

独特的"内容+渠道"互惠模式

增持首次

投资要点:

- □ 电视节目发行、电影发行渠道优势明显
- 最大的独立电视节目制作公司,受益于行业制播分离改革,制作能力 逐步增强中

报告摘要:

- ▶ 核心优势: 三大传媒产品、两大发行网络。光线传媒目前的三大传媒内容产品—电视节目、影视剧和演艺活动,相互之间能够形成协同效应,带动公司整体业务的发展;两大发行网络—电视节目发行网络(覆盖300余个电视频道、包含时段联供网、频道联供网、新媒体联供网)和电影发行网络(覆盖120个城市,以驻地式营销为切入点),能够广泛深度传播三大传媒产品。完善而独特的渠道优势是一般民营娱乐公司所不具备且短期内无法迅速复制的。
- 高利润率的来源:强大的整合营销能力。光线所提供的全方位一篮子营销,能够为广告主带来基于三大产品的贴片广告、植入广告、冠名广告等多种形式的广告。整合营销运营成本相对较低,但操作难度大,需要丰富的内容优势和广泛的渠道优势,这正是光线所具备的。从覆盖广度上来看,随着光线所建立的两大发行网络范围的不断扩大,公司整合营销能力将继续提升。
- 新媒体领域:传媒内容和渠道优势助推视频网站与电子商务业务拓展。2012年,光线传媒有望通过投资或合作进入视频网站和电子商务领域。对于视频网站而言,公司在电视节目特别是娱乐节目、综艺节目上的优势,有助于公司打造细分类视频网站,而此类视频网站目前竞争度远小于平台型公司。对于电子商务业务而言,公司已经建立的电视节目网络和新开通的生活健康类栏目利于公司下一步开展此类业务,如《生活魔法师》、《养生一点通》。
- **盈利预测与估值:** 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 为 2.16 元/2.99 元 /3.85 元,对应 PE 分别为 27 倍/20 倍/15 倍。首次给予"增持"评级。

经营预测与估值	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	479.60	697.93	1008.45	1420.07	1790.53
同比增长率	24.50%	45.52%	44.49%	40.82%	26.09%
归属母公司净利润(百万元)	112.82	175.80	237.58	328.97	423.08
同比增长率	79.90%	55.82%	35.14%	38.47%	28.61%
每股收益(元)	1.03	1.60	2.16	2.99	3.85
P/E (倍)	57.72	37.04	27.41	19.80	15.39

资料来源: 公司公告, 宏源证券预测

传媒行业小组

分析师:

张泽京(S1180511010003)

电话: 010-88085053

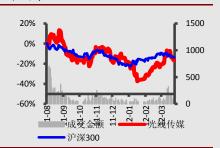
Email: zhangzejing@hysec.com

联系人: 郭幼竹

电话: 010-88085096

Email: guoyouzhu@hysec.com

市场表现



柱太峙沿

至平用儿	
总股本(亿)	1.096
流通股本(亿)	0.274
股 价(元)	5920
第一大股东	上海光线投资控股 有限公司
第一大股东	54.05%

数据来源:公司公告,深交所

相关研究

持股比例

华谊兄弟 (300027): 全产业链扩张显 娱乐巨头风范 (2012.02.03)

华录百纳 (300291): 质量为先的精品 剧制作公司 (2012.01.19)

行业深度报告: 电影行业—突围全产业链(2012.01.10)



目录

一、投资要点	
二、公司基本情况	5
三、电视节目业务	
(一) 电视节目制作	7
(二)电视节目发行	
1、地面频道:发展潜力巨大	
2、频道联供网:深入挖掘地面频道广告价值	
3、频道联供网现状:	
(三)电视节目业务盈利预测	
四、影视剧业务	
(一)电影业务—领先民营电影发行商	16
(二)电视剧业务—取决于频道联供网内电视剧场的播出	
(三)影视剧业务预测	
五、演艺活动业务	19
六、盈利预测与估值分析	21
(一)盈利预测	21
(二)估值建议	



插图

图 1: 光线传媒三大传媒产品	和两大发行网络	4
图 2: 光线传媒业务版图		5
图 3: 公司收入结构变化趋势	(2008-2011)百万	6
图 4: 公司收入结构(%)变	化趋势(2008-2011)	6
图 5: 光线传媒电视节目制作	业务收入(百万)与毛利率(2008-2011年)	6
图 6: 光线传媒电视节目制作	业务模式	7
图 7: 电视节目业务收入来源	分析(2008-2010年)	7
图 8: 各级频道人均日收视时	长 (分钟) (2007-2010 年)	10
	体对比	
图 10: 2010 年全天各级频道	电视剧收视份额	11
图 11: 2010 年晚间各级频道	电视剧收视份额	11
图 12: 频道联供网模式下覆盖	盖范围扩大	12
图 13: 频道联供网成员按频过	道级别分类(2010 年底)	13
图 14: 频道联供网成员按地区	区分类(2010 年底)	13
图 15: 光线传媒影视剧业务情	女入(百万)与毛利率(2008-2011 年)	16
图 16: 光线传媒演艺活动业务	今收入(百万)与毛利率(2008-2011年)	20
图 17: 光线传媒上市后的 PE	变化	22
علا العالم المالية العالم المالية العالم المالية العالم المالية العالم المالية العالم المالية العالم	表格	
	表	
	公司一览表	
	大联供网	
	(部分)	
	频道联供网"时段节目安排 00"时段节目安排	
•	10年)10年)	
•	(2012E-2014E)	
	(2012E-2014E) 电影发行业务	
	ロ	
	(2012E-2014E)	
	N (2012E-2014E)	
	012E-2014E)	
	· 122 201 22 /	
	, IP IA	
•		



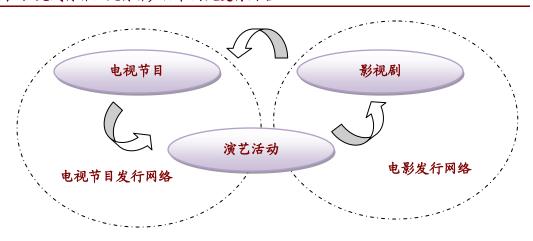
一、投资要点

三大传媒产品的协同效应。光线传媒目前的三大传媒内容产品—电视节目、影视剧和演艺活动,以及公司所建立的以这三大传媒产品为主体的两大发行网络—电影发行网络和电视节目发行网络,相互之间能够形成协同效应,带动公司整体业务的发展。

电视节目业务能够为影视剧制作发行提供强大的宣传平台,为演艺活动提供连贯性品牌来源、提高毛利水平;影视剧业务能够提升公司整体的品牌效应并为电视节目业务提供栏目素材;演艺活动能够进一步深化电视节目的影响力,也为影视剧提供宣传。

而三大内容产品所依赖的两大发行网络也是公司的核心竞争力。光线所拥有的覆盖 300 余个电视频道、包含时段联供网、频道联供网、新媒体联供网的电视节目发行网络,深入广电体系内的最下层一潜力巨大竞争激烈程度较低的地面频道。覆盖 120 个城市的电影发行网络,以驻地式营销为切入点,挖掘地方票房最大化。这都是一般民营娱乐公司所不具备且短期内无法迅速复制的。

图 1: 光线传媒三大传媒产品和两大发行网络



资料来源: 公司数据, 宏源证券

公司的整合营销能力:基于三大传媒产品给广告主带来全方位的一篮子营销。光线已经 形成的三大传媒产品:电视节目、影视剧、演艺活动均可作为整合营销中广告的载体,能 够为广告主带来基于三大产品的贴片广告、植入广告、冠名广告等多种形式的广告。整合 营销运营成本相对较低,但操作难度大,需要丰富的内容优势和广泛的渠道优势,这正是 光线所具备的。从覆盖广度上来看,随着光线所建立的两大发行网络范围的不断扩大,公 司整合营销能力将继续提升。

新媒体领域: 传媒内容和渠道优势助推视频网站与电子商务业务拓展。2012 年,光线传媒有望通过投资或合作进入视频网站和电子商务领域。对于视频网站而言,公司在电视节目,特别是娱乐节目、综艺节目上的优势,有助于公司打造细分类视频网站,而此类视频网站目前竞争度远小于平台型公司。对于电子商务业务而言,公司已经建立的电视节目网络和新开通的生活健康类栏目利于公司下一步开展此类业务,如《生活魔法师》、《养生一点通》。时尚生活类节目通过与电商合作,或直接投资化妆品购物网站从而获得利润分成,这一盈利模式已被另一独立电视节目制作机构—东方风行实践并取得较大成功(乐蜂网)。



二、公司基本情况

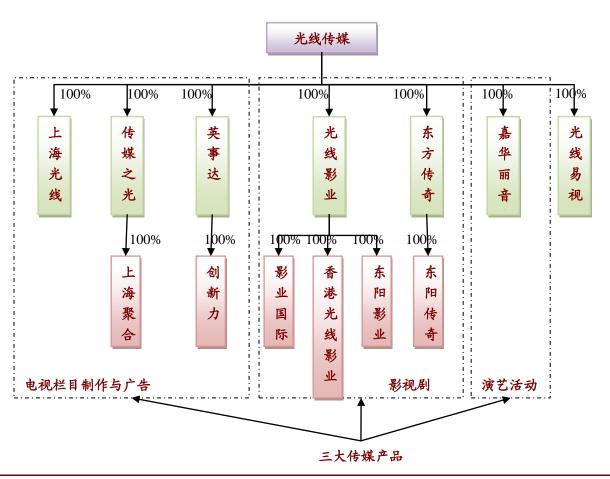
大型整合营销公司:光线传媒的三大传媒内容产品包括电视常规栏目、影视剧、演艺活动。最核心的竞争力在于传媒内容的制作发行能力,包括电视节目的制作发行和电影的发行,最强业务模块是电视节目制作发行(中国最大的独立电视节目制作公司+全国最大地面电视节目联播网),其次是电影发行(2010年市场份额民营发行公司第三名)。

电视节目制作业务:母公司、上海光线(节目制作)、传媒之光(广告代理)

影视剧业务: 光线影业(电影)、东方传奇(电视剧)

演艺活动: 嘉华丽音

图 2: 光线传媒业务版图



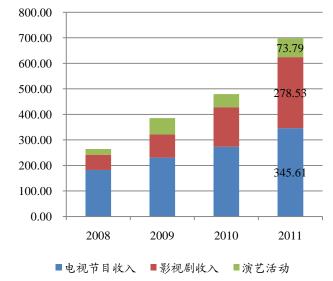
资料来源: 公司数据, 宏源证券

电视节目收入为主,影视剧收入占比有望继续扩大。2011年,光线传媒实现营业收入7亿元。其中,电视节目及广告收入3.46亿元、影视剧收入2.79亿元、演艺活动收入0.74亿元。从收入结构来看:

- ▶ 电视节目及广告收入占比最高,但逐年下降。
- ▶ 随着公司电影制作发行能力的提升,影视剧业务收入占比逐步提高。2011 年占比已 达39.91%,预计未来会继续增加至50%。

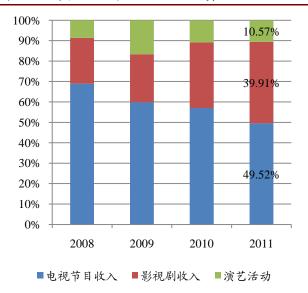


图 3: 公司收入结构变化趋势 (2008-2011) 百万



资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 4: 公司收入结构 (%) 变化趋势 (2008-2011)



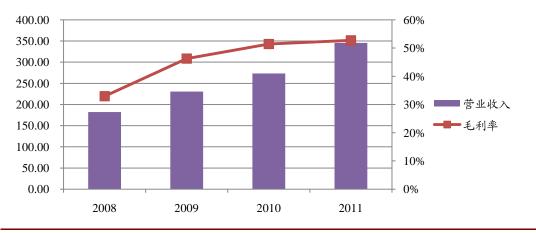
资料来源: 公司数据, 宏源证券

三、电视节目业务

公司传统优势业务: 光线传媒成立之初就是以独立制作节目换取电视台广告时段的模式快速发展起来的。1999 年, 光线传媒制作的中国第一档娱乐资讯类节目《中国娱乐报道》正式开播, 并于1999 年底迅速覆盖 80 家电视台。截止到 2011 年底, 公司已有 10档日播节目、1档周播节目、2档季播节目,覆盖全国 307 个电视频道,日首播 1200 余次。

收入稳定增长,毛利率逐年大幅上升。2008-2011年,电视节目业务营业收入从1.82亿元增长至3.46亿元,年复合增长率为23.77%。由于2008年公司开始拓展频道联供网渠道、2009年推广一揽子整合营销方案,电视节目业务的毛利率逐年大幅上升,由2008年的32.95%上涨至2011年的52.71%。

图 5: 光线传媒电视节目制作业务收入(百万)与毛利率(2008-2011年)



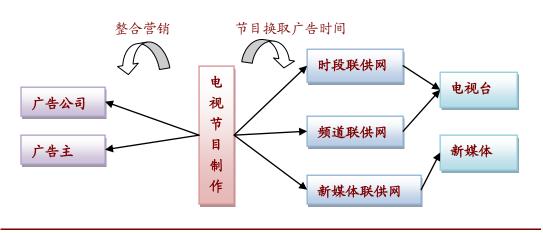
资料来源: 公司数据, 宏源证券



电视节目业务模式: 三大联供网+一揽子整合营销

公司电视节目实现收入方式有: 1. 栏目播出权直接销售; 2. 用电视栏目换取广告时间,再通过广告营销实现收入,90%的收入来源于第2种方式。在第2种方式中,公司通过三大联供网(时段、频道、新媒体联供网)向电视台和新媒体发行电视节目,换取广告时间; 再通过广告公司或直接与广告客户合作实现收入。

图 6: 光线传媒电视节目制作业务模式

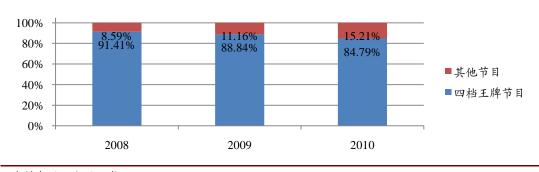


资料来源: 公司数据, 宏源证券

(一) 电视节目制作

收入集中于四大王牌栏目。2011年,光线传媒拥有10档日播、1档周播、2档季播,每天节目制作时间超过6小时。从收入来源来看,电视节目收入大部分来源于四档主要日播栏目(娱乐现场、音乐风云榜、影视风云榜和最佳现场)。虽然其他节目收入占比逐年上升,但2010年四大王牌节目收入占比仍达到了84.97%。

图 7: 电视节目业务收入来源分析(2008-2010年)



资料来源: 宏源证券

制作节目由中低端向高端发展。2010年之前,公司制作的电视节目主要是在地面频道(升级地面频道、市级频道、其他频道)播出,播出渠道较为低端。2010年,公司制作的电视节目开始向高端渗透:2010年,大牌生日会、音乐梦想学院登录深圳卫视;2011年,梦想合唱团等4档节目登录卫视;2012年,卫视节目有辽宁卫视的《激情唱响》、《天才童声》、东南卫视的《首映礼》、广西卫视的《养生一点通》。



表 1: 光线传媒电视节目一览表

频道	类型	资讯	综艺	访谈	生活健康	 其他
		娱乐现场			健康宝典	
		音乐风云榜			生活魔法师	
		影视风云榜			麻辣看天下	
地面频道	日播类	全球娱乐通	笑傲江湖	最佳现场	养生一点通	天方夜谭
		我爱看电视				
		我爱看电影				
		大学生音乐联盟				
					生活魔法师	
	日播类				(陕西卫视)	
					养生一点通	
					(广西卫视)	
			梦想合唱团 (中央电视台)			
卫视频道			大牌生日会 (深圳卫视)			
			音乐梦想学院 (深圳卫视)			
	周播类		激情唱响 (辽宁卫视)			
			天才童声 (辽宁卫视)			
			中国藏歌会(四川卫视)			
			首映礼 (东南卫视)			

资料来源: 公司数据, 宏源证券

与其他独立电视节目提供商相比,光线传媒所制作的电视节目特点为: **类型范围广**(资讯、综艺、访谈、生活健康等)、**日播时间最长**(5.5 小时)、常规节目渠道相对低端(以地面频道为主)、覆盖频道多(307 个电视频道)。

表 2: 主要民营电视节目制作公司一览表

	节目制作时间	盈利模式	主要制作节目	播出平台
			加加江口	北京财经频道与全国 62 家地
		廿日似住儿、 二中儿、 九儿日	超级访问	面频道
东方风行	2 小时/天	节目销售收入、广告收入、化妆品等时长米充品的铁体收入(压格网)	美丽俏佳人	旅游卫视
		等时尚类产品的销售收入(乐蜂网)	非常静距离	安徽卫视
			我爱每一天	甘肃卫视
ka to to 1.			快乐生活一点通	北京电视台生活频道等 92 家
	2.5 小时/天	委托制作为主	伏尔生冶一点通	地面频道
银汉文化	2.5 小时/人	安化制作为主	健康生活	北京电视台生活频道
			谁在说	北京电视台青少频道
, ,, ,, ,,,		电视节目制作、影视投资、整合营	欢乐总动员	北京二套等 70 家地面频道
欢乐传媒	-	销等	太可乐了	浙江卫视
			爱加才会赢	旅游卫视
派妆 十	1.5 小时/周	电视节目制作、影视投资、大型活	环球影视	东方卫视
派格太合	1.3 4`附/周	动策划等	东方夜谭	东方卫视

资料来源: 公司数据, 宏源证券



(二) 电视节目发行

光线传媒目前已经形成了以三大联供网(时段联供网+频道联供网+新媒体联供网) 为主的节目发行网络:

表 3: 电视节目发行网络: 三大联供网

	盈利模式	广告类型	2010 年末电视频道数量
时段联供网	单个电视节目分别与各个	节目中的贴片广告	165
	电视台逐一签订节目销售	植入广告	
	协议		
频道联供网	与地面电视台的某个频道	节目中的贴片广告	142
	签约(5年以上),每日向	植入广告	
	合作频道打包提供 6 小	频道时段广告	
	时的首播内容(一般为	(分 30%-40%给光线)	
	17: 30-23: 30)		
新媒体联供网	节目换取广告时间	覆盖范围: 数字付费频道(鼎视传媒"新娱乐频道"、
		地铁媒体、公交移动电视、	互联网视频、机场视频、
		铁路视频、医院/药店视频等	等

资料来源: 公司数据, 宏源证券

我们认为,公司从 2009 年开始拓展的**频道联供网**发行模式能够**深度挖掘地面频道的** 广告价值:

1、地面频道:发展潜力巨大

地面频道的覆盖范围仅限于本地区,限制其广告价值。目前广电体系下,分为四级 频道:

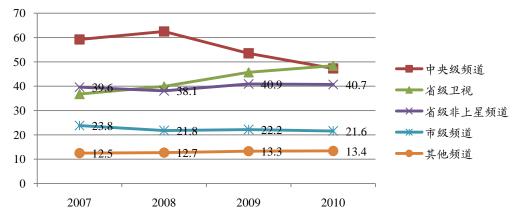
- ▶ 中央电视台:全国范围内全覆盖。旗下拥有25套开路电视节目,包括综合频道、财经频道、综艺频道、体育频道、电影频道等,全国人口覆盖率超过95%。
- ▶ 省级卫视:覆盖范围差异较大。省级卫视即上星传播的省级电视频道。近年来,省级卫视间竞争激烈程度加大,差异逐渐拉开,呈现出明显的马太效应。节目制作能力强、广告营销实力强的省级卫视覆盖情况较好,例如湖南卫视目前已经覆盖了329个地级以上城市,2800多个县、市、区,40000多个乡、镇、街道。
- 省级地面频道、市(县)级频道等地面频道:覆盖范围窄(仅限于本地区),制作能力较弱,广告营销实力较差,广告价值长期被限制。

渠道下沉:央视衰落,省级卫视崛起,地面频道保持稳定。

2008年,省级卫视开始崛起。从人均日收视时长来看,2008-2010年,省级卫视从39.9% 大幅上升至48.4%; 央视下降至47.3%,已低于省级卫视。而在此期间,地面频道的人均 日收视时长保持稳定,显示出**在省级卫视崛起过程中,主要挤压了央视的收视份额,地** 面频道的收视群体粘性较大。



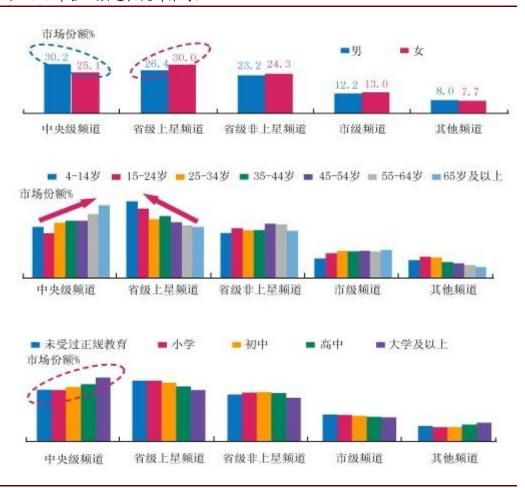




资料来源: CSM, 宏源证券

央视与省级卫视已经形成较为互补的用户群体,而地面频道并未形成特征明显的用户群体。经过 2008 年至今的激烈竞争,央视已经形成以男性、高龄、高知识层次为主体的用户群体,而省级卫视的收视群体则表现出女性、低龄、低知识层次的特点。而地面频道表现较为平均,并未形成特征明显的用户群体。

图 9: 2010 年各级频道收视群体对比



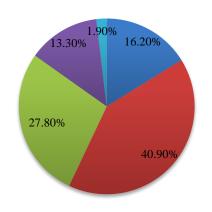
资料来源: CSM, 宏源证券

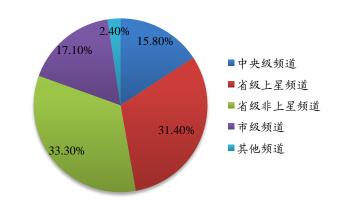


地面频道:晚间时段收视份额表现强劲,更具广告价值。虽然全天电视剧收视份额省级卫视明显优于地面频道;但是省级地面频道的晚间电视剧收视份额是在各级频道中最高的(33.3%),显示出极强的广告价值。

图 10: 2010 年全天各级频道电视剧收视份额







资料来源: CSM, 宏源证券

资料来源: CSM, 宏源证券

通过上面的分析,我们发现地面频道是具有极大广告价值挖掘潜力的,原因如下:

- 虽然地面频道的覆盖范围较央视、省级卫视小,但其在覆盖区域内用户粘性较大,在 目前节目质量低于央视及省级卫视的条件下,仍具有平稳的收视时长。如果节目质量 有所提高,收视份额有望大幅提升。
- ▶ 地面频道未形成明显的收视群体特征,如果通过细化节目类型、锁定特定群体,收视份额有望实现大幅上升。
- > 晚间时段的省级地面频道收视份额高于其他所有频道。

但是,对于仅覆盖本地区的单个地面频道而言,提高节目质量、细化节目类型、锁定特定群体等等挖掘广告价值的措施成本过高,不具有经济效益。而光线传媒所提出的**频道** 联供网模式能够深入挖掘地面频道的广告价值,形成规模效应。

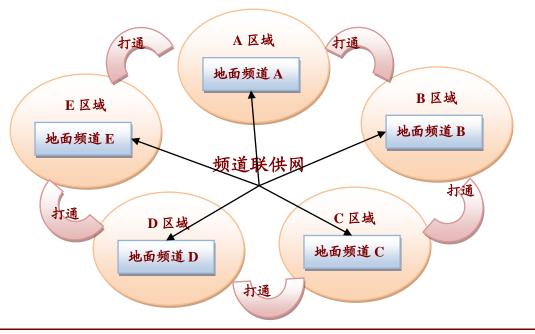
2、频道联供网:深入挖掘地面频道广告价值

频道联供网"全国同看一台戏"将分散的地面频道覆盖范围打通,实质上扩大了联供时段内的收视范围,提升广告价值。

覆盖范围是决定电视台节目广告价值的重要因素之一,目前广告价值最高的省级卫视—湖南卫视的覆盖范围为 329 个地级以上城市,2800 多个县、市、区。而原本的省级地面频道只能覆盖本省内的市、县、区,在频道联供网模式下,同一节目内容能够覆盖所有联供频道所在地区。到 2010 年末,频道联供网合作电视台已达 142 家,其中包括省级地面电视台 8 个(省级频道 1 个、省会频道 7 个)、地市级台 118 个、县级台 16 个,已有 111 个频道相继开播。



图 12: 频道联供网模式下覆盖范围扩大



资料来源: 宏源证券

- ▶ 频道联供网能够形成规模效应,提升地面频道广告价值。上面我们讨论过,对于单个地面频道而言,提高节目质量、细化节目类型、锁定特定群体等等挖掘广告价值的措施成本过高。但在光线传媒的"频道联供网"模式下,依靠公司强大的电视节目制作能力和整合营销能力,能够同时提高联供网下所有频道的节目质量。精细化制作下有效提升地面频道广告价值。
- 广告时段与电视台共享,实现双赢。对于公司而言,频道联供网相对时段联供网增加了每天 17: 30-23: 30 时段内不与栏目挂钩的频道时段广告收入来源;对于电视台而言,公司仅占用 30%-40%的时段广告时间,通过联供网提升收视率后,广告收入也随之上升,实现双赢。
- 频道联供网签约的"17:30-23:30"时段正是地面频道电视剧收视强势时段。2010年,省级地面频道晚间电视剧收视份额为33.3%,高于所有其他频道。光线传媒上市后开始积极布局频道联供网内电视剧场的建设。2011年,公司制作发行了电视剧《我和老妈一起嫁》、参与投资电视剧《说好不分手》。2012年2月16日发布公告,拟投资5000万元与狂欢者合作《成长》、《虎妈猫爸》和《岳父大人》三部电视剧的制作,以获取电视剧投资收益及合作作品在地面电视频道播映权的优先购买权。预计未来,在长期内公司会继续加强电视剧场这一频道联供网的重要组成部分的建设。

3、频道联供网现状

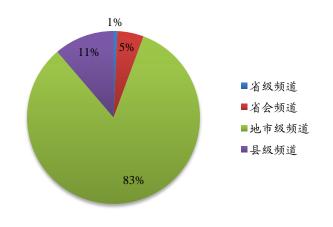
频道联供网成员:以制作能力较弱的影视娱乐频道为主。截至到 2010 年末,频道联供网成员已达 142 家,其中包括省级频道 1 个、省会频道 7 个、地市级台 118 个、县级台 16 个。

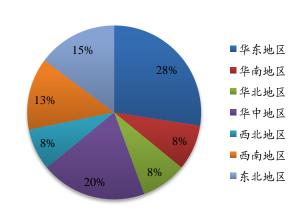
从频道类别来看,以地市级频道为主,占比高达83%。从地区来看,目前在华东地区、 华中地区推广的较好,占比分别为28%和20%。



图 13: 频道联供网成员按频道级别分类(2010年底) 图 14:

图 14: 频道联供网成员按地区分类 (2010 年底)





资料来源: 公司数据, 宏源证券

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 4: 频道联供网合作电视台(部分)

地区	电视台	频道	地区	电视台	频道
天津	塘沽电视台	综艺频道	吉林	通化电视台	影视娱乐频道
山西	阳泉电视台	影视娱乐频道		吉安电视台	影视综艺频道
河北	廊坊电视台	导视频道	辽宁	抚顺电视台	第三频道
内蒙古	乌兰察布电视台	影视娱乐频道	广东	广东电视台	移动频道
上海	上海教育电视台	_		蛇口电视台	新闻综合
浙江	湖州电视台	第4频道		台山电视台	综合频道
江苏	南京电视台	娱乐频道		连州电视台	连州频道
山东	泰安电视台	影视频道	湖南	长沙电视台	互动频道
江西	赣州电视台	影视娱乐频道		醴陵电视台	经济生活频道
	新余电视台	影视娱乐频道		益阳电视台	公共欢乐频道
	抚州电视台	影视娱乐频道		湘潭电视台	经济频道
	九江电视台	科教频道	湖北	黄石电视台	娱乐频道
安徽	合肥电视台	欢乐频道		襄樊电视台	娱乐频道
	淮南电视台	第三频道		荆门电视台	鄂中电视经济频道
	淮北电视台	影视综艺频道		咸宁电视台	娱乐频道
黑龙江	黑河电视台	信息频道	河南	新乡电视台	影视娱乐频道
	农垦电视台	公共频道		焦作电视台	娱乐频道
云南	玉溪电视台	公共频道		安阳电视台	公共频道
	普洱电视台	科教文艺频道	四川	眉山电视台	公共频道

资料来源: 公司数据, 宏源证券

节目编排: 缺少电视剧场和大型综艺节目。观察目前频道联供网成员之一南京电视台娱乐频道与国内最为成功的省级卫视—湖南卫视在晚间时段的节目编排表,我们发现: "频道联供网"的节目以访谈、资讯类日播节目为主,缺少电视剧场和大型综艺节目这两类收视比重较高、广告价值较大的节目类型。而湖南卫视同时段节目编排为"王牌周播类综艺节目+半周播专题节目+电视剧+日播"组合,节目更为多元化。



表 5: 南京电视台娱乐频道"频道联供网"时段节目安排

	周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
17:20	最佳现场	最佳现场	最佳现场	最佳现场	最佳现场	最佳现场	最佳现场
18:00	娱乐现场	娱乐现场	娱乐现场	娱乐现场	娱乐现场	娱乐现场	娱乐现场
19:00	人气美食	人气美食	人气美食	人气美食	人气美食	美食大王牌	吃遍东西
20:02		影视风云榜	影视风云榜	影视风云榜	影视风云榜	影视风云榜	
20:22		超级访问	非常系列	非常系列	非常系列	生活魔法师+旅行者	养生一点通+旅行者
21:30	80 后剧场	80 后剧场					
22:45	我爱看电影	我爱看电影	我爱看电影	我爱看电影	我爱看电影	我爱看电影	我爱看电影

资料来源: 搜视网, 宏源证券

表 6: 湖南卫视 "18: 00-23: 00" 时段节目安排

	周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
18:00	新闻公开课						
18:30	湖南新闻联						
	播	播	播	播	播	播	播
19:00	转播央视新						
13.00	闻联播						
19:30	金芒果独播						
19.30	剧场						
21:20	平民英雄	平民英雄	变形计	变形计	天天向上	快乐大本营	变法三人组
22:00	金鹰独播剧						
	场	场	场	场	场	场	场

资料来源:搜视网,宏源证券

表 7: 各级频道收视比重 (2010年)

表格表头	省级上星频道(%)	省级非上星频道(%)	市级频道(%)
电视剧	42.43	34.39	36.21
新闻/时事	6.78	14.33	21.39
综艺	14.82	6.11	4.71
生活服务	42.43	34.39	36.21

资料来源: CSM, 宏源证券

(三)电视节目业务盈利预测

观察 2008-2010 年,四档王牌节目的广告收入占栏目广告收入比例为 99.66%、100% 和 93.7%,频道联供网广告收入占比相对较小。我们仍旧基于时段联供网对广告收入进行预测:

根据 DCCI 的预测,2012-2014 年电视广告的增速为14.7%、14.4%和14.4%;我们假设植入式广告和贴片广告的单价增速同电视广告增速一致,而冠名广告由于长期合作,单



价增速为10%。

我们预计,随着光线传媒卫视节目制作能力的提升,公司卫视节目收入将大幅提升,成为电视节目业务新的亮点。2012年,《激情唱响》、《天才童声》、《首映礼》、《养生一点通》等节目成功登录卫视。

限娱令、限广令后,部分制作能力较弱的卫视对大型综艺节目需求持续增加,会更多的寻求与独立电视节目制作机构合作。预计未来光线与卫视合作将在数量和深度两个方面加强。从数量上来看,全年将有7~8档卫视节目开播。从深度上来看,鉴于光线传媒与地面频道长期采用的节目换取广告时段的盈利模式,未来与卫视合作也有可能由委托制作向换取广告时间逐步转换。且一些卫视也在寻求与独立电视节目制作公司合资设立制作机构的机会。

另外,公司新开通的**生活健康类栏目也有望丰富公司的盈利模式**,如《生活魔法师》、《养生一点通》。**时尚生活类节目通过与电商合作,或直接投资化妆品购物网站从而获得利润分成**,这一盈利模式已被另一独立电视节目制作机构—东方风行实践并取得较大成功(乐蜂网)。

表 8: 电视节目业务盈利预测 (2012E-2014E)

百万	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
栏目广告收入	162.31	199.47	233.75	289.07	386.09	535.32	674.87
其中: 植入式广告	24.66	32.55	49.49	67.70	90.66	122.24	161.03
客户量	20	17	38	46	56	66	76
四档王牌节目平均植入个数	5	4	6	7	8	9	10
其他栏目平均植入个数	0	0.2	2	3	4	5	6
平均单价(万/个)	123.28	191.46	130.25	147.18	161.90	185.21	211.89
贴片广告	97.43	126.92	139.26	171.87	213.75	263.34	322.78
广告时间销售量(秒)	343007	344012	363905	397440	430560	463680	496800
栏目时长(分钟)	83575	108210	113925	124200	134550	144900	155250
广告时间/栏目制作量	4.1	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
平均单价 (元/秒)	284.06	368.95	382.69	432.44	496.44	567.93	649.71
		29.9%	3.7%				
冠名广告	40.22	40	45	49.50	81.68	149.74	191.07
客户量	1	2	2	2	3	5	5.8
四档王牌节目平均冠名个数			0.5	0.5	0.75	1	1.2
其他节目冠名个数			0	0	0	1	1
平均单价(万/个)	4022	2000	2250	2475.00	2722.50	2994.75	3294.23
制作收入	14.79	24.1	30.62	48	76.8	115.2	158.976
制作卫视节目数量	0	0	2	6	8	10	12
平均收入			15.31	8	9.6	11.52	13.248
衍生收入及其他	5.17	7.05	8.99	8.54	8.96	9.41	9.88
合计	182.27	230.62	273.37	345.61	471.85	659.93	843.73
增长率		26.53%	18.54%	26.43%	36.53%	39.86%	27.85%



营业成本	122.22	123.88	132.81	163.43	221.77	310.17	396.55
毛利率	32.95%	46.28%	51.42%	52.71%	53%	53%	53%
毛利	60.05	106.74	140.56	182.18	250.08	349.76	447.18

资料来源: 公司数据, 宏源证券

四、影视剧业务

收入规模逐渐扩大,毛利率逐步提升。光线传媒影视剧业务以电影发行业务为主。 2008-2011 年,营业收入由 0.59 亿元逐步提升至 2.79 亿元,年复合增长率高达 67.51%;由于电影业务逐步由代理发行向投资发行转变,随着参与投资电影数量的增加,影视剧业务毛利率也随之提升,2011 年达到 24.61%。

300.00 30% 24.61% 250.00 25% 200.00 20% 150.00 13.03% 15% ■■ 营业收入 278.53 -毛利率 8.97% 100.00 10% 154.38 5.15% 50.00 5% 90.63 59.26 0.00 2008 2009 2010 2011

图 15: 光线传媒影视剧业务收入(百万)与毛利率(2008-2011年)

资料来源: 公司数据, 宏源证券

(一)电影业务—领先的民营电影发行商

电影发行数量逐步增加,票房大幅提升。2008-2011年,公司发行电影数量从5部增长至7部;票房总额由0.51亿元增长至5.6亿元,占国产电影总票房的8%。2011年,公司参与发行电影总票房在民营电影公司中排名第三,仅次于博纳影业和华谊兄弟。

表 9: 2008-2011 年光线传媒电影发行业务

	2008	2009	2010	2011
发行电影部数	5	8	7	7
票房总额 (亿元)	0.51	2	3.14	5.6
票房占国产电影比例	1.99%	5.69%	5.48%	8%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

观察光线影业 2008-2012 年发行电影情况, 我们发现:

投资发行增加,毛利率逐步提升: 2008-2012年,光线参投发行电影的数量逐步增多,由代理发行向投资发行转变。这一转变增加了票房分成比例,有效提升了电影发行业



务的毛利率。2011年,发行的7部电影中5部参与投资。

- 》 发行能力逐步增强,独立发行增多: 早期,光线通过与中影集团等传统强势发行商合作发行国产片以及以协助推广模式参与进口片发行。随着经验的积累、发行能力的增强,2009年末光线开始独立发行电影,2011、2012年光线发行的电影以独立发行为主。
- **单片票房大幅提升:** 2008-2011 年,光线发行影片的单片票房大幅提升,由 1300 万元 增长至 8190 万元。
- **由小制作电影向大制作发展:**早期,光线发行影片以低成本喜剧片为主,2010年开始尝试发行大制作影片,如《精武风云陈真》等。2012年多部高品质大制作电影将发行,将显示出发行能力的逐步增强。

表 10: 2008-2012 年光线传媒发行电影一览表

影片	上映时间	是否参与投资	发行商		(单位:	百万元)	票房	平均单片票房
2008							65.7	13.1
蝴蝶飞	2008-1-11	N	中影数字	光线			6.6	
深海寻人	2008-6-12	N	中影	中影数字	光线	博纳	22.0	
夺标	2008-10-31	N	中影数字	骄阳电影	光线		4.5	
证人	2008-11-20	N	中影数字	中影	光线	英皇	15.0	
大搜查	2008-12-23	N	中影	中影寰亚	光线		17.6	
2009							172.4	21.6
家有喜事 2009		Y	中影	光线			35.4	
亲密	2009-3-6	N	中影	光线(协助	カ推广)		3.0	
东邪西毒 (终极版)	2009-3-27	N	中影数字	中影	光线		26.5	
完美新娘	2009-6-12	N	中影	光线			6.2	
斗牛	2009-9-11	N	中影	光线			11.1	
气喘吁吁	2009-8-28	N	光线				40.7	
神兵小将	2009-10-1	Y	光线				4.0	
阿童木	2009-10-23	N	光线	橙天嘉禾			45.5	
2010							310.4	44.3
花田喜事 2010	2010-2-10	Y	光线				58.0	
变相黑侠	2010-3-12	N	中影	光线(协助	カ推广)		7.6	
感情生活		N	光线					
出水芙蓉	2010-7-9	N	华夏	中影	英皇	光线	7.1	
全城戒备	2010-8-6	Y	光线	中影			88.0	
精武风云陈真	2010-9-21	Y	光线				136.7	
爱出色	2010-11-9	N	天使之翼	华夏	光线		13.0	
2011							573.1	81.9
最强喜事 2011	2011-1-31	Y	光线				164.4	
B+侦探	2011-4-29	Y	光线				23.0	
夺命心跳	2011-7-1	N	光线				16.3	
画壁	2011-9-29	Y	光线				181.0	
梦游 3D	2011-10-27	Y	光线				10.3	
鸿门宴	2011-11-29	N	光线				153.9	



极速天使	2011-12-27	Y	光线			24.2
2012						
新天生一对	2012-1-23	Y	光线	星美		
新龙门客栈	2012-2-24	N	中影	光线		
情迷	2012-3-8	N	光线	欢乐电影	中影	
匹夫	2012-4-24	Y	光线			
泰囧	2012 年中旬					
大海啸鲨口逃生	2012 年中旬	Y	光线			
虎烈拉	2012 年下半年	Y				
铜雀台	2012 年四季度	Y	光线			
四大名捕		Y	光线			
伤心童话		Y	光线			
一场风花雪月的事		Y	光线			
午夜火车		Y	光线			
2013						
神探		Y	光线			
四大名捕 2	2013 年下半年	Y	光线			
四大名捕 3	2013 年下半年	Y	光线			

资料来源: 艺恩, 宏源证券

我们认为,公司通过**增加代理发行小制作电影+投资发行高品质电影**,能够继续保持电影业务收入规模的不断扩大以及毛利率的继续提升,原因如下:

- 精细化运作下的电影发行网络能够实现发行影片票房的超预期。公司打造的以总部、大区、城市为"条",以宣传、发行、营销为"块","条块"紧密结合,包括7个大区、20个小区、覆盖120个城市的发行网络极具价值。通过电影发行营销人员进行驻地式营销,能够实现地方票房最大化。这也是公司能够从2008年进入电影发行市场,从并不具有片源优势的纯代理发行开始,逐步发展成为行业内领先民营电影发行商的原因之一。
- 强大的电视节目发行网络为影片发行提供营销平台支持。公司拥有的覆盖 300 余个电视频道、广播电台、互联网、户外媒体等多种媒介资源的电视节目网络,能够为影片提供强大的宣传营销平台,最大化资源使用效率。这种多年积累的媒介资源是一般民营电影发行商所不具备,并且短期内也无法迅速形成的。

(二)电视剧业务—取决于频道联供网内电视剧场的播出

电视剧投资稳步推进,收入爆发尚待频道联供网内大规模播出。电视剧业务的开展进度主要取决于公司频道联供网内的电视剧场的播出进度。2011年9月,公司发布公告,将投入2亿元与东阳狂欢者合作,联合投资制作16部电视剧,光线能够获得10%-12%的固定回报及优先获得地面频道播映权。2012年2月14日,公司发布公告,将投入5000万元与东阳狂欢者合作,联合投资制作《成长》、《虎妈猫爸》和《岳父大人》三部电视剧。由此可见,公司对于电视剧场的准备在稳步进行中,但目前频道联供网尚未播出电视剧。



(三)影视剧业务预测

对电影业务而言,公司 2012 年将有 12 部电影上映,除《铜雀台》、《四大名捕》等大制作外,也有《新天生一对》、《泰囧》等小制作影片,整体品质强于 2011 年,预计平均单部影片收入能够保持稳定。2013 年,凭借《四大名捕》系列电影等类型片的工业化运作,电影业务能够保持稳定增长。

对电视剧业务而言,预计频道联供网电视剧场在 2012 年难以实现大范围开播,但公司前期投入的固定回报的电视剧投资资金仍能够产生 1250-1500 万元的收益(投入资金为 2.5 亿元,10-12%的固定回报,至少 50%能够在 2012 年实现收入)。

表 11: 影视剧业务盈利预测 (2012E-2014E)

衣 11: 彭视 制业分	盆利顶观	(2012E	-2014E)				
百万元	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	59.25	90.62	154.37	278.53	445.75	648.91	811.24
同比		52.95%	70.35%	80.43%	60.04%	45.58%	25.02%
电影业务	31.11	75.62	145.49	266.83	432.00	548.91	631.24
同比		143.07%	92.40%	83.40%	61.90%	27.06%	15.00%
发行部数	5	8	7	7	12	12	12
每部收入	6.22	9.45	20.78	38.12	36.00	45.74	52.60
电视剧业务	28.14	15	8.88	11.7	13.75	100	180
同比		-46.70%	-40.80%	31.76%	17.52%	627.27%	80.00%
主要实现收入部数	10	5	4	3	8	10	12
每部收入	2.81	3	2.22	3.9	2	10	15
营业成本	56.21	82.50	134.26	209.98	336.10	488.70	600.27
毛利率	5.15%	8.97%	13.03%	24.61%	24.60%	24.69%	26.01%
毛利	3.05	8.13	20.12	68.55	109.65	160.21	210.97
电影业务毛利率					25%	27%	30%
电视剧业务毛利率					12%	12%	12%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

五、演艺活动业务

依托公司电视栏目和电影发行等传媒内容,品牌化演艺活动毛利较高。光线的演艺活动大部分是与公司电视栏目相结合的品牌化颁奖礼、演唱会、音乐会等,以及与公司制作发行电影相关的首映礼。作为公司整合营销的重要组成部分,演艺活动通过与公司其他传媒内容的互动,也一直保持较高的毛利水平(2011年: 47.12%)。

演艺活动市场未来潜力巨大,有实力竞争者少,毛利率将继续提升。2010 年整个演出市场的总收入达到105.32 亿元,演出场次达到137 万场,参与机构达到6864 家。其中,38%的参与机构是国有或集体属性,其余是民营机构。目前整个行业还处于初级发展价段,



整个行业 67.5%的收入来源于政府补助。大部分国有演出机构依赖于财政拨款生存,而大部分民营机构规模较小、制作能力较弱。光线传媒依赖于电视节目、电影等内容资源,具有较强的制作能力。

2012 年,光线传媒将继续加大对高附加值活动的投入,专注于大型活动,提高单场活动利润率,从而进一步提升演艺活动业务的毛利率。

60% 80.00 70.00 50% 60.00 40% 50.00 40.00 30% ■ 营业收入 30.00 20% ----毛利率 20.00 10% 10.00 0.00 0% 2008 2009 2010 2011

图 16: 光线传媒演艺活动业务收入 (百万) 与毛利率 (2008-2011年)

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 12: 演艺活动业务盈利预测 (2012E-2014E)

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
演艺活动总收入	22.78	63.97	51.86	73.79	90.85	111.23	135.55
活动场次	15	28	20	25	27	29	31
单场收入 (万元)	151.83	228.45	259.29	295.14	336.46	383.57	437.27
增速		50.46%	13.50%	13.83%	14%	14%	14%
营业成本	14.09	34.95	23.64	39.02	46.33	54.51	66.42
毛利率	38.14%	45.36%	54.42%	47.12%	49.00%	51.00%	51.00%
毛利	8.69	29.01	28.22	34.77	44.51	56.73	69.13

资料来源: 公司数据, 宏源证券



六、盈利预测与估值分析

(一)盈利预测

表 13: 光线传媒盈利预测 (2012E-2014E)

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	264.30	385.21	479.60	697.93	1008.45	1420.07	1790.53
栏目制作与广告	182.27	230.62	273.37	345.61	471.85	659.93	843.73
影视剧	59.25	90.62	154.37	278.53	445.75	648.91	811.24
演艺活动	22.78	63.97	51.86	73.79	90.85	111.23	135.55
营业成本	192.51	241.33	290.70	412.43	604.10	853.37	1063.25
栏目制作与广告	122.22	123.88	132.81	163.43	221.77	310.17	396.55
影视剧	56.20	82.49	134.25	209.98	336.00	488.70	600.27
演艺活动	14.09	34.95	23.64	39.02	46.33	54.51	66.42
毛利	71.79	143.88	188.90	285.50	404.34	566.70	727.28
栏目制作与广告	60.05	106.74	140.56	182.18	250.08	349.76	447.18
影视剧	3.05	8.13	20.12	68.55	109.75	160.21	210.97
演艺活动	8.69	29.01	28.22	34.77	44.51	56.73	69.13
毛利率	27.16%	37.35%	39.39%	40.91%	40.10%	39.91%	40.62%
栏目制作与广告	32.95%	46.28%	51.42%	52.71%	53.00%	53.00%	53.00%
影视剧	5.15%	8.97%	13.03%	24.61%	24.62%	24.69%	26.01%
演艺活动	38.14%	45.36%	54.42%	47.12%	49.00%	51.00%	51.00%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

(二)估值建议

横向对比: 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 为 2.16 元/2.99 元/3.85 元,对应 PE 分别 为 27 倍/20 倍/15 倍。目前 A 股可比上市的新媒体、影视娱乐公司 2012、2013 年平均市盈率为 42 倍、29 倍。

表 14: A 股可比传媒公司相对估值

股票代码	股票简称		EPS (元)			PE (元)		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013	
300027.SZ	华谊兄弟	0.25	0.33	0.52	56	41	27	
300104.SZ	乐视网	0.32	0.6	0.98	112	60	37	
300133.SZ	华策影视	0.5	0.8	1.13	52	32	23	
300291.SZ	华录百纳	0.60	1.45	2.01	89	37	26	
002292.SZ	奥飞动漫	0.31	0.42	0.56	71	54	41	
300251.SZ	光线传媒	1.60	2.16	2.99	37	27	20	
平均					69	42	29	

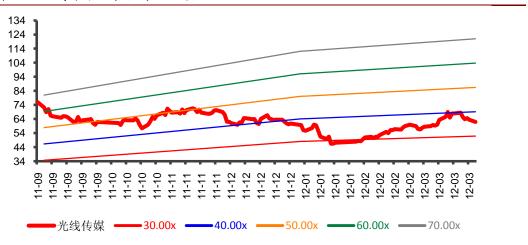
数据来源: wind, 宏源证券



纵向对比: PE-Bands

从动态 PE 来看,光线 PE 的合理区间在 30-40 倍,即目前估值合理,给予"增持"评级。

图 17: 光线传媒上市后的 PE 变化



资料来源: Wind, 宏源证券



表 15: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	385.22	479.60	697.93	1008.45	1420.07	1790.53
增长率(%)		24.50%	45.52%	44.49%	40.82%	26.09%
归属母公司股东净利润	62.71	112.82	175.80	237.58	328.97	423.08
增长率(%)		79.90%	55.82%	35.14%	38.47%	28.61%
每股收益(EPS)	0.57	1.03	1.60	2.16	2.99	3.85
每股股利(DPS)	-	-	-	0.432	0.598	0.769
每股经营现金流	0.82	0.32	-1.70	1.22	-0.52	1.53
销售毛利率	37.35%	39.39%	40.90%	40.10%	39.91%	40.62%
销售净利率	16.28%	23.52%	25.19%	23.56%	23.17%	23.63%
净资产收益率(ROE)	33.95%	48.63%	9.83%	13.60%	16.00%	17.27%
投入资本回报率(ROIC)	23.72%	29.94%	8.72%	11.99%	14.28%	15.52%
市盈率(P/E)	103.84	57.72	37.04	27.41	19.80	15.39
市净率(P/B)	35.25	28.07	3.64	3.73	3.17	2.66
股息率(分红/股价)	-	-	-	0.73%	1.01%	1.30%

资料来源: 宏源证券

表 16: 利润表预测

单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	385.22	479.60	697.93	1008.45	1420.07	1790.53
减: 营业成本	241.34	290.71	412.44	604.10	853.37	1063.25
营业税金及附加	16.36	18.59	26.21	40.34	56.80	71.62
销售费用	11.05	12.40	13.03	30.25	42.60	53.72
管理费用	32.98	32.45	36.25	52.44	73.84	93.11
财务费用	1.81	3.97	-6.96	-11.13	-10.72	-10.38
资产减值损失	17.84	2.34	6.02	4.00	4.00	4.00
加:投资收益	4.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0	0
营业利润	67.87	119.14	210.93	288.44	400.16	515.22
加: 其他非经营损益	4.42	15.82	3.96	2.00	2.00	2.00
利润总额	72.30	134.96	214.89	290.44	402.16	517.22
减: 所得税	9.60	22.14	39.09	52.86	73.19	94.13
净利润	62.70	112.82	175.80	237.58	328.97	423.08
减: 少数股东损益	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	62.71	112.82	175.80	237.58	328.97	423.08

资料来源: 宏源证券



表 17: 资产负债表预测

单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	57.97	39.98	1082.95	1142.39	1000.64	1074.96
应收和预付款项	188.44	267.92	575.52	625.24	880.44	1110.13
存货	24.22	18.24	127.17	201.69	384.01	458.11
其他流动资产	0.00	0.00	8.07	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	31.35	0.00	0.40	0.40	0.40	0.40
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	10.93	15.75	24.71	79.06	129.41	175.76
无形资产和开发支出	0.79	0.71	0.95	0.89	0.83	0.76
其他非流动资产	31.26	60.97	73.38	75.38	77.38	79.38
资产总计	346.28	407.52	1893.15	2125.05	2473.12	2899.51
短期借款	49.60	104.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	98.31	56.31	102.61	117.37	165.37	206.98
长期借款	0.00	12.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	13.64	3.38	2.26	1.57	1.57	1.57
负债合计	161.55	175.69	104.87	118.95	166.95	208.56
股本	82.20	82.20	109.60	110.00	110.00	110.00
资本公积	69.75	45.33	1398.65	1129.85	1129.85	1129.85
留存收益	32.77	104.49	280.29	494.11	790.18	1170.95
归属母公司股东权益	184.71	232.02	1788.53	1733.95	2030.02	2410.80
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	13.00	26.00	39.00
股东权益合计	184.71	232.02	1788.53	1746.95	2056.02	2449.80
负债和股东权益合计	346.28	407.52	1893.15	1865.90	2222.97	2658.36

资料来源: 宏源证券

表 18: 现金流量表预测

单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	90.74	35.11	-187.42	134.07	-57.57	168.25
投资性现金净流量	-6.72	-53.21	-28.83	-62.00	-62.00	-62.00
筹资性现金净流量	-68.64	12.66	1259.77	-12.63	-22.18	-31.93
现金流量净额	15.38	-5.99	1042.97	59.44	-141.75	74.32

资料来源: 宏源证券



分析师简介:

张泽京:宏源证券研究所传媒行业研究员;五年证券行业从业经验,曾任职于博时基金、华泰联合证券研究所, 2010年加盟宏源证券研究所。

郭幼竹: 宏源证券研究所传媒行业研究员, 南开大学硕士, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司:中南传媒、光线传媒、华录百纳、华谊兄弟、乐视网、华策影视、吉视传媒、皖新传媒。

机构销售团队					
华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺	
	010-88085798	010-88085111	010-88085756	010-88085172	
	guozhenju@hysec.com	muxiaofeng@hysec.com	sunliqun@hysec.com	wangyi1@hysec.com	
华东区域	张珺	王俊伟	赵佳	奚曦	
	010-88085978	021-51782236	010-88085291	021-51782067	
	zhangjun3@hysec.com	wangjunwei@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	
华南区域	曾利洁	贾浩森	雷增明	罗云	
	010-88085991	010-88085279	010-88085989	010-88085760	
	zenglijie@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	leizengming@hysec.com	luoyun@hysec.com	
QFII	方芳	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	fangfang@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
听 西 奶 次 添 加	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
股票投资评级	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果,本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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,也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为宏源证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。