

估值仍有相对优势，继续看好2013年业绩高增长

投资要点：

1. 事件

光线传媒发布年报业绩预告，净利润盈利区间28128万元-31644万元，同比分别增长60%-80%，对应EPS1.17元-1.31元。分配预案为每10股转增11股，派发现金股利3.00-4.00元。

2. 我们的分析与判断

(一)、2012Q4净利润区间1.45亿-1.8亿，同比增长93%-140%

1、正面因素：《泰囧》在2012Q4实现9.8亿票房，是业绩爆发的主要因素和主要业绩来源。

2、业绩低于预期的负面因素：《铜雀台》票房、《四大名捕》海外票房低；广告业务景气度下滑；部分电视剧发行延迟，收入确认至2013年。

(二)、产能扩张非常明确，《泰囧》的成功将导致公司对优质的资源的“虹吸”效应

2013年是公司在三大内容产业全面发力的一年。公司将从一个综艺内容生产商彻底转型为全能型的娱乐内容集团。2013年卫视综艺节目制作将有10部（部分采取广告分模式），与欢瑞世纪等合作拍摄10部精品电视剧，投拍发行电影10部。同时，我们认为《泰囧》的成功将极大的提升光线传媒对优质剧本、导演和影院档期排片等的吸引力，保证票房继续增长。

(三)、长期来看，光线传媒的业务模式最合理，既稳健又有弹性

1、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。

2、公司是业务结构最合理的“平台+内容”的影视剧企业。公司是A股唯一的综艺节目制作公司和电视网运营商，该业务提供稳定增长的现金流；公司在发展最快弹性最大的电影发行领域处于民营第二的位置；与参股公司欢瑞世纪联合投资多部精品剧；收购的3家公司竞争优势领先、行业空间大、与公司协同效应强，且均有上市预期。

(三)、估值仍处于传媒板块最低端

我们调低2012年EPS至1.26元，但是对应PE也只有25倍，低于华谊兄弟、华策影视和华录百纳30倍以上的估值，同时《泰囧》12个亿票房和2012年业绩低基数无疑保证了2013年业绩的高增长。我们维持2013年1.70元的EPS，对应PE18.7倍。

3. 投资建议

我们认为光线传媒是2013年最值得关注的影视剧内容企业：1、公司业务结构稳健有弹性；2、公司账面7.4亿现金，资金充沛，并购能力强；3、《泰囧》对电影业务积极影响；4、大非要到2014年8月才减持，在所有传媒公司中减持压力是最小的。我们重申公司“推荐”评级。

光线传媒(300251.SZ)

推荐 维持评级

分析师

许耀文，CFA

✉：(8610) 6656 8589

✉：xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020007

鸣谢：

黄驰

✉：(8610) 83574542

✉：huangchi@chinastock.com.cn

市场数据	时间	2013.01.18
A股收盘价(元)		31.91
A股一年内最高价(元)		37.3
A股一年内最低价(元)		20.93
上证指数		2284
市净率		4.23
总股本(亿股)		2.41
实际流通A股(万股)		6500
A股总市值(亿元)		76.9
A股流通市值(亿元)		21.0

光线传媒深度研究报告：中国电视网模式的先行者和领导者

光线传媒深度研究报告：中国最大的多媒体视频内容提供商和运营商

光线传媒公告点评：期待电影业务、制播分离和新媒体渠道的突破光线传

光线传媒公告点评：栏目制作与广告业务收入毛利率双提升

光线传媒公告点评：二三季度主营业务持续转暖，估值已反映最悲观预期

光线传媒公告点评：多元化布局启航，综合性娱乐集团可期

光线传媒公告点评：《泰囧》票房有望超6亿，2013年公司将迎来影视节目内容产业大发展

表 1：2013 年光线传媒的影视节目内容制作计划

数量	具体名称
综艺节目	卫视节目 10 档左右 梦想合唱团二期、激情唱响、天才童声等
电影	10 部 精忠岳飞、剩女代价 2、四大名捕、布衣神相、抓紧时间爱、狄仁杰等
电视剧	10 部 不二神探、一场风花雪月的事、厨子戏子痞子、四大名捕二/三等

资料来源：中国银河证券研究部

表 2：2013 年主要电影排片计划

电影	档期	类型	导演	演员
一场风花雪月的事	1 月 20 日	爱情	高群书	黄晓明、杨颖
厨子戏子痞子	4 月	喜剧、动作	管虎	张涵予、刘烨、黄渤
不二神探	6 月	喜剧、动作	王子鸣	李连杰、文章、刘诗诗、陈妍希、柳岩、林爽
四大名捕二	8 月	剧情、爱情、动作、悬疑	陈嘉上	邓超、刘亦菲、郑中基、邹兆龙、黄秋生
赛尔号	8 月	动画		
四大名捕三	年末	剧情、爱情、动作、悬疑	陈嘉上	邓超、刘亦菲、郑中基、邹兆龙、黄秋生
小时代	年末	爱情	郭敬明	杨幂、柯震东
纵横四海	年末	剧情、爱情、动作、悬疑	李仁港	陈奕迅、陈冠希、容祖儿
徐峥新片	n/a			

资料来源：中国银河证券研究部

表 3：收购活动财务数据

	收购金额	股权比重	净利润预测				收购 PE			
			2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
欢瑞世纪	8100	4.81%	3259	13800	20700		51.7	12.2	8.1	
天神互动	10000	10%	4900	11000	15000		20.4	9.1	6.7	
金华长风	7500	32%		600	2800	5300		39	8.4	4.4

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 4：欢瑞世纪和天神互动项目详细介绍以及对光线传媒的影响

	公司介绍	收购对光线传媒的影响
欢瑞世纪	<p>欢瑞世纪是国内领先的精品电视剧制作公司，参与投资制作发行的电视剧的有：《宫》、《宫锁珠帘》、《大丫鬟》、《被遗弃的秘密》、《带弹孔的勋章》、《完美丈夫》、《倾城雪》、《王的女人》、《胜女的代价》。2011 年实现收入 1.12 亿元，净利润 3,259 万元，并签约了杨幂工作室、明道工作室（诗翔工作室）、唐嫣工作室、何晟铭工作室、穆小勇工作室、李志强工作室。</p> <p>2012 年，公司将出品 10 部 300 集左右电视剧和 2 部电影；电视剧有《王的女人》、《胜女的代价》、《天</p>	<ol style="list-style-type: none"> 欢瑞世纪计划 2013 年在 A 股上市 每年保证 10% 以上的分红率 电视剧投资：光线传媒参与投资或拥有优先投资欢瑞世纪如下电视剧：《画皮 2》、《盛夏晚晴天》、《海上花》、《抓紧时间爱》、《微女孩》、《画壁》、《四大名捕》。 电视剧发行：光线传媒将代理发行欢瑞世纪生产的电视剧《天使的幸福》；其它电视剧优先发行权和地面频道优先购买权 改编版权合作：光线传媒将《画壁》、《四大名捕》的电视剧改编权授予欢瑞世纪，同时将光线传媒出品的其他电影的电视剧改编权

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

使的幸福》、《绝对忠诚》、《画皮2》、《桐柏英雄》、《盛夏晚晴天》、《抓紧时间爱》等，电影有《画皮2》、《跑出一片天》等。

最近三年，网页游戏市场呈现爆发式增长的态势，市场规模从2009年的8.46亿元增长到2011年49.3亿元，年均增长率超过100%。

天神互动是中国极具实力的网页游戏开放商之一。公司推出的产品《傲剑》是2011年上半年市场上最火的页游产品，服务器组数突破1000组，创下了国产网页游戏首个突破千服大关的记录；月收入超8,000万元人民币。截止2012年6月累计注册玩家过亿人，单日最高在线36万人，目前平均在线30万人。傲剑目前的每月新开服数稳定在170台左右，在所有市场热门页游中排名第7。

2012年4月，天神互动又研发推出了网页游戏《飞升》，目前月收入达到3000万，2012年6月又推出网页游戏《沧海笑》。目前，公司正在研发一款以“西游记”为背景的2DARPG页游产品《斗战胜佛》。新游戏开发方面，未来两年，预计天神互动将有3款新游戏上线，同时，也将陆续开始开发手机游戏及社交游戏。

优先授予欢瑞世纪。欢瑞世纪将其出品的电视剧的电影改编权优先授予光线传媒。

6、电影投资发行：对于欢瑞世纪生产的电影，光线传媒均有优先投资权及优先发行权。

1、欢瑞世纪计划在A股上市

2、每年保证10%以上的分红率

3、未来公司与天神互动打造“游戏+影视”的战略方向。从国际经验来看，电影与游戏作为最为大众化的娱乐产品，其带给消费者的体验各有特色，同样题材的游戏和电影也能相互促进、形成互动。例如，《蜘蛛侠》、《魔戒》、《加勒比海盗》等电影成功后，其游戏也获得了成功，是电影改编游戏的典范；而《古墓丽影》、《生化危机》等游戏也成功的被改编为同名影片获得成功。

未来公司与天神互动打造“游戏+影视”的战略方向。2012年2月，天神互动先后签下《武动乾坤》、《四大名捕》等热门小说游戏改编权，拟将《四大名捕》改编成网页游戏，目前研发工作已经展开。根据双方的合作意向，光线的影视作品，天神互动拥有改编成游戏的优先权，天神互动的《傲剑》、《沧海笑》等游戏作品，光线传媒拥有电影改编优先权。双方还将在游戏和电影的交叉营销推广上展开密切合作。

天神互动

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

金华长风收购一有潜力低风险的投资

呱呱视频社区—互联网虚拟秀场

金华长风(呱呱语音)在视频互动娱乐领域中处于行业前列，竞争对手有歪歪语音、新浪show、9158、六间房、56、激动网等，其中，在财经互动领域中金华长风排名第一。

虚拟秀场竞争格局

表5：视频互动主要公司运营指标

	公司	用户流量 UV	用户黏度 PV	备注
独立运营	第九视频/新浪秀场(天格运营)	186,000	340,380	web(与9158后台重合)
	9158聚乐网(天格旗下)	53,400	117,480	web+客户端
	瓜瓜17guagua	50,400	418,320	web+客户端
	5bo.com(我播)	12,000	22,800	web+客户端
复合业务	YY语音	1000万		客户端
	56网	2,754,000	25,970,220	web
	六间房	666,000	10,989,000	web

激动网	342,000	642,960	web
-----	---------	---------	-----

数据来源: alexa, 公司公告, 中国银河证券研究部

虚拟秀场商业模式：互联网演艺平台，未来的网络电视台

视频互动社区，不同于网络视频网站。视频互动社区(或成为虚拟秀场)，为草根歌手、名人及专业演出人员提供实时演出的舞台，提供包括卡拉OK、歌唱比赛和歌友会在内的众多活动。这项业务的商业模式是按月付费获得会员特权，如使用含有额外视频流量的内测频道，优先进入某些实时现场演出等；此外，用户还可购买虚拟礼物并送给喜欢的表演者以示支持，表演者随后可将这些虚拟礼物与视频互动社区运营方分成，变现为真金白银。

视频互动社区（虚拟秀场），除了独立运营的第九视频，9158，呱呱，我播等，还有从网络视频网站激烈竞争中被逼转型的56网，六间房，激动网等，以及从专业IM社交平台进入虚拟秀场细分领域的YY。这些转型者，凭借其长期积累的用户资源，和流媒体技术，迅速进入虚拟秀场的市场，并取得不错的发展成绩。他们将是9158，呱呱等独立虚拟秀场的强劲竞争者。

据DCCI统计，中国北上广深等前10大城市的虚拟秀场经济潜在规模为86亿美元。

据YY招股书披露，YY音乐平台上，人气最旺的演员月收入已高达2万美元。从2011年开始，YY语音逐渐从游戏领域延伸至在线娱乐、远程教育等领域增值服务。以音乐为例，其中，类似于9158平台的YY音乐在2011年上半年收入为964.5万元，并在2012年上半年达到9272万元，增长近10倍。

光线投资呱呱的战略意义：布局互联网演艺平台

光线传媒本次投资的呱呱互动视频，虽然用户规模不及YY，六间房等大型视频互动社区，但是在独立运营商中排名靠前，而且在财经人群中具有细分领先优势。

光线传媒通过战略投资呱呱虚拟秀场，对互联网演艺播放平台进行长线布局。光线的综艺节目制作能力，以及在演艺圈经济圈的资源，如果和呱呱配合得当，将极大的增强呱呱在演艺频道的内容制作与运营实力。

同时，光线在公告中透露的还有一家互联网巨头希望联合投资呱呱，如果该巨头是百度，奇虎，或是腾讯这样的流量巨头，并成功投资，无疑对呱呱的长远发展更是如虎添翼。

投资估值：呱呱营收能力远未释放

认购金华长风(即呱呱)32%的股权，对应的金华长风的整体估值为：2.3亿元。预计金华长风2012年度、2013年度和2014年度的净利润约为600万元、2,800万元和5,300万元。针对本次投资对应的市盈率为2012年的39倍、2013年的8.4倍、2014年的4.4倍；对应2012-2014年均净利润的8.1倍市盈率。

对比9158和新浪秀场的运营规模与营收情况。9158和新浪秀场由于都是新浪投资，后台重合，其在线人数是70万左右，领先呱呱不多。

据了解，9158每月营收近5000万，远超呱呱的营收。其原因是，9158的签约明星更多，互动视频用户主要是在看演艺秀，其演艺秀的虚拟经营业务非常出色。这说明呱呱的营收潜力是巨大的，远待挖掘与开采。

投资风险与经营壁垒：

前虚拟秀场市场刚刚逐步成熟，不排除未来一线互联网流量巨头，视频网站巨头进入。但我们认为：虚拟秀场的商业运营，核心是签约艺人对用户的黏度。内容带来平台的成长，而在演艺经济这方面，光线传媒无疑是极具战略价值的。

由于网络艺人的差异化和用户口味的差异化，以及平台的运营成本不断降低，这个市场可能会是一个多元化的市场。可能造成这个市场具有一定的分散性，出现各种规模，各种风格的秀场，即使现在规模不太靠前的也仍有机会成长，并抵御未来巨头的侵袭。

附表 1：光线传媒（300251.SZ）业绩预测表

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
销售收入(百万元)	264.3	385.2	479.6	697.9	976.2	1227.4
EBITDA(百万元)	25.2	89.2	132.1	210.0	353.5	497.4
净利润(百万元)	12.9	62.7	112.8	175.8	303.9	410.5
摊薄 EPS(元)	0.05	0.26	0.47	0.73	1.26	1.70
PE(X)	597.3	122.7	68.2	43.8	25.3	18.7
EV/EBITDA(X)	6.3	29.3	20.4	11.5	6.6	12.8
PB(X)	0.7	14.2	11.3	2.0	1.8	3.4
ROIC		34.9%	43.3%	33.9%	37.5%	43.9%
总资产周转率		1.16	1.27	0.61	0.49	0.54

资料来源：中国银河证券研究部

附表 2：光线传媒（300251.SZ）财务报表

资产负债表(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	利润表(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
货币资金	40.0	1083.0	1162.9	1313.4	营业收入	479.6	697.9	976.2	1227.4
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	290.7	412.4	515.2	607.6
应收账款	130.1	270.6	371.3	353.6	营业税金及附加	18.6	26.2	38.7	47.4
预付款项	133.3	295.2	360.7	425.3	销售费用	12.4	13.0	21.5	24.5
其他应收款	4.6	9.7	14.6	18.4	管理费用	32.5	36.3	58.6	73.6
存货	18.2	127.2	70.5	162.6	财务费用	4.0	-7.0	-22.0	-24.3
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	2.3	6.0	8.4	10.6
长期股权投资	0.0	0.4	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	15.8	24.7	91.0	170.1	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	3.9	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	119.1	210.9	355.8	487.9
无形资产	0.7	1.0	1.0	1.0	营业外收支净额	15.8	4.0	16.0	14.0
长期待摊费用	6.9	19.1	2.3	0.0	税前利润	135.0	214.9	371.8	501.9
资产总计	407.5	1893.1	2074.2	2444.4	减：所得税	22.1	39.1	67.6	91.3
短期借款	104.0	0.0	0.0	0.0	净利润	112.8	175.8	304.1	410.6
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	112.8	175.8	303.9	410.5
应付账款	14.0	41.6	31.5	42.1	少数股东损益	0.0	0.0	0.3	0.1
预收款项	1.3	0.3	6.3	4.0	基本每股收益	0.47	0.73	1.26	1.70
应付职工薪酬	0.8	0.7	0.7	0.7	稀释每股收益	1.37	1.60	2.77	1.70
应交税费	12.7	20.8	20.8	20.8	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E
其他应付款	28.3	39.9	55.8	70.2	成长性				
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	24.5%	45.5%	39.9%	25.7%
长期借款	12.0	0.0	0.0	0.0	EBIT增长率	50.3%	67.4%	63.0%	38.5%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	79.9%	55.8%	72.9%	35.1%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

负债合计	175.7	104.9	115.6	137.4	盈利性				
股东权益合计	231.8	1788.3	1952.7	2291.8	销售毛利率	39.4%	40.9%	47.2%	50.5%
现金流量表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	销售净利率	23.5%	25.2%	31.1%	33.4%
净利润	113	176	304	411	ROE	54.2%	17.4%	16.2%	19.3%
折旧与摊销销	7	0	11	23	ROIC	43.32%	33.91%	37.45%	43.88%
经营活动现金流	35	-187	209	288	估值倍数				
投资活动现金流	-53	-29	-110	-110	PE	68.2	43.8	25.3	18.7
融资活动现金流	0	1277	-88	-6	P/S	5.5	5.0	3.6	6.3
现金净变动	-18	1060	12	172	P/B	11.3	2.0	1.8	3.4
期初现金余额	58	40	1083	1163	股息收益率	0.0%	3.1%	0.9%	0.5%
期末现金余额	40	1100	1095	1335	EV/EBITDA	20.4	11.5	6.6	12.8

资料来源：中国银河证券研究部

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，CFA，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：何婷婷 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

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