

传媒

署名人: 冷星星

S0960209060284

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

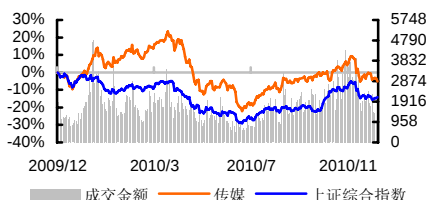
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	28
总市值(亿元)	2163
占 A 股比例(%)	0.43%
平均市盈率(倍)	60.26

行业表现

(%)	1M	3M	6M
传媒	-11.87	-1.83	3.58
上证综合指数	-8.70	5.97	11.89



相关报告

《快乐并快速成长的中国电影》2010-8-9

《传媒 2010 年中期投资策略-当文化产业腾飞梦想逐渐照进现实》2010-5-27

《传媒 2010 年年度投资策略-踏上快乐火爆的崛起征程》2009-12-26

传媒行业

看好

前程远大的内容产业-绽放快乐产业的超级消费品风采

投资要点:

- 中国是全球经济增长最快的国家之一,拥有世界上最大规模的消费市场。随着中国人均 GDP 的快速增长和人们消费的不断升级,在文化娱乐方面的支出将逐渐显现出刚性, **传媒业可能是未来中国增长最快的消费品行业,精品内容将成为中国媒体市场需求最强劲的产品。**然而目前由于政策管制、盗版猖獗等问题国内内容生产商的积极性还未被完全调动和释放, **内容领域的繁荣将是个逐步渐进的过程。**
- 中国的内容产业前程远大,是我们最看好的传媒子领域。我们认为, **2011 年这个快乐产业将在数字中国绽放超级消费品风采。**
- 电影行业将秀出故事的力量。**票房收入是目前国内电影行业的主要收入来源。今年的全国票房收入将轰轰烈烈地突破 100 亿元,实现超过 60% 的增长。2011 年,预计电影票房将保持 60% 的增长,达到 165 亿元。无疑,中国电影产业已迈入高速增长黄金期,我们预计未来 10 年还有 8-12 倍的空间待挖掘。同时,电影行业集顺经济周期和逆经济周期为一身的行业属性,使其在任何经济环境中都是投资者可选择的品种。这些都足以令电影产业抢镜投资领域。 **我们看好中国电影行业,并强烈推荐行业翘楚华谊兄弟。**紧接着航母级的中国影视集团也将登录 A 股市场;博纳影业将在纳斯达克上市,成为第一家在美上市的中国影视企业。
- 动漫产业将以“快乐内容”撬动全产业链消费。**动漫产业的盈利收入主要来自动漫内容制作和衍生品,内容是动漫产业的核心。中国动漫产业已奏响“俘获人心赢得市场”的乐章,预计 2011 年动漫制作和衍生品开发都将获得突破:动画片产量将保持 50% 的增长,市场规模增长约 30%;动漫电影市场规模增长超过 70%;衍生品行业将在儿童消费品日益品牌化的推动下逐步发展。作为一个尚处萌芽阶段但迅猛增长势不可挡的快乐产业,动漫产业是投资者不可忽视的又一领域。我们认为动漫内容创作和动漫形象产业化能力构成企业的核心竞争力,看好建立了完善动漫产业链并且有明晰商业模式的动漫企业。A 股主要投资标的为奥飞动漫、出版传媒。其中, **奥飞动漫是我们看好并推荐的长线品种。**
- 网游行业中有端网游触底反弹,新型产品引领消费。**目前中国游戏市场正呈现蓬勃发展的态势,2011 年市场规模将在新游戏的消费推动下实现 26% 的增长。预计 2012 年以后,我国二三线网游市场将稳健发展、女性及儿童网游市场将会快速发展、高级休闲类游戏用户付费习惯将逐渐成熟,网游行业将快速前进,逐步走向繁荣。我们认为,研发能力强的和平台优势明显的网游公司将最有望获得快速增长。目前 A 股主要投资标的为红色网游股中青宝和积极向新媒体转型的博瑞传播,两公司的网游业务尚处于国内二三梯队。

风险提示:

- 政策管制风险;内容创意产业高风险;投资周期可能较长的风险。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
300027	华谊兄弟	0.25	0.45	0.72	1.04	119	67	41	29	强烈推荐
002292	奥飞动漫	0.40	0.42	0.52	0.66	82	78	63	49	推荐
600880	博瑞传播	0.43	0.53	0.65	0.77	42	34	28	23	推荐
300052	中青宝	0.55	0.30	0.36	0.48	39	71	59	44	中性

“我相信故事的力量...故事能给聆听者带来激励、震撼、启发。”

--宫崎骏

1、电影行业-秀出故事的力量

当我们不断被好莱坞大片感染和冲击时，国产影片的魅力也在逐渐绽放。《唐山大地震》6.5 亿的票房成绩不仅刷新了国产片单片票房最高记录，同时让我们真切地意识到中国电影市场的巨大潜力。今年的全国票房收入将轰轰烈烈地突破 100 亿元，实现超过 60% 的增长。2011 年，电影市场将继续秀出故事的力量，预计票房收入将能保持 60% 的高速增长，达到 165 亿元。

无疑，中国电影产业已迈入高速增长黄金期，据我们测算，未来 10 年中国电影产业还有 8-12 倍的空间待挖掘，年复合增长约 25%。同时，电影行业集顺经济周期和逆经济周期为一身的行业属性，使其在任何经济环境中都是投资者可选择的品种。这些都足以令电影产业抢镜投资领域。

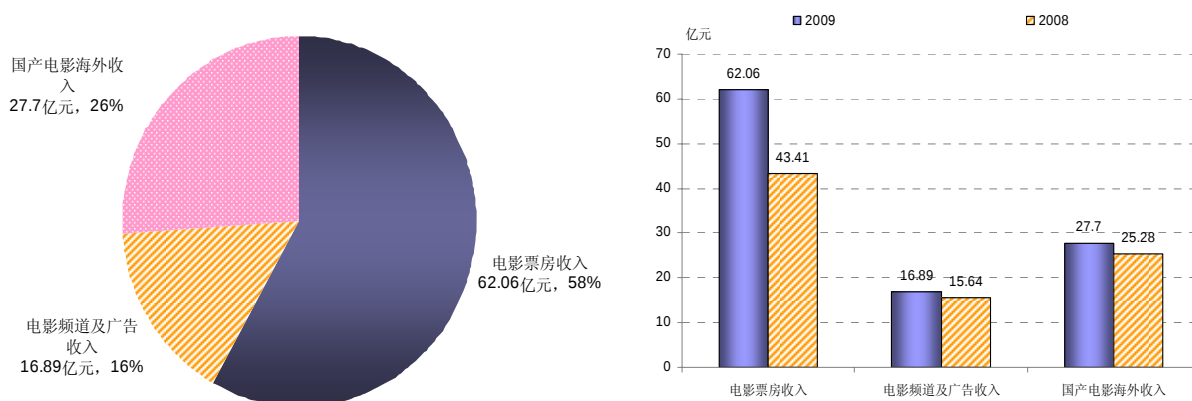
因此，我们看好中国电影行业，并认为电影是投资者最不容忽视的传媒领域。目前 A 股主要投资标的为行业翘楚华谊兄弟，紧接着航母级的中国影视集团也将登录 A 股市场；博纳影业将在纳斯达克上市，成为第一家在美上市的中国影视企业。

1.1 正强劲健康地成长

中国电影产业正在快速成长：

- 中国电影行业收入包括票房收入（指国内票房）、国产电影海外收入、电影频道广告收入。其中，电影频道及广告收入占比仍然较小（16%）；国产电影海外收入已具有一定规模，达到 27.7 亿元，行业占比达 26%；而票房收入目前仍是主要的收入来源，占比超过一半，且是电影行业增长的核心推动力。

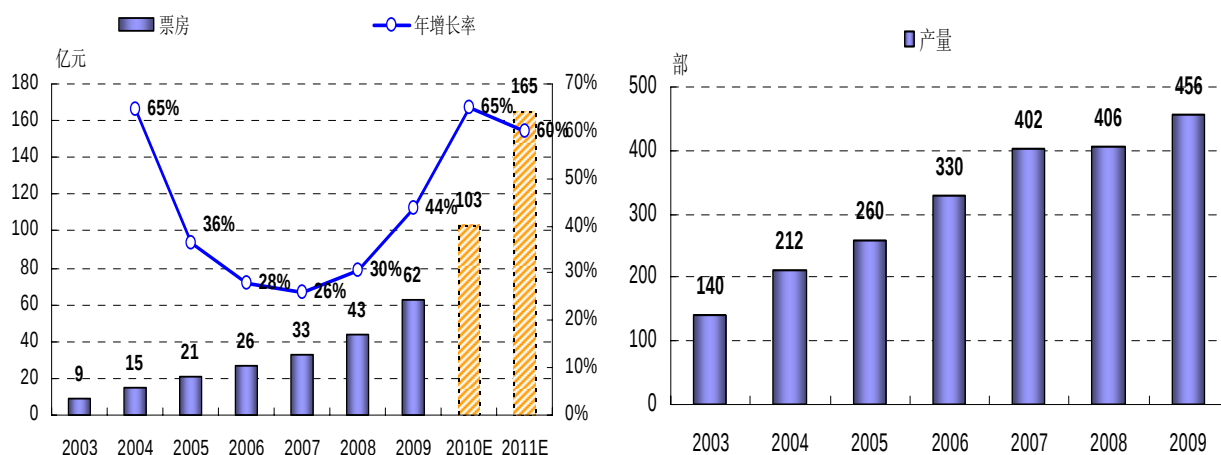
图 1：票房收入是中国电影行业的主要收入来源和行业增长的核心推动力（2009）



资料来源：国家广电总局，中投证券研究所

- 在过去的 6 年里，中国电影票房收入以年均 30% 的速度增长，远超过中国 GDP 增速。2009 年中国电影票房收入折合 9.09 亿美元，首次进入全球前十，较 2008 年的第 12 位前进 3 位。预计 2010 年全年全国票房将突破 100 亿元，年同比增幅将超过 60%；2011 年全国票房将继续增长 60% 左右，达到 165 亿元。
- 同时，中国电影产量持续增长，2009 年，全国生产电影 456 部，创作数量第七年持续攀升，已步入世界电影生产大国行列。

图 2：中国票房收入持续高速增长（2003-2011E），电影产量连续 7 年攀升（2003-2009）

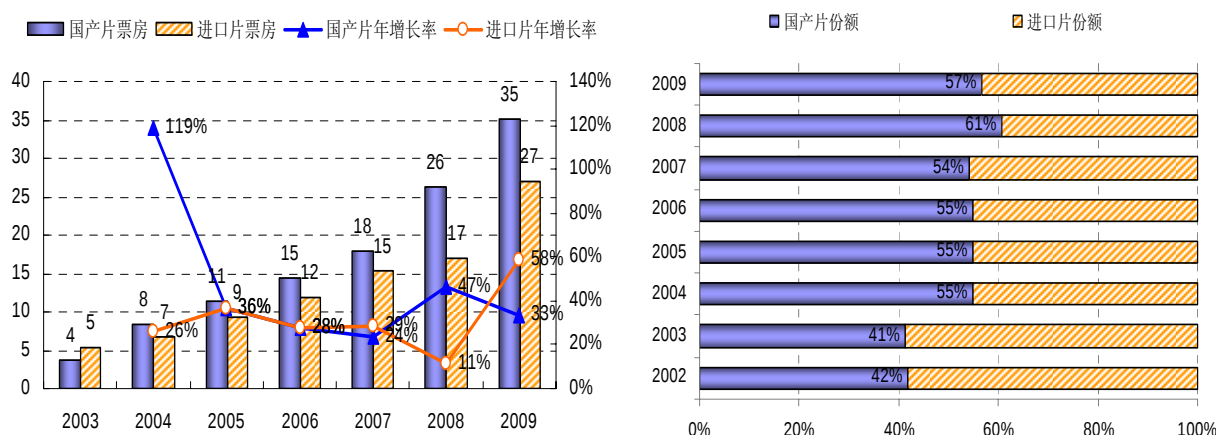


资料来源：国家广电总局，中投证券研究所

中国电影产业正健康快乐地成长：

- 中国电影票房国产片逐渐占市场主导。随着国内院线制的推行带来行业的逐渐市场化以及商业片的日渐成熟，2004 年，国产片票房同比大幅增长 119%，国产片开始占据市场主导。2009 年，国产片的市场份额继续超过进口片，占比 57%。然而，不可置否，一直以来国家对进口影片部数限制等政策也是国产片成为市场主导的一方面因素。

图 3：2004 年为国产片开始占据票房市场主导的拐点（2003-2009）；此后国产片市场份额持续超过进口片（2002-2009）



资料来源：国家广电总局，中投证券研究所

- 中国电影的高票房影片在逐年增多。2009 年，票房过亿的国产影片高达 11 部，高于进口的 7 部。
- 影片类型呈现多样化，从 2009 年上映的国产影片所取用的题材来看，动作片、喜剧片、历史题材片是最受欢迎的，此外动画片、灾难片、剧情和爱情片等也都受到人们喜爱。各种投资规模和票房收益的影片呈梯次分布，以国产主流影片为支柱、以商业大片为龙头、以中小成本影片为必要补充。健康良性的市场格局正在逐渐形成。
- 国产电影在海外获奖越来越多，逐步得到认可。2009 年 249 部影片经国家广电总局获批后参加了国外的电影节，其中 39 部影片在 24 个电影节中获得 72 个奖项。

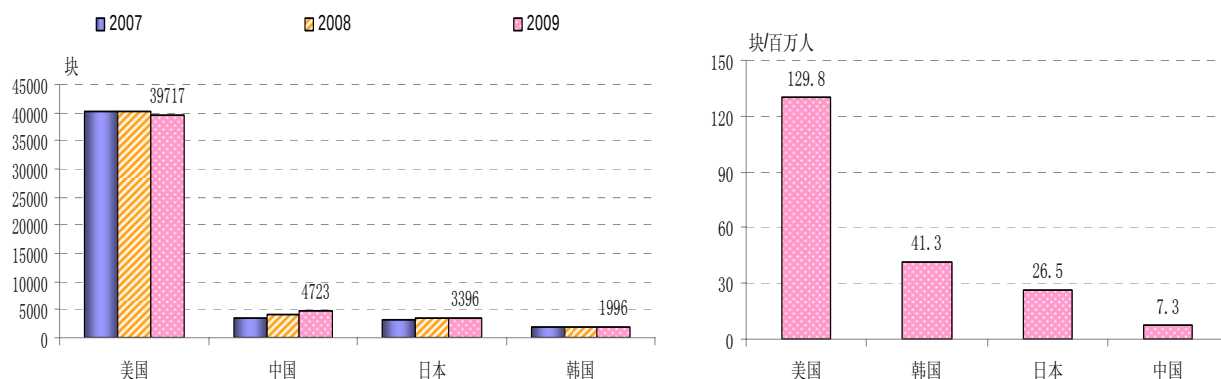
1.2 空间巨大-高增长还将继续

在全社会产能过剩的背景下，电影行业却是供给不足的：

- 一方面，国产影片的有效供给非常不足。从内容制作来看，国产影片虽然在数量上增长很快但是影片质量的提升并未跟上，中国电影产业在数量和质量的不平衡情况与电影强国有着大差距。2009 年，国产电影已达 456 部，但是进入影院放映的仅有 130 部左右，还有超过总量 2/3 的影片未能在影院上映。而美国去年生产 677 部影片，其中超过 80% 的影片可在电影院上映。
- 另一方面，作为电影消费终端渠道的影院和屏幕数量太少，无法提供足够的放映空间，并且不能做到有效的市场细分从而扼杀了很多特色影片的市场空间。

据统计，2009 年中、美、日、韩四国中美国银幕数以 39717 块遥居榜首，中国以 4723 块居第二位，日本、韩国分列第三第四。从 2007-2009 年变化来看，中国银幕数增长最快，美国和韩国由于传统单厅影院的淘汰，2009 年银幕数反较 2008 年减少。从每百万人口拥有银幕数来看，中国以城镇人口来计算每百万人拥有银幕 7.3 块，与其他国家相差甚大，美国是中国的 18 倍。若算上 7 亿中国农民，中国每百万人口拥有银幕数不到四块，美国是我国的近 50 倍。

图 4：中国银幕总数总量迅速增长但总量远少于美国（2007-2009），每百万人拥有银幕数与传媒强国差距较大（2009）



注：中国百万人口银幕密度以城镇人口数为计算依据

资料来源：国家广电总局，MPAA，MPPAJ，KOFIC，中投证券研究所

- 另外，国内电影目前仍为**审查制**，分级制度尚未建立。这导致部分涉及敏感场面的电影无法上映或是不能上映完整版（如色戒）。同时，国产电影由于没有分级，一直没有恐怖片，而事实上国外的恐怖片都是有市场的，且部分成本低廉的恐怖片也可能实现较好的票房收入。

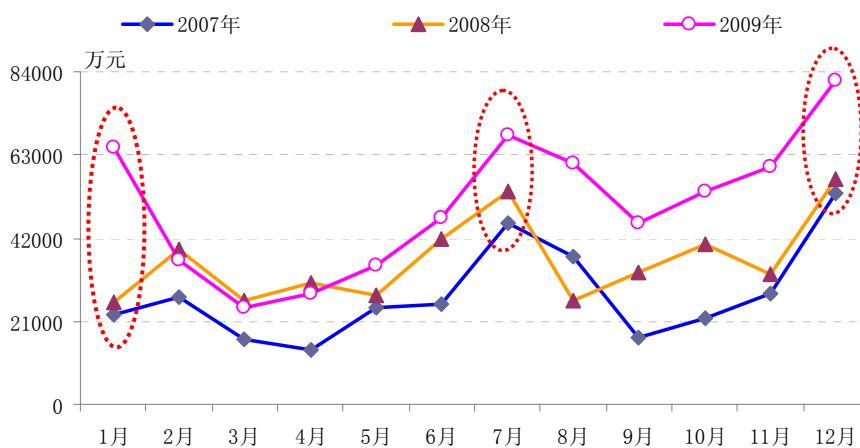
审查制：主管部门是广电总局电影局电影审查委员会（36人组成），现审查标准时依据国务院2001年12月颁发的《电影管理条例》执行，十一条审查标准中，仅一条是针对颜色深浅、声音录制等影片技术质量，其余十条全部是审查影片的思想意识形态内容。

中国市场对电影产品的需求将越来越大。

- 在中国，经济增长、城镇居民的可支配收入增加将推动中国电影等娱乐行业的发展。
- 同时，随着中国电影更多档期的培养和形成，人们对电影的消费将不断增加，电影产业的市场需求将得到有效推动。

目前，中国主要的档期有贺岁档和暑期档，这两个档期开发得已较为充分。由于这两个档期吸金能力强劲，片方都希望把档期排在这个档期，从而造成影片扎堆，影院排片难以抉择，而其他时间又无片可排。相比国外每年十几个各类档期，中国还有许多档期有待开发。比如国庆档现已具有一定规模，后续有待继续开发；“小长假”档期中，元旦档、五一档、市场成熟度较高，清明档、端午档、中秋档目前开发程度还很低。情人节档也是值得开发的档期，今年华谊兄弟的《全城热恋》便在这一档期表现不俗。

图 5：全国月票房的高峰一般出现在 1 月、12 月（贺岁档）、7 月（暑期档）（2007-2009）



注：2009 月票房为主流院线票房，不包括二级市场

资料来源：艺恩数据，中投证券研究所

随着中国电影产业有效供给的逐渐增加和市场需求的不断增长，参考发达国家电影行业的情况并结合中国国情，我们做合理的情景假设后估算认为，未来 10 年中国电影产业还有 8-12 倍的市场空间待挖掘，年复合增长 25%左右（详见《快乐并快速成长的中国电影》）。

1.3 攻守兼备-既顺周期又逆周期

基于对国外电影行业发展的观察和对中国电影市场需求的详细分析，我们不难总结出：电影行业从大的趋势上来看是受益于经济增长、人均消费能力的增加、生产力效率提高带来的工作时间的减少和娱乐时间的相应增加这些顺经济周期因素的；然而，事实上电影行业也是具有明显的逆周期性的，因为电影是一种独特的文化消费品，为人们带来快乐、提供慰藉甚至还能帮助人们逃避现实。从美国的历史数据来分析，自大萧条以来的 12 次经济衰退中，电影票房收入在其中 8 次经济衰退中保持强劲的增长。

电影行业集顺周期和逆周期为一身的特殊行业属性，使其得以攻守兼备，成为投资者在任何经济环境下都不容忽视的投资品种。

1.4 影响票房的四大关键因素

影片票房受到哪些因素的影响？我们认为，剧本内容、发行终端、品牌导演、超级明星是决定票房的四大关键因素，这些因素之间又是相互影响和关联的。品牌导演和超级明星在拥有了一定的市场地位之后，只有好的剧本内容才能吸引他们的加盟，而优秀的剧本又只有在好导演好明星的执导和演绎下才最有可能成为优秀的电影作品，绽放光芒。同时，随着渠道的增多和电影市场化程度的不断提升，发行终端将会以票房为影片的选择标准，这时好的影片将会成为各院线的抢手产品。在较多的影院合适的档期上映之后，影片将可能产生更多的票房收入。

剧本内容

随着媒介渠道的日益发达和观众精神需求的不断提升，影片内容将会越来越重要。图书、电视、动漫、游戏及重大历史事件都成为电影剧本的来源，拥有一个用户认可度高的好剧本，影片的票房竞争力才能得到保障。

发行终端

由于我国放映渠道远远不足，发行终端对影片放映场次的控制力凸显，从而影响到票房。

影片票房一般由上座率和放映场次共同决定，上座率与影片魅力相关，而放映场次由影院决定。目前在中国市场，影院在安排放映场次时除了考虑影片上座率之外，也会考虑与制片方的关系。

品牌导演

在中国，品牌导演具有非常大的票房号召力，这点相较国外表现非常明显：

- 冯小刚是一位极富创意和幽默感、善于讲述故事、发掘社会话题的导演，并且多产。近年来，平均每年推出一部大片，而且每次都创出自己的票房新纪录。过去十二年，冯小刚的电影从《甲方乙方》走到《唐山大地震》票房收入增长了近 20 倍，其票房收入走势俨然走出了超级“成长股”的形态，奠定了其品牌导演的地位。今年上映的《唐山大地震》取得了 6.5 亿的票房佳绩创新了国内单片票房纪录，充分体现出冯小刚导演巨大的票房号召力，并拓宽了其可导的影片类型。

图 6: 中国电影品牌导演冯小刚的票房号召力一直在成长 (1998-2010)



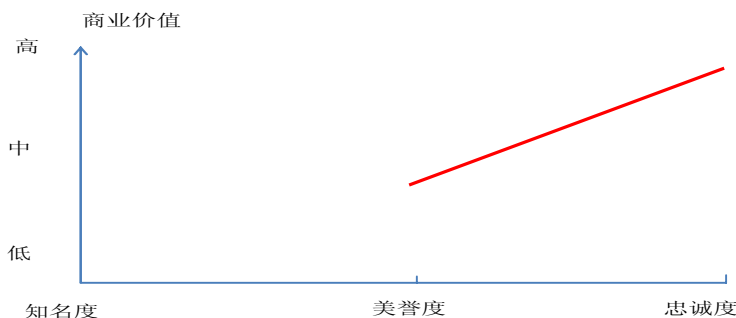
资料来源: 国家广电总局, 中投证券研究所

超级明星

明星是娱乐产业的重要核心,是内容永远的主角,超级明星是铸就影片魅力并吸引票房的关键因素。在中国随着“粉丝经济”时代到来,明星效应愈加火爆。

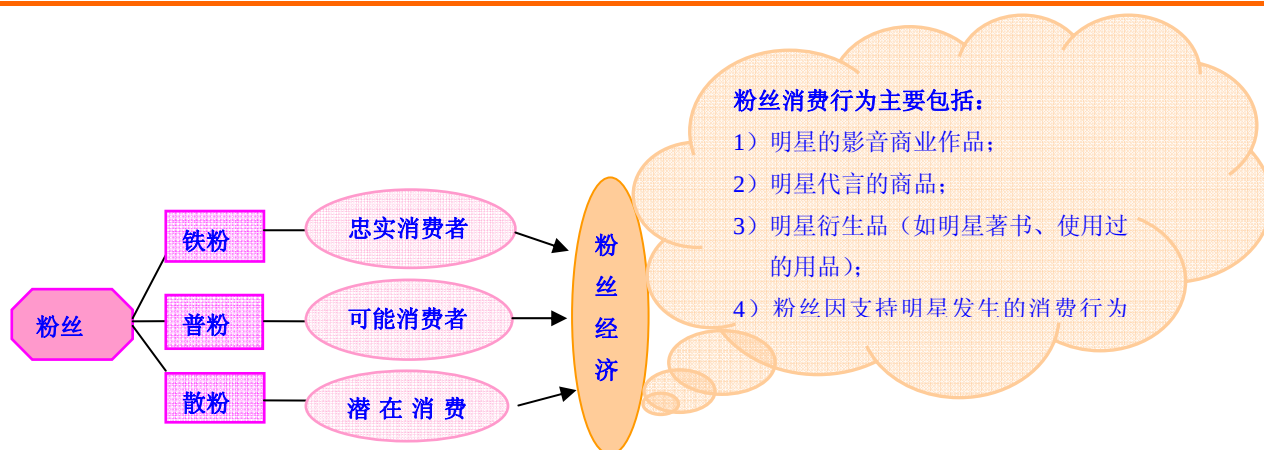
- 超级明星能够吸引观众去影院观影,对票房有着直接拉动的作用。影片《风声》就是很好的证明。由于众多国内一线明星的加入不仅赚得了超预期的票房收入还向大陆市场隆重推出了导演和监制陈国富。
- 明星的价值远不止体现在电影中,银幕之外,他们还会通过其他方式吸金。明星的商业价值主要来自四类途径: 影音作品、广告代言、文艺演出、其他商业活动 (也包括公益活动)。其商业价值的高低与品牌热度直接相关。我们认为,仅有知名度的不能称为品牌,如芙蓉姐姐等知名度虽高但不是品牌且商业价值非常有限;在有知名度的基础上同时拥有美誉度的明星才开始产生商业价值,如陈冠希在照片门之后虽知名度达到前所未有的高度但其所有代言均被取消,甚至此前参演的电影都不能播出,商业价值急跌;当明星进一步拥有了忠诚度成为了真正的品牌之后,其商业价值将得到高度体现。“粉丝经济”也由此派生。粉丝不仅是明星偶像的崇拜者,在他们热情的精神投入中往往伴随着一系列热烈的消费行为,并且这种行为会扩展到多个经济领域,从而催生经济效益。聘请明星代言的品牌,通常也是以代言人的粉丝群为目标客户,希望明星的粉丝能爱屋及乌购买产品。

图 7: 明星商业价值形成示意图



资料来源: 中投证券研究所

图 8：“粉丝经济”剖析图



资料来源：中投证券研究所

2、动漫行业-以“快乐内容”撬动全产业链消费

动漫产业的盈利收入主要来自动漫内容制作（动画片、动漫电影等）和衍生品，内容是动漫产业的核心，成功的动漫形象将可能迸发巨大的能量撬动全产业链消费。中国动漫产业已奏响“俘获人心赢得市场”的乐章，预计 2011 年动漫制作和衍生品开发都将获得突破：动画片产量将保持 50% 的增长，市场规模增长约 30%；动漫电影市场规模增长超过 70%；衍生品行业将在儿童消费品日益品牌化的推动下逐步发展。

作为一个尚处萌芽阶段但迅猛增长势不可挡的快乐产业，中国动漫产业是投资者不可忽视的又一领域。我们认为动漫内容创作和动漫形象产业化能力构成企业的核心竞争力，看好建立了完善动漫产业链并且有明晰商业模式的动漫企业。A 股主要投资标的为奥飞动漫、出版传媒。奥飞动漫是我们看好并推荐的长线品种。

动漫正在受到全球人民的欢迎，在英国、日本、韩国等起步较早的国家，动漫产业已经成为支柱性产业。在中国，动漫产业尚处于萌芽阶段，但我们认为，在政府扶持和市场推动下，其未来发展将无比美好：

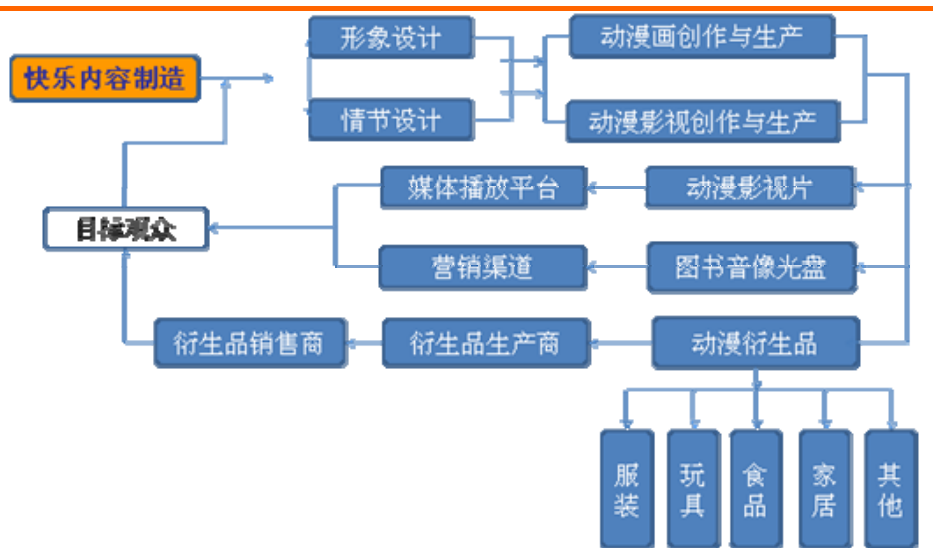
- 2009 年，中国动漫产业的年销售量约为 280 亿元，但也只有迪斯尼公司的 11%，产值仅占中国 GDP 的 0.1%。
- 为推动中国动漫产业的发展，政府给予了高度的重视和政策上的支持。从 2008 年 5 月起，政府将国外卡通的黄金时间禁播限制从每天 17:00-20:00 延长到 21:00。同时规定，国产动漫必须占各台每日播放量的 70% 以上。
- 国产卡通《喜羊羊与灰太狼》的巨大成功给予了中国动漫发展巨大的启示和鼓励，并激发了市场对国产动漫的喜爱。
- 中国现有 3.67 亿未成年人，他们都是动漫产业潜在的消费群体，他们中的大多数都是全家宠爱的独生子女，因此购买力较为强劲。

据中国政府的目标，5-10 年内中国动漫产业产值在 GDP 的占比将从 0.1%

(100 多亿) 提升到 1%。粗略估算, 十年之后中国动漫产值将超过 6000 亿元, 市场将扩大 23 倍, 年均增幅近 40%。

中国动漫产业已奏响“俘获人心赢得市场”的乐章, 动漫创意制作和衍生品开发不断取得突破, 以“快乐内容”为核心的完整产业链正逐步形成。近年来, 国产动画片产量保持 50% 的增长, 市场规模也在以 20% 左右的增速快速增长。

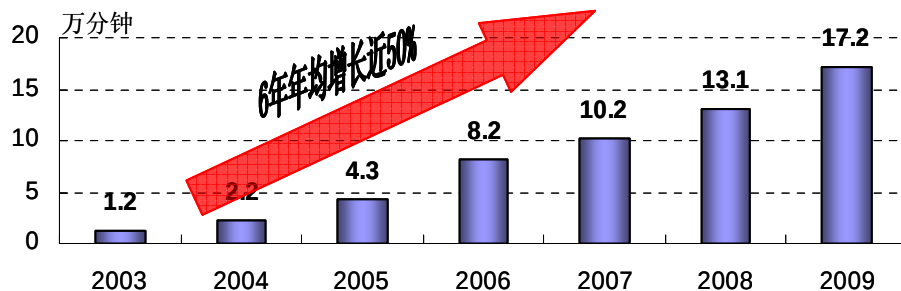
图 9: 在中国, 完整的动漫产业链正在逐步形成



资料来源: 中投证券研究所

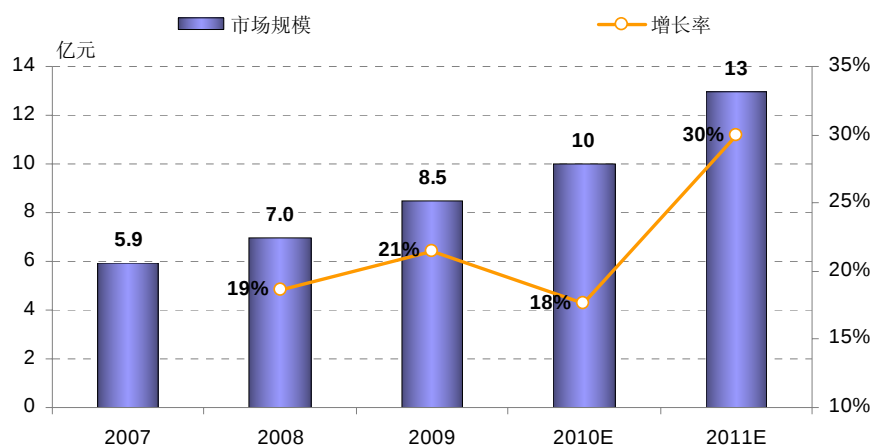
- 在前所未有的积极政策环境下, 国内动画片产量高速增长, 出口迅速扩大。2009 年全国制作完成的国产电视动画片共 322 部 17.18 万分钟, 比 2008 年增长 31%, 7 年年均增长近 50%。其中, 2009 年中国动画片出口 79 部共 8.94 万分钟, 同比增长约 150%, 占影视内容出口额的 51.9%, 首次超过电视剧等节目类型。同时, 国产动画片市场规模较快速增长, 预计 2010 年同比增长 18% 至 10 亿元, 2011 年达到 13 亿元, 同比增速约 30%。

图 10: 国产动画片产量高速增长 (2003-2009)



资料来源: 国家广电总局, 中投证券研究所

图 11: 国产动画片市场规模快速增长 (2007-2011E)



资料来源：艺恩咨询、中投证券研究所

- 中国动漫创作不断取得突破，涌现出许多优秀的动漫作品和形象。在第六届深圳文博会期间，首次评选并发布“中国十大卡通形象”(必须是 made in China and made by China)，获奖作品分别是：喜羊羊、美猴王、猪猪侠、福星八戒、大角牛、雪娃、嘟噜嘟比、小破孩、憨八龟、蓝猫。而入围的作品中也不乏深入人心之作，其中包括奥飞动漫的新产品电击小子。

图 12: 第六届文博会期间首次评选发布“中国十大卡通形象”

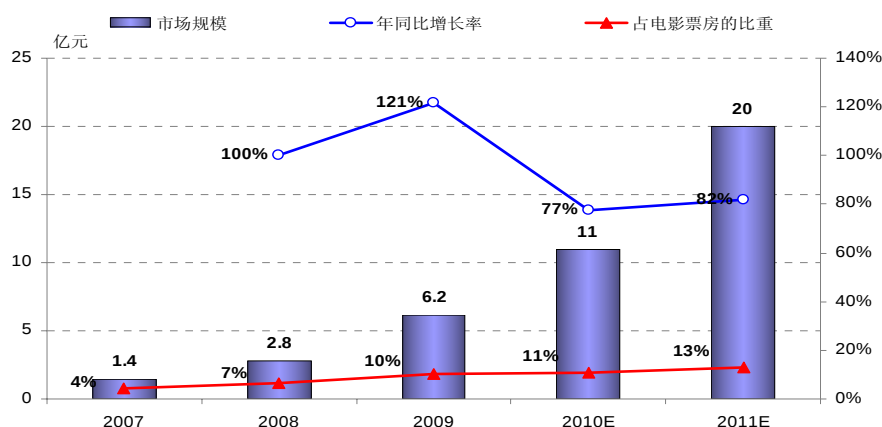


资料来源：第六届文博会，中投证券研究所

在中国，动漫电影越来越受到人民喜爱：

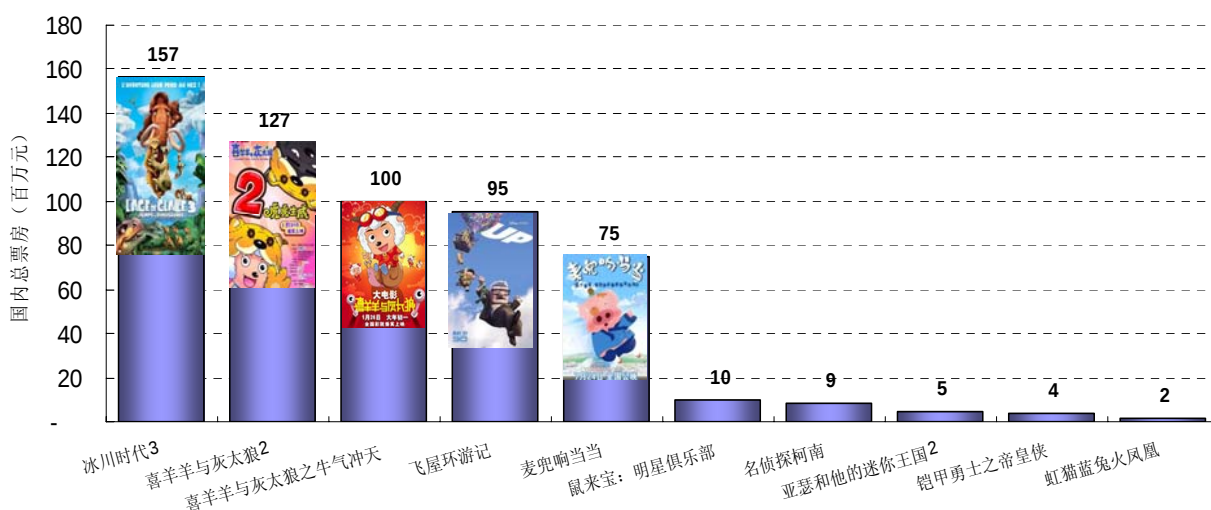
- 2009 年，在国内上映的动漫电影逐渐增多，市场规模迅猛增长 121%至 6.2 亿元。预计 2010 年市场规模将增长 77%至 11 亿元；2011 年同比增长 82%，市场规模达到 20 亿元。
- 从近三年国内票房排名前十的动漫电影来看，《冰川时代 3》以其无可挑剔的制作征服了中国观众位居票房冠军，国产动漫《喜羊羊与灰太狼》系列电影 1 和 2 亦当仁不让地摘得了亚军和季军，充分显示其国产动漫“最爱”地位。由此我们可以看到，除了制作技术，动漫形象能否俘获中国动漫粉丝的心是票房因素的关键。因此，我们认为目前国内动漫制作无须一定追求高技术高成本，提升故事性创作出人们喜爱的形象也能获得成功。

图 13：中国动漫电影市场规模高速增长（2007-2011E）



资料来源：国家广电总局、中投证券研究所

图 14：动漫电影越来越受到中国人民的喜爱-国内票房前十的动漫电影（2007-2010）



资料来源：国家广电总局、中投证券研究所

从目前国内动漫产业链发展情况来看，带动最大的衍生品是玩具、服饰等儿童消费品行业：

- 目前国内动画片观众仍以儿童为主，儿童与卡通形象们最亲近，相对而言成人动漫发展较慢。
- 中国特有的独生子女政策使得“公主”、“王子”们在家中享受着垄断甚至霸权地位，对玩具等动漫衍生品消费具有较强的话语权。
- 儿童消费时常需要人陪伴，如一个儿童看电影至少需要一个成人陪伴，因此将至少售出两张电影票。儿童消费的这一特性使得动漫产业特别是衍生品消费具有一定的放大效应。
- 中国儿童消费品正逐步进入品牌消费时代，动画明星代言将越来越流行并有力推动儿童消费品的品牌化提升，因此动画形象的需求越来越大。

3、网游行业-有端网游触底反弹 新型产品引领消费

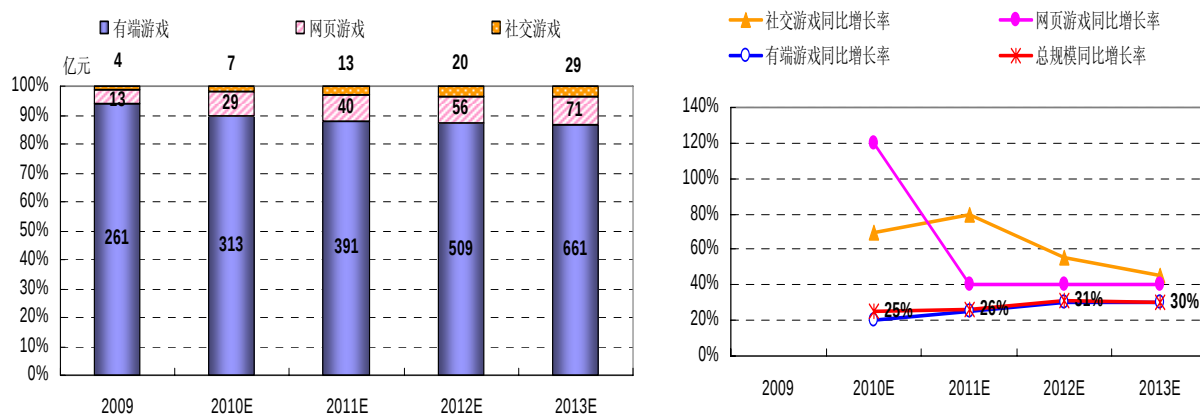
从易观国际的跟踪数据来看，目前中国游戏市场正呈现蓬勃发展的态势，2011年市场规模将在新游戏的消费推动下实现26%的增长。预计2012年以后，我国二三线网游市场将稳健发展、女性及儿童网游市场将会快速发展、高级休闲类游戏用户付费习惯将逐渐成熟，网游行业将快速前进，逐步走向繁荣。

（注：此前我们主要跟踪有端网络游戏，由于网页和社交游戏规模的快速扩大，本报告开始我们将网游行业的跟踪范围扩大至有端网游、网页游戏和社交游戏。）

我们认为，研发能力强的和平台优势明显的网游公司将最有望获得快速增长。目前A股主要投资标的为红色网游股中青宝和积极向新媒体转型的博瑞传播，两公司的网游业务尚处于国内二三梯队。

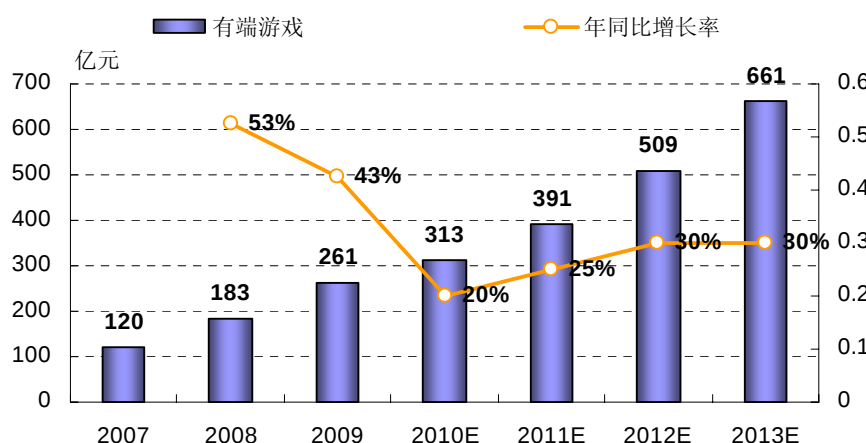
- 目前，我国网游行业的主力品种仍是有端游戏，约占市场规模的90%以上。然而越来越多的分支逐渐开始分流用户，包括网页游戏、社交游戏等，其中网页游戏增长迅猛，正逐步成为行业发展的强心剂。
- 中国有端游戏2010年增长放缓进入盘整期，年增速约为20%（情况好于我们年中过悲观的预期），市场规模将达到313亿元。2011年，有端游戏将触底反弹，市场规模将实现25%左右的增长，达到391亿规模。我们看好新类型的游戏包括海外代理的动作类游戏和高级休闲类游戏成为明年的主要增长动力。海外代理的动作类游戏画面表现力较好且动作元素较强，但对用户的PC配置等也有较高的要求，因此产品进入国内市场后是否一定受欢迎还有一定的不确定性。对于代理商而言，由于这些高品质游戏代理成本较高，公司业务的利润率可能会受到影响。
- 网页游戏开始发力，2010年市场规模同比增长可能超过120%，达到29亿元。2011年行业有望继续增长40%，达到40亿元左右的市场规模。

图 15: 中国各类型网游市场规模迅速扩大, 年增速各不相同 (2009-2013E)



资料来源: Enfodesk、中投证券研究所

图 16: 2011 年有端网游市场规模触底反弹 (2007-2013E)



资料来源: Enfodesk、中投证券研究所

4、重点公司

4.1 华谊兄弟-影视娱乐先锋的产业链延伸发展令人期待-强烈推荐

- 国内电影行业正处于高速发展阶段, 华谊兄弟是电影行业在 A 股的唯一投资标的, 是这个魅力行业的翘楚, 在获得了资本市场之后将更可能充分分享行业的美好发展机遇; 电视剧行业产量较为饱和, 交易额保持持续增长, 但精品电视剧仍大量缺乏, 华谊走精品电视剧的战略契合市场需求; 当前国内艺人具有国际知名度的明星寥寥无几, 国际市场尚未开启, 公司凭借较好的影视剧平台有利于培养和吸引一线名导明星。
- 我们认为, 华谊兄弟的三大制胜法宝主要是: 学习好莱坞式商业模式: 高投资高票房以及拍摄系列电影等; 优异的项目运营能力: 工作室模式

提升项目效益；电影、电视剧、艺人经纪三大板块联动打造热门电影；民营企业运营机制更易高效灵活；**较强的造星能力**：充分的人才激励机制，公司的员工持股超过总股本的 20%；培养了知名导演，如冯小刚；培养和吸引大牌明星，包括周迅、黄晓明、李冰冰等。

- ◇ **我们认为，华谊兄弟的核心投资价值在于：品牌**-通过打造贺岁片、拍摄系列电影、打造知名导演和一线明星等华谊正逐步树立自己的品牌。**内容**-近年来华谊拍摄的影片不断取得高票房，口碑好且具较高商业价值；公司打造精品电视剧，每集售价远超行业平均水平；华谊的较多影视内容引发社会共鸣。**延伸的产业链**-公司已开始进军影院、音乐、网游业务，并有意向开发主题公园业务，以及牵手阿里巴巴发展电影和明星衍生品业务。
- ◇ **2010 年前三季度，公司主营业务整体发展较好：电影业务实现收入 3.10 亿元，呈现爆发性增长，同比增 226.9%，贡献了报告期全部收入的 57.7%，同时提升了华谊在电影届的品牌。**重头戏《唐山大地震》取得 6.5 亿的不俗票房，刷新国内单片票房纪录，为公司实现 1.72 亿票房分账及版权收入，超过上年全部电影收入；同时还带来 4870 万衍生收入，比上年同期增长 353.8%；**新增发行电视剧 6 部，未出现非常深入人心**的大制作，**业务收入 1.36 亿，同比下滑 18.4%**。预计四季度将新发行 5 部电视剧，期待有更好地收视和收入表现；**艺人经纪业务实现收入 8618 万元，同比增长 18.7%**。前五名艺人收入 1235 万元，占公司整体收入的 2.3%，因此一线明星的流失对公司业绩影响有限。中长期来看，只要华谊影片内容优秀，将有能力培养更多大牌明星；**新开重庆和北京两家新影院，固定资产同比增 68.3%**。
- ◇ **上调至“强烈推荐”评级。**预测公司 10-12 年 EPS 为 0.45、0.72、1.04 元。近期由于艺人解约及小非解禁带来压力，公司股价下跌至目前的 29.19 元，对应 PE 分别为 65、40、28 倍。我们认为 PEG 为较合适的估值方法，参照国外同类公司 PEG 在 1-1.2 倍，按业绩 50-60% 的年增速，华谊可享有 50-70 倍 PE，因此公司目前估值已到位但 2011 年估值不高，该价位是较好买点。同时，考虑到其处于高成长的行业，自身盈利能力和成长性都较好，而且影视娱乐公司股票存在独特的阶段性投资机会，我们在非常看好华谊的影视创作能力和不断提升的品牌影响力的情况下，上调公司至“强烈推荐”评级。
- ◇ **股价催化剂：**商业影视片的宣传和上映；著名导演和超级明星的加盟；主题公园业务的启动。
- ◇ **风险提示：**电影业务收入单一化，过度依赖票房，且票房集中于少数热门电影；版权保护不利；制作成本和人力成本的不断攀升；影片票房低于市场预期；法律法规风险。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	604	845	1460	2063
收入同比(%)	48%	40%	73%	41%
归属母公司净利润	85	150	243	349
净利润同比(%)	24%	78%	61%	44%
毛利率(%)	46.3%	49.9%	48.3%	48.6%
ROE(%)	5.7%	9.5%	13.3%	16.1%
每股收益(元)	0.25	0.45	0.72	1.04
P/E	116	65	40	28
P/B	7	6	5	5
EV/EBITDA	73	45	28	19

资料来源：公司业绩报告、中投证券研究所

4.2 奥飞动漫-产品销售渐入佳境 抢占资源积极布局未来-推荐

- ◇ 动漫行业目前正处于萌芽阶段，越来越多地得到政府的支持，并在快速地发生一系列变革。公司“动漫+玩具”的盈利模式符合动漫产业的现状及公司特点，先生存再发展的战略思路非常明智。我们认为，在中国动漫业成长初期，适时抓住机遇积极抢占资源布局未来，尤为重要。今年奥飞果断出手收购嘉佳影视公司，获嘉佳卡通频道 30 年经营权将进一步加强公司的平台优势，推动公司更快地向以动漫驱动的玩具经营商转型。我们相信，公司在未来几年还将积极抢占和尝试发展更多优质平台和资源，其长期价值将随着动漫产业的不断成熟而逐步显现。
- ◇ **2010 年 7-9 月，公司销售经营情况良好：**销售收入提升，同比增长 58.3%，环比增长 28.3%，主要由“悠悠球”和“果宝特攻”等当前主推产品带来。我们认为，四季度公司产品销售整体将保持稳定、悠悠球等品种销售情况还将进一步提升；毛利率为 38.5%，同比增加 1%，环比增加 1.1%；在销售规模扩大、毛利率提升的情况下三项费用率仍控制较好，约为 18.8%，虽然同比高于去年三季度 1.27%，但环比下降 3.2%。
- ◇ **上调公司盈利预测，维持“推荐”评级。**由于了解到公司当前主推产品悠悠球等销售情况可能好于预期，预测公司 10-12 年 EPS 为 0.42、0.52、0.66 元，分别上调 0.03、0.05 和 0.04 元。在当前股价（32.65 元）下，对应 PE 分别为 79、63 和 49 倍，估值不低。考虑到中国动漫产业的高成长性和政府扶持态度带来较好的行业经营环境，同时认可奥飞的经营模式和发展战略以及适时把握机会积极布局未来的进取精神将推动公司在行业的快速前行，维持公司“推荐”评级，建议长线持有。
- ◇ **股价催化剂：**股权激励方案的推出；新产品的爆发性销售（提升公司业绩和品牌影响力）；资本运作上的新举措。
- ◇ **风险提示：**控股股东权利过于集中；知识产权保护不力；动漫影视片未达预期效果。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	591	679	849	1062
收入同比(%)	31%	15%	25%	25%
归属母公司净利润	102	106	133	170
净利润同比(%)	56%	5%	25%	27%
毛利率(%)	37.9%	38.5%	38.5%	38.5%
ROE(%)	8.5%	8.2%	9.3%	10.6%
每股收益(元)	0.40	0.42	0.52	0.66
P/E	82	79	63	49
P/B	7	6	6	5
EV/EBITDA	64	52	38	30

资料来源：公司业绩报告、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

冷星星, 现任中投证券研究所传媒行业研究员, 有证券投资咨询从业资格。英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434