等。

表 18: 美国主要电视网

电视联播网	建立时间	家庭渗透率	观看家庭规模（万户）	联播网类型	附属台
全美广播公司（NBC）	1946	97.17	103624370	商业台	207
哥伦比亚广播公司（CBS）	1946	96.98	103421270	商业台	204
美国广播公司（ABC）	1948	96.75	103179600	商业台	201
福克斯广播公司（FBC）	1986	96.18	102565710	商业台	179
公共广播服务(PBS)	1969			教育公共台	349
派拉蒙广播公司（UPN）	1995	85.98	91689290	商业台	180
时代华纳公司（WB）	1995	84.66	90282480	商业台	177
Pax Network (PAX)	1998	74.25	79185730	商业台	94
Trinity Broadcasting Network (TBN)	1973	32.9	35084970	宗教台	61

资料来源：中国银河证券研究部

图 23: 美国电视产业链



资料来源：中国银河证券研究部

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

附表 1：公司财务报表预测（单位：百万元）

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	264.3	385.2	479.6	697.9	1125.0	1549.5
营业成本	192.5	241.3	290.7	412.4	687.2	971.4
营业税金及附加	12.8	16.4	18.6	26.2	44.6	59.9
销售费用	10.0	11.0	12.4	13.0	27.5	35.6
管理费用	28.4	33.0	32.5	36.3	75.4	96.4
财务费用	0.6	1.8	4.0	-7.0	-28.1	-28.1
资产减值损失	4.3	17.8	2.3	6.0	9.7	13.4
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	15.7	67.9	119.1	210.9	308.9	400.9
营业外收支净额	0.7	4.4	15.8	4.0	0.0	0.0
税前利润	16.4	72.3	135.0	214.9	308.9	400.9
减：所得税	3.5	9.6	22.1	39.1	56.2	72.9
净利润	12.9	62.7	112.8	175.8	252.7	328.0
归属母公司净利润	12.9	62.7	112.8	175.8	252.5	327.9
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1
基本每股收益	0.12	0.57	1.03	1.60	2.30	2.99
稀释每股收益	2.58	0.76	1.37	1.60	2.30	2.99
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
货币资金	30.6	58.0	40.0	1083.0	844.4	802.6
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款	121.1	129.0	130.1	270.6	469.1	445.9
预付款项	36.1	54.3	133.3	295.2	481.1	680.0
其他应收款	47.0	5.2	4.6	9.7	16.9	23.2
存货	18.4	24.2	18.2	127.2	136.4	236.2
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	20.2	31.4	0.0	0.4	0.0	0.0
固定资产	12.0	10.9	15.8	24.7	91.0	170.1
在建工程	0.0	1.3	3.9	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	0.4	0.8	0.7	1.0	1.0	1.0
长期待摊费用	9.4	8.2	6.9	19.1	2.3	0.0
资产总计	317.8	346.3	407.5	1893.1	2042.2	2359.0
短期借款	30.0	49.6	104.0	0.0	0.0	0.0
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	32.8	9.0	14.0	41.6	42.1	67.4

预收款项	1.3	6.1	1.3	0.3	7.2	5.0
应付职工薪酬	1.2	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
应交税费	6.4	7.0	12.7	20.8	20.8	20.8
其他应付款	6.4	76.2	28.3	39.9	64.3	88.6
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	0.0	0.0	12.0	0.0	0.0	0.0
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	78.1	161.6	175.7	104.9	135.1	180.9
股东权益合计	239.7	184.7	231.8	1788.3	1906.4	2176.3
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
净利润	13	63	113	176	253	328
折旧与摊销	5	6	7	0	11	23
经营活动现金流	4	91	35	-187	-116	87
投资活动现金流	-16	-7	-53	-29	-110	-110
融资活动现金流	29	-69	0	1277	-81	3
现金净变动	18	15	-18	1060	-307	-20
期初现金余额		31	58	40	1083	844
期末现金余额		46	40	1100	776	824

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 光线传媒各业务的收入结构 (2012)	2
图 2: 光线传媒各业务的毛利结构 (2012)	2
图 3: 光线传媒收入增长 (2008 - 2013)	2
图 4: 光线传媒净利润增长 (2008 - 2013)	2
图 5: 公司出品娱乐产品	3
图 6: 公司业务架构	4
图 7: 节目制作: 明星资源共享——同一明星/事件的多角度观察采访	5
图 8: 大型活动——发动各项业务资源的组织能力	5
图 9: 广告营销: 广告主资源共享——可提供多种广告组合套餐	6
图 10: 电影发行可制作的一系列节目内容	6
图 11: 光线传媒的工业化大生产	7
图 12: 电视节目发行及广告营销模式	9
图 13: 2010 年各类节目收播比重及资源使用效率	10
图 14: 2005 - 2010 年综艺娱乐节目的收播比重及资源使用效率 (历年所有调查城市)	11
图 15: 2008 - 2010 年综艺娱乐节目市场 各级频道收视份额对比 (历年所有调查城市)	13
图 16: 全国广播电视广告收入情况 单位: 万元	13
图 17: 收视份额——地面台企稳, 央视与省级卫视上下波动	13
图 18: 截至 2012 年 2 月 23 日, 优酷各类型视频搜索量统计	14
图 19: 公司电视节目	15
图 20: 公司电影业务情况	18
图 21: 国内三大影片发行模式	18
图 22: 公司演艺活动举办场次及收入 单位: 万元	21
图 23: 美国电视产业链	23

表格目录

表 1: 公司主营业务及预测	2
表 2: 影视剧内容企业相对估值	1
表 3: 节目制作公司	8
表 4: 公司的主要栏目及播出频次	8
表 5: 三大联供网运营情况	10
表 6: 2010 年综艺节目收视份额排名前 10 位的频道 (所有调查城市)	11
表 7: 2010 年综艺娱乐节目收视总时长排名前 20 位 (所有调查城市)	11
表 8: 2010 年各级频道各类节目播出及收视比重	12
表 9: 公司在重要卫视台的自制节目销售取得重大突破	14

表 10: 公司已通过联供网发行的电视剧	15
表 11: 公司自上市以来使用超募资金投资摄制的东阳狂欢者电视剧	16
表 12: 国内主要电影企业排名及市场份额	17
表 13: 公司近年发行影片数量、票房及票房占比	17
表 14: 公司 2011 年发行电影情况	17
表 15: 公司 2012 年发行的部分影片（总共发行 12 部）	20
表 16: 公司演艺活动列表	21
表 17: 美国电视产业发展历程	22
表 18: 美国主要电视网	23

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

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

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

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

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

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

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

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

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

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

许耀文、孙津，传媒文化行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

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

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

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

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

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

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

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn