

传媒行业

行业研究/深度报告

春华秋实，百舸争流 ——传媒行业 2012 年投资策略

民生精品---深度研究报告/传媒行业

2011 年 11 月 20 日

报告摘要:

- **文化产业大发展大繁荣的“美好时代”正式开启，传媒板块“春耕”正当时**
 - 1、在“国民经济支柱性产业”目标指引下，未来“十二五”期间，文化产业增加值规模需要提升2.5倍以上，年均发展增速需要保持在20%以上。
 - 2、“文化强国”战略宣告了未来十年中国经济增长方式的变革思路——中国将加快从出口驱动型向内需拉动型经济增长模式转变进程，是聚焦“民生、民富、民智”的行动纲领。投资传媒即是分享中国未来十年经济转型和产业升级之成果。
 - 3、预计十七届六中全会的政策红利“涟漪效应”在2012年内得到最大程度体现，符合文化产业发展趋势的品种将受到市场持续关注。我们认为“春耕”时节已经到来。
- **2012年传媒板块仍将给力，只待“秋实”丰粮仓**
 - 1、2011年传媒板块的走势可谓是“平地一声雷”。从年初至11月18日，传媒行业市场表现超越沪深300指数13.30%。值得一提的是，十七届六中全会所演绎的“十月风暴”行情，单月传媒板块涨幅为18.70%，而同期沪深300为4.41%。当前传媒板块动态PE为61X，动态PE中值为44X，2011年全年预测PE为36X。
 - 2、我们认为，2012年行情将呈现“百舸争流，尽显本色”局面，主要围绕三条主线展开：（1）新闻出版子行业存在从“估值修复”、“估值提升”到“板块扩容”的主题性投资机会；（2）具备“三高”特征的影视动漫、新媒体子行业从“黑马”转型为“白马”；（3）以有线电视子行业为代表的三网融合题材有望再受市场追捧。我们判断，影视动漫、新媒体板块有望贯穿全年领涨行情。
- **影视动漫、新媒体：“白马”奔腾的板块**

影视动漫、新媒体等行业“十二五”期间年均增速有望达到30~50%，具有典型的“三高”特征——“高需求性、高成长性、高景气度”，未来五年业绩具备持续上涨动能，会成为“白马”频出的投资板块。
- **投资建议**

给予2012年传媒板块“推荐”评级，我们最为看好“影视动漫、新媒体”的整体表现机会，建议超配影视动漫、新媒体板块。我们重点推荐——奥飞动漫、华谊兄弟、光线传媒、电广传媒、乐视网、广电信息、拓维信息、博瑞传播。
- **风险提示**
 - 1、宏观经济下滑；
 - 2、文化产业政策力度低于预期；
 - 3、用户消费偏好改变；
 - 4、行业商业模式转型。

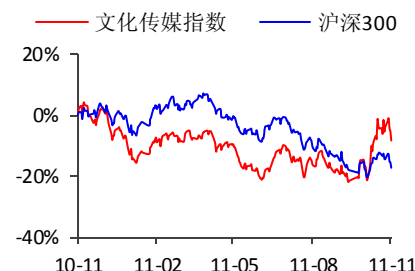
盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS				PE			民生评级
	2011-11-18	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
奥飞动漫	22.62	0.32	0.41	0.68	70.69	55.17	33.26	强烈推荐	
华谊兄弟	17.21	0.25	0.32	0.58	68.84	53.78	29.67	强烈推荐	
光线传媒	68.50	1.03	1.57	2.25	66.50	43.63	30.44	强烈推荐	
电广传媒	26.91	1.01	2.02	2.32	26.64	13.32	11.60	强烈推荐	
乐视网	28.18	0.32	0.61	0.95	88.06	46.20	29.66	强烈推荐	
广电信息	14.69	0.23	0.36	0.47	63.87	40.81	31.26	强烈推荐	
拓维信息	17.96	0.51	0.36	0.75	35.22	49.89	23.95	强烈推荐	
博瑞传播	14.01	0.51	0.65	0.79	27.47	21.55	17.73	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《跨越有线电视的融合鸿沟》2011.10.27
2. 传媒行业深度报告《迎接新媒体浪潮》2011.10.27
3. 传媒行业深度报告《向社会主义文化强国进军》2011.10.19
4. 传媒行业深度报告《激情燃烧的“百亿票房”岁月》2011.10.14
5. 传媒行业深度报告《谁动了出版业的奶酪》2011.09.26
6. 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
7. 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
8. 传媒行业深度报告《有多少童年可以重来》2011.06.16
9. 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、十七届六中全会即将开启中国经济转型新时期，传媒板块“春耕”正当时	3
(一) 里程碑背后奏响的是“春天的故事”	3
(二) 文化产业大发展大繁荣的“美好时代”正式开启	4
(三) 新一轮文化体制改革启动，力促文化产业成支柱性产业	6
(四) 好风凭借力，春耕正当时	8
二、2012年传媒板块仍将给力，只待“秋实”丰粮仓	9
(一) 2011年走势回顾：“十月风暴”完美演绎“平地一声雷”	9
(二) 板块机会比较：寻找下一个领涨板块	10
(三) 2012年传媒投资策略：百舸争流，尽显本色	12
(四) 股价催化剂	14
三、影视动漫、新媒体：“白马”奔腾的板块	14
(一) 电影行业全产业链延伸整合趋势明朗	14
(二) “限娱令”背景下的电视节目产业结构逐渐分化	17
(三) 中国的动漫产业已经处于向上破局阶段	23
(四) 新媒体春天已经来到	26
四、重点投资标的推荐	35
(一) 影视动漫	35
(二) 新媒体	38
五、风险提示	40
插图目录	41
表格目录	42

我们认为，借着十七届六中全会政策东风，传媒板块的“春耕”时节正在来临。

一、十七届六中全会即将开启中国经济转型新时期，传媒板块“春耕”正当时

（一）里程碑背后奏响的是“春天的故事”

回顾中国改革开放历史，十一届三中全会以来曾经出现过三大“里程碑”事件，分别是：深圳特区、浦东新区与滨海新区的开放开发。我们认为，每一个“里程碑”背后指引的是不同阶段国家经济转型与产业升级之战略方向，是新的经济增长模式开启的标志。

1、深圳特区开发带动加工制造业大发展

第一阶段，以“深圳”特区开发为代表的改革起步期。1979年4月30日，改革开放总设计师邓小平提出了创建“经济特区”的设想和要求。以“深圳”为典型代表的经济特区发展模式，一时间成为全国各地政府争相效仿的对象。与此同时，“三来一补”作为改革初期尝试性创立的一种企业贸易形式，日后在全国范围内得到了迅猛发展。在此后很长一段时间，加工制造业成为推动中国经济高速增长最为强劲的引擎之一，中国甚至因此获得“世界工厂”的称号。

2、浦东新区开发带动金融业大发展

第二阶段，以“浦东”新区开放开发为代表的改革深化期。1990年4月18日，时任国务院总理的李鹏在上海宣布：“中央决定同意上海市加快浦东地区开发”。这是中国在深化改革、扩大开放做出的又一项重大部署。有媒体指出，“浦东开发，已成为改革开放不断深化的象征。如果说深圳特区是对外开放的第一波，那么浦东开发就是继续深化对内改革，对外开放的第二波”。通过制度创新，金融业发展成为浦东新区支柱产业之一，而在此后20年中，全国各个省份地区纷纷提出大力发展金融业的口号与战略计划。

3、滨海新区开发带动先进制造业大发展

第三阶段，以“滨海”新区开发开放为代表的改革提升期。2006年6月6日，国务院发布《推进天津滨海新区开发开放有关问题的意见》。天津滨海新区是继深圳经济特区、浦东新区之后，又一带动区域发展的新的经济增长极。打造滨海新区成为中国先进制造业基地，传递了国家坚定推动制造业实现产业升级的政策信号。而后，全国一些省份也纷纷将先进制造业作为提升本地经济的重要抓手，后期出台的一系列国家级区域规划政策中均将发展先进制造业作为地区产业升级战略。

毫不夸张地说，深圳特区开发带动了中国加工制造业的大发展，浦东新区开发带动了金融业的大发展，滨海新区开发带动了先进制造业的大发展。无独有偶，每一个里程碑事件背后均催生出大量诱人的投资机会。远者如滨海新区获批后市场对于高端装备制造业的高度关注，近者如海南国际旅游岛的正式获批，吸引资金纷纷进驻旅游产业。

毋庸置疑，每一个“里程碑”均具有开创性、奠基性的历史地位，奏响一曲曲“春天的故事”。而伴之俱来的是层出不穷的相关产业投资机会，对于“里程碑”，我们应予以足够充分的重视。

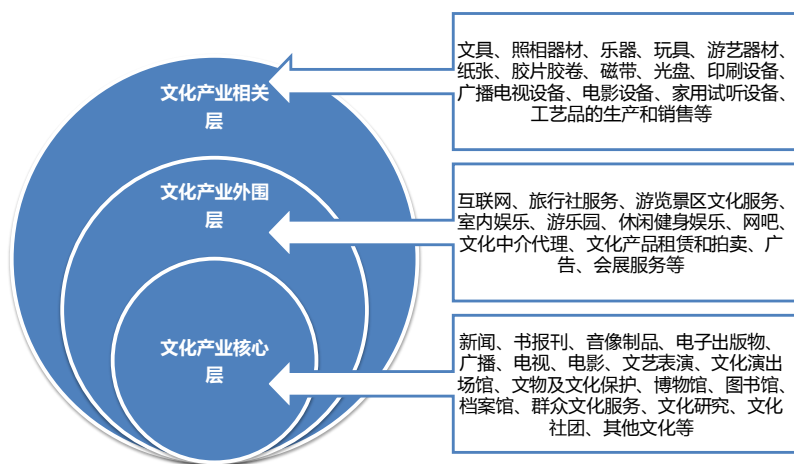
（二）文化产业大发展大繁荣的“美好时代”正式开启

1、文化产业是一个“泛文化”产业

我们首先需要明确文化产业的内涵与外延。国内文化产业现行统计的依据是 2004 年国家统计局发布的《文化及相关产业分类》。“文化产业”被界定为“为社会公众提供文化、娱乐产品和服务的活动，以及与这些活动有关联的活动的集合”。

文化产业及相关产业的范围包括：提供文化产品、文化传播服务和文化休闲娱乐活动有直接关联的用品、设备的生产和销售活动以及相关文化产品的生产和销售活动，具体可划分为“核心层”、“外围层”和“相关层”（见图 1）。

图 1：文化及相关产业指标体系框架



资料来源：文化部文化产业司，民生证券研究所

2、过去五年文化产业年均增速 21.3%，但占 GDP 比重不足 3%，“十二五”期间产业“倍增”空间巨大

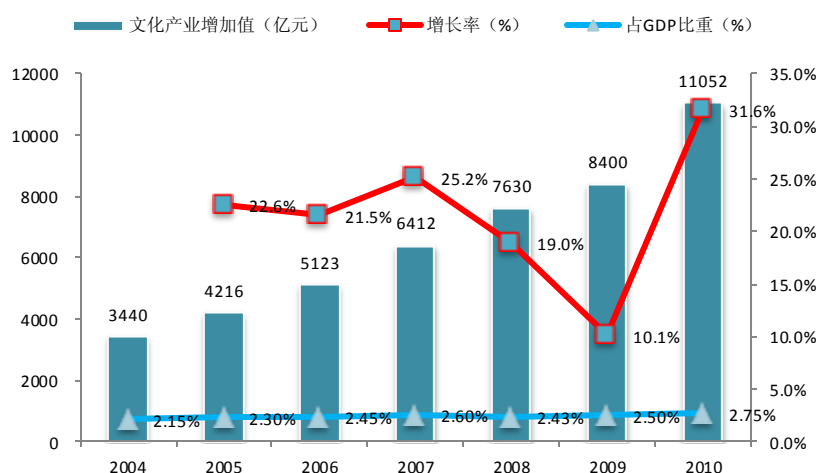
从绝对量上来说，根据国家统计局数据，2010 年我国文化及相关产业法人单位增加值达到 11052 亿元。

从相对量上来说，2006~2010 年文化产业年均增速（名义）为 21.3%，远高于同期 GDP 增速。虽然文化产业增加值在国内生产总值中的比重稳步提高，但比重仍不足 3%，2010 年的数值仅为 2.75%，尚难以承担起国民经济支柱产业之重任（见图 2）。

支柱性产业是指产业增加值占 GDP 的比重达到 5% 以上。根据《国民经济和社会发展规划第十二个五年规划纲要》，2010 年我国 GDP 总量达到 39.8 万亿元，2015 年总量预计达到 55.8 万亿元，年均增长 7%。按此测算，2015 年我国文化产业增加值至少应该达到 2.79 万亿元。

因此，从理论上判断，从国民经济一般性产业地位上升为支柱性产业地位，文化产业的发展有着巨大的缺口，提升空间之诱人是显而易见的。

图 2：2004~2010 年文化产业增加值及 GDP 占比情况



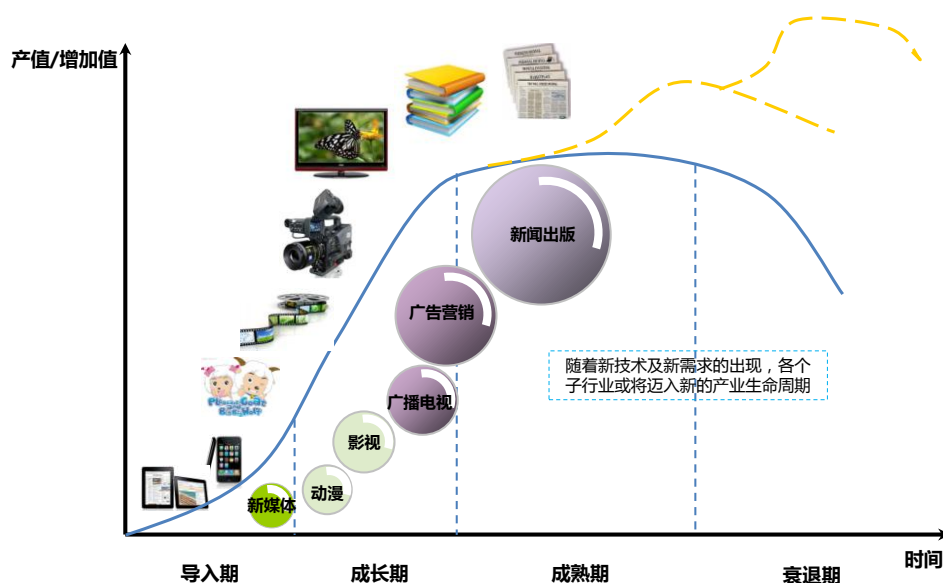
资料来源：国家统计局，民生证券研究所

在“国民经济支柱性产业”目标指引下，未来“十二五”期间，文化产业增加值规模需提升 2.5 倍以上，年均发展增速需要保持在 20% 以上，这对于一个已经具备一定体量的产业而言，不可谓不是高成长，同样不可谓不诱人。

3、不同子行业所处的产业生命周期阶段不同

按照产值/增加值，以及增速，我们对文化产业各个子行业所处的产业生命周期进行了定位。我们认为，随着新技术及新需求的出现，总体而言文化产业处于成长期（图 3）。

图 3：各子行业所处产业生命周期



资料来源：民生证券研究所

4、期待文化产业大发展大繁荣的“里程碑”出现

站在新的历史起点上，审视《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大

繁荣若干重大问题的决定》的正式发布，我们认为，文化产业大发展大繁荣的“美好时代”即将正式开启。同时，带动文化产业大发展大繁荣的“里程碑”也将伴随出现。从我们了解的情况来看，当前各级政府推动文化产业发展的积极性空前高涨，全社会开发文化资源和投资文化产业的热潮开始持续升温。

我们尚不清楚该“里程碑”会以何种形式与何种载体出现，以及何时何地推出。但从北京市政府的近期举措可见端倪。作为文化中心、2003年确定的9个文化体制改革综合性试点地区之一，北京市政府于2011年11月2日向社会正式发布北京精神表述语——“爱国、创新、包容、厚德”。“北京精神”的发布或将传递文化产业加速发展的强烈信号，而发展文化产业已然上升成为国家战略。实际上近期，北京正筹建百亿规模文化创新产业投资基金，用于强化文化创意产业的支柱地位，力争在“十二五”末期将文化创意产业占GDP的比重从12%提升到15%。

（三）新一轮文化体制改革启动，力促文化产业成支柱性产业

1、十七届六中全会是文化产业发展的强心针，也是经济转型与产业升级的“背书”

刚刚结束的十七届六中全会，给中国文化产业发展注入了一剂强心针。会议对深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣作出了全面部署。有媒体分析指出，“这是自2007年十七大以来，中共首次将‘文化命题’作为中央全会的议题；也是继1996年十四届六中全会讨论思想道德和文化建设问题之后，中共决策层再一次集中探讨文化课题”。我们认为，这是国家在实施经济转型与产业升级战略上的一项重大“背书”，“文化兴国”已经成为国家战略，其政治意义与社会意义不言而喻。

2、《决定》指明了文化产业发展新方向

回溯中国文化产业发展之历程，决策层聚焦讨论“深化文化体制改革”之决议精神共有两次。上一次决议起草于2005年，相关内容于2006年1月12日《关于深化文化体制改革的若干意见》见诸报端。

最近一次是2011年10月18日，十七届六中全会讨论通过了《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》。新《决定》明确了文化改革发展的指导思想、重要方针、目标任务、政策举措，是新形势下推进文化改革发展的纲领性文件。

我们对比了两次“深化文化体制改革”之决议内容，认为十七届六中全会对文化体制改革做了充分的顶层设计，是历年来文化产业政策的凝练与升华。《决定》主要有以下一些亮点（见表1）：

（1）首次提出“建设社会主义文化强国”的奋斗目标。

（2）首次提出构建现代文化产业体系：发展壮大出版发行、影视制作、印刷、广告、演艺、娱乐、会展等传统文化产业，加快发展文化创意、数字出版、移动多媒体、动漫游戏等新兴文化产业。动漫游戏是现代文化产业体系的重要组成部分。

（3）重申“加快发展文化产业，推动文化产业成为国民经济支柱性产业”。

(4) 提出“发展健康向上的网络文化”：制作适合互联网和手机等新兴媒体传播的精品佳作。支持重点新闻网站加快发展,打造一批在国内外有较强影响力的综合性网站和特色网站,发挥主要商业网站建设性作用,培育一批网络内容生产和服务骨干企业。发展网络新技术新业态,占领网络信息传播制高点。

(5) 提出“发展现代传播体系”：整合有线电视网络,组建国家级广播电视网络公司。推进电信网、广电网、互联网三网融合,建设国家新媒体集成播控平台,创新业务形态,发挥各类信息网络设施的文化传播作用,实现互联互通、有序运行。

(6) 强调市场竞争主体的平等地位：形成公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局。加快发展文化产业,必须毫不动摇地支持和壮大国有或国有控股文化企业,毫不动摇地鼓励和引导各种非公有制文化企业健康发展。

(7) 提出“把文化改革发展成效纳入科学发展考核评价体系,作为衡量领导班子和领导干部工作业绩的重要依据”,从而保障有效执行文化强国战略。

表 1: 两次深化文化体制改革政策决议要点比较

2006 年 1 月 12 日《关于深化文化体制改革的若干意见》	2011 年 10 月 18 日《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》
以发展为主题,以改革为动力,以体制机制创新为重点,形成科学有效的宏观文化管理体制、富有效率的文化生产和服务的微观运行机制、以公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局和统一、开放、竞争、有序的现代文化市场体系;要形成完善的文化创新体系,形成以民族文化为主体、吸收外来有益文化,推动中华文化走向世界的文化开放格局。	坚持中国特色社会主义文化发展道路,努力建设社会主义文化强国。加快发展文化产业,推动文化产业成为国民经济支柱性产业: 坚持把社会效益放在首位、社会效益和经济效益相统一,按照全面协调可持续的要求,推动文化产业跨越式发展,使之成为新的经济增长点、经济结构战略性调整的重要支点、转变经济发展方式的重要着力点,为推动科学发展提供重要支撑。
(1) 培育和建设一批出版、电子音像、影视和动漫制作、演艺、会展、文化产品分销等产业基地。(2) 支持和鼓励大型国有文化企业和企业集团实行跨地区、跨行业兼并重组,鼓励同一地区的媒体下属经营性公司之间互相参股。	构建现代文化产业体系: (1) 推进文化产业结构调整,发展壮大 出版发行、影视制作、印刷、广告、演艺、娱乐、会展 等传统文化产业,加快发展 文化创意、数字出版、移动多媒体、动漫游戏 等新兴文化产业。(2) 鼓励 有实力的文化企业 跨地区、跨行业、 跨所有制 兼并重组,培育 文化产业领域战略投资者 。(3) 推动文化产业与旅游、体育、信息、物流、建筑等产业融合发展,增加相关产业文化含量,延伸文化产业链,提高附加值。
培育现代文化市场体系,要加强文化产品和要素市场建设,打破条块分割、地区封锁、城乡分离的市场格局,形成统一、开放、竞争、有序的现代文化市场体系,重点培育书报刊、电子音像制品、演出娱乐、影视剧等文化产品市场。	健全现代文化市场体系: 促进文化产品和要素在全国范围内合理流动,必须构建统一开放竞争有序的现代文化市场体系。要重点发展图书报刊、电子音像制品、演出娱乐、影视剧、 动漫游戏 等产品市场,进一步完善中国国际文化产业博览交易会等综合交易平台。
	发展健康向上的网络文化: 制作适合互联网和手机等新兴媒体传播的精品佳作。支持重点新闻网站加快发展,打造一批在国内外有较强影响力的综合性网站和特色网站,发挥主要商业网站建设性作用,培育一批网络内容生产和服务骨干企业。发展网络新技术新业态,占领网络信息传播制高点。
	发展现代传播体系: 整合有线电视网络,组建国家级广播电视网络公司。推进电信网、广电网、互联网三网融合,建设国家新媒体集成播控平台,创新业务形态,发挥各类信息网络设施的文化传播作用,实现互联互通、

	有序运行。
要大力推进文化领域所有制结构调整，坚持以公有制为主体，鼓励和支持非公有资本以多种形式进入政策许可的文化产业领域，逐步形成以公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局。	形成公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局：加快发展文化产业，必须毫不动摇地支持和壮大有或国有控股文化企业，毫不动摇地鼓励和引导各种非公有制文化企业健康发展。
切实加强对改革的组织领导，建立健全党委统一领导、政府大力支持、党委宣传部门协调指导、行政主管部门具体实施、有关部门密切配合的文化体制改革领导体制和工作机制。	加强和改进党对文化工作的领导，提高推进文化改革发展科学化水平：把文化建设纳入经济社会发展总体规划，与经济社会发展一同研究部署、一同组织实施、一同督促检查。把文化改革发展成效纳入科学发展考核评价体系，作为衡量领导班子和领导干部工作业绩的重要依据。制定社会主义核心价值观体系建设实施纲要。

资料来源：新华网，民生证券研究所

（四）好风凭借力，春耕正当时

1、我们看好传媒板块的主要逻辑

我们认为，“十二五”乃至“十三五”，是中国迈开转型步伐实现历史跨越的关键时期。而其中，力促文化产业大发展大繁荣将是该时期的重要组成部分：“推动文化产业跨越式发展，使之成为新的经济增长点、经济结构战略性调整的重要支点、转变经济发展方式的重要着力点，为推动科学发展提供重要支撑”。**推动文化产业的大发展大繁荣是实现中国制造向中国创造转型的必然要求。**

我们看好传媒板块的主要逻辑是：

首先，全球 ICT 技术的迅猛发展以及消费者精神文化需求日益多元化、个性化、差异化，将显著拓展文化产业的边界和空间。在此趋势下，**包括传统媒体、新媒体在内的“大文化产业”结构格局将逐渐形成。**“大文化产业”带给投资者更为宏大的想象空间，市场热点会持续蕴育，亦将催生一场诱人的资本盛宴。

其次，通过 IPO、借壳上市、跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组等方式，“场外”大量优质传媒资产将陆续登陆资本市场，配合宣传造势，市场情绪得以持续高涨。同时，“场内”资产存在较高的业绩释放和资产注入预期，这也将是相关传媒公司股价上涨的一大基石。

第三，“深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣”的相关政策，包括投资核准、信用贷款、土地使用、税收优惠、上市融资、发行债券、对外贸易和申请专项资金等扶持政策真正付诸实施，且力度较大，能够在更大程度上提升微观主体的盈利水平；同时，体制改革所带来的存量或增量资源重组、业务结构优化、机制改善健全等举措使得微观主体具备持续释放业绩的能力。

2、投资传媒即是分享未来十年中国经济转型和产业升级之成果

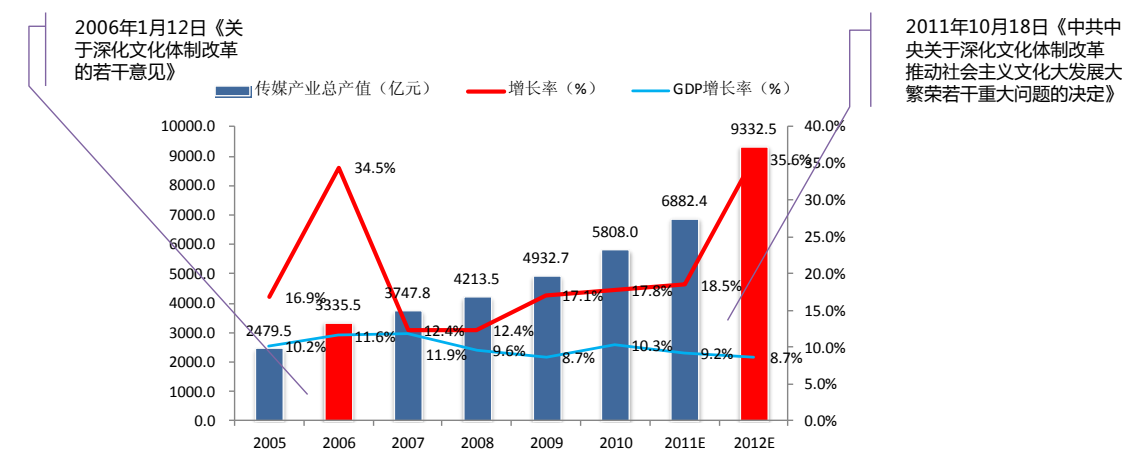
我们认为，“文化强国”战略宣告了未来十年中国经济增长方式的变革思路——中国将加快从出口驱动型向内需拉动型经济增长模式转变进程，是聚焦“民生、民富、民智”的行动纲领。我们判断，在文化产业逐步成长为国民经济支柱性产业的进程中，将孕育未来十年最为波澜壮阔的投资行情。**投资传媒板块需要“大逻辑、新视角”：投资传媒即是分享中国未来十年经济转型和产业升级之成果。**

在此背景下，我们认为，文化产业大发展大繁荣是值得期待的，对文化产业的关注热情将在全国范围内得以持续发酵，这亦将成为板块行情持续向好的中长期催化因素。**2012 年，投资经济转型最强音——传媒板块“春耕”正当其时。**

3、十七届六中全会的政策红利“涟漪效应”有望在 2012 年内得到最大程度体现

根据《传媒蓝皮书》数据，我们针对传媒产业核心层产值的增长情况进行了归纳与整理，发现一些有趣的统计现象（见图 4）。上一次《关于深化文化体制改革的若干意见》于 2005 年起草，并于 2006 年年初正式发布，2005 年、2006 年传媒产业的增速分别为 16.9%、34.5%，2006 年增速水平显著高于其他年份。当然，这里我们暂没有剔除其他因素的影响。

图 4：政策红利“涟漪效应”



资料来源：《传媒蓝皮书》，民生证券研究所

我们判断，十七届六中全会的政策红利“涟漪效应”将在 2012 年内得到最大程度体现，符合文化产业发展趋势的品种将受到市场持续关注，而相关板块个股亦有望得到市场的反复追捧。

二、2012 年传媒板块仍将给力，只待“秋实”丰粮仓

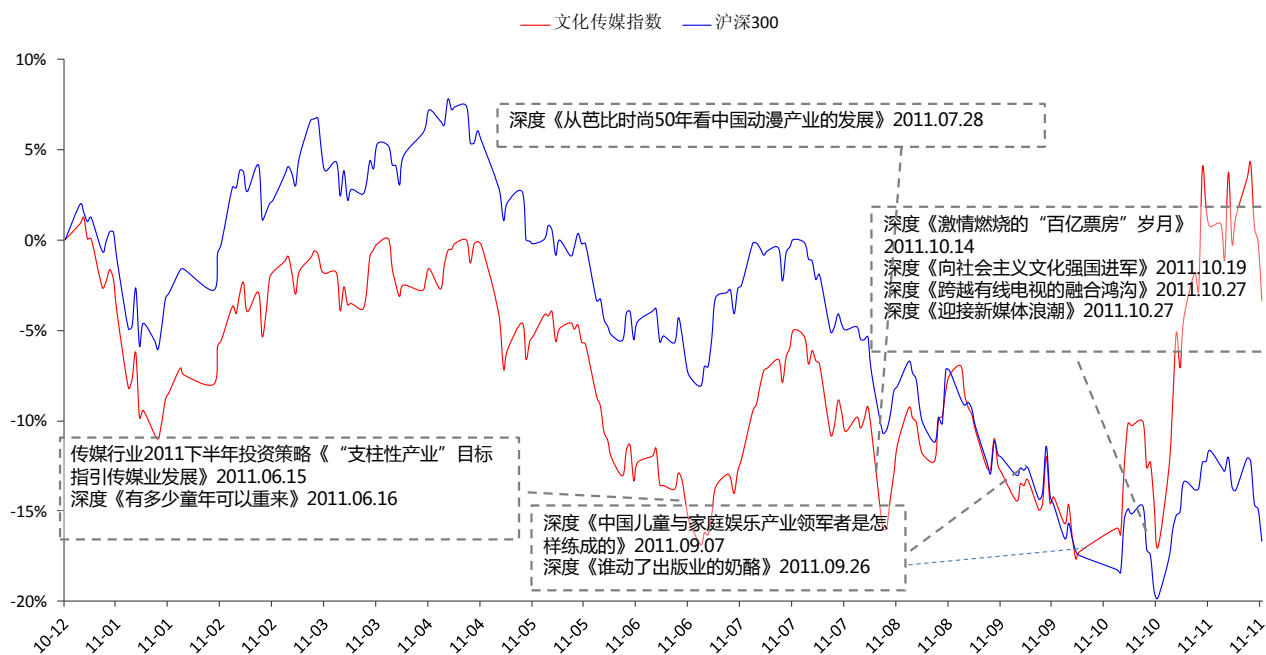
（一）2011 年走势回顾：“十月风暴”完美演绎“平地一声雷”

1、传媒板块整体走势

从年初至 11 月 18 日，文化传媒指数下跌 3.38%，沪深 300 指数下跌 16.68%，传媒行业市场表现超越沪深 300 指数 13.30%（见图 5）。而就在上半年（截止 6 月 30 日），文化传媒指数下跌 12.78%，沪深 300 指数下跌 2.69%，传媒指数跑输 10.09%。

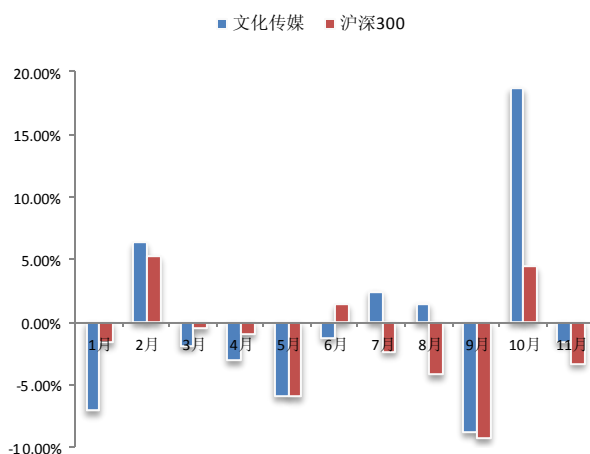
从月度涨跌幅数据来看，今年大部分时间文化传媒指数强于沪深 300 指数。其中，2 月、5 月、7 月、8 月、9 月、10 月、11 月文化传媒指数强于沪深 300 指数；而 1 月、3 月、4 月、6 月文化传媒指数弱于沪深 300 指数（见图 6）。值得一提的是，十七届六中全会所演绎的“十月风暴”行情，单月传媒板块涨幅为 18.70%，而同期沪深 300 为 4.41%，传媒走势可谓“平地一声雷”。

图 5：2011 年传媒板块整体走势情况



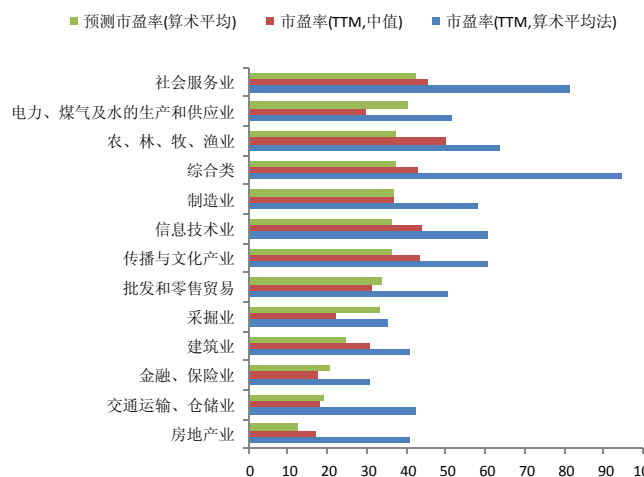
资料来源：Wind，民生证券研究所

图 6：传媒板块与沪深 300 月度涨跌幅情况



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 7：传媒板块与其他板块 PE 比较情况



资料来源：Wind，民生证券研究所

2、传媒板块 PE 情况

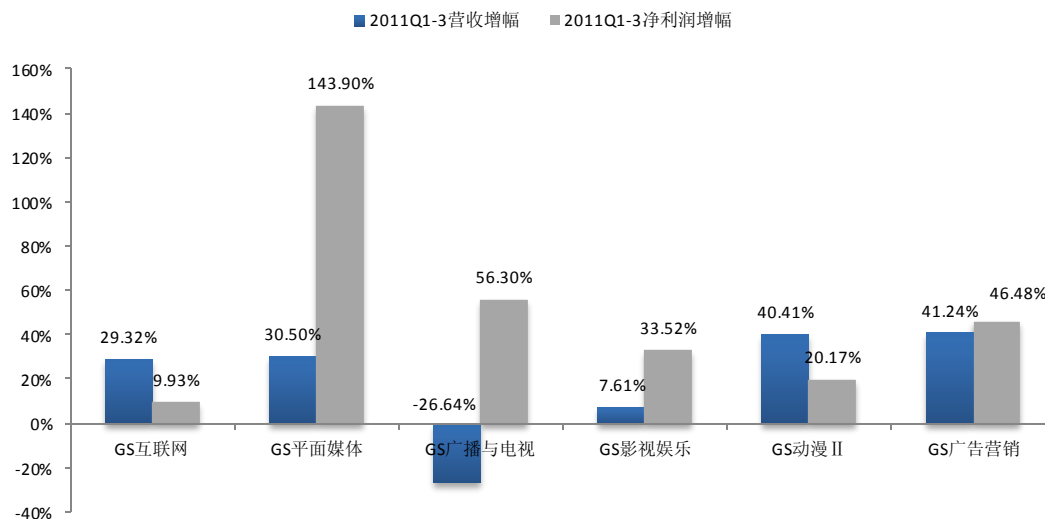
根据证监会行业分类，当前传媒板块动态 PE 为 61X，动态 PE 中值为 44X，2011 年全年预测 PE 为 36X。在所有行业中，动态 PE 处于较高水平，仅低于农、林、牧、渔业/社会服务业/综合类；而 2011 年预测 PE 处于中等水平，低于房地产业/交通运输、仓储业/金融、保险业/建筑业/采掘业/批发和零售贸易（见图 7）。

（二）板块机会比较：寻找下一个领涨板块

1、2011Q1~Q3 板块业绩回顾

我们统计了传媒子板块 2011 前三季度主营业务收入和净利润的同比增幅，发现主营业务收入增幅最大的板块是广告营销、动漫以及平面媒体；净利润增幅最大的三个板块分别是平面媒体、广播电视以及广告营销（见图 8）。

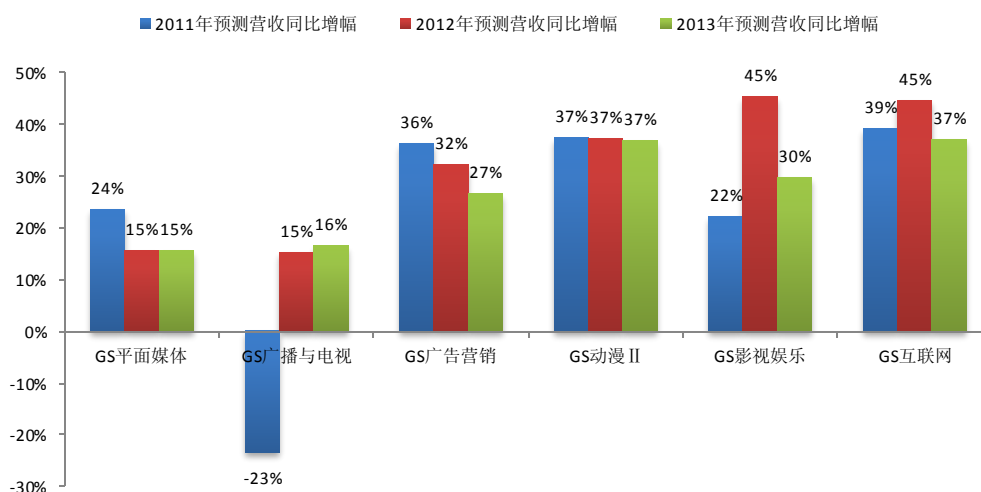
图 8：传媒子板块 2011 前三季度收入同比增幅（主营业务收入和净利润）



资料来源：Wind，民生证券研究所

注明：广播与电视板块 2011Q1~3 主营业务收入降幅达到 27% 的原因主要是：电广传媒 2011 年不再独家代理湖南广播电视台所属各媒体的广告业务，导致公司 2011 年前三季度营业总收入较上年同期下降 58.16%，减少 26.92 亿元；对广播电视板块营收影响较大。

图 9：传媒子板块 2011~2013 年主营业务收入同比增幅（市场一致性预期）



资料来源：Wind，民生证券研究所

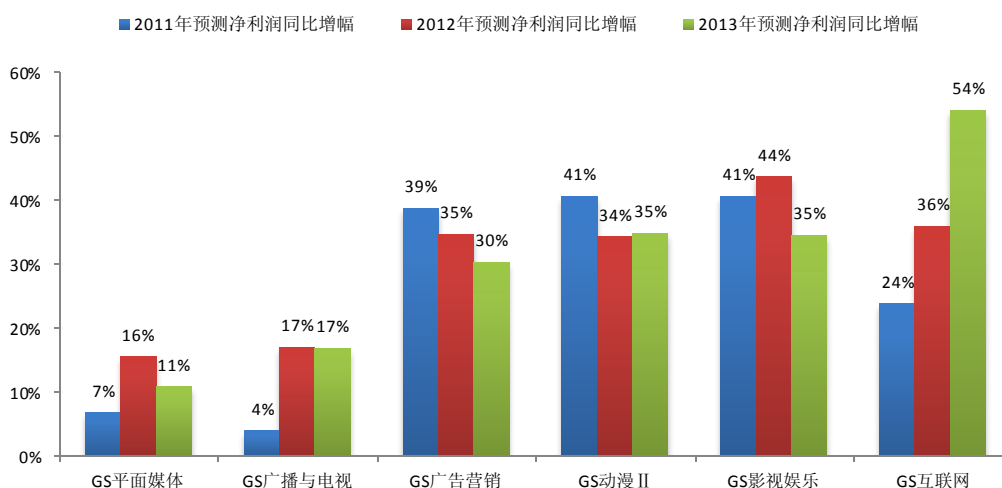
2、影视动漫、新媒体：市场一致性预期最高

市场一致性预期显示，2012 年子板块的主营业务收入同比增幅排名前三的板块分别是影

视娱乐、动漫以及平面媒体；净利润同比增幅前三的分别是影视娱乐、互联网与广告营销。2013 年子板块的主营业务收入同比增幅排名前三的板块分别是影视娱乐、互联网和动漫。净利润同比增幅前三的分别是互联网、影视娱乐与动漫（见图 9、图 10）。

整体而言，市场在未来两年内对**影视、动漫、互联网（亦即新媒体）**相关的子行业给予了较高的预期。

图 10：传媒子板块 2011 ~ 2013 年净利润同比增幅（市场一致性预期）



资料来源：Wind，民生证券研究所

（三）2012 年传媒投资策略：百舸争流，尽显本色

我们认为，2012 年行情将呈现“百舸争流，尽显本色”局面，主要围绕三条主线展开。

1、新闻出版子行业存在从“估值修复”、“估值提升”到“板块扩容”的主题性投资机会

新闻出版行业最符合“深化文化体制改革”要义。经过十七届六中全会行情的演绎，新闻出版板块完成了“估值修复”、“估值提升”行情。我们认为，2012 年新闻出版有望迎来“板块扩容”行情，相关出版企业通过借壳上市、直接 IPO 等方式进入“场内”，会在很大程度上持续提升板块整体关注度。

近期能见度较高的有：（1）长江出版传媒集团借壳 ST 源发（600757）实现整体上市；（2）江苏凤凰出版传媒股份有限公司将成功登陆 A 股市场，成为十七届六中全会以来文化传媒板块第一家正式启动 IPO 的公司。远期还包括：中国教育出版集团、中国出版集团、中国科技出版集团、山东出版集团等约 15 家出版企业。按照新闻出版总署署长柳斌杰在 2010 年底的说法：“全国 581 家图书出版社中，除盲文、少数民族文字和军队等部分出版社保留事业性质外，有 528 家经营性出版社要转企改制。”因此，该板块体量规模将得以持续扩大。

我们认为新闻出版产业主要的增长方式有三种：转型式发展——引领转型方向的数字业务培育型；外延式发展——产业并购重组促进型；内生式发展——业务优化组合持续驱动型。我们建议重点关注：数字出版业务具有先发优势，并形成一定经营规模的企业；具备跨地区、跨

行业、跨媒体整合能力的企业；传统业务具有独特资源和能力且能够保持稳定增长的企业。

2、具备“三高”特征的影视动漫、新媒体子行业从“黑马”转型为“白马”

我们判断，影视动漫、新媒体等行业“十二五”期间年均增速有望达到 30~50%，具有典型的“三高”特征——“高需求性、高成长性、高景气度”，未来五年业绩具备持续上涨动能，会成为“白马”频出的投资板块。

（1）电影行业

电影行业的发展逻辑为：“内容+渠道”的双提升带动票房收入的持续高增长。就内容而言，国产与进口巨制大片（包括 3D、IMAX 等）将刺激观影需求的进一步提升；就渠道而言，影院与银幕等基础设施规模持续增长，尤其是二三线城市更具扩张潜力，影片放映渠道的拓展将带来内容价值的更大释放。2010 年全国影院达到 2000 家，银幕数达到 6256 块，为近五年新高。2011 年前三季度新增影院 630 家，新增银幕 2563 块。未来几年影院建设还会出现一轮新的高峰，影院数和银幕数会继续保持高速增长，预计 2012 年影院规模达到 3300 家，银幕数突破 1 万块。

（2）电视行业

电视行业的发展逻辑为：电视台广告收入增加，继而增加电视剧等节目的购买预算。根据国家广电总局的数据，2011 年上半年电视广告收入 464.27 亿元，比去年同期增加 83.36 亿元，增幅 21.88%。而最新数据显示，央视 2012 年广告招标预收总额 142.58 亿元，增长率为 12.54%，创 18 年来的新高。其他省级电视台也创出新高，例如安徽卫视 2012 年黄金资源广告招标底价为 1.9871 亿，中标总价 4.6218 亿，溢价 133%。与此同时，“限娱令”的出台使得电视台明年起将加大对电视剧的采购力度，因此，电视剧行业实现高增长是大概率事件。

（3）动漫行业

动漫行业的发展逻辑为：动漫形象价值得以持续释放，且与服装、箱包、食品、日用品、旅游、体育、建筑等产业实现融合发展。2010 年我国动漫产业总产值达 470.84 亿元人民币，比 2009 年增长了 27.8%。2011 年底文化部有望出台动漫产业“十二五”单列规划。

（4）新媒体行业

新媒体的发展逻辑为：三网融合的加快推进，使得宽带、3G 手机用户增长迅猛，为相关融合型业务的发展提供了巨大空间。我们看好以 IPTV、网络视频、网络游戏和手机增值业务为代表的新媒体产业（表 2）。

表 2：新媒体业务增长情况

新媒体业务	增长情况
IPTV	三网融合政策下回避广电/电信双方利益纠结的主要业务之一。2011 年底 IPTV 用户数将突破 1200 万，2012 年中国有望成为 IPTV 用户量最大国，达到 2200 万新高。三网融合的加快推进将成为 IPTV 未来持续增长的催化剂。
网络视频	处于成长期，收入规模将持续高速增长。2010 年中国在线视频市场规模达 31.4 亿元，同比增长 78.1%，实现了快速增长。2014 年市场规模有望达到 160 亿，2009~2014 年五年复合增长率达到 55.5%。
网络游戏	向提升市场纵深价值方向发展。2010 年网络游戏市场实际销售收入 323.7 亿元，同比增长 26.3%，带动电信、IT、

媒体广告等相关产业产值 631.2 亿元。虽然现阶段网络游戏的用户处于发展平台期，但网游行业在向提升市场纵深价值方向发展，未来五年网游产业仍将是网络文化的核心产业之一。

手机增值业务 移动互联网市场空间巨大，手机电子商务将是未来杀手级应用。2012 年中国 3G 用户有望达到 1.8~2 亿户，3G 渗透率的提升将为手机增值业务的高增长奠定坚实的基础。

资料来源：民生证券研究所

3、以有线电视子行业为代表的三网融合题材有望再受市场追捧

2010 年初国务院会议提出了推进三网融合的阶段目标：“2010 年至 2012 年重点开展广电和电信业务双向进入试点，探索形成保障三网融合规范有序开展的政策体系和体制机制”。十七届六中全会通过的《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》指出：“整合有线电视网络，组建国家级广播电视网络公司。推进电信网、广电网、互联网三网融合，建设国家新媒体集成播控平台，创新业务形态，发挥各类信息网络的文化传播作用，实现互联互通、有序运行”。

我们认为，随着未来一年三网融合将进一步扩大试点广度和范围，2012 年三网融合题材将会重获市场关注，将反复受到资金追捧。例如第二批三网融合试点地区名单确定、有线电视网络跨区域重组、国家级广播电视网络公司组建等均会点燃市场做多热情。

基于以上分析，我们给予 2012 年传媒板块“推荐”评级，提示紧抓“白马”，参与阶段性热点。我们建议超配影视动漫、新媒体子板块。

（四）股价催化剂

1、文化产业“十二五”规划出台；2、动漫、游戏产业等“十二五”单列规划出台；3、三网融合加快推进，国家级广播电视网络公司成立；4、财税优惠、信贷支持等政策超预期；5、《社会主义核心价值观建设实施纲要》制定和颁布。

三、影视动漫、新媒体：“白马”奔腾的板块

（一）电影行业全产业链延伸整合趋势明朗

1、产业规模：2010 年电影票房达 101.72 亿元，银幕数达到 6256 块

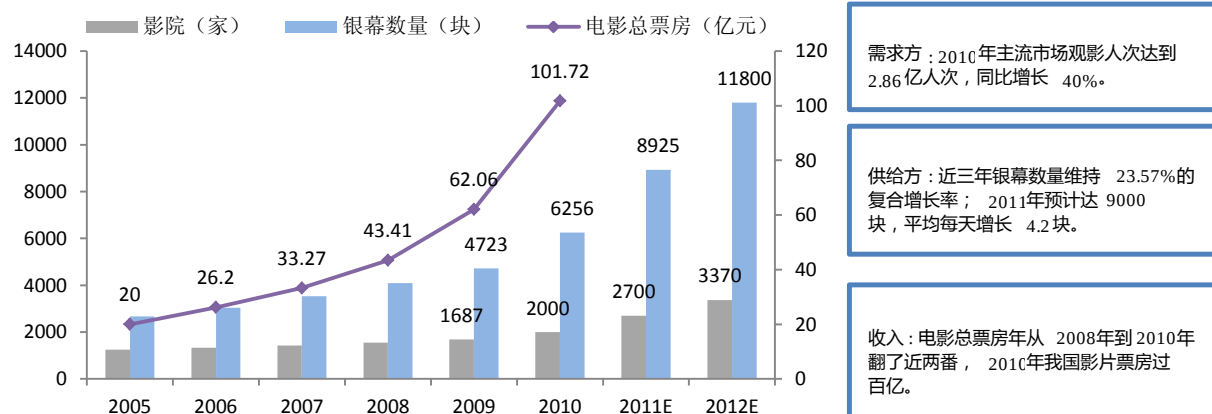
2010 年，中国电影产业的票房正式迈入“百亿时代”，而取得这一份成绩用了整整十年。当前，在电影生产数量、银幕数量、票房总量、综合收入总量、观众人次、国产电影市场份额等各项主要指标上，中国电影产业均呈现出蓬勃发展的势头。

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 11 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 11：中国电影行业基础设置（影院、银幕）规模以及票房数据

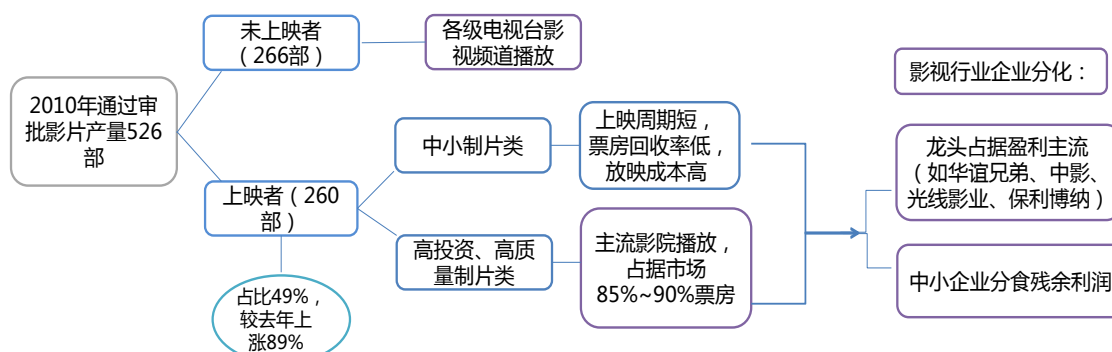


资料来源：艺恩咨询，民生证券研究所

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。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 12）。

图 12：2010 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

2、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（见表 3）。

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 3: 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

3、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图 13 所示：

图 13: 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

4、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（见表 4）。

表 4：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》，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）“限娱令”背景下的电视节目产业结构逐渐分化

1、“制播分离”政策带来电视节目市场繁荣

所谓制播分离，是指广播电视将可以市场化运作的广电节目投入市场进行以市场为导向的交易的一种发展模式。按照广电总局的说法，“制播分离改革主要是为了提高电台、电视台的节目质量，降低节目成本，丰富节目内容，转换运营机制，增强发展活力，调动社会力量制作节目，改变各台自制自播节目的模式。”

制播分离改革主要发生在影视剧、影视动画、体育、科技、娱乐等节目栏目。我国的制播分离改革历程参见表 5。

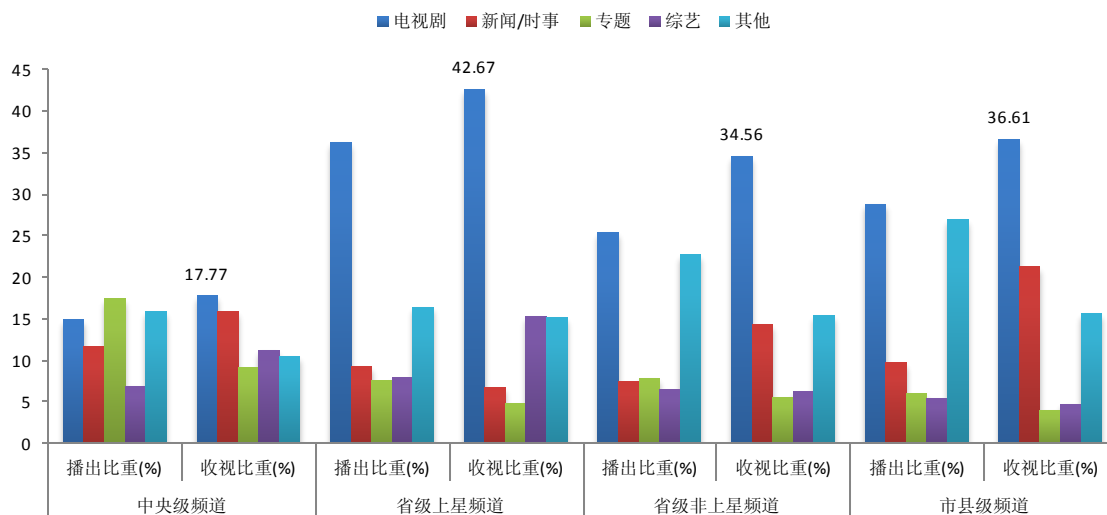
表 5：广电制播分离历程

时间	主要内容
2004 年	广电总局明确提出广播电视节目制播分离改革。
2009 年 7 月	国务院出台的《文化产业振兴规划》提及加快广播电视节目制播分离改革。
2009 年 8 月	广电总局下发《关于认真做好广播电视制播分离改革的意见》的通知，进一步提出改变电台电视台单纯的自制自播模式，充分调动社会力量，发展壮大节目内容生产能力。

资料来源：公开资料，民生证券研究所

2、电视剧——“制播分离”推行后最成功和最市场化的领域

图 14：2010 年 1~10 月份各级频道各类节目的播出以及收视比重图（单位：%）



资料来源：传媒蓝皮书，民生证券研究所

电视剧是各级频道的镇山法宝。除去央视各类节目的播收比重分布比较均匀外，省级以及市县频道的主要播出节目均为“电视剧”（见图 14），四级频道电视节目中电视剧平均收视比重达到 32.90%。

电视台与民营制作机构的协作日益加强。现阶段的“制播分离”还停留在民营制作公司寻求与电视台合作以获得播出机会的阶段，民营制作公司在话语权和播放渠道的疏通上存在劣势。相比之下电视台旗下的制作机构在资源和渠道上占据显著优势，但是我们认为电视台与民营制作公司之间更为深入的合作将是不可阻挡的大趋势，这一点从 2011 年部分热播剧中的民营制片的参与力度可见一斑（见表 6）。

表 6：2011 年热播剧中民营出品商的参与情况

首播机构	电视剧名称	出品方	出品类别
湖南卫视	步步惊心	唐人影视	民营机构
湖南卫视	倾世皇妃	北京贺盈时代影视	民营机构
北京卫视、东方卫视、浙江卫视、天津卫视四大卫视黄金档、安徽卫视午间档上星首播	男人帮	北京鑫宝源影视投资有限公司	民营机构
湖南卫视	新还珠格格	1、湖南卫视 2、上海创翊文化传播	民营与电视台联合
湖南卫视	回家的诱惑	1、湖南广播电视总台 2、上海展杰文化艺术有限公司 3、上海崇远文化传播有限公司	民营与电视台联合

资料来源：公开资料，民生证券研究所

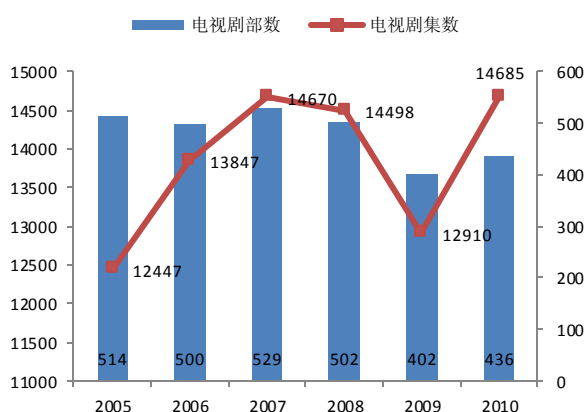
市场集中度有待进一步提升。据统计，2010 年国内有 4057 家电视剧制作机构，主体数量庞大，但几家品牌认知度较高的民营电视剧制作公司所占的市场份额总额不足 10%，市场集

中度较低。

电视剧制作总体上是供过于求。2005-2010 年期间，国产电视剧年均产量约为 1.4 万集，而批准播出的集数仅为 20%，产量过剩严重；电视剧市场尚处于以数量换利润的低级阶段实现，盈利者仅占 1/3。从 2009 年开始，电视剧市场开始发生变化，体现为产量下降，投入力度和出品质量有所提升。2009 年国内电视剧产量不足 1.3 万集，是自 2003 年产量连续攀升后的首次回落（见图 15）。

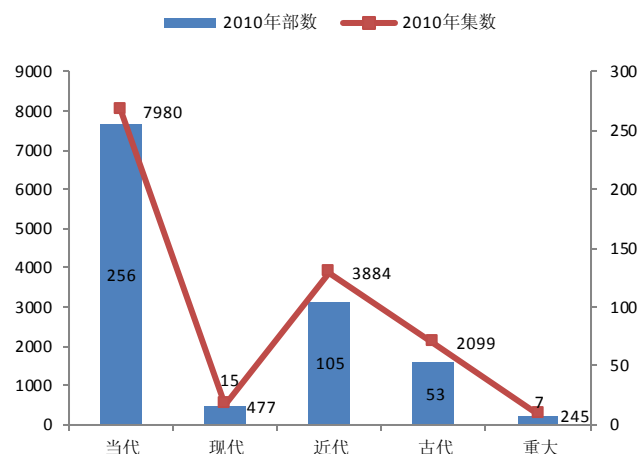
电视剧题材趋于多元化——当代、近代、古代题材电视剧占比最大。2010 年当代题材的电视剧部数占全国获准发行国产电视剧题材部数的 56%（见图 16）。这反映出观众对贴近生活的现代题材（如婆媳剧、裸婚剧、青春剧等）的偏好。2011 年的题材热点主要集中在穿越剧、宫斗剧、红色剧等类型上。

图 15：2005～2010 年电视剧集数以及部数增长情况



资料来源：广电总局，民生证券研究所

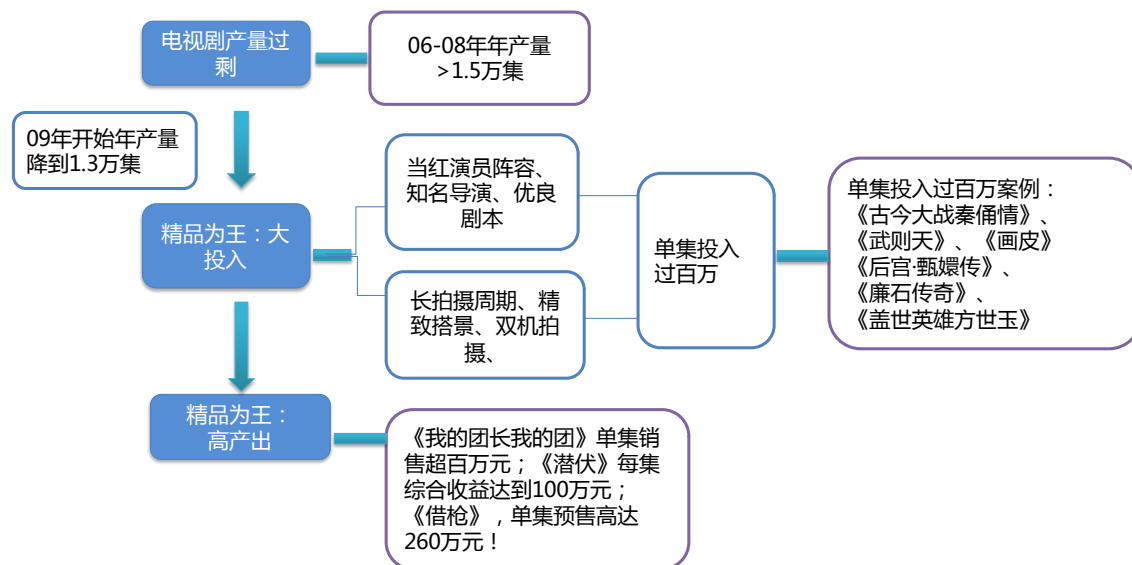
图 16：2010 年不同类型电视剧集数以及部数分布情况



资料来源：广电总局，民生证券研究所

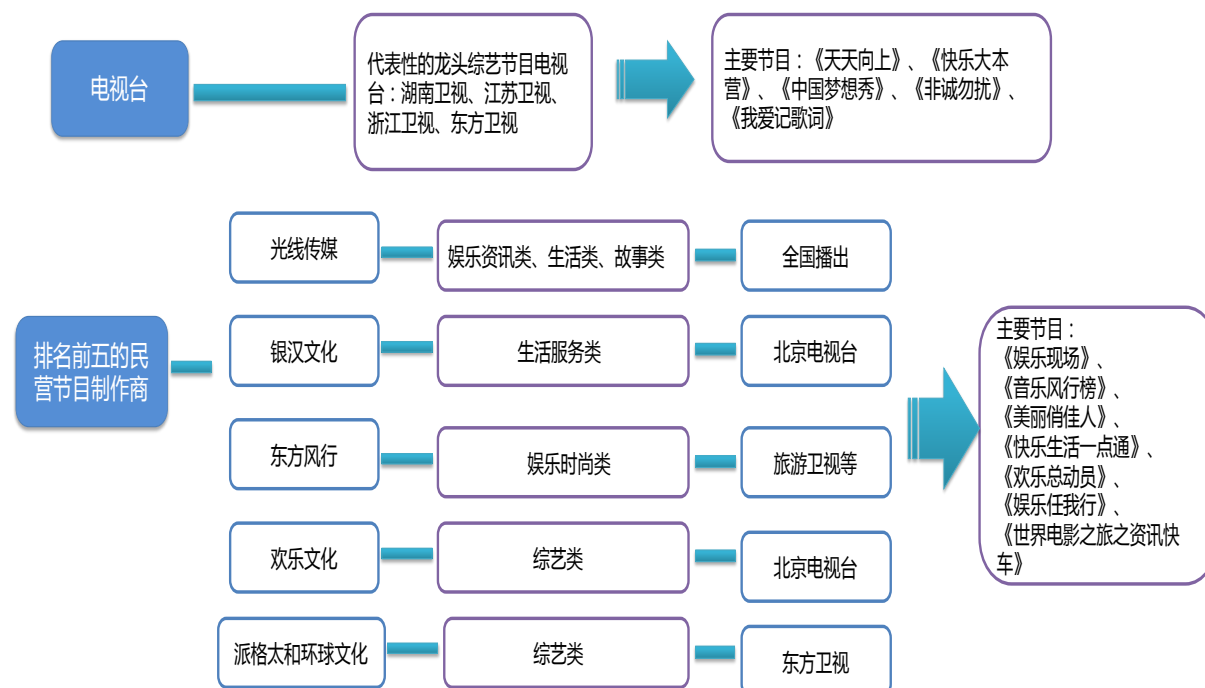
电视剧“大投入、高产出”运作模式开启，“精品为王”时代来临。自 2009 年开始，电视剧制作市场开始涌现投入资金达到百万元/集的大片，部分电视剧成本高达亿元。例如，新四大名著电视版《三国》、《西游记》、《红楼梦》、《水浒》的投资额分别是 1.5 亿、1.3 亿、1.18 亿和超 1 亿元，成为内地电视史上首批投资过亿的大剧。这类大片的市场接受程度相对中小成本电视剧而言，因为其制作精良、演员阵容强大等多方面的优势而受到市场青睐。近几年每年市场都会出品 7~8 部因为制作精良而赢得极高收视率的热播电视剧（见图 17）。

图 17：电视剧制作“大投入、高产出”发展模式开启



资料来源：传媒蓝皮书，民生证券研究所

图 18：代表性的综艺电视节目以及民营节目制作商情况



资料来源：公开资料，民生证券研究所

2、综艺节目——多元化面临转型阵痛

在“制播分离”改革实施之后，综艺节目制作的运营机制更为市场化，栏目制作市场因为民营企业的积极参与而变得生机勃勃又充满竞争。以娱乐节目为例，市场上的一批民营节目制作商（如光线传媒、东方风行、银汉文化），通过打造《娱乐现场》、《音乐风排行榜》、《美

《丽俏佳人》等系列的经典娱乐综艺节目，带动了中国娱乐综艺节目的多元化发展。

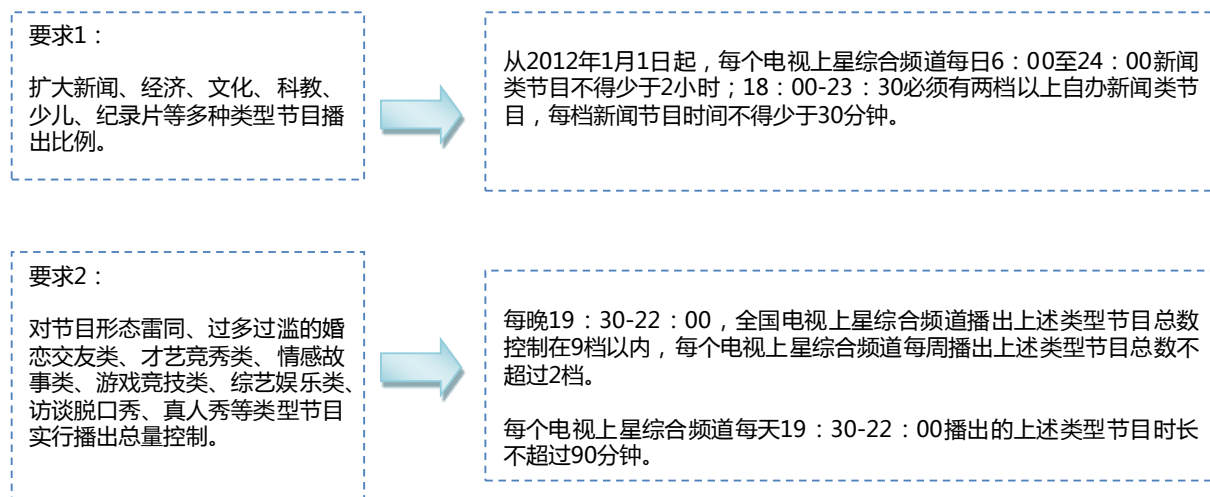
与此同时，一些富有实力的电视台也在不断加大投入，通过建立阵容强大的节目制作团队，创作出一批富有市场影响力的娱乐节目，如《快乐大本营》、《天天向上》等（见图 18）。

但目前综艺节目存在模式重复、形态单一、内容庸俗等问题层出不穷，尤其是“选秀”、“相亲”、“情感”类娱乐节目已经“过度娱乐化”，严重缩短了节目的生命周期，这势必要求综艺节目制作进行转型。

4、后“限娱令”时代：电视剧暂领先机，娱乐综艺新路有待探索

2011年10月下旬，广电总局下发了《关于进一步加强电视上星综合频道节目管理的意见》，提出从明年1月1日起，34个电视上星综合频道要提高新闻类节目播出量，同时对部分类型节目播出实施调控（见图 19）。

图 19：广电总局《关于进一步加强电视上星综合频道节目管理的意见》主要内容



资料来源：广电总局，民生证券研究所

我们分析“限娱令”的发布将对电视节目制播各方造成以下影响：

（1）短期内，主打综艺类栏目的电视台与娱乐类节目制作商会受到较大影响，娱乐综艺有待探索新路。《意见》要求在晚间黄金档播放更多的新闻类、社科类、道德建设类等节目。国内湖南卫视、江苏卫视等电视台，短期将面临因娱乐节目播出时间/时段限制，以及王牌综艺节目的调整而导致的收视率下降、广告收入减少的风险。

此外，光线传媒、东方风行、欢乐文化、派格太合等娱乐节目制作商，短期也将因电视台娱乐节目播出减少，面临娱乐节目娱乐节目转型、收入减少的风险。但这些娱乐节目制作商，大多是民营企业，限娱令短期虽是挑战，但我们相信它们会历经考验而不倒。

（2）“限娱令”中长期利好电视剧制作公司。综艺娱乐类节目播放的受限，为电视剧的播放腾让出更大的空间。广电总局电视剧司副司长王卫平指出，限娱是为电视剧播出让路，缓解制作压力。在10月底刚刚落幕的首都制作业协会电视剧秋季交易会上，湖南卫视、江苏卫

视、北京卫视几大龙头电视台的代表纷纷表示，明年将提高购剧资金的投入比例（见图 20）。我们判断华谊兄弟、华策影视、小马奔腾、海润影视、慈文影视等电视剧制作商将会受益。

图 20：“限娱令”出台之后电视台的应对策略



资料来源：公开资料，民生证券研究所

5、全媒体时代，电视栏目市场进一步拓宽，内容价值不断释放

电视台开始接受甚至主动探寻与新媒体的合作以期达到共赢。典型模式有视频网站与电视台合作，实现热播剧的同步播放/热剧套拍；电视台授权电信运营商进行电视台节目的播放。

图 21 显示了一些电视台与新媒体领域合作的情况。

图 21：电视台与新媒体领域合作案例



资料来源：公开资料，民生证券研究所

电视剧网络版权价格不断攀升，增速超出市场想象。在短短五年时间内，电视剧的网络版权价格呈爆发式上涨，部分电视剧出现单集价格近百万的地步（见表7）。

表 7：近五年代表性热播剧的网络版权价格

年份	电视剧	网络版权价格	网络版权购买方
2006 年	《武林外传》81 集	约 10 万元	
2009 年	《大秦帝国》51 集	约 130 万元	
2010 年	《新还珠格格》98 集	约 3000 万元	搜狐视频
2011 年	《后宫甄嬛》40 集	约 2000 万元	乐视网
2011 年	《倾城雪》	约 2500 万元	优酷
2011 年	《浮沉》	超 3000 万元	搜狐视频
2011 年	《宫锁心玉 2》40 集	约 4000 万元	

资料来源：公开资料，民生证券研究所

（三）中国的动漫产业已经处于向上破局阶段

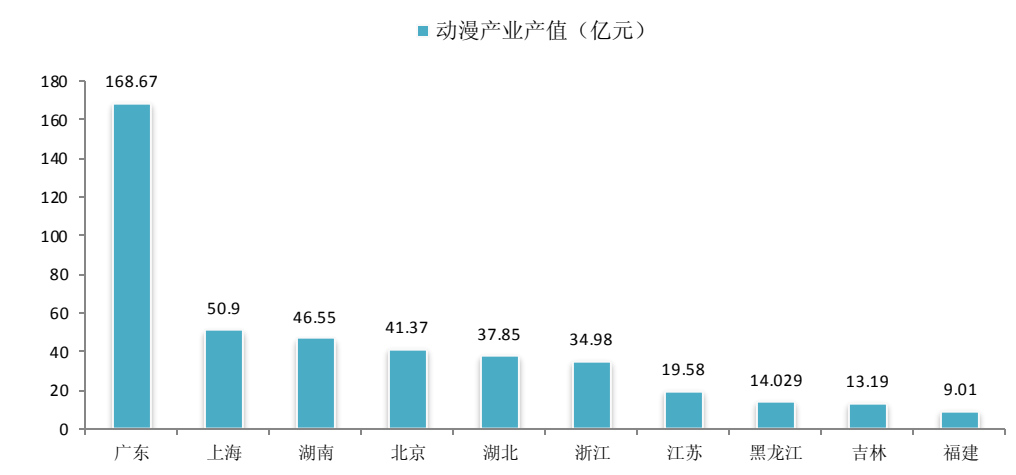
1、2010 年我国动漫产业总产值达 470.84 亿元，增长 27.8%

文化部动漫产业首次专项调查显示，2010 年我国动漫产业总产值达 470.84 亿元人民币，

比 2009 年增长了 27.8%。调查范围覆盖漫画创作、动画制作、动漫舞台剧演出、新媒体动漫传播、动漫衍生品生产销售、动漫主题公园经营、动漫品牌授权等行业。我们判断，随着《动漫企业进口动漫开发生产用品免征进口税收的暂行规定》等产业政策效应逐渐显现，未来五年复合增速有望超 30%，“十二五”末期总产值将达到 2000 亿元。

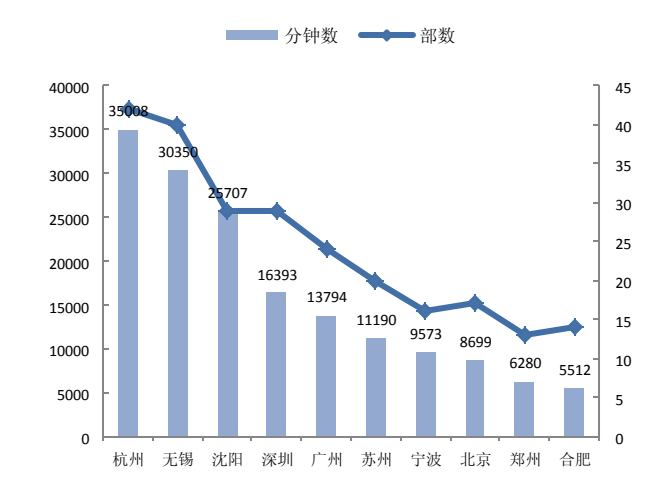
图 22、23 显示了 2010 年动漫产值规模排名前 10 名的地区及原创电视动画片生产十大城市。

图 22：2010 年动漫产值规模排名前 10 名的地区



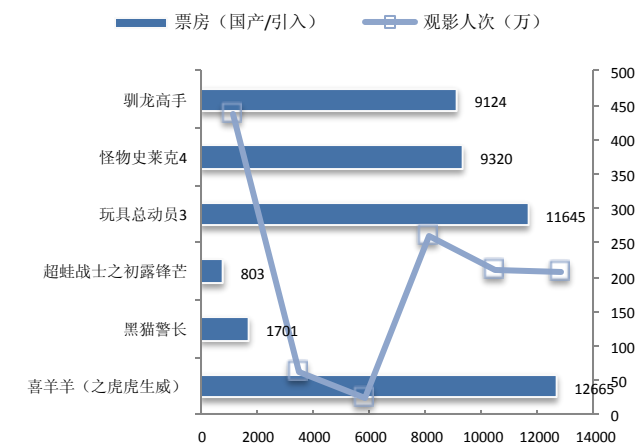
资料来源：文化部，民生证券研究所

图 23：2010 年中国原创电视动画片生产十大城市排名



资料来源：公开资料，民生证券研究所

图 24：2010 年国内动画影视票房排名（国产片和进口片）



资料来源：艺恩咨询，民生证券研究所

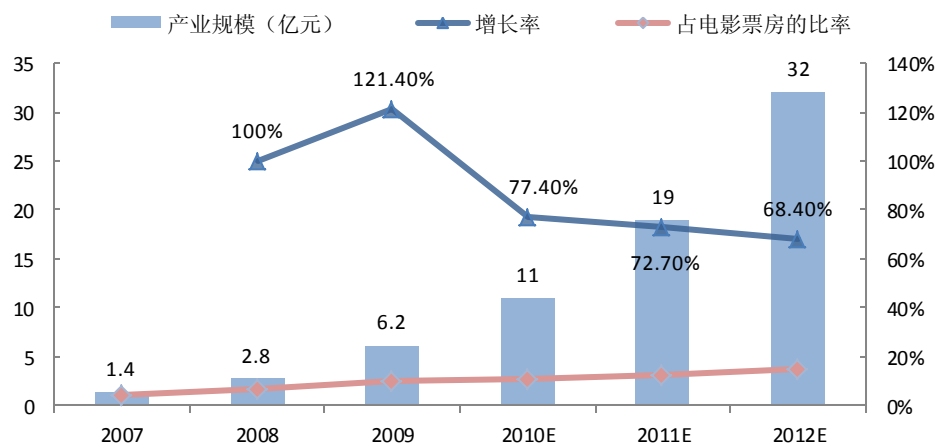
在国产动画电影上，呈现明显的两极分化的情形。2010 年近两亿的国产动画电影票房（2 亿元）中，有近一半以上的产值来自《喜羊羊与灰太狼之虎虎生威》（1.27 亿元），其余动画电影票房惨淡。相对引入的国外影视动漫而言，国内的动画影视表现尚有差距（见 24）。这些现象说明两点：1、有着深入人心的内容形象的国产动画片，实际上不缺市场和票房；2、国产动画电影与进口片相比，在原创设计、影响力，受欢迎程度等方面仍旧存在差距。

2、2010 年衍生品市场规模约 153 亿元，未来市场有望实现井喷

2010 年的衍生品市场规模约为 153 亿元，未来三年将保持快速增长态势。根据艺恩预测，2012 年市场规模有望达到 220 亿元。

其中，动漫电影票房 2012 年将达到 32 亿元，增长率为 68.4%（见图 25）。

图 25：中国动漫电影产业规模



资料来源：艺恩咨询，民生证券研究所

3、2010 年国家动画产业基地产量占比 78.3%

2010 年国家动画产业基地自主制作完成国产动画片 269 部，约占全国总产量的 78.3%。杭州、无锡、沈阳等地的高新技术产业区成为动漫产量的领跑者（见表 8）。在这些产业基地中，不乏一些优秀的动漫企业和产品。

表 8：2010 年国家动画产业基地国产电视动画片生产情况

排序	基地	部数	分钟数	排序	基地	部数	分钟数
1	杭州高新技术开发区动画产业园	38	28409	13	重庆市南岸区茶园新区动画产业基地	5	3046
2	无锡国家动画产业基地	38	29410	14	湖南金鹰卡通基地	5	2947
3	沈阳高新技术产业区动漫产业园	27	25261	15	黑龙江动漫产业（平房）发展基地	4	2687
4	深圳市动画制作中心	29	16393	16	天津滨海新区国家影视网络动漫实验园	3	1846
5	南方动画节目联合制作中心	24	13794	17	江通动画股份有限公司	2	1050
6	中央电视台中国国际电视总公司	20	9915	18	三辰卡通集团	1	510
7	北京市文化创意产业集聚区	17	8699	19	中国电影集团公司	1	363
8	苏州工业园区动漫产业园	17	8646	20	长影集团有限责任公司	11	310
9	常州国家动画产业基地	12	4756	21	大连高新技术产业园区动画产业园	0	0
10	厦门软件园影视动画产业区	10	4061	22	上海炫动卡通卫视传媒娱乐有限公司	0	0
11	福州动漫产业基地	9	3428	23	上海美术电影制片厂	0	0
12	南京软件园	8	3244	-			
以上合计		269 部（占全国 70%）				172689 分钟（占全国 78%）	

资料来源：艺恩咨询，民生证券研究所

4、从动漫题材上看，童话最火，占比 35.3%，教育和现实题材下降

2010 年占比前三的分别是童话（35.3%）、教育（23.6%）和科幻（12%）题材；童话题

材在三年的数据中一直占据最大比重，2008~2010 三年中平均占比达到 30%。较前一年上幅度较大的是童话和科幻题材；教育和现实题材比重较 2009 年有明显下降（见图 26）。

图 26：2007~2010 年国产动画片题材变化情况



资料来源：中国动漫产业发展报告（2011），民生证券研究所

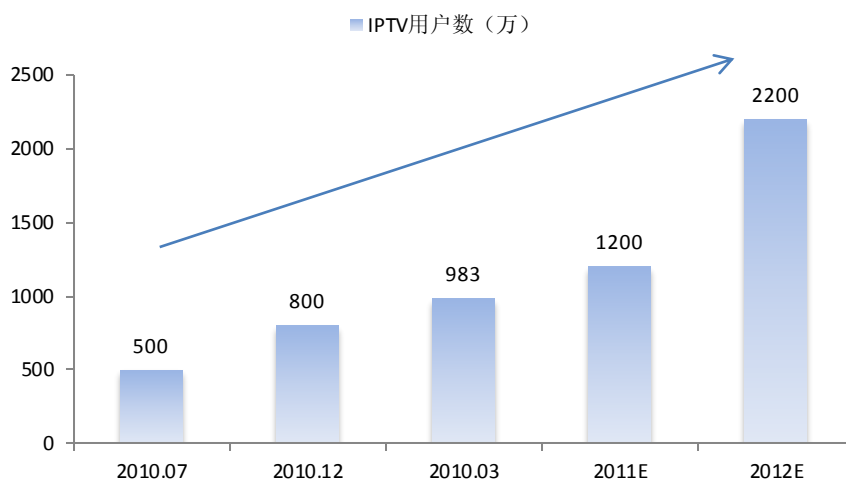
（四）新媒体春天已经来到

1、IPTV

（1）2012 年 IPTV 用户规模有望突破 2200 万，同比增长超 80%

近年来，IPTV 用户规模发展较为迅速。数据显示，截至 2010 年年底，中国 IPTV 市场用户规模约为 800 万。而根据流媒体网的预测，到 2011 年底，全国 IPTV 用户数将突破 1200 万人次，正式迈入“千万”级规模。而 2012 年底 IPTV 用户规模更是有望突破 2200 万，同比增长约 83.3%（见图 27）。

图 27：2010~2012E 期间中国 IPTV 用户规模统计（单位：万）



资料来源：流媒体网，民生证券研究所

在区域分布中，IPTV 的集中分布地区主要集中在上海、江苏、广东等国内信息技术应用最为发达的地区。最新数据显示截至 2011 年 8 月，江苏全省 IPTV 业务用户数近 250 万，成为全国 IPTV 用户数最多的省份（见表 9）。

表 9：各地 IPTV 用户增长情况统计

时间	区域性 IPTV 数据
2010 年 7 月	上海 IPTV 用户数是 115 万，用户活跃度达到 75%
2010 年 12 月	江苏、上海、广东用户量分别为 170 万、130 万、110 万； 上海位居全球城市用户规模第一
2011 年 3 月	2011 年 1 季度中国内地，香港和澳门用户数量的净增加数量占全球的 42%
2011 年 8 月	江苏全省 IPTV 业务用户数近 250 万

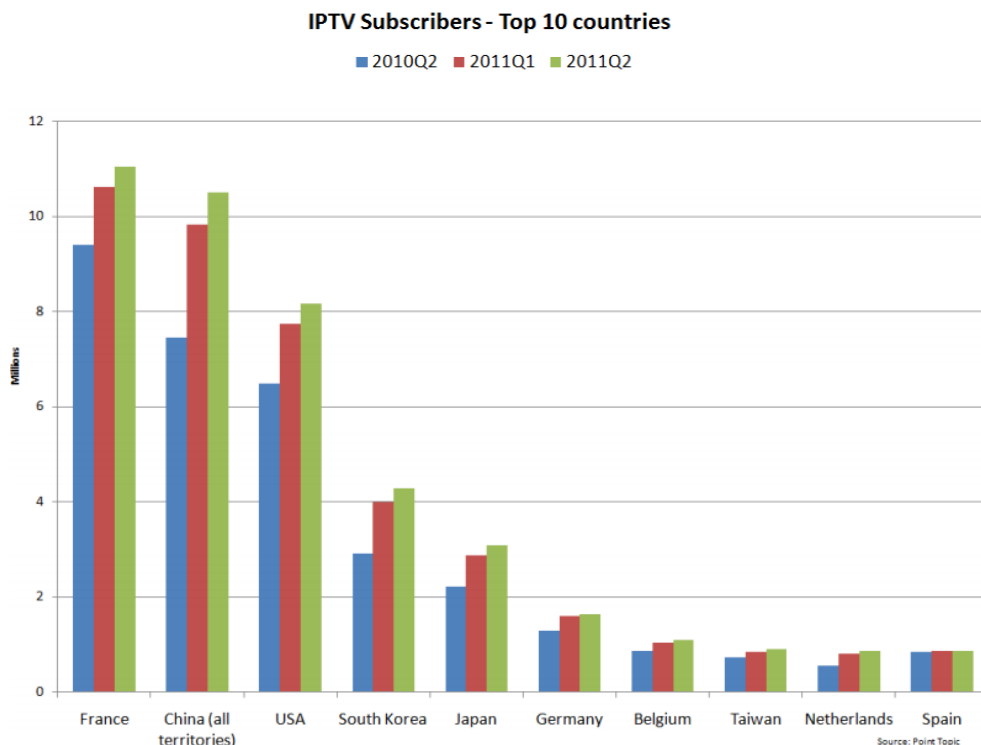
资料来源：流媒体网，民生证券研究所

（2）2012 年中国有望成为 IPTV 用户全球第一

根据宽带论坛的统计，2011 年第二季度，全球 IPTV 用户数量达 5100 万，同比增加 7.8%。而 Point Topic 发布的最新数据显示，截止到 2011 年第二季度，中国的 IPTV 用户数已经达到 1050 万人次（占据有线电视市场的 7.6%），位居世界第二位（见图 28），规模略逊于法国的 1105 万人次。根据我国 IPTV 产业现有的发展态势，2012 年国内 IPTV 用户总数有望取代法国，中国将成为全球 IPTV 用户数量最大的国家。

在国内，IPTV 业务的发展进程很大程度上取决于：（1）电信运营商的宽带用户发展政策及（2）三网融合的推进程度。我们认为，三网融合推进过程中，IPTV 是广电和电信双方最可接受且实现合作的业务形态之一，能够较为有效地回避双方利益纠结，且合作模式很可能是因地制宜的。随着十七届六中全会中对文化体制改革的进一步深化，以及三网融合进程的加快（尤其是第二批试点地区方案出台），我们预计 IPTV 将迎来一个新增长期。

图 28: 2010Q2 ~ 2011Q2 全球 IPTV 用户规模前十的国家与地区 (单位: 百万)



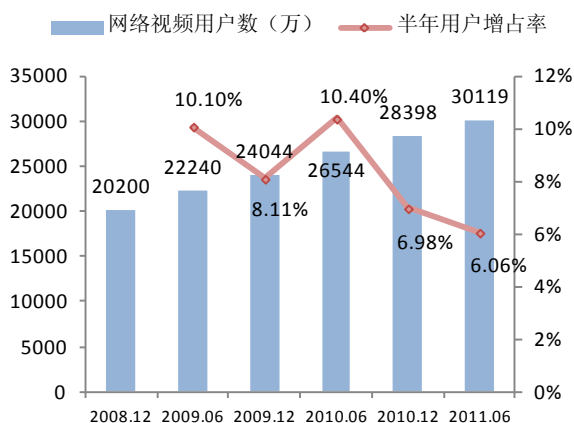
资料来源: Point Topic, 民生证券研究所

2、网络视频

(1) 截至 2011 年 6 月, 网络视频用户规模达 3.01 亿

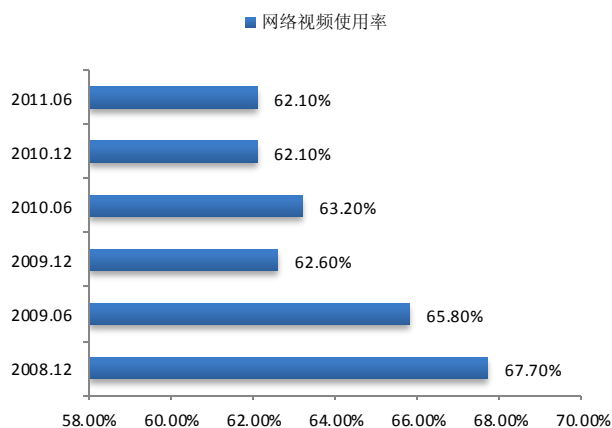
随着国内网络视频服务水平的提高, 网络视频已经发展成为人们获取电影、电视剧、新闻视频等资讯内容的重要渠道。根据 CNNIC 的统计, 2011 年 6 月中国网络视频继续稳定增长, 用户数量达 3.01 亿 (见图 29), 用户使用率为 62.1%, 与 2010 年底相当 (见图 30)。

图 29: 2008.12 ~ 2011.06 中国网络视频用户市场规模



资料来源: CNNIC, 民生证券研究所

图 30: 2008.12 ~ 2011.06 中国网络视频使用率



资料来源: CNNIC, 民生证券研究所

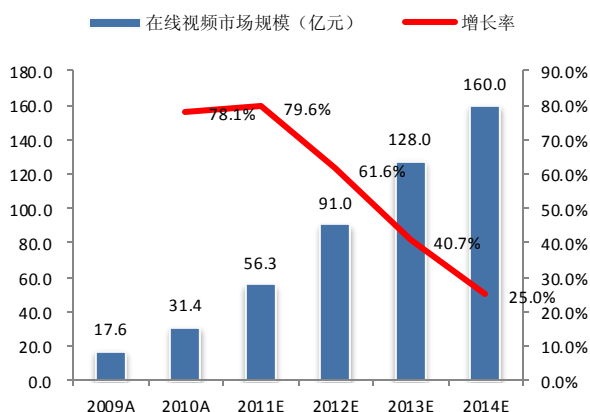
数据显示, 网络视频用户在经过 2009 ~ 2010 年约两位数增长之后, 现已经进入平稳增长

阶段。同时，网络视频使用率自 2010 年以来保持在 62% 以上的使用率。

（2）2009~2014 年网络视频行业复合增长率有望达到 55.5%

根据艾瑞统计数据显示，2010 年中国在线视频市场规模达 31.4 亿元，同比增长 78.1%，实现了快速增长。2014 年市场规模有望达到 160 亿，2009~2014 年五年复合增长率达到 55.5%（见图 31）。这里统计的网络视频市场规模，包括视频网站的广告收入、版权分销收入及视频增值等其它服务收入（剔除互联星空和 IPTV 收入）。

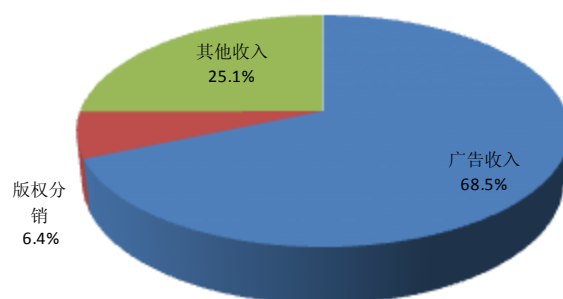
图 31：2009~2014 年我国网络视频行业市场规模



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究所

注：2010 年数据为预估值

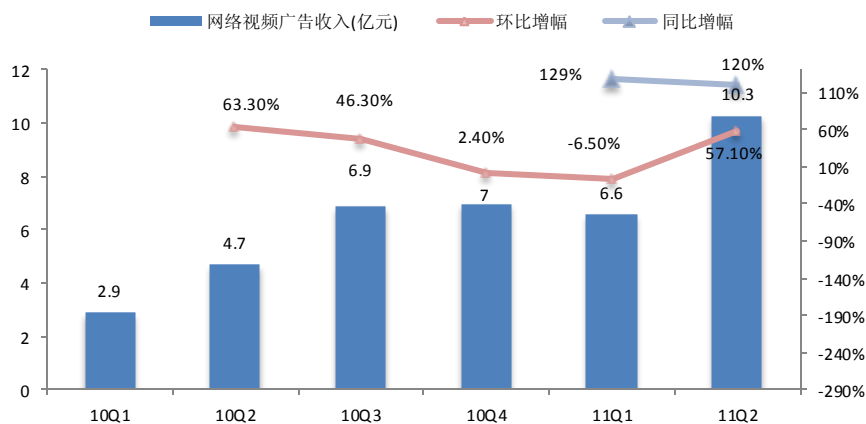
图 32：2010 年我国网络视频行业市场规模构成



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究所

网络视频收入约七成来源于广告收入（见图 32）。2011 年第二季度网络视频广告收入规模达到 10.3 亿元，环比上升 57.1%，同比上升 120%（见图 33），广告业务增长强劲。

图 33：2010Q1~2011Q2 网络视频广告收入



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究所

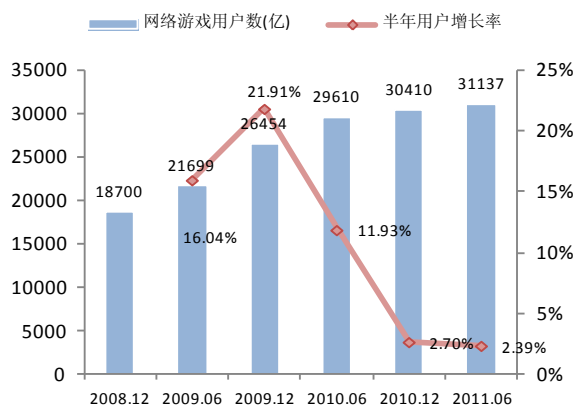
3、网络游戏

（1）2011 年 6 月用户达 3.11 亿人次，网民使用率 64.2%，较去年同期有所下降

2008 年到 2011 年间，我国网络游戏用户数呈现逐年上升趋势，但用户增长率以及网民使用率不同程度出现先升后降的态势。

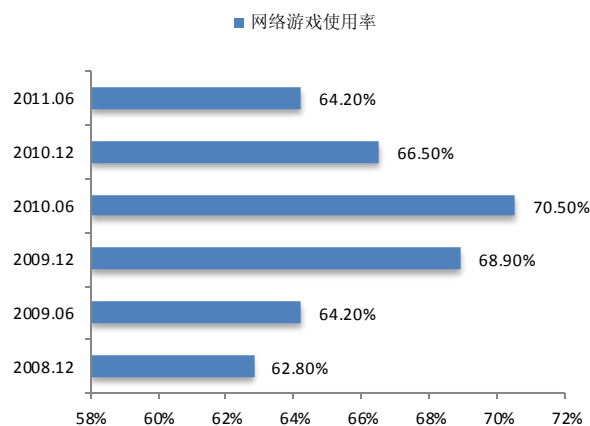
CNNIC 数据显示，2011 年全国网络游戏用户数规模为 3.11 亿人次，半年期用户增长率自 2009 年 12 月达到最高峰 21.91% 之后便开始逐期退潮，到 2011 年 6 月维持在 2.39% 的低位水平。网络游戏的使用率自 2010 年 6 月达到峰值 70.5% 之后逐年下滑，2011 年 6 月为 64.2% 的水平。下图 34、35 显示了 2008.12~2011.06 中国网络游戏用户市场规模以及网络游戏的使用率。

图 34：2008.12~2011.06 中国网络游戏用户市场规模



资料来源：CNNIC，民生证券研究所

图 35：2008.12~2011.06 中国网络游戏使用率



资料来源：CNNIC，民生证券研究所

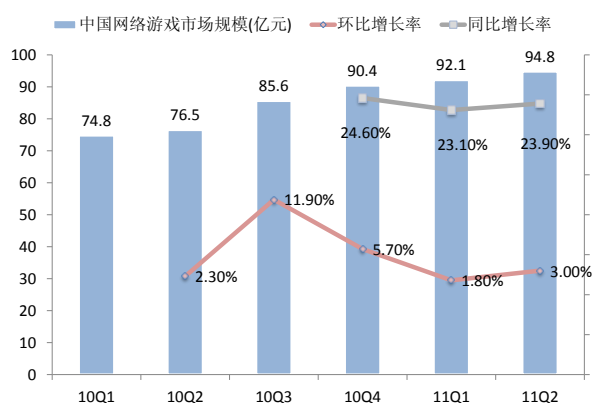
我们认为，08、09 年用户市场保持大幅增长的主要因素是：（1）08、09 年网络游戏龙头厂商开始涉足网页游戏领域，网页游戏逐渐兴起促进了用户规模的增长；（2）09 年 SNS 游戏（社交类游戏）快速崛起，用户使用群体范围从中小年龄段用户层扩展到青壮年阶层，新增年龄段用户对用户数量的增加亦有贡献。

我们分析，2009 年 12 月后网游用户增长率的迅速下降以及 2010 年 6 月后网络游戏使用率的逐渐下滑，反映出网游产业逐渐发生的几大变化：（1）中国网络游戏用户规模逐渐趋向饱和，未来几年将保持小幅略增的趋势，用户规模上短期不会有爆发性的数量增长；（2）在市场用户规模趋于饱和之后，用户开始发生一定程度的分化，偏向付费模式的稳定型网络游戏用户会逐步沉淀增加。

（2）2011Q2 市场规模为 94.8 亿元，同比上升 23.9%，市场集中度继续提升

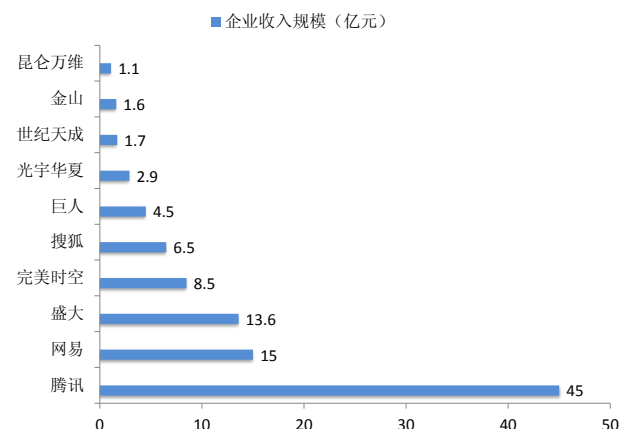
2010 年网络游戏市场实际销售收入 323.7 亿元，同比增长 26.3%，带动电信、IT、媒体广告等相关产业产值 631.2 亿元。艾瑞网数据显示，2011Q2 中国网络游戏用户付费市场规模达 94.8 亿元，环比上升 3.0%，较 2010Q2 同比上升 23.9%（见图 36）。现阶段，以腾讯为首的游戏巨头所占市场份额越来越大（见图 37），市场集中度会进一步提高。

图 36: 2010Q1~2011Q2 中国网络游戏市场规模



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究所

图 37: 2011Q2 中国网络游戏企业收入规模



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究所

（3）网游产业正在向提升市场纵深价值方向发展

虽然现阶段网络游戏的用户数处于平台期, 但 2011Q2 网络游戏市场规模依旧保持约 24% 的同比增速。这说明网游产业正在向提升市场纵深价值方向发展, 未来五年网游产业仍将是网络文化的核心产业之一。

我们判断, 随着网络游戏用户规模趋于饱和, 未来一段时间内网游产业发展重心将集中在开发新产品、提高产品针对性、开拓二三线城市游戏市场上, 因此产业内在驱动因素仍然强劲, 不应过于悲观。

（4）2014 年中国游戏产业将占全球游戏市场的 1/4, 超出美国四个百分点

根据 Digi-Capital 对网游市场的分析, 2014 年中国游戏市场份额或超美国, 预计到 2014 年中国游戏产业将占全球游戏市场的 1/4, 目前中国在全球份额中占比 12%; 而到 2014 年, 美国游戏产业在全球市场中的比重将从 26% 下降到 22% (见图 38)。

在细分产业中, 在线游戏和手机游戏在行业总营收中的比重将在 2014 年增长到 50%, 达到 440 亿美元左右。在线游戏和手机游戏将是游戏产业未来发力的两大重要阵地, 网游网页化和移动化是技术发展的必然趋势; 游戏行业从游戏机游戏到 PC 游戏再到社交和移动游戏的转变轨迹显示了这个日益明朗的趋势。

图 38：中美 2011、2014 年游戏市场全球占比对比



资料来源：Digi-Capital，民生证券研究所

4、手机增值业务

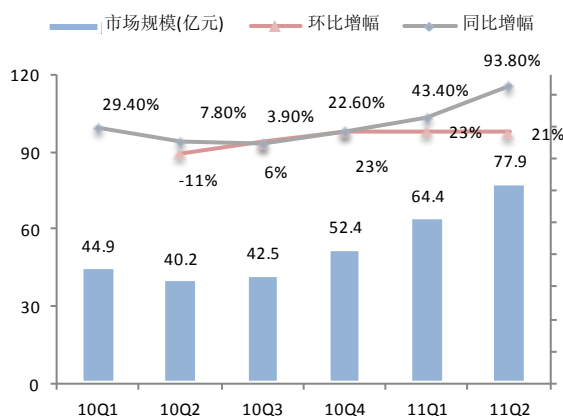
自 2009 年起中国移动互联网用户开始快速增长。CNNIC 数据显示，截至 2011 年 6 月底，我国手机网民达 3.18 亿，较 2010 年底增加 1495 万人。

随着国内移动互联网用户基数的快速增长，以及支持高速上网服务的移动终端的普及，各种新型手机增值业务如手机网游、手机微博、手机视频等应用的使用率开始逐步提升。下面我们将重点分析手机增值业务领域中手机视频、手机网游、手机电子商务这三项业务的发展状况。

（1）移动互联网：市场规模急速扩张，2011Q2 同比增 93.8%

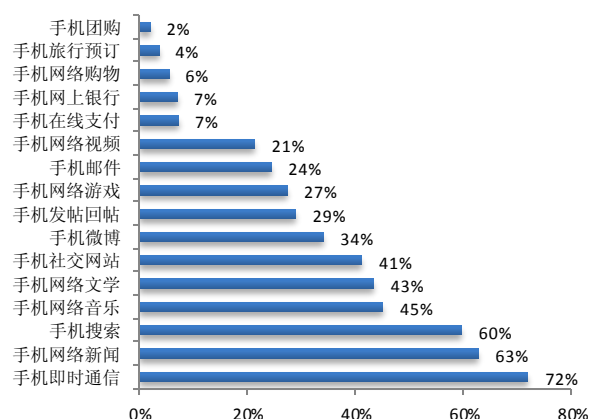
艾瑞咨询统计数据显示，2011Q2 中国移动互联网市场规模达 77.9 亿元，同比增长 93.8%，环比增长 20.9%。这里的移动互联网市场规模包括手机电子商务、手机广告、手机搜索、手机游戏等细分领域市场规模总和（见图 39）。

图 39：2010Q1~2011Q2 中国移动互联网市场规模



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究所

图 40：2011 年上半年手机各项增值业务占比



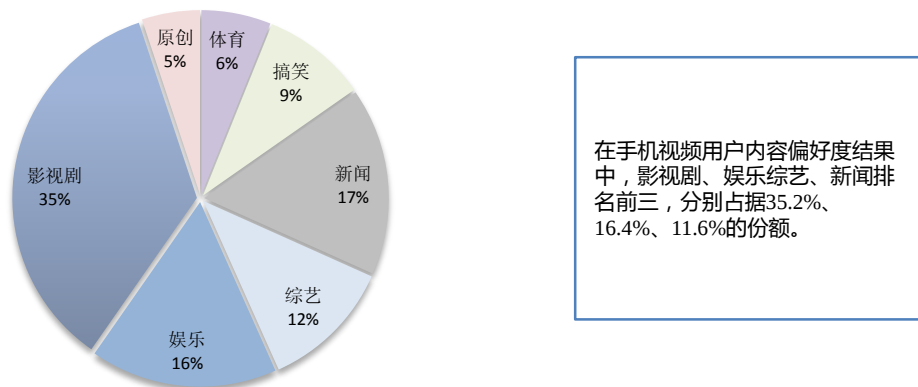
资料来源：CNNIC，民生证券研究所

2011 年上半年除去手机即时通信这项基本业务之外，渗透率最大的应用分别是手机网络新闻、手机搜索和手机网络音乐这三项业务（见图 40）。此外手机网游和手机视频占比分别为 27%和 21%，分别较 2010 年底上升 1.2 个百分点和 0.9 个百分点。相比之下，电子商务类应用（手机网购、手机旅游预订等）渗透率依旧偏低，增长较快的是手机网络购物（半年内上涨 1.1 个百分点）以及手机团购新业务（占比 2%）。

（2）手机视频：预计 2013 年业务营收可达 116.1 亿元

手机视频是指通过移动互联网下载或者浏览视听网站上的视频内容。赛迪数据显示，2010 年中国手机视频服务营收达到 7.1 亿元，预计 2013 年将达到 116.1 亿元，付费业务接受度将得以提升。并且，在手机视频用户内容偏好度调查中，影视剧、娱乐综艺、新闻排名前三，分别占据 35.2%、16.4%、11.6%的份额（见图 41）。

图 41：2011 年手机视频内容喜好类型调查

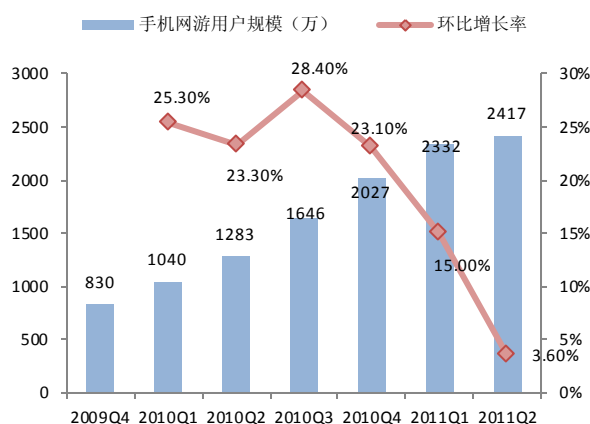


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究所

（3）手机网游：市场规模持续放大，但用户规模增速暂时放缓

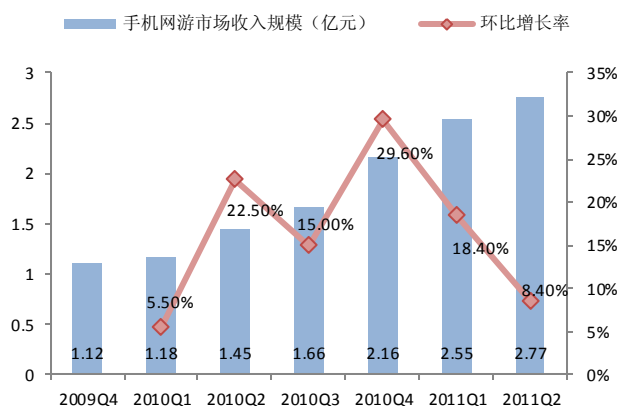
易观数据显示，2011 年第 2 季度用户规模达到 2417 万，环比增长率为 3.64%，增长有所放缓。与此同时，2011 年第 2 季度中国手机网络游戏市场规模达到 2.77 亿元，环比增长 8.42%，依旧保持较快速的发展趋势（见图 42、图 43）。

图 42: 2009Q4 ~ 2011Q2 中国手机网游用户规模



资料来源: 易观国际, 民生证券研究所

图 43: 2009Q4 ~ 2011Q2 中国手机网游市场规模



资料来源: 易观国际, 民生证券研究所

究其原因, 手机网游用户增速放缓在于: 智能手机网游使用的配套环境设施尚未改善、运营商自身的品牌建设不够以及产品轻联网化造成 (见图 44)。

图 44: 手机网游用户增速下滑原因分析



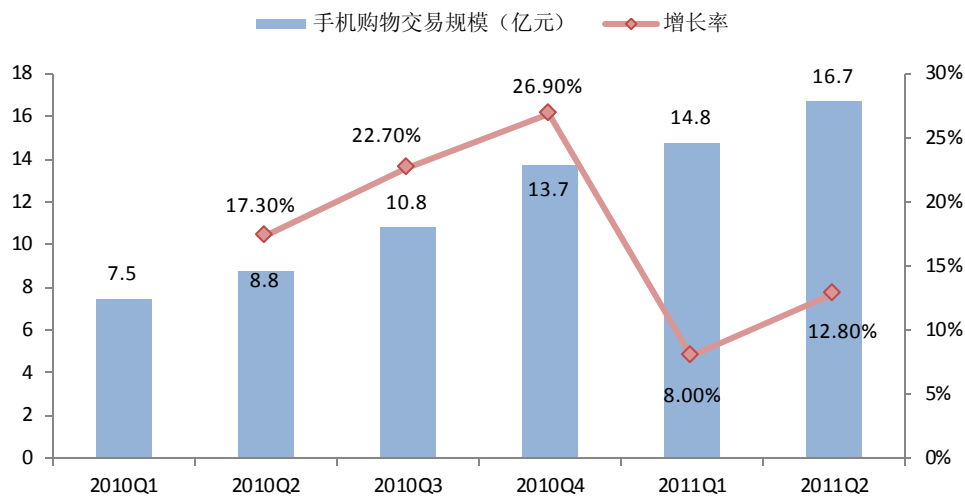
资料来源: 易观国际, 民生证券研究所

我们判断, 在未来智能手机克服了流量资费偏高、网络速度不够以及手机稳定性等短期制约因素之后, 用户的手机网游体验会相应提升, 手机网游市场会获得更强劲的发展动力。

(4) 手机电子商务: 未来杀手级应用

根据易观国际数据显示, 2011 年第 2 季度中国手机购物市场交易规模达到 16.7 亿元 (见图 45)。其中客户端带来的交易约 27%, 手机网页带来的交易占 73%。观察发现, 手机购物交易规模 2011 年 1 季度同比增幅超过了 50%, 行业具备高速发展潜力。

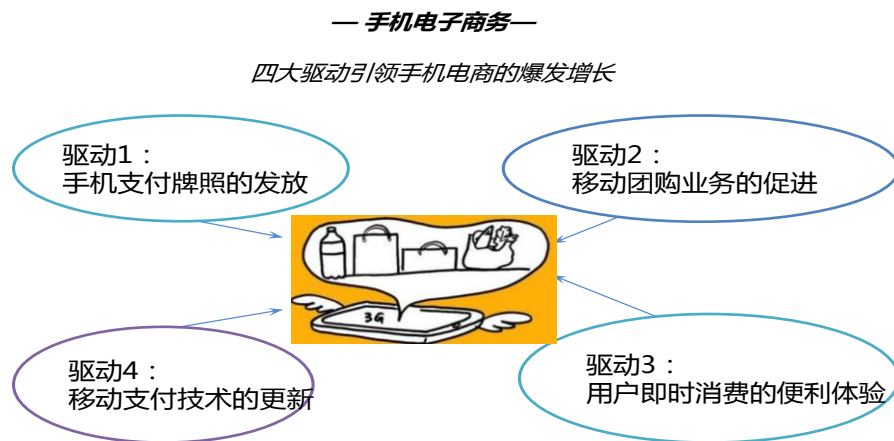
图 45: 2010Q1~2011Q2 中国手机购物交易规模



资料来源：易观国际，民生证券研究所

我们预计手机电子商务业务将在未来保持高速增长，它的发展会受到四大因素的驱动，其中最重要的两点是支付牌照发放后手机购物门槛的降低和网络购物（如淘宝、京东商城等）快速风行的助推（见图 46）。

图 46: 2011 年手机电子商务发展的四大驱动



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究所

四、重点投资标的的推荐

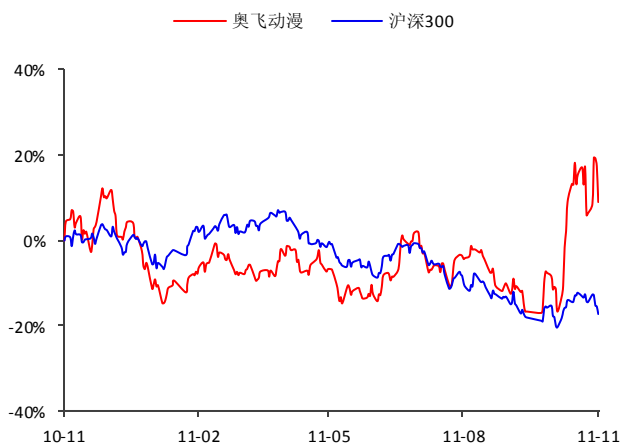
（一）影视动漫

1、奥飞动漫

推荐理由：公司为 A 股“动漫第一股”，亦是上市公司中唯一拥有“电视频道”经营权的公司。公司打造的“跨内容跨媒体跨产业的大动漫产业生态系统”轮廓日益清晰；“嘉佳卡通”频道与奥飞“十大核心内容形象”的产业合作已显示出正向反馈效应；公司有望加快成为

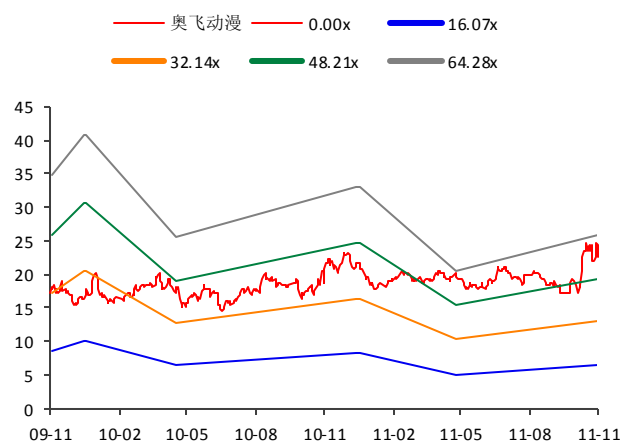
“中国儿童与家庭娱乐产业领军者”。公司的媒体播放渠道、实体销售渠道及产业布局趋于完善，预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.41 元、0.68 元与 0.87 元，给予“强烈推荐”评级。

图 47: 奥飞动漫股价表现



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 48: 奥飞动漫历史 PE-Bands

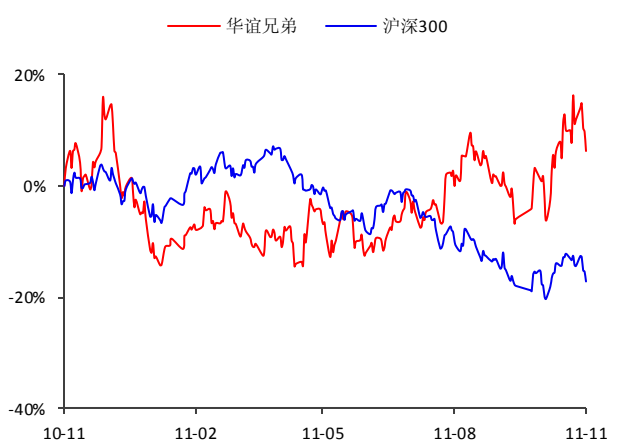


资料来源: Wind, 民生证券研究所

2、华谊兄弟

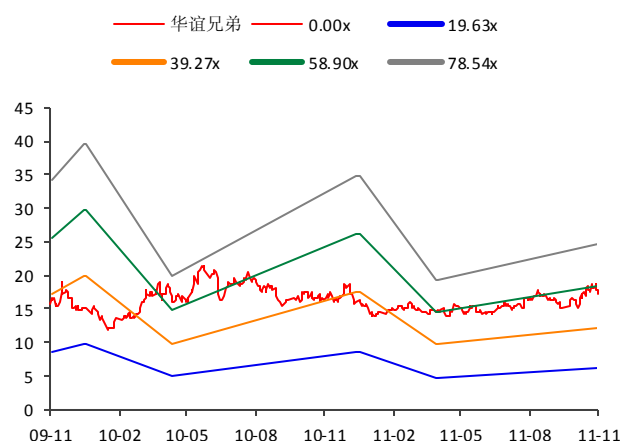
推荐理由: 公司拥有电影、电视剧、艺人经纪、音乐、游戏、电影院、实景娱乐等业务，市场号召力处于领先地位。上市以来，公司在“内容+渠道+衍生”的“大娱乐”产业布局上正趋于完善。2012 年，“H 计划”电影业务收入将成为公司最为重要的增长来源。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.32 元、0.58 元与 0.74 元，给予“强烈推荐”评级。

图 49: 华谊兄弟股价表现



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 50: 华谊兄弟历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 民生证券研究所

3、光线传媒

推荐理由: 电视栏目、演艺活动和影视剧是公司的三大传媒内容产品。近年来公司已经发展成为以规模化娱乐内容生产为主体、以电视节目联播网内容运营为核心、以广告整合营销为手段的国内最大的民营节目制作及运营商之一，电影发行业务跻身国内电影公司的前列，民营

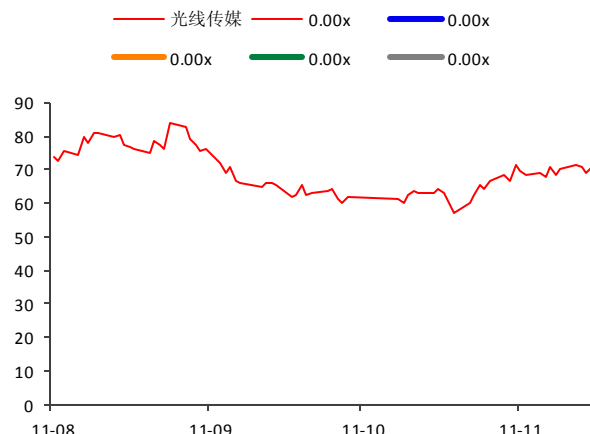
电影公司的前三甲。实现了电视节目、影视剧和演艺活动等娱乐内容资源与公司广泛的节目发行网络等媒介渠道的良性互动和资源整合。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 1.57 元、2.25 元与 3.15 元，给予“强烈推荐”评级。

图 51: 光线传媒股价表现



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 52: 光线传媒历史 PE-Bands

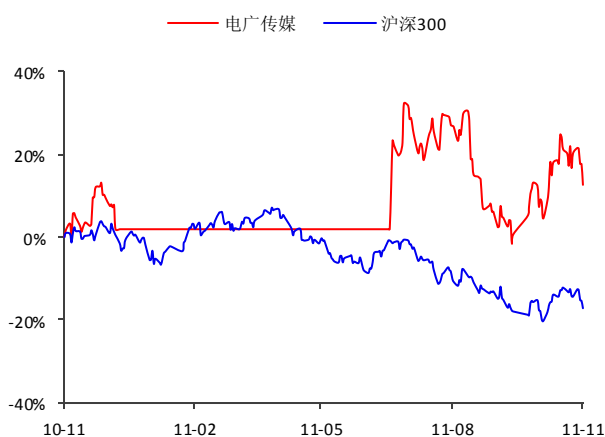


资料来源: Wind, 民生证券研究所

4、电广传媒

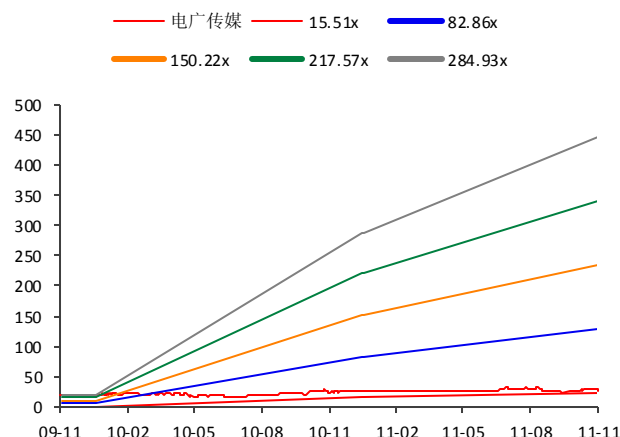
推荐理由: 在电视剧生产方面，公司在过去推出的《绝对权力》、《军人机密》、《乾隆王朝》、《上海王》、《利剑》等优秀电视剧基础上，正在制作和即将推出《暗红 1936》、《幸福生活在招手》、《双核时代》、《青瓷》、《远大前程》、《婚前财产》、《女人要过好日子》等影视产品。在电影制作方面，公司参与投资制作了《花木兰》、《赵氏孤儿》等大片，代理发行了《虎王归来》、《绝命岛》、《密室》等影片，初步在行业内树立了电广传媒的品牌。预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 2.02 元、2.32 元与 2.55 元，给予公司“强烈推荐”评级。

图 53: 电广传媒股价表现



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 54: 电广传媒历史 PE-Bands



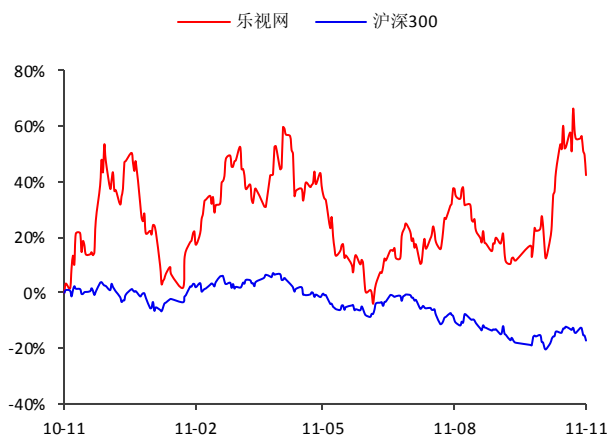
资料来源: Wind, 民生证券研究所

(二) 新媒体

1、乐视网

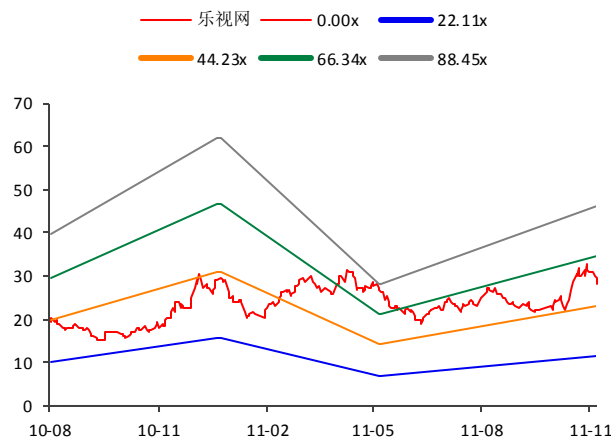
推荐理由：公司为“网络视频第一股”、TV端智能娱乐方案解决与服务提供商。公司在全面占有影视产业链外部资源优势后，通过实施“乐视制造”原创战略，巩固公司在国内最全正版影视娱乐平台的行业地位。在成长性方面，短期可以看公司网络视频版权资产增值情况，而中长期主要看云视频超清机的拓展情况。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.61 元、0.95 元和 1.33 元，给予“强烈推荐”评级。

图 55: 乐视网股价表现



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 56: 乐视网历史 PE-Bands

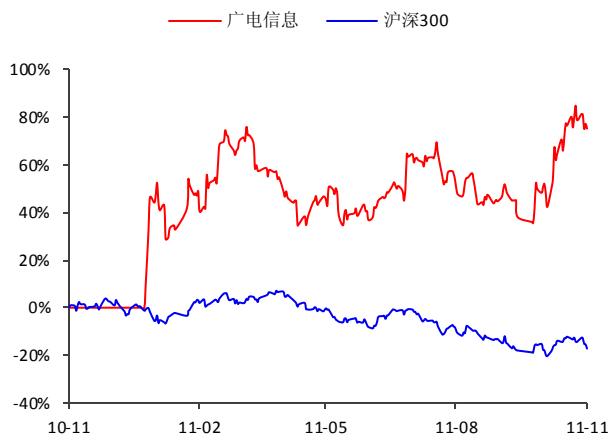


资料来源：Wind，民生证券研究所

2、广电信息

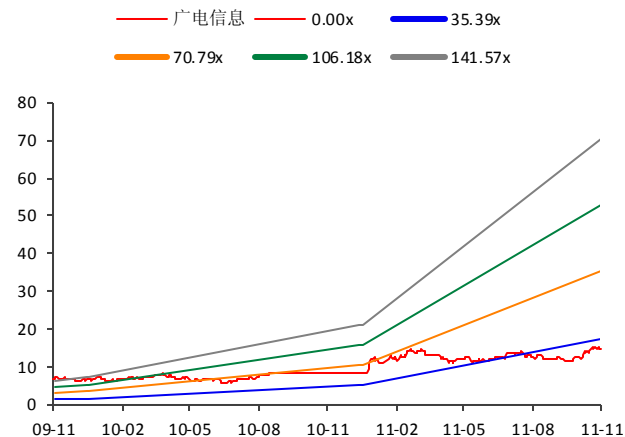
推荐理由：百视通借壳后，公司成为覆盖 IPTV、手机电视、互联网视频等新媒体业务领域的龙头服务提供商。公司有望借助百视通的优良播控渠道进行跨行业之间的融合，具备广阔的业务发展空间和快速扩张的可能性。公司将受益于三网融合进程加快，IPTV 用户或将实现高增长。预计 2011~2013 年 EPS 为 0.36 元、0.47 元和 0.62 元。给予“强烈推荐”评级。

图 57: 广电信息股价表现



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 58: 广电信息历史 PE-Bands

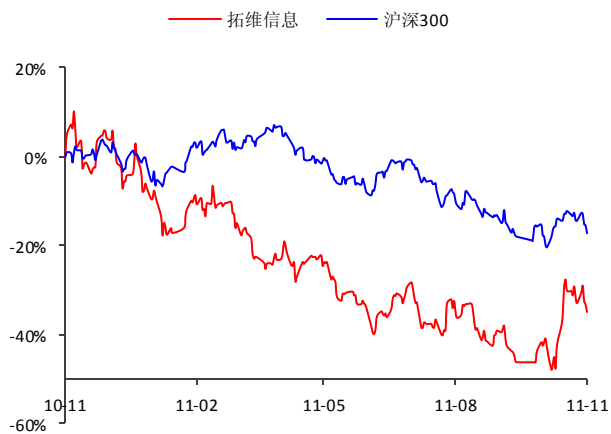


资料来源: Wind, 民生证券研究所

3、拓维信息

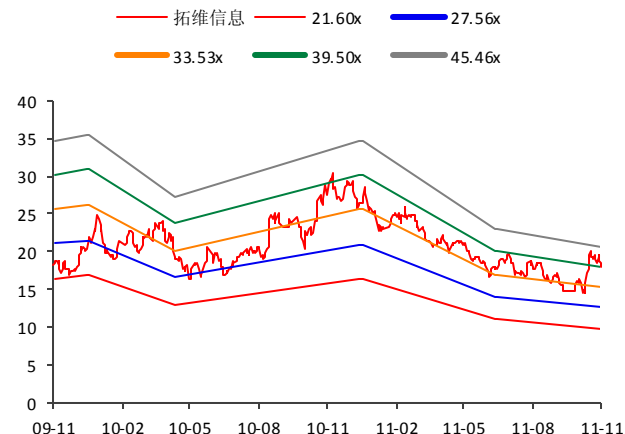
推荐理由: 公司是“手机媒体、移动应用”领域的领军企业。公司制定了以文化创意产业、移动电子商务、移动教育三驾马车并驾齐驱的企业发展战略, 力争在三至五年内成为全国增值业务领域综合能力第一的企业, 实现收入、品牌、核心能力第一; 打造三至四个全国细分市场排名第一的核心产品。预计 2011~2013 年 EPS 为 0.36 元、0.75 元与 1.00 元, 给予“强烈推荐”评级。

图 59: 拓维信息股价表现



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 60: 拓维信息历史 PE-Bands

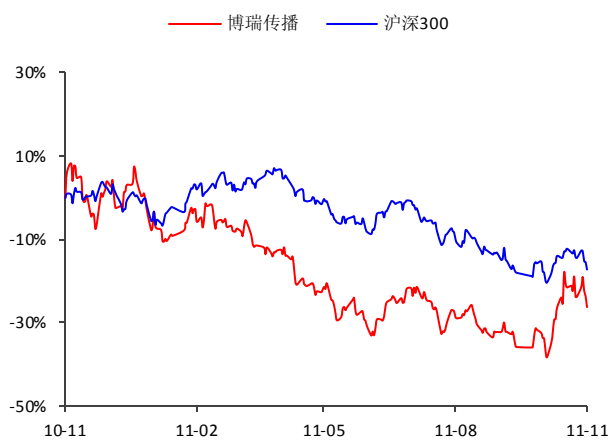


资料来源: Wind, 民生证券研究所

4、博瑞传播

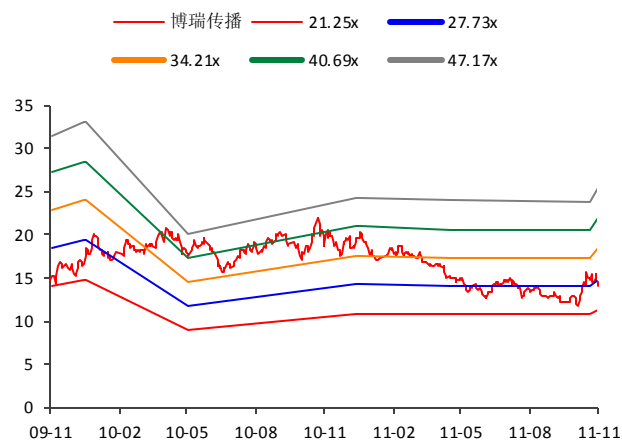
推荐理由: 公司挖潜巩固 MMO 客户端游戏, 积极自主开发网页游戏, 形成梦工厂网游业务的梯次化布局; 在网游方面业务成长性可期。同时, 公司投资成立四川中锦大宗电子商务有限公司, 宣告正式进军电子商务领域。预计 2011~2013 年 EPS 为 0.65 元、0.79 元与 0.90 元, 给予“强烈推荐”评级。

图 61: 博瑞传播股价表现



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 62: 博瑞传播历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 民生证券研究所

五、风险提示

1、宏观经济下滑；2、文化产业政策力度低于预期；3、用户消费偏好改变；4、行业商业模式转型。

插图目录

图 1: 文化及相关产业指标体系框架	4
图 2: 2004~2010 年文化产业增加值及 GDP 占比情况	5
图 3: 各子行业所处产业生命周期	5
图 4: 政策红利“涟漪效应”	9
图 5: 2011 年传媒板块整体走势情况	10
图 6: 传媒板块与沪深 300 月度涨跌幅情况	10
图 7: 传媒板块与其他板块 PE 比较情况	10
图 8: 传媒子板块 2011 前三季度收入同比增幅（主营业务收入和净利润）	11
图 9: 传媒子板块 2011~2013 年主营业务收入同比增幅（市场一致性预期）	11
图 10: 传媒子板块 2011~2013 年净利润同比增幅（市场一致性预期）	12
图 11: 中国电影行业基础设置（影院、银幕）规模以及票房数据	15
图 12: 2010 年大、中小型影片播放渠道示意图	15
图 13: 中国电影产业链示意图	16
图 14: 2010 年 1~10 月份各级频道各类节目的播出以及收视比重图（单位：%）	18
图 15: 2005~2010 年电视剧集数以及部数增长情况	19
图 16: 2010 年不同类型电视剧集数以及部数分布情况	19
图 17: 电视剧制作“大投入、高产出”发展模式开启	20
图 18: 代表性的综艺电视节目以及民营节目制作商情况	20
图 19: 广电总局《关于进一步加强电视上星综合频道节目管理的意见》主要内容	21
图 20: “限娱令”出台之后电视台的应对策略	22
图 21: 电视台与新媒体领域合作案例	23
图 22: 2010 年动漫产值规模排名前 10 名的地区	24
图 23: 2010 年中国原创电视动画片生产十大城市排名	24
图 24: 2010 年国内动画影视票房排名（国产片和进口片）	24
图 25: 中国动漫电影产业规模	25
图 26: 2007~2010 年国产动画片题材变化情况	26
图 27: 2010~2012E 期间中国 IPTV 用户规模统计（单位：万）	27
图 28: 2010Q2~2011Q2 全球 IPTV 用户规模前十的国家与地区（单位：百万）	28
图 29: 2008.12~2011.06 中国网络视频用户市场规模	28
图 30: 2008.12~2011.06 中国网络视频使用率	28
图 31: 2009~2014 年我国网络视频行业市场规模	29
图 32: 2010 年我国网络视频行业市场规模构成	29
图 33: 2010Q1~2011Q2 网络视频广告收入	29
图 34: 2008.12~2011.06 中国网络游戏用户市场规模	30
图 35: 2008.12~2011.06 中国网络游戏使用率	30
图 36: 2010Q1~2011Q2 中国网络游戏市场规模	31
图 37: 2011Q2 中国网络游戏企业收入规模	31
图 38: 中美 2011、2014 年游戏市场全球占比对比	32
图 39: 2010Q1~2011Q2 中国移动互联网市场规模	32
图 40: 2011 年上半年手机各项增值业务占比	32
图 41: 2011 年手机视频内容喜好类型调查	33
图 42: 2009Q4~2011Q2 中国手机网游用户规模	34
图 43: 2009Q4~2011Q2 中国手机网游市场规模	34
图 44: 手机网游用户增速下滑原因分析	34
图 45: 2010Q1~2011Q2 中国手机购物交易规模	35
图 46: 2011 年手机电子商务发展的四大驱动	35

图 47: 奥飞动漫股价表现	36
图 48: 奥飞动漫历史 PE-Bands	36
图 49: 华谊兄弟股价表现	36
图 50: 华谊兄弟历史 PE-Bands	36
图 51: 光线传媒股价表现	37
图 52: 光线传媒历史 PE-Bands	37
图 53: 电广传媒股价表现	37
图 54: 电广传媒历史 PE-Bands	37
图 55: 乐视网股价表现	38
图 56: 乐视网历史 PE-Bands	38
图 57: 广电信息股价表现	39
图 58: 广电信息历史 PE-Bands	39
图 59: 拓维信息股价表现	39
图 60: 拓维信息历史 PE-Bands	39
图 61: 博瑞传播股价表现	40
图 62: 博瑞传播历史 PE-Bands	40

表格目录

表 1: 两次深化文化体制改革政策决议要点比较	7
表 2: 新媒体业务增长情况	13
表 3: 国产影片和进口片（分账片和批片）的分成比例	16
表 4: 电影公司着手全产业链布局——以华谊兄弟为例	17
表 5: 广电制播分离历程	17
表 6: 2011 年热播剧中民营出品商的参与情况	18
表 8: 2010 年国家动画产业基地国产电视动画片生产情况	25
表 9: 各地 IPTV 用户增长情况统计	27

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	guomingyjs@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。