

多部大片上映在即，投资业务步入收获期

光线传媒(300251.SZ)
推荐(首次评级)

核心观点:

● 公司的增长前景判断

未来几年中国电影产业依然保持超过30%复合增长率，作为行业龙头的光线传媒将至少领先20个百分点；2015年公司票房预期50亿，优质片的投资发行分成占比提升；此外，公司参投的新丽传媒和欢瑞世纪将在一年内上市A股，投资收益可期。

● 下半年多部主投大片上映，《港囧》或造票房记录

低成本电影《左耳》票房破5亿在即，由《速度与激情》导演林诣彬监制的《横冲直撞好莱坞》6月26日上映票房有望冲10亿；而下半年徐峥的《港囧》70个笑点远超《泰囧》，加上赵薇的加盟有望创国内单品票房纪录。

● 两家参股公司年内或登陆A股，主投公司将有4家新三板挂牌

公司占比27.64%的新丽传媒年内有望获批IPO，保守预计市值将达100亿；公司持有4.8%股权的欢瑞世纪正在筹划借壳*ST星美；此外包括呱呱网在内的4家主投公司正在准备挂牌新三板；加上此前投资、目前已浮盈14亿的天神娱乐将在今年9月18日解禁，光线投资收益可观。

● 与阿里合作事项将进一步落实，想象空间巨大

阿里已为公司第二大股东，二者业务合作事宜已提上日程，接下来将进入具体落实期，按照两个公司风格，我们判断除了可以想象到的合作外，二者或衍生出更大合作。

● 行业估值的判断与评级说明

2015年为光线电影大年，我们预期2015-2017净利润分别为5.6/7.7/10.2亿，对应EPS为0.50/0.69/0.90元。

主要财务指标

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1218.07	1755.00	2460.00	3445.00
EBITDA(百万元)	466.76	758.58	1031.42	1378.95
收入增长率%	34.72%	44.08%	40.17%	40.04%
净利润(百万元)	329.33	577.61	794.64	1054.70
摊薄EPS(元)	0.29	0.51	0.70	0.93
PE	103.09	62.92	45.74	34.46
EV/EBITDA(X)	72.96	47.52	35.02	26.40
PB	10.73	9.99	8.20	6.62
ROIC	9.82%	13.86%	14.78%	15.04%
总资产周转率	0.32	0.36	0.43	0.45

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

分析师

殷睿

Tel: 0755-83214197

Mail: yinrui@chinastock.com.cn

职业证书编号: s0130514110002

特此鸣谢

郝艳辉

Tel: 010-83574080

Mail: haoyanhui@chinastock.com.cn

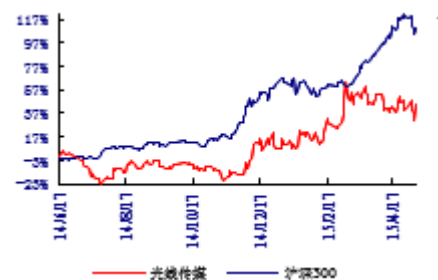
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2015-05-08

A股收盘价(元)	32.21
A股一年内最高价(元)	36.99
A股一年内最低价(元)	17.00
上证指数	4205.92
市盈率	110.36
总股本(万股)	112831.09
实际流通A股(万股)	53120.28
流通A股市值(亿元)	59710.82

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究部

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

光线传媒作为 A 股电影行业龙头，基于优秀的管理层以及丰富的行业资源，我们判断未来公司在行业内将有更大作为、市值也将更上一层楼，其主要依据如下：

第一：未来几年行业将保持超过 30% 的高速增长，政府对文化产业的支持力度持续加大，而消费升级与技术进步带来的文化需求将迎来 5 年以上的行业景气周期，政策红利和旺盛需求是板块上涨的主要驱动力，我们认为公司将成为本轮行业和政策双重红利的最大受益者。

第二：随着前期《泰囧》、《致青春》等优秀票房大片的不断成功，光线传媒积累了丰富的商业大片标准化的从前期拿 IP、选择合作伙伴，到中期把控内容，在到后期渠道、品宣等经验，而这种标准化流程可以复制，《左耳》票房大赚是此逻辑成功的验证，而这种标准化经验也为 2015 年下半年《横冲直撞好莱坞》、《港囧》、《恶棍天使》等再创佳绩增添了成功砝码，而这一切最重要的是光线传媒拥有了这种能力，并将其优质循环下去。

第三：公司最核心竞争力——优秀管理层。过去几年无论是公司拿到的优质的 Pre-IPO 项目还是创造的票房单片和总量第一的成绩，亦或是看到互联网转型的大潮引进阿里作为战略投资者都将成为过去，但我们可以肯定的是，在这种有想法、有能力、又有收益的优秀管理层的带领下，下一个业内第一的佳话的创造只是时间问题，优秀管理层是公司最具竞争力的财富。

我们与市场不同的观点：

随着公司持有的天神互动股权进入解禁期，公司正式进入投资业务的收获期；无论公司此前拿到的包括新丽传媒、欢瑞世纪等 Pre-IPO 项目还是诸如呱呱网等即将新三板挂牌的项目，亦或是公司参透的电影项目，光线传媒整个管理层挑选项目、对好项目管理甄别的能力正在逐步被证明，伴随着投资收益的增多或趋于稳定，将极大弥补公司所面临的电影行业单项目不稳定性的风险，公司战略布局再次被优化。

估值与投资建议：

预期 2015-2017 净利润分别为 5.6/7.7/10.2 亿，合约 EPS 为 0.50/0.69/0.90 元，对应 PE 为 64/46/35 倍。

我们首次覆盖光线传媒，予以“推荐”级别，原因：**1) 短期：**6 月份与 360 合作的先看网上线，开创业内首个垂直互联网院线模式；6 月份上映的《横冲直撞好莱坞》票房可期；**2) 中期：**投资业务进入开花结果期，9 月份天神娱乐解禁期到来将释放更多流动资金成为可能；新的多个优质项目年内登陆资本市场可能性极大；**3) 长期：**公司内生+外延的全产业链布局，将伴随高增长的行业迎来史上最快增长期。

股价表现的催化剂：

我们认为公司股价表现的催化剂有：《横冲直撞好莱坞》、《港囧》票房将表现不俗；新丽传媒、欢瑞世纪登陆 A 股；与阿里合作进一步落实，并有更大想象力。

主要风险因素：单部影片票房不达标风险、作品内容审查风险、参股公司 IPO 审批风险。

目录

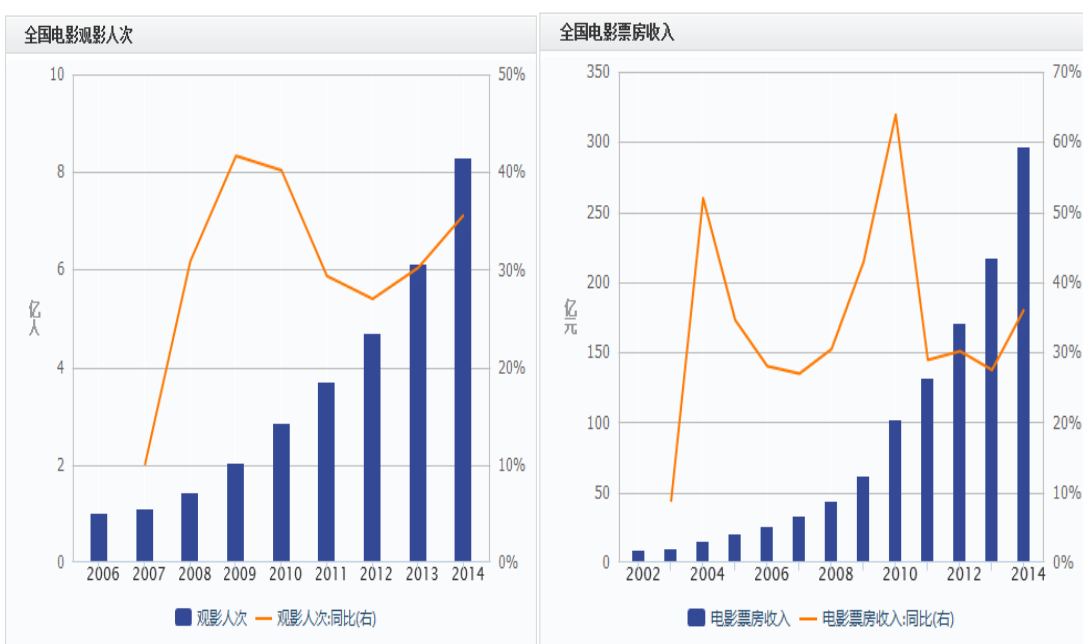
一、“行业+政策”双重红利助推公司迎最好发展期	3
(一) 行业未来几年将保持 30% 高速增长.....	3
(二) 公司在行业中竞争地位分析.....	4
二、2015 年预期票房 50 亿，多部大片票房可期	6
(一) 2015 年预期票房 20 亿，国际化进程加快.....	6
(二) 年内多部主投大片上映，《港囧》或造票房佳话.....	8
(三) 标准化制作增加影片成功砝码.....	9
三、打通全产业链，泛娱乐集团建设现雏形	10
(一) 集结动漫资源、发力动漫游戏.....	10
(二) 电视栏目探索中再布局.....	11
(三) 围绕产业链外延并购，泛娱乐集团现雏形.....	12
四、投资业务多点开花，步入收获期	14
(一) 投资天神娱乐 14 亿浮盈解禁在即.....	14
(二) 参股两家 Pre-IPO 公司即将登陆 A 股市场.....	15
(三) 多家主投公司将年内在新三板挂牌.....	16
五、财务分析：	18
(一) 公司财务预测表.....	18
(二) 公司估值表.....	19
六、图表目录：	20

一、“行业+政策”双重红利助推公司迎最好发展期

(1) 行业未来 5 年将保持 30%高速增长

中国是全球第二大电影市场，同时也是增长最快的市场之一。根据国家新闻出版广电总局的数据，2014 年中国电影总票房达 296.39 亿元，同比增长 36.15%。而全球电影票房从 2013 年的 359 亿美元增长到 2014 年的 375 亿美元，增长率只有 4.45%，中国电影正在经历最快发展期。

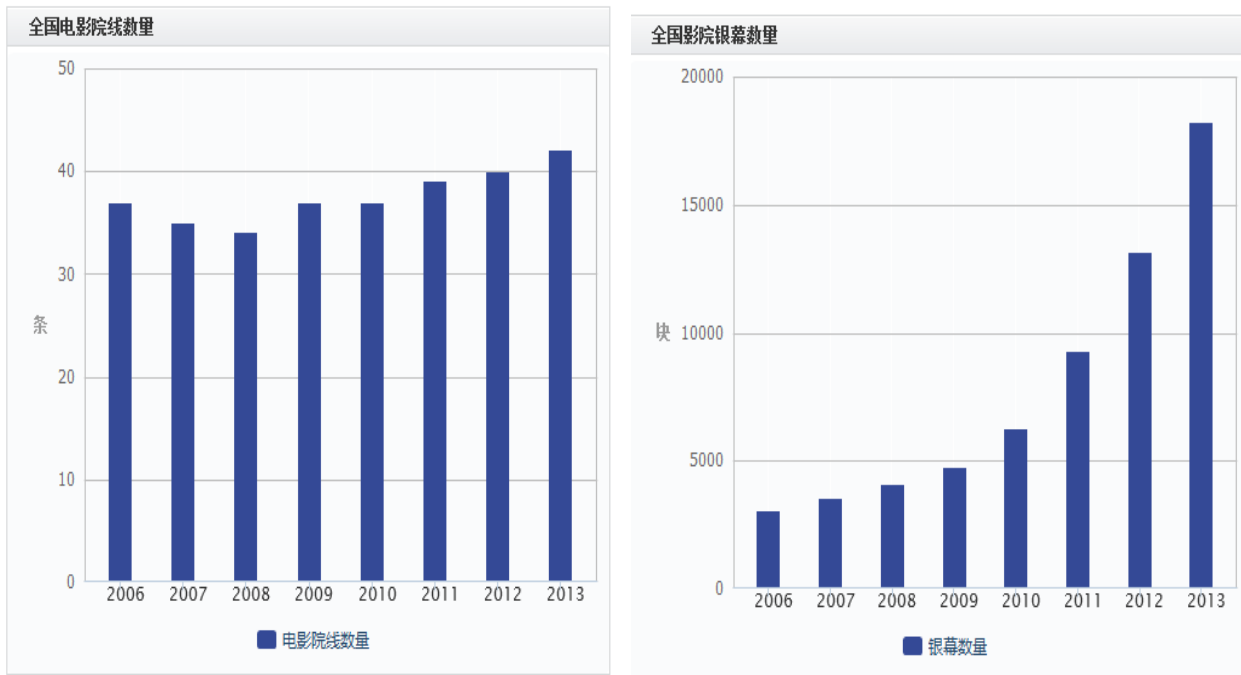
图表 1：中国电影票房收入、电影观影人次趋势图：



资料来源：wind、中国银河证券研究所

自 2003 年电影产业化改革启动以来的十余年间，中国电影的市场规模便一直保持平均年增速超过 30% 左右的增长。我们判断未来五年行业将依然保持高速增长，预测未来中国电影票房将继续保持 30% 左右的稳定增长，到 2018 年电影票房将达到 500 亿；预计全国总荧幕数 未来三年银幕增长速率仍能保持 30%。

图表 2：中国电影院线数量、影院荧幕数量：



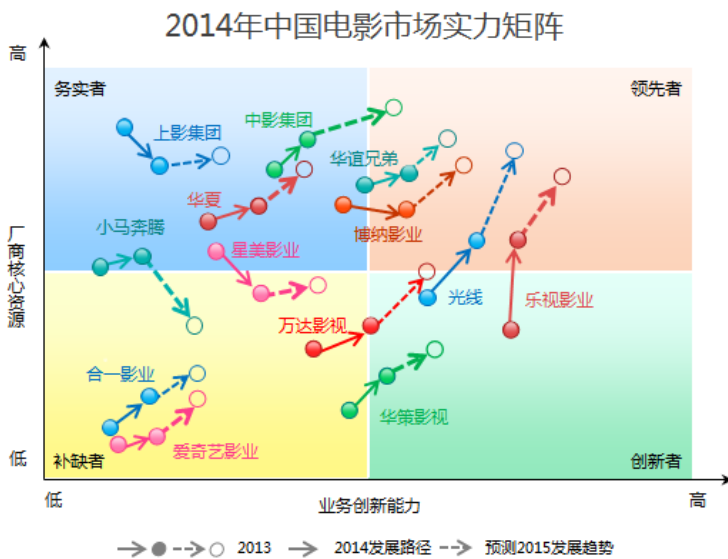
资料来源：wind、中国银河证券研究所

此外，在电影行业本身景气度提升的背景下，有关文化传媒行业的政策近年来不断出台，“文化兴国”的战略已经上升到国家最高意志，2014年8月，习近平强调要建成几家拥有强大实力和传播力、公信力、影响力的新型媒体集团，我们认为公司是目前A股中，最具新型媒体集团雏形的上市公司之一。

（二）公司在行业中竞争地位分析

2014年光线传媒以31.39亿票房的成绩居国内电影集团的第一名，共投资发行了《爸爸去哪儿》、《同桌的妳》、《分手大师》、《亲爱的》、《匆匆那年》和《四大名捕大结局》等12部电影共上映12部电影，比去年增长约34.89%，占全国国产片票房19.5%。

图表 3：中国电影实力矩阵



资料来源：EnfoDesk 易观智库、中国银河证券研究所

据 EnfoDesk 易观智库最新发布的《2014 年中国电影市场实力矩阵专题研究报告》显示，2014 年互联网对电影产业产生很大冲击。市场竞争趋势进一步加深，虽然第一梯队、第二梯队格局仍存变数，但光线传媒一直以行业领先者的身份存在。

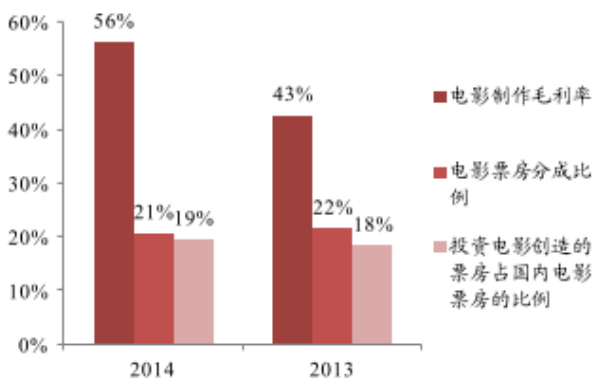
光线传媒从 2013 年贺岁档的《泰囧》开始发力。2014 年，光线先后出品《爸爸去哪儿》、《分手大师》、《同桌的你》、《匆匆那年》等电影。光线近几年主打中小成本电影，凭借自身对市场的敏锐洞察能力，出品电影主要以喜剧、都市爱情、青春校园为主打类型，投资回报率较高。发行方面，保持原有地面发行模式的优势，并运用新兴的在线票务类网站，开展预售对电影进行宣传造势，成为行业领先者。

二、2015 年预期票房 50 亿，多部大片票房可期

(一) 2015 年预期票房 50 亿，国际化进程加快

分析光线传媒财报可知，电影票房已经成为左右公司业绩及股价的最重要因素，因此我们重点分析公司电影方面的布局，以及对公司电影票房的预期。

图表 4：公司电影业务占比



资料来源：wind、中国银河证券研究所

去年公司以 31.39 亿成绩位列电影集团第一，根据公司战略，未来将巩固国内电影行业票房第一的地位，制作发行更优质更有影响力的电影，2015 年预计投资、发行超过 15 部影片，预期票房 50 亿。

图表 5：2015 年电影清单：

序号	电影名称（暂定）	上映时间	合作方式	制作进度	主要演职表
1	前目的地	2015 年 1 月 9 号	发行	已上映	导演迈克尔·斯派瑞、彼得·斯派瑞 主演伊桑·霍克、莎拉·斯努克等
2	甜蜜蜜	2015 年 2 月 14 日	发行	已上映	导演陈可欣 主演黎明、张曼玉
3	钟馗伏魔之雪妖魔灵	2015 年 2 月 19 日	投资+发行	已上映	导演赵天宇 主演陈坤、李冰冰等
4	冲上云霄	2015 年 2 月 19 日	投资+发行	已上映	导演叶伟信、邹凯光 主演吴镇宇、张智霖古天乐、郑秀文等

序号	电影名称 (暂定)	上映时间	合作方式	制作进度	主要演职表
5	左耳	2015年4月24日	投资+发行	已上映	导演苏有朋 主演陈都灵、欧豪、杨洋、胡夏等
6	横冲直撞好莱坞	2015年6月26日	投资+发行	制作完毕	监制林诣彬 主演赵薇、黄晓明、佟
7	港囧	2015年下半年	投资+发行	后期制作中	导演徐峥 主演徐峥、赵薇等
8	恶棍天使	2015年12月24日	投资+发行	制作中	导演邓超、俞白眉 主演邓超
9	陪安东尼度过漫长岁月	2015年下半年	投资+发行	制作中	导演秦小珍 监制周迅 主演刘畅等
10	黑色曼陀罗	2015年下半年	投资+发行	制作中	主演周迅、吴镇宇等
11	鬼吹灯之寻龙诀	2015年12月18日	投资+发行	制作中	导演乌尔善 主演陈坤、舒淇、黄渤、杨颖、夏雨等
12	我的情敌是超人	2015年下半年	投资+发行	制作完成	监制柴智屏、九把刀 主演柯震东、林依晨
13	奔·爱	2015年下半年	投资+发行	制作中	导演张一白、张猛等 主演章子怡、彭于晏、陈妍希
14	从你的全世界路过	2015年下半年	投资+发行	制作中	导演张一白
15	西游记之大圣归来	2015年下半年	投资+发行	制作中	动画电影
16	大鱼海棠	2015年下半年	投资+发行	制作中	动画电影
17	果宝特攻	2015年下半年	投资+发行	制作中	动画电影
18	我叫MT	2015年下半年	投资+发行	制作中	动画电影
19	洛克王国	2015年下半年	投资+发行	制作中	动画电影
20	赛尔号	2015年下半年	投资+发行	制作中	动画电影

资料来源：公司公告、公开资料、中国银河证券研究所

图表 6：2015 年正在制作或预计开机的电影：

2015年正在制作或者预计开机的电影为：

序号	电影名称（暂定）	预计开机或制作时间	主创人员
1	美人鱼	后期制作中	导演周星驰 主演邓超
2	全民危机	2015年开机	导演非行
3	谁的青春不迷茫	2015年开机	导演姚婷婷
5	笑傲江湖	2015年开机	待定
6	妇仇联盟	2015年开机	待定
7	疾速天使	2015年开机	待定
8	古剑奇谭	2015年开机	待定
9	东宫	2015年开机	待定
10	秦时明月2	制作中	动画电影
11	梦幻西游	2015年开机	动画电影
12	龙之谷	制作中	动画电影

注：未开拍的电影尚有不稳定性因素，公司会根据情况适时进行调整

同时公司将参与国际影片的投资、发行，通过海外投资的方式，吸收借鉴优秀的海外经验，加速公司国际化的进程，将优质的海外内容资源引入国内，同时也进一步扩大公司在海外的影响力。

（二）年内多部重量级大片上映，《港囧》或造票房佳话

票房方面，除了日前正在上映票房破 5 亿在即的《左耳》外，下半年有多部影片有望获大票房，其中最值得期待的是林诣彬的《横冲直撞好莱坞》以及徐峥的《泰囧》。

《横冲直撞好莱坞》由黄晓明、赵薇和佟大为主演，由执导《速度与激情》系列的导演林诣彬担当监制，全程在享誉世界的“电影梦工厂”好莱坞取景拍摄，片还会加入导演林诣彬最擅长的动作元素，更有震撼人心的“国际范”大场景出现在电影当中，该片将在 2015 年 6 月 26 号正式上映，票房有望冲 10 亿，光线投资+发行将分得该片约 60% 的票房。

年度最受期待电影《港囧》，由赵薇和徐峥领衔主演，该片有望刷新国内电影单片票房纪录，分析如下：1) 此前徐峥导演的《泰囧》全片笑点 50 个，票房 12 亿，每个笑点大概价值 2500 万，《港囧》全片笑点 70 个，增加了 20 个，但是哭点 20 个；2) 与排名前三的《泰囧》、《西游降魔篇》、《心花怒放》故事风格和文化类似，有高票房潜质；3) 样片已出，据看过该样片的人评论，该片可看性、规模等都远远超过泰囧。

除此外，8 月上映的《陪安东尼度过漫长岁月》，12 月份邓超喜剧《恶混

天使》等，另外多部动画片即将制作完毕并上映；2016年更是大片云集，周星驰《美人鱼》预计票房15亿以上、此外还有两部喜剧、《谁的青春不迷茫》、魔幻片《古剑奇谭》等。

（三）标准化制作增加影片成功砝码

随着《泰囧》、《致青春》等优秀票房大片的不断成功，光线传媒积累了丰富的商业大片标准化的从前期拿IP、选择合作伙伴，到中期把控内容，在到后期渠道、品宣等经验，而这种标准化流程可以复制，《左耳》票房大赚是此逻辑成功的验证，而这种标准化经验也为2015年下半年《横冲直撞好莱坞》、《港囧》、《恶棍天使》等再创佳绩增添了成功砝码，我们认为标准化模型建立将助推公司再创佳绩。

图表 7：光线传媒近四年电影票房：

光线传媒近四年电影票房			
年份	制作及发行影片数	年度票房（亿）	占当年国产票房比
2011	7	5.8	9%
2012	13	16	22%
2013	9	23.3	19%
2014	14	31	19%

资料来源：公开资料、中国银河证券研究所

三、打通全产业链、建泛娱乐集团

公司将致力于用 IP 打通娱乐内容产业链，从小说、漫画版权开始，用电影的投资、制作、发行来带动电视剧和网络剧、动漫、游戏、衍生授权等产业，资源共享，优势互补，打造完整文化内容产业链，公司未来仍将采取行业联盟策略，即通过股权投资、并购以及战略联盟与项目合作，做成开放的内容平台，实现“跨平台、全娱乐内容投资制作发行”的战略目标，成为国内领先的综合性传媒娱乐集团。

(一) 集结动漫资源、发力动漫游戏

对比公司近两年财报，动漫游戏业务在公司主营业务占比越来越多，动漫游戏收入和毛利也有所增长，原因就是公司对动漫产业整体的看好以及有意识的布局。

就动漫电影来说，动画电影占国内电影票房比例是大约为 5%，而这一比例在美国和日本等国家差不多达到 15%。中国动漫电影目前尚处于发展初级阶段，我们认为在一个产业尚未爆发之前，是布局其的最好时机，目前光线传媒投资的动漫游戏公司有 9 家，此外还和国内优质的动漫公司开展业务上的合作，已经覆盖集结了动漫界超过 50% 的优质资源，一旦动漫产业爆发，公司将坐享行业红利。

图表 8：公司近两年来主营业务收入变化情况

项目	2014年	2013年	同比增减情况
电影	646,682,104.30	501,125,826.19	29.05%
栏目制作与广告	476,658,255.07	332,676,487.58	43.28%
电视剧	34,750,339.73	70,369,480.81	-50.62%
动漫游戏	59,980,944.21		
营业收入	1,218,071,643.31	904,171,794.58	34.72%

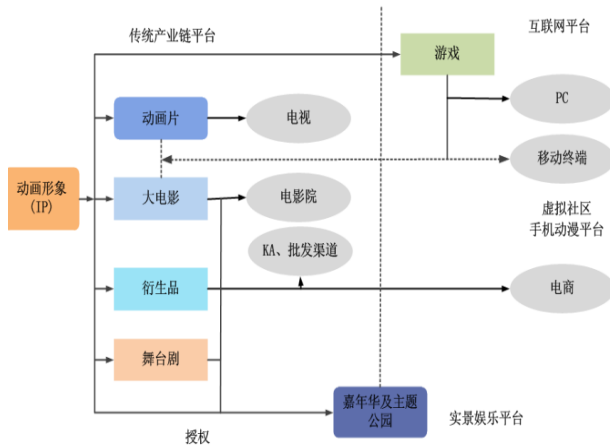
资料来源：公司公告、中国银河证券研究所

在类型上包括传统动漫公司，也包括互联网动漫公司；受众类型上，既包括专门针对低幼儿童的作品，也有主打年轻人市场的作品；有以创意见长的公司，也有实力强大的制作公司，更有兼具创意和制作实力的公司；有专注产品研发的公司，也有在衍生品开发上有独特优势的公司。

上述在动漫领域的布局，除了业务方面的深度合作外，公司未来也将进一步在股权层面进行整合，打造综合型的动漫集团。游戏方面，目前已经投资的游戏公司和公司内部的游戏团队也接近 10 个，包括页游和手游产品；上述

游戏公司和动漫公司与公司的影视业务在业务生态链上形成了良好互动，如热锋目前就正在将蓝弧的一款知名 IP 改编为手游产品。预计上述公司和团队 2015 年将有超过 10 款新的手机和网页游戏推向市场。

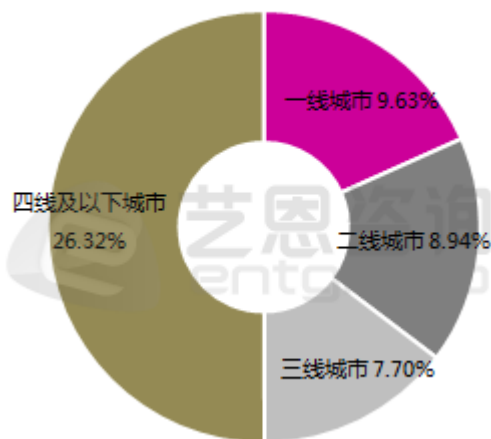
图表 9：动漫产业链图示：



资料来源：wind、中国银河证券研究所

图表 10：动画电影在各线城市票房占比：

动画电影在各线城市票房占比



资料来源：艺恩咨询、中国银河证券研究所

(二) 电视栏目探索中再布局

公司以电视栏目业务起家,与电视台形成良好的合作关系,也是公司主营业务的重要组成部分,2015 年 公司将以央视三个节目为重点,继续推出《中国正在听》、《少年中国强》、《梦想星搭档》等三档节目,提升节目的影响力,努力打造现象级节目。

电视剧和网络剧方面，除了传统电视剧的投资之外，公司将重点制作超级季播剧，配合电影同时制作网络剧，全面提升 IP 的影响力。此外，公司投资的新丽传媒 2015 年推出《虎妈猫爸》等优秀影视作品。公司预计将在 2015 年产生收入的电视剧包括《我的宝贝》等。

图表 11：2015 年正在制作或者预计将要制作的电视剧如下：

名称	合作方	主要演职人员	预计集数
战将	北京盟将威影视文化有限公司	编剧：都梁、杜波、于峰 主要演员（拟请）：邓超、李幼斌、何政军、张光北、童蕾、周知等	40
帮夫记	无	待定	40
盗墓笔记	欢瑞世纪	导演郑保瑞、罗永昌 主演李易峰、杨洋	12
紫禁城	明星影业	导演林诣彬 总监制 Michael Hirst	13
诛仙（上）	欢瑞世纪	待定	12

资料来源：公司公告、中国银河证券研究所

注：目前有个别电视剧尚在洽谈中，公司将视情况对拍摄及发行时间进行调整。

2015 年预计制作网络剧包括知名作家刘同的随笔《谁的青春不迷茫》和《冷宫传》等，上述网络剧以知名网络小说改编，具有较广的网络影响力，将进一步提升公司在新媒体内容创作方面的影响力。

（三）围绕产业链外延并购，泛娱乐集团现雏形

公司将致力于用 IP 打通娱乐内容产业链，从小说、漫画版权开始，用电影的投资、制作、发行来带动电视剧和网络剧、动漫、游戏、衍生授权等产业，资源共享，优势互补，打造完整文化内容产业链，公司未来仍将采取行业联盟策略，即通过股权投资、并购以及战略联盟与项目合作，做成开放的内容平台，实现“跨平台、全娱乐内容投资制作发行”的战略目标，成为国内领先的综合性传媒娱乐集团。

互联网新媒体方面公司与 360 公司合资成立的先看网，随着用户对于内容付费习惯的养成，公司将尝试建立全国首个网络院线，加快与互联网渠道的结合。先看网建设已基本完毕，将在 5 月底召开新闻发布会，6 月正式开通。

国际化方面公司投资的 HERO VENTURE 公司今年已经在美国进行了两场“漫威之旅”巡演，反响良好，将在合适的时机将其引入国内；同时公司和上海闵行区合作的“中国电影世界”项目也在推进中。

此外计划投资一家美国公司，和直接投资一家日本公司，项目正在推进中。

国内方面，和华兴资本建立了10个亿的项目基金，项目总体偏向于投资新经济，有的项目有潜力做为平台级企业，也有做从海外下市转向国内上市的公司；接下来将成立50亿的资金，侧重于海外退市再国内上市的公司以及新三板项目。

光线自身，2015年将侧重于售票网站投资，互联网娱乐公司、动画公司都进展中国，对外投资、并购都将进行，好的项目将进行控股投资。

四、投资业务多点开花，步入收获期

随着公司持有的天神互动股权进入解禁期，公司正式进入投资业务的收获期；无论公司此前拿到的包括新丽传媒、欢瑞世纪等 Pre-IPO 项目还是诸如呱呱网等即将新三板挂牌的项目，亦或是公司参透的电影项目，光线传媒整个管理层挑选项目、对好项目管理甄别的能力正在逐步被证明，伴随着投资收益的增多或趋于稳定，将极大弥补公司所面临的电影行业单项目不稳定性的风险，公司战略布局再次被优化。

（一）天神娱乐 14 亿投资浮盈 9 月进入解禁期

公司 2012 年 9 月以 1.28 亿资金入股天神娱乐，自天神娱乐借壳科冕木业成功后，股价一路上涨，截至上一个交易日，目前市值已超过 211 亿，光线传媒占天神娱乐 7.26% 股权，所持股份市值占 15.34 亿，也就是说公司因投资天神娱乐账面已浮盈 14 亿，而这 7.26% 限售股股权将在今年 9 月 18 日进入解禁期。

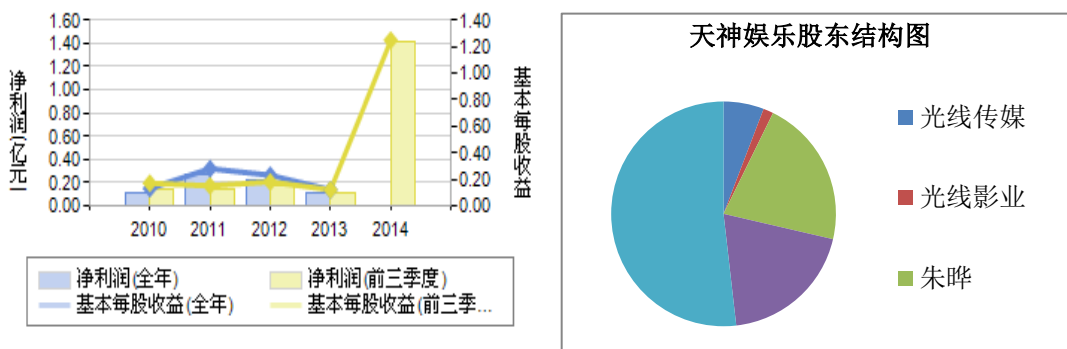
图表 12：天神娱乐近一年股价表现：



资料来源：wind、中国银河证券研究所

注：天神娱乐 1 年涨跌幅在行业内名列第 2，强于行业指数，强于上证指数。

图表 13：天神娱乐经营情况及股东结构图：



资料来源：wind、中国银河证券研究所

由于参股企业在会计上按照权益法核算，划入可供出售金融资产，其股价上的浮盈只能计入资本公积综合收益，不会影响损益，但处置后将可以转为投资收益。9月18日进入解禁期后，由于此部分投资获利已较多，且天神娱乐市值成倍变动的可能性不是很大，按照光线传媒一贯风格，我们判断公司随时抛售其所持股份获利的可能性较大，而这也直接较大增益公司业绩。

（二）参股两家 Pre-IPO 公司即将登陆 A 股

除了天神娱乐，公司参股的另外两家公司新丽传媒和欢瑞世纪也有望年内登陆 A 股。新丽传媒以影视剧内容及其衍生品的投资、制作、运营为主营业务，光线传媒占其 27.64% 的股权，位列公司第二大股东。

图表 14：公司影视剧作品业务类别构成情况：

单位：万元，%

项 目	2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
电视剧（含网络剧）及衍生	37,673.11	84.95	20,166.43	66.13	28,135.48	94.04
其中：电视台播映权	27,172.92	61.27	16,774.19	55.01	20,664.39	69.07
信息网络传播权	8,614.39	19.42	2,128.68	6.98	7,043.27	23.54
音像制品版权	4.18	0.01	40.84	0.13	116.52	0.39
广告及其他	1,881.62	4.24	1,222.72	4.01	311.29	1.04
电影及衍生	6,676.71	15.05	10,328.54	33.87	1,783.99	5.96
合计	44,349.82	100.00	30,494.97	100.00	29,919.47	100.00

资料来源：新丽传媒招股说明书、中国银河证券研究所

图表 15：新丽传媒前十大股东：

序号	股东姓名	持股数（股）	持股比例（%）	股份性质
1	曹华益	54,079,740	32.7756	自然人股
2	光线传媒	45,609,300	27.6420	普通法人股
3	曲雅倩	25,184,940	15.2636	自然人股
4	喜诗投资	15,823,500	9.5900	有限合伙
5	世纪凯旋	6,732,000	4.0800	普通法人股
6	戴乐克思	3,366,000	2.0400	有限合伙
6	融高投资	3,366,000	2.0400	普通法人股
8	张瑞强	2,019,600	1.2240	自然人股
9	联新投资	1,346,400	0.8160	有限合伙
10	华兴合创	673,200	0.4080	有限合伙
10	万达影视	673,200	0.4080	普通法人股
10	张军浩	673,200	0.4080	自然人股
10	谢寅	673,200	0.4080	自然人股

资料来源：新丽传媒招股说明书、中国银河证券研究所

2013 年 10 月光线传媒以 8.29 亿入股新丽传媒，占据公司股份的 27.64%，

新丽传媒于 2014 年 7 月完成上市招股说明书预披露，进入 IPO 最后冲刺阶段。根据日前证监会批准发行 A 股的节奏，新丽传媒乐观预计有望年内获批，正式登上 A 股资本市场，而根据目前资本市场对影视股给予的估值水平，新丽传媒上市后市值有望达到 100 亿，光线传媒的投资将获利数倍。

此外，公司占比 4.17% 的欢瑞世纪正在筹划借壳上市 *ST 星美，欢瑞世纪为光线传媒于 2012 年 9 月以 18 元/股入股，*ST 星美目前已经处于停牌重组状态，预计年内也将完成借壳。

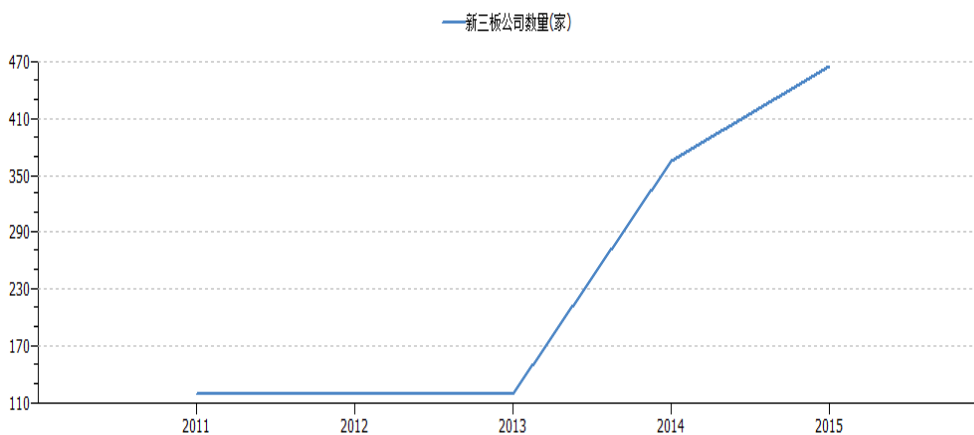
欢瑞世纪在偶像剧领域深有耕耘。欢瑞出品的《少年四大名捕》、《盗墓笔记》等名片，其中《盗墓笔记》以每集 500 万+50% 的广告收入签约给爱奇艺，此外还会有再次卖给电视台的二次发行收入，预计此剧有机会在行业内创造记录。

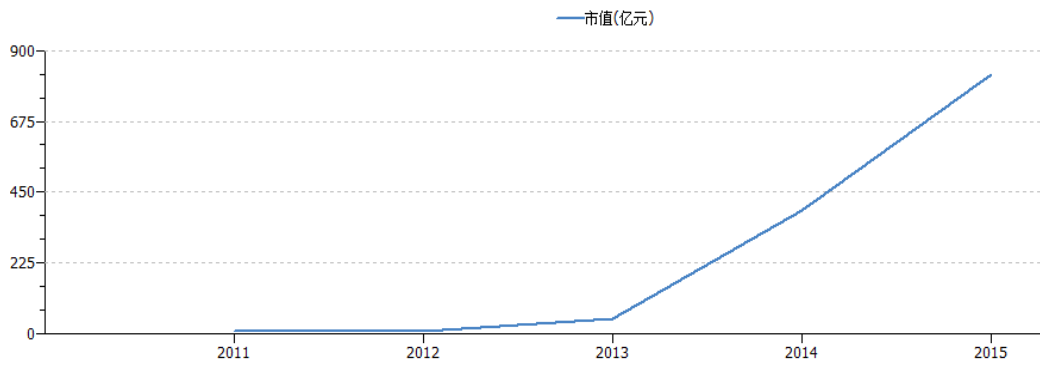
(三) 多家主投公司将年内在新三板挂牌

除了 A 股市场的投资，公司将有包括呱呱网在内的 4-5 家公司在新三板挂牌，其中包括两家互联网公司、两家游戏公司，目前挂牌工作已经和券商做了沟通，券商已指派工作小组。

作为除深交所和上交所外的第三个市场，新三板市场目前正在迎来最好的发展期，由于对公司业绩方面并不作要求，目前新三板挂牌公司数量以及交易活跃度亿数十倍速度上升，选择在最近两年时间点登陆资本市场可谓时代机遇。

图表 16：新三板市场挂牌数量及市值统计：





资料来源: wind、中国银河证券研究所

五、附录：

(一) 公司财务预测表

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	利润表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2183.44	2433.47	3828.57	4732.42	营业收入	1218.07	1755.00	2460.00	3445.00
现金	580.82	1049.92	1445.31	1909.22	营业成本	739.08	912.60	1303.80	1860.50
应收账款	801.32	941.20	1267.41	1962.92	营业税金及附加	8.42	20.87	21.98	31.85
其它应收款	11.48	15.57	17.86	29.35	营业费用	10.14	22.19	27.89	37.10
预付账款	247.45	295.16	250.15	264.25	管理费用	53.83	86.27	121.96	164.12
存货	456.79	99.26	806.49	512.71	财务费用	21.69	11.26	16.32	41.56
其他	85.58	32.35	41.35	53.96	资产减值损失	29.04	21.86	30.79	56.05
非流动资产	2800.34	2301.07	2994.13	3606.60	公允价值变动收益	0.11	0.03	0.03	0.06
长期投资	1250.16	1686.25	2216.53	2591.95	投资净收益	55.92	25.45	33.51	38.29
固定资产	22.79	23.08	27.55	34.58	营业利润	411.91	705.42	970.81	1292.16
无形资产	2.15	1.77	1.33	1.81	营业外收入	19.79	21.88	22.10	21.26
其他	1525.23	589.97	748.73	978.27	营业外支出	5.62	3.08	4.06	4.25
资产总计	4983.78	4734.53	6822.71	8339.02	利润总额	426.08	724.23	988.84	1309.16
流动负债	1497.55	893.61	2178.05	2618.14	所得税	74.22	139.10	184.19	241.11
短期借款	500.00	582.36	1051.22	1798.27	净利润	351.87	585.13	804.66	1068.06
应付账款	431.90	0.00	569.38	293.22	少数股东损益	22.54	7.51	10.02	13.36
其他	565.65	311.25	557.44	526.65	归属母公司净利润	329.33	577.61	794.64	1054.70
非流动负债	239.37	110.13	109.21	117.38	EBITDA	466.76	758.58	1031.42	1378.95
长期借款	98.52	62.95	46.56	33.84	EPS (元)	0.29	0.51	0.70	0.93
其他	140.86	47.18	62.65	83.54					
负债合计	1736.92	1003.74	2287.26	2735.52	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	83.95	91.47	101.49	114.85	营业收入	34.72%	44.08%	40.17%	40.04%
归属母公司股东权益	3162.90	3639.24	4433.88	5488.57	营业利润	6.98%	71.26%	37.62%	33.10%
负债和股东权益	4983.78	4734.45	6822.63	8338.94	归属母公司净利润	0.42%	75.39%	37.57%	32.73%
					毛利率	39.32%	48.00%	47.00%	45.99%
现金流量表					净利率	28.89%	33.34%	32.71%	31.00%
经营活动现金流	-82.89	18.30	639.97	366.45	ROE	12.05%	16.56%	19.23%	20.81%
净利润	351.87	585.13	804.66	1068.06	ROIC	9.82%	13.86%	14.78%	15.04%
折旧摊销	19.38	19.89	23.15	25.05	资产负债率	34.85%	21.20%	33.52%	32.80%
财务费用	21.69	11.26	16.32	41.56	净负债比率	18.44%	17.83%	24.66%	33.10%
投资损失	-55.92	-25.45	-33.51	-38.29	流动比率	1.46	2.72	1.76	1.81
营运资金变动	-254.41	-487.11	-184.84	-748.85	速动比率	1.15	2.61	1.39	1.61
其它	-165.50	-85.42	14.19	18.93	总资产周转率	0.32	0.36	0.43	0.45
投资活动现金流	-905.25	499.66	-681.89	-597.95	应收帐款周转率	0.66	0.54	0.52	0.57
资本支出	180.45	-112.05	33.46	48.86	应付帐款周转率	2.89	5.47	4.58	4.31
长期投资	1155.45	-258.22	645.99	529.71	每股收益	0.29	0.51	0.70	0.93
其他	430.65	129.40	-2.44	-19.38	每股经营现金	-0.07	0.02	0.57	0.32
筹资活动现金流	946.37	-464.55	24.00	22.44	每股净资产	2.88	3.31	4.02	4.97
短期借款	500.00	-333.33	55.56	74.07	P/E	103.09	62.92	45.74	34.46
长期借款	98.52	-35.57	-16.39	-12.72	P/B	10.73	9.99	8.20	6.62
其他	347.85	-95.65	-15.16	-38.92	EV/EBITDA	72.96	47.52	35.02	26.40
现金净增加额	-41.77	53.41	-17.92	-209.06					

数据来源：公司数据中国银河证券研究部

(二) 公司估值表

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EBIT	187.82	376.13	390.61	447.38	738.69	1008.27	1353.90
所得税	39.09	82.20	78.20	74.22	139.10	184.19	241.11
NOPLAT	153.65	297.34	315.40	369.45	596.82	820.47	1104.55
营运资金净变动					487.11	184.84	748.85
资本支出					-112.05	33.46	48.86
自由现金流					241.65	625.32	331.90

WACC	9.57%	K_e	10.60%
永续增长率	3.00%	K_d	4.84%
终值	5841.60	t	19.21%
企业价值	9142.78	R_f	4.00%
非核心资产价值	3125.44	$E(R_m)$	10.00%
债务价值	665.27	$R_m - R_f$	6.00%
股权价值	11511.48	D/A	21.20%
股本	1128.31	E/A	0.27
每股价值	10.20	$Beta$	1.10

估值		g				
		2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%
WACC	7.19%	13.18	13.64	14.22	14.95	15.89
	7.91%	11.85	12.18	12.60	13.11	13.75
	8.70%	10.73	10.98	11.28	11.65	12.10
	9.57%	9.80	9.98	10.20	10.47	10.79
	10.52%	9.00	9.14	9.30	9.49	9.73
WACC	11.57%	8.32	8.42	8.54	8.68	8.85
	12.73%	7.72	7.80	7.89	8.00	8.12

图表目录

图表 1: 中国电影票房收入、电影观影人次趋势图.....	3
图表 2: 中国电影院线数量、影院荧幕数量.....	4
图表 3: 中国电影实力矩阵.....	5
图表 4: 公司电影业务占比.....	6
图表 5: 2015 年电影清单.....	7
图表 6: 2015 年正在制作或预计开机的电影.....	8
图表 7: 光线传媒近四年电影票房.....	9
图表 8: 公司近两年来主营业务收入变化情况.....	10
图表 9: 动漫产业链图示.....	11
图表 10: 动画电影在各线城市票房占比.....	11
图表 11: 2015 年正在制作或者预计将要制作的电视剧如下.....	1 错误!未定义书签。
图表 12: 天神娱乐近一年股价表现.....	13
图表 13: 天神娱乐经营情况及股东结构图.....	14
图表 14: 公司影视剧作品业务类别构成情况.....	15
图表 15: 新丽传媒前十大股东.....	15
图表 16: 新三板市场挂牌数量及市值统计:	16

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。

殷睿，研究员行业证券分析师。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

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn