

## 资源整合与管理优势支撑跨越式发展

公司动态

### ◆公司简介:

长城影视原有主业为电视剧投资、制作与发行,借壳上市完成后已并购4家广告公司,实现“内容+广告”的纵向产业延伸;将继续由“内生+外延”驱动,打造“全内容全产业链”,实现产业综合化、盈利规模化发展。

### ◆行业分析: 电视剧落后产能退出, 影视植入兴起

(1)“一剧两星”执行,购剧预算充分的一线卫视议价能力提升,优质剧首播平台集中趋势强化。(2)中等以下品质电视剧经济效益走低,已经持续两年的电视剧落后产能退出仍将持续。(3)国内影视植入市场蓬勃发展,当前规模15-20亿,仍有数倍增长空间。

### ◆公司分析: 资源整合与管理优势支撑跨越式发展

(1)管理层战略清晰,资源整合与内部管理优势突出。公司实际控制人赵锐勇为国家一级编剧,总经理赵非凡从业十年;已经与十余名优秀编剧、导演、演员以“长期合作、股权、签约”相结合的模式稳定合作,并有长城集团等资源优势支持;影视剧工业化运作、精细化管理流程成熟。

(2)高效利用资本平台跨越式发展。公司登陆资本市场一年内已公告4个并购项目,并非公开增发引入浙江天堂硅谷、江苏大型传媒集团尤其是江苏广电作为战略投资者,实现对4个并购标的公司管理层股权激励。

(3)公司全流程市场导向和全流程整合控制的项目管理体系成熟,电视剧适销对路,利润率较高;精品剧与广告协同效应将释放;电影业务三年培育计划已经明晰。

### ◆有别于市场的看法:

看好公司在资源整合与内部管理优势突出的基础上,高效利用资本市场平台跨越式发展的能力。非公开增发具备中长期战略价值。

### ◆投资建议:

预测公司2014-2016年净利润分别为2.06亿元、2.44亿元、2.78亿元,2014-2016年EPS分别为0.39元、0.46元、0.53元。若考虑非公开股本摊薄,则2015-2016年EPS分别为0.42、0.48元。公司当前股价对应2015年PE为45倍(以未考虑摊薄EPS测算),维持“增持”评级。

◆风险提示:电视剧价格下行,电影新业务培育风险,外延扩张不达预期。

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	414.52	417.39	576.76	769.11	877.30
营业收入增长率	-9.42%	0.69%	38.18%	33.35%	14.07%
净利润(百万元)	(54.87)	6.40	206.39	244.27	277.97
净利润增长率	-451.07%	-111.67%	3123.80%	18.36%	13.80%
EPS(元)	(0.10)	0.01	0.39	0.46	0.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	-18.29%	2.04%	14.58%	14.81%	14.51%
P/E	(201)	1,720	53	45	40

### 增持(维持)

当前价/目标价: 20.96/25.00元

目标期限: 6个月

### 分析师

王铮(执业证书编号: S0930514070006)

021-22169115

[zhengwang@ebscn.com](mailto:zhengwang@ebscn.com)

### 市场数据

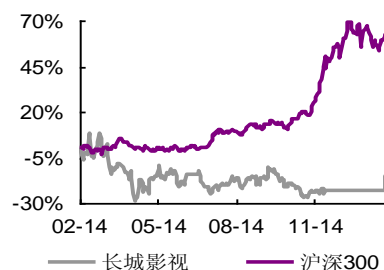
总股本(亿股): 5.25

总市值(亿元): 112.76

一年最低/最高(元): 17.49/27.89

近3月换手率: 14.08%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.31	-24.69	-83.12
绝对	7.15	8.10	-17.85

### 相关研报

编剧与精细化运营具优势,拓展多屏内容产品线

..... 2014-07-29

## 目 录

1、 综合产业布局成型，打造“全内容全产业链” .....	3
1.1、 公司“内容+广告+影视基地”产业链布局已形成 .....	3
1.2、 业务模式走向综合化，打造“全内容、全产业链” .....	4
2、 行业：电视剧落后产能退出，影视植入兴起 .....	4
2.1、 “一剧两星”执行，优质剧首播平台集中趋势强化 .....	4
2.2、 电视剧行业落后产能退出仍将持续 .....	6
2.3、 国内影视植入市场蓬勃发展，仍有数倍空间 .....	7
3、 公司：资源整合与管理优势支撑跨越式发展 .....	9
3.1、 管理层战略清晰，资源整合与内部管理优势突出 .....	9
3.2、 高效利用资本平台跨越式发展，且实现多方共赢 .....	10
3.3、 工业化运作出品电视剧适销对路，利润率较高 .....	11
3.4、 精品剧与广告协同效应将释放，电影培育计划明朗 .....	12
4、 投资建议 .....	13
4.1、 盈利预测 .....	13
4.2、 估值与投资建议 .....	14
5、 风险分析 .....	14

# 1、综合产业布局成型，打造“全内容全产业链”

## 1.1、公司“内容+广告+影视基地”产业链布局已形成

长城影视主营电视剧投资、制作与发行业务，并涉猎纪录片制作与发行，以及广告等电视剧衍生业务；且拥有全资子公司新长城影业培育电影业务，以及控股子公司长城新媒体培育网络剧等新媒体业务。公司原有业务结构以电视剧为主。

表 1：长城影视收入结构概况

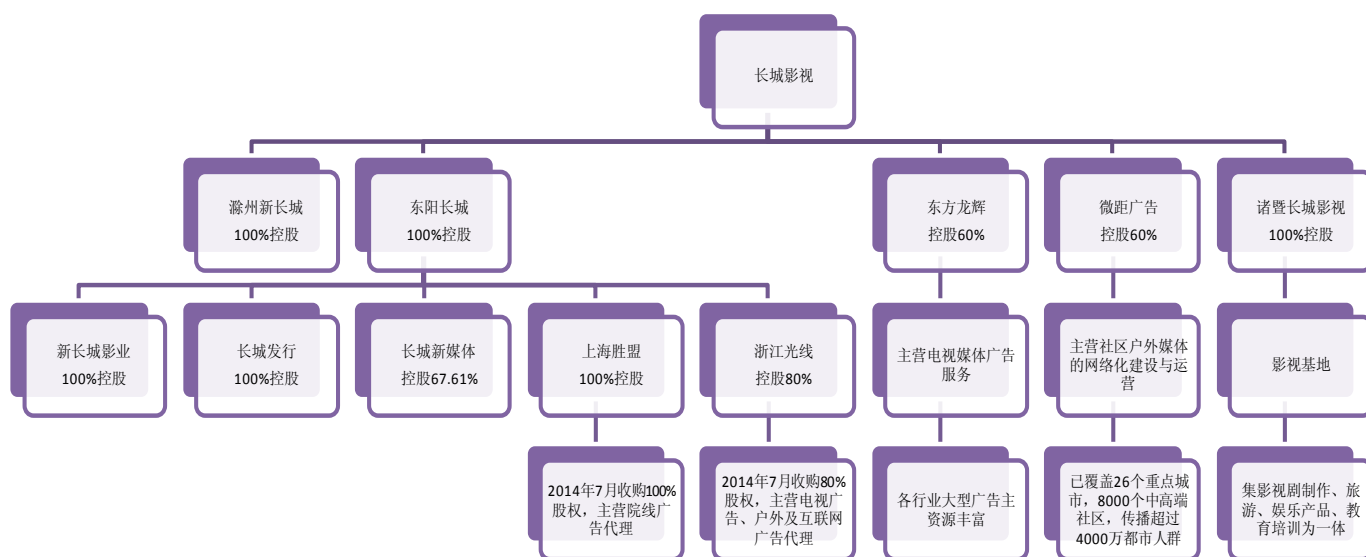
项目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1-6 月	
	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)
电视剧	36,784.76	99.24	43,336.12	99.1	42,734.89	97.3	12,177.09	99.93
纪录片	130.62	0.35	188.11	0.43	80.73	0.18	4.320754	0.04
广告及其他	150.2	0.41	204.58	0.47	1105.28	2.52	4.716981	0.04
合计	37,065.58	100	43,728.81	100	43,920.90	100	12,186.13	100

资料来源：公司公告

公司在聚焦精品电视剧的基础上，正在积极推进“全内容、全产业链”战略，尤其是产业链延伸，从内容提供为主向“内容+广告”的纵向结构布局进程较快。公司在 2014 年 6 月正式完成借壳上市后，于 7 月份收购了上海胜盟和浙江光线 2 家从事广告代理业务的公司，开始切入影院广告和传统电视广告。

2015 年 2 月 16 日，公司公告拟通过支付现金的形式购买西藏山南东方龙辉文化公司 60% 股权、诸暨长城国际影视创意园公司 100% 股权、上海微距广告公司 60% 股权。东方龙辉主营电视媒体广告服务；微距广告主营社区户外媒体的网络化建设与运营；诸暨长城影视拟建设为集影视剧制作、旅游、娱乐产品、教育培训为一体的影视基地。本次重大资产购买将公司业务进一步延伸至电视媒体广告服务、社区媒体广告运营、影视基地娱乐开发的综合布局。

图 1：长城影视旗下子公司及相应的产业布局



资料来源：光大证券研究所整理

## 1.2、业务模式走向综合化，打造“全内容、全产业链”

长城影视借壳上市承诺 2014-2016 年净利润分别不低于 20721.32 万元、23561.56 万元、26102.69 万元；2014 年 7 月公告收购的上海胜盟承诺 2014-2016 年净利润分别不低于 1400 万元、1700 万元、2100 万元，浙江光线承诺 2014-2016 年净利润分别不低于 2000 万元、2600 万元、3200 万元。2015 年 2 月拟购买的东方龙辉 2015-2017 年承诺净利润分别不低于 5200 万元、6240 万元、7488 万元；微距广告 2015-2017 年承诺净利润分别不低于 2700 万元、3240 万元、3888 万元。

预计自 2015 年开始，长城影视旗下子公司广告运营的盈利规模合计超过 1.2 亿元，业绩贡献在净利润中占比将大幅提升。公司业务结构从原有的影视内容为主走向综合化。

表 2：重大资产购买 3 家公司交易概况

交易标的	拟交易价格(万元)	业绩承诺(万元)			2015 年 PE
		2015	2016	2017	
东方龙辉 60%股权	34320	5200	6240	7488	6.6
微距广告 60%股权	16200	2700	3240	3888	6
诸暨长城影视 100%股权	33500				

资料来源：公司公告

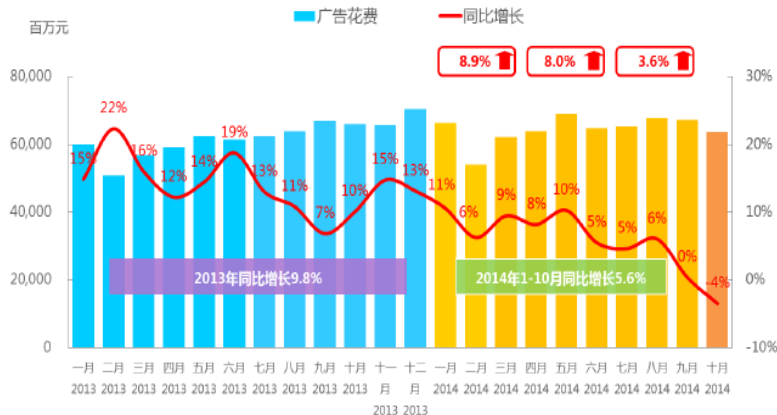
公司致力成为“全内容”、“全产业链”的综合型影视传媒集团；未来公司将持续利用资本市场平台优势，发挥长城集团品牌效应调度传媒资源，通过“内生+外延”驱动，丰富内容产品线及延伸产业布局，实现产业综合化、盈利规模化发展。

## 2、行业：电视剧落后产能退出，影视植入兴起

### 2.1、“一剧两星”执行，优质剧首播平台集中趋势强化

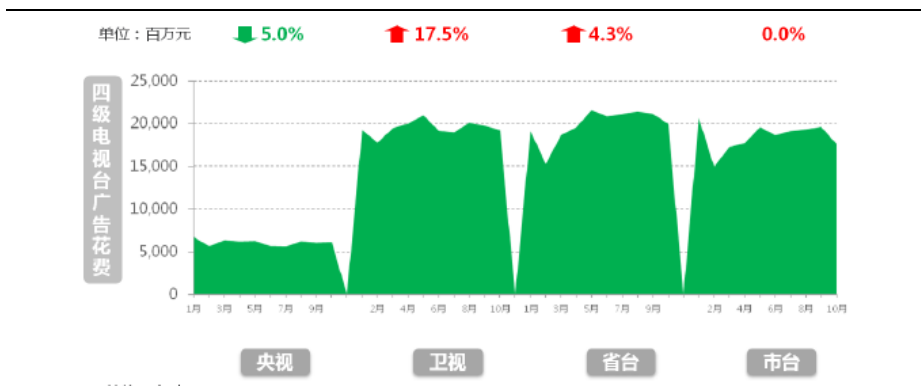
电视媒体的广告投放已趋于平稳，2013 年电视广告投放增速 10%左右，2014 年 1-10 月在 6%左右；其中卫视广告投放仍保持 20%左右的整体增速，一二线卫视收入增速领先。由于综艺节目表现突出，广告投放偏向综艺节目的结构性调整的趋势强化。整体而言，电视台的电视剧购买力保持平稳。

图 2：2013-2014 年电视广告花费趋势



资料来源：尼尔森网联

图 3：2014 年 1-10 月中国四级电视集团广告刊例花费趋势

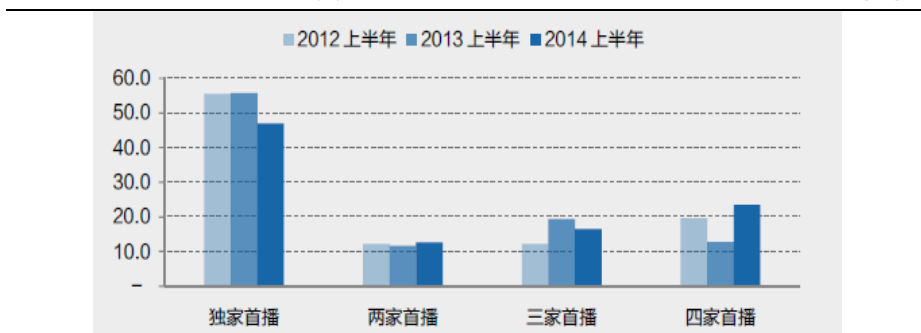


资料来源：尼尔森网联

“一剧两星”政策 2015 年将执行，具体内容为：同一部电视剧每晚黄金时段联播的综合频道不得超过两家，同一部电视剧在卫视综合频道每晚黄金时段播出不得超过二集。我们判断“一剧两星”对电视剧价格的影响为：优质剧的价格仍具备平稳增长的潜力，品质中等以下的电视剧价格下降压力加大，且优质剧播出平台向一线卫视集中的趋势将强化。分析如下：

(1)2012-2014 上半年，省卫视晚间黄金档首播剧中，独播与两家首播数量占比在 65%左右，三家与四家首播占比 35%左右。”一剧两星”对占比约 35%通过 3-4 家首播实现高价发行的电视剧影响更大。独播与两家首播的平台多为购买力最强的一线卫视，如湖南卫视、江苏卫视、浙江卫视等。

图 4：2012-2014 上半年，省卫视 19:30-21:30 新剧播出模式占比(%)



资料来源：csm

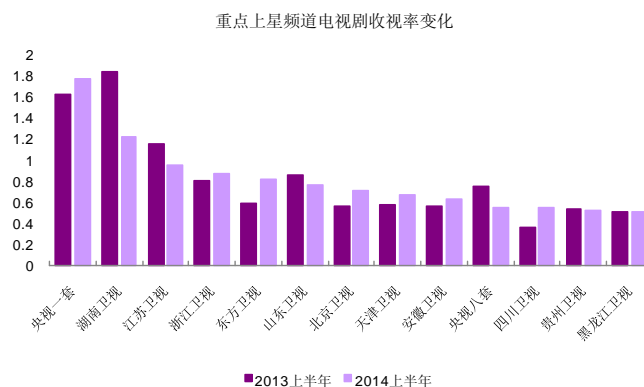
(2)重点上星频道电视剧收视率整体平稳上升，但平均收视率在 0.8% 以上的电视台仅有 5 家；高收视率的优秀电视剧始终供不应求。

过去三年，收视率过 1%的优质首播剧，采用独家或 2 家首播的占比在 30-50%之间；即一半及以上的优质剧通过 3-4 家首播实现了高价发行。

(3)在收视竞争中，电视台持续追逐高收视率优质剧；历史上参加 3 家或 4 家首播剧购买的电视台，购优质剧成本上升压力较大，购剧预算充分的一线卫视在采购中的议价能力提升。预计优质剧首播平台向一线卫视集中的趋势将强化，优质剧首播价格仍具备平稳增长的潜力。

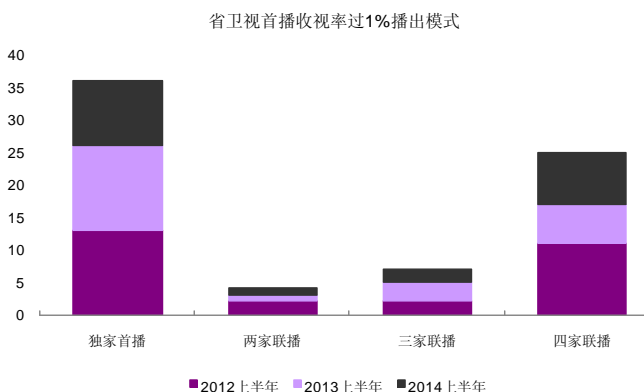
2014 年上半年在省卫视晚间黄金时段所播电视剧中，40%为首播，60%为二轮剧。预计在“一剧两星”执行后，卫视播出二轮剧占比将进一步提升，支撑优质剧的长尾价格空间。品质中等以下的电视剧价格下降压力加大。

图 5：重点上星频道电视剧收视率变化趋势(csm80 城统计)



资料来源：csm

图 6：省卫视不同播出模式中平均收视率超过1%首播剧数量(部)



资料来源：csm

## 2.2、电视剧行业落后产能退出仍将持续

在下游电视台广告收入增速整体趋缓，“一剧两星”提升强势播出平台议价能力，中等以下品质电视剧经济效益走低的趋势中，我们判断已经持续两年的电视剧落后产能退出仍将持续。

近几年电视台每年播出新电视剧数量在 350-400 部之间。2014 上半年 19:30-21:00 时段，34 个省卫视频道共播出 261 部、12000 多集电视剧，有 27 个省卫视播出新剧共约 103 部，约占总数的 40%。2014 年全年省卫视首播新剧在 200 部左右；在央视、地面频道等市场年首播新剧容量在 150-200 部之间。多数首播剧制作时间为 2 年内。

2014 年国内取得发行许可证电视剧 429 部；近两年国内电视剧产能有所下降，年度供给数量与电视台总容量整体匹配；但是在电视台实现播出电视剧有一半以上主要发行于地面台市场，未进入上星频道。因此国内电视剧整体发行率较高；但仅在地面台等频道实现发行的电视剧经济效益偏低。

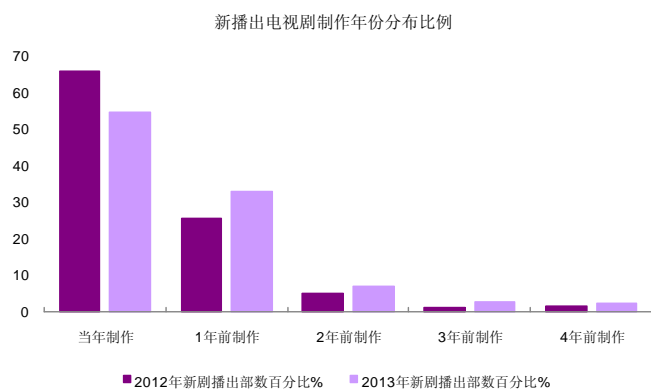
“一剧两星”提升强势播出平台议价能力，中等以下品质电视剧经济效益进一步面临压力，且行业内大量“作坊式”低产机构占比仍然较高；我们判断由于行业景气度持续平淡，落后产能退出仍将持续。

图 7：2009 年以来每年首播电视剧部数趋势(部)



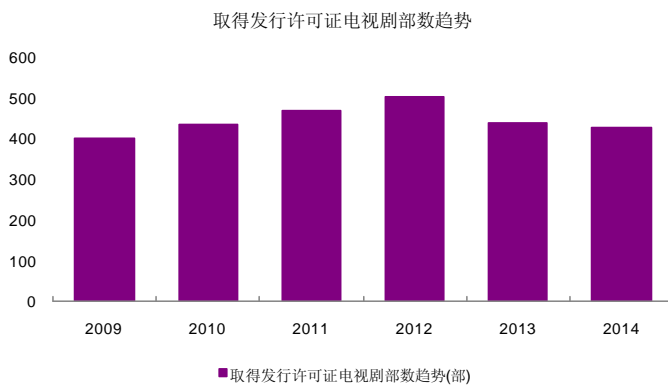
资料来源：CSM，广电总局

图 8：首播电视剧制作年份分布比例(%)



资料来源：CSM，广电总局

图 9：各年取得发行许可证电视剧部数趋势



资料来源：广电总局

表 3：获得发行许可证机构情况统计

	2009	2010	2011	2012	2013
有 1 部剧通过审批的申报机构比例	70.5	57.5	75.7	73.7	75.4
有 2 部剧通过审批的申报机构比例	15.2	24.9	17.1	15.3	13
有 3 部剧通过审批的申报机构比例	5.7	7.3	2.7	4.6	5.8
有 4 部剧通过审批的申报机构比例	3.7	4.7	2.7	1.5	2.7
有 5 部剧通过审批的申报机构比例	1.2	2.6	1.2	2.5	1.4
有 6 部剧通过审批的申报机构比例	2.5	1.3	-	1.2	0.7
有 7 部剧通过审批的申报机构比例	0.8	1.3	0.6	0.3	0
有 9 部剧通过审批的申报机构比例	0	0.4	-	0	0.3
有 10 部剧通过审批的申报机构比例	0.4	0	-	0.9	0.7

资料来源：广电总局

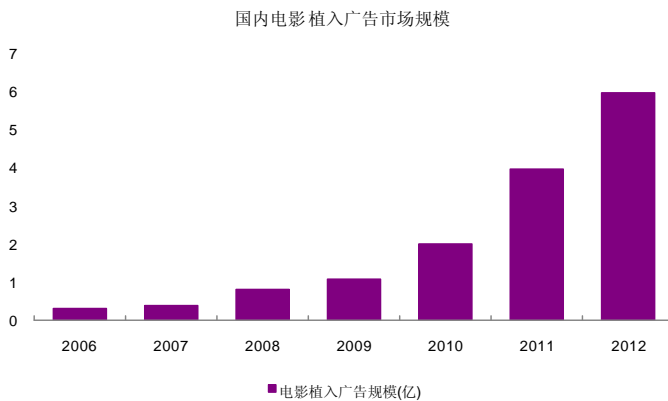
### 2.3、国内影视植入市场蓬勃发展，仍有数倍空间

国内影视植入市场正处于蓬勃发展中，根据艺恩咨询统计，2013 年国内电影与电视剧植入广告市场在 15 亿元左右。

影视植入市场的繁荣体现在：1.品牌数量和投放次数快速增长，投放品牌数量从2009-2010 年均 50 多家企业增长至2012-2013 年均 100 多家企业，且多个企业每年投放多部作品。2.单次投入价格不断增长；2009-2010 年单

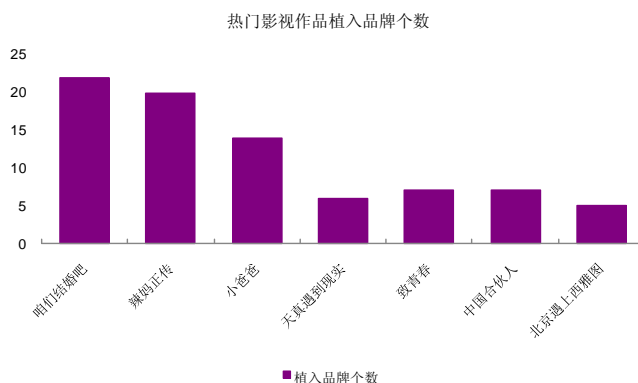
次投入金额在 50-100 万，2011-2012 年单次投入达 300-400 万；热门作品单次植入报价飙升至 800-1000 万级别。3.单部影视剧植入品牌数量增加，《咱们结婚吧》植入品牌 22 个。

图 10：国内电影植入广告市场规模趋势



资料来源：艺恩咨询

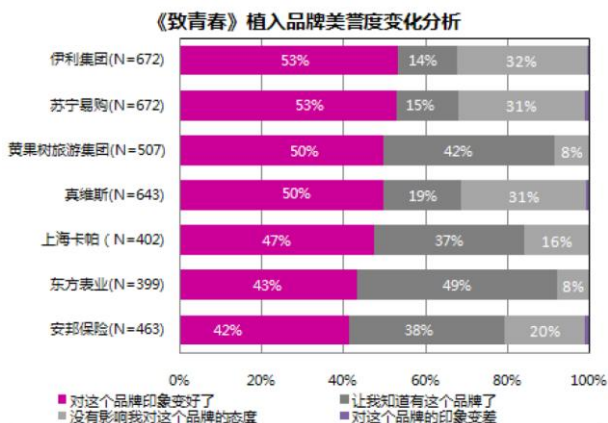
图 11：2013 年热门影视作品植入品牌个数



资料来源：艺恩咨询

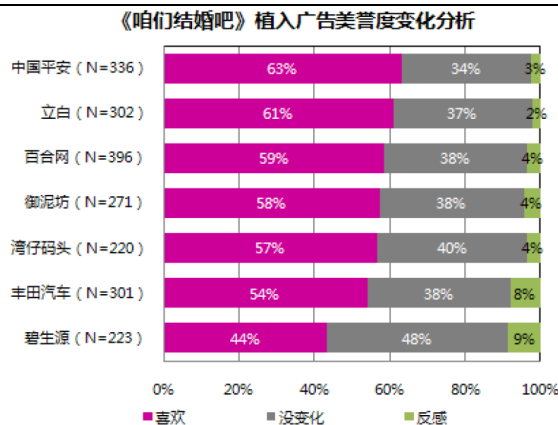
由于影视植入广告可采用道具植入、场景植入、音效植入、片名植入、剧情植入、台词植入、人物身份植入、主题曲植入等多元方式，且与内容结合度高、娱乐性强，对于品牌美誉度提升有独特优势。

图 12：《致青春》植入品牌美誉度变化分析



资料来源：艺恩咨询

图 13：《咱们结婚吧》植入广告美誉度变化分析

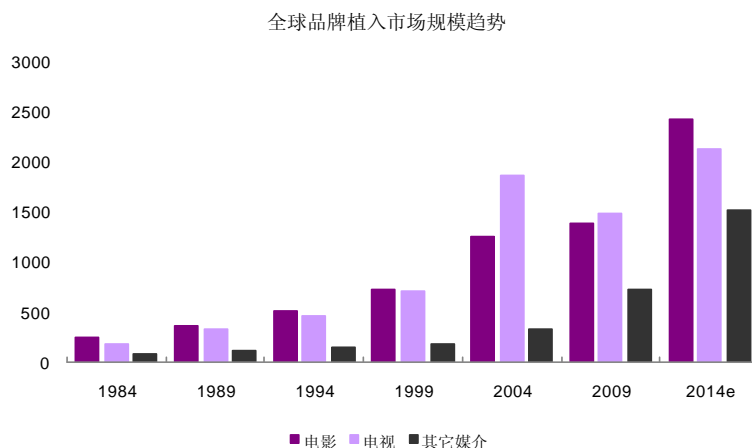


资料来源：艺恩咨询



全球影视植入广告市场规模约 50 亿美元。国内影视植入广告在当前低基数之上，仍有数倍的增长空间。

图 14：全球品牌植入市场规模趋势(百万美元)



资料来源：艺恩咨询

### 3、公司：资源整合与管理优势支撑跨越式发展

#### 3.1、管理层战略清晰，资源整合与内部管理优势突出

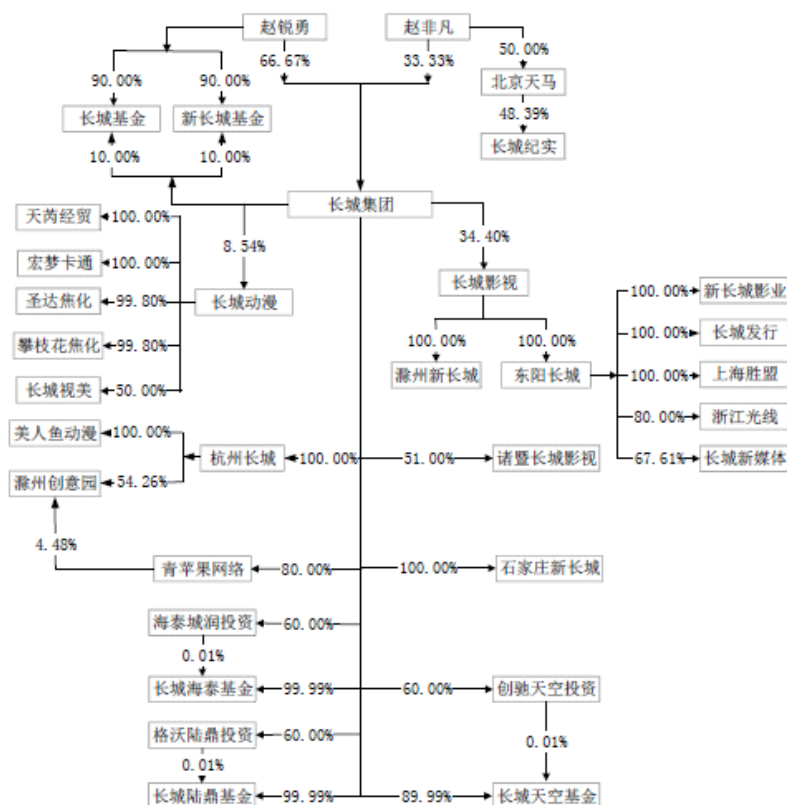
长城影视大股东长城集团实际控制人为赵锐勇、赵非凡父子。赵锐勇为国家一级作家、知名编剧，曾任诸暨电视台台长，《东海》、《少儿故事报》等主编；于 2006 年受让纵横咨询股权后开展规模化影视剧制作与运营业务。长城影视现任总经理赵非凡于 2005 年进入影视制作行业。

2008 年长城影视成立后，成为实际控制人开展影视内容制作业务运作的主体平台；公司核心管理层具有多年影视内容出品、运营经验，资源调度能力强，已经与十余名优秀编剧、导演、演员以“长期合作、股权、签约”相结合的模式形成了稳定的合作关系；且已经探索出适合影视剧出品、运营的“全流程市场导向和全流程整合控制”的项目开发、精细化管理流程。

长城影视发展战略清晰，将在编剧等资源优势突出、内容运营管理流程高效的基础上，丰富影视内容产品结构，并延伸至协同效应明显的产业链，通过主业良性循环做大规模，走向综合型传媒业态布局。

目前公司核心管理层旗下经营产业涵盖影视内容、广告经营、动漫、游戏、影视基地、网络新媒体等，控股长城影视、长城动漫两家上市公司；并形成清晰的业务格局定位：长城影视出品电视剧、电影、纪录片、综艺节目、微电影等多元内容产品，并实现纵向产业延伸，通过“影视-广告-影视基地”业务协同实现跨越发展；长城动漫培育动漫、游戏、网络新媒体业务。

图 15：长城影视实际控制人经营产业情况

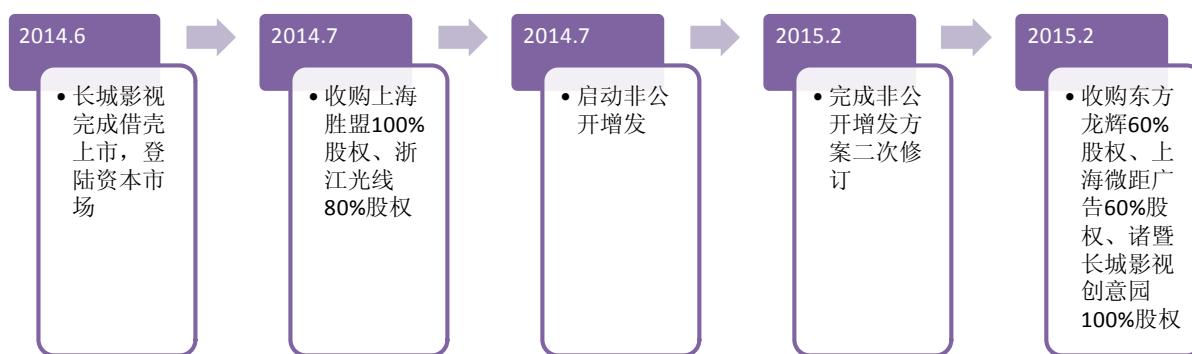


资料来源：公司公告

### 3.2、高效利用资本平台跨越式发展，且实现多方共赢

公司于 2014 年 6 月完成借壳上市，登陆资本市场之后，即利用资本市场平台启动外延扩张，已公告 4 个并购项目，并非公开增发引入战略投资者。

图 16：长城影视上市以来并购及引入战略投资者情况



资料来源：光大证券研究所整理

截至 2015 年 2 月，公司非公开增发方案已完成 2 次修订；本次非公开增发将引入 7 名特定投资者，非公开增发总额 8.75 亿元，其中 3.32 亿元为长城基金出资(合伙人为赵锐勇、赵非凡)。

本次非公开增发完成后，公司将通过股权绑定的方式实现与国内知名创业投资机构——浙江天堂硅谷资产管理集团、江苏省大型传媒集团(包括江苏省广播电视集团)的深度合作；且实现了对 2014 年 7 月以来所并购的 4 个标

的公司——上海胜盟、浙江光线、东方龙辉、上海微距广告核心管理层的股权激励。

我们认为本次非公开增发的战略价值在于：**(1)**与浙江天堂硅谷资产管理集团的合作，为公司未来并购优质标的进一步外延扩张提供了有力支持；**(2)**与江苏大型传媒集团尤其是江苏省广播电视集团的合作关系，实现了与渠道资源的深度整合；**(3)**对并购标的的管理层激励到位，有利于多方共赢。

表 4：长城影视非公开增发对象情况

认购对象	认购数量(股)	认购金额(元)	合伙人	备注	增发后持股比例
长城基金	19,232,173.00	331,947,315.00	赵锐勇、赵非凡	为长城影视实际控制人	3.34%
天堂硅谷乐通	11,587,578.00	200,001,600.00	浙江天堂硅谷资产管理集团、浙国内知名、浙江省领先的创业投资机构	浙江天堂硅谷朝阳创投	2.01%
江苏聚合投资	3,363,267.00	58,050,000.00	江苏省广播电视集团、苏宁文化具有江苏、南京大型传媒集团产业、江苏新华报业等等	背景	0.58%
美福景	7,242,178.00	125,000,000.00	李志华、李娜	为东方龙辉高管、原股东	1.26%
响道投资	2,896,872.00	50,000,013.00	沈笑丹、汪卿	为微距广告高管、原股东	0.50%
硕嘉投资	2,896,872.00	50,000,013.00	邓超、张宇鹏、丁李、夏丹	张宇鹏、丁李、夏丹为上海胜盟原股东	0.50%
聚网投资	3,476,273.00	60,000,480.00	陆腾、施友云、陆震、马维洁	为浙江光线 80% 股权出让方	0.60%
合计	50,695,213.00	874,999,421.00			8.79%

资料来源：公司公告

### 3.3、工业化运作出品电视剧适销对路，利润率较高

截至 2014 年，公司业务结构仍以电视剧为主；2011 年以来，公司电视剧产能实现规模化，近两年取得发行许可证电视剧集数市占率在 3% 左右。

表 5：2009 年以来长城影视产能情况

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
取得发行许可证电视剧部数(部)	1	4	6	6	10	8
市场份额(%)	0.25%	0.92%	1.28%	1.19%	2.27%	1.86%
取得发行许可证电视剧集数(集)	40	157	269	283	496	427
市场份额(%)	0.29%	1.07%	1.80%	1.60%	3.15%	2.67%

资料来源：公司公告

长城影视的电视剧业务具有鲜明的工业化运作特征；公司投拍的所有电视剧均为独家投资、摄制、发行。公司已经探索出全流程市场导向和全流程整合控制的影视剧出品、运营的项目开发、精细化管理流程；掌控选题策划、剧本创作、主创组建、拍摄制作和宣传发行五个环节，将电视剧制作过程将相对松散、独立的艺术创作、个体劳动组合整合成为产业化、批量化、环环相扣的流水线生产模式。

公司在全独家投资、制作的业务模式下，能够有效减少因各投资方沟通、协调所产生的成本，控制项目制作周期，并在保证各环节的品质降低制作成本；2011 年以来项目周期基本控制在 300 天以内，发行成功率 100%，毛利率整体维持在 50% 左右。

在“一剧两星”政策背景下，公司市场导向、工业化运作的出品能力有利于出品适销对路的精品剧。2015 年 2 月公司公告已与盛世骄阳签订战略合作协议，合同金额达 8400 万元；公司影视剧项目预售的力度将继续强化以保障发行效果。公司突出的成本控制能力仍将保障电视剧的利润率。

公司未来三年已储备 18 部 660 集精品电视剧项目，并有稳步扩张年均产量的计划。

图 17：长城影视全流程整合控制的流水线生产运营模式



资料来源：公司公告

### 3.4、精品剧与广告协同效应将释放，电影培育计划明朗

公司已通过外延扩张并购上海胜盟、浙江光线、东方龙辉、上海微距广告四家公司。上海胜盟和浙江光线自 2014 年 7 月起业绩纳入上市公司合并范围；两公司业绩超过对赌承诺，2014 年总计增厚 2000 万元净利润，利润占比已达 10%。预计自 2015 年开始，长城影视旗下子公司广告运营的盈利规模合计超过 1.2 亿元，业务结构走向多元化。

公司的外延发展兼顾产业链布局与业务的协同效应发挥，东方龙辉、浙江光线并购落地后，影视内容与广告的业务互补与良性循环效益将释放；将体现为业务规模的扩张与利润率良性循环。

在电视剧行业增长趋稳，下游播放平台集中度提升的背景下，东方龙辉具有综合性广告业务线、大中型广告主资源等优势，结合浙江光线的电视媒体资源分析系统，有望为公司带来与三线卫视全面开启“电视剧发行+广告运营”的深度合作空间；公司影视剧的植入广告业务也将得到快速发展。上海微距广告的业务协同也将体现在植入广告，以及影视作品的宣传发行中。

表 6：东方龙辉公司业务范围与重点客户情况

公司	业务范围	重点客户
东方龙辉	品牌管理	安徽口子酒
	广告投放策略	贵州清酒集团

广告创意	泸州老窖
广告片制作	中国绍兴黄酒集团
媒体策划	黑龙江老村长酒业
媒体谈判与购买	安徽迎驾酒业
广告效果评估	安徽奇瑞汽车
消费者调研	全友家私
媒体招标服务	汇源集团
	丰谷酒
	兰陵王酒业

资料来源：公司公告

公司计划于 2015 年 5 月至 2018 年 4 月间，投资 2.25 亿元，拍摄 5-6 部电影。

**表 7：非公开增发募投项目**

项目名称	投资总额	募集资金拟投资金额
投拍精品电视剧项目	50000 万元	50000 万元
投拍电影项目	22500 万元	22500 万元
补充流动资金	不超过 15000 万元	
合计	不超过 87500 万元	

资料来源：公司公告

电影业务将在三年内逐步培育；第一阶段公司将采取参股或控股的联合投资方式涉足制作与发行，拟作为非执行制片方投拍 1-2 部电影，每部电影参投规模在 2000-5000 万之间；待积累电影投拍制作经验后，公司将逐渐过渡到联合投资中的执行制片方模式，选择 2-3 部已成功发行的电视剧改编以供电影拍摄，投资规模在 7500 万左右，并实现项目主导；第三阶段公司拟通过与知名畅销书作者、影星合作，打造长城影视时尚系列电影计划，实现“电影、电视剧、广告”三大业务的协同发展，投资规模 10000 万左右。

**表 8：公司电影业务培育计划**

项目	第一年	第二年	第三年
计划投入金额(万元)	5000	7500	10000
投拍数量(部)	2	2	2
单部投拍计划成本(万元/部)	5000	8000	10000

资料来源：公司公告

## 4、投资建议

### 4.1、盈利预测

盈利假设：1.电视剧业务收入维持平稳增长；2.考虑到“一剧两星”政策影响，2015-2016 年电视剧业务利润率给予保守估计(2014 年电视剧业务净利率在 35%以上，2012、2013 年在 33%左右)；3.已并购 4 个标的完成业绩对赌，其中东方龙辉与上海微距广告 2015 年并表 10 个月；4.电影业务培育计划已明朗，但具体项目未公告，因此未在盈利预测中体现。

**表 9：2014-2016 年长城影视盈利预测**

	2014E	2015E	2016E
电视剧收入(万元)	51,376.10	55,486.19	58,260.50

增速(%)		8%	5%
净利率(%)	36.14%	30%	30%
净利润(万元)	18,565.69	16,645.86	17,478.15
广告业务净利润(万元)	2000	7730	10348
其中：上海胜盟业绩贡献(万元)	1000	1700	2100
浙江光线业绩贡献(万元)	1000	2080	2560
东方龙辉业绩贡献(万元)		2600	3744
上海微距广告业绩贡献(万元)		1350	1944
净利润合计(万元)	20,565.69	24,375.86	27,826.15

资料来源：光大证券研究所整理

预测公司 2014-2016 年净利润分别为 2.06 亿元、2.44 亿元、2.78 亿元，2014-2016 年 EPS 分别为 0.39 元、0.46 元、0.53 元。公司当前股本 5.25 亿，非公开增发将增加 5070 万股，若考虑股本摊薄，则 2015-2016 年 EPS 分别为 0.42、0.48 元。

## 4.2、估值与投资建议

公司当前股价对应 2015 年 PE 为 44.6 倍，在影视行业平均估值附近。当前盈利预测尚未考虑 2015 年下半年开始公司电影业务的培育情况以及未来进一步外延扩张的成长性。考虑到公司在资源优势突出、内容运营管理流程高效的基础上，丰富影视内容产品结构，并高效利用资本市场平台持续跨越发展，实现产业综合化、盈利规模化发展的中长期前景。维持“增持”评级。

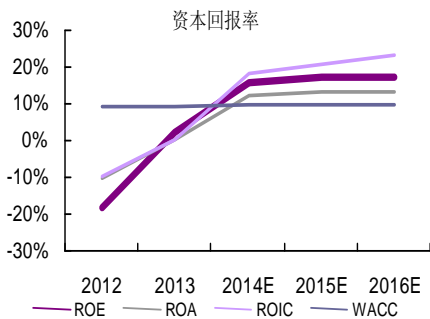
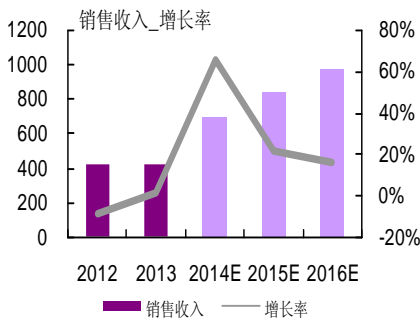
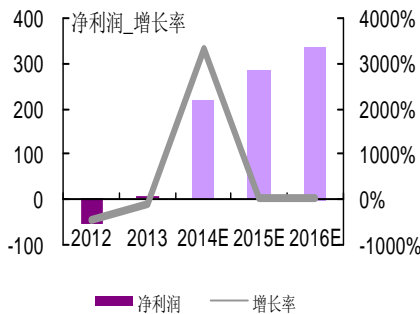
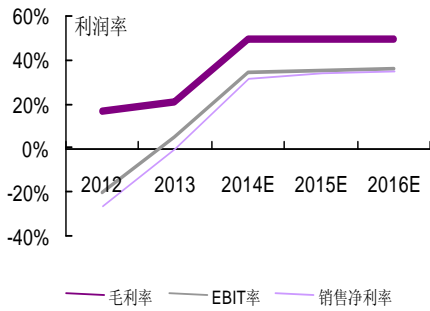
图 18：传媒行业公司盈利预测与估值

代码	公司	股价 2015/3/13	EPS			总股本	总市值	PE		
			2014E	2015E	2016E			2014E	2015E	2016E
300027	华谊兄弟	30.28	0.73	0.87	0.95	1237.64	374.76	41.5	34.8	31.9
300251	光线传媒	33.59	0.32	0.52	0.65	1012.70	340.17	105.0	64.6	51.7
300291	华录百纳	50.73	0.79	1.33	2.23	393.63	199.69	64.2	38.1	22.7
002071	长城影视	20.96	0.39	0.46	0.53	525.43	110.13	53.7	45.6	39.5
002739	万达院线	90.94	1.42	1.97	2.63	560.00	509.26	64.0	46.2	34.6
							平均PE	65.7	45.9	36.1

资料来源：光大证券研究所整理

## 5、风险分析

电视剧发行价格下行；电影新业务培育风险；外延扩张不达预期。



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	415	417	577	769	877
营业成本	343	328	271	415	483
折旧和摊销	30	38	54	60	65
营业税费	2	3	9	12	13
销售费用	11	12	29	38	44
管理费用	43	48	46	58	61
财务费用	25	25	(11)	(31)	(35)
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	5	5	5
营业利润	(106)	1	237	279	314
利润总额	(106)	2	267	317	361
少数股东损益	(53)	(7)	0	0	0
归属母公司净利润	(55)	6	206	244	278

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	1,005	1,006	1,795	2,132	2,457
流动资产	291	284	1,112	1,458	1,798
货币资金	74	77	720	902	1,158
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	80	87	190	253	289
应收票据	17	17	12	15	18
其他应收款	3	3	29	38	44
存货	110	93	81	125	145
可供出售投资	17	25	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3	3	4	4	5
固定资产	284	365	416	448	465
无形资产	69	67	64	60	57
总负债	600	594	283	385	445
无息负债	210	228	283	385	445
有息负债	390	366	0	0	0
股东权益	404	412	1,513	1,747	2,012
股本	184	184	525	525	525
公积金	92	99	673	698	725
未分配利润	23	28	213	423	661
少数股东权益	104	98	98	98	98

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	58	54	116	207	279
净利润	(55)	6	206	244	278
折旧摊销	30	38	54	60	65
净营运资金增加	(61)	(18)	174	118	57
其他	145	28	(318)	(216)	(121)
投资活动产生现金流	(129)	(50)	(14)	(46)	(46)
净资本支出	(130)	(54)	(50)	(50)	(50)
长期投资变化	3	3	(1)	(1)	(1)
其他资产变化	(2)	1	37	5	5
融资活动现金流	51	24	540	21	22
股本变化	0	0	341	0	0
债务净变化	107	(25)	(366)	0	0
无息负债变化	17	18	55	103	59
净现金流	(19)	28	642	183	256

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-9.42%	0.69%	38.18%	33.35%	14.07%
净利润增长率	-451.07%	-111.67%	3112.52%	18.77%	13.81%
EBITDA/EBITDA 增长率	-201.03%	-215.76%	350.67%	9.85%	12.20%
EBIT/EBIT 增长率	-390.38%	-128.37%	845.30%	9.75%	13.22%
<b>估值指标</b>					
PE	(203)	1738	54	46	40
PB	37	35	8	7	6
EV/EBITDA	(86)	73	39	35	31
EV/EBIT	(55)	192	49	44	38
EV/NOPLAT	(54)	(2033)	63	57	49
EV/Sales	11	11	19	14	12
EV/IC	6	6	11	10	9
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	17.33%	21.36%	53.00%	46.00%	45.00%
EBITDA 率	-12.72%	14.62%	47.68%	39.28%	38.63%
EBIT 率	-19.84%	5.59%	38.24%	31.47%	31.24%
税前净利润率	-25.55%	0.52%	46.31%	41.25%	41.15%
税后净利润率 (归属母公司)	-13.24%	1.53%	35.66%	31.76%	31.69%
ROA	-10.72%	-0.02%	11.46%	11.46%	11.31%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-18.29%	2.04%	14.54%	14.81%	14.52%
经营性 ROIC	-10.23%	-0.28%	17.64%	17.41%	18.96%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.50	0.50	4.24	4.00	4.24
速动比率	0.31	0.34	3.93	3.65	3.90
归属母公司权益/有息债务	0.77	0.86	NA	NA	NA
有形资产/有息债务	2.39	2.56	NA	NA	NA
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	(0.10)	0.01	0.39	0.46	0.53
每股红利	0.00	0.00	0.02	0.02	0.03
每股经营现金流	0.11	0.10	0.22	0.39	0.53
每股自由现金流(FCFF)	(0.05)	0.00	0.00	0.16	0.33
每股净资产	0.57	0.60	2.69	3.14	3.64
每股销售收入	0.79	0.79	1.10	1.46	1.67

资料来源：光大证券、上市公司



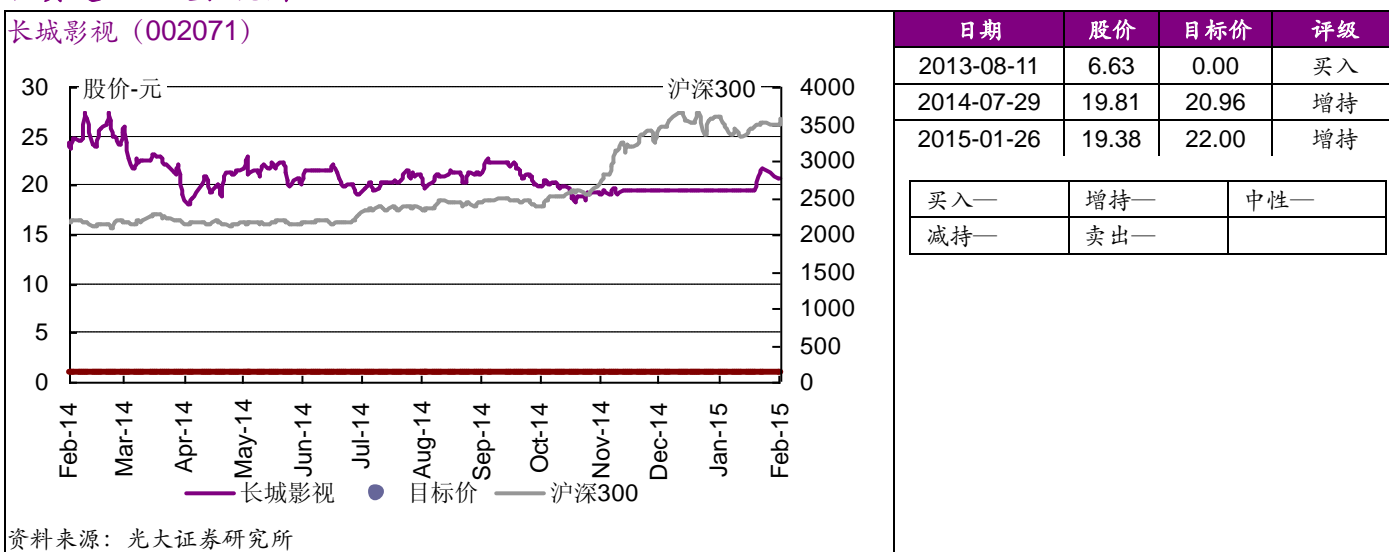
### 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 分析师介绍

王铮，武汉大学理学学士，中国科学院研究生院理学硕士。曾任国金证券研究所传媒行业分析师、中信证券研究部传媒行业高级分析师；2014年5月加盟光大证券研究所负责传媒组行业研究工作。2011年中国证券业金牛奖TMT第4名团队成员；2013年11月获得汤森路透StarMine全球卖方分析师评选可选消费行业“最佳选股奖”第2名。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
  - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
  - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
  - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
  - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
  - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
国际业务	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com