



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

传媒

冯雪

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120022  
(8610) 6622 9323  
tracy.feng@bocigroup.com

## 光线传媒调研纪要

光线传媒(300251.SZ/未有评级)是中国知名民营传媒娱乐集团及影视剧公司。依托自身娱乐节目制作及品牌优势建立地面电视频道联播网(广告业务,媒体属性),短期受累电视广告景气度下降,中长期仍有深耕空间。2012年卫视节目超预期,景气度仍将持续。2012年下半年起,电影业务在投资额及发行数量上均大幅上升。未来遵循“内容+渠道”、“传媒+娱乐”思路继续做大做强。公司多年积淀的节目制作、品牌及管理优势十分显著,风险集中于与电视台官媒的谈判能力及抗风险能力,期待上市后资金优势助其夯实影视剧业务布局并带来业绩弹性。万德一致预期公司2012年每股收益0.99元,2012年23倍市盈率。

### 1. 联播网广告随整体市场受影响:

今年上半年电视广告市场景气度一受到经济减速冲击,二受到总局“限娱令”、“限广令”影响,光线针对地面频道的节目联播网和时段联播网亦受影响。5月起,电视广告市场逐渐回暖。公司将根据市场不断调整经营策略,针对地面频道联播网下半年也将推出新节目。中长期仍然预计未来电视仍然是第一大的广告媒介,同时市场格局随各级电视台影响力变化而变化。

### 2. 联播网商业模式的开发及募投资金考量:

公司开始联合省台、省会城市频道联合推出大型节目,由后者共同投资,目前光线邀请加入的电视台表现出浓厚兴趣。若节目制作能够打通至地方台,预计收费方式会更为灵活:类似于卫视节目制作费及节目时段换时段广告经营。

除自制娱乐节目外,电视剧采购也将是重要内容。但目前电视行业节目采购及编排周期大为缩短,由过去的1-3年降至半年,所以公司不愿意仅为市占率而冒然地投入,电视剧购买及供应还处于观察阶段。

### 3. 卫视节目制作超预期:

2012年公司卫视节目制作业务超预期。卫视竞争激烈和差异化竞争带动其对节目的需求。目前合作的包括央视、安徽、深圳、辽宁、广西、四川(活动的播出)等。为安徽卫视制作的《势不可挡》收视率在全国前几位,辽宁卫视《激情唱响》帮助其从全国15位上升至第6位。央视《梦想合唱团》收视效果也不错。《梦想合唱团》还将制作第二期,《势不可挡》也有可能做第二季。当前公司为央视及卫视制作两个样片,周播和季播,若顺利则有望在下半年实现收益。

原为陕西卫视制作的《生活魔法师》调整至地面频道和数字频道,有利于由简单的制作收费转为电视购物、电商模式(销售分成)。《首映礼》将寻找定位与之更契合的频道,希望成为所有大片的重要宣传平台。

此外节目版权储备持续。

#### 4. 公司与安徽卫视战略合作：

2012年6月，光线与安徽卫视建立战略合作关系，将就节目、活动（大型盛典）、电影、电视剧及媒体宣传等展开合作，有利于双方品牌升级和产业布局。同时合作将落实到具体项目上而不是泛泛合作，因此也不具备排他性，在其他项目上还可以与其他电视台合作。

#### 5. 2012年电影大片集中下半年，后续供应充足，目标民营第二市场份额：

2012年大片集中于下半年发行，包括7月12日上映的《四大名捕》（上映11天，票房15190万元，人均票价34元），预计达2亿元票房则盈利，同时第一部票房为套拍的下两部票房打下基础。7月20日上映的《神探亨特张》（上映3天，票房430万元，人均票价34元）“根据真人真事改编，集结了一大批微博红人，欲将残酷荒诞的社会现实推向极致”相对小众，但有助于形成光线影业好口碑，业绩影响小。8月将有纯代理发行的《乐翻天》，星光国际和芒果影业投资，王岳伦导演，姜武、宁静等主演。8月《伤心童话》，胡夏和刘诗诗偶像明星效应，期待小投资撬动好的经济效益。9月底（初步估计）《铜雀台》，公司具有优先收益权及发行收益。接着是《一场风花雪月的事》，小投资，好故事。《大海啸鲨口逃生》，小投资，3D影片。《午夜火车》，小投资，期待惊悚片带来较好经济效益。《厨子、戏子、痞子》（虎烈拉），著名管虎导演，黄渤、刘烨、张涵予等三位影帝主演，同时演员以片酬为投资，口碑及票房均值得期待。《泰囧》，徐峥导演，徐峥和王宝强主演，期待是年底最佳喜剧和票房黑马。《四大名捕》系列、《伤心童话》、《泰囧》、《午夜火车》为独资，其他多为20-30%左右投资比例，《乐翻天》为代理发行。

2013年春节档，《不二神探》，王子鸣导演，李连杰、文章、刘诗诗、林爽、邹兆龙、陈妍希、柳岩、吴京、田亮等众明星主演的动作喜剧。除陈嘉上导演的《四大名捕》二、三外，还有与高希希导演合作的《上海滩》上下部、高群书导演的《征服》（名片新拍）、陆川导演的《英格力士》、李仁港导演的《满洲快车》等。除陈嘉上等香港知名导演外，光线影业或是与本土导演合作最广泛的制片公司。

公司近期新拿下不少好的华语小说电影（或电视剧）改编权。后续有计划的项目10-12个，明后年电影业务有保障。同时公司电影发行网覆盖了中国90%以上票房所在城市，吸引制片方合作。

此外《四大名捕》第二、三部及正在挑选的潜在影片都将是3D制作——掌握先进3D技术，预计公司电影业务后续将受益于3D先进技术对制作周期和成本的优化、3D概念的市场吸引力及较高人均票价。

从电影城市票房统计，预计光线影业仍将在中国电影市场第一梯队，以全行业第四、民营第二为目标。

#### 6. 电视剧投资显效，影视内容全运营：

2012上半年《我和老妈一起嫁》（北京卫视，收视率全国前三，最后一集时全国第一）、《太平公主秘史》确认收入，同时与东阳狂欢者的合作锁定差额收益。2012-13年预计能确认收入的约有10部电视剧，如2012下半年《精忠岳飞》、《画皮2》等。“画壁”、“四大名捕”、“上海滩”等电影及电视剧的两类内容产品形态的双重开发会是策略之一，经济回报上，将以超出市场电视剧投资盈利的平均水平为目标。目前公司所投资的主要是一轮剧。

### 7. 政府补贴有望持续:

公司 2012 上半年获得 889 万元, 主要是东城文化产业基金及东阳市项目扶持, 预计将持续。

### 8. 新媒体布局及对外投资:

我们期待未来 1-2 月, 公司新媒体投能有实质性进展。互联网视频、游戏、电影后期制作等是公司相对较看好的对外投资细分领域: 游戏为内容后产品线延伸, 视频是渠道战略拓展, 影视为行业联合——通过投资带动业务合作, 后期制作一方面掌握先进技术, 同时市场需求、商业效益不错。

### 9. 战略及经营思路:

光线始终贯彻“内容+渠道”、“传媒+娱乐”发展思路。业务布局注重短期经济效益及中长期商业模式的确立, 尤以后者为重。娱乐节目内容生产注重产量和商业属性。

**图表 1. 业绩摘要**

| (人民币 百万) | 2010  | 2011  | 同比(%)   | 11 年<br>上半年 | 12 年<br>上半年 | 同比(%)   |
|----------|-------|-------|---------|-------------|-------------|---------|
| 营业收入     | 480   | 698   | 45.5    | 260         | 278         | 7.0     |
| 营业成本     | (291) | (412) | 41.9    | (150)       | (165)       | 10.0    |
| 毛利       | 189   | 285   | 51.1    | 110         | 113         | 2.9     |
| 营业税金及附加  | (19)  | (26)  | 41.0    | (10)        | (12)        | 27.5    |
| 销售费用     | (12)  | (13)  | 5.0     | (6)         | (5)         | (9.7)   |
| 管理费用     | (32)  | (36)  | 11.7    | (16)        | (20)        | 24.9    |
| 财务费用     | (4)   | 7     | (275.2) | (3)         | 12          | (476.6) |
| 资产减值损失   | (2)   | (6)   | 156.9   | (0)         | (0)         | (17.7)  |
| 投资收益     | 0     | 0     | n.a.    | 0           | 0           | n.a.    |
| 营业利润     | 119   | 211   | 77.0    | 75          | 88          | 17.3    |
| 营业外收支净额  | 16    | 4     | (75.0)  | 1           | 12          | 2,066.5 |
| 利润总额     | 135   | 215   | 59.2    | 75          | 100         | 32.6    |
| 所得税      | (22)  | (39)  | 76.6    | (15)        | (19)        | 23.5    |
| 少数股东损益   | 0     | 0     | n.a.    | 0           | 0           | n.a.    |
| 净利润      | 113   | 176   | 55.8    | 60          | 81          | 34.9    |
| 非经常性损益   | (18)  | (3)   | (81.6)  | (0)         | (10)        | 1,955.4 |
| 扣非后净利润   | 95    | 172   | 82.0    | 60          | 72          | 19.5    |
| (%)      |       |       |         |             |             |         |
| 毛利率      | 39.4  | 40.9  |         | 42.4        | 40.8        |         |
| 营业利润率    | 24.8  | 30.2  |         | 28.8        | 31.5        |         |
| 有效所得税率   | 16.4  | 18.2  |         | 19.9        | 18.5        |         |
| 净利率      | 23.5  | 25.2  |         | 23.2        | 29.3        |         |
| 扣非后净利率   | 19.8  | 24.7  |         | 23.0        | 25.7        |         |

注: 2012 上半年联供网广告、节目/活动制作费及电视剧投资为利润主体, 增量源于卫视节目制作、利息收益及政府补助。下半年预计卫视节目制作收益持续增长, 影视剧贡献摊销增加。

资料来源: 公司数据

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371