

光线传媒 (300251.SZ)

广播影视行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

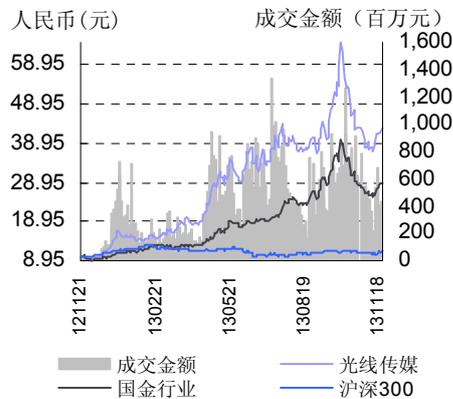
市价(人民币): 42.77元

渠道内容并重, 内生外延打造综合传媒集团

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	142.42
总市值(百万元)	216.57
年内股价最高最低(元)	64.74/9.39
沪深 300 指数	2424.85



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.604	1.281	0.756	1.011	1.276
每股净资产(元)	16.32	8.25	9.71	11.70	14.25
每股经营性现金流(元)	-1.71	-0.45	2.88	0.60	1.38
市盈率(倍)	37.86	27.31	48.81	36.50	28.92
行业优化市盈率(倍)	85.71	58.36	131.37	131.37	131.37
净利润增长率(%)	55.82%	75.74%	23.90%	33.75%	26.19%
净资产收益率(%)	9.83%	15.53%	16.35%	18.15%	18.80%
总股本(百万股)	109.60	241.12	506.35	506.35	506.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **电影行业:** 未来 3 年票房受益于影院/银幕数增长、人均消费能力提升、影片质量提升仍有望维持 30% 增速, 植入性广告和衍生品收入预计将步入高速增长, 分摊影片制作成本, 凸显内容长尾效应, 产业链中制片、发行和院线集中度均较高, 企业扩张将以整合上下游产业链为主; **电视剧行业:** 广告受网络视频等新媒体冲击增速减缓, 且产能过剩, 只有精品剧才有议价空间, 制片企业因集中度低有望展开内部合作或整合; **综艺节目:** 网络点击率超越电影排名第二, 有望成为新媒体争夺热点。
- **公司战略:** 内容渠道并重, 栏目制作通过加大栏目数量、提升栏目质量、加大和卫视合作促广告收入增长, 影视剧从发行走向“制作+投资+发行”, 同时辅以并购, 强调业务协同; **公司优势:** 栏目制作业务所拥有的强大宣传/发行优势, 加之 120 个城市驻地网建设, 将三块业务紧密相连, 使得优质内容效益最大化, 《泰囧》成功并非偶然, 协同效应也将带动电视剧业务迎来高速增长; 布局呱呱网显示出其对新媒体渠道建设的重视。
- **电影:** 计划 14 年投资/发行 15 部, 总票房直指 40 亿, 已定 12 部, 不乏别出心裁之作, 如徐峥《港囧》, 邓超《分手大师》, 林依晨《我的情敌是超人》, 网络小说《诛仙》、《盗墓笔记》等; **电视剧:** 13 年近 10 部取得发行许可证, 传统电视剧业务几乎只涉及发行, 13 年多部参与投资, 大部分已定档卫视, 14 年高速增长可期; **栏目制作:** 拥有《娱乐现场》等知名度较高节目, 13 年和央视合作的《梦想星搭档》、《是真的吗》等, 拥有较高收视率, 尤其是《梦想星搭档》在央视广告招标中冠军名商以 1.35 亿拍得, 成为央视最赚钱节目, 显示出光线强大的栏目制作能力, 13Q3 广告收入已出现明显好转; **外延:** 先后收购欢瑞世纪、新丽传媒、天神互动、呱呱网部分股权, 加强电视剧业务, 实现影游互动, 加大渠道布局。

盈利预测及投资建议

- 我们预计 2013-2015 年公司净利润分别为 3.83、5.12、6.46 亿, 同比增长 23.39%、33.75%、26.19%, EPS 分别为 0.76、1.01、1.28 元; 综合考虑行业成长空间, 公司战略、优势、业务进展, 首次评级“买入”。

风险

- 影视剧投资风险。

张燕

分析师 SAC 执业编号: S1130513080007
(8621)60230245
zhang_yan@gjzq.com.cn

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)60230210
chengb@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况：内容渠道并重，内生外延打造综合传媒集团	4
概况：内容渠道并重，内生外延打造综合传媒集团	4
栏目制作：加大数量、提高质量、加强与卫视合作力度	5
影视剧：由“发行”向“制作+投资+发行”拓展	6
外延扩张：加强与传统业务互补互动效应，布局新渠道	8
优势：全国媒体渠道及电影驻地发行网络	9
行业：国产电影高速增长，综艺节目有望成为新媒体争夺热点	10
电影：国产电影高速增长，产业链整合持续推进	10
电视剧：产能过剩，制片企业整合，精品剧仍有提价空间	16
综艺节目：新媒体渠道展开对优质综艺节目争夺战	19
盈利预测及投资建议	20
盈利预测	20
投资建议	23
附录：三张报表预测摘要	24

图表目录

图表 1：2009-2013Q3 主营业务收入及增速	4
图表 2：2009-2013Q3 主营业务收入构成	4
图表 3：光线传媒收入及利润驱动因素	5
图表 4：光线传媒主要电视栏目	6
图表 5：2008-2013 年光线发行及投资电影部数	7
图表 6：光线发行/投资电影总票房及占比	7
图表 7：2008-2013 光线传媒电影发行及票房	7
图表 8：2013 年光线传媒主要投资电视剧概况	8
图表 9：光线节目新媒体播出渠道	9
图表 10：电视剧《精忠岳飞》营销策略	10
图表 11：电影收入来源及影响因素	11
图表 12：2007-2013E 中国电影产业规模	11
图表 13：2005-2013Q3 国产票房及增速	11
图表 14：国产电影票房及进口电影票房占比	12
图表 15：2004-2012 年影院数量及增速	12
图表 16：2004-2012 年银幕数及增速	12
图表 17：2009-2013H1 观影人数及票价	12
图表 18：2012-2013H1 主要国产片票房	12
图表 19：2009-2013 电影月度票房收入（亿）	12

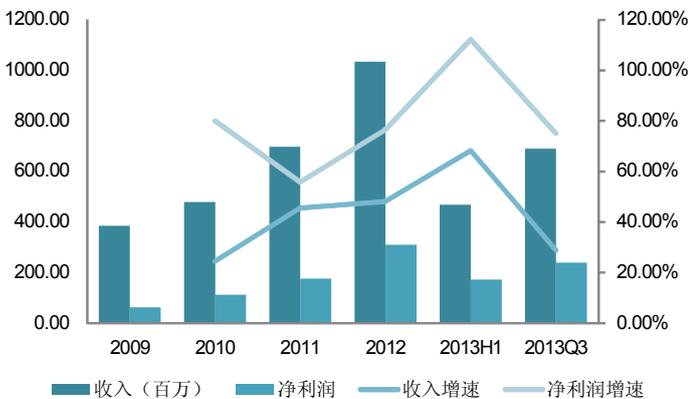
图表 20: 2011-2013 年电影周度票房收入 (亿)	13
图表 21: 国产类型片分析	13
图表 22: 按类型分票房占比	13
图表 23: 电影制片方、发行方、院线、影院盈利模式及分账	14
图表 24: 2012 年主要院线票房收入 (亿元)	15
图表 25: 2012 年 10 强影院票房收入 (万)	15
图表 26: 电影发行市场份额	15
图表 27: 制片企业分类及典型公司	16
图表 28: 电视剧收入来源分析	17
图表 29: 电视剧行业产业链	17
图表 30: 电视剧制作过程及时间、成本情况	18
图表 31: 电视剧交易总额及增速	18
图表 32: 电视广告收入及增速 (亿)	18
图表 33: 2006-2013E 广播电视经营许可证数量变化	18
图表 34: 2007-2012 年电视剧发行许可集数	18
图表 35: 制作公司发行集数 TOP10 市场份额	19
图表 36: 电视剧、电影、综艺节目月度覆盖人数	19
图表 37: 2013 年 8 月新媒体视频覆盖人数 TOP10 综艺	19
图表 38: 2009-2013E 新媒体版权收入规模及增速	20
图表 39: 影视剧版权新媒体购买方份额	20
图表 40: 2006-2013 年热播影视剧网络版权价格	20
图表 41: 2011Q4-2013Q3 影视剧收入、电影投资比例及票房收入	21
图表 42: 光线影业收入及净利润	22
图表 43: 母公司收入及净利润增速	22
图表 44: 2008-2012 年母公司及光线影业营业收入及净利润	22
图表 45: 2008-2015E 收入及毛利预测明细 (百万)	23
图表 46: A 股影视剧公司主要估值表	23

公司概况：内容渠道并重，内生外延打造综合传媒集团

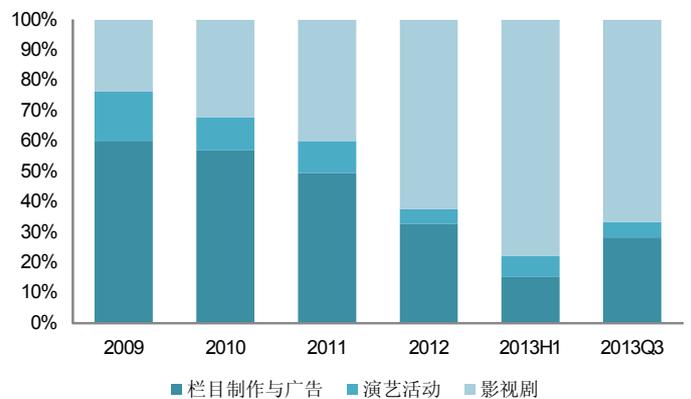
概况：内容渠道并重，内生外延打造综合传媒集团

- 光线传媒自 1998 年成立，主营业务包括电视栏目制作与广告、演艺活动和影视剧投资/发行，广告和电影是目前影响业绩的主因；公司拥有强大的宣传/发行优势，加之 120 个城市驻地网建设，将三块业务紧密相连，使得优质内容效益最大化；战略上始终坚持“内容+渠道”并重，同时通过内生和外延两种方式不断加强节目制作能力和渠道建设，欲打造综合传媒娱乐集团。
- 光线传媒成立于 1998 年，于 2011 年 8 月登陆创业板，主营业务包含电视栏目制作与广告、演艺活动和影视剧投资/发行；2009-2012 年收入由 2.64 亿增长至 10.34 亿元，复合增速为 40%，净利润由 1288 万增长至 3.10 亿元，复合增速为 122%。
- 电视栏目和演艺活动是公司自主制作发行，通过节目版权销售或广告营销实现收入，后者占比超过 80%；影视剧主要是投资和发行，少量参与制作，收入包括电影票房分账、电视剧播映权、音像版权和衍生品收入，电影收入占比超过 80%；2008-2012 年影视剧收入占比由 22% 上升至 63%，占比的快速提高来自于影视剧发行/投资数量大幅增加，《泰囧》、《致青春》等影片热卖。
- 公司始终坚持内容渠道并重发展战略，栏目制作通过加大栏目数量、提升栏目质量、加大和卫视合作促广告收入增长，影视剧从发行走向“制作+投资+发行”，同时辅以并购，强调业务协同；公司的栏目制作业务拥有的强大宣传/发行优势，加之 120 个城市驻地网建设，将三块业务紧密相连，使得优质内容效益最大化，《泰囧》成功并非偶然，协同效应也将带动电视剧业务迎来高增长；布局呱呱网显示出其对新媒体渠道建设的重视。
- 2014 年公司计划投资/发行 15 部，总票房直指 40 亿，已定 12 部，不乏别出心裁之作，如徐峥《港囧》，邓超《分手大师》，林依晨《我的情敌是超人》，网络小说《诛仙》、《盗墓笔记》等；13 年已有近 10 部电视剧取得发行许可证，传统电视剧业务几乎只涉及发行，13 年多部参与投资，大部分已定档卫视，14 年高增长可期；栏目制作方面拥有《娱乐现场》、《影视风云榜》等知名度较高节目，13 年和央视合作的《梦想星搭档》、《是真的吗》等，拥有较高收视率，尤其是《梦想星搭档》在央视广告招标中主冠名商以 1.35 亿拍得，成为央视最赚钱节目，显示出光线强大的栏目制作能力，13Q3 广告收入已出现明显好转；外延方面先后收购欢瑞世纪、新丽传媒、天神互动、呱呱网部分股权，加强电视剧业务，实现影游互动，加大渠道布局。

图表1：2009-2013Q3 主营业务收入及增速

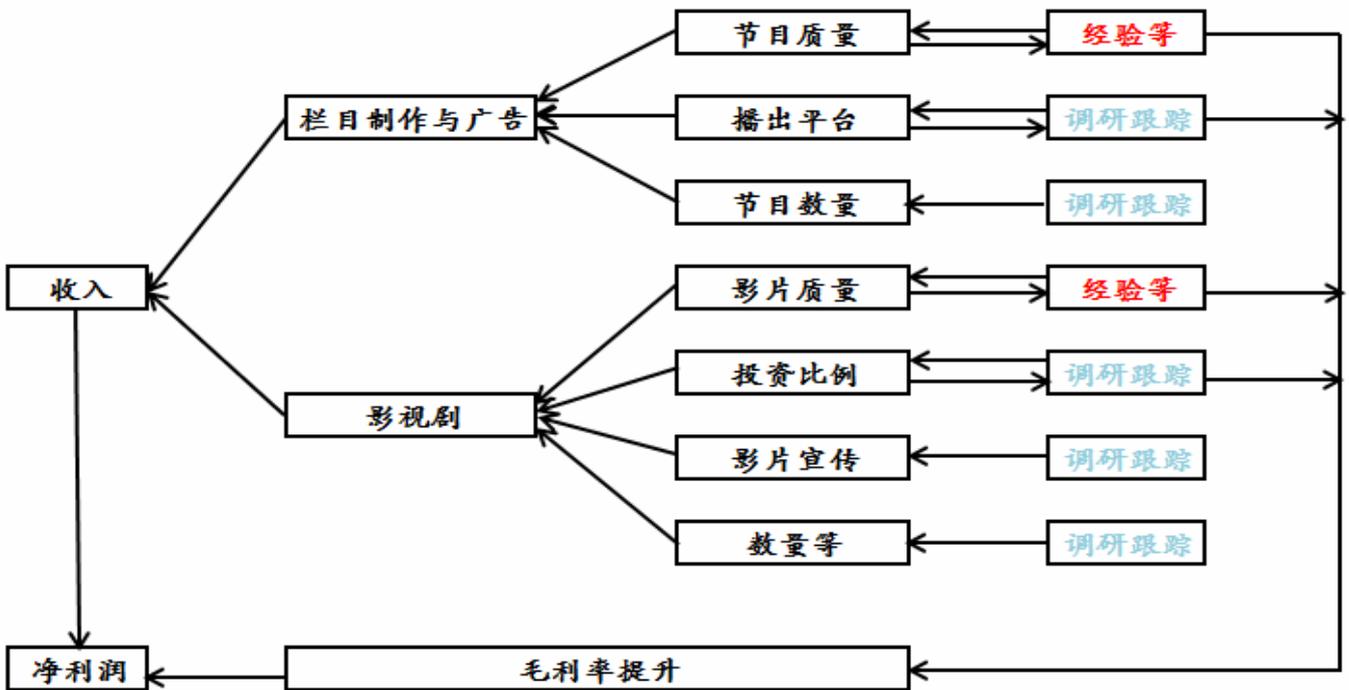


图表2：2009-2013Q3 主营业务收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表3: 光线传媒收入及利润驱动因素



来源: 国金证券研究所

栏目制作: 加大数量、提高质量、加强与卫视合作力度

- 电视栏目制作 80%收入来自广告，而广告收入取决于观众收视率，收视率又和节目数量、质量和播出平台紧密相关；目前公司栏目制作收入仍主要来自于《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《最佳现场》、《影视风云榜》，但一直在加大栏目制作数量，提高质量，并加强和卫视合作力度，提升业绩，今年《是真的吗》、《超级减肥王》、《加油少年派》、《梦想星搭档》均在央视播出，显著提升收视率，对业绩有正面贡献。
- 电视栏目制作主要是娱乐资讯、生活时尚、综艺类，按播出频率分为日播、周播、季播，按播出方式分为时段联播网（单个节目分销给多个电视台，播出时间不一致）、频道联播网（多个节目打包给单个电视台）和新媒体联播网；栏目制作收入 80%来自广告，而广告收入取决于观众收视率，收视率又和节目数量、质量和播放平台紧密相关，但重中之重仍是质量。
- 自 1999 年《娱乐现场》开播以来，公司相继推出 20 多档栏目，单日制作时间超过 6 小时，在各大卫视及地面频道播出；目前栏目制作收入主要来自《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《最佳现场》、《影视风云榜》四个，2010 年四档节目收入占比达 85%；公司每年都会新增一定数量节目，同时加大与卫视合作力度，2013 年新增几档节目《是真的吗》、《超级减肥王》、《加油少年派》、《梦想星搭档》均在央视播出，尤其是《梦想星搭档》在央视广告招标中主冠名商以 1.35 亿拍得，成为央视最赚钱节目，显示出光线强大的栏目制作能力，同时对业绩也将有正面贡献。

图表4: 光线传媒主要电视栏目

类型	电视节目名称	每期长度 (分钟)	节目类型	制作起 止时间	播出频道	
日播	娱乐现场	30	资讯	1999-今	158个频道	
	音乐风云榜	30	资讯	2000-今	100多个频道	
	最佳现场	30	访谈	2002-今	BTV文艺(20:55)+80频道	
	影视风云榜	30	资讯	2004-今	CETV-3、上海电视台电视剧频道、安徽卫视	
	健康宝典	30	健康	2009-今	-	
	我爱看电影	60	电影专题	2009-今	CETV-3(17:30)	
	全球娱乐通	15	资讯	2010.10-今	-	
	生活魔法师	30	生活	2011.01-今	陕西卫视(24:00)+上海教育(周播)以及 158家地方台播出(日播)	
	麻辣看天下	30	生活	2011.01-今	-	
	养生一点通	30	生活	2011.01-今	广西卫视(8:00)+200	
	周播	大牌生日会	70	生活	2010.2-今	吉林卫视(周五21:35)
		是真的吗	50	生活	2013.05-今	CCTV-2(周六19:35)
		超级减肥王	30	生活	2013.08-今	CCTV-2(周日19:30)
		加油少年派	60	选秀	2013.04-今	CCTV-1(周五18:00)
我爱看电视		30	资讯	2009-2010.12		
	天方夜谈	30	故事	2009-2010.4		
	大学生音乐联盟	30	资讯	2010-2010.9	已结束	
	音乐梦想学院	60	生活	2010.4-2010.12		
	笑傲江湖	30	生活	2009-2010.12		

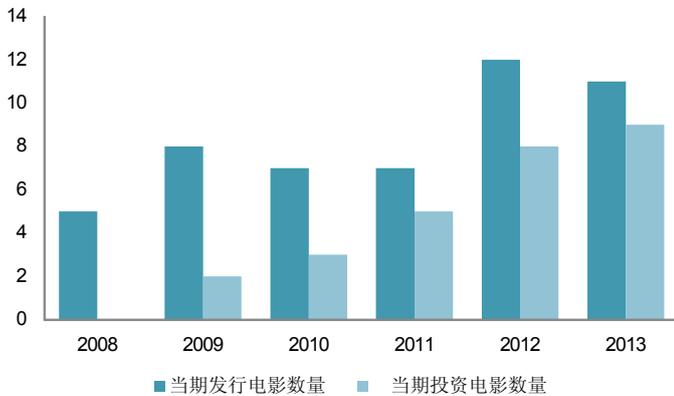
来源: 互联网, 国金证券研究所

影视剧: 由“发行”向“制作+投资+发行”拓展

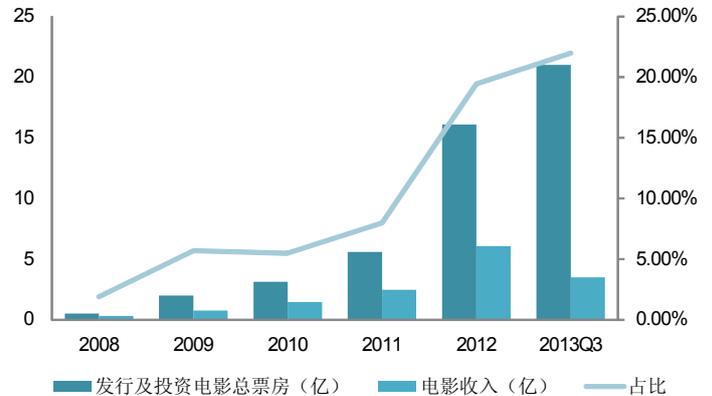
- 影视剧通过内生和外延由“发行”逐步向“制作+投资+发行”拓展, 投资比例的加大使得收入和毛利率双双提升。
 - 公司影视剧收入中预计有 90%来自于电影业务, 影视剧正由“发行”逐步向“制作+投资+发行”拓展; 2008-2013 年分别发行了 5、8、7、7、12、12 部电影, 其中投资了 0、2、3、5、8、10 部, 投资部数逐年上升, 且部分影片为独资或投资比例较大, 如 2012 年《四大名捕》、《伤心童话》、《泰囧》, 2013 年《午夜火车》、《四大名捕 2》等。
 - 投资比例的加大使得影视剧收入和毛利率出现双提升: 发行/投资电影总票房占国内票房的比例由 08 年的 1.9%提升至 2012 年的 20%, 2012 年收入增速高达 132%, 毛利率则由 2008 年的 5.15%提升至 2012 年的 44%; 公司计划 2014 发行及投资 15 部电影, 票房直指 40 亿, 占比 30%, 希望其中有 4 部现象级电影, 单片票房超过 7 亿元。
 - 电视剧收入在 2008-2010 年逐年下滑, 2010 年仅占影视剧收入的 6%, 2012-2013 年也逐渐加大电视剧业务的投资力度, 2012 年主要发行 4 部, 2013 年投资电视剧高达 13 部, 将陆续于 2013 年下半年至 2014 年上映, 且主要在各大热门卫视播出, 预计对电视剧业务将有较大提升。
 - 2014 年光线已经确定投资或发行的电影有: 徐峥《港囧》, 邓超、杨冪《分手大师》(暑假), 柴智屏《我的情敌是超人》; 网络小说《诛仙》、《盗墓笔记》、《左耳》, 周冬雨《同桌的你》(暑

假),《四大名捕3》、《大鱼海棠》、《魁拔3》、《铠甲勇士》、《巴啦啦小魔仙2》;取得许可证的部分电视剧已确定2014年播放平台,其中《红酒俏佳人》定档四川卫视,《四十九日》定档江西卫视和湖南卫视,《少年神探狄仁杰》定档深圳卫视,《抓紧时间爱》定档江苏卫视。

图表5: 2008-2013年光线发行及投资电影部数



图表6: 光线发行/投资电影总票房及占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 2008-2013 光线传媒电影发行及票房

年份	名称	投资情况	放映日期	票房(万)	年份	名称	投资情况	放映日期	票房(万)
2008	蝴蝶飞	发行	2008.1.10	660	2012	新天生一对	投资+发行	2012.01.23	4895
	深海寻人	发行	2008.6.12	2197		新龙门客栈	发行	2012.02.24	605
	夺标	发行	2008.11.13	448		情谜	发行	2012.03.08	2005
	证人	发行	2008.11.20	1500		匹夫	投资+发行	2012.04.23	2460
	大搜查	发行	2008.12.23	1763		百万巨鳄	发行	2012.06.08	1210
2009	家有喜事 2009	31.25%+发行	2009.1.22	3540	四大名捕	独资+发行	2012.07.12	19610	
	亲密	发行	2009.03.06	298	神探亨特张	投资+发行	2012.07.20	770	
	东邪西毒	发行	2009.03.27	2650	乐翻天	发行	2012.08.02	400	
	完美新娘	发行	2009.06.12	620	伤心童话	独资+发行	2012.09.14	1020	
	斗牛	发行	2009.09.11	1110	铜雀台	投资+发行	2012.09.26	9835	
	气喘吁吁	发行	2009.08.28	4070	大海啸之鲨口逃生	投资+发行	2012.10.12	15870	
	神兵小将	16%+发行	2009.10.01	400	人再囧途之泰囧	90%+发行	2012.12.12	124843	
	阿童木	发行	2009.10.23	4545	午夜火车	独资+发行	2013.03.08	672	
2010	花田喜事2010	44.00%	2010.02.10	5800	厨子戏子痞子	投资+发行	2013.03.29	26916	
	变相黑侠	发行	2010.03.12	760	致我们终将逝去的青春	20%+发行	2013.04.26	70860	
	感情生活	发行	2010.05.15	-	中国合伙人	发行	2013.05.17	53402	
	出水芙蓉	发行	2010.07.06	710	不二神探	投资+发行	2013.06.21	27985	
	全城戒备	33.3%+发行	2010.08.06	8800	光辉岁月	发行	2013.06.09	366	
	精武风云.陈真	50%+发行	2010.09.21	13668	赛尔号3战神联盟	投资+发行	2013.07.12	3214	
2011	爱出色	发行	2010.11.05	1300	秦时明月	投资+发行			
	最强喜事	投资+发行	2011.01.31	16440	巴啦啦小魔仙	投资+发行			
	B+侦探	投资+发行	2011.04.29	2300	四大名捕	独资+发行	2013.12.06		
	夺命心跳	发行	2011.07.01	1625	中国好声音	投资+发行			
	画壁	投资+发行	2011.09.29	14190					
	梦游(3D)	投资+发行	2011.10.27	1051					
	鸿门宴	发行	2011.11.29	15175					
	极速天使	投资+发行	2011.12.27	2390					

来源: 艺恩, 国金证券研究所

图表8: 2013年光线传媒主要投资电视剧概况

时间	名称	预计或已取得许可证时间	合作方	播映日期
2013	精忠岳飞	2013Q1	东阳盟将威影视文化有限公司	2013.07.25
	抓紧时间爱	2013Q1	欢瑞世纪影视传媒股份有限公司	
	胜女的代价2	2013Q2	欢瑞世纪影视传媒股份有限公司	2013.09.28
	杀狼花2	2013Q2	浙江东阳中广影视文化有限公司	
	红酒俏佳人	2013Q3	欢瑞世纪影视传媒股份有限公司	
	少年神探狄仁杰	2013Q4	欢瑞世纪影视传媒股份有限公司	
	四十九日	2013Q4	北京世纪伙伴文化传媒有限公司	
	少年四大名捕	2013Q4	欢瑞世纪影视传媒股份有限公司	
	古剑奇谭	2013Q4	欢瑞世纪影视传媒股份有限公司	
	月供	2013Q4	北京春天融和影视文化有限责任公司	
	乱世书香	2013Q4	北京春天融和影视文化有限责任公司	
	我的宝贝	2013Q4	北京光彩世纪文化艺术有限公司	
三个女青年	2013Q4	东阳盟将威影视文化有限公司		

来源: 公司公告, 国金证券研究所

外延扩张: 加强与传统业务互补互动效应, 布局新渠道

- 公司加强电视电影等优势内容的同时, 通过外部股权收购等方式拓展互联网新媒体渠道, 进一步完善产业链条布局, 先后欢瑞世纪(电视剧)、新丽传媒(电视剧)、天神互动(游戏)、呱呱网(视频社区)部分股权, 加强电视剧业务, 实现影游互动, 加大渠道布局。
 - 公司在加强电视电影等优势内容的同时, 通过外部股权收购等方式拓展互联网新媒体渠道, 进一步完善产业链条布局。
 - 2012年8月, 公司出资8100万元收购欢瑞世纪影视传媒股份有限公司4.81%的股权, 2012年12月31日欢瑞世纪股本变更后公司持有欢瑞世纪4.56%的股权; 双方利用各自资源、强强联合、优势互补, 在影视剧的投资发行等各方面进行全方位合作; 公司与欢瑞世纪已经开始合作的电视剧有《画皮2》、《盛夏晚晴天》、《抓紧时间爱》、《胜女时代2》、《红酒俏佳人》、《少年神探狄仁杰》等。
 - 2012年8月公司出资1亿元收购国内顶级的网页游戏公司北京天神互动科技有限公司10%的股权, 2013年1月公司全资子公司光线影业出资2500万元, 收购天神互动2.5%的股权, 公司投资的电影将与天神互动的网络游戏产品深度结合, 充分发挥电影产品巨大的文化穿透力和爆发性的优势以及网络游戏深入持久的娱乐体验和良好的现金流的优势, 实现跨界合作, 形成良好的互动和互补效应; 目前公司已与天神互动展开合作, 将影片《四大名捕》的人物肖像权利授予天神互动进行游戏开发。
 - 2012年10月, 公司对互联网视频社区服务领域的领先企业金华长风信息技术有限公司(呱呱视频社区)进行股权投资, 公司认购金华长风现有股东转让的17%股权, 出资3060万元; 另外, 有条件地以增资方式认购金华长风的18%股权, 出资4440万元。本次投资全部完成后, 公司持有金华长风32%的股权; 公司现有的电视节目、影视剧

等优质内容将与呱呱视频社区展开更深入的合作，形成良好的互补和协同效应。

- 2013年10月29日，光线传媒发布公告称以自有资金8.29亿元投资参股新丽传媒股份有限公司，获取后者27.64%的股权，加强在电视剧领域的战略布局。

优势：全国媒体渠道及电影驻地发行网络

- 光线优势在于拥有全国媒体渠道及驻地发行网络，由80多人组成的发行体系覆盖全国120余个城市，媒体渠道包括300多个电视频道、300多列火车、300多个大学校园、3000多个药店医院、北京和广州的全线地铁、北京和其他城市的全线公交车、40多个机场和4条空中航线及付费的数字频道；强大宣发优势将三块业务紧密相连，使得优质内容效益最大化，《泰囧》成功并非偶然，协同效应也将带动电视剧业务迎来高增长；布局呱呱网显示出其对新媒体渠道建设的重视。
- 公司栏目制作自1999年《娱乐现场》等开播以来，建立了包括时段联播网、频道联播网、新媒体联播网在内的节目发行网络，在300多个电视频道、300多列火车、300多个大学校园、3000多个药店医院、北京和广州的全线地铁、北京和其他城市的全线公交车、40多个机场和4条空中航线及付费的数字频道播出节目，为影视剧业务建立了良好的宣传渠道。
- 在电影发行业务上，公司拥有80人覆盖全国120余个城市的驻地发行网络，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，除了与院线公司沟通之外，还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。
- 以2013年暑期档《精忠岳飞》为例，光线传媒便展现出其强大的发行优势，该剧一亮相荧屏便收获各路好评，《精忠岳飞》以“海陆空”三栖作战策略，形成全人群覆盖态势；海——海报：基于女性杂志《时尚芭莎》和《精品购物指南》和男性高端杂志《风度》《风尚周报》《Famous名汇》《风尚志》等；陆——影院/地标性广告位：《不二神探》由文章、李连杰、柳岩等偶像出演，也正是《精忠岳飞》的核心受众，而三人差异化的受众年龄层也达到全覆盖，户外媒体投放较有策略性，选择具有地标性特点的广告位展示，如机场一柱擎天广告牌，盘古大观LED屏展示等；空——机场：《精忠岳飞》在全国18个机场投放LED屏广告，涵盖城市均为一线城市或省会发达城市。

图表9：光线节目新媒体播出渠道

类型	节目新媒体播出渠道
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量公交车
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2767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

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表10: 电视剧《精忠岳飞》营销策略

媒体平台	具体策略
影院	贴片广告
传统媒体 电视	宣传片、电视栏目、电视广告
报纸杂志	《时尚芭莎》、《精品购物指南》、新京报等
社交媒体	微博、微信、SNS、百度贴吧、AQ平台
新媒体 户外新媒体	车载电视、户外路牌、灯箱媒体、机场高铁液晶屏
网站	视频广告、网娱首页新闻

来源: 艺恩咨询, 国金证券研究所

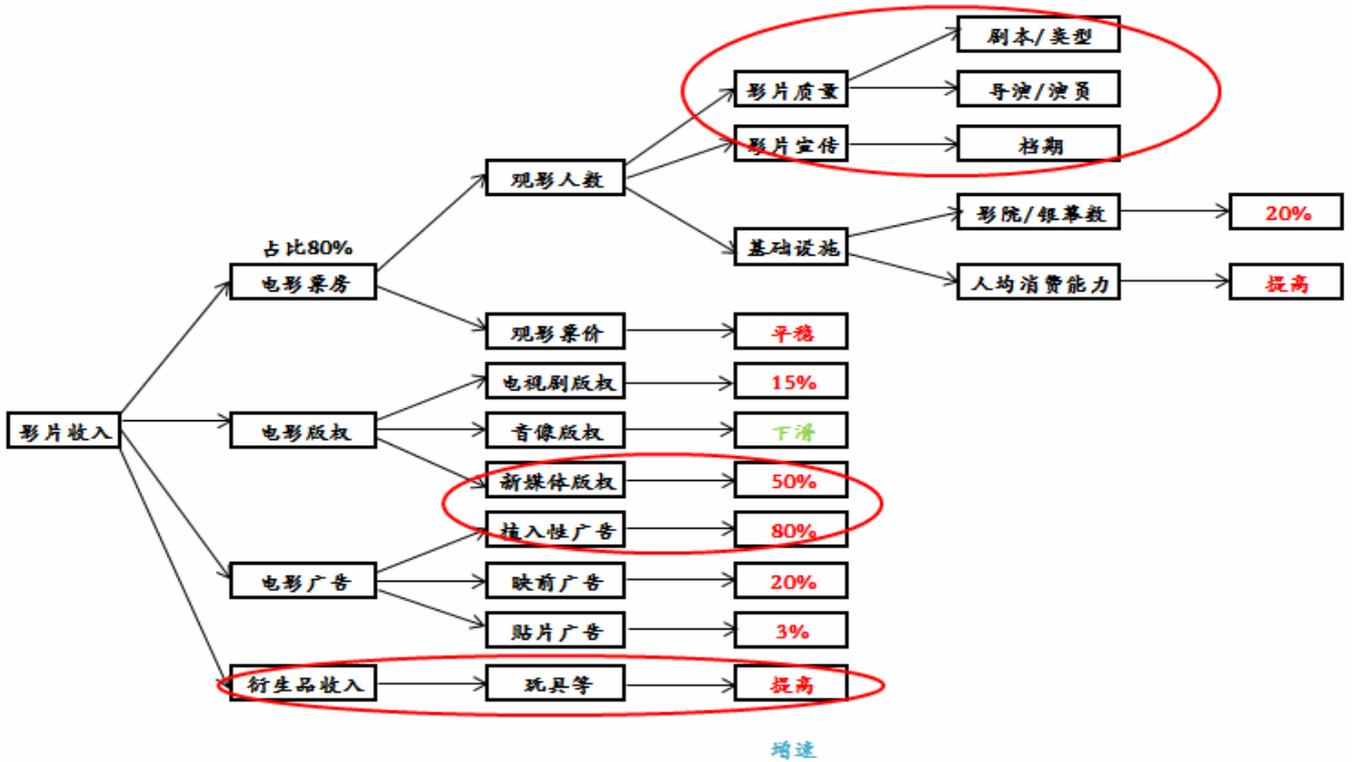
行业: 国产电影高速增长, 综艺节目有望成为新媒体争夺热点

电影: 国产电影高速增长, 产业链整合持续推进

- 自 2012 年年底电影票房黑马《泰囧》出现以来, 国产票房迎来火爆的增长态势, 驱动因素主要有影院/银幕数的快速增长、人均消费能力提升、国产电影票房质量提升和观众口味变化。
 - 电影收入来自票房、版权、广告及衍生品, 票房收入占比高达 80%, 而在国外电影票房收入占比仅有 30%, 因此未来广告、版权、衍生品收入增速值得期待; 电影票房=观影人数*观影票价, 票价维持相对平稳水平, 观影人数与影片质量、影片宣传等因素相关。
 - 2012 年我国电影票房总收入达到 172 亿, 同比增长 30%, 国产票房占比为 48%, 首次低于 50%; 而 2013Q3 票房收入达到 164 亿元, 同比增长 35%, 国产票房增速高达 94%, 自 12 年年底的国产票房黑马《泰囧》出现以来, 13 年国产电影《西游》、《致青春》、《北京遇上西雅图》、《狄仁杰》等仍延续火爆的增长态势, 票房持续超预期。
 - 票房高增长驱动因素主要来自: (1) 影院、银幕数快速增长, 11-12 年影院数量增速分别为 40%、30%, 而银幕增速分别为 47%、43%; (2) 人均消费水平提高, 但电影票均价维持 35 元; (3) 国产电影质量提升及观影口味发生变化, 中小成本电影迎来发展契机。

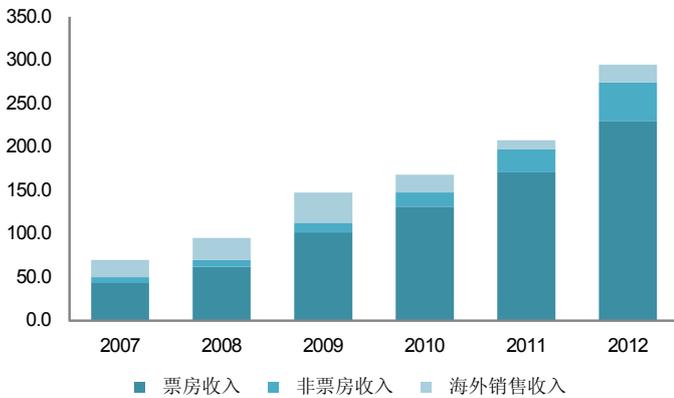
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表11: 电影收入来源及影响因素



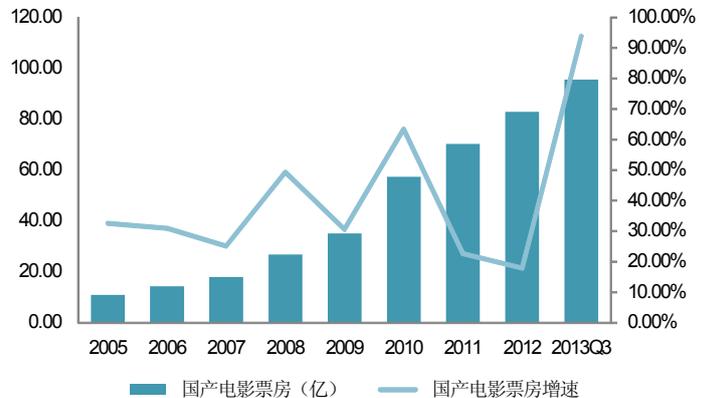
来源: 国金证券研究所

图表12: 2007-2013E 中国电影产业规模



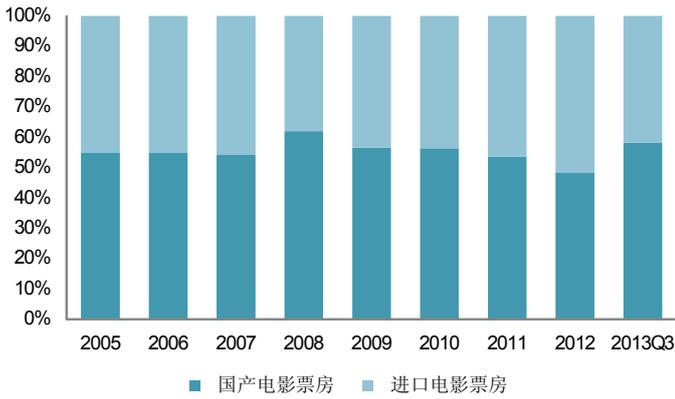
来源: 艺恩咨询, 国金证券研究所

图表13: 2005-2013Q3 国产票房及增速



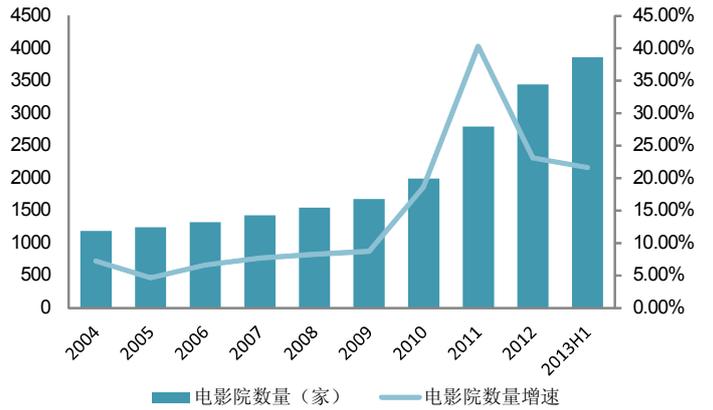
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表14: 国产电影票房及进口电影票房占比

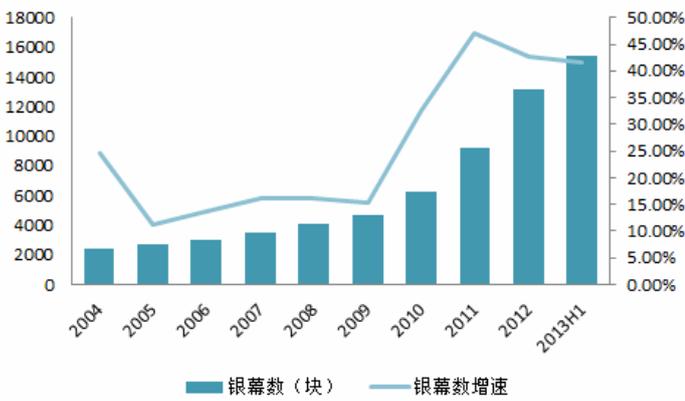


来源: 国金证券研究所

图表15: 2004-2012 年影院数量及增速

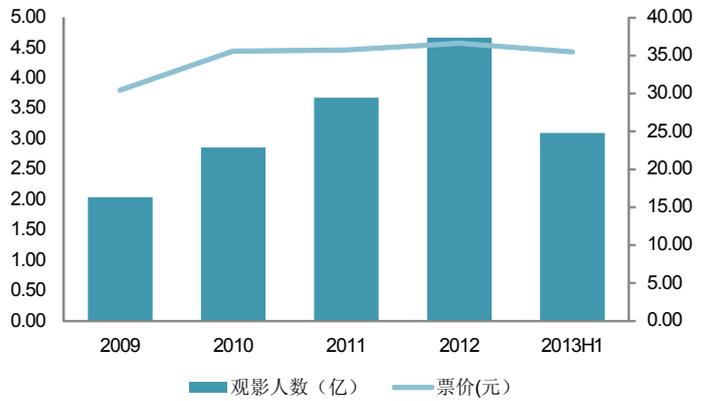


图表16: 2004-2012 年银幕数及增速

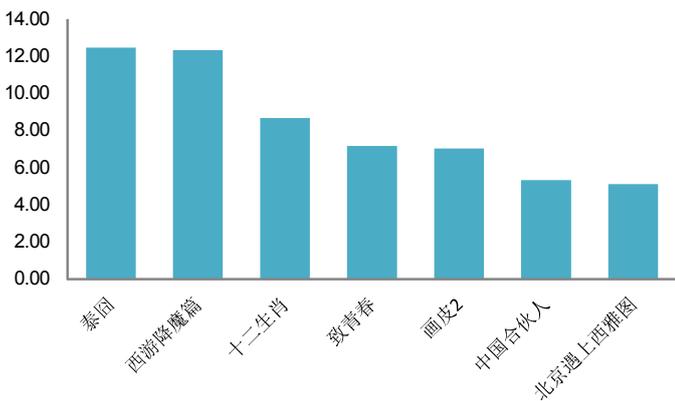


来源: 艺恩咨询, 国金证券研究所

图表17: 2009-2013H1 观影人数及票价

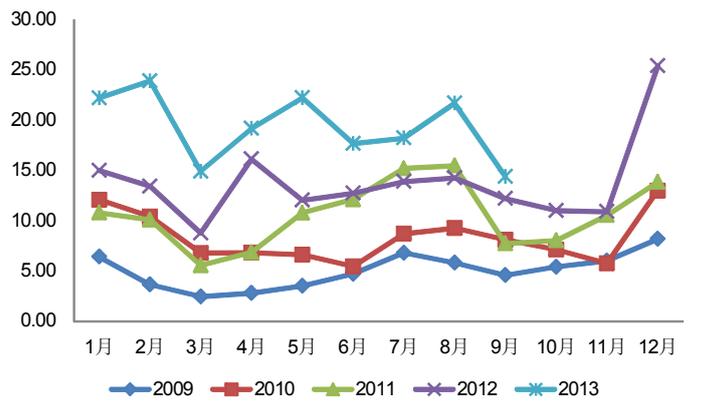


图表18: 2012-2013H1 主要国产片票房

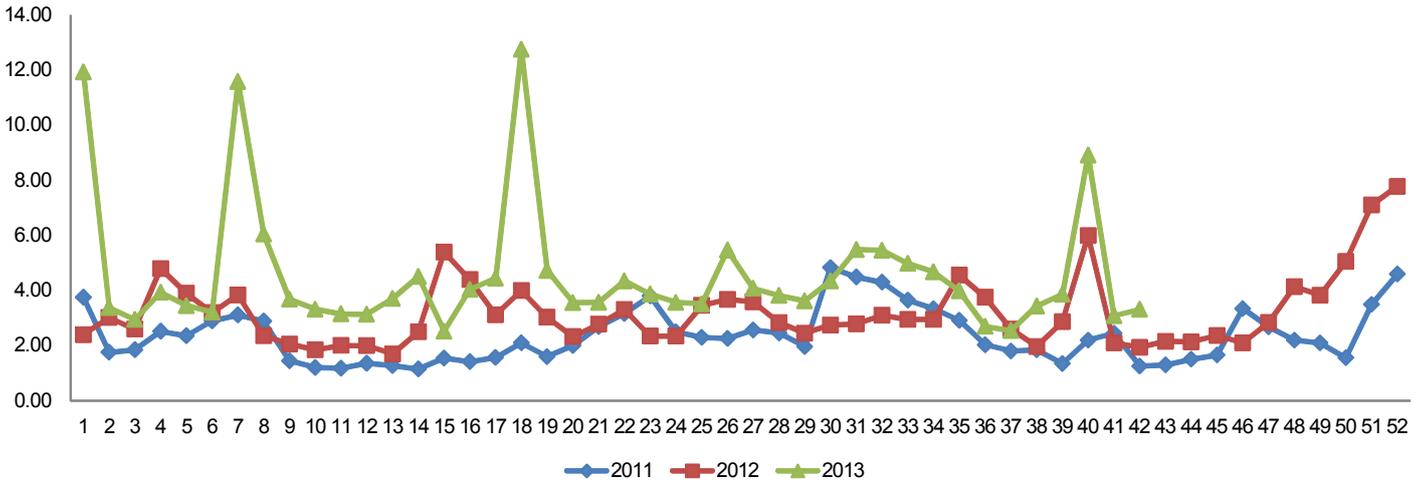


来源: 艺恩咨询, 国金证券研究所

图表19: 2009-2013 电影月度票房收入 (亿)

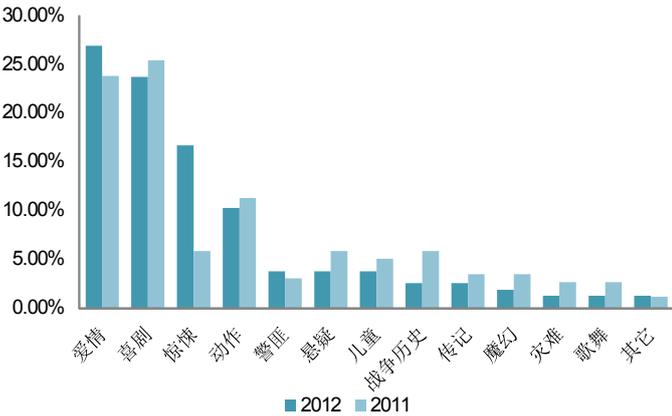


图表20: 2011-2013 年电影周度票房收入 (亿)



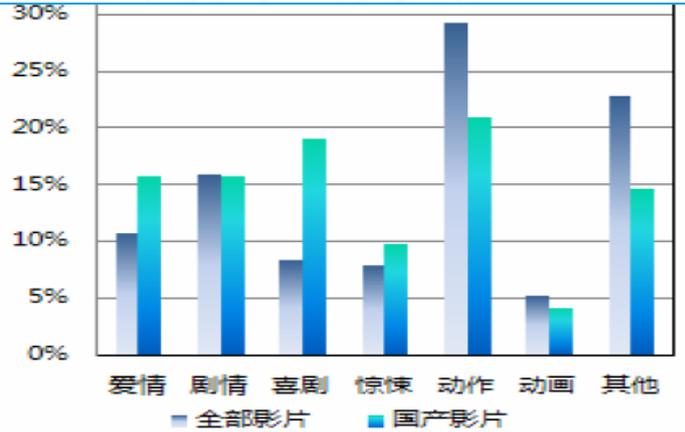
来源: 艺恩咨询, 国金证券研究所

图表21: 国产类型片分析



来源: 艺恩咨询, 国金证券研究所

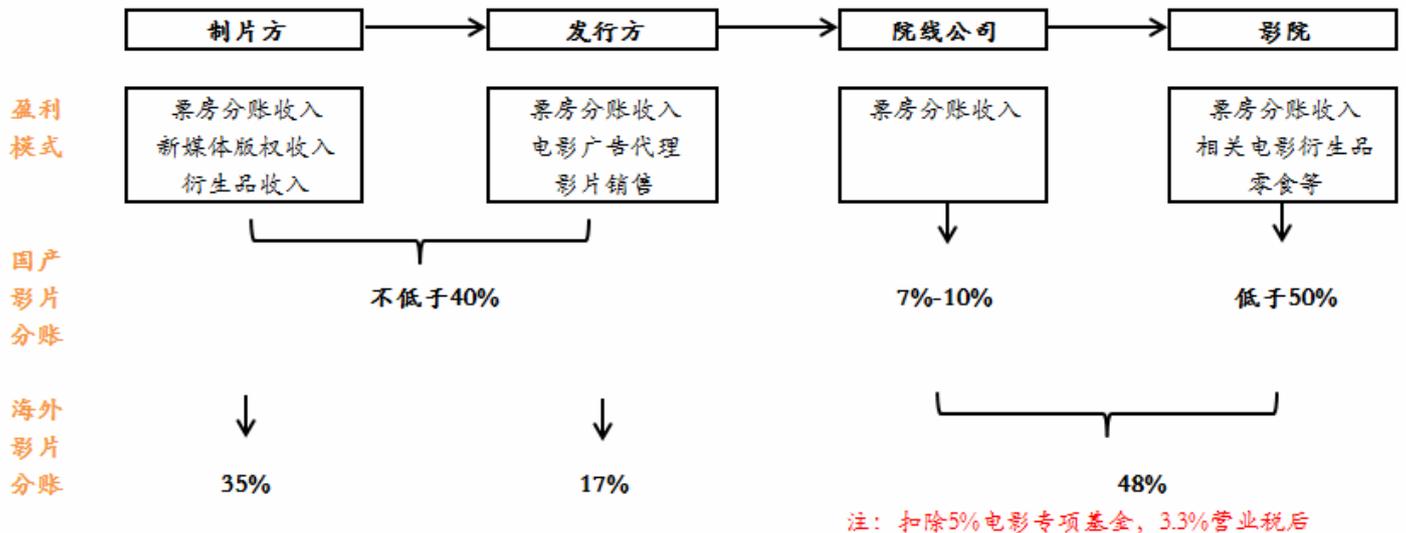
图表22: 按类型分票房占比



- 电影产业链主要包括制片方、发行方、院线和影院；制片方为电影生产者，发行方为影片代理商，院线和影院是电影放映处。
 - 制片方：电影生产者，盈利模式为票房分账收入、新媒体版权收入和衍生品收入等。票房分账收入一般不低于票房的 40%（含发行方），新媒体版权收入包括电视版权、PC 版权、手机版权等，衍生品收入包括电影植入性广告、贴片广告、公关活动等；目前制片方 90% 收入仍来自票房分账。
 - 发行方：影片代理商，通过竞争从制片商手中取得电影发行权，然后分析电影题材、质量、观众喜好决定推广到影院的方式，推广工作包括与院线协商安排电影上映档期、与媒体联系安排宣传活动等。盈利模式为电影票房分账收入（和制片方共享 40%），其中国产影片有分账和买断式，进口影片只有分账式；此外，发行公司还经营电影广告代理、影片销售、电影放映设备销售等。
 - 院线：由一个发行主体和若干电影院组合形成，实行统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理的发行机制。盈利模式为票房分账，一般为 7%-10%。

- **影院：**电影最终放映处，在中国当今“院线制”下，一个影院需加盟到一家院线公司体系内，由这家院线向影院提供片源，影院向院线缴纳片租和管理费，票房分账收入一般不超过 50%。
- **票房分账包括国产电影和海外引进片，扣除 5%电影专项基金+3.3%营业税之后，国产电影制片+发行方分账不低于 40%，院线 7-10%，影院不超过 50%，海外片制作商 35%、发行商 17%、影院和院线 48%。**
- **国产电影分账：**扣除 5%电影专项基金，3.3%营业税后，原则上制片+发行方不低于 40%、院线 7-10%、影院不超过 50%，具体需要协商。
- **海外片引进：**扣除 5%电影专项基金，3.3%营业税后，海外制片商 35%、发行商 17%、影院和院线 48%。

图表23：电影制片方、发行方、院线、影院盈利模式及分账

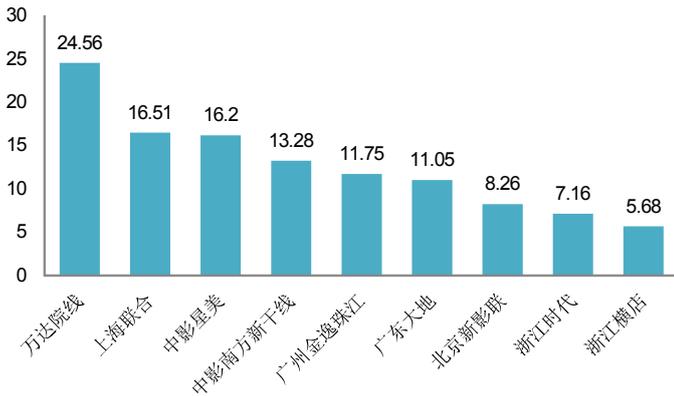


来源：国金证券研究所

- **电影产业链各方集中度较高，院线 TOP10 市场份额为 70%，发行商 TOP10 市场份额为 89%。**
- **院线 TOP10 市场份额为 70%：**2012 年我国共有 46 条院线，年度票房超过亿元的院线有 25 家，超过 10 亿元的院线有 6 条，分别是万达、上海联合、中影星美、中影南方、广州金逸、广东大地；院线集中度较高，前 10 大院线票房达到 120 亿，占比为 70.46%，与 11 年持平（70.76%）。
- **发行商 TOP10 市场份额为 89%：**2012 年我国共有 72 家公司独立或参与发行，发行市场相对集中，前十大发行商市场份额占比达 89%；华夏和中影保持绝对优势，又拥有海外影片发行权，市场份额分别为 38%、23.5%，民营发行商中华谊、光线、博纳分列 3-5 名，光线排名及市场份额持续上升，12 年占比已达 7.37%，2013Q3 进一步上升至 12%。

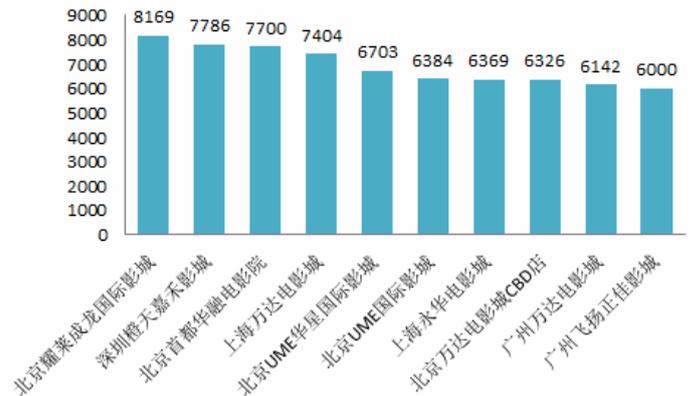
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表24: 2012年主要院线票房收入(亿元)



来源: 国金证券研究所

图表25: 2012年10强影院票房收入(万)



图表26: 电影发行市场份额

	2009	2010	2011	2012
中影	37.58%	36.10%	38.68%	38.24%
华夏	20.02%	19.98%	24.36%	23.51%
博纳	8.07%	8.62%	8.10%	10.22%
中影数字院线	6.41%	5.94%	4.32%	7.37%
华谊兄弟	3.50%	4.07%	2.11%	3.34%
上海东方	2.16%	2.81%	1.98%	2.21%
新画面	1.89%	2.71%	1.81%	1.32%
光线影业	1.85%	2.35%	1.62%	1.08%
星美传媒	1.44%	1.61%	1.52%	1.06%
美亚集团	1.40%	1.25%	1.13%	0.83%

来源: 艺恩咨询, 国金证券研究所

- 电影产业整合有三种模式: 横向产业整合、纵向产业整合和双向产业整合。双向整合的典型代表为华谊兄弟、博纳影业、中影集团等; 横向整合的企业有光线传媒、小马奔腾、乐视影业等; 纵向整合的企业有星美影业、万达影视、横店影视等。
 - 电影产业链各方市场集中度都较高, 整合均以向上下游产业链衍生为主, 主要分为横向产业整合、纵向产业整合和双向产业整合三种模式。
 - 横向产业整合: 除了从事电影制片业务外, 还进行电视剧、广告、艺人经纪等其他相近业务整合。典型公司有光线传媒、小马奔腾、乐视影业等。A股上市公司中光线传媒除电影制作外, 投资了游戏、互联网视频和影视公司, 和国内其他电影公司相比, 光线最独特的是其强大的发行系统和宣传资源。
 - 纵向产业整合: 由电影产业链的其中一个环节入手, 逐渐向上游(制片)或下游(院线、基地)拓展。典型公司有星美影业、万达影视、横店影视等。
 - 双向产业整合: 既向相邻的横向业务发展, 也向上游或下游的纵向产业拓展。典型公司有华谊兄弟、博纳影业、中影集团。A股上市公司

中华谊兄弟的业务除电影外，横向以电视剧的投资制作来平衡电影风险，纵向加强影院建设来提高收益。

图表27：制片企业分类及典型公司

发展模式	方式	代表公司	公司概况
横向整合企业	除从事电影制作外，还进行电视剧、广告、艺人经纪等相近业务整合。	光线传媒	2011年在A股创业板上市，主营业务收入有影视剧、栏目制作与广告、演艺活动，和其它影视公司相比，光线拥有强大的发行系统和宣传资源。
		小马奔腾	公司主营业务收入包括广告、电视剧和电影，2012年又收购了好莱坞顶尖特效公司数字王国，将发挥其在内容为王影视剧市场优势。
		乐视影业	2012年乐视影业领衔出品《八星报喜》、《高举爱》等作品，并参与投资制作《敢死队2》，其2013年重点在于建立基于互联网平台的电影市场系统。
纵向产业整合	从产业链其中之一环节入手，逐渐向上游（制片）或下游（影院、基地）拓展。	星美影业	2012年拥有影院188家，银幕数1043块，其中3D银幕676块，实现票房16.2亿元，拥有强大院线，同时向上游拓展，2012年领衔出品《血滴子》、《王的盛宴》等7部影片。
		万达影视	2012年万达拥有影院115家，银幕数1000块，其中3D银幕750块，实现票房25亿，作为院线龙头，开始想上游影片制作拓展，2012年领衔出品《Hold住爱》，参与制作《听风者》和《边境风云》。
		横店影视	以横店影视基地为依托，主营业务集中于产业链投资、发行和放映环节，同时开始向上游制片拓展，2012年参与制作《搞定岳父大人》，联合发行《新妈妈再爱我一次》。
双向产业整合	既向相邻的横向业务发展，也向上游或下游的纵向产业拓展。	华谊兄弟	2009年9月在A股创业板上市，主营业务除电影、电视剧、艺人经纪，还包含电影院。
		博纳影业	2010年12月在美国上市，主营业务包含影视制作、电影发行、影院投资、院线管理、广告营销、艺人经纪等业务板块的集团化公司。
		中影集团	成立于1999年，形成了影视创作生产、发行放映、境内外合拍片管理、院线管理等多业务模式。

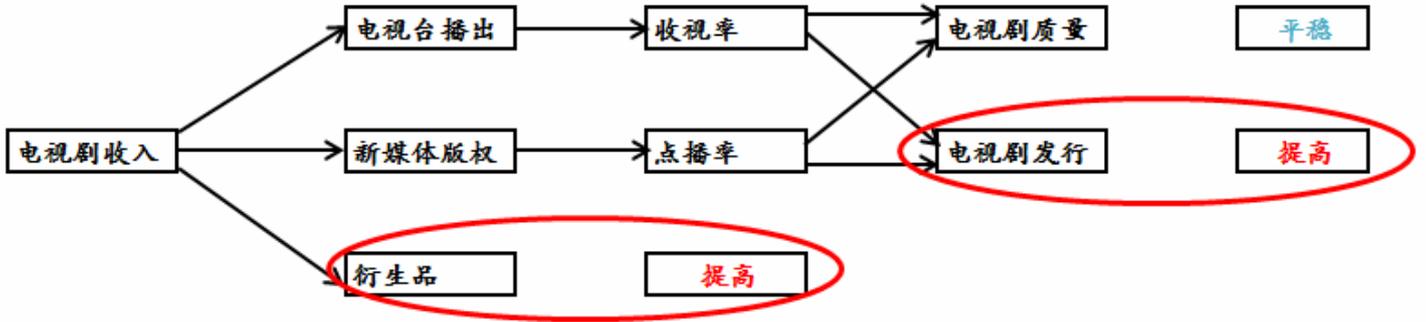
来源：互联网，国金证券研究所

电视剧：产能过剩，制片企业整合，精品剧仍有提价空间

- 电视剧交易额由电视台广告收入决定，受到新媒体挤压，电视台广告收入增速放缓，预计将导致电视剧交易额增速变慢，只有真正的精品剧才有议价空间；各大卫视黄金档剧集容量一般在 7000-8000 集，相较于每年 1.4 万集的产量产能明显过剩，TOP10 电视剧制作机构集中度不足 20%，未来制片企业可能存在整合。
- 电视剧收入主要来自电视台、新媒体及衍生品，近年来由于网络版权的快速提升使得收入占比提高，但电视台仍是主要贡献者。
- 电视台收入主要来自广告，受到新媒体挤压，广告收入增速趋缓，一直徘徊在 5%-15%之间；2010 年之前电视剧交易额也徘徊在 5%-10% 之间，2011-2012 两年增幅较为明显，主要因为制作成本攀升提高总价，其次精品剧增多拉高售价，对于未来，我们认为由于广告增速的疲软将导致电视剧交易额增速变慢，只有真正的精品剧才有议价空间。

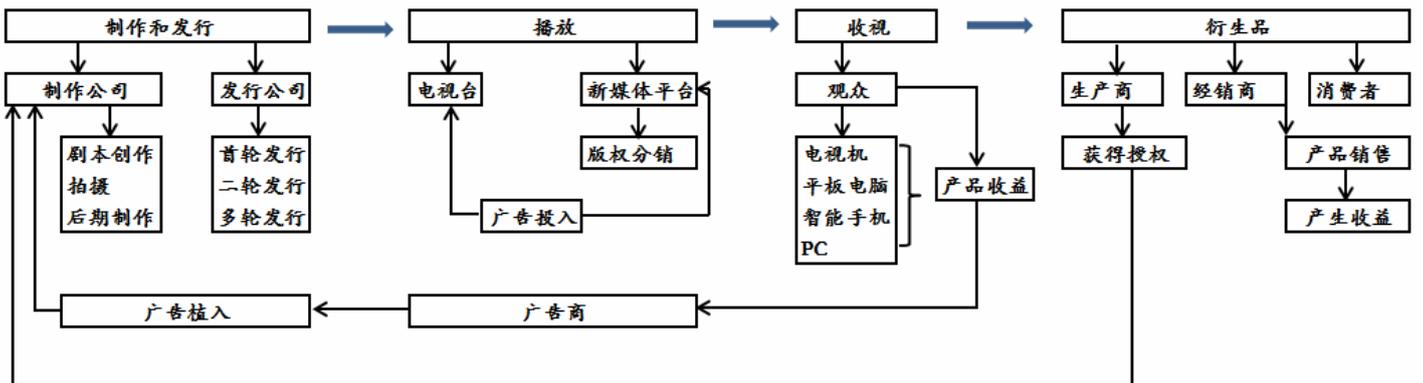
- 我国有 2000 多家广播电视台，具有较强购买力有 10 家左右卫视和中央电视台，而一般电视剧只有进入卫视的黄金档才能保证盈利，各卫视的黄金档容量一般在 7000-8000 集之间，但每年我国获得许可证的电视剧集高达 1.4 万集，相当于有一半过剩产能。
- 持有 2013 年《广播电视节目许可证》的机构有 6157 家，但电视制作机构 TOP10 榜单频繁易主，TOP10 集中度份额不到市场总份额的 20%，较为分散，未来制片企业存在整合的可能。

图表28：电视剧收入来源分析



来源：国金证券研究所

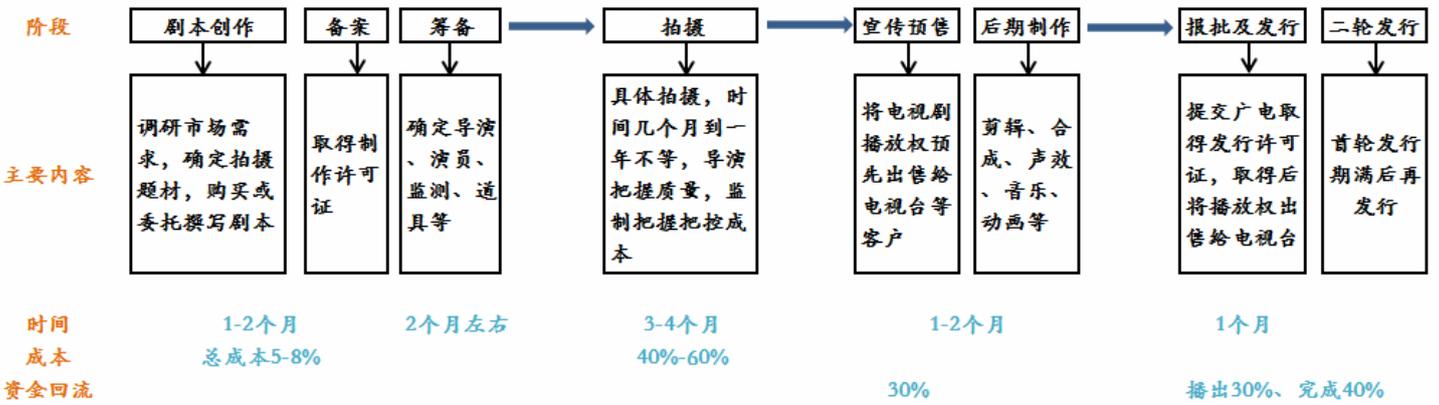
图表29：电视剧行业产业链



来源：艺恩咨询，国金证券研究所

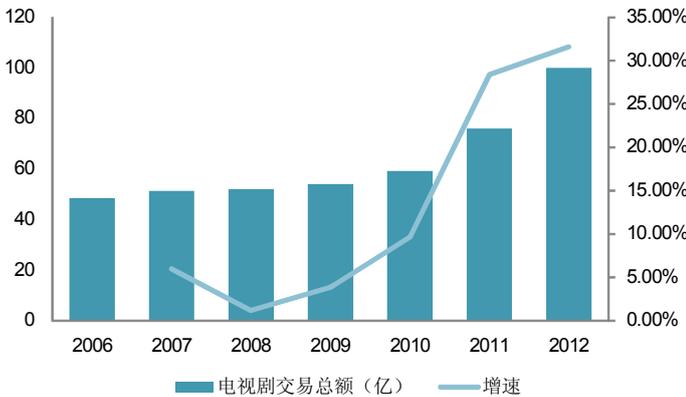
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表30: 电视剧制作过程及时间、成本情况



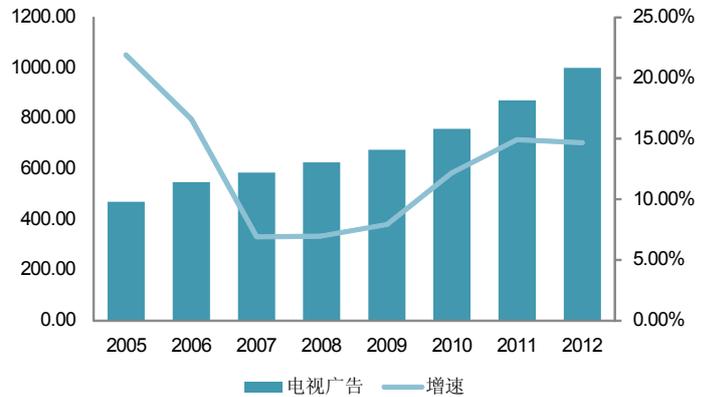
来源: 国金证券研究所

图表31: 电视剧交易总额及增速

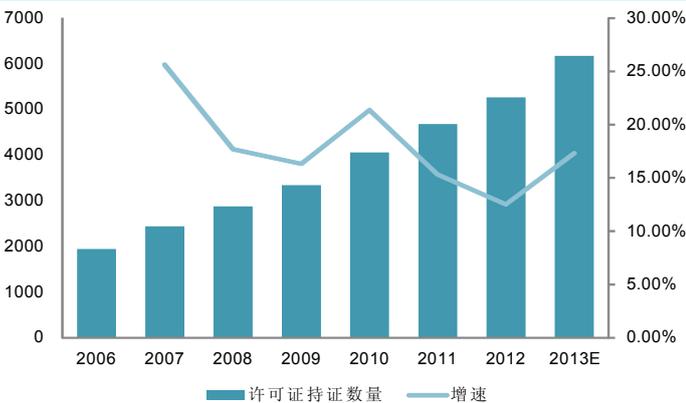


来源: 艺恩咨询, 国金证券研究所

图表32: 电视广告收入及增速 (亿)

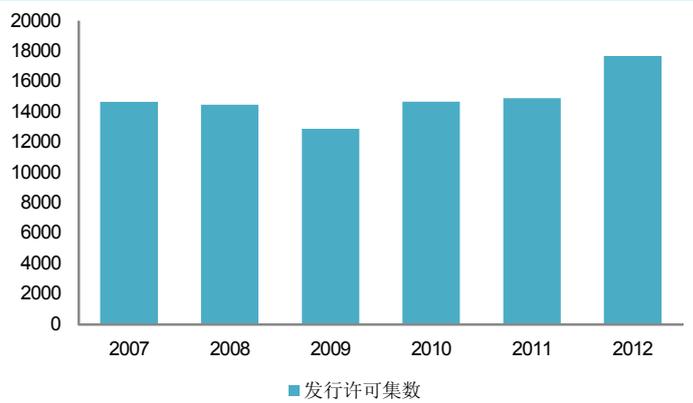


图表33: 2006-2013E 广播电视经营许可证数量变化



来源: 艺恩咨询, 国金证券研究所

图表34: 2007-2012 年电视剧发行许可集数



图表35: 制作公司发行集数 TOP10 市场份额

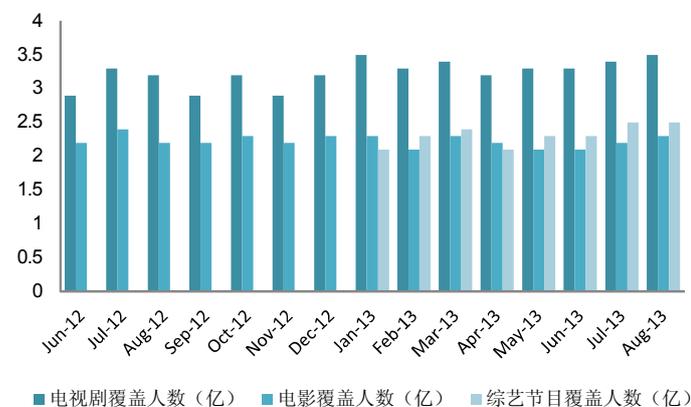
2012		2011		2010	
公司名称	市场份额	公司名称	市场份额	公司名称	市场份额
广东广视传媒有限公司	2.70%	上海新文化传媒集团股份有限公司	1.81%	广东电视台电视剧制作中心	3.07%
上海新文化传媒集团股份有限公司	2.28%	天津电视艺术发展有限公司	1.59%	珠江电影制片有限公司	2.52%
湖南广播电视台	2.12%	湖南广播电视台	1.57%	杭州嘉艺影视传媒有限公司	1.58%
珠江电影集团有限公司	2.08%	海润影视集团	1.36%	辽宁广播电视台	1.51%
广东南方电视台	1.83%	辽宁广播电视台	1.20%	中国国际电视总公司	1.48%
浙江长城影视股份有限公司	1.63%	北京华录百纳影视股份有限公司	1.09%	广东南方电视台	1.47%
浙江华策影视股份有限公司	1.50%	中国国际电视总公司	1.09%	安徽电视台	1.41%
北京东方飞云国际影视公司	1.33%	电广传媒文化发展有限公司	1.09%	云南电视台	1.34%
河北电影电视剧制作中心	1.24%	东阳拉风影视文化有限公司	1.09%	浙江影视有限公司	1.32%
上海尚世影业有限公司	1.14%	东阳千乘影视有限公司	1.08%	江苏省广播电视总台	1.17%

来源: 艺恩咨询, 国金证券研究所

综艺节目: 新媒体渠道展开对优质综艺节目争夺战

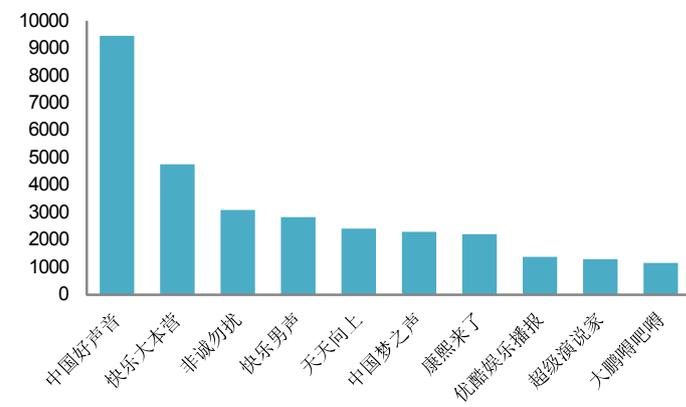
■ 电视剧、电影和综艺节目的网络点击率排名前三, 2013年9月覆盖人数分别为 3.4、2.1、2.2 亿, 自 2 月开始综艺节目月度覆盖人数已超越电影跃居第二位; 过去几年, 网络视频厂商为争夺用户加大电视剧版权采购一度使得网络版权价格飙升, 以《甄嬛传》和《新编辑部的故事》为例, 单集售价高达 26 万/集、120 万/集, 而在 2006 年, 《武林外传》的单集售价仅 0.12 万/集; 随着《中国好声音》、《爸爸去哪儿》等综艺节目的脱颖而出, 未来新媒体渠道也有望展开对优质综艺节目争夺战。

图表36: 电视剧、电影、综艺节目月度覆盖人数



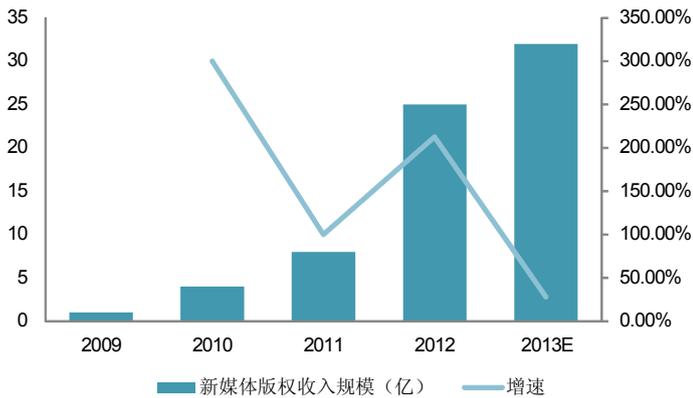
来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表37: 2013年8月新媒体视频覆盖人数 TOP10 综艺



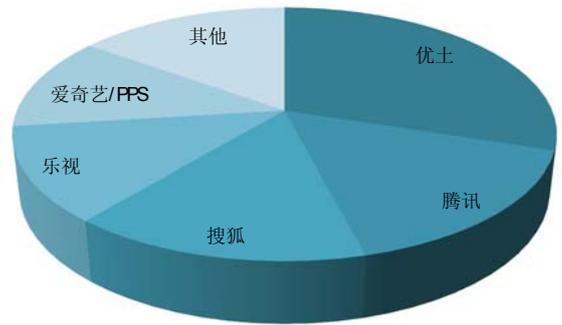
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表38: 2009-2013E 新媒体版权收入规模及增速



来源: 艺恩咨询, 国金证券研究所

图表39: 影视剧版权新媒体购买方份额



图表40: 2006-2013 年热播影视剧网络版权价格

年份	电视剧名称	网络版权价格 (万/集)	网络版权价格 (万/部)
2006	武林外传	0.12	10
2008	士兵突击	0.8	24
2009	我的团长我的团	2	80
2010	旗袍	8	320
2010	红楼梦	20	1000
2010	三国	15	1425
2010	西游记	28	1680
2011	还珠格格	31	3000
2011	倾世皇妃	40	1600
2012	甄嬛传	26	2000
2013	新编辑部的故事	120	5000

来源: 互联网, 国金证券研究所

盈利预测及投资建议

盈利预测

- 我们预计 2013-2015 年公司营业收入分别为 10.50、14.96、18.96 亿, 同比增速分别为 1.56%、42.51%、26.73%; 净利润分别为 3.83、5.12、6.46 亿, 同比增长 23.39%、33.75%、26.19%, EPS 分别为 0.76、1.01、1.28 元。

- 影视剧: (1) 2011-2012 年电影收入分别为 2.34 亿、5.89 亿, 电影票房分账收入约占电影收入的 85%, 即分别为 1.96、4.92 亿, 而 2011-2012 年公司发行/投资电影总票房分别为 5.6 亿、16.1 亿, 电影分账收入占总票房的比例分别为 34%、31%; (2) 13Q1-Q3 单季影视剧收入分别为 1.5 亿、2.15 亿、0.96 亿, Q1《泰囧》《厨子戏子痞子》贡献 3.3 (2.5+0.8) 亿票房, 但《泰囧》投资比例高达 90%, Q2《厨子戏子痞子》《致青春》《中国合伙人》《不二神探》贡献 16.4 亿 (1.9+7.1+5.3+2.1) 票房, 《致青春》投资比例仅 20%, 《中国合伙人》仅发行, 《厨子戏子痞子》和《不二神探》预计略高, Q3《不

二神探》《赛尔号 3》贡献 1 亿票房，Q4 有 5 部电影，除《怒放》外，其余均参与投资，且《四大名捕 2》为独资，档期也较为不错，超越《《四大名捕 1》票房并无悬念，但考虑到后期有华谊的《私人定制》等影片，想要复制《泰囧》票房神话较为困难，预计整体票房贡献在 4-5 亿，电影分账收入预计 1.2-1.5 亿左右（30% 占比），衍生品收入 2000 万，再加上 Q4 有《剩女的代价 2》和《杀狼花》2 部电视剧播出，预计整体影视剧收入在 2.5 亿左右；（3）2014 年公司计划发行 15 部，票房 40 亿（2013Q3 共 22 亿），目前已确定 12 部，《港囧》、《分手大师》、《我的情敌是超人》、《盗墓笔记》、《诛仙》等电影值得期待，完成 35-40 亿票房并非困难，但电影收入占票房比例较 12 年相比预计将出现下滑（除非主投片大幅超预期），假设在 20%-25% 之间，电影收入预计 7-10 亿，考虑到 2014 年有多部电视剧上映，且大部分均在卫视播出，电视剧业务有望爆发，因此保守预计 2014 年影视剧收入在 10-12 亿之间。

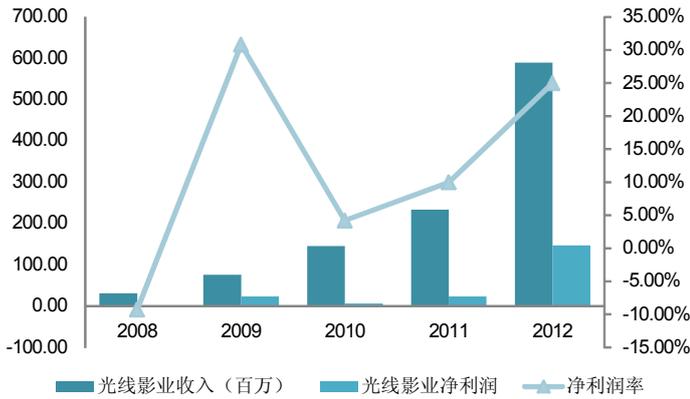
- **栏目制作与广告：**（1）因部分与央视合作栏目自 Q2 开始陆续上映，对广告收入贡献较小，但 Q3 已看到母公司收入和净利润转暖迹象，随着央视广告的陆续招标，14 年栏目制作与广告收入将有所改善，预计 13-15 年广告收入增速分别为 -15%、30%、20%。
- **投资收益：**12 年 10 月投资金华长风 32% 股权，13 年 11 月投资新丽传媒 27.64% 股权，13Q3 金华长风对投资收益的贡献为 -296 万，预计未来几年对公司贡献依旧较小，新丽传媒 14 年净利润预计为 1.5 亿，投资收益增加 4000 万。
- **毛利率：**因《泰囧》的热卖导致 13Q1 毛利率高达 63%，Q3 已回落至 55%，若非主投片的电影超预期，很难再现 Q1 的高毛利率，预计 14-15 年毛利率均为 50%（注：因电影收入、毛利率与档期、投资比例、观众偏好有直接关系，目前仅知道电影上映数量，对电影收入的预测及毛利率应根据实际情况再进行调整）。
- **净利润：**由此预计光线 13-15 年净利润分别为 3.83、5.12、6.46 亿，同比增长 23.39%、33.75%、26.19%，EPS 分别为 0.76、1.01、1.28 元（因电影和广告业务弹性均较大，需根据实际情况作调节）。

图表41: 2011Q4-2013Q3 影视剧收入、电影投资比例及票房收入

时间	影视剧收入 (百万)	电影	投资比例	票房 (万)	时间	影视剧收入	电影	投资比例	票房
2011Q4	164.42	画壁	不详	14000	2013Q1	149.56	泰囧	90%	25000
		梦游 (3D)	不详	1051			午夜火车	独资	653
		鸿门宴	无	15175			厨子戏子痞子	不详	7839
		极速天使	不详	1000			总计		33492
总计				31226	2013Q2	215.18	厨子戏子痞子	不详	19086
2012Q3	121.37	四大名捕	独资	19610			致青春	20%	70860
		神探亨特张	不详	770			中国合伙人	无	53402
		乐翻天	无	400			光辉岁月	无	366
		伤心童话	独资	1020			不二神探	不详	20699
		铜雀台		3160	总计		164413		
总计				24960	2013Q3	95.57	不二神探	不详	7514
2012Q4	436.84	铜雀台	不详	6675			赛尔号3		3214
		大海啸之鲨口逃生	不详	15870	总计		10728		
		人再囧途之泰囧	90%	100000	2013Q4		怒放	无	
总计				秦时明月			不详		
				巴啦啦小魔仙			不详		
				四大名捕			独资		
				中国好声音			不详		
				122545					

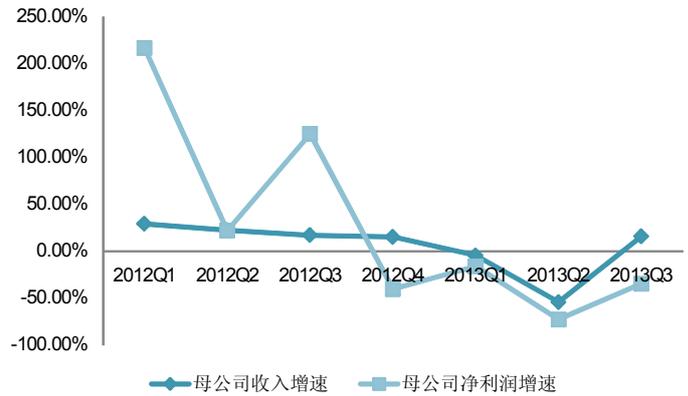
来源：国金证券研究所

图表42: 光线影业收入及净利润



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表43: 母公司收入及净利润增速



图表44: 2008-2012 年母公司及光线影业营业收入及净利润

	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入 (百万)	264.30	385.22	479.60	697.93	1033.86
母公司	190.34	286.33	293.57	372.02	446.84
光线影业	31.11	75.62	145.16	233.85	589.38
东阳东方传奇			1.07	40.34	10.11
其它	42.86	23.26	39.80	51.71	-12.48
净利润	12.88	62.71	112.82	175.80	310.22
母公司	2.35	279.36	93.62	123.94	177.28
光线影业	-2.89	23.29	6.06	23.31	147.08
东阳东方传奇			0.19	19.61	3.43
东方传奇国际传媒					30.66

来源: 公司公告, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表45: 2008-2015E 收入及毛利预测明细 (百万)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	264.30	385.22	479.60	697.93	1033.86	1050.00	1496.38	1896.29
栏目制作与广告	182.27	230.62	273.37	345.61	338.99	288.14	374.58	449.49
演艺活动	22.78	63.97	51.86	73.79	49.97	52.47	57.72	63.49
影视剧	59.26	90.63	154.38	278.53	644.90	709.39	1064.08	1383.31
毛利率								
栏目制作与广告	32.95%	46.28%	51.42%	52.71%	42.52%	38.00%	40.00%	40.00%
演艺活动	38.14%	45.36%	54.42%	47.12%	46.82%	45.00%	45.00%	45.00%
影视剧	5.15%	8.97%	13.03%	24.61%	43.94%	55.00%	50.00%	50.00%
收入增速		45.75%	24.50%	45.52%	48.13%	1.56%	42.51%	26.73%
栏目制作与广告		26.53%	18.54%	26.42%	-1.92%	-15.00%	30.00%	20.00%
演艺活动		180.86%	-18.93%	42.29%	-32.27%	5.00%	10.00%	10.00%
影视剧		52.94%	70.34%	80.42%	131.53%	10.00%	50.00%	30.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

投资建议

- 综合考虑行业成长空间及公司优势, 首次给予“买入评级”: (1) 我国电影行业处在上升通道, 未来3年票房复合增速仍有望维持30%; 电影衍生品、植入性广告收入占比较低, 未来几年将出现快速增长; 公司拥有较强的宣传和发行优势, 电影发行数量尚未达到瓶颈, 对电影的投资比例还在持续提升, 在行业高成长的过程中, 《泰囧》式黑马影片可能再度出现, 带来收入、毛利双提升。(2) 电视剧行业虽面临产能过剩, 但公司此项业务基数一直较低, 通过收购欢瑞世纪、新丽传媒部分股权, 开始和两家精品剧公司展开业务合作, 合作电视剧大部分在卫视播出, 对业绩的贡献值得期待。(3) 栏目制作是公司传统业务, 采取加大栏目数量、提升质量、加强与卫视合作多项措施提升业绩, 加之新媒体渠道对热门综艺节目的争夺, 有望出现优秀节目成为公司业绩和股价新催化剂。

图表46: A股影视剧公司主要估值表

	股票代码	股票名称	股价	股本	市值	EPS			PE		
						2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
影视剧	300027.SZ	华谊兄弟	27.30	604.80	107.47	0.52	0.62	0.73	52.86	43.73	37.59
	300133.SZ	华策影视	30.60	384.06	77.62	0.55	0.81	1.04	55.84	37.91	29.29
	600088.SH	中视传媒	19.53	331.42	40.14	0.37	0.46	0.54	52.22	42.73	35.97
	300291.SZ	华录百纳	39.94	60.00	38.70	1.16	1.52	1.96	34.32	26.36	20.37
	300336.SZ	新文化	50.06	96.00	26.42	1.26	1.61	2.02	39.68	31.07	24.72
平均值								49.90	33.44	26.77	
	300251.SZ	光线传媒	42.77	96.00	26.42	0.76	1.01	1.28	56.28	42.35	33.41

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	480	698	1,034	1,050	1,496	1,896	货币资金	40	1,083	652	1,368	1,514	1,853
增长率		45.5%	48.1%	1.6%	42.5%	26.7%	应收款项	135	280	634	360	512	649
主营业务成本	-291	-412	-583	-527	-789	-996	存货	18	127	132	101	151	191
%销售收入	60.6%	59.1%	56.4%	50.2%	52.7%	52.5%	其他流动资产	133	303	432	397	593	749
毛利	189	285	451	523	708	900	流动资产	326	1,794	1,850	2,226	2,771	3,443
%销售收入	39.4%	40.9%	43.6%	49.8%	47.3%	47.5%	%总资产	80.0%	96.0%	86.7%	89.2%	91.1%	92.6%
营业税金及附加	-19	-26	-21	-10	-15	-19	长期投资	0	0	153	154	153	153
%销售收入	3.9%	3.8%	2.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	20	0	0	19	14	8
营业费用	-12	-13	-17	-17	-24	-30	%总资产	4.8%	0.0%	0.0%	0.7%	0.4%	0.2%
%销售收入	2.6%	1.9%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	无形资产	51	63	69	96	104	111
管理费用	-32	-36	-50	-50	-72	-91	非流动资产	81	75	284	271	272	273
%销售收入	6.8%	5.2%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	%总资产	20.0%	4.0%	13.3%	10.8%	8.9%	7.4%
息税前利润 (EBIT)	125	210	363	446	597	760	资产总计	408	1,868	2,135	2,496	3,044	3,717
%销售收入	26.2%	30.1%	35.1%	42.4%	39.9%	40.1%	短期借款	104	0	0	0	0	0
财务费用	-4	7	20	16	5	5	应付款项	44	82	107	70	104	132
%销售收入	0.8%	-1.0%	-1.9%	-1.5%	-0.3%	-0.3%	其他流动负债	14	21	60	96	123	148
资产减值损失	-2	-6	-13	10	-5	-5	流动负债	161	103	167	166	228	280
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	12	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	-6	30	35	其他长期负债	2	2	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	n.a	4.7%	4.3%	负债	176	105	168	166	228	281
营业利润	119	211	370	465	627	795	普通股股东权益	232	1,788	1,989	2,341	2,821	3,436
营业利润率	24.8%	30.2%	35.8%	44.3%	41.9%	41.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	16	4	21	13	13	13	负债股东权益合计	408	1,893	2,157	2,506	3,049	3,717
税前利润	135	215	391	478	640	808	比率分析						
利润率	28.1%	30.8%	37.8%	45.6%	42.8%	42.6%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-22	-39	-82	-96	-128	-162	每股指标						
所得税率	16.4%	18.2%	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	1.373	1.604	1.281	0.756	1.011	1.276
净利润	113	176	309	383	512	646	每股净资产	2.820	16.316	8.248	9.707	11.700	14.250
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.427	-1.710	-0.451	2.878	0.605	1.383
归属于母公司的净利润	113	176	309	383	512	646	每股股利	0.000	1.000	0.400	0.130	0.130	0.130
净利率	23.5%	25.2%	29.9%	36.5%	34.2%	34.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	48.67%	9.83%	15.53%	16.35%	18.15%	18.80%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	27.69%	9.29%	14.32%	15.27%	16.79%	17.38%
净利润	113	176	310	383	512	646	投入资本收益率	30.15%	9.61%	14.41%	15.23%	16.93%	17.68%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	9	13	22	-3	14	16	主营业务收入增长率	24.50%	45.52%	48.13%	1.56%	42.51%	26.73%
非经营收益	3	5	-3	5	-43	-48	EBIT增长率	50.26%	67.39%	72.77%	22.81%	34.01%	27.23%
营运资金变动	-90	-381	-438	309	-337	-281	净利润增长率	92.23%	55.82%	75.74%	23.90%	33.75%	26.19%
经营活动现金净流	35	-187	-109	694	146	333	总资产增长率	17.68%	364.56%	13.93%	16.93%	21.94%	22.10%
资本开支	-13	-28	-12	30	2	1	资产管理能力						
投资	-51	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	98.6	104.8	157.2	120.0	120.0	120.0
其他	11	0	0	-6	30	35	存货周转天数	26.7	64.3	81.2	70.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	-53	-28	-12	23	32	36	应付账款周转天数	14.4	24.6	44.9	40.0	40.0	40.0
股权募资	0	1,381	0	0	0	0	固定资产周转天数	12.0	#DIV/0!	#DIV/0!	6.1	3.1	1.3
债权募资	66	-116	0	-1	0	1	偿债能力						
其他	-54	-5	-110	0	-31	-31	净负债/股东权益	32.79%	-60.56%	-32.77%	-58.44%	-53.68%	-53.91%
筹资活动现金净流	12	1,259	-110	0	-31	-30	EBIT利息保障倍数	31.6	-30.2	-18.2	-28.0	-123.6	-157.5
现金净流量	-6	1,043	-230	716	146	339	资产负债率	43.11%	5.54%	7.79%	6.60%	7.47%	7.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	9	11	12	28
增持	0	5	7	7	13
中性	0	4	5	5	6
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.68	1.71	1.71	1.64

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net