

光线传媒(300251)

研究员: 高圣 执业证书编号: S0570511050003

☎ 025-83290935 ✉ gaosheng999@gmail.com

🌐 <http://t.zhangle.com/4034>

渠道与内容并重的领先民营传媒娱乐集团

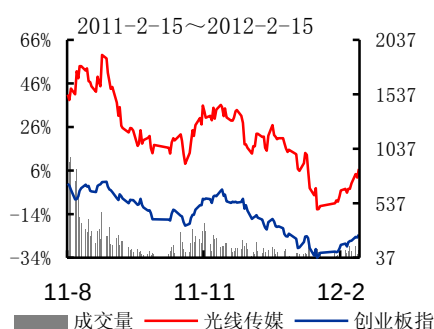
投资评级: 推荐(调高)

传媒 II

当前价格(元): 56.07

目标价格(元): 65.40

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 光线传媒是目前中国最大的民营传媒娱乐集团之一，目前形成了以电视栏目制作与广告运营为核心，演艺活动举办和影视剧投资发行共同发展的业务模式，在中国传媒及娱乐领域居于领先地位。

◆ 公司 2010 年实现收入 4.8 亿元，实现净利润 1.13 亿元，增速分别为 24.5% 和 79.9%。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。

◆ 2012 年在电视栏目方面，公司节目制作能力有望提高至 8 小时/天，从而带动公司节目制作与广告收入的增长，公司将精细化打造每一个节目，并且公司将继续改变原先主要于市县台合作的模式，进一步加强与卫视的合作，提升公司电视栏目在强势媒体中的影响力。演艺活动方面，预计 12 年活动数量将保持稳定，但业务收入仍将保持一定增长，增长的来源为每项活动收入的上升。电影业务方面，公司将加大在电影投资和制作方面的投入，实现由“发行”向“投资制作+发行”的转变，预计 12 年公司影片数量将超过 10 部；电视剧业务上，公司将加大对电视剧的购买力度，增加首轮剧的发行数量。

◆ 我们预计公司 11-13 年实现营业收入 7.15 亿元、9.86 亿元和 13.12 亿元，实现归属母公司净利润分别为 1.74 亿元、2.39 亿元和 3.13 亿元，折合每股收益 1.59 元、2.18 元和 2.86 元，对应目前股价的市盈率分别为 34.35 倍、25 倍、19 倍。

◆ 光线传媒是目前中国最大的民营传媒娱乐集团之一，在国家“制播分离”政策下有望持续得到良好发展，公司未来将加大影视剧投入，影视业务有望成为公司业绩的重要增长点。目前公司股价对应于 2012 年 EPS 的 PE 仅 25 倍，居于传媒板块中低端，估值较低，考虑以上因素，我们上调对公司评级至“推荐”。

◆ 风险提示：国家对娱乐影视行业政策发生重大变化的风险，影视剧收视效果低于预期的风险。

公司基本资料

总股本(万)	10960.00
流通 A 股(万)	2740.00
52 周内股价区间(元)	45.01-83.86
总市值(亿)	59.17
总资产(亿)	18.67
每股净资产(元)	15.62

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	4.80	7.15	9.86	13.12
+/-%	24.50	49.0	38.0	33.0
净利润(百万)	112.82	174	239	313
+/-%	79.94	54.4	37.3	31.0
EPS(元)	1.37	1.59	2.18	2.86
P/E	38.4	34.35	25.02	19.10

公司概况

光线传媒是目前中国最大的民营传媒娱乐集团之一, 目前形成了以电视栏目制作与广告运营为核心, 演艺活动举办和影视剧投资发行共同发展的业务模式。2009年中国北京国际文化创意产业博览会上, 公司被评为“2009年中国文化创意产业十大领军企业”之一以及“中国文化创意产业高成长企业100强之TOP8”。

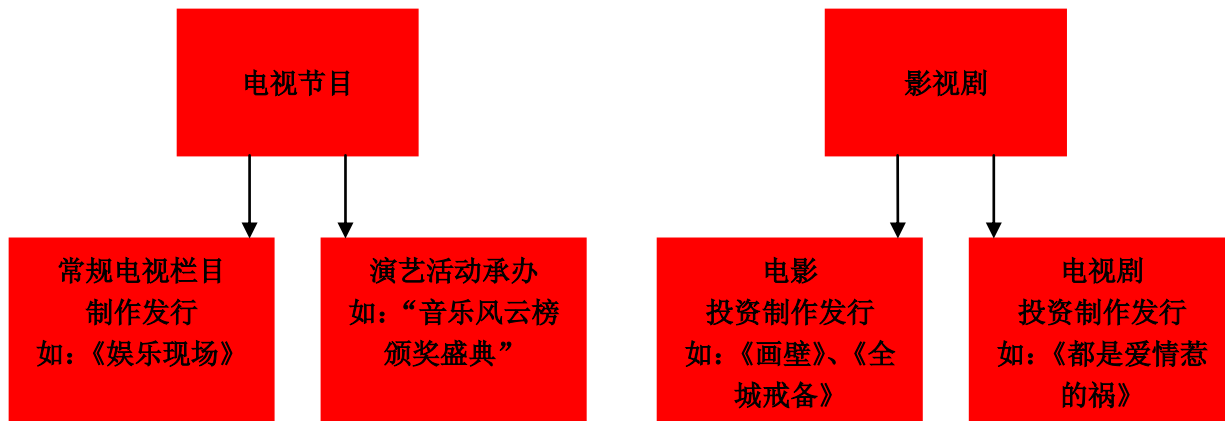
图1: 光线传媒公司标识



资料来源: 互联网

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。

图2: 公司内容产品与业务构成



资料来源: 华泰证券研究所

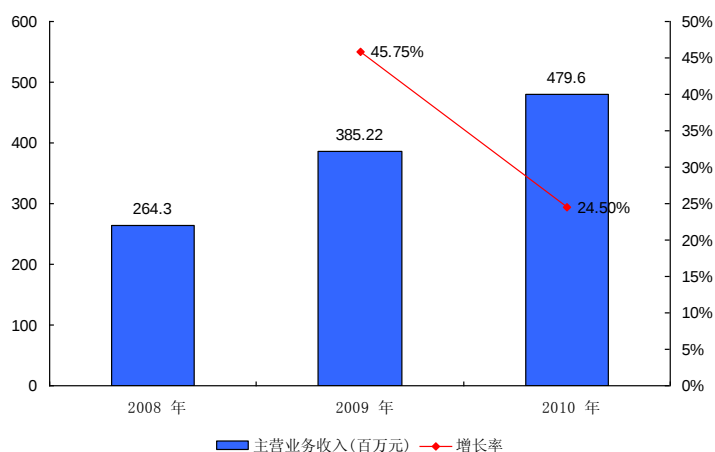
- **电视栏目:** 公司的电视栏目主要是娱乐资讯类、生活时尚类, 按播出频率分为日播和周播。公司自1999年7月1日开播的《中国娱乐报道》(2001年更名为《娱乐现场》)在中国娱乐界信息传播领域有较高的知名度。目前, 公司制作10档日播栏目和1档周播栏目, 共计5.5小时。电视栏目主要通过两种方式实现收入, 第一, 电视栏目播出权的直接销售; 第二, 用电视栏目换取广告时间, 再通过贴片广告、植入广告等广

告营销实现收入,第二种为现在主要收入方式。

- **演艺活动:** 公司所从事的演艺活动主要是指通过电视台播出的大型线上活动,主要包括颁奖典礼、首映礼、音乐演出类和选秀类活动。公司的“音乐风云榜颁奖盛典”自2000年以来连续举办十届,被媒体誉为“中国的格莱美”;“娱乐大典”是目前国内唯一的年度综合性娱乐颁奖典礼;“电视剧风云盛典”是目前国内唯一以收视数据为基础的电视剧颁奖礼。公司演艺活动收入来自于活动制作费收入、冠名权、独家赞助等商家赞助收入。
- **影视剧: 电影方面,**以国产影片的发行业务为主,同时也通过参与投资和制作增加发行数量和收益,代表影片包括《精武风云》、《全城戒备》、《画壁》等。电影业务收入主要来源于影片票房分账收入、音像版权等院线渠道收入、电影贴片广告等衍生收入以及代理发行费收入。**电视剧方面,**公司已投资、制作、发行了20部常规电视剧和240集情景喜剧,如《祸福相依》、《都是爱情惹的祸》、《好好过日子》等常规电视剧以及《马大姐新传》、《超人马大姐》、《桂花打工记》等情景喜剧。电视剧业务收入来自电视剧版权的销售,主要包括电视剧播放权收入、电视剧音像制品版权收入及衍生产品收入。

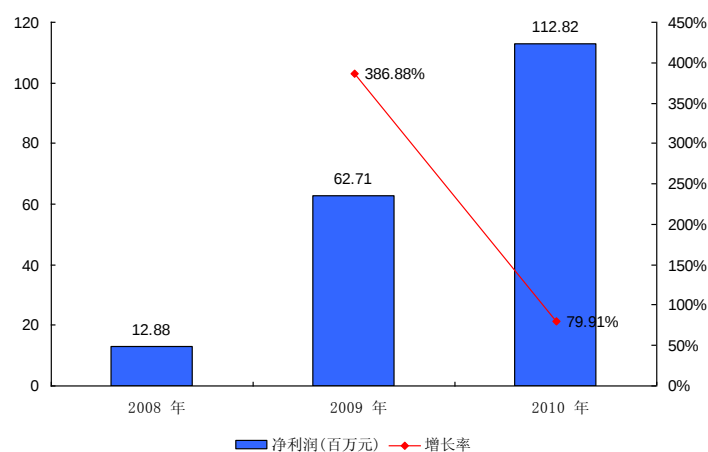
收入和净利润方面,公司2010年实现收入4.8亿元,实现净利润1.13亿元,增速分别为24.5%和79.9%,尽管较2009年有所下降,但仍然保持较高速增长。

图3: 光线传媒近三年收入增长情况



资料来源: WIND资讯, 华泰证券研究所

图4: 光线传媒近三年净利润增长情况

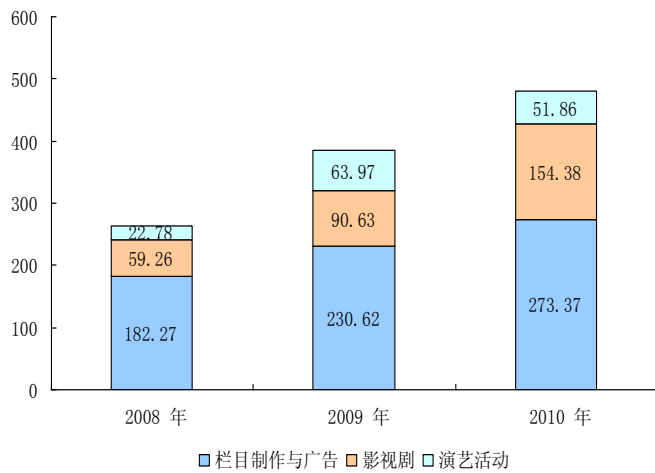


资料来源: WIND资讯, 华泰证券研究所

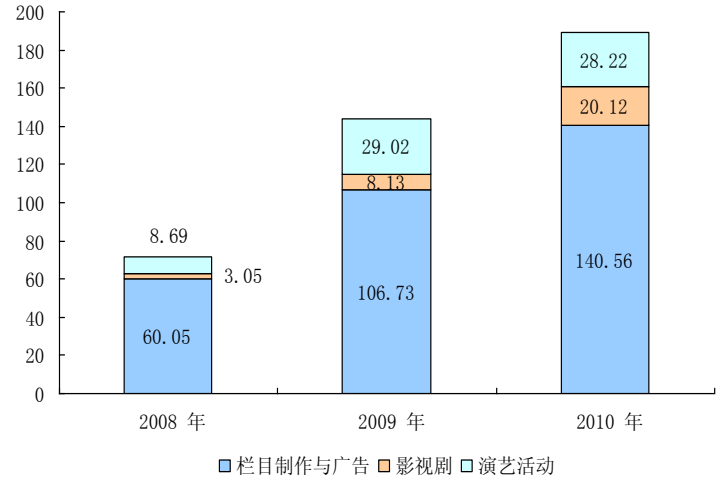
主营业务收入和毛利构成上看,公司栏目制作和广告收入占据第一,并且保持较高速增长。影视剧相关业务收入近年来快速增加,但由于影视剧毛利率较低,因而贡献毛利较少。未来随着公司进一步加大对影视剧业务的投入,影视剧业务收入和毛利占比有望持续上升。

图5: 光线传媒主营业务收入分业务构成 (单位: 百万元)

图6: 光线传媒毛利分业务构成 (单位: 百万元)



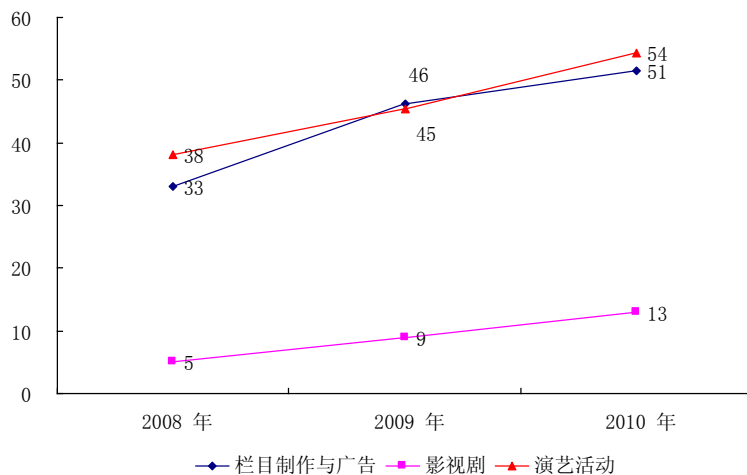
资料来源: WIND资讯, 华泰证券研究所



资料来源: WIND资讯, 华泰证券研究所

毛利率方面, 随着公司业务规模扩大带来的规模效应, 公司栏目制作和广告业务及演艺活动业务毛利率均较高并且在逐渐上升之中; 而影视剧业务毛利率较低, 其主要是由于以往公司的电影业务以发行为主, 投资和制作占比较低, 随着今后公司更多从事电影投资和制作, 其毛利率将出现上升。预计 2011 年后公司影视剧业务毛利率可以达到 30%左右。

图7: 光线传媒近三年各业务毛利率情况 (单位: %)



资料来源: WIND资讯, 华泰证券研究所

公司受益于我国近年来推行的“制播分离”政策。“制播分离”政策的推出打开民营企业进入节目制作市场的大门, 受体制的制约, 04 年之前国内电视台节目主要采取内部制作的方式。随着2004 年国家广电总局明确提出广播电视节目制播分离政策, 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。该政策为民营电视节目制作机构提供了较为宽松、有利的发展环境, 也使得公司的发展受益, 我们判断未来“制播分离”政策将进一步深化, 公司有望在其中获得更大的发展

空间。

公司主营业务分析

栏目制作与广告—立足最大地面电视网、拥有一定制作实力和广告销售能力

公司的电视栏目主要是娱乐资讯类和生活时尚类, 按播出频率分为日播和周播。电视栏目主要通过两种方式实现收入, 第一, 电视栏目播出权的直接销售; 第二, 用电视栏目换取广告时间, 再通过贴片广告、植入广告等广告营销实现收入。此外, 还有衍生业务收入, 主要为四费收入(节目磁带费、快递费、网络传输费和复制费)和电信增值收入。近三年公司栏目制作与广告收入具体情况如下表:

表 1: 公司栏目制作与广告收入情况(单位: 万元)

收入类别	明细	2008年度	2009年度	2010年度
节目制作收入	节目直接销售收入(电视台)	1,229.27	1,771.96	2,932.47
	其他媒体收入	249.88	638.41	130.00
节目广告收入	电视联播网广告收入	16,230.89	19,947.27	23,375.48
衍生收入及其他	衍生收入及其他	516.92	704.62	899.12
	合计	18,226.95	23,062.26	27,337.06

资料来源: 公司招股说明书

其中, 节目制作 2010 年收入实现 0.31 亿元, 同比增长 27%, 节目广告 2010 年实现收入 2.3 亿元, 同比增长 17%。节目广告包括贴片广告、冠名广告、植入广告等形式, 是公司电视栏目业务的主要收入来源。

1. 公司电视栏目数量形成规模, 工业化流程为质量提供保证

自从 1999 年 7 月 1 日开播《中国娱乐报道》(2001 年更名为《娱乐现场》)以来, 公司逐步扩大了其制作的电视栏目数量, 预计 2012 年公司制作的节目时长能够超过 8 小时, 节目数量上已经形成规模。公司的节目制作质量较为稳定, 自 1999 年以来已经有十余年的电视节目制作经验, 工业化的制作流程为节目的制作质量提供了良好的保证。公司希望将每一个节目都以一个品牌来打造, 精细化打造每一个节目, 提高每一个节目的影响力和盈利能力。

表 2: 公司的主要电视栏目及首播频次

序号	类型	电视节目名称	每期长度	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	资讯类	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	生活类	2011.01-今	103
13	麻辣看天下	30	生活类	2011.01-今	105
14	养生一点通	30	生活类	2011.01-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

资料来源：公司招股说明书

公司电视栏目及广告收入仍然主要来自于四档传统日播栏目：《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《最佳现场》和《影视风云榜》。2008 年该四档栏目收入占 11 档栏目的比例为 88.84%，近年来随着公司栏目制作量的增加，该主要四档栏目的收入比例有所下降，但仍然维持在高位，2010 年该比例为 84.79%。

表 3：公司传统四档栏目收入和占比情况（单位：万元）

项目	2008年度		2009年度		2010年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
四档主要日播栏目	16,661.13	88.84%	20,569.40	91.41%	23,180.27	84.79%
其他栏目收入	1,565.83	11.16%	2,582.87	8.59%	4,156.79	15.21%
栏目的相关收入合计	18,226.95	100.00%	23,062.26	100.00%	27,337.06	100.00%

资料来源：公司招股说明书

2. 立足最大地面电视网，电视栏目发行渠道较为广泛

目前，公司电视栏目发行以栏目换取广告时间，再通过贴片广告、植入广告等广告营销实现收入的模式为主，电视栏目直接销售的比例较低，电视栏目的广告营销收入是主要来源。广告营销能力是节目广告价值实现的关键，而节目发行渠道覆盖面的拓展是提升广告收入的前提。公司致力于发行网络的建设，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。目前，公司的电视节目每天在全国 307 个电视频道首播 1200 余频次。

表 4：2010 年公司时段联播网和频道联播网在各地区的签约频道数量：

各地区的播出频道数量	时段联播网	频道联播网	合计
华东地区	56	39	95
华南地区	28	12	40
华北地区	19	12	31
华中地区	17	28	45
西北地区	13	11	24
西南地区	18	19	37
东北地区	14	21	35
合计	165	142	307

资料来源：公司招股说明书

1) 时段联播网

时段联播网是指公司的**单个电视节目**分别与各个电视台逐一签订节目销售协议，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每个电视台协商确定，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。由于双方的合作主要是针对固定时段的电视栏目，因此，形成了节目在不同电视台各个时段播出的“时段联播网”发行网络。该发行网络主要播出公司的四档日播栏目《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《最佳现场》和《影视风云榜》，覆盖全国 165 个频道，包括 26 个省级频道、19 个省会频道、96 个市级频道、24 个县级频道。时段联播网签约时间一般为 1 年

2) 频道联播网

频道联播网的主要模式是公司**与地面电视台（包括地市级城市电视台和部分省级地面电视台）的一个频道签订五年以上的合作协议**，每日向合作频道打包提供 6 小时的首播内容，一般在每天 17:30-23:30 的时段播出，节目由公司统一包装，总广告时间（一般包括贴片广告和时段广告）中的 30%-40% 由公司进行独立运营。

与时段联播网的节目零售发行模式不同，该频道联播网创造了由公司向各个电视频道的同一时段打包发行 6 小时节目的批发模式。频道联播网的主要特点如下：

- 与时段联播网中公司一般仅拥有固定时段栏目贴片广告运营权不同，在频道联播网中，除了栏目贴片广告外，公司还拥有每天 17:30-23:30 之间不与栏目挂钩的频道时段广告。
- 公司可以对每天 17:30-23:30 之间的贴片广告和时段广告进行统一策划和包装；考虑观众收视习惯，进行节目替换，形成同一节目在频道联播网中统一的播出时间，实现对 6 小时节目和广告的整合运营，从而实现类型化节目制作和编排

➤ 该网络作为公司节目发行网络的重要组成部分, 与时段联播网不同的是, 其广告价值除了通过栏目贴片广告、植入广告、冠名权实现外, 公司还拥有部分不与栏目挂钩的时段广告运营权, 通过上述贴片广告和时段广告整合运营的方式实现收入。

目前, 公司的节目通过时段联播网在 126 个电视台的 165 个频道播出。未来, 公司拟进一步重点拓展省级卫视和省级地面频道的签约频道数量, 以提升在强势频道的影响力。

表 5: 公司节目联播网的签约频道类型

	时段联播网	频道联播网	合计
省级频道	26	1	27
省会频道	19	7	26
地市级频道	96	118	214
县级频道	24	16	40
合计	165	142	307

资料来源: 公司招股说明书

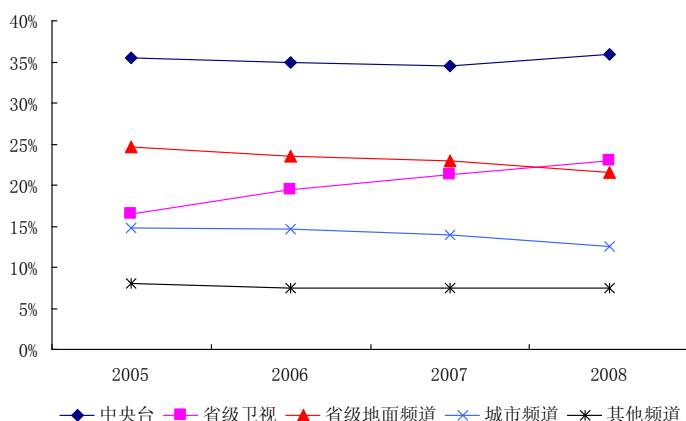
目前各地面电视台面临较大竞争压力, 近年来, 随着省级卫视频道的快速崛起, 全国地面电视台, 尤其是城市电视台的收视率持续下降。包括省级地面频道和城市频道在内的各地面电视台由于仅覆盖当地, 收视观众范围有限, 收入来源也受限制, 相应资金实力受到制约, 从而使得其频道节目内容缺乏、质量不高、并导致收视率进一步降低, 如此持续陷入被动局面和恶性循环状态。而央视和省级卫视由于覆盖全国, 受众和收入来源广泛, 资金实力明显具有优势, 因而其节目质量和内容都较大幅领先于地面频道, 在竞争中收视率持续上升。地面频道在中央台、各省卫视的多重夹击下, 没有足够的资金、人才和内容资源制作高质量的节目, 买不起或买不到优质电视剧, 主要靠本地新闻和民生节目支撑, 频道资源大量浪费, 收视率低, 广告收入增长缓慢, 形成恶性循环。

全国共有电视台 277 座, 开办 1356 个电视频道 (不包括县级频道), 平均每个电视台拥有 4.90 个频道。由于受制作人才、资金等资源的限制, 城市电视台只能自制其新闻综合频道的内容, 其余频道处于节目内容缺乏、质量不高、收视率不高的生存状况。电视剧方面, 中央电视台从 2006 年开始不再将优秀剧集二轮播放权卖给地方台, 省级卫视投入大量资金购买“独播剧”、“联播剧”、“定制剧”, 收视率快速提升, 城市电视台无力争取优秀剧目的播出权, 出现剧源匮乏的局面, 处于边缘化状态。自制电视栏目方面, 由于地面电视台覆盖面小, 收入来源有限, 很难投入大量资金生产有竞争力的电视节目, 特别是系列化的日播类电视栏目。

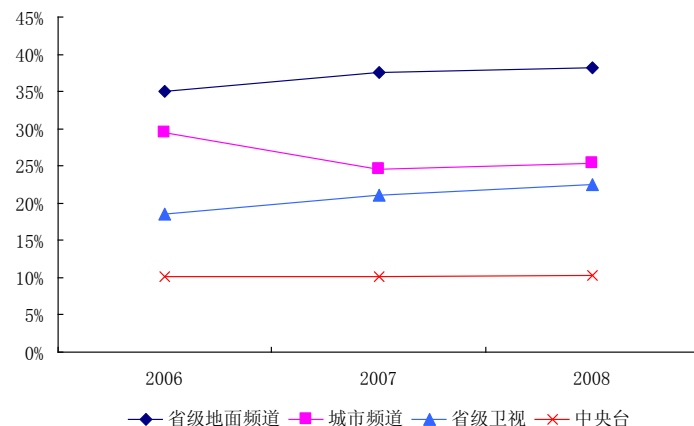
近年来, 各级频道近年来收视率变化如下图。

图 8: 各级频道 2005-2008 年收视率对比图

图 9: 2006-2008 年各级频道广告投放市场份额



资料来源:《中国广播电视年鉴》、华泰证券研究所



资料来源:《中国广播电视年鉴》、华泰证券研究所

时段联供网和频道联供网采取通过节目换取广告时间的方式,有效解决城市电视台等播出渠道内容的缺乏,提高其影响力,并使得地面电视台不需要购买节目,即可与公司分享广告时段资源,使得地面电视台经济上受益。

近年来,公司节目播出频道数量和首播总频次较快增加,主要四档日播栏目播出频次由 2008 年的 411 频次增加到 2010 年底的 683 频次。全部节目的播出频次达到 1200 余频次。

表 6: 公司主要栏目首播频次变化情况表 (单位: 频次)

栏目名称	2008年底	2009年底	2010年底
娱乐现场	130	176	203
音乐风云榜	92	121	153
影视风云榜	102	138	178
最佳现场	87	105	149
合计	411	540	683

资料来源: 公司招股说明书

3) 新媒体联供网

公司与鼎视传媒联合打造付费数字频道“新娱乐频道”,此外,公司积极把节目推向互联网、手机电视等新媒体,拓展地铁、机场、铁路、医院、高校等特定行业客户,形成了覆盖面较为广泛的新媒体联供网。

表 7: 公司节目在新媒体的覆盖情况:

类型	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

资料来源: 公司招股说明书

3 加强与卫视合作, 进入强势媒体

近年来, 公司开始进一步加强与卫视的合作, 以进入强势媒体。合作的卫视包括央视 1 套、深圳卫视、陕西卫视、辽宁卫视、广西卫视等。今年, 公司将进一步加强与卫视的合作, 开辟新的栏目, 如与辽宁卫视合作开辟《天才童声》等栏目, 与卫视的合作采用了时段联供网的模式。

尽管 2011 年底广电总局出台了限娱令, 但对公司与卫视合作的娱乐节目并没有产生实质性冲击, 公司与 CCTV、辽宁卫视、浙江卫视合作制作的《梦想合唱团》、《天才童声》、《首映礼》等节目顺利开播, 今年 3 月份还会有一档健康节目开播, 另有两档节目在与卫视洽谈。2012 年公司与卫视合作的节目数量、规模上可能会是 2011 年的两倍。公司从卫视收取的是节目的制作费用, 采用成本加成的定价方式。

表 8: 公司与卫视合作情况

合作卫视	栏目名称	说明
央视 1 套	《梦想合唱团》	2011 年 11 月份播出, 该档节目没有受到限娱令政策影响。
深圳卫视	《大牌生日会》	周播, 深圳卫视娱乐类节目不多, 与深圳卫视合作巨资打造的一档明星情感秀节目, 这档节目将会在深圳卫视持续播出。
陕西卫视	《生活魔法师》	日播时尚生活指导类节目。节目邀请内地及港台地区最富盛名、最具权威的时尚生活专家, 带来全方位、多角度的保养、护肤、造型、健康、家居、心理、情感等现代生活信息, 合力打造最完美的时尚生活!
辽宁卫视	《激情唱响》	已成为辽宁卫视重头节目, 是辽宁卫视 2012 年力推的娱乐类节目, 2012 年将继续播出。该节目是在引进全

辽宁卫视 《天才童声》
浙江卫视 《首映礼》

球顶级音乐选秀节目《X Factor》模式基础上,推出的一档大型音乐选秀节目。

中国首档大型少儿音乐成长节目。周播。

资料来源:华泰证券研究所

2012年公司节目电视制作数量有望超过8小时/天,公司希望将每一个节目都以一个品牌来打造,精细化打造每一个节目,提高每一个节目的影响力和盈利能力,在播放渠道上,公司一方面将继续与市县级电视台加强合作,提高时段联播网的份额,另一方面公司将通过与各卫视的合作进入强势的卫视媒体,此外,公司未来有望在新媒体的播放渠道商获得突破。

我们预计公司的栏目制作与广告业务在2011-2013年之间保持27%-30%的较为稳定的增长,增长动力包括节目制作数量的上升以及部分主要节目覆盖的媒体和频道增多。

2008年-2010年公司栏目制作与广告业务毛利提升主要原因在于主要节目栏目在保持数量稳定下播放频率不断提升(见表6)所致,由于市县频道市场已经得到较深度开发,其毛利将逐渐稳定。而随着公司与卫视合作开发一批新的节目栏目,公司将面临更多的成本和费用支出,在节目制作费用以及主持人等人员成本上涨的大环境下,我们预计公司此项业务毛利率出现小幅下降。

演艺活动—继续打造有影响力的活动品牌

公司所从事的演艺活动主要是指通过电视台播出的大型线上活动,主要包括颁奖典礼、首映礼、音乐演出类和选秀类活动,类似于在中央电视台播出的“同一首歌”、“中华情”等电视节目。公司的演艺活动一般与公司的电视栏目品牌相结合,由与公司合作的电视台播出,是为客户提供多渠道、多类型宣传方案的整合营销内容之一,成为公司娱乐整合营销的特色之一。演艺活动收入来自于活动制作费收入、冠名权、独家赞助等商家赞助收入。公司的演艺活动发展较快,活动类型由最初的与公司栏目相结合的颁奖典礼拓展到首映礼、音乐演出类和选秀类活动等。活动收入也从2008年的2,277.50万元增长到2010年的5,185.77万元,增长127.70%。

表9: 公司主要演艺活动一览

类型	主要活动名称
颁奖礼	音乐风云榜颁奖盛典、音乐风云榜新人盛典、电视剧风云盛典、时尚风云榜颁奖盛典、模特大典、娱乐大典、国剧盛典等
首映礼	《伤城》首映式、《东邪西毒》首映式、《我的青春谁作主》首映礼、《铁齿铜牙纪晓岚》首播会、《超人马大姐》首播会等
晚会演出类	2009超级巨星巡回演唱会、亚运天使选拔赛启动晚会、亚运歌曲选拔赛明

星加油会、烟台动漫节开幕式晚会、徐州经贸洽谈会开幕式演唱会、锦州海洋音乐节晚会等

选秀类 冰力先锋乐队选拔赛、音乐学院学员选拔赛、中国休闲装设计师大赛、全能娱乐主持人大赛等

资料来源：公司招股说明书

公司主要演艺活动中“音乐风云榜颁奖盛典”自2000年以来连续成功举办十届，被媒体誉为“中国的格莱美”；“娱乐大典”是目前国内唯一的年度综合性娱乐颁奖典礼；“电视剧风云盛典”是目前国内唯一以收视数据为基础的电视剧颁奖礼。

表 10：公司近三年活动举办场次

产量/收入	2008年度	2009年度	2010年度
活动举办场次	15	28	20

资料来源：公司招股说明书

预计今年公司演艺活动数量将保持稳定，但业务收入仍将保持一定增长，增长的来源为每项活动收入的上涨，公司将进一步提高演艺活动的质量，进行精细化管理。此外，以往公司演艺活动公司收入主要来自客户支付的活动组织费用，今年公司将尝试收取部分门票，但预计门票收入占比不会太高。

我们预计公司演艺活动在2011-2013年收入增长分别为27%、20%和18%，增速小幅下降的原因在于我们认为公司现有的演艺活动将趋于成熟，盈利增长空间逐渐下降，但如果公司能继续推出一批新的演艺活动，则我们将会上调对公司演艺活动业绩增长的预测。预计公司演艺活动业务成本将较为稳定，在收入上升情况下，毛利率小幅提升。

影视剧：未来公司重点发展的业务领域

1. 电影业务：由“发行”为主向“投资+发行”转变

在电影业务方面，公司以国产影片的发行业务为主，同时近年来也越来越多通过参与投资和制作增加发行数量和收益。电影业务收入主要来源于影片票房分账收入、音像版权等非院线渠道收入、电影贴片广告等衍生收入以及代理发行费收入。公司代表影片包括《精武风云》、《全城戒备》、《画壁》等。

表 11：公司电影业务收入情况（单位：万元）

	2008年	2009年	2010年
--	-------	-------	-------

当期发行电影的部数	5	8	7
公司的电影业务收入	3,111.37	7,562.36	14,549.44
其中:电影票房分账收入	2,611.41	6,437.63	12,337.08
影片衍生收入	499.96	1,124.72	2,212.36

资料来源: 公司招股说明书

目前国产影片中,票房前二十五名占全部国产影片票房总收入的80%以上,是国产影片票房的主力。根据2008年至2010年国产电影票房排名前二十五名影片的票房收入统计,票房前二十五名的国产影片中,公司发行的影片部量和票房收入位居行业第五名,在民营电影公司中名列第三名。国内主要电影企业排名及市场份额如下:

表12: 2008-2010年国内主要电影企业排名及市场份额

电影票房排名	名称	2008-2010年票房前25名的电影票房(亿元)	2008-2010年票房前25名的电影部数	2008-2010年占国产影片的票房市场份额
1	中影集团	29.5	17	24.96%
2	华谊兄弟	20.0	8	17.34%
3	上影集团	10.9	7	9.20%
4	博纳影业	9.0	9	7.65%
5	光线影业	4.7	9	4.03%
6	新画面	3.8	2	3.20%
7	小马奔腾	2.0	2	1.67%
8	华夏	1.9	3	1.65%

资料来源: 公司招股说明书

截止2010年底,公司累计投资发行了20部影片,其中只有《家有喜事》、《神兵小将》、《花田喜事》、《全城戒备》、《精武风云》等5部参与投资,电影发行是公司过去参与影视业务的主要方式,电影投资制作参与的相对较少,因而公司过去电影业务的毛利率较低(2010年影视业务毛利率为13%),无法和华谊兄弟的电影业务毛利率相比(约50%)。

表13: 2010年底前公司投资发行的影片情况

序号	名称	发行许可证编号	取得发行许可证时间	投资比例	取得方式	开始放映日期(发行日期)
1	蝴蝶飞	电审故字[2007]第165号	2007.12.21	无	协议取得	2008.1.10
2	深海寻人	电审故字[2008]第048号	2008.6.2	无	协议取得	2008.6.12
3	夺标	电审故字[2008]第063号	2008.7.24	无	协议取得	2008.11.13
4	证人	电审故字[2008]第098号	2008.11.6	无	协议取得	2008.11.20
5	大搜查	电审故字[2008]第096号	2008.11.12	无	协议取得	2008.12.23

6	家有喜事 2009	电审故字[2008]第1 31号	2009.1.4	31.25%	原始取得	2009.1.22
7	亲密	电审进字[2009]第6号	2009.02.23	无	协议取得	2009.03.06
8	东邪西毒 (终极版)	电审故字[2009]第016号	2009.03.20	无	协议取得	2009.03.27
9	完美新娘	电审数字[2009]第116号	2009.05.15	无	协议取得	2009.06.12
10	斗牛	电审数字[2009]第144号	2009.08.19	无	协议取得	2009.09.11
11	气喘吁吁	电审故字[2009]第063号	2009.08.11	无	协议取得	2009.08.28
12	神兵小将	电审动数字[2009]第 04号	2009.09.04	16%	原始取得	2009.10.01
13	阿童木	电审动字[2009]第10号	2009.10.12	无	协议取得	2009.10.23
14	花田喜事 2010	电审故字[2009]第148号	2010.01.25	44%	原始取得	2010.02.10
15	变相黑侠	电审进字[2009]第1号	2009.01.19	无	协议取得	2010.03.12
16	感情生活	电审故字[2009]第061号	2009.12.28	无	协议取得	2010.05.15
17	出水芙蓉	电审故字[2010]第009号	2010.06.12	无	协议取得	2010.07.06
18	全城戒备	电审故字[2010]第078号	2010.07.12	33.3%	原始取得	2010.08.06
19	精武风云. 陈真	电审故字[2010]第092号	2010.08.26	50%	原始取得	2010.09.21
20	爱出色	电审故字[2010]第096号	2010.10.15	无	协议取得	2010.11.05

资料来源: 公司招股说明书

公司在电影发行业务上的优势主要有以下两方面: 1.公司各类电视节目带来的强大媒体宣传能力, 公司可以通过拥有的电视节目对其发行的电影进行有效宣传和造势, 在影片上映前就开始提高影片的知名度。2.公司目前在全国 70 多个城市拥有 80 多个发行人员, 远多于其他公司 (中影 20 人, 其他少于 10 人), 深入至影院的发行队伍为公司影片在电影院排片等方面获得了重大优势。

2011 年公司发行影片 7 部, 市场排名第三, 预计 2012 年公司影片发行数量将超过 10 部, 市场排名有望进入第二, (2012 年有望为华谊兄弟的电影大年)。公司认为未来其年发行量会在 15~25 部间, 极限在 30 部。

近年来公司日益意识到参与电影投资制作的重要性, 而公司在电影发行业务上的领先地位也使得公司有实力去更多进入电影投资领域。2011 年 1-10 月公司上映的 4 部电影中有三部参与了制作, 未来公司将持续加大对电影制作上的投入, 实现从电影“发行”向电影“发行+制作”的转变。

表 14: 2011 年公司制作和发行的电影

名称	上映时间	参与类型	内地票房	导演	主演
最强喜事	2011-1-31	制作、发行	16,440	陈庆嘉、	甄子丹、古天乐、张柏芝等

				秦小珍	
B+侦探	2011-4-29	制作、发行	2,300	彭顺	郭富城
夺命心跳	2011-7-1	发行	1,625	张其	林熙蕾、梁家辉、黄维德等
画壁	2011-9-29	制作、发行	14,190	陈嘉上	邓超、孙俪、闫妮、柳岩等
(注1)					
梦游(3D)	2011-10-27	制作、发行	1,051	彭顺	李心洁、霍思燕、杨采妮、李宗翰
鸿门宴	2011-11-29	发行	15,175	李仁港	黎明、张涵予、黄秋生、陈小春
极速天使	2011-12-27	制作+发行	2,390	马楚成	汤唯、张柏芝、刘若英、林志颖

资料来源:艺恩咨询、华泰证券研究所

2011年公司发行了七部电影,其中四部电影在2011年四季度发行,四部影片中包括《画壁》和《鸿门宴》等过亿票房的影片。11年四季度公司的电影业务得到爆发。此外,此七部影片中,公司参与投资了其中的五部,也将使得公司获得更多的投资收益。11年全年整体来看,我们预计11年公司电影业务收入增长将超过100%。而毛利率也有望达到30%以上,明显高于2010年的13%。

公司2012年计划有十余部电影上映,其中包括纯代理发行、参与投资+发行、全额投资+发行等三类,包括将合拍的《铜雀台》、全额投资的《四大名捕1》等,中国电影行业正处于高景气周期,公司的电影业务有望持续获得较快增长。我们预计2012、2013年公司电影业务收入增幅分别为55%和40%。

2. 电视剧业务:增加电视剧购买,加大首轮剧发行

电视剧方面,业务收入来自电视剧版权的销售,主要包括电视剧播放权收入、电视剧音像制品版权收入及衍生产品收入。主要电视剧包括《祸福相依》、《都是爱情惹的祸》、《好好过日子》等常规电视剧以及《马大姐新传》、《超人马大姐》、《桂花打工记》等情景喜剧。

表 16: 公司电视剧业务的收入情况(单位:万元)

项目	2008年度	2009年度	2010年度
电视剧			
收入	2,814.43	1,500.39	888.22

资料来源:公司招股说明书

2008-2010年,公司电视剧销售收入逐年下降,主要是公司电视剧业务的重心开始由投资制作向以电视

剧发行转移,由于受限于资金实力,目前公司电视剧的发行主要是二轮剧的销售,电视剧销售单价较低,且远低于首轮剧的销售价格,因此,电视剧销售收入逐年下降。

表17: 公司投资发行的部分电视剧

类型	主要电视剧名称
情景喜剧	《马大姐新传》、《超人马大姐》、《桂花打工记》
电视剧	《祸福相依》、《都是爱情惹的祸》、《好好过日子》等

资料来源: 公司招股说明书

未来,公司募投项目之一的电视联供网电视剧购买项目将有望使得公司进一步加大首轮剧的发行,并提高电视剧业务的相关收入。

综合电影和电视业务,我们预计公司 11-13 年影视剧业务收入增速分别为 96%、50%、38%,毛利率分别为 30%、31%和 32%。

盈利预测

我们预计公司11-13年实现营业收入7.15亿元、9.86亿元和13.12亿元,实现归属母公司净利润分别为1.74亿元、2.39亿元和3.13亿元,折合每股收益1.59元、2.18元和2.86元,对应目前股价的市盈率分别为34倍、25倍、19倍。

光线传媒是目前中国最大的民营传媒娱乐集团之一,在国家“制播分离”政策下有望持续得到良好发展,公司未来将加大影视剧投入,影视业务有望成为公司业绩的重要增长点。目前公司股价对应于2012年EPS的PE仅25倍,居于传媒板块中低端,估值较低,我们上调对公司评级至“推荐”。

表18: 光线传媒分业务盈利预测 (单位: 百万元)

		2010A	2011E	2012E	2013E	2011.3Q
栏目制作 与广告	收入	273.37	347.18	451.33	586.73	261.59
	增速		27%	30%	30%	
	成本	132.81	170.12	234.69	305.10	137.53
	毛利率	51.41%	51%	48%	48%	47.43%
影视剧	收入	154.38	302.58	453.88	626.35	114.11
	增速		96%	50%	38%	
	成本	134.26	211.81	313.18	425.92	80.33
	毛利率	13.03%	30%	31%	32%	29.61%
演艺活动	收入	51.86	65.86	79.03	93.26	38.06
	增速		27%	20%	18%	
	成本	23.64	29.51	36.36	42.90	19.35
	毛利率	54%	55%	54%	54%	49.15%
合计	收入	479.61	715.63	984.25	1306.35	413.76
	增速		49%	38%	33%	
	成本	290.71	411.43	584.22	773.92	237.21
	毛利率	39%	43%	41%	41%	43%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

表 19: 公司盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	326	1717	1892	2160	营业收入	480	715	986	1312
现金	40	1301	1311	1407	营业成本	291	407	582	774
应收账款	130	253	350	430	营业税金及附加	19	29	39	52
其它应收款	5	9	11	15	营业费用	12	20	28	37
预付账款	133	118	169	245	管理费用	32	56	77	102
存货	18	35	51	64	财务费用	4	-8	-23	-24
其他	0	0	0	1	资产减值损失	2	8	9	7
非流动资产	81	168	236	300	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	5	5	5	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	16	47	80	111	营业利润	119	203	275	364
无形资产	1	25	45	65	营业外收入	16	8	10	11
其他	65	91	107	119	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	408	1884	2128	2460	利润总额	135	210	284	375
流动负债	161	91	92	108	所得税	22	36	44	61
短期借款	104	5	5	5	净利润	113	174	239	313
应付账款	14	17	26	34	少数股东损益	0	0	0	0
其他	43	69	60	69	归属母公司净利润	113	174	239	313
非流动负债	14	20	26	32	EBITDA	123	199	258	351
长期借款	12	15	19	23	EPS (元)	1.37	1.59	2.18	2.86
其他	2	5	7	8	主要财务比率				
负债合计	176	112	117	140	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	82	110	110	110	营业收入	24.5%	49.0%	38.0%	33.0%
资本公积	45	1384	1384	1384	营业利润	75.5%	70.3%	35.3%	32.6%
留存收益	104	279	516	826	归属于母公司净利润	79.9%	54.4%	37.3%	31.0%
归属母公司股东权益	232	1773	2010	2320	获利能力				
负债和股东权益	408	1884	2128	2460	毛利率	39.4%	43.0%	41.0%	41.0%
现金流量表					净利率	23.5%	24.4%	24.3%	23.9%
单位: 百万元					ROE	48.7%	9.8%	11.9%	13.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	43.2%	39.1%	34.4%	35.7%
经营活动现金流	35	62	60	145	偿债能力				
净利润	113	174	239	313	资产负债率	43.1%	5.9%	5.5%	5.7%
折旧摊销	0	3	7	11	净负债比率	66.03%	17.93%	20.24%	20.29%
财务费用	4	-8	-23	-24	流动比率	2.02	18.85	20.62	19.94
投资损失	0	-0	-0	-0	速动比率	1.85	18.29	19.81	19.07
营运资金变动	0	-115	-178	-172	营运能力				
其它	-82	7	15	17	总资产周转率	1.27	0.62	0.49	0.57
投资活动现金流	-53	-78	-75	-75	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	13	45	45	45	应付账款周转率	25.33	26.00	26.60	25.62
长期投资	0	5	0	0	每股指标 (元)				
其他	-40	-29	-30	-30	每股收益(最新摊薄)	1.03	1.59	2.18	2.86
筹资活动现金流	13	1278	25	25	每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.56	0.55	1.33
短期借款	54	-99	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.12	16.17	18.34	21.17
长期借款	12	3	4	5	估值比率				
普通股增加	0	27	0	0	P/E	39.78	34.35	25.02	19.10
资本公积增加	-24	1339	0	0	P/B	19.36	3.38	2.98	2.58
其他	-29	7	21	21	EV/EBITDA	49	31	23	17
现金净增加额	-6	1261	10	96					

资料来源: 华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望：市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内,与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格,经营许可证编号为:Z23032000。