

激情燃烧的“百亿票房”岁月

——“战略·传媒”系列之十七届六中全会暨文化产业“十二五”规划研究专题

民生精品---深度研究报告/传媒行业

2011年10月14日

报告摘要:

● 电影行业呈现高需求特征，全产业链延伸整合趋势明朗

2010年，中国电影产业的票房正式迈入“百亿时代”，达到101.72亿元历史新高，银幕数总计达到6256块。我们预计，随着国内市场观影需求呈现爆发式增长，未来五年票房增长将有望保持超30%的增速。龙头企业全面介入上游的内容制作、中游的宣传发行、下游的院线终端放映和衍生品产业的投资（包括投资建设电影娱乐城、主题公园、文化产业园，对音乐、游戏等衍生产业的投资）中来，意欲通过全产业链的布局来加强盈利能力，同时促进各环节达成协同效应，实现赢家通吃。

● “十二五”电影业发展：政策扶持加码，产业繁荣可期

“十二五”时期，是我国电影产业发展的重要战略机遇期，政策扶持力度会持续加码。同时，必将带动电影产业的繁荣发展。1、WTO裁决对于电影市场的影响没有市场预期的那么迅猛和剧烈，对行业的影响将会是温和与渐进的过程，但就中长期而言，存在改变产业格局的可能性。2、结合十七届六中全会主要议题——深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣，我们认为，文化产业“十二五”规划中对于电影产业的主要扶持政策体现为：加大对电影制作的扶持力度、扩大院线经营规模和影院建设、培育新型业态、加大投融资政策支持、鼓励“走出去”等方面。

● 未来商业模式的转型：渠道为王还是内容为王？

电影产业想要产生持续性的盈利能力，内容和渠道两者均不可忽视或者有所偏颇。国产影片在内容制作方面，无论是资金投入，还是制作手法、电影质量等，都与好莱坞高水准的电影存在较大差距；一部影片在内容制作上的质量水平是其持续叫座的前提；而在此基础上结合良好顺畅的宣发营销渠道，则能促进电影产品获取更多收益。

● 重点个股推荐——产业链六股

结合十七届六中全会精神，以及即将出台的文化产业“十二五”规划政策要点，我们重点推荐个股——华谊兄弟、光线传媒、奥飞动漫、电广传媒、乐视网、广电信息，涵盖电影的制作、发行与放映环节，同时符合政策重点扶持对象。

● 风险提示

1、商业模式转型风险；2、盗版风险；3、作品审查风险；4、人才管理风险。

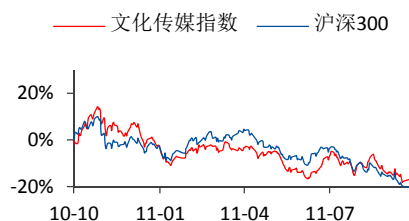
盈利预测与财务指标

重点公司	现价		EPS		PE			民生评级
	2011-10-13	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
华谊兄弟	16.71	0.25	0.32	0.58	66.84	52.22	28.81	强烈推荐
光线传媒	63.49	1.03	1.57	2.25	61.64	40.31	28.22	强烈推荐
奥飞动漫	19.24	0.32	0.50	0.68	60.13	38.48	28.29	强烈推荐
电广传媒	26.68	1.01	2.02	2.32	26.42	13.21	11.50	强烈推荐
乐视网	24.40	0.32	0.61	0.95	76.25	40.00	25.68	强烈推荐
广电信息	12.76	0.23	0.36	0.47	55.48	35.44	27.15	强烈推荐

资料来源：民生证券研究所

推荐 维持评级

行业与沪深300走势比较



分析师

分析师：李锋

执业证书编号：S0100511010001

联系人：郑平

电话：(8610)8512 7645

Email: zhengping@mszq.com

联系人：胡琛

电话：(8610)8512 7645

Email: huchen_yjs@mszq.com

相关研究

1. 传媒行业深度报告《谁动了出版业的奶酪》 2011.09.26
2. 传媒行业深度报告《中国儿童与家庭娱乐产业领军者是怎样练成的》 2011.09.07
3. 传媒行业深度报告《从芭比时尚 50 年看中国动漫产业的发展》 2011.07.28
4. 传媒行业深度报告《有多少童年可以重来》 2011.06.16
5. 传媒行业 2011 年下半年投资策略《“支柱性产业”目标指引传媒业发展》 2011.06.15

目 录

一、电影行业呈现高需求特征，全产业链延伸整合趋势明朗.....	3
（一）产业规模：2010 年电影票房达 101.72 亿元，银幕数达到 6256 块	3
（二）盈利分成：影院分成最多，制片和发行位居其次	4
（三）市场参与者：从国企垄断到民营介入	4
（四）产业发展趋势：紧锣密鼓布局全产业链	5
二、“十二五”电影业发展：政策扶持加码，产业繁荣可期.....	6
（一）由于中国保留或拥有对进口片内容的审查权，短期内 WTO 裁决的影响较为温和	6
（二）中长期 WTO 裁决会改变产业格局	7
（三）历年政策回顾以及文化产业“十二五”规划要点展望	8
三、未来商业模式的转型：渠道为王还是内容为王？	10
（一）院线渠道决定票房收入	10
（二）制片实力提升影片商业价值	11
（三）未来五年商业模式转型之路：“内容+渠道”	12
（四）结合新媒体构建立体化收益模式	12
四、值得关注的投资标的	13
五、风险提示	16
插图目录	17
表格目录	17

电影产业是我国文化产业的重要支柱力量。发展电影产业，是深化文化体制改革、推动社会主义文化大繁荣大发展的重要内容。

一、电影行业呈现高需求特征，全产业链延伸整合趋势明朗

(一)产业规模: 2010 年电影票房达 101.72 亿元, 银幕数达到 6256 块

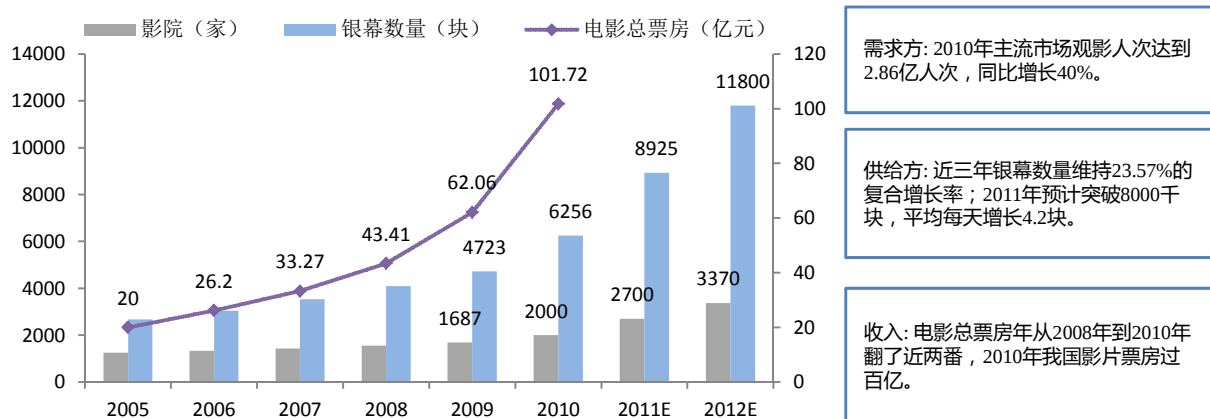
2010 年，中国电影产业的票房正式迈入“百亿时代”，而取得这一份成绩用了整整十年。当前，在电影生产数量、银幕数量、票房总量、综合收入总量、观众人次、国产电影市场份额等各项主要指标上，中国电影产业均呈现出蓬勃发展的势头。

银幕持续性扩张，票房逐年增长。2010 年全国新增影院 313 家，城市银幕数达到 6256 块。2010 全年票房达 101.72 亿元，同比增长 63.9%，其中共有 17 部国产电影票房过亿，国产份额超过了一半。而从综合票房收入（包括票房、海外收入、电影频道广告收入等）来看，2010 年达到了 160 亿元，增幅 47.4%。

随着老百姓消费水平的提高以及 2006~2010 年银幕数的持续增长，2010 年中国主流电影市场可统计观影人次达到 2.86 亿人次，比 2009 年的 2.04 亿人次增长 40%。我们判断，未来观影人数还将出现井喷局面。

我们预计，随着国内市场观影需求呈现爆发式增长，未来五年票房增长将有望保持超 30% 的增速。图 1 显示了近年来国内银幕数与电影总票房高速增长的态势。

图 1：中国电影行业基础设置（影院、银幕）规模以及票房数据

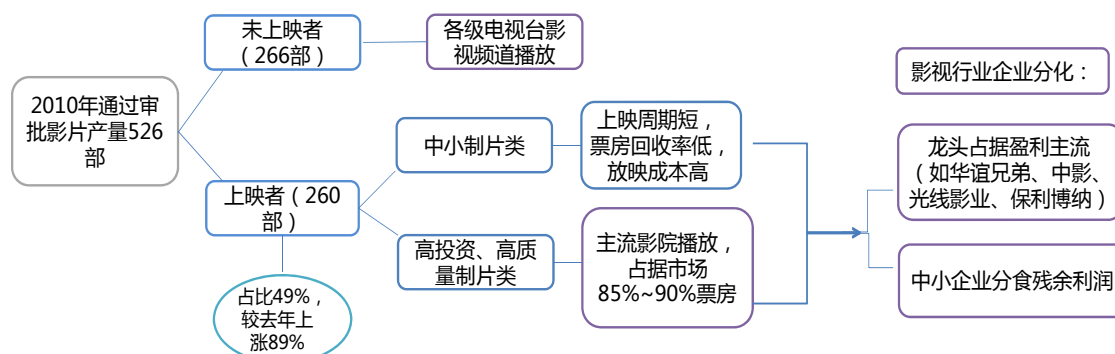


资料来源：艺恩资讯，民生证券研究所

盈利集中度加大，龙头院线聚金能力强。在市场份额分布上，院线集中度依旧居高不下，前五龙头（万达、中影星美、北京新影联、中影南方新干线，上海联合）排名位置稳定。2010 年票房排名前十的院线占据了市场上将近 75% 票房，多达 76 亿元。

制片市场上，维持“寡头垄断资源，中小企业竞争”格局。数据显示 2010 年通过审批的国产影片为 526 部，参与制作和投资的机构超过 1000 家，市场参与基数较大；但是能进入主流影院发行的制片商仅集聚集在数十家龙头国企或者民营生产企业中，制片能力分化明显。龙头制片商往往在资金运筹、人才组建、以及影片监制、市场影响力等方面均具有中小影片制片商难以企及的资源集聚优势（见图 2）。

图 2：2010 年大、中小型影片播放渠道示意图



资料来源：2011 传媒蓝皮书，民生证券研究所

（二）盈利分成：影院分成最多，制片和发行位居其次

电影行业的产业链可以被划分为以下三个环节：上游的内容提供商；中游的发行商以及下游的渠道商。国产影片和进口片的分成大约按照表 1 显示的比例来划分。

1、对国产片和进口片而言，盈利分成中占比最大的均为影院环节，平均分成比重高达 50%~52%。2、国产影片中盈利分成占比第二的是制片环节，分成比重约为 40%；对于进口片而言，盈利分成中占比第二位的是发行环节。3、进口片中，分账片发行分成比重约为 25%；进口批片中发行分成比重高达 43%。

总体而言，电影产业盈利分成中影院占比最大，其次是国产片的制片和进口片的发行环节。

表 1：国产影片和进口片（分账片和批片）的分成比例

产业链上下游	制片	发行	院线	影院
国产片	38~43%	4~6%	3~7%	50~52%
进口批片	数十-数百万元不等	43%	3~7%	50~52%
进口分账片	13~20%	22~28%	3~7%	50~52%

备注：进口批片一般由国内发行公司以数十万到数百万人民币不等的价格买断内地发行权，制片方并不参与票房分成

资料来源：艺恩咨询，民生证券研究所

（三）市场参与者：从国企垄断到民营介入

电影产业的市场格局，由最初的国企垄断市场逐步发展为民营企业介入，共同参与角逐。整个产业链的布局以及主要参与者分布如下图所示：

图 3：中国电影产业链示意图



资料来源：公开资料，民生证券研究所

（四）产业发展趋势：紧锣密鼓布局全产业链

龙头企业全面介入上游的内容制作、中游的宣传发行、下游的院线终端放映和衍生品产业的投资（包括投资建设电影娱乐城、主题公园、文化产业园，对音乐、游戏等衍生产业的投资）中来，意欲通过全产业链的布局来加强盈利能力，同时促进各环节达成协同效应，实现赢家通吃。代表性企业有华谊兄弟、保利博纳、中影集团等。例如华谊兄弟，其业务从内容制作贯穿到渠道院线、实景娱乐等，如下表 2 所示：

表 2：电影公司着手全产业链布局——以华谊兄弟为例

产业链上下游	主要情况介绍	潜在风险
电影制作	H 计划（包含夏永康、陈国辉、林书宇、乌尔善、冯德伦、钮承泽、彭浩翔、于仁泰、成龙、徐克、冯小刚 11 名导演、预计推出 10 部电影）。	票房收入低于预期风险
电视剧制作	组建 12 人电视剧制作工作室，知名编剧彭三源；高群书亦加盟其中。	电视剧收视率低于预期风险
艺人经纪业务	截止 2011 年 6 月，签约艺人数量已超过百人，对人才实行外部引进和内部培养政策，降低公司上游成本波动风险。	艺人流失风险
下游投资	院线建设。已建成 5 处，分布于重庆（2 处）、合肥、北京、武汉黄陂；在建的有 7 处，年内有望建成 118 块银幕。	
实景娱乐及衍生品投资	1、投资主题公园。投资 1.1 亿到（天津）实景公司进行文化城、电影主题公园、外景地，室内外实景演出的开发；另有在建或者欲建项目有上海嘉定和深圳坪山、以及苏州阳澄湖三个项目。 2、投资音乐、游戏等附属产业。进行数字音乐技术开发、音像制品的批发；此外还有电影产品的网络版权销售。	主题公园前期投入风险；政策上对建立主题公园土地管制风险

资料来源：公开资料，民生证券研究所

又如华策影视，除了投拍电视剧、电影之外，2010 年公司全资子公司浙江金球影业与浙

江时代电影大世界有限公司共同出资设立浙江时代金球影业投资公司，金球影业出资 4000 万元，占注册资本的 40%，将公司产业链延伸至影城院线业务，今年将有部分影院建成开业。近期，公司还与海宁市人民政府签署《海宁中国武侠(影视)文化产业园战略合作框架协议书》，联手海宁市人民政府及其他合作方在海宁市盐官古城合作建设海宁中国武侠(影视)文化产业园。

二、“十二五”电影业发展：政策扶持加码，产业繁荣可期

“十二五”时期，是我国电影产业发展的重要战略机遇期，政策扶持力度会持续加码。同时，必将带动电影产业的繁荣发展。

(一) 由于中国保留或拥有对进口片内容的审查权，短期内 WTO 裁决的影响较为温和

2007 年 4 月，美国诉诸 WTO，认为中国对于出版物、电影、音像制品进口和分销的有关措施违反 WTO 规则。2010 年 7 月 14 日，中国表示同意遵循世界贸易组织 WTO 的裁决，在 2011 年 3 月 19 号后，进一步开放娱乐产品市场。中国将允许美国及其他外国企业向中国引进电影、音乐、电游和图书，并准许美中合资企业在互联网上分销音乐。

WTO 裁决推出后，市场对此一度反应较为强烈，认为将取消进口影片配额限制，国外大片将从数量上和质量上对国产影片造成冲击。我们的观点是：1、进口片的发行权仍将由中影与华夏两家国企牢牢掌控，且由于电影具有意识形态属性，中国保留或拥有对进口片内容的审查权，短期内进口影片数量不会大幅增加；2、民营企业更多的是参与到进口批片的发行市场中来，且以“协助推广”身份进行；3、由于国产影片的制作水平与票房号召力的提升，且有“年放映国产电影时间不低于年放映时间总和三分之二”规定的保护，同时进口片存在一定程度的跨文化障碍，WTO 裁决对于电影市场的影响没有市场预期的那么迅猛和剧烈，对行业的影响将会是温和与渐进的过程，但就中长期而言，存在改变产业格局的可能性（见表 3）。

目前，发行环节的垄断权将依旧掌握在中影和华夏这两大国企手中；民营企业在分账大片上没有机会参与发行环节的运作以及利润分配。而在批片上，民营企业可以通过买断版权，通过挂名在中影和华夏下间接使用“协助推广”的身份发行。

表 3: WTO 裁决前后的政策环境分析

保护政策变化历程	发行权	进口配额	放映时间
2011 年 3 月之前： 国内电影行业保护措施	发行权仅由中影、华夏两家行使，国外进口片方无要价能力	分账片数目限制为 20 部	进口片的放映时间不超过年总放映时长的 1/3
2011 年 3 月之后： WTO 裁决之后可能的政策变化	民营企业更多地参与进口批片的引入和发行市场；但身份为“协助推广”	分账片数目上限可能提升到 30 部	时间限制取消/放宽
政策执行的可行性分析	发行权向民营和外资放开的短期可能性较小；官方尚未发布明确的政策	短期内大幅增加进口配额的可能性较小	短期/中期放映时限取消的可能性较小

资料来源：Wind，民生证券研究所

(二) 中长期 WTO 裁决会改变产业格局

1、制片：国外 PK 国内

我们认为，从中长期来看，随着国内电影市场需求的日益增加，进口片配额限制的进一步放宽是大概率事件。国内电影制片方会直接面临与国外优秀影片比拼内容质量的挑战。在此背景下，国内制片商唯有不断提升影片质量，才能同台竞技。当然，由于“年放映国产电影时间不低于年放映时间总和三分之二”的有关规定的保护，国产电影仍占有较大的市场份额。

对比下 2011 年上半年的国内外大片的票房（如表 4 所示），国外前十名的综合票房较国内前十名多出近 6.42 亿元；其中国外前三和国内前三的影片票房总和差便为 6.07 亿元；可见国内外影片的综合实力之间的差距。

表 4：进口影片和国内影片票房收入对比（2011 年上半年院线公司前 10 名，单位：万元）

排名	进口影片	票房收入	国内影片	票房收入	国外与国内票房收入差（注释 1）
1	功夫熊猫 2	59675	建党伟业	30469	29206
2	加勒比海盗：惊涛怪浪	47206	新少林寺	21616	25590
3	速度与激情 5	25514	将爱情进行到底	19630	5884
4	洛杉矶之战	22821	武林外传	18959	3862
5	青蜂侠	14029	最强喜事 2011	16687	-2658
6	里约大冒险	13990	关云长	15870	-1880
7	致命伴旅	13717	喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱	14204	-487
8	纳尼亚传奇：黎明踏浪号	12450	倩女幽魂	14028	-1578
9	创战纪	11891	单身男女	9616	2275
10	关键第四号	11681	战国	7671	4010
共计					国内外票房差：64224 万元

资料来源：广电总局，民生证券研究所

注释 1：票房差=国外票房-国内票房

2、发行：国企 PK 民营

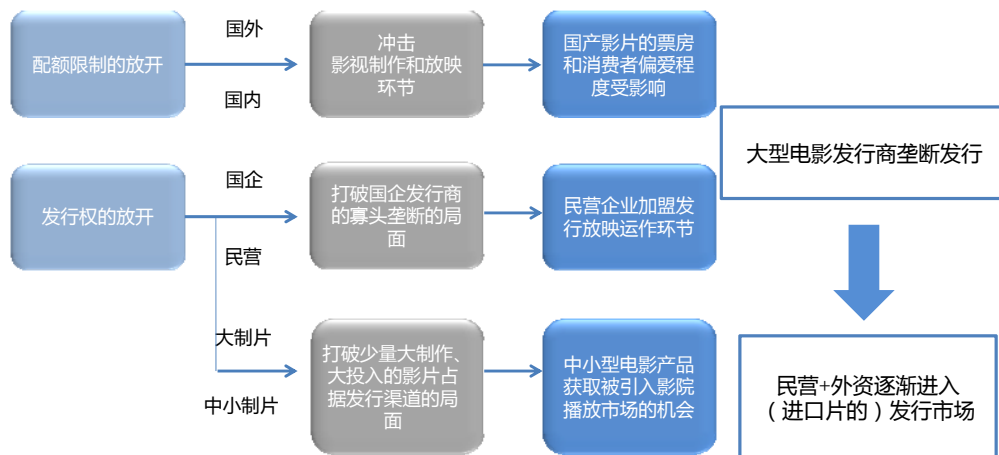
拥有良好的宣传发行能力、具备渠道优势的民营企业会更多参与到进口片发行环节。我们认为，类似华谊兄弟、保利博纳、光线传媒、小马奔腾、星美传媒、乐视影业、华策影视等这样的民营企业会首先受益。

3、放映：大制作影片 PK 小制作影片

由于大制作的影片具有更强的品牌效应和宣传力度，有助于降低上映失败的风险，所以影院发行渠道一般被大投入的影片所占据；中小成本制作影片只能通过电视台、DVD 等非院线渠道进行播放。在发行环节市场化程度加大后；更多中小制作成本的优秀影片有望在区域性院线中进行差异化放映，甚至会在视频网站、IPTV 等“院线”中放映。

相关影响如图 4 所示。

图 4：中长期 WTO 裁决对国内电影产业的影响



资料来源：公开资料，民生证券研究所

（三）历年政策回顾以及文化产业“十二五”规划要点展望

1、历年重要电影产业政策回顾

在政府颁布的一系列针对文化产业发展指导性文件中，有诸多涉及电影行业的具体政策（见表 5），主要体现为如何促进电影产业的大繁荣大发展。

表 5：电影产业鼓励政策

鼓励政策	重点内容
2006 年《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》	重点推动国家数字电影制作基地建设；发展电影内容产业，提升电影的生产能力，扩大电影制作、发行、播映和后产品开发。
2009 年《关于对影院安装 2K 和 1.3K 数字放映设备补贴的通知》	通过对安装数字放映设备的影院给予补贴等优惠政策，促进二三线城市数字影院建设；加深国内电影的数字化程度。
2010 年《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》	积极开发适合文化产业特点的信贷产品，加大有效的信贷投放；完善授信模式，加强和改进对文化产业的金融服务；大力发展多层次资本市场，扩大文化企业的直接融资规模；积极培育和发展文化产业保险市场；建立健全有利于金融支持文化产业发展的配套机制。
2010 年《关于促进关于促进电影产业繁荣发展的指导意见》	2015 年底之前需要达成的重点目标：1、打造大型骨干电影企业；2、增强科技支撑作用；3、改善基础设施建；4、创作更多多样化的产品；5、产业综合效益明显增长，电影经济总量年均增长速度达到 20%以上，带动相关产业发展，加长衍生产业链条，增长综合效益；6、公共服务能力显著加强。重点措施：1、切实加强影视制作、动漫等产业基地建设，努力推进电影创作生产的集约化、规模化发展。2、着力培育发展一批国有或国有控股龙头骨干企业，加快发展一大批“专、精、特、新”的中小企业。3、进一步深化院线制改革，大力发展跨区域规模院线、特色院线和数字院线。4、加强城镇数字影院建设，鼓励各类资本投资建设商业影院和社区影院。

资料来源：公开资料，民生证券研究所

2、文化产业“十二五”规划电影产业政策要点

结合十七届六中全会主要议题——深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣，

我们认为，文化产业“十二五”规划中对于电影产业的主要扶持政策体现为：加大对电影制作的扶持力度、扩大院线经营规模和影院建设、培育新型业态、加大投融资政策支持、鼓励“走出去”等方面。

（1）加大对电影制作的扶持力度

我们认为，在电影制片方面，政策将着重鼓励现实、农村、少数民族以及少儿题材的电影故事片创作，同时，促进动画片、纪录片、科教片以及适合网络、手机等新媒体新形式传播的产品制作。在“十二五”期间，政策将大力鼓励影视制作、动漫等产业基地建设，充分运用电影精品专项资金、文化产业发展资金，加大对电影创作的扶持力度。

（2）扩大院线经营规模和影院建设

在发展电影产业下游方面，政策将鼓励进一步深化院线制改革，发展跨区域规模院线、特色院线和数字院线。在着力发展主流院线市场的同时，推进开发二级市场和社区电影市场、农村放映市场，积极开发电影的电视点播、家庭影院放映、互联网点播、手机等移动多媒体播映等市场。此外，政策还将加强城镇数字影院建设，鼓励各类资本投资建设商业影院和社区影院。

（3）培育新型业态

重点是加快推进国有电影事业单位转企改制和公司制、股份制改造。鼓励整合制片发行放映资源，延伸产业链条，推进跨区域、跨行业、跨所有制发展，着力培育发展一批国有或国有控股龙头骨干企业。加强电影产业与互联网、IPTV等新媒体的合作。降低电影产业进入门槛，鼓励社会资本投资，积极发展多种所有制形式的电影生产企业。同时，对非公有制电影企业将享受国有电影企业同等待遇。

（4）加大投融资政策支持

我们认为在即将出台的文化产业“十二五”规划中，政策将重申继续鼓励金融机构加大对电影企业的金融支持力度，包括发行企业债券、短期融资券、中期票据和利用银行贷款等多种融资手段。同时，推动符合条件的国有和国有控股电影企业重组上市；建立电影风险投资机制，利用中小企业创业、发展等投资基金支持电影风险投资，鼓励大型企业通过参股、控股等方式投资电影，鼓励有实力的企业、团体依法发起组建各类电影投资公司，培育电影领域战略投资者。

（5）鼓励“走出去”

在国际化输出方面，政策将着力推动国产影片进入国际主流电影市场；采用新老媒体结合等手段加快中国电影的海外落地步伐，进一步加强对外合作拍片等，提高国产影片的文化软实力。

三、未来商业模式的转型：渠道为王还是内容为王？

（一）院线渠道决定票房收入

按照政策监管的要求，电影发行商不能直接与影院达成放映协议，而必须通过院线这个中间环节。院线与发行商一起参与发行环节，发行能力强的发行商获取较高份额分成；院线与影院一起参与放映环节，会对优质的影院进行较高的分成让利。院线制度创立之后，发行商可以向院线统一发放影片，减少发行步骤；院线向旗下影院统一供片，提高宣发效率。

现阶段，院线在电影市场中的作用举足轻重，同时在产业话语权也日渐提高。例如，广东三条本土院线放映的港产喜剧片《完美嫁衣》能够占到全国份额的 58% 以上；而类似《举起手来 2：追击阿多丸》这种低成本电影，仅在 7 条院线发行，票房就超过了千万元。

1、院线的演变历程

作为电影产业主要的发行渠道，院线和影院可以获得最直接的电影收入来源；从票房中分得近 50% 的利润，是整个产业中直接接触票房盈利生成的一环。此外，影院所在区域的附带电影消费（餐饮和衍生品）也为营收贡献了约 10%~16% 的份额。院线和影院的规模和质量的好坏一定程度上决定了观众的观影效果，间接左右了票房收入。院线的演变历程如表 6 所示：

表 6：近十年国内院线改革历程

时间段	主要发展历程	备注
2002 年	全国第一批组建的 30 条电影院线正式启动运营，其中有 11 条为跨省院线，19 条为省内院线。	
2005 年~2008 年	院线整合重组再次展开。各方资金进入，形成院线与影院间紧密的资本联结；区域性院线逐步形成。最后形成成型民营院线。	各省电影公司利用发行优势，采取投资、改造、合资、兼并、债转股等手段控制了越来越多的影院形成区域性院线。如浙江省电影公司、湖北省电影公司、四川西南影业有限责任公司等。
2009 年~2011 年	快速发展期，院线投资布局从一线城市向二三线城市扩张；截止 2010 年年票房过 10 亿的有 20 条，占注册影院的 57%。	

资料来源：广电总局，民生证券研究所

2、前十院线票房收入总和占比 75%

相对于中小院线而言，龙头院线在资金、人才队伍、院线规模和银幕数等固定资产上占据绝对规模上的优势。2010 年前十院线票房收入总和占据总票房收入 75%。重点院线的发展基本情况如表 7 所示：

表 7: 重点院线发展情况介绍

名称	万达	中影星美	上海联和电影院线	北京新影联	金逸
历程	2010 年发展为 71 家影院、600 块银幕；其中 IMAX 商业影院 9 家，占全国三分之一。	由中国电影集团公司与星美传媒有限公司共同投资成立。	历史：2002 年建立，跨 22 个省市的华东最大院线。	2002 年建立，2005 年辽宁北方加盟，2008 年分开运营。	全国 44 家系列影城，覆盖北京、上海、天津、重庆、等全国 13 个省 24 个市。
基本情况	2010 年票房 14.1 亿元。2011 年 1 季度有 3.8 亿元票房，约占 15% 的全国市场份额。	36 家加盟影院，跨越北京、上海、广东等 14 个省市、地区；58 家加盟影院（其中 18 家影院拥有数字放映设备、3 家五星级影院）	2010 年底，共有影院 153 家、599 块银幕；年票房收入 9.21 亿元，位于全国院线三甲。	2010 年以 7.58 亿元票房名列第 5 位，2011 年 1 季度退到第 6 名。	2010 年年票房收入 6.95 亿元，2011 年第一季度实现票房 1.38 亿元排第 5 名。
2010 年银幕数	554 块	684 块	571 块	489 块	325 块

资料来源：公开资料、民生证券研究所

目前我国排名前十的院线格局已经基本形成，前五甲的排位由万达、中影星美、北京新影联、上海联合、中影南方这几条院线稳定占据。表 8 显示了近两年的院线排名情况。

表 8: 2009 年、2010 年票房收入前 10 名电影院线公司

2010 年票房收入前 10 名电影院线公司（单位：万元）			2009 年票房收入前 10 名电影院线公司（单位：万元）	
序号	院线名称	票房收入	院线名称	票房收入
1	万达电影院线股份有限公司	140265	万达电影院线股份有限公司	83300
2	中影星美电影院线有限公司	121327	中影星美电影院线有限公司	79400
3	上海联和电影院线有限责任公司	107128	上海联和电影院线有限责任公司	69864
4	深圳市中影南方新干线有限责任公司	95071	北京新影联有限责任公司	62400
5	北京新影联有限责任公司	79873	中影南方新干线有限责任公司	60017
6	广州金逸珠江院线有限公司	68883	广州金逸珠江院线有限公司	44169
7	浙江时代电影大世界有限公司	42043	浙江时代电影大世界有限公司	26099
8	广东大地电影院线有限公司	37552	辽宁北方电影院线有限责任公司	23560
9	四川太平洋电影院线有限公司	35982	四川太平洋电影院线有限公司	20894
10	辽宁北方电影院线有限责任公司	32041	世纪环球	14072

资料来源：艺恩咨询、2011 传媒蓝皮书、民生证券研究所

（二）制片实力提升影片商业价值

上游的内容制作是继渠道之后另一个重要的产业环节，一部影片内容制作质量的高低从根本上决定了其所能创造的商业价值。

首先，一家拥有丰富成熟的艺人经纪业的电影公司，可以利用其稀缺的人力资源丰富电影制作团队，缓解上游的制作成本变动压力；其次制作商能否对电影题材和市场热点有精准的把握、编导团队是否具有市场号召力、监制流程是否完善严谨等诸多因素决定了影片本身的价值含量。

例如华谊兄弟，正是利用其综合“艺人经纪业务+电影/电视制作+发行”这三块业务，形成协同效应，产生经济收益。华谊兄弟有着严格的制片流程，并使用御用监制人陈富国为其影片把关，以保证电影制作的质量。

（三）未来五年商业模式转型之路：“内容+渠道”

电影产业想要产生持续性的盈利能力，内容和渠道两者均不可忽视或者有所偏颇。国产影片在内容制作方面，无论是资金投入，还是制作手法、电影质量等，都与好莱坞高水准的电影存在较大差距；一部影片在内容制作上的质量水平是其持续叫座的前提；而在此基础上结合良好顺畅的宣发营销渠道，则能促进电影产品获取更多收益。

（四）结合新媒体构建立体化收益模式

1、收入结构现状：国内票房收入占收入大头，非票房收入比重过小

电影产业收入可以划分为票房收入、非票房收入、海外销售收入三个主要环节；一个成熟的电影产业收入基数大且三个环节比重分布较均衡。据统计国外成熟的电影产业中票房收入占比低于 30%；而反观国内电影市场票房占比高达 70%，非票房收入和海外销售收入占比低迷不前（见表 9）。

表 9：国内影片收入分配比重

序号	票房收入：非票房收入：海外销售收入
2008 年	57%:11%:33%，约为 6:1:3
2009 年	57%:11%:33%，约为 6:1:3
2010 年	67%:10%:23%，约为 7:1:2
2011E	67%:10%:23%，约为 7:1:2
未来 5 年	4:3:3

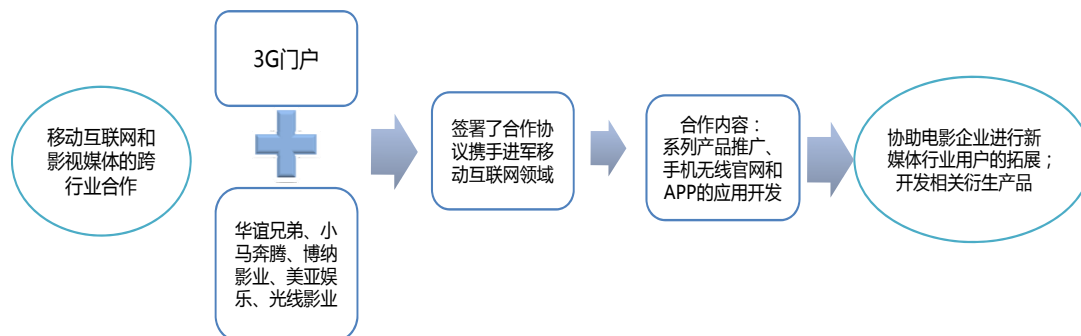
资料来源：2011 艺恩咨询、民生证券研究所

2、未来发展趋势：构建立体化营销体系，进行多元化营销

电影产业的多元化收入主要体现在非票房收入中，具体包含：

（1）新媒体盈利渠道。网络视频以及 IPTV 的电影版权销售、电视台电影频道的播放版权销售；依据艺恩咨询的测算，2010 年国内影片的新媒体版权收入有望达到 1.5 亿元；盈利贡献增速可期。图 5 显示了电影企业与新媒体企业合作的一个案例：

图 5：华谊兄弟等五家知名电影公司和 3G 门户结盟（2011 年 8 月）

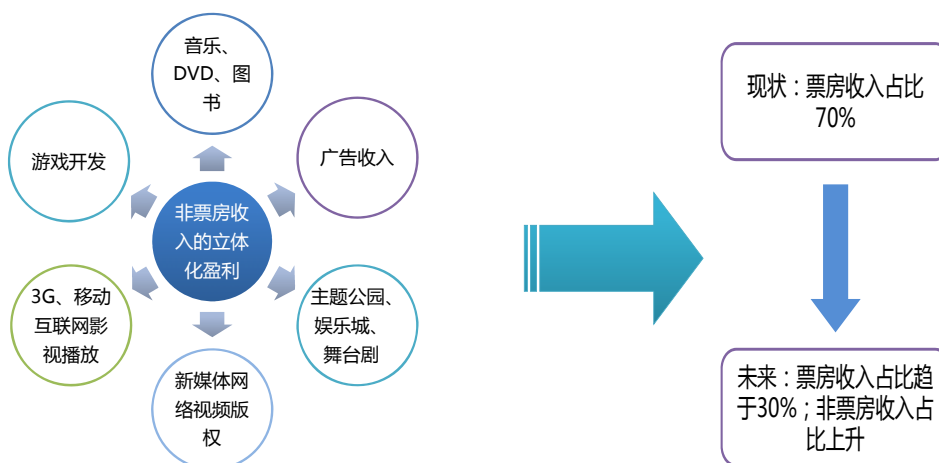


资料来源：公开资料，民生证券研究所

（2）衍生品盈利渠道。通过电影产品附属音乐、DVD 产品、游戏开发以及主题公园、文化影视城的投资建设来获取盈利。例子如华谊兄弟通过与巨人网络建立合资公司对《万王之王 3》游戏进行投资；以及在沪、深、苏州等地建立主题公园来拓展其非票房收入。

此外，很多中小制作成本的影片可以通过广告的植入来节约甚至收回成本。对于有影响力的大制作影片而言，植入性广告也不失为一种降低影片巨额投放成本风险的一种方式（见图 6）。

图 6：电影产业盈利新渠道：构建立体化盈利模式



资料来源：公开资料，民生证券研究所

四、值得关注的投资标的

我们对国内涉及电影产业制作、销售与发行的上市公司基本情况进行了梳理和汇总，从中筛选出以下 8 只值得关注的个股：华谊兄弟、光线传媒、华策影视、电广传媒、奥飞动漫、乐视网、广电信息、中视传媒（见表 10）。我们重点推荐产业链六股——**华谊兄弟、光线传媒、电广传媒、奥飞动漫、乐视网、广电信息**。

个股看点如下：

1、华谊兄弟：拥有“品牌、产业链、人才、资本”四大优势；利用全产业链运行形成协

同效应，进行“内容+渠道+衍生”的“大娱乐”布局。

2、光线传媒：2011 年业务重心明显转向影视剧投资发行，上半年电影剧业务收入同比增长 79%，发展潜力可观。

3、华策影视：综合布局上游内容制作和下游影院放映；投资 1 亿元进行海宁中国武侠（影视）文化产业园建设，有望助其完善产业链。

4、电广传媒：旗下子公司规模化介入电影制作投资领域，有望拓展其独立投资制片业务以及代理发行业务。

5、奥飞动漫：积极试水动漫电影投资制作，并进行动漫衍生产品开发。

6、乐视网：与乐视影业以及乐视 TV 共同打造“三平合一”，借此巩固其在影视产业链上、中、下游的资源优势；借助影视版权购买以及影视制片投资打造国内最全正版影视平台；另公司还在扶持新锐导演进行“微电影”创作。

7、广电信息：借助百视通的优良播控渠道进行跨行业之间的融合；积极推动电影产业与互联网、IPTV 等新媒体进行合作；有望成长为平台型公司，协助进行电影与新媒体的融合。

8、中视传媒：背靠垄断性播控平台央视，为其提供承制栏目，具备全权受理进行节目的制作和影视营销的独家优势。

表 10：涉足电影产业的相关公司业务介绍

分类	公司	相关业务开展情况	收入情况
全产业链	华谊兄弟	1、上半年主要投入的项目为：《全球热恋》、《太极拳》、《画皮 2》、《杨家将》、《LOVE》、《温故 1942》。上映 5 部影片为：《非诚勿扰 II》、《老夫子之小水虎传奇》、《新少林寺》、《建党伟业》及《雪花秘扇》，单片影片收入贡献分别为：83.40%、1.54%、14.09%、0.00%与 0.97%；上年同期上映的影片为 2 部，分别为：《全城热恋》及《谍海风云》。 2、下半年上映 3 部电影：《全球热恋》（已经于 9 月份上映，由华谊、美国福克斯国际制作公司和星空传媒共同出资打造）、《星空》、（将于 11 月上映）《开心魔法》（将于 12 月上映）。截止到上半年已经开设 5 家影院，2011 年年底可以达到 118 块银幕，另有 7 家影院尚在开工中。 3、（1）2011 年 2 月 15 日，公司与上海嘉定工业区宣布合作，建立华谊兄弟文化城。规划占地 1000 亩，总投资数十亿，主要用于建设影视基地，包括摄影棚和其他配套设施，将拥有华东地区最大的专业室内摄影棚；第一期占地 250 亩的工程将在 2011 年底动工并建成于 2013 年。（2）2011 年 5 月，公司与苏州工业园区阳澄湖半岛开发建设有限公司签订关于华谊兄弟电影主题公园项目投资合作的框架协议。华谊兄弟在项目公司的持股比例拟定为 35%。该项目预计总投资人民币 30 亿元，该项目主要用于建设一个集文化旅游为一体的融入中国文化元素的影视主题公园，核心内容规划了以公司经典电影为主题的游乐区域，设置角色体验和互动游戏项目，以及配套设施，预计将于 2014-2015 年建成。（3）2011 年 5 月公司通过子公司北京华谊兄弟娱乐投资有限公司与深圳市坪山新区城市建设投资有限公司就合作开发华谊兄弟文化城签署了框架协议。项目主要用于建设影视创意产业基地，包括摄影棚和其他配套设施等。（4）2011 年 8 月公司投资 1.1 亿元到子公司实景娱乐有限公司，打造从主题公园到环球影城；从文化城到产业聚集区的工业园区。	2011 年上半年公司实现营业收入 33,066.32 万元，较上年同期相比增长 63.24%。基本每股收益 0.11 元。 上半年电影业务收入较上年同期相比增长 133.26%。

		4、2011年6月，传奇影业与华谊建立合作关系，目前正在与华纳兄弟合作的新片包括：《诸神之战2》(2012)、《杰克与巨人》(2012)、《黑暗骑士崛起》(2012)、《超人2》(2012)。此外，公司出台了与好莱坞的合作方案，第一部戏有望2012年开机，2013、2014年上映。公司与国际影视公司合作逐步加强。 5、2011年10月公司在釜山与韩国六大经纪公司联盟UAM签署了战略合作意向。UAM旗下艺员数量超过150人，占据韩国艺人经纪力量的半壁江山。	
发行、少量制作	光线传媒	1、电影是公司的三大传媒内容产品之一；公司主要进行电影投资和发行为主，少量参与制作。收入主要包括电影票房分账收入、音像版权等非影院渠道收入和衍生产品（贴片广告等）收入。2010年公司电影剧收入15,437.65万元，占主营业务收入比重32.19%。 2、公司累计发行20部影片，在票房前二十五名的国产影片中，位居民营电影公司的第三名。最近两年，公司电影票房占国产影片的比例超过5%，代表影片包括《精武风云》、《全城戒备》等。 3、光线影业2011年9月29日上映的影片《画壁》国庆七天以约1亿的累计票房成为国庆长假电影票房冠军；截止到10月9日艺恩咨询的累计票房为1.4亿元。	2010年主营业务收入为47,960.49万元，同比增加25.24%；年度基本每股收益1.37元。 电影收入15,437.65万元，同比增加70.34%。
发行、放映、衍生品	华策影视	1、2011年2月公司使用自有资金向子公司浙江金球影业有限公司增加出资额5000万元，本次增资后，浙江金球影业有限公司注册资本由3800万元增至8800万元。 2、2011年上半年参与投资电影《人鱼帝国》、《一场风花雪月的事》，均在后期制作中。 3、2011年下半年，公司计划新增投入2部电影，中报称《太平轮》已进入最后筹备阶段，公司占影片总投资的30%，预计10月份开机拍摄；《听风》计划投资比例为20%，争取在年底前完成合作相关合约并开机拍摄。 4、2011年10月，公司拟与海宁市政府合作建设海宁中国武侠(影视)文化产业园；初步考虑规划建设影视拍摄基地，中国武侠(金庸)博物馆，影视文化名人名企工作室，武侠影视文化培训基地，武侠影视外景基地等板块，该项目总规划用地约1959亩，公司负责出资成立开发公司，注册资本为1亿元。	公司10月12日公告称，预计2011年1~9月归属于上市公司股东的净利润盈利11890万元~13580万元，比上年同期增长40%~60%。
制作、发行、衍生品	电广传媒	1、2010年初组建电影投资制作团队，参与投资拍摄了《赵氏孤儿》、《密室》等两部电影，代理发行《虎王归来》、《绝命岛》、《密室》。2011年电广影业全额投资并独立制作、发行《假装情侣》，艺恩咨询显示截止到2011年7月中旬的累计票房3,195万元。 2、相关业务旗下子公司包含：（1）电广传媒影业投资（北京）有限公司；（2）电广传媒文化发展公司（负责影视剧策划；节目的制作、发行；文化创意产品等的开发；广告策划、制作、代理和发布等）；（3）长沙世界之窗有限公司（主要经营影视拍摄基地及配套设施等）；（4）湖南圣爵菲斯投资有限公司（主要经营影视拍摄基地、影视文化展览）。 3、预计年内参与一至两部有较大品牌影响、票房价值高的电影项目投资。主控两部中小投资规模（1000万元以下）的类型片，以代理发行或代理发行加出品的方式，完成6-8部电影发行任务，加强与国内主要院线和大型影院的合作，利用海外渠道开拓国内类型片进入海外市场卖断代理业务。	2011年前三季度业绩大幅预增，净利润约61260万元~66665万元，同比增加1600%~1750%左右。
动漫电影制作	奥飞动漫	1、2010年推出电影版《铠甲勇士之帝皇侠》。 2、2012年预计推出大电影《铠甲勇士刑天》。 3、积极进行动漫衍生产品的开发。	2011年上半年公司实现营业收入47,802.93万元，同比增长54.66%，实现净利润5,934.43万元，同比增长30.22%；基本每股收益0.14元。

制作、放映	乐视网	2011年3月开始享有横店影业影视剧的优先采购权。 - 公司与乐视影业、乐视TV隶属于乐视品牌旗下三大影视平台，有望借助“三合一”全线进军中国影视版图。乐视影业成立于2008年，集电影作品开发、投资、制作、发行于一体，旗下有乐视镇伟、乐视完美等电影工作室，拍摄影片有《决战刹马镇》、《机器侠》、《恋人絮语》。2011年光线影业前总裁张昭加盟乐视影业出任CEO，搭建乐视影业研发平台、产品平台、发行平台和营销平台。 2011年8月，拟以现金2000万元对东阳九天影视传播有限公司进行增资，进一步巩固和扩大影视剧产业链。2011年9月公司扶持推出的微电影《冰山》上线，4天内播放量突破1000万次，创行业同类剧上线初期新纪录。 2011年三季报：公司对2011年热播电视剧的独家网络版权占有率超过70%、含非独家的网络版权覆盖率超过95%，并且已经预先锁定了2012年热播影视剧独家网络版的50%—60%以及2013年热播影视剧独家网络版的40%—50%。	2011年三季报显示，前三季度公司营业总收入3.56亿元，较上年同期增加105.66%，实现净利润8740万元，同比增长72.99%，基本每股收益0.40元。
制作、放映	广电信息	2011年1月，公司以现金12.23亿元及向东方传媒非公开发行股份购买东方传媒持有的百视通网络电视技术发展有限责任公司51.7763%股权、上海文广科技（集团）有限公司100%股权、上海广电影视制作有限公司100%股权、上海信息投资股份有限公司21.33%股份。 - 百视通积极布局“一云多屏”战略，促进电影产业与互联网、IPTV等新媒体的融合。 - 百视通IPTV于9月23日正式推出专题系列——《走近我们的星球》。此专题系列集纪录片《海洋》、奥斯卡最佳纪录长片《帝企鹅日记》等数十部顶级经典影片于一体。	暂无
制片服务	中视传媒	- 公司主要从事影视拍摄基地开发、经营，影视拍摄、销售经营，影视设备租赁，高清晰度影视技术、宽带数字信息技术等影视制片内容。 - 公司在江苏无锡、广东南海拥有3000多亩影视拍摄基地，景观纵跨中国魏晋、唐宋、明清、民国等历史年代，集古今精华，年接待摄制组30余个。 - 公司影视业务主要依靠为央视提供服务的承制栏目，2011年度公司将继续与控股股东无锡太湖影视城的实际控制人中央电视台及其下属公司开展关联交易，就版权转让及制作项目、影视技术服务项目等多种经营形式开展业务合作。	2011年上半年，公司共实现营业收入50,991.99万元，比上年同期增加1.13%。其中：影视业务收入15,311.48万元，比上年同期下降19.24%。 2011年上半年，公司影视基地带来的旅游业务收入为6621.57万元（其中无锡旅游业务收入为5924.91万元，南海旅游业务收入为696.66万元）。

资料来源：上市公司，民生证券研究所

五、风险提示

1、商业模式转型风险；2、盗版风险；3、作品审查风险；4、人才管理风险。

插图目录

图 1: 中国电影行业基础设置（影院、银幕）规模以及票房数据	3
图 2: 2010 年大、中小型影片播放渠道示意图	4
图 3: 中国电影产业链示意图	5
图 4: 中长期 WTO 裁决对国内电影产业的影响	8
图 5: 华谊兄弟等五家知名电影公司和 3G 门户结盟（2011 年 8 月）	13
图 6: 电影产业盈利新渠道：构建立体化盈利模式	13

表格目录

表 1: 国产影片和进口片（分账片和批片）的分成比例	4
表 2: 电影公司着手全产业链布局——以华谊兄弟为例	5
表 3: WTO 裁决前后的政策环境分析	6
表 4: 进口影片和国内影片票房收入对比（2011 年上半年院线公司前 10 名，单位：万元）	7
表 5: 电影产业鼓励政策	8
表 6: 近十年国内院线改革历程	10
表 7: 重点院线发展情况介绍	11
表 8: 2009 年、2010 年票房收入前 10 名电影院线公司	11
表 9: 国内影片收入分配比重	12
表 10: 涉足电影产业的相关公司业务介绍	14

分析师与联系人简介

李锋，研究所所长。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。