

倚靠媒体的综合性传媒娱乐集团

新股上市深度

◆公司简介：主营电视节目和影视剧投资制作和发行的传媒集团

公司的主营业务是电视节目、演艺活动和影视剧的投资制作和发行业务，经过十二年的发展，打造了业内领先的联供网为平台的“内容+渠道”整合运营模式；公司2010年主营业务收入和净利润分别4.8亿元和1.13亿元，在电视栏目制作及演艺活动上处于国内领先，电影发行上位列民营电影发行企业前三甲。

◆节目制作形成工业化生产模式，媒体网络价值支撑其全方位营销服务体系

公司已形成电视节目工业化生产模式，目前制作10档日播栏目和1档周播栏目，共计5.5小时，每日首播1200余频次。通过节目联供网综合发行自制日播电视栏目、演艺活动及外购电视剧等内容资源，丰富的节目内容和难以复制的强大的覆盖发行网络是其核心竞争力，公司形成利用节目内容换取广告时段的独特盈利模式，凭借十余年的广告营销经验和多角度全方位的营销服务支撑主营业务收入的长期增长；节目供应量的增加及网络覆盖范围的扩大支撑是未来业务增长的重要动力。

◆电影新型发行模式顺应行业发展趋势，规模提升助其爆发式增长

公司创新的电影直营发行模式符合行业发展趋势，将能够在未来竞争激烈的电影发行市场中占据一定的优势，同时今年在电影业务方面投入明显加大，全额投资了电影《画壁》、《四大名捕》2部电影，上半年已发行的2部电影实现1.89亿的票房，电影业务规模提升将增强公司的盈利能力。

◆募集资金项目分析：提升原有业务节目制作业务实力，发力电视剧发行

募投项目增强原有强势业务—电视节目制作、演艺活动实力，同时增大电视剧发行的投入，提高该业务收入，购买的电视剧通过节目联供网发行，发行风险低，同时电视剧的加入有助于增强频道内容的吸引力，提高收视率，进而提高广告收入，便于向其他频道扩张，从而有助于提高公司的综合实力。

◆盈利预测与投资建议：

我们预计2011-2013年EPS分别为1.59、2.36、3.51元，未来3年复合增长率50.5%，我们认为，公司盈利模式独特、行业地位突出，壁垒高且未来可拓展空间大，我们综合其相对估值和绝对估值，得出其合理价值区间为62.0-65.2元，建议询价区间为57.3-61.9元，对应2011年36-39倍PE。

◆风险提示：

审查风险，影片票房达不到预期的风险，创业板公司存在投资估值风险

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	385.22	479.60	799.36	1,104.41	1,559.91
营业收入增长率	45.75%	24.50%	66.67%	38.16%	41.24%
净利润（百万元）	62.71	112.82	174.25	258.86	384.38
净利润增长率	386.82%	79.90%	54.45%	48.56%	48.49%
EPS（元）	0.57	1.03	1.59	2.36	3.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	33.95%	48.67%	9.11%	12.21%	15.84%

新股

合理申购价格：57.3-61.9元

预计上市价格：62.0-65.2元

分析师

周励谦（执业证书编号：S0930510120024）

联系人

张良卫

021-22169049

zhangliangwei@ebsecn.com

孙金霞

021-22169042

sunjx@ebsecn.com

发行数据

发行价格：

发行规模：27.4(百万股)

发行后总股本：109.6(百万股)

发行方式：网下询价,上网定价

发行日期：

主承销商：中信建投证券有限责任公司

实际控制人：王长田

收益表现

募股资金投向

项目名称：	金额（百万元）
电视联供网电视节目制作	62.82
电视联供网电视剧购买	216
数字演播中心扩建项目	65
节目采编数字化改造项目	34
总金额	377.82

一、主营电视节目和影视剧投资制作和发行的传媒集团

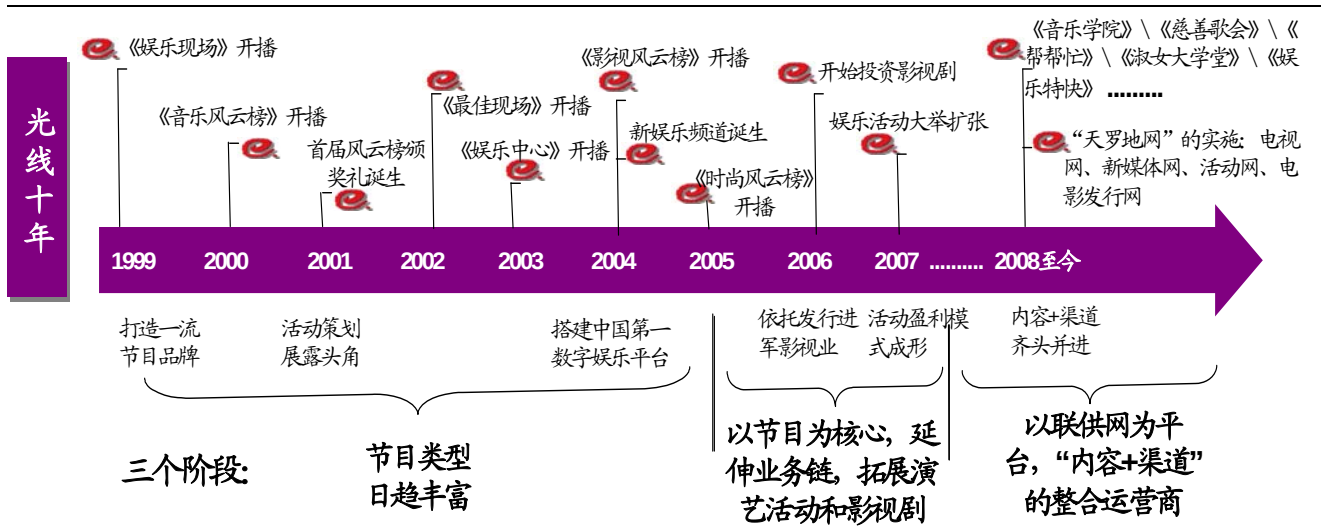
1.1、十年打造娱乐品牌，成为“内容+渠道”的整合运营商

光线传媒成立于 2000 年，经过十余年的发展，形成以光线传媒为核心、以四档日播品牌化栏目和颁奖礼等演艺活动为主体、以易视网为补充的品牌体系，建立了业内颇具影响力的娱乐信息传播平台，成为合作伙伴和观众可信赖的娱乐品牌。

公司是制播分离政策下较早开始节目制作的公司，从公司成立至 2005 年节目类型日趋丰富，形成了以《娱乐现场》、《音乐风云榜》《最佳现场》《影视风云榜》四档节目为主打，兼做其他节目的中国第一数字娱乐平台。此后的一个阶段，公司以节目为核心，延伸业务链，拓展至演艺活动和影视剧。形成了电视栏目、演艺活动、影视剧三大核心业务。2008 年开始，公司在渠道上进行创新，开发了联供网，成为“内容+渠道”的整合运营商。

图表 1：十年打造娱乐品牌，成为“内容+渠道”的整合运营商

光线传媒发展历程



资料来源：光线传媒，光大证券研究所

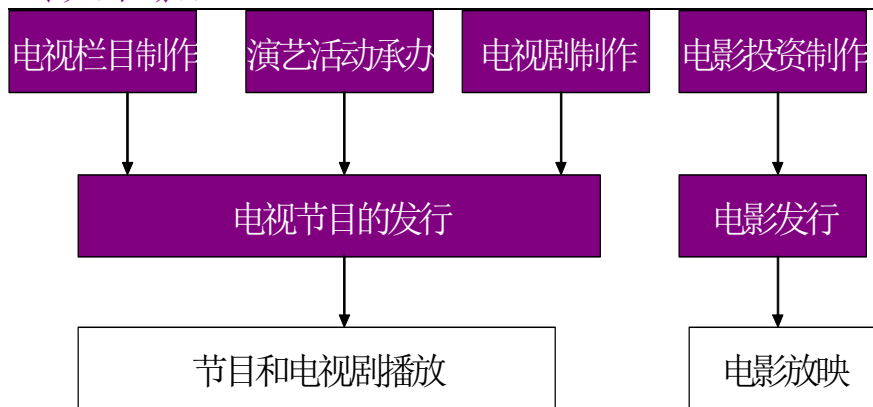
1.2、主营电视节目和影视剧的投资制作和发行业务

公司的主营业务是电视节目和影视剧的投资制作和发行业务。电视节目包括常规电视栏目和在电视台播出的演艺活动。电视栏目、演艺活动和影视剧是公司的三大传媒内容产品。

电视节目销售收入的实现一般有两种方式：节目版权的直接销售和用节目换取广告时间、通过广告营销实现收入，后者为主要模式，约占收入的 90%。该业务模式包括用电视节目换取电视台的广告时间和面向广告代理公司或直接广告客户的广告营销。

公司的影视剧业务主要是投资、发行电影和电视剧，少量影片参与制作。主要包括投资发行和代理发行两种模式，通过向制片方购买影片（电视剧）发行权或参与联合投资拍摄的方式获得影片（电视剧）的发行权，按照总票房收取固定比例的发行佣金或“保底+票房分成”的合作方式获取收益。

图表 2: 光线传媒以电视栏目制作、演艺活动、影视剧为主营业务
公司涉足的业务链



注: 无颜色填充为公司未涉及业务

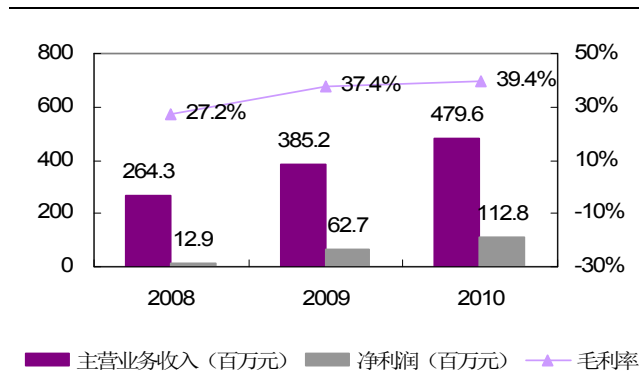
资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

1.3、近年收入、利润稳步增长, 栏目制作与广告业务占比最大

公司 2008 年-2010 年主营业务分别为 2.6 亿元、3.9 亿元和 4.8 亿元, 净利润为 1128 万元、6271 万元和 1.1 亿元, 毛利率从 27.2% 上升至 39.4%。公司主营业务收入由栏目制作与广告、演艺活动、影视剧三部分构成, 2010 年三项收入分别占主营业务收入的 57%、10.81% 和 32.19%。

图表 3: 近三年收入、利润逐年增长

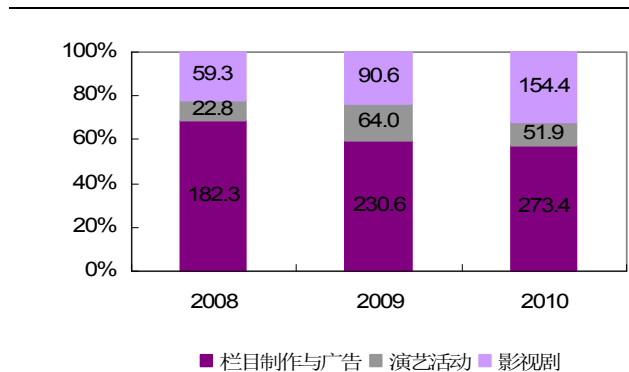
近三年主营收入、净利润及毛利率情况



资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

图表 4: 电视栏目制作与广告收入占比最大

近三年主营业务构成情况



资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

二、行业分析: 文化政策保驾护航, 电视广告市场二、三线城市存机会

2.1、国家产业政策保驾护航

《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》中, 国家对包括电视剧、非新闻类电视节目在内的文化体制改革和文化产业发展高度重视, 并且明确提出重点发展影视内容产业, 提升电视剧、非新闻类电视节目的生产能力, 扩大影视制作、发行、播映和后产品开发, 增加数量, 提高质量, 满足多种媒体、多种终端发展对影视数字内容的需求。自从 2004 年国家广电总局明确提出广播电视节目制播分离改革以来, 制播分离改革逐步深化。2009 年 7 月, 《文化产业振兴规划》再一次提出深化文化体制改革, 加快广播电视节目制播分离改革。上述政

策措施为民营电视节目制作机构提供了宽松、有利的发展环境。

十二五规划提升文化产业地位，将其定位为“支柱性产业”。文化产业增加值占GDP比重需从当前的2.5%上升至5%左右，文化业面临着巨大的机遇，广播电视业作为文化业的一个重要子行业也将受益于政策的支持。同时，制播分离改革也将成为推动优质节目内容制作的重要政策保证，将得到有力的贯彻和落实。

图表 5：国家产业政策保驾护航

最新广播电视产业政策

项 目	时间	主要内容
关于推进广播电视“制播分离”改革(修改稿)	2009 年 7 月	推进广播电视节目的社会化大生产，除影视剧外，电视台从市场购买节目的比例， 原则上每年不低于播出总量的 30%
文化产业振兴规划	2009 年 7 月	提升影视剧和电视节目的生产能力，再一次提出深化文化体制改革， 加快广播电视节目制播分离改革
十七届五中全会公报	2010 年 10 月	推动文化大发展大繁荣、提升国家文化软实力，推动文化产业成为国民经济支柱性产业
十二五规划纲要	2011 年 3 月	“推动文化产业成为国民经济支柱产业”被正式写入规划
文化产业“十二五”规划	2011 年 5 月	规划设定产值目标： 五年倍增计划

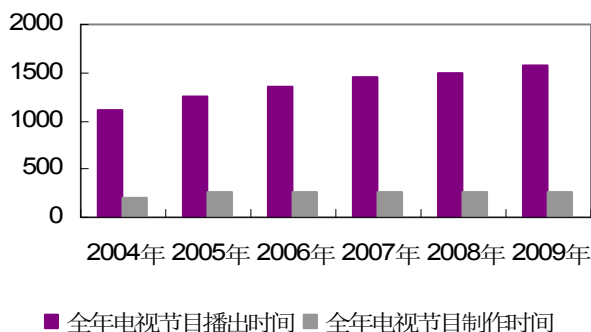
2.2、电视节目供需不平衡，优质自制节目缺口大

当前，我国电视节目内容生产能力不断增长，但仍不能满足电视台的需求，电视节目的供需缺口大，重播率高。2009 年，电视节目播出总量为 1578 万小时，电视节目制作总量为 265 万小时，播出量是生产制作量的 6 倍，电视节目内容资源严重缺乏。

根据国家广电总局网站发布的数据，2008 年全国公共电视仍有 16%的时间是转播中央、省、地级台节目，即一天中平均有 3.84 小时在转播。除各级新闻节目必须转播外，应该仍有至少 1.5 小时的制作节目空间需用优质内容来填充。

图表 6：电视节目制作量远远赶不上播出量

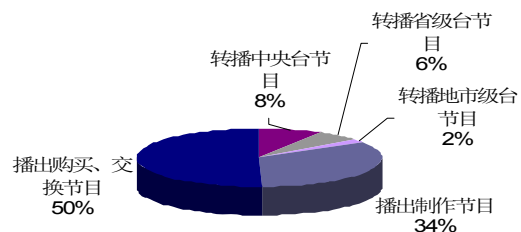
全国电视节目制作、播出情况（万小时）



资料来源：国家广电总局网站，光大证券研究所

图表 7：转播节目仍占到 16%的时间

2008 年全国公共电视播出时间按节目来源构成



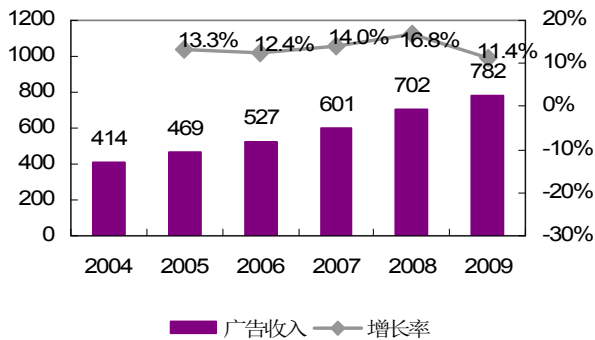
资料来源：国家广电总局网站，光大证券研究所

2.3、广播电视广告收入逐年增长，电视广告二三线城市存机遇

根据国家广电总局网站发布的数据，2008 年全国公共电视播出时间中广告播出时间占比达 13%，广告收入逐年增长，且年增长率先均在 10% 以上，2009 年为 782 亿元。

图表 8：电视广告收入逐年增长

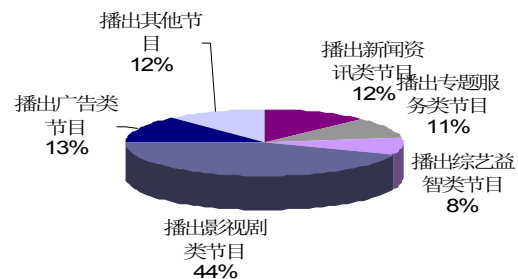
全国广播电视广告收入情况（亿元）



资料来源：国家广电总局网站，光大证券研究所

图表 9：播出广告类节目时间占比达 13%

2008 年全国公共电视播出时间按节目类别构成



资料来源：国家广电总局网站，光大证券研究所

未来消费升级将成为广告业发展的驱动因素。虽然在国内一线城市消费群体高端化消费的背景之下，传统电视媒体广告的行业、产品覆盖面具有一定的局限性，从而制约了传统媒体广告在一线城市的发展，但相较而言，传统电视媒体广告的行业、产品覆盖能与二三线城市居民的消费行为实现较好的匹配，随着中国二三线城市消费潜力的挖掘和消费升级，二三线城市传统电视媒体仍然是广告行业的主力投放媒体。

2.4、电视节目下游播出渠道丰富，利好优质内容提供商

电视台等播出渠道包括：电视频道和以付费数字电视、网络电视（IPTV）、网络视频、手机电视和移动多媒体等为代表的新媒体。

目前，电视作为覆盖面最广的媒体，依然是广告营销的主要渠道，电视台目前也是节目最重要的发行渠道。截止 2009 年全国共有电视台 272 座，广播电视台 2087 座，教育电视台 44 座。电视节目与电视台是相互促进的关系。高质量的电视节目会给电视台带来更高的收视率，而收视率是广告客户选择媒体的重要考察因素之一，因此，高质量的电视节目可以促进频道广告价值的提升，电视台可以通过广告时段的影响力提升获取更高的收入；同时，电视台收视率和影响力的提升会促使其购买更多、更高质量的电视节目，从而增加电视节目的市场需求。

数字付费电视、网络电视、手机电视等新媒体最近几年快速发展，为传媒产业的发展开辟了更为广阔的盈利空间，也为内容供应商提供了更多的播出渠道。新传播渠道的迅速扩张将使高质量的媒体内容变得更为稀缺。目前新媒体尚处于起步状态，其内容生产、市场推广、赢利模式等尚不完善，盗版等原因使得内容供应商在新媒体发展中分得的利益较低。

总体来看，随着电视等传统媒体竞争的加剧以及网络电视、手机电视等新媒体的快速发展，内容播出渠道竞争越来越激烈。

2.5、2011 年全国票房有望突破 130 亿元

根据国家广电总局最新的发布数据，截止 6 月底，全国城市电影票房收入 56.98 亿元，其中，国产影片票房收入 29.32 亿元，进口影片票房收入 27.66 亿元。文化消费的升级使得电影业从中受益，从社会需求来看，2009 年起北、上、广、深之外的城市放映终端资源扩张，2010 年更是达到日增 4 块银幕的速度。

终端建设突飞猛进，将大大提高市场吞吐能力，容纳更多类型的电影，激发人们的观影需求，推动电影票房的增长。下半年还有《变形金刚 3》、《哈利波特 7》、《金陵十三钗》等影片预计票房不俗，全年票房总收入超过 130 亿元应无困难。

图表 10: 上半年国产影片票房收入 29.32 亿元

2011 年上半年票房收入前 10 国产影片

序号	片名	票房收入 (万元)
1	建党伟业	30469
2	新少林寺	21616
3	将爱情进行到底	19630
4	武林外传	18959
5	最强喜事 2011	16687
6	关云长	15870
7	喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱	14204
8	倩女幽魂	14028
9	单身男女	9616
10	战国	7671

资料来源: 国家广电总局网站, 光大证券研究所

三、公司分析: 发行网络与广告营销是核心, 电影直营发行模式符合行业趋势

3.1、日播栏目工业化、常态化制作, 广告营销和运营能力强

公司目前制作 10 档日播电视栏目和 1 档周播栏目, 共计 5.5 小时。“**工业化节目制作和运营体系**”实现了节目的规模化制作, 节目策划、制作、发行和广告营销各阶段资源共享的运营模式降低了节目制作和营运边际成本, 实现了规模经济效益。

图表 11: 公司常态化制作日播、周播栏目

公司制作栏目一览表

序号	类型	电视节目名称	每期长度 (分钟)	节目类型	制作起止时间	播出频次
1	日播	娱乐现场	30	资讯	1999-今	203
2		音乐风云榜	30	资讯	2000-今	153
3		最佳现场	30	访谈	2002-今	149
4		影视风云榜	30	资讯	2004-今	178
5		健康宝典	30	健康	2009-今	97
6		我爱看电影	60	电影专题	2009-今	99
7		全球娱乐通	15	资讯	2010.10-今	59
8		笑傲江湖	30	综艺	2009-2010.12	96
9		我爱看电视	30	资讯	2009-2010.12	92
10		天方夜谈	30	故事	2009-2010.4	60
11		大学生音乐联盟	30	资讯	2010-2010.9	83
12		生活魔法师	30	生活	2011.1-今	103

13		麻辣看天下	30	生活	2011.1-今	105
14		养生一点通	30	生活	2011.1-今	98
	小计		315			1244
15	周播	大牌生日会	70	综艺	2010.2-今	1(卫视)
16		音乐梦想学院	60	综艺专题	2010.4-2010.12	1(卫视)+90
	小计		130			92

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

公司利用业已积累的电视栏目发行渠道，建立了覆盖全国的电视节目**联播网**，成为公司电视栏目、电视剧和演艺活动的运营平台和各类娱乐内容资源的整合发行平台。该电视节目联播网包括时段联播网、城市频道联播网和新媒体联播网。截至 2010 年末，节目联播网覆盖 307 个电视频道，每天公司的电视栏目在国内首播 1200 余频次。

时段联播网模式中，公司的单个电视节目分别与单个电视台签订节目销售协议，用栏目换取栏目中的广告时间并通过贴片广告、植入广告进行广告时间的运营。节目在各电视台的播出时间一般由公司和电视台协商确定，单个节目在各频道的播出时间一般不同，具有节目分散播出的特点。

2008 年以来，公司创新性的推出频道联播网，为合作的频道提供整体包装的 6 小时电视节目，由公司对其中 30%-40% 的广告时段进行整合运营。该频道联播网解决了城市频道节目来源缺乏、覆盖面低、广告价值低等劣势，得到地面城市频道的积极响应。该频道联播网网络以电视节目为纽带，以实力雄厚的内容制作商为主导，将孤立分散的单个地面频道整合形成一张覆盖面日益广泛的节目运营网络。由于节目制作规模和经营能力所限，其他节目制作公司和广告公司难以从事相类似的全国性业务，而各电视台由于区域性和体制所限，也未能大规模从事类似网络的建设。

图表 12：节目联播网目前覆盖 307 个频道

节目联播网频道数量

	2008 年末	2009 年末	2010 年末
时段联播网频道数量	255	205	165
频道联播网频道数量	43	103	142
合计	298	308	307

注：由于频道联播网的拓展，原来时段联播网中部分合作电视台和频道转向频道联播网方式，因此，2010 年较 2009 年播出频道总数量变化不大。由于频道联播网是由公司统一每天提供 6 小时节目，这种方式较节目在时段联播网中单个电视频道零售播出的形式有进一步提升，大幅提高了节目播出频次。

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

新媒体联播网具有终端形式多样，覆盖面广泛的特点。“新娱乐频道”于 2004 年开播，该频道是光线传媒与鼎视传媒联合打造的付费数字频道。随着近年来新兴媒体产业的发展和新媒体终端的完善，公司还积极把节目推向互联网、手机电视等新媒体。同时公司还在地铁、机场、铁路、医院、高校等特定行业客户中有一定覆盖。

图表 13：新媒体联播网覆盖广泛

新媒体联播网类型和播出渠道

类型	播出渠道
数字付费频道	鼎视传媒“新娱乐频道”
地铁	北京除 4 号线外的其他 11 条地铁线路、广州全部 8 条地铁线路

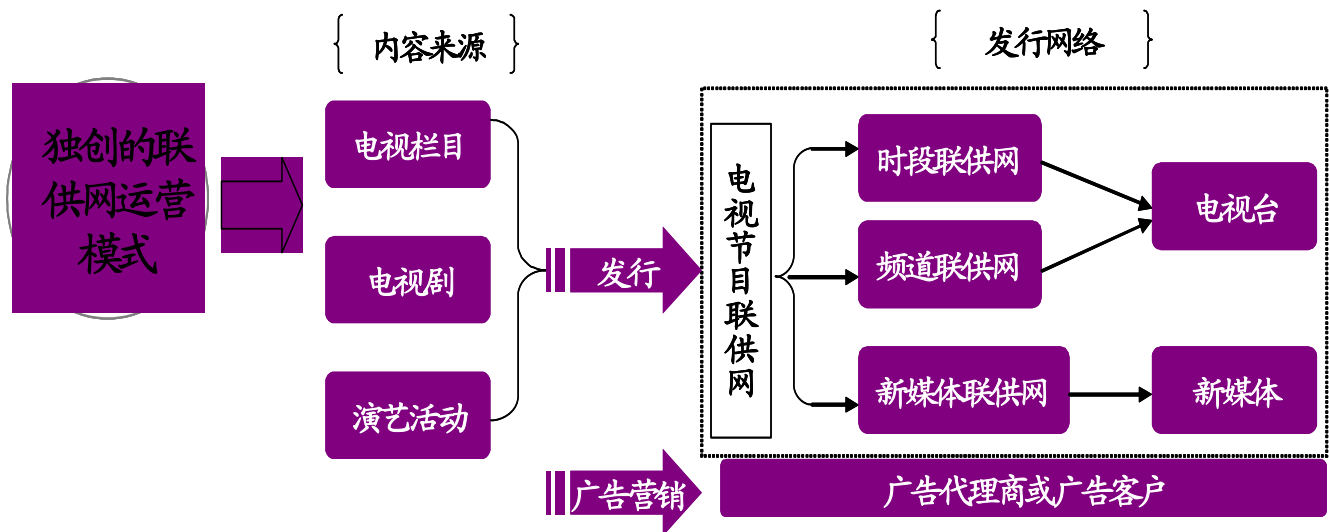
互联网视频	搜狐网、新浪网、腾讯、优酷网、酷6网、激动网、我乐网、乐视网、鸿波网、央视网、华夏视联、悠视网、央广视讯等
公交移动电视	覆盖约 1500 量公交车
机场视频	覆盖 40 家机场以及 4 家航空公司班机
铁路视频	覆盖 280 条铁路线路
高校视频	覆盖 19 个城市、共计 303 所高校
医院、药店视频	覆盖 18 个城市、1107 家二、三级医院、播放设备 12951 台；覆盖全国 17 个城市、2208 家药店、播放设备数量 2767 台
海外媒体	北美麒麟电视、北美汉雅星空卫视、马来西亚 DETV、澳亚卫视
广播电台	覆盖 125 个电台频次

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

公司节目的销售主要通过节目换取广告时段的营销实现收入，占到总销售收入的近 90%。广告时段运营能力成为决定节目制作公司盈利能力的关键，公司凭借十余年的电视广告营销经验，成为目前国内首屈一指的节目广告运营商。同时，公司的节目通过电视频道、互联网、手机电视、移动多媒体等媒介播出，为向广告客户提供整套整合营销服务奠定了渠道优势；日播、周播类电视栏目与大型线上活动相结合提高了整合营销方案的短期影响力和有效性，成为公司向广告客户提供了多样化、个性化的营销方案的基础。

图表 14：强大的节目发行网络及广告营销能力是公司核心竞争力

光线传媒电视节目业务模式



资料来源：光线传媒，光大证券研究所

3.2、直营发行网络是电影发行业务的优势所在

公司近三年共发行电影 20 部，2010 年票房占国产电影的 5.48%。公司依托广泛的电影发行网络和专业的宣传策划、市场推广能力，在国产影片发行方面独具优势，发行能力不断提升，跻身国内电影公司的前列，民营电影公司的前三甲。

随着国内电影市场的快速发展，电影票房收入节节攀升。2010 年，公司发行影片的票房分账收入和影片衍生收入分别较 2008 年增长 372.43% 和 342.51%，远高于同期国内票房的增长率 134.28%。

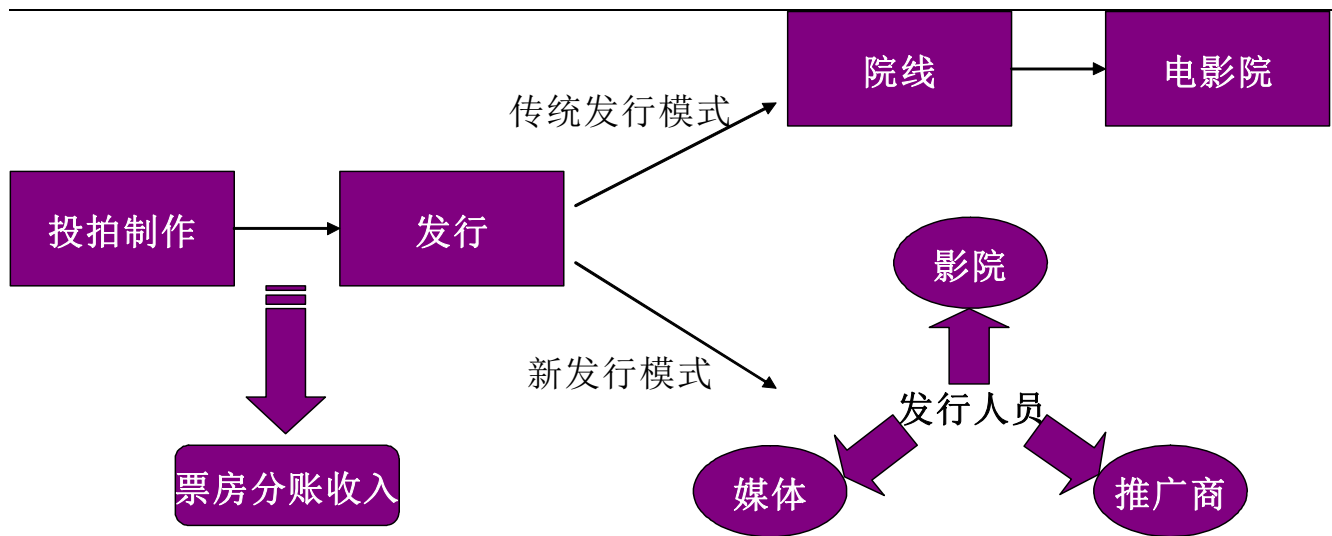
公司电影发行业务主要通过遍布全国主要城市的电影直营发行网络实现。该网

络以总部、大区、城市为“条”，以宣传、发行、营销为“块”，“条块”紧密结合，开创了独具特色的发行网络架构，使得影片运作更具地方化特色，实现地方票房最大化。

目前，该网络包括 6 个大区、5 个小区、覆盖 50 个主要城市，上述城市的票房收入占全国票房总额的 85% 以上。约 80 名电影发行营销人员在 50 个主要城市进行驻地式营销，能够根据各地情况，制定更具本地特色的营销方案。传统的发行模式由于只在北京等大城市建立发行中心，无法真正了解每座城市观众的观影喜好，无法及时与影院协调安排影片放映，也无法进行地区化、分众化营销。同时，由于观众结构和类型的多样化，有些电影在中心城市和二三线城市的票房可能差异很大。因此，光线传媒有别于传统发行模式的新发行网络，能够实现电影的本地化营销和精细化运作。

图表 15：新型的电影发行模式

光线传媒电影发行业务模式



资料来源：光大证券研究所

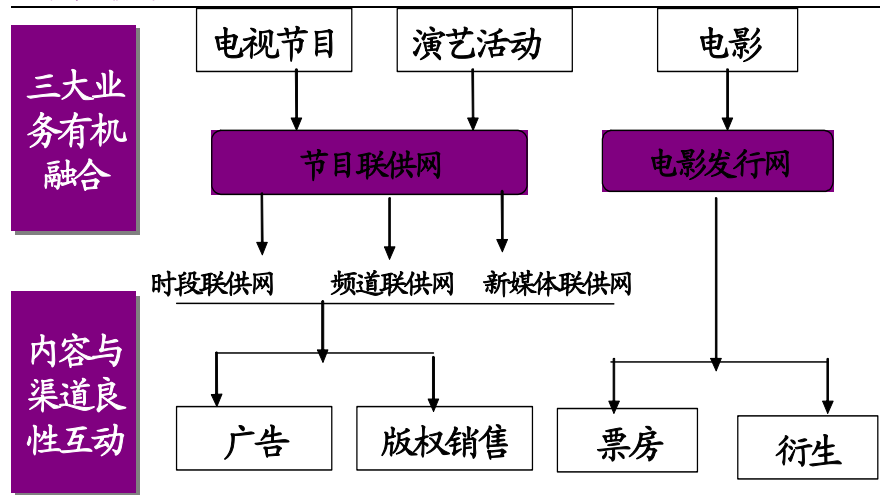
3.3、整合营销形成强大品牌优势，吸引顶级客户群

光线传媒搭建制作、发行为一体的综合平台，能将众多资源整合在一起，为广告客户进行多角度全方位营销。

公司首创目前的商业模式，以内容为纽带，基于节目联播网平台将三大业务有效整合起来，演艺活动和影视剧为电视节目提供丰富素材、电视节目为演艺活动和影视剧提供宣传平台、影视剧发布会成为演艺活动盈利来源之一、演艺活动为自身影视剧提供宣传服务。三大业务有机融合，极大提升了节目联播网的广告价值，形成了公司独特的竞争优势。

图表 16：独特商业模式便于资源整合

公司商业模式



资料来源：光线传媒，光大证券研究所

以大型活动的方式进行营销，日益成为企业和政府客户提升影响力的重要手段，而相比于行业内众多作坊式的演艺活动工作室，光线传媒集团资源丰富，影响力强，有一定的规模效应。除了大型演艺活动，光线传媒还掌握着电视节目广告、贴片广告、植入广告等几乎所有的电视媒体广告资源，为广告客户提供全方位的营销。这些媒体广告服务也同时提升了公司演艺活动业务的商业价值，也吸引了大批顶级客户。

图表 17：公司强大品牌优势吸引顶级广告客户群

公司广告客户



资料来源：光线传媒，光大证券研究所

3.4、业务拓展，未来增长可期

节目联播网广告价值的提升来源于两个方面，一是节目内容的丰富，二是节目覆盖面的扩大。节目内容方面，未来公司日播栏目制作量将由目前的 5.5 小时增加到 8 小时，将引进辽宁卫视“激情唱响”等节目，并将购买电视剧转型成电视剧+娱乐节目的供应模式；节目覆盖面方面，公司将进一步拓展联播网的合作频道数量，频道联播网 2012 年达到 200 家。

演艺活动业务上，公司将拓展城市节庆活动市场，利用丰富的明星资源开展演唱会等类型的活动。

电影发行业务上，依托新型电影发行网络，影片投资规模和发行数量都将有持

续增长。

在完善现有业务基础上，公司还将向电子商务领域延伸，发展时尚类产品的电子商务。有公司强大的营销能力做支撑，以节目、活动等宣传平台为依托，新的业务必将会迅速发展壮大。相信业务的拓展和产业链的延伸将为公司未来带来新的增长。

四、募投项目分析

4.1、募集资金项目旨在提升综合实力

募集资金项目涉及电视联播网的节目制作、电视剧购买，数字演播中心扩建及节目采编数字化改造。

图表 18：募投项目提升综合实力

募集资金项目列表

序号	项目名称	投资额（万元）	备案情况
1	电视联播网电视节目制作	6282	--
2	电视联播网电视剧购买	21600	--
3	数字演播中心扩建项目	6500	京东城发改（备）[2009]15 号
4	节目采编数字化改造项目	3400	京东城发改（备）[2009]14 号
5	其他与主营业务相关的营运资金	【 】	

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

- **项目一：在公司现有 5.5 小时日播和 1 小时周播电视栏目的基础上**，募集资金项目期为 12 个月，将增加 2 档日播类精品栏目、2 档周播类精品栏目和日播类栏目剧，每日电视栏目制作量将达 8 小时。新增电视节目将主要通过节目联播网中的时段联播网和频道联播网播出，其中，在现有时段联播网地面频道的基础上，重点开拓卫视频道，利用精品栏目拓展在卫视频道的影响力，为公司的节目联播网提供更加丰富的节目类型。节目时间的增加和频道的增多是未来收入的增长点。
 - **项目二：募投资金的重点项目是进行电视剧营销**，公司拟投资 21,600 万元购买 1,080 集精品电视剧全国地面频道首轮播出权，每天的 17:30 - 23:30 之间在公司的频道联播网电视台中连续播出 3 集，打造城市频道联播网的电视剧剧场，在内容方面进一步充实公司电视节目联播网，提升公司作为电视节目联播网运营商的节目运营能力。购买的电视剧通过节目联播网发行，降低了发行风险，同时电视剧的加入有助于增强频道内容的吸引力，提高收视率，从而提高广告收入，便于向其他频道扩张。
 - **项目三：本次募集资金中的 6,500 万元用于数字演播中心扩建项目**。该项目是在现有演播厅的基础上，扩建一个 1,000 m² 和一个 2,000 m² 的演播厅。分别用于公司日播类和周播类电视栏目的录制及颁奖典礼、演唱会、首映式等演艺活动的录制。该项目有助于提高电视栏目及演艺活动质量。
 - **项目四：公司拟投资 3,400 万元用于数字化改造，构建节目采编数字化系统**，实现电视节目制作与电视台数字化升级改造的对接。项目通过采购目前市场通用的高端数字化摄录设备、数字化编辑制作设备、以及数字化存储设备，实现节目内容拍摄、编辑制作、存储及后期应用全过程的数字化升级改造，同时充分盘活公司已积累的海量娱乐内容，打造以全数字化技术为手段、以多媒体数字化内容为核心的数字采编制作与应用系统。
- 总体看募投项目能够提高原有强势业务——电视节目制作、演艺活动，同时增大电视剧发行的投入。各个项目从不同角度完善节目联播网，提高网络节目质量，增加网络吸引力，以便未来频道扩张。

五、盈利预测

5.1、关键假设及盈利预测

1、电视栏目与广告收入主要来源于节目换取广告时间的营销，即电视联播网广告收入，2008-2010 年分别占到栏目制作与广告总收入的 89.0%、86.5%和 85.5%，30 分钟的电视栏目一般可有 6 分钟广告时间，公司换取 30%-40%，即取得其中 2 分钟左右的广告时间，则根据节目总量可估算出广告总长度，进而计算每分钟广告收入。

电视联播网广告收入增长由两个因素驱动，一是节目时间的增加，二是广告单价的增长。新媒体广告资源的增加对于提升广告价值具有重要的意义。

- (1) **节目总时间**：公司上市募投资金项目之一为电视联播网电视节目制作，即将在 12 个月内增加日制作节目时间至 8 小时，则假设募投项目进展顺利，2012 年电视栏目制作总量将由 5.5 小时增加至 8 小时，增长 45%。
- (2) **每分钟广告收入**：频道的扩张会反映在广告价值的增加上，随着上市募集资金项目的投入，节目网内容会更加丰富起来，同时网络覆盖频道数量也将有所扩张，广告价值会有一个较快的增长。

图表 19：电视联播网广告收入预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
制作节目总量(分钟)	83575	108210	113925	135571	165396	195168
增长率		29.5%	5.3%	19%	22%	18%
广告时间(分钟) ^[1]	5572	7214	7595	9038	11026	13011
增长率		29.5%	5.3%	19%	22%	18%
平均每分钟广告收入(元)	29131.1	27650.8	30777.5	35086.3	40700.1	52910.1
增长率		-5.1%	11.3%	14%	16%	30%
电视联播网广告收入(百万元) ^[2]	162.3	199.5	233.8	317.1	448.8	688.4
占比	89.0%	86.5%	85.5%	83.0%	82.0%	82.0%

[1]按相关规定，30 分钟的电视栏目一般可有 6 分钟广告时间，公司换取 30%-40%，即取得其中 2 分钟左右的广告时间

资料来源：光大证券研究所

2、**演艺活动业务**：假设募投资金项目进展顺利，演播大厅 2012 年建成，因此 2012 年演艺活动收入增长将快于 2011 年，考虑到短期的投入以及规模的扩张，短期毛利率可能会有所下降。

3、**电影业务**上，今年上半年公司发行的包括《最强喜事 2011》在内 2 部电影实现 1.89 亿的票房，预计今年收入增长将达到 130%，毛利率会比前一年有较大提高。

综合以上分析和假设，分业务收入、增长及毛利率预测如下：

图表 20：主营业务收入和毛利率预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
栏目制作与广告总收入(百万元)	182.3	230.6	273.4	382.1	547.3	839.5
增长率		26.5%	18.5%	39.8%	43.2%	53.4%
栏目制作与广告收入毛利率	32.9%	46.3%	51.4%	51.0%	51.0%	52.0%
演艺活动(百万元)	22.8	64.0	51.9	62.2	77.8	97.2
增长率		180.9%	-18.9%	20.0%	25.0%	25.0%
演艺活动毛利率	38.1%	45.4%	54.4%	52%	50%	48%
影视剧(百万元)	59.3	90.6	154.4	355.1	479.3	623.1
增长率		52.9%	70.3%	130.0%	35.0%	30.0%

影视剧毛利率	5.1%	9.0%	13.0%	22%	23%	25%
总计（百万元）	264.3	385.2	479.6	799.4	1104.4	1559.9
增长率		45.7%	24.5%	66.7%	38.2%	41.2%
毛利率	27.2%	37.4%	39.4%	38%	39%	41%

资料来源：光大证券研究所

六、估值与股价催化剂

6.1、前提假设

- 1、主营业务增长势头强劲，募投资金顺利推进；
- 2、期间费用率基本维持稳定，募投资金到位对利息收入影响大；
- 3、母公司 2009 年起享受 15% 的所得税优惠可持续，子公司税率基本维持原有优惠，平均所得税率保持原有水平。

6.2、绝对估值

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.50%
无风险利率 Rf	3.98%
β (levered)	1.05
Rm-Rf	8.85%
Ke(levered)	13.26%
税率	16.40%
Kd	5.32%
Ve	309.1
Vd	116.0
目标资本结构	27.29%
WACC	11.09%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	94.94	1.41%
第二阶段	2,138.16	31.83%
第三阶段（终值）	4,483.43	66.75%
企业价值 AEV	6,716.53	100.00%
加：非经营性净资产	-31.96	-0.48%
价值		
减：少数股东权益（市	0.00	0.00%
值）		
减：债务价值	116.00	-1.73%
总股本价值	6,568.57	97.80%
股本（百万股）	109.60	-
每股价值（元）	59.93	-
PE（隐含）	37.70	-
PE（动态）	0.00	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
10.09%	66.16	69.59	73.54	78.15	83.57
10.59%	60.10	62.96	66.22	69.97	74.35
11.09%	54.82	57.22	59.93	63.03	66.59
11.59%	50.18	52.21	54.48	57.06	60.00
12.09%	46.08	47.80	49.73	51.89	54.34

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	60	46 — 84	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	48	36 — 67	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	52	42 — 68	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	59	45 — 83	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	67	54 — 86	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	71	58 — 94	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

6.3、相对估值

目前与光线传媒业务相似的 A 股上市公司主要是华谊兄弟和华策影视。可比公司 2010 年的 PE 平均值为 55 倍，市场一致预期对应的华谊兄弟、华策影视 2011 年 PE 分别为 35、42 倍，6 月 1 日上市以来创业板股票的平均市盈率是 31 倍，我们认为，光线传媒与华谊兄弟、华策影视等公司既有相似，又有其独特业务模式，是国内唯一能够工业化、常态化进行电视栏目制作，并拥有自己强大的发行网络，能够多角度进行广告营销的传媒集团，可享受一定的估值溢价。

图表 21：可比公司 PE

证券 代码	公司 名称	当前 股价	EPS(元)			P/E(x)		
			10A	11E	12E	10A	11E	12E
300133	华策影视	44.17	0.85	1.28	1.69	52	35	26
300027	华谊兄弟	15.76	0.25	0.38	0.57	63	41	28
-	平均值	-	-	-	-	58	38	27
(PE)								

资料来源：朝阳永旭，光大证券研究所

图表 22：创业板近期发行上市公司 PE

				10A	11E	12E	10A	11E	12E
300226	上海钢联	2011/6/8	29.77	0.67	0.97	1.4	44	31	21
300227	光韵达	2011/6/8	18.93	0.31	0.5	0.69	61	38	27
300228	富瑞特装	2011/6/8	35.62	0.68	1.09	1.63	52	33	22
300229	拓尔思	2011/6/15	19.75	0.5	0.7	0.97	40	28	20
300230	永利带业	2011/6/15	16.96	0.41	0.61	0.9	41	28	19
300231	银信科技	2011/6/15	30.46	0.67	0.94	1.28	45	32	24
300232	洲明科技	2011/6/22	20.60	0.72	1.1	1.44	29	19	14

2011-07-20 光线传媒

300233	金城医药	2011/6/22	23.19	0.87	1.09	1.41	27	21	16
300234	开尔新材	2011/6/22	20.05	0.41	0.59	0.83	49	34	24
300236	上海新阳	2011/6/29	17.02	0.42	0.55	0.77	41	31	22
300237	美晨科技	2011/6/29	38.20	1.43	1.73	2.28	27	22	17
300238	冠昊生物	2011/7/6	39.96	0.53	0.76	1.04	75	53	38
300239	东宝生物	2011/7/6	21.57	0.29	0.4	0.6	74	54	36
300240	飞力达	2011/7/6	30.95	0.69	0.98	1.31	45	32	24
300241	N 瑞丰光	2011/7/12	18.55	0.55	0.76	1.08	34	24	17
300242	N 明家	2011/7/12	16.25	0.44	0.57	0.76	37	29	21
300243	N 瑞丰高	2011/7/12	25.59	1.09	1.37	1.85	23	19	14
平均值 (PE)							44	31	22

资料来源：朝阳永旭，光大证券研究所

6.4、股价驱动因素

长期股价催化剂：通过节目联播网综合发行自制日播电视栏目、演艺活动及外网电视剧等内容资源，丰富的节目内容和领先的发行模式有助于频道数量和节目时间的不断增加，以换取更多的广告时间，利用公司丰富的广告营销经验和多角度全方位的营销方案支持公司收入的长期增长。同时公司创新的直营电影发行模式将能在竞争激烈的电视发行市场占领较大票房份额。

短期股价催化剂：今年上半年公司发行的包括《最强喜事 2011》在内 2 部电影实现 1.89 亿的票房，今年公司全额投资了《画壁》、《四大名捕》，投资成本 1.5 亿，预计电影业务将有爆发式增长。

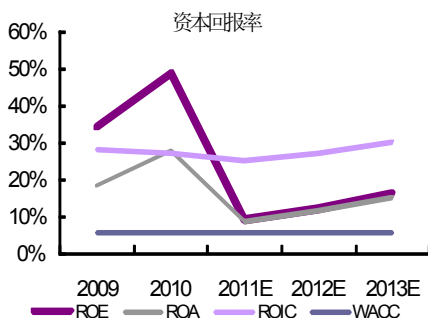
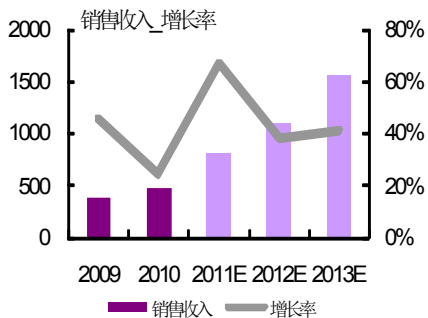
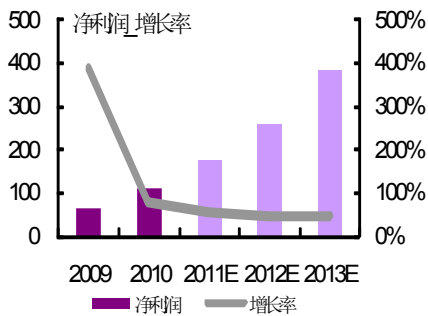
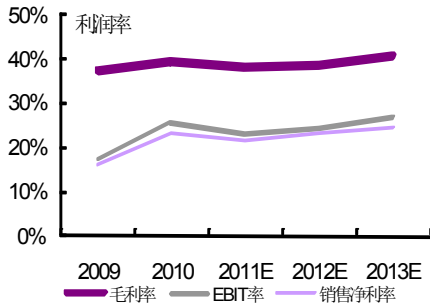
七、投资建议

我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.59、2.36、3.51 元，未来 3 年复合增长率 50.5%，我们认为，光线传媒是国内唯一能够工业化、常态化进行电视栏目制作，并拥有自身强大发行网络，能够多角度进行广告营销的传媒集团，盈利模式独特，壁垒高且具有较高的可拓展空间，综合其绝对估值和相对估值，我们认为公司合理价值区间为 62.0-65.2 元，对应 2011 年 39-41 倍 PE，建议申购价格 57.3-61.9 元，对应 2011 年 36-39 倍 PE。

八、风险分析

经营风险：公司所处行业监管严格，存在电影、电视剧通不过审查而不能发行的风险，同时不排除影片票房达不到预期的风险。

市场风险：创业板公司存在投资估值风险。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	385	480	799	1,104	1,560
营业成本	241	291	493	676	921
折旧和摊销	6	7	4	5	5
营业税费	16	19	31	43	61
销售费用	11	12	24	33	44
管理费用	33	32	56	77	103
财务费用	2	4	-6	-25	-25
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	0	4	4	3
营业利润	68	119	196	298	448
利润总额	72	135	208	310	460
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	62.71	112.82	174.25	258.86	384.38

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	346	408	2,012	2,249	2,570
流动资产	271	326	1,911	2,127	2,428
货币资金	58	40	1,423	1,471	1,497
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	129	130	283	353	492
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	5	5	9	11	14
存货	24	18	53	72	96
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	31	0	0	0	0
固定资产	11	16	22	31	42
无形资产	1	1	1	1	1
总负债	162	176	99	130	143
无息负债	112	60	87	118	131
有息负债	50	116	12	12	12
股东权益	185	232	1,913	2,120	2,426
股本	82	82	110	110	110
公积金	73	58	1,555	1,580	1,580
未分配利润	30	92	249	431	737
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	91	35	5	98	101
净利润	63	113	174	259	384
折旧摊销	6	7	4	5	5
净营运资金增加	-52	139	222	183	330
其他	75	-223	-395	-349	-619
投资活动产生现金流	-7	-53	-31	-21	-22
净资本支出	5	13	35	25	25
长期投资变化	31	0	0	0	0
其他资产变化	-43	-66	-66	-46	-47
融资活动现金流	-69	13	1,409	-28	-53
股本变化	77	0	27	0	0
债务净变化	20	66	-104	0	0
无息负债变化	64	-52	28	30	14
净现金流	15	-6	1,383	49	26

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	45.75%	24.50%	66.67%	38.16%	41.24%
净利润增长率	386.82%	79.90%	54.45%	48.56%	48.49%
EBITDA 增长率	241.50%	81.66%	46.35%	44.17%	55.43%
EBIT 增长率	302.56%	87.51%	51.06%	44.71%	56.04%
盈利能力 (%)					
毛利率	37.35%	39.39%	38.37%	38.78%	40.96%
EBITDA 率	18.54%	27.05%	23.75%	24.78%	27.27%
EBIT 率	17.04%	25.67%	23.26%	24.37%	26.92%
税前净利润率	18.77%	28.14%	26.07%	28.04%	29.47%
税后净利润率 (归属母公	16.28%	23.52%	21.80%	23.44%	24.64%
ROA	18.11%	27.69%	8.66%	11.51%	14.96%
ROE (归属母公司) (摊	33.95%	48.67%	9.11%	12.21%	15.84%
经营性 ROIC	28.08%	27.10%	24.98%	27.24%	29.88%
偿债能力					
流动比率	1.71	2.02	22.49	18.47	18.81
速动比率	1.56	1.91	21.87	17.84	18.07
归属母公司权益/有息债务	3.72	2.00	159.42	176.64	202.20
有形资产/有息债务	6.34	2.98	163.46	183.19	209.91
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.57	1.03	1.59	2.36	3.51
每股红利	0.00	0.00	0.48	0.71	1.05
每股经营现金流	0.83	0.32	0.04	0.89	0.92
每股自由现金流(FCFF)	1.17	-0.37	-0.81	0.25	0.12
每股净资产	1.69	2.12	17.46	19.34	22.14
每股销售收入	3.51	4.38	7.29	10.08	14.23

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

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名并带领团队获得首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

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。
市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

本公司已获业务资格：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；证券资产管理；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。

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

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

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com