

传媒

署名人: 冷星星

S0960209060284

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

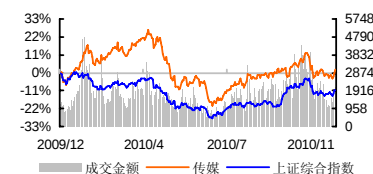
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	28
总市值(亿元)	2262
占 A 股比例(%)	0.42%
平均市盈率(倍)	95.42

行业表现

(%)	1M	3M	6M
传媒	-0.46	2.27	5.04
上证综合指数	-1.95	8.87	0.00



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

传媒行业 2011 年(年度)投资策略

看好

挺进传媒娱乐的数字化与消费型时代

投资要点:

- 我们生活在一个经济逐渐发达的社会,文化产业发展将成为不可阻挡的时代潮流!随着文化体制改革的深化、消费的不断升级和技术的快速进步,中国传媒行业将逐步挺进数字化与消费型时代,2011 将拉开十二五迈向支柱性产业的精彩大幕。
- 维持行业“看好”评级。文化产业巨大的发展潜力和一系列积极的变化将成为板块估值提升的重要推动力;同时,传媒业务特别是具有消费特性的业务盈利能力将不断提升,因此维持行业“看好”评级。
- 前程远大的内容产业将在数字中国绽放快乐产业的超级消费品风采:1) 电影行业将秀出故事的力量,预计 2011 年票房将超过 150 亿元,同比增长 60%;2) 动漫产业将以“快乐内容”撬动全产业链消费,预计动漫制作和衍生品开发都将有所突破,动画片产量将保持 50% 的增长,市场规模增长 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;3) 网游行业中有端网游触底反弹,新型产品引领消费,市场规模将实现 26% 的增长。
- 体制改革下的传统行业在融合与变革中突破,向多元与数字化前行:1) 广电行业-有线网整合备战三网融合 大规模双向网改期待浴火重生;2) 出版行业-加速证券化 寻求多元发展;3) 广告行业-周期向上稳步上行 网络广告增速亮眼,预计行业增速将达 10.5%,网络广告增长将超过 40%。
- 随着移动互联时代的到来,在技术、渠道、应用和终端发展的共同推动下,新媒体行业正探索有效商业模式,开拓信息娱乐蓝海。
- 2011 年,我们认为投资机会将主要集中在具有“消费性”和“整合性”的公司,同时,已有明晰商业模式的数字新媒体公司也将是较好的投资标的。从个股估值水平出发,投资建议是:1) 目前首选组合:华谊兄弟+省广股份+蓝色光标:强烈推荐“华谊兄弟”(进入年末贺岁档提升公司关注度、成长性好、有整合预期)、推荐行业和公司业绩增长快且有并购预期的“省广股份”、“蓝色光标”;2) 推荐“天威视讯”(业绩明显提升、有整合预期)、“博瑞传播”(估值低有安全边际,有整合预期,新媒体业务值得等待);3) 推荐“奥飞动漫”为长线品种持有;4) 建议关注“焦点科技”、“东方财富”、“中视传媒”、“东方明珠”、“北巴传媒”。

风险提示:

- 政策管制风险;内容创意产业高风险;投资周期较长风险。

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	124	69	43	30	强烈推荐
002292	奥飞动漫	0.40	0.42	0.52	0.66	92	88	71	56	推荐
002400	省广股份	0.65	0.91	1.30	1.59	80	57	40	33	推荐
300058	蓝色光标	0.40	0.60	0.78	1.01	92	62	47	36	推荐
600880	博瑞传播	0.43	0.53	0.65	0.77	45	36	30	25	推荐
002238	天威视讯	0.29	0.38	0.73	0.75	103	79	41	40	推荐
600037	歌华有线	0.31	0.35	0.32	0.39	45	40	43	36	推荐
600373	*ST 鑫新	-0.46	0.55	0.70	0.80	-38	31	25	22	推荐
002315	焦点科技	1.01	1.23	1.66	2.25	80	66	49	36	中性
000917	电广传媒	0.07	0.29	0.35	0.42	384	93	77	64	中性
600832	东方明珠	0.14	0.16	0.18	0.20	66	58	52	47	中性
600386	北巴传媒	0.29	0.40	0.48	0.58	37	27	22	18	中性

目 录

前言	3
1、挺进传媒娱乐的数字化与消费型时代，维持行业“看好”评级	4
2、前程远大的内容产业-在数字中国绽放快乐产业的超级消费品风采	5
2.1 电影行业-秀出故事的力量	5
2.2 动漫行业-以“快乐内容”撬动全产业链消费	11
2.3 网游行业-有端网游触底反弹 新型产品引领消费	15
3、体制改革下的传统行业-在融合与变革中突破 向多元与数字化前行	16
3.1 广电行业-有线网整合备战三网融合 大规模双向网改期待浴火重生	16
3.2 出版行业-加速证券化 寻求多元发展	19
3.3 广告行业-周期向上稳步上行 网络广告增速亮眼	19
4、繁荣于移动互联时代的新媒体行业-探索有效商业模式 开创信息娱乐蓝海	21
5、2011 年年度投资策略	22
6、上市公司	24
6.1 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	24
6.2 奥飞动漫-产品销售渐入佳境 抢占资源积极布局未来-推荐	26

前言

美国传媒产业的强大、默多克传媒帝国的发展传奇，无不向我们展示了传媒产业和传媒集团的发展原来可以如此辉煌。

种种事实也表明中国同样拥有适合媒体产业发展的土壤，传媒行业发展空间巨大（详见本作者报告《在经济下行的避风港收获确定地增长》）。在这样一个消费逐步升级、技术日新月异的时代，在文化体制改革大背景下，中国传媒产业正在积极地探索着适合自我的发展道路并努力前进着。我们坚定地相信，中国传媒行业的未来定会亮出精彩（详见作者报告《发展之路与传媒精彩》）。

作为一个生产快乐的，并正在快速发展的，且将能够长期进步的特殊产业，在资本市场也必将是投资者追逐丰厚回报的优质投资标的。伟大股神巴菲特用事实经历证明了：投资传媒产业的超额收益，不只是个传说！

2010 年，三网融合在国务院层面推出、传统媒体改制整合火爆进行、内容产业快乐出发，中国传媒产业踏上崛起的征程（详见作者报告《踏上快乐火爆的崛起征程》）。随之文化产业的规模扩大，新旧媒体快速发展，产业腾飞梦想逐渐照进现实（详见作者报告《当文化产业腾飞梦想逐渐照进现实》）。

2011 年，随着文化体制改革的进一步深化、消费的不断升级和技术的快速进步，中国传媒行业将逐步挺进数字化与消费型时代，拉开十二五迈向支柱性产业的精彩大幕。对于一个经济逐渐发达的社会而言，文化产业发展将成为不可阻挡的时代潮流！

1、挺进传媒娱乐的数字化与消费型时代，维持行业“看好”评级

回顾十一五（2006-2010 年）规划中关于文化产业的内容，只是提到要积极发展文化事业和文化产业，相关论述还很少。而在今年 10 月份中共中央发布的十二五（2011-2015）规划中，文化产业已被单独列出，并提出要推动文化产业成为国民经济支柱性产业，相关论述更为丰富和具体。国家振兴文化产业的决心由此可见，未来五年文化产业发展的宏观政策环境一定是好的。同时，美英日等发达经济体的经验来看，当经济发展到一定阶段时，国家和人民对于精神文明的追求会更高，文化产业发展将成为不可阻挡的时代潮流。

目前中国传媒行业发展较快并已经初具规模，我们认为随着文化体制改革的进一步深化、消费的不断升级和技术的快速进步，传媒行业将逐步挺进数字化与消费型时代，并展现出巨大的投资机会：

第一，文化体制改革的深化将加速推动传媒的产业化及市场化进程，体制内主要包括出版和广电两大传统领域的企业将逐步改制转型焕发活力，体制外的资本也将有更多机会进入传媒领域。同时，在全流通带来的利益驱动下，借力资本市场做大做强成为许多传媒集团的必然选择，因此传媒资产的证券化将提速。目前，传媒资产的证券化主要采取四种方式：集团资产注入、资产重组、借壳上市以及 IPO 直接上市。预计未来几年，传媒行业中跨区域、跨媒体、跨产业链、以及跨所有制的并购重组都将趋于活跃，为资本市场投资者带来较好的投资机会。

第二，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。**我们观察 2010 年的诸多事实后认为，**传媒娱乐行业正在进入消费型时代：**1) 全国电影票房突破 100 亿元，同比增速将超过 60%；2) 冯小刚导演的《唐山大地震》取得 6.5 亿的票房佳绩，大幅刷新了国内单片票房最高纪录；3) “天后”王菲北京上海演唱会门票官方售价达到 3000 元人民币，超过了中国一线城市普通居民半个月的工资，却仍然一票难求，以至黄牛票炒到 8000 元左右。

第三，技术的不断进步从受众、渠道、传播等多方面改变着媒体特性，数字浪潮席卷全球，电视广播、报纸杂志、互联网、户外广告等都在或快或慢或主动或被动地步入数字媒体时代。我们认为，积极创新和转型升级，并能够探索形成有效商业模式的传媒企业将有潜力快速拓展市场份额、实现利润增长从而成为数字媒体时代的大赢家，显现出诱人的投资价值。

2011 年，我们相信中国文化产业将表现优异，拉开十二五迈向支柱性产业的精彩大幕。在资本市场，传媒板块相对大盘的估值倍率为 2.66 倍，处于近五年的中等水平（1.5~3.7 倍）。我们认为，文化产业巨大的发展潜力和一系列积极的变化将能成为板块估值提升的重要推动力；同时，传媒业务特别是具有消费特性的业务盈利能力不断提升，维持行业“看好”评级。

2、前程远大的内容产业-在数字中国绽放快乐产业的超级消费品风采

“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

2.1 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的黄金期，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。

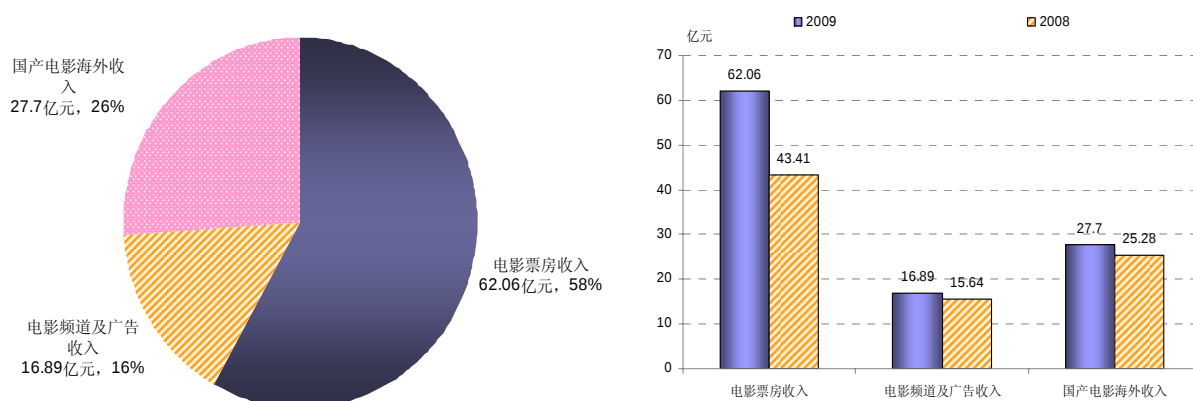
因此，我们看好中国电影行业，并认为电影是投资者最不容忽视的传媒领域。我们强烈推荐行业翘楚华谊兄弟，紧接着航母级的中国影视集团也将登录 A 股市场，敬请关注。

2.1.1 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。

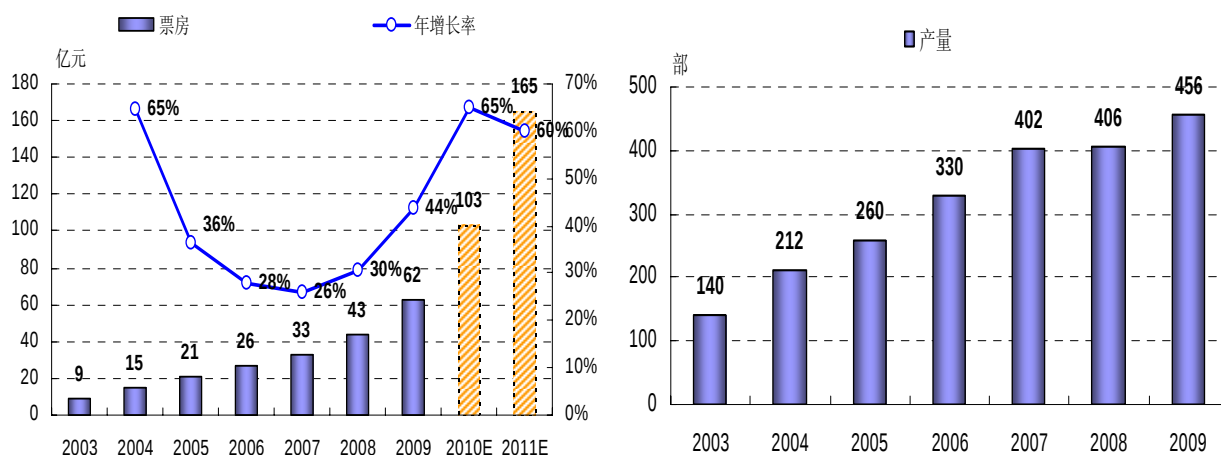
图 1：票房收入是中国电影行业的主要收入来源和行业增长的核心推动力（2009）



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）

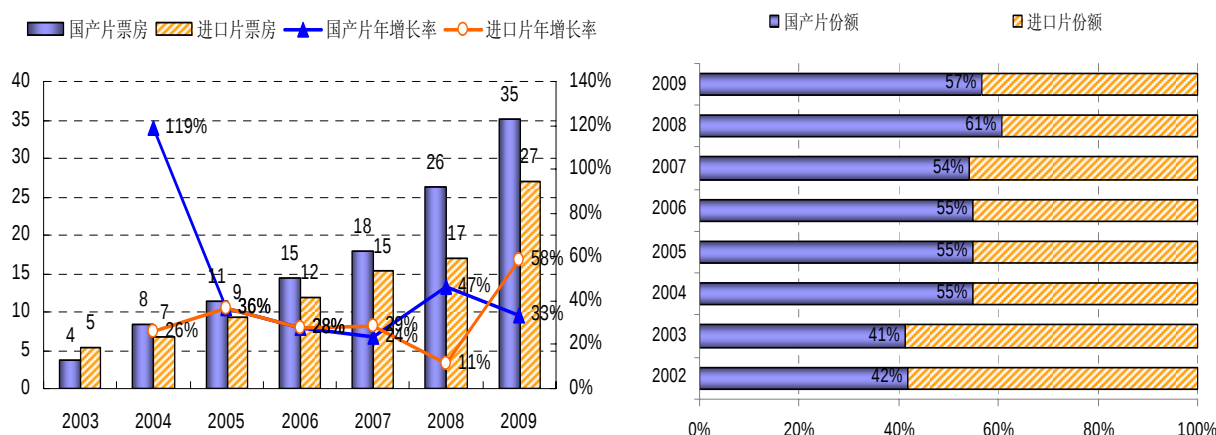


资料来源：国家广电总局，中投证券研究所

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。

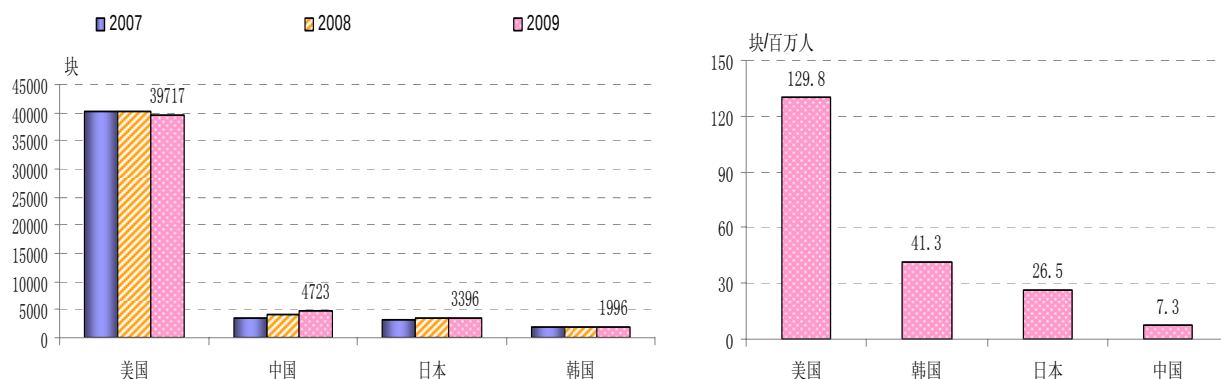
2.1.2 空间巨大-高增长还将继续

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。

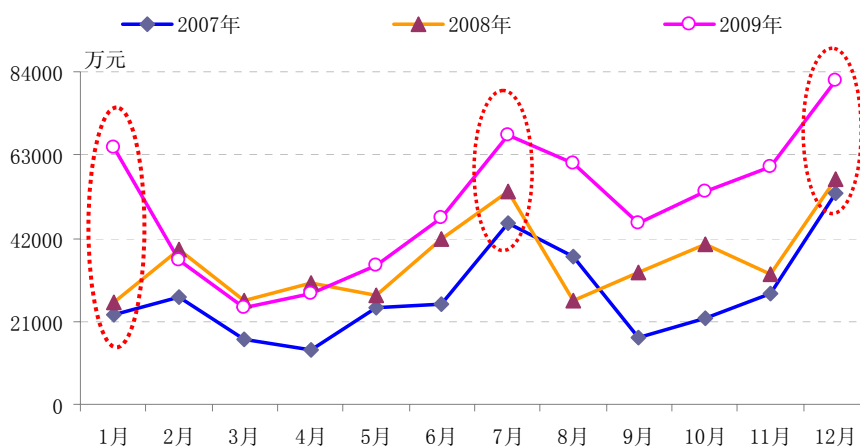
审查制：主管部门是广电总局电影局电影审查委员会（36人组成），现审查标准时依据国务院2001年12月颁发的《电影管理条例》执行，十一条审查标准中，仅一条是针对颜色深浅、声音录制等影片技术质量，其余十条全部是审查影片思想和意识形态内容。

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》）。

2.1.3 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。

2.1.4 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）



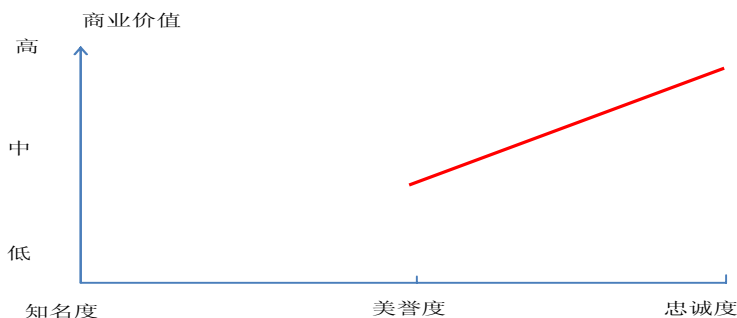
资料来源：国家广电总局，中投证券研究所

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。

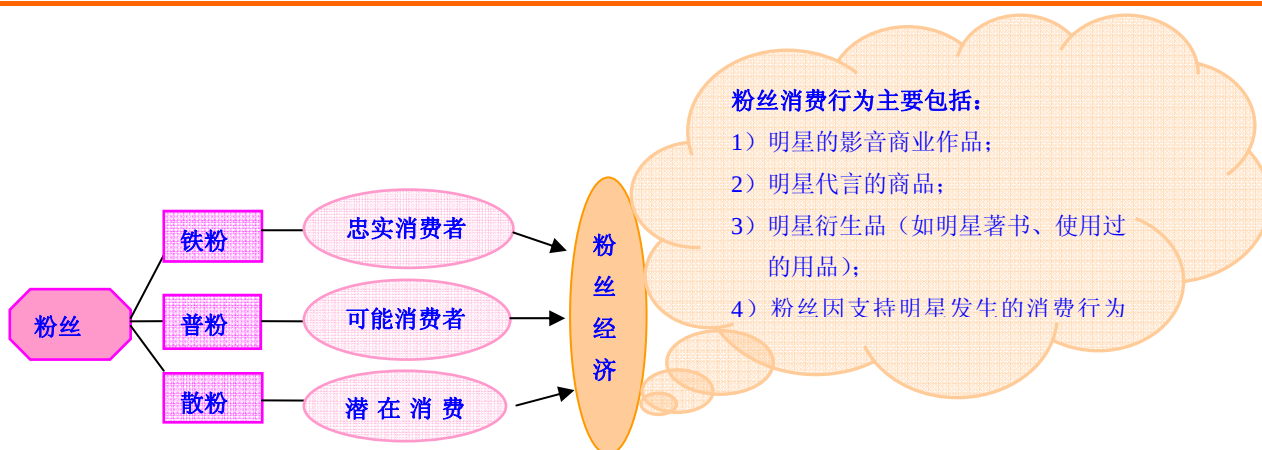
- 超级明星能够吸引观众去影院观影，对票房有着直接拉动的作用。影片《风声》就是很好的证明。由于众多国内一线明星的加入不仅赚得了超预期的票房收入还向大陆市场隆重推出了导演和监制陈国富。
- 明星的价值远不止体现在电影中，银幕之外，他们还会通过其他方式吸金。明星的商业价值主要来自四类途径：影音作品、广告代言、文艺演出、其他商业活动（也包括公益活动）。其商业价值的高低与品牌热度直接相关。我们认为，仅有知名度的不能称为品牌，如芙蓉姐姐等知名度虽高但不是品牌且商业价值非常有限；在有知名度的基础上同时拥有美誉度的明星才开始产生商业价值，如陈冠希在照片门之后虽知名度达到前所未有的高度但其所有代言均被取消，甚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

2.2 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。

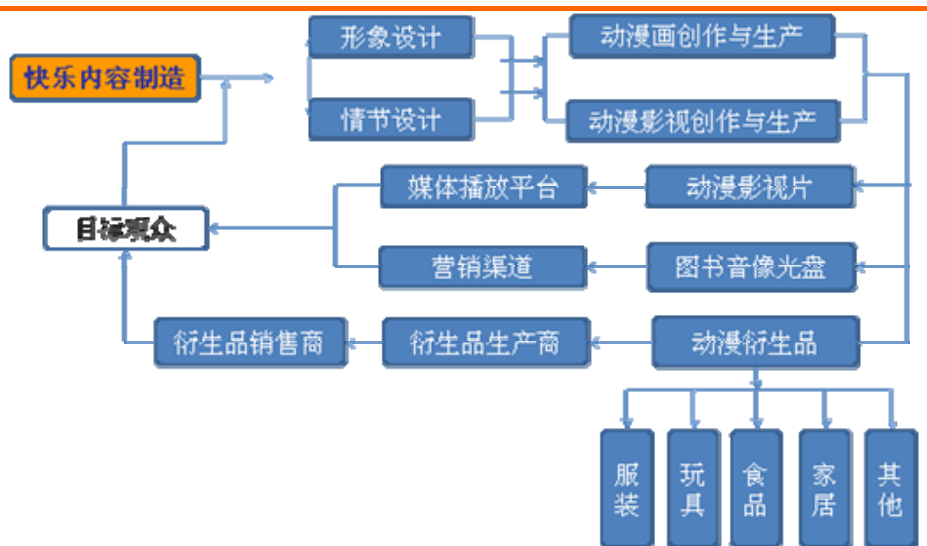
动漫正在受到全球人民的欢迎，在英国、日本、韩国等起步较早的国家，动漫产业已经成为支柱性产业。在中国，动漫产业尚处于萌芽阶段，但我们认为，在政府扶持和市场推动下，其未来发展将无比美好：

- 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。

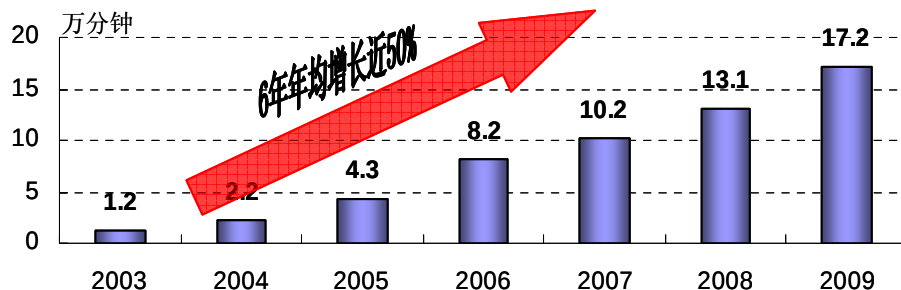
图 9：在中国，完整的动漫产业链正在逐步形成



资料来源：中投证券研究所

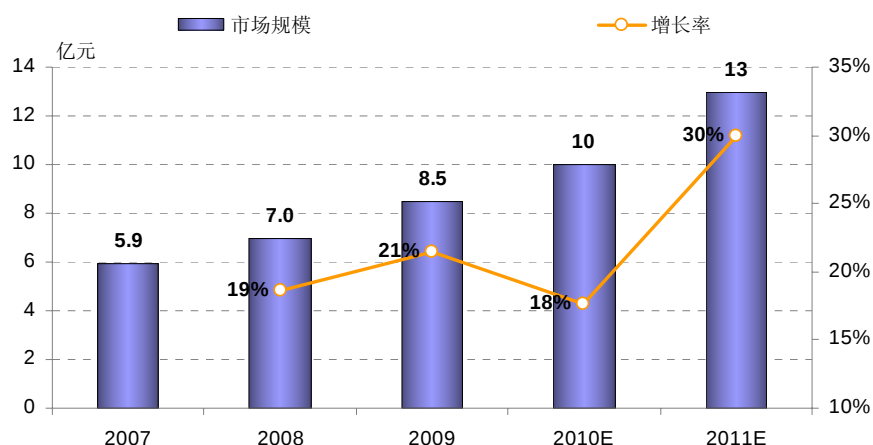
- 在前所未有的积极政策环境下，国内动画片产量高速增长，出口迅速扩大。2009 年全国制作完成的国产电视动画片共 322 部 17.18 万分钟，比 2008 年增长 31%，7 年年均增长近 50%。其中，2009 年中国动画片出口 79 部共 8.94 万分钟，同比增长约 150%，占影视内容出口额的 51.9%，首次超过电视剧等节目类型。同时，国产动画片市场规模较快速增长，预计 2010 年同比增长 18% 至 10 亿元，2011 年达到 13 亿元，同比增速约 30%。

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”



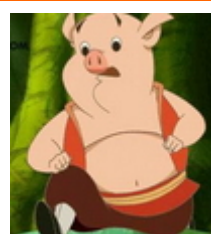
No.1 喜羊羊
广东原创动力



No.2 美猴王
央视动画



No.3 猪猪侠
广东咏声



No.4 福星八戒
江通动画



No.5 大角牛
青岛普达海动漫



No.6 雪娃
黑龙江新洋科技



No.7 嘟噜嘟比
深圳华强文化科技



No.8 憨八龟
深圳华夏动漫



No.9 蓝猫
湖南蓝猫动漫



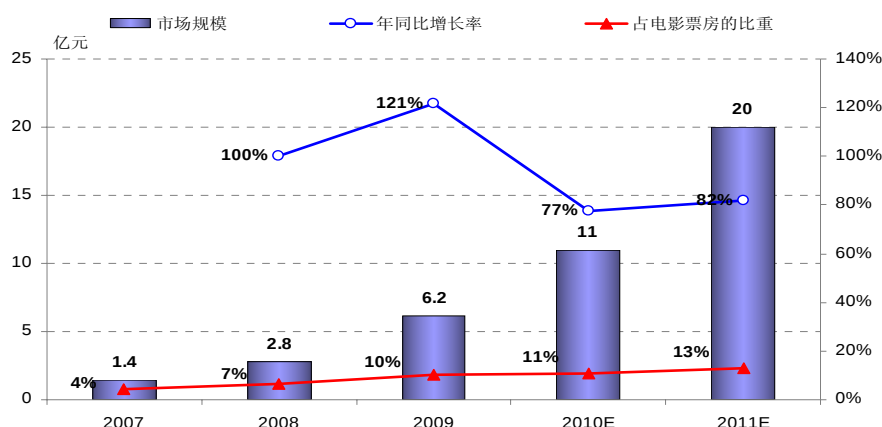
No.10 小破孩
上海小破孩文化传播

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：

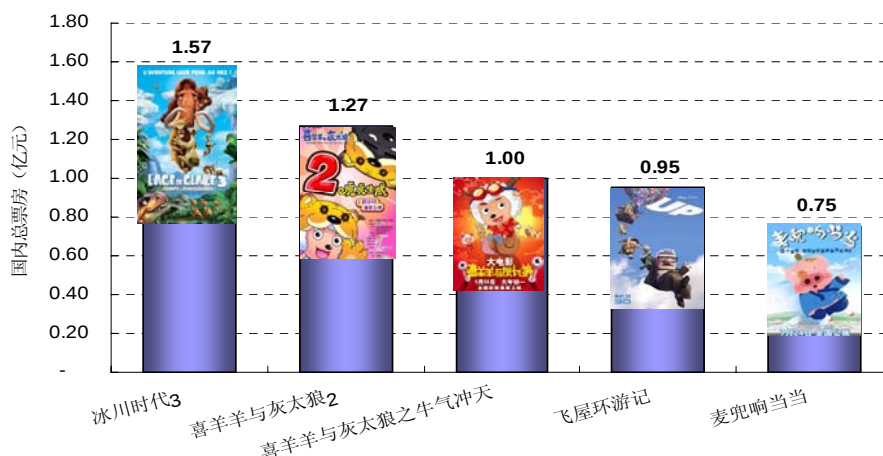
- 2009 年，在国内上映的动漫电影逐渐增多，市场规模迅猛增长 121%至 6.2 亿元。预计 2010 年市场规模将增长 77%至 11 亿元；2011 年同比增长 82%，市场规模达到 20 亿元。
- 从近三年国内票房排名前五的动漫电影来看，《冰川时代 3》以其无可挑剔的制作征服了中国观众位居票房冠军，国产动漫《喜羊羊与灰太狼》系列电影 1 和 2 亦当仁不让地摘得了亚军和季军，充分显示其国产动漫“最爱”地位。由此我们可以看到，除了制作技术，动漫形象能否俘获中国动漫粉丝的心是票房因素的关键。因此，我们认为目前国内动漫制作无须一定追求高技术高成本，提升故事性创作出人们喜爱的形象也能获得成功。

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-国内票房前五的动漫电影（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，同时动画形象的需求越来越大。

2.3 网游行业-有端网游触底反弹 新型产品引领消费

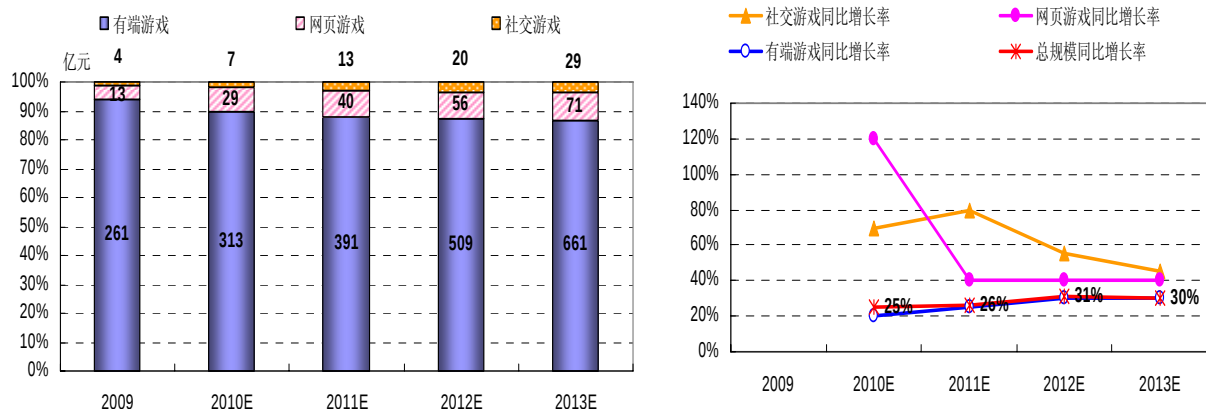
从易观国际的跟踪数据来看，目前中国游戏市场正呈现蓬勃发展的态势，2011年市场规模将在新游戏的消费推动下实现26%的增长。预计2012年以后，我国二三线网游市场将稳健发展、女性及儿童网游市场将会快速发展、高级休闲类游戏用户付费习惯将逐渐成熟，网游行业将快速前进，逐步走向繁荣。

（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。

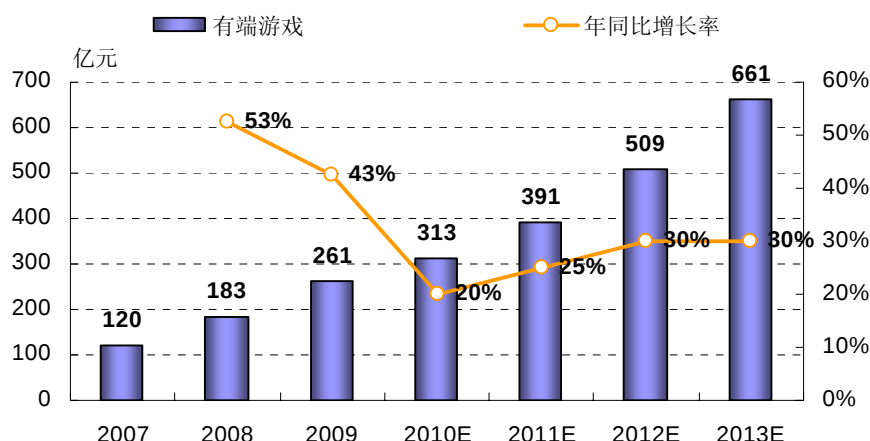
- 目前，我国网游行业的主力品种仍是有端游戏，约占市场规模的90%以上。然而越来越多的分支逐渐开始分流用户，包括网页游戏、社交游戏等，其中网页游戏增长迅猛，正逐步成为行业发展的强心剂。
- 中国有端游戏2010年增长放缓进入盘整期，年增速约为20%（情况好于我们年中过悲观的预期），市场规模将达到313亿元。2011年，有端游戏将触底反弹，市场规模将实现25%左右的增长，达到391亿规模。我们看好新类型的游戏包括海外代理的动作类游戏和高级休闲类游戏成为明年的主要增长动力。海外代理的动作类游戏画面表现力较好且动作元素较强，但对用户的PC配置等也有较高的要求，因此产品进入国内市场后是否一定受欢迎还有一定的不确定性。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

3、体制改革下的传统行业-在融合与变革中突破 向多元与数字化前行

3.1 广电行业-有线网整合备战三网融合 大规模双向网改期待浴火重生

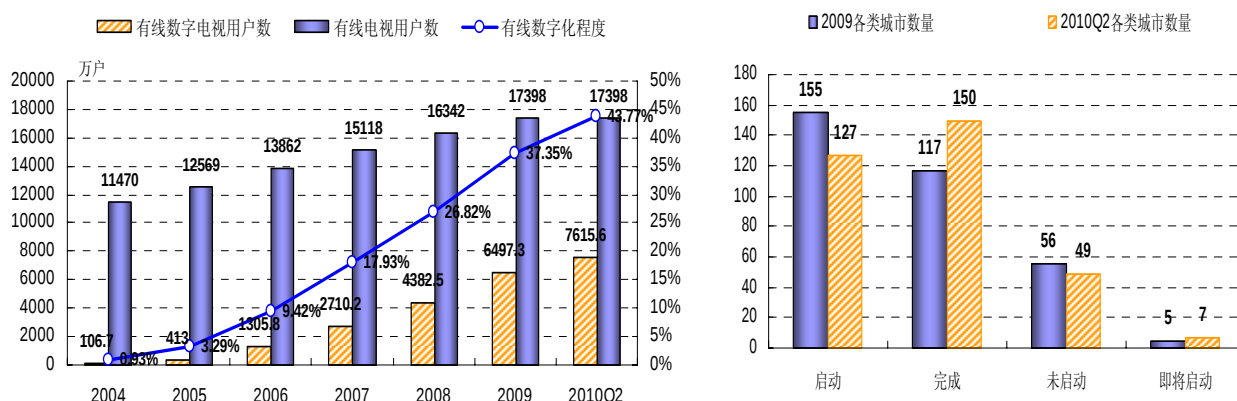
自三网融合在国务院层面推出以来，广电领域的有线网行业面临前所未有的机遇和挑战。为提升行业竞争力，谋求更长远的未来发展，2011 年有线网运营商将克服困难深入推进有线网的进一步整合，同时忍受着巨大的资本开支加速进行双向网改造和数字化整转，高清电视也将在一些地区开始快速推广。

我们认为，三网融合的推进将推动整体有线网行业在压力下加速发展，同时可能带来一些直接的利好（如税收优惠、财政补贴等）。因此我们关注并看好，能够获得利好政策倾斜的和能够较好把握行业发展机遇的经营能力较强的有线运营商的投资机会。A 股主要投资标的为天威视讯、歌华有线、东方明珠、广电网络、电广传媒、武汉塑料、中信国安。其中，天威视讯是我们看好的具备较强的业务经营和技术研发能力、运营最为市场化、且有可能最先实现有线数字电视业务 ARPU 值爆发性增长的优秀有线运营商。

全国有线电视数字化正加速推进:

- 截至 2010 年二季度，全国有线数字电视用户达到 7615.6 万户，有线数字化程度达到 43.77%，较 2009 年提高了 6.42%；在全国 333 个地级市中，已经完成和正在进行整转的城市数达到 277 个，占地级市总数量的 83.18%，较 2008 年底提高了 1.5%；除了地级市外，还有很多县级城市启动了数字整转工作，全国数字化的覆盖范围正逐步扩大。

图 17: 有线电视用户规模及数字化程度不断提高(2004-2010Q2); 333 个地级市启动数字整转的状况(2009 VS 2010Q2)

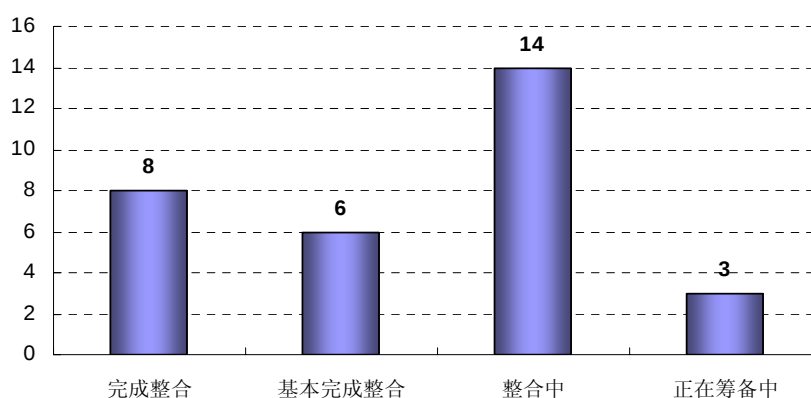


资料来源: Guideline Research、中投证券研究所

随着三网融合带来的挑战越来越大, 有线网络整合步伐正在加快, 目前主要以省网整合为主。预计 2011 年的工作重点是在完成地市级网络整合之后继续县级网络和农网推进整合。同时, 国家级有线网络公司的组建也在逐步推进, 预计 2012 年底将完成全国有线网的整合。

- 按照国家广电总局要求, 2010 年年底前全国各省广电网络整合完成整合, 形成一省一网。截至 2010 年 6 月底, 有 8 家有线运营商已经完全整合, 形成省-市-县一张网, 其中包括歌华所在和陕西省网。
- 根据各地有线网络的不同特点, 有线运营商整合手段多样, 目前多数采用的是“行政+资本”方式。

图 18: 各省有线网整合进展 (2010Q2)



资料来源: Guideline Research、中投证券研究所

注: 完成整合指完成整个地区的网络整合工作, 从地级市到县级地区网络整合, 全国形成一张网。

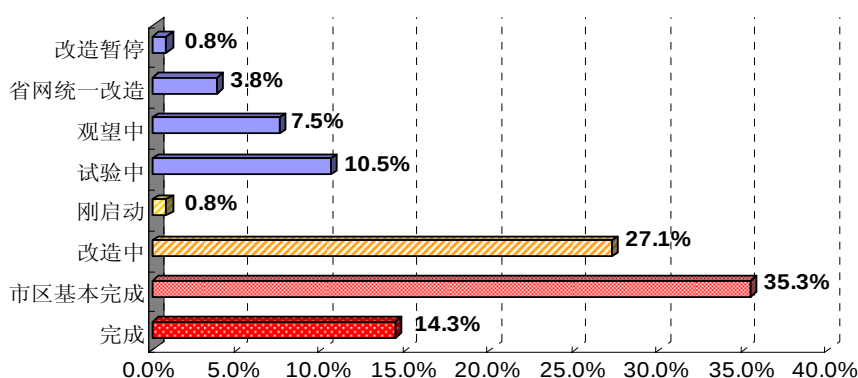
基本完成整合指主要完成或大部分完成地级市地市网络整合或者部分县级地区。

整合中指运营商正在推进省内网络整合。

有线网的双向化是有线数字电视增值业务发展的基础条件，是创造有效盈利模式、提升有线数字电视竞争力的必然路径，目前全国各地都在忍受巨大的资本开支，加速推进双向网改造。

- 截至 2010 年 6 月，有线双向网络覆盖用户超过 4600 万户。其中，北京双向网覆盖用户 150 万户，上海 220 万户，深圳 130 万户，陕西省网 150 万户，长沙有线 34 万户，长沙国安 6 万户，湖北省网还非常低。
- 截至 2010 年 6 月底，我国有超过 70% 的有线运营商已经启动双向网络的改造的工作。其中，完成或基本完成双向网改的有线运营商占一半，27.1% 正在大规模推进双向网改工作，0.8% 刚刚启动，另有一部分运营商还在试验、观望和技术方案探讨阶段。
- 格兰研究调查显示，目前有线运营商进行双向网改的实际户均成本为 500-600 元，随着市场规模的扩大，产品量产，网改设备价格的不断下降，网改成本将逐步降低。

图 19: 超过 70% 的有线运营商已经启动有线网双向改造（截至 2010 年 6 月）



资料来源：Guideline Research、中投证券研究所

高清电视是广电行业的最大竞争优势，高清交互业务将是有线数字电视未来发展的必然趋势，也是有线运营商应对三网融合之后来自 IPTV 等竞争对手的制胜利器。

- 截至 2010 年 6 月底，我国高清数字电视用户达到近 120 万户，比上季度约增长了 40 万户，预计到年底保有量将达到 250-300 万户。预计 2011 年，高清用户将增长更加迅速，达到 450-500 万户。
- 目前，高清机顶盒主要分布在北京、深圳、广西等地区。高清电视推广模式主要有以北京为代表的行政模式和以深圳为代表的市场模式，截至 2010 年 6 月底，北京歌华统计发货量为 70 万台左右；深圳统计发货量约为 17 万台。可以看到，现在的市场下行政对于高清普及的推动力大于市场推广。而无论是哪种市场模式，有线运营商都是将高清和双向交互业务捆绑在一起发展，但从市场反馈来看，高清对于交互业务的拉动还未完全显现。

3.2 出版行业-加速证券化 寻求多元发展

随着文化体制改革的深化，传媒的产业化及市场化进程正加速推进，2010 年出版作为规模最大的传统领域经历了改制的高潮年，并且在传媒资产证券化的道路上走在前列，出版企业积极借壳上市（如中文天地出版）或 IPO 直接上市（如中南传媒），以期借力资本市场快速做大做强。

2011 年，对于有实力的出版企业而言，在稳健经营主营业务的同时将积极谋求发展，具体战略发展思路将主要包括四方面：

- ◇ 打破省垄断进行跨区域整合以扩大规模，同时跨所有制的并购合作也将时有发生；
- ◇ 积极应对数字化趋势，大力发展数字出版；
- ◇ 跨媒体发展，如博瑞传播收购成都梦工厂进军网游行业、参股成都全搜索试水门户网站以进军互联网行业；出版传媒公司和出版集团联合收购蓝猫动漫 55% 的绝对控股权，三方同时联合推出了三维精品动画片《蓝猫龙骑团》，标志着公司从传统出版产业迈入新兴的具有广阔潜力的动漫产业领域；
- ◇ 跨产业链发展，如出版传媒参股中天证券等。

我们认为，出版企业的投资机会将主要来自跨区域跨所有制并购带来的外延增长潜力和多元发展及传统媒体形式转型升级带来的高增长可能性。然而，客观而言，出版企业积极的战略行为可能尚需较长时间方能转化为商业模式的更具活力和业绩的较快增长，因此投资周期可能较长。A 股主要投资标的有出版传媒、中南传媒、*ST 鑫新、时代出版、皖新传媒。

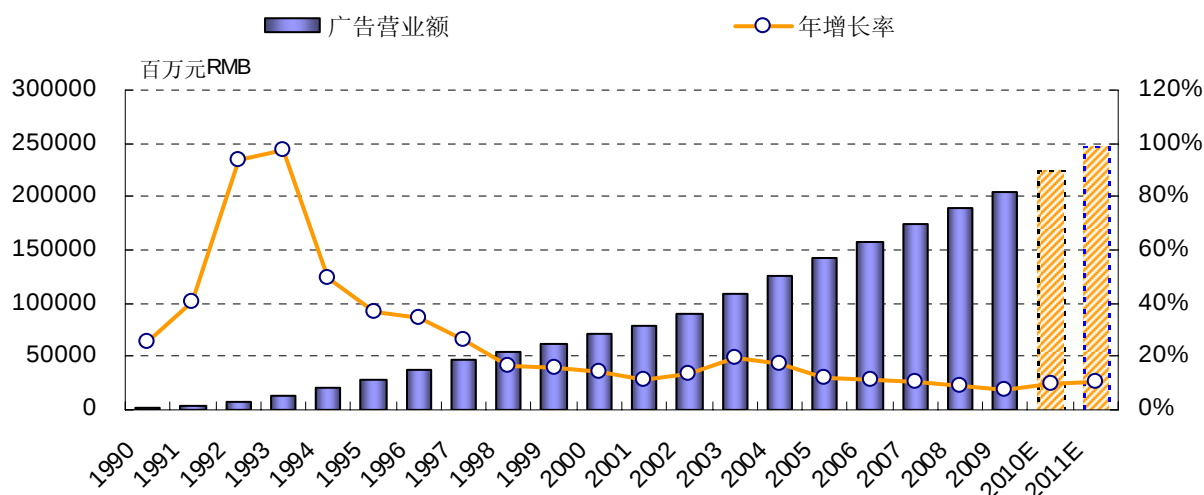
3.3 广告行业-周期向上稳步上行 网络广告增速亮眼

广告行业是典型的周期性行业，与经济增速有较强的正相关性。正如我们的判断，随着经济回暖广告主信心的回归，2010 年广告业全面复苏进入周期向上阶段，全年增速将能达到 10%。

从上个月央视黄金时段广告招标额再创新高（总额达 126.7 亿元，同比增长 15.5%）的情况来看，2011 年我们认为广告行业稳步上行的态势将继续，行业年增速有望超过今年达到 10.5%。其中，预计报纸广告仍将平稳，增速约为 7%，各地会有较大差异：参照今年上半年情况来看，博瑞传播所在的成都市可能达到 25% 左右，新华传媒所在的上海市增长率将在 12% 左右；户外广告可能稍好于 2010 年，增速约为 18%；新媒体广告（主要为互联网广告）增速将超过 40%，远超电视广告已经不易的 18.5% 的同比增速，成为广告增长的最大亮点。

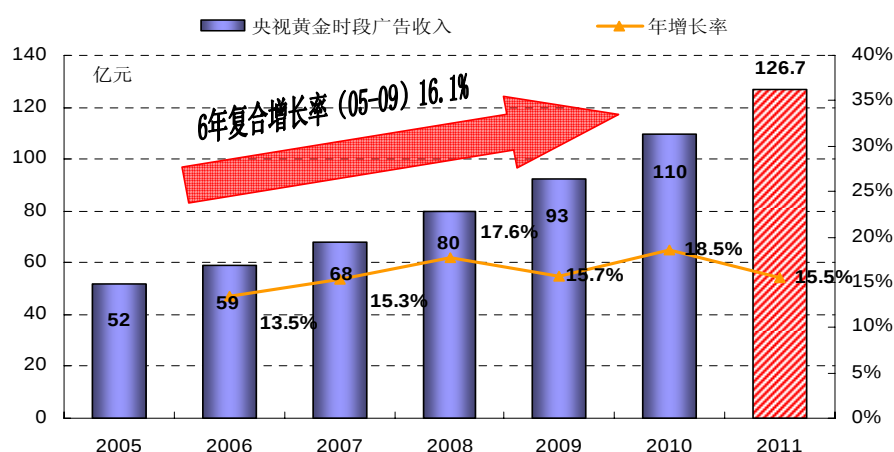
目前广告行业正处于周期向上阶段，企业经营环境驱好，业绩处于上升通道；国内广告市场非常分散，集中度的提升将是个渐进且必然的过程。对于已经上市的广告运营商而言，凭借资金优势和逐步提升的品牌效应，通过积极进行并购逐步扩大规模拓展产业链成为重要的战略思路。我们推荐业绩将有大幅提升且外延扩张思路活跃的省广股份和蓝色光标。

图 20: 中国广告行业 2011 年继续稳步增长态势, 预计年增速将达 10.5% (1990-2011E)



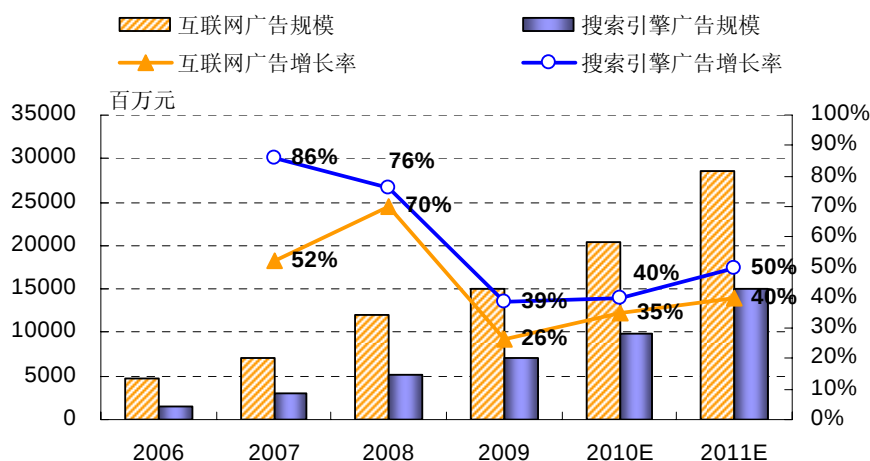
资料来源: 中国工商局统计数据、中投证券研究所

图 21: 2011 年央视黄金时段广告额创新高达 126.7 亿元, 年增长 15.5% (2005-2011)



资料来源: CCTV 数据、中投证券研究所

图 22: 网络广告持续高增长, 2010 年增速将达 40%, 远超电视广告增速 (2006-2011E)



资料来源: EnfoDesk、中投证券研究所

4、繁荣于移动互联时代的新媒体行业-探索有效商业模式 开创信息娱乐蓝海

随着移动互联时代的到来，在技术、渠道、应用和终端发展的共同推动下，新媒体行业正探索有效商业模式，开拓信息娱乐蓝海。新媒体是未来传媒发展的必然趋势，有明晰商业模式的企业拥有巨大的发展潜力。目前A股主要投资标的为焦点科技、东方财富、东方明珠、博瑞传播等。

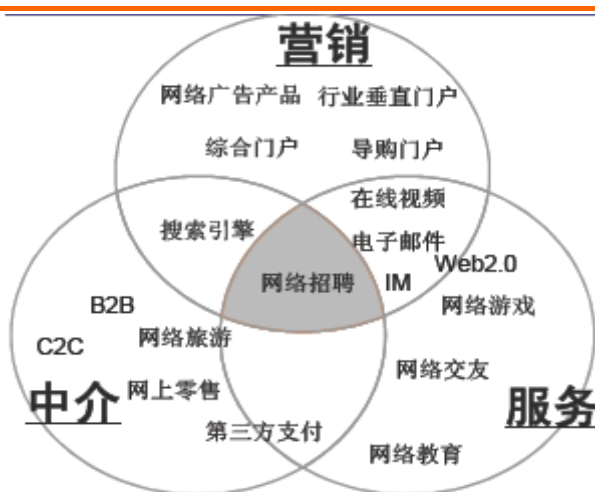
新媒体，是一个相对的概念，是除报刊、杂志、广播、电视等传统媒体之外的新的媒体形态。新媒体行业可以定义为：基于移动、电信和广电三大网络的，以内容服务为核心的，通过电脑、手机等多种终端向用户提供信息和服务的行业。

基于不同的盈利模式，我们将新媒体服务分为三大类：

- 服务类：以互联网或移动通信网为平台，销售产品的服务，如电子商务 B2C、电子邮箱、网络游戏、移动支付、移动定位等等服务，收入来源主要是以产品、服务等向个人客户收取相应费用。
- 广告类（营销）：基于互联网或者移动通信的相关服务平台，以提供广告服务的方式来获得收入的服务，主要是向企业类广告主收取费用。部分服务类的服务中也能够集成相应的广告服务，同时也有专门的广告类服务，如移动的短信营销等。广告是所有媒体的基础盈利模式，会在各种媒体上得到应用。
- 交易类（中介）：如电子商务 B2B、电子商务 C2C、租房网、招聘服务、交友服务等，借助新媒体的相关平台，以中介费、交易费为主要收入来源的服务。

目前新媒体企业主要盈利途径包括营销、中介、服务，他们还在不断探索着更有效的营收模式，创新模式可能将是基于以上三类的结合或融合创新。

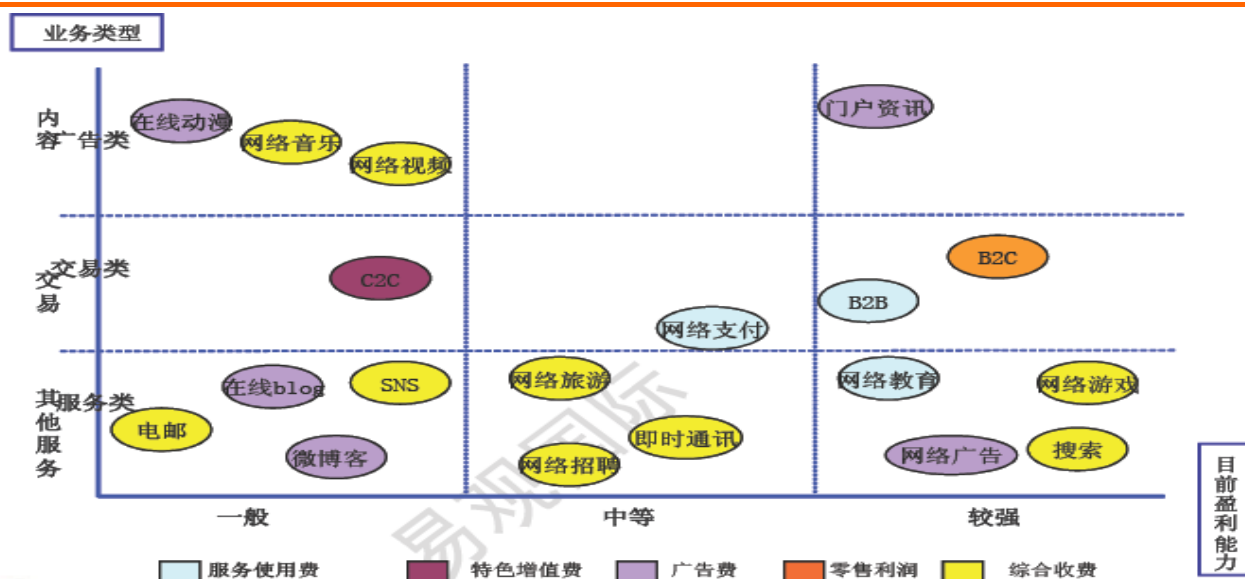
图 23：基于不同盈利途径，将新媒体分为三类



资料来源：Enfodesk、中投证券研究所

目前，新媒体应用主要涉及娱乐、商务、资讯三大领域，各类新媒体业务盈利能力差别较大。

图 24：娱乐、商务、资讯是新媒体主要涉及的三大领域，盈利能力有差异。



资料来源：Enfodesk、中投证券研究所

5、2011 年年度投资策略

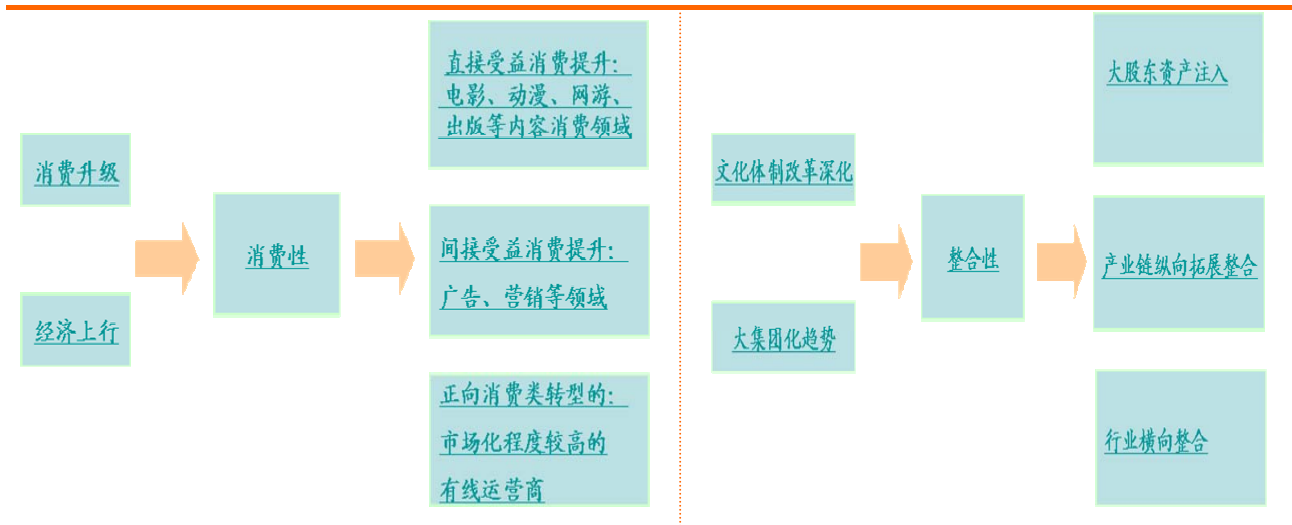
我们长期看好中国文化产业的精彩未来，目前各子行业正积极寻求发展，蕴含较大投资机会：1）前程远大的内容产业将在数字中国绽放快乐产业的超级消费品风采；2）体制改革下的传统行业将在融合与变革中突破，向多元与数字化前行；3）繁荣于移动互联时代的新媒体行业正探索有效商业模式，积极开拓信息娱乐蓝海。

我们以较长远的投资眼光考量传媒公司的经营稳定性和可持续发展能力，看好四类公司：

- 1）内容产业发展的受益者
- 2）新媒体产业发展的受益者
- 3）拥有垄断和稀缺资源的公司
- 4）拥有资产注入可能和行业整合能力的公司

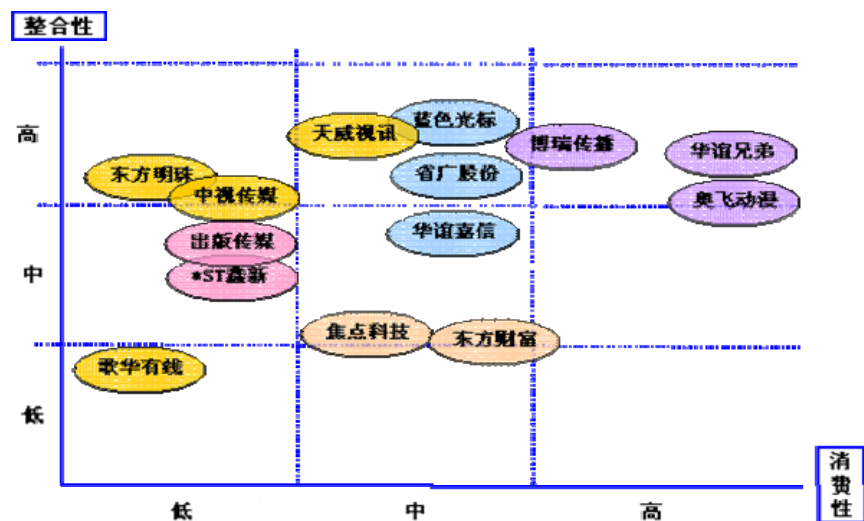
2011 年，中国文化产业将挺进数字化与消费型时代，从营收增长情况来看，电影、动漫、广告及一些新媒体子领域将表现最为亮眼，体现出较强的消费特性。同时，由于体制改革深化和大集团化趋势可能发生整合重组的子行业也是我们关注的重点。因此我们认为，投资机会将主要集中在具有“消费性”和“整合性”的公司，同时，已有明晰商业模式的数字新媒体公司也将是较好的投资标的。

图 25: 对于“消费性”和“整合性”的理解



资料来源：中投证券研究所

图 26: 我们关注的具有“消费性”和“整合性”的公司



资料来源：中投证券研究所

从个股估值水平出发，我们的投资建议是：**1）目前首选组合：华谊兄弟+省广股份+蓝色光标：强烈推荐“华谊兄弟”**（进入年末贺岁档提升公司关注度、成长性好、有整合预期）、推荐行业和公司业绩增长快且并购预期活跃的“省广股份”、“蓝色光标”；**2）推荐“天威视讯”**（业绩明显提升、有整合预期）、“博瑞传播”（估值低有安全边际，有整合预期，新媒体业务值得等待）；**3）推荐“奥飞动漫”**为长线品种持有；**4）建议关注“焦点科技”、“东方财富”、“中视传媒”、“东方明珠”、“北巴传媒”。**

表 1: 传媒公司盈利及估值评级情况

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	124	69	43	30	强烈推荐
002292	奥飞动漫	0.40	0.42	0.52	0.66	92	88	71	56	推荐
002400	省广股份	0.65	0.91	1.30	1.59	80	57	40	33	推荐
300058	蓝色光标	0.40	0.60	0.78	1.01	92	62	47	36	推荐
600880	博瑞传播	0.43	0.53	0.65	0.77	45	36	30	25	推荐
002238	天威视讯	0.29	0.38	0.73	0.75	103	79	41	40	推荐
600037	歌华有线	0.31	0.35	0.32	0.39	45	40	43	36	推荐
600373	*ST 鑫新	-0.46	0.55	0.70	0.80	-38	31	25	22	推荐
000917	电广传媒	0.07	0.29	0.35	0.42	384	93	77	64	中性
600832	东方明珠	0.14	0.16	0.18	0.20	66	58	52	47	中性
600386	北巴传媒	0.29	0.40	0.48	0.58	37	27	22	18	中性
600088	中视传媒	0.35	0.31	0.29	0.30	48	54	58	56	中性
002315	焦点科技	1.01	1.23	1.66	2.25	80	66	49	36	中性
300059	东方财富	0.68	0.61	0.91	1.09	82	92	61	51	无评级
601999	出版传媒	0.23	0.27	0.30	0.33	49	42	38	34	中性
600825	新华传媒	0.22	0.19	0.21	0.22	38	44	40	38	中性
600831	广电网络	0.14	0.15	0.19	0.29	83	77	61	40	中性
300133	华策影视	0.98	1.75	2.46	3.18	117	66	47	36	无评级
300071	华谊嘉信	0.49	0.66	0.86	1.12	71	53	41	31	无评级

资料来源：公司业绩公告、中投证券研究所

注：采用 2010 年 12 月 13 日收盘价

6、上市公司

6.1 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%。**
- ◇ **维持“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, 目前为 31.11 元, 对应 PE 分别为 69、43、30 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, 维持公司“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	124	69	43	30
P/B	7	7	6	5
EV/EBITDA	78	49	30	21

资料来源: 公司业绩报告、中投证券研究所

6.2 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%。
- ◇ **维持“推荐”评级。**预测公司 10-12 年 EPS 为 0.42、0.52、0.66 元，在当前股价（36.96 元）下，对应 PE 分别为 88、71 和 56 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	92	88	71	56
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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434