

评级：强烈推荐（维持）

传媒

公司深度报告

证券研究报告

分析师 任文杰 S1080510120006
 电 话：0755-25832647
 邮 件：renwenjie@fcsc.cn

交易数据

上一日交易日股价(元)	23.55
总市值(百万元)	5,678
流通股本(百万股)	65
流通股比率(%)	27.00

资产负债表摘要 (09/12)

股东权益(百万元)	1,815
每股净资产(元)	7.53
市净率(倍)	3.13
资产负债率(%)	4.30

公司与沪深300指数比较



相关报告

光线传媒(300251) 向一流综合传媒集团迈进

摘要：

迈向综合传媒集团 公司业务涵盖电影、电视节目、电视剧、演艺活动、广告营销、艺人经纪等，正在进入新媒体业务，各业务之间有协同效应，而且可以减少单业务的风险。多业务综合的传媒集团是国际上发展的趋势，例如迪士尼、时代华纳、新闻集团、维亚康姆等市值数百亿美元的传媒巨头都是包括多种媒体和内容资源的综合传媒集团。我们认为光线传媒将有望成为未来中国成功的综合传媒集团之一。

综艺节目大市场 目前综艺娱乐节目在中国电视的播出比重明显偏低。日本、韩国、台湾地区、香港地区主要电视频道的综艺娱乐节目的播出比重，分别在 15%-42% 之间，大幅高于中国大陆的 6.5%。而国内娱乐综艺节目收视比重达到 11.4%。综艺娱乐节目虽然播出时长较少，但贡献的收视却较高，显示综艺娱乐节目受到观众的喜爱，具有更高的广告价值。未来中国将会有更多的综艺娱乐节目播出，从而为光线传媒的节目制作业务带来巨大的机会。

成为卫视节目主要制作公司 综艺节目是各个卫视的重头招牌节目，但电视频道自己的力量远不足以支持一年内多档质量节目的需求，因此和第三方节目公司合作将成为必然的选择，光线传媒把握这样的市场良机，正成为主要的卫视节目制作者，《梦想合唱团》、《势不可挡》、《大牌生日会》等代表了公司的节目水准。我们预计 2013 年公司有可能有 10 档央视和卫视节目播出，并将在和卫视合作中尝试新的商业模式，在制作费以外获得更多种形式的收入。

布局全国节目联供网 公司利用业已积累的电视栏目发行渠道，建立了覆盖全国的电视节目联供网。《音乐风云榜》、《娱乐现场》、《最佳现场》、《影视纪》是公司在地面频道的四大王牌节目。未来如果政策放开，公司凭借和覆盖全国的众多地面频道的合作，将有望建立起全国性的电视播出网。

电影内容进入一流 公司从电影发行起步，向上游的电影投资和制作扩展，并带动电视剧业务的发展，目前影视剧业务已经成为电视栏目业务以外的又一支柱业务。公司在电影业务上选择了中等成本制作+商业化运作+驻地营销系统的模式，实现了低风险的情况下获得高收益的效果。《人再囧途之泰囧》的成功标志着光线



在电影内容水准跃上了新的台阶，成为国内一流电影内容公司，从“发行强”升级到“发行强、内容好”。当内容成为公司电影业务的长板，其在电影业务的高增长潜力才刚刚开始。

国内电影内容和发行将获得更多收入 中国的电影市场现在还处于增长的初级阶段，平均每人每2年才会进电影院看一次电影。正在大量新增的银幕数量保证了中国电影的票房每年的充足增长。我们预计未来中国电影票房的分账模式将向外国学习，按照上映周期和票房采用阶梯式的比例，总的效果将是电影制作和发行公司将会获得更高比例的票房收入分成。光线传媒的电影制作发行业务将会受益于这一发展趋势。

电视剧将成为新增长点 公司利用在节目制作和电影上的优势，正加大对电视剧业务的投入，电视剧和公司在节目和电影上形成了很好的互补。我们预计在2013年的电视剧的投入产出将会有大幅度的提高，电视剧业务有望成为公司新的增长点。

活动和艺人业务稳定 演艺活动时公司在节目业务的延伸，通过举办演艺活动，使得公司可以为客户提供更全面的立体营销解决方案，预计将保持稳定增长。

正在通过外部股权收购等方式拓展新媒体渠道，进一步完善产业链条布局 正在进入互联网视频社区和网页游戏领域。我们预计公司未来将会继续拓展新媒体的资源，和公司在电视电影方面的优势形成互补和协同。

盈利预测与评级 我们预计公司2012年至2014年的每股收益将分别为1.12元、1.40元、1.77元，对当前股价的市盈率分别为21、17、14倍。目前光线传媒的市盈率和市净率处于影视行业上市公司的低端，，当前市场估值低估了公司的发展前景。维持“强烈推荐”评级。

风险提示 节目广告受到经济情况的影响的风险。参与投资的电影的票房低于预期的风险。



目 录

1	迈向综合传媒集团	4
2	领航于电视综艺娱乐节目潮头	5
2.1	栏目制作与广告为利润重要贡献	5
2.2	更多的综艺娱乐节目是发展趋势	7
2.3	综艺娱乐节目有更高收视率	8
3	从地面频道成功扩展到央视和卫视市场	10
3.1	独具特色的地面频道节目联播	10
3.2	成为卫视节目主要制作公司	11
4	电影业务成为新支柱业务	13
4.1	影视剧业务增长快速	13
4.2	《人再囧途之泰囧》标志电影内容再上新台阶	14
4.3	电影市场份额持续上升	15
4.4	电影业务具有媒体协同和发行网络优势	17
4.5	中国电影市场正在持续高增长阶段	18
4.6	国内电影内容和发行将获得更多收入比例	19
5	电视剧业务将加大投入	20
6	演艺活动增长稳定	21
7	布局新媒体	22
7.1	投资互联网视频社区	22
7.2	投资网页游戏开发商	23
8	盈利预测与评级	24
9	风险提示	24

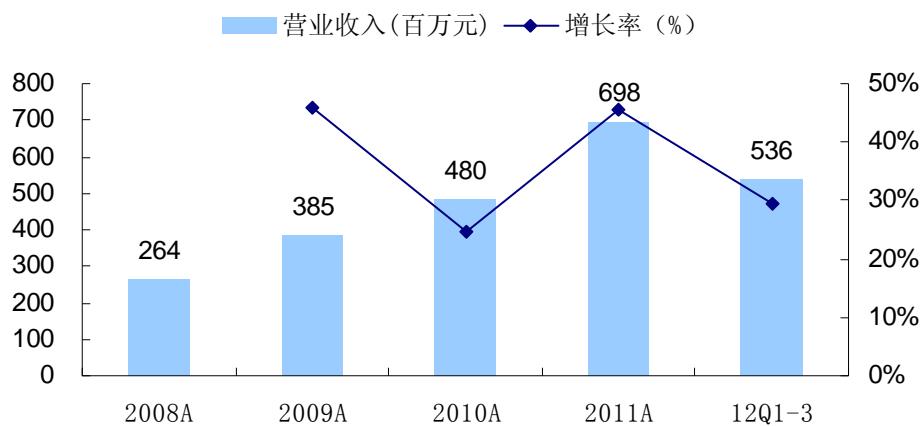


1 迈向综合传媒集团

光线传媒业务涵盖电影、电视节目、电视剧、演艺活动、广告营销，已经具备一个综合传媒集团的发展布局。

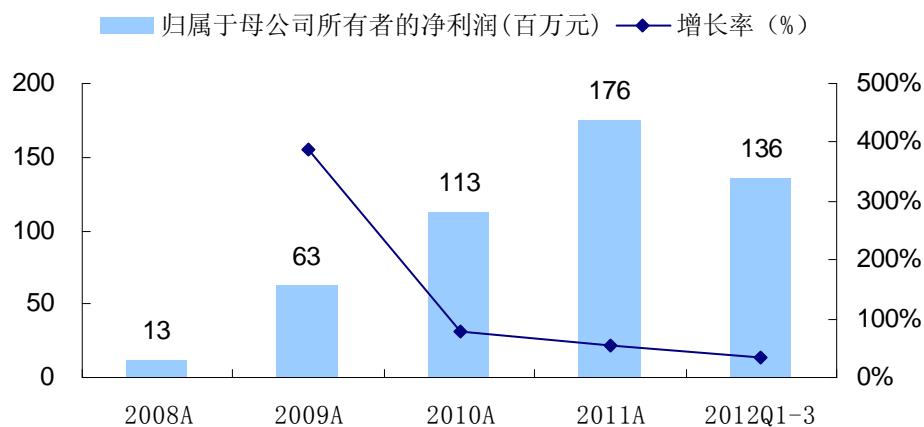
公司的营业收入从2008年的2.64亿元增加到2011年的6.98亿元，年复合增长率达到38.2%。2012年1-9月营业收入同比增长29.45%至5.36亿元。归属于母公司股东的净利润从2008年的1288万元增长到2011年的1.36亿元，2012年1-9月归属于母公司股东的净利润同比增长35.29%至1.36亿元。

图1、历年营业收入及增长率



资料来源：公司招股说明书及定期报告、第一创业证券研究所

图2、历年净利润及增长率

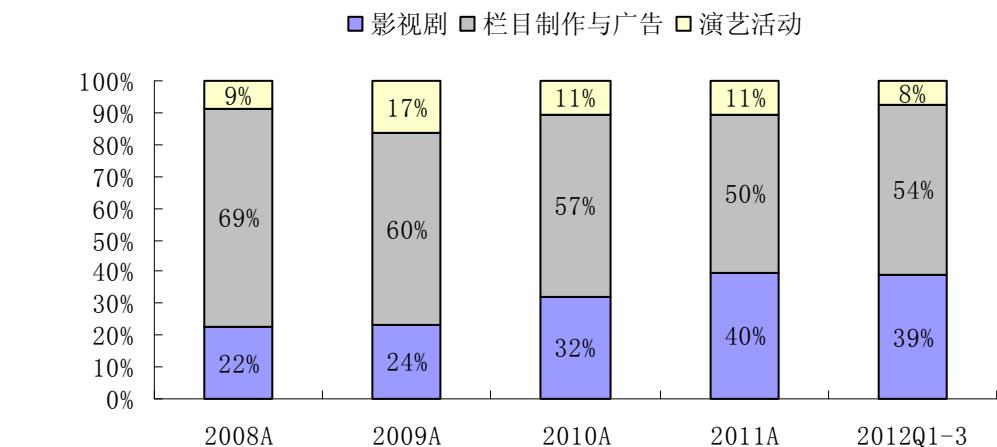


资料来源：公司招股说明书及定期报告、第一创业证券研究所



公司的主要业务分类为栏目制作与广告、影视剧、演艺活动。2012年1-9月，栏目制作与广告、影视剧、演艺活动收入占营业总收入的比例分别为54%、39%、8%。在过去几年里，影视剧业务收入占比从2008年的22%增长到2011年的40%。

图3、历年各业务收入占比



资料来源：公司招股说明书及定期报告、第一创业证券研究所

公司覆盖多种业务，各业务之间有协同效应增加收益，而且可以减少单业务的风险。多业务综合的传媒集团是国际上发展的趋势，例如迪士尼、时代华纳、新闻集团、维亚康姆等市值数百亿美元的传媒巨头都是包括多种媒体和内容资源的综合传媒集团。光线传媒的业务布局正朝着同样的大方向发展。公司已经成功布局于电视节目、电影、电视剧、活动、艺人经纪等多种相关业务，正在进入新媒体业务，我们认为公司将有望成为未来中国的综合传媒集团之一。

2 领航于电视综艺娱乐节目潮头

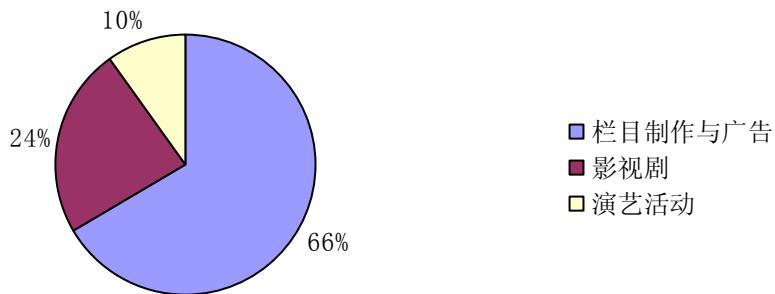
2.1 栏目制作与广告为利润重要贡献

栏目制作与广告业务是公司创业起家之支柱业务，也是贡献毛利最多的一项业务。2012年1-9月，栏目制作与广告、影视剧、演艺活动的毛利分别占总体毛利的66%、24%、10%。

栏目制作与广告收入从2008年的1.82亿元增加到2011年的3.46亿元，年均复合增长率为23.77%。2012年1-9月栏目制作与广告收入同比增长9.8%至2.87亿元。

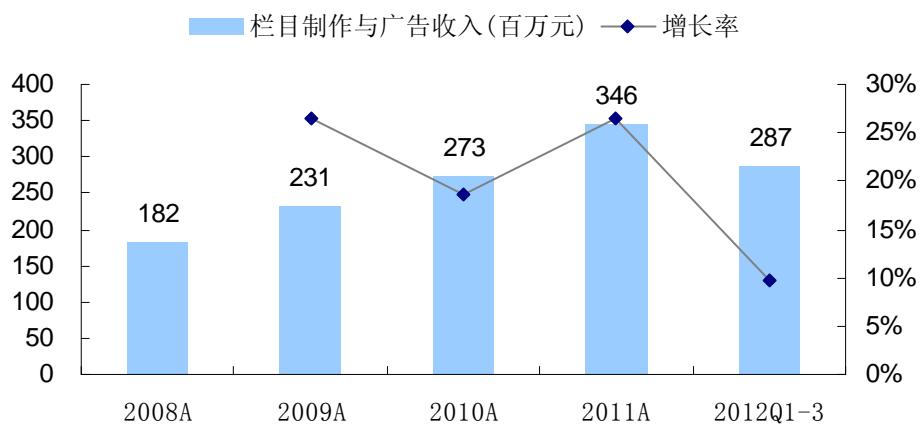


图 4、2012 年 1-9 月各业务毛利占总毛利的比例



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

图 5、栏目制作与广告收入



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

公司的电视栏目主要是娱乐资讯类、生活时尚类，按播出频率分为日播和周播。电视栏目主要通过两种方式实现收入，第一，电视栏目播出权的直接销售；第二，用电视栏目换取广告时间，再通过贴片广告、植入广告等广告营销实现收入。

自从 1999 年开播《中国娱乐报道》（2001 年更名为《娱乐现场》）以来，公司逐步确立了在中国娱乐界信息传播领域的领先地位。光线是国内最大的电视节目制作公司，每日制作六个小时精彩电视节目，涵盖娱乐资讯、综艺节目和生活类节目。光线的日播娱乐资讯节目《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《影视风云榜》和《最佳现场》，均已连续播出八年以上。通过持续的改进和创新，始终领导电视潮流，成为同类节目的榜样。在综艺节目和生活类节



目领域，光线正后来居上，成为各省级卫视的首选合作伙伴。光线引人注目的 E 标已经成为电视界著名标志之一，被观众和广告商视为收视率的保证。

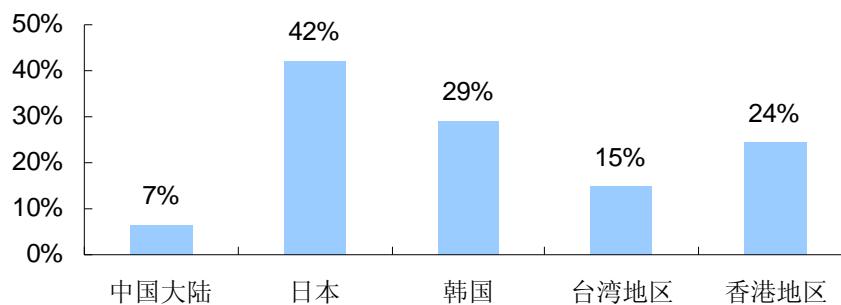
2012 年，公司继续制作老牌的节目如《音乐风云榜》、《娱乐现场》、《最佳现场》、《影视纪》（影视风云榜）等；继续制作养生类节目《养生一点通》、时尚类节目《生活魔法师》；同时公司继续深化与卫视频道的合作，为深圳卫视制作大型周播节目《大牌生日会》，承制辽宁卫视的《激情唱响》（第二季），为安徽卫视制作大型才艺竞技节目《势不可挡》，卫视节目制作的拓展在提升公司节目制作质量和品牌知名度的同时，使得公司的节目制作与广告收入同比保持增长。

2.2 更多的综艺娱乐节目是发展趋势

如果和其他国家和地区相比，目前综艺娱乐节目在中国电视的播出比重明显偏低。我们比较了日本、韩国、台湾地区、香港地区主要电视频道的综艺娱乐节目的播出比重，分别在 15%-42%之间，大幅高于中国大陆的 6.5%。

图 6、各地区综艺娱乐节目播出比重

综艺娱乐节目播出比重



资料来源：CSM、搜视网、第一创业证券研究所

以香港收视率最高的 TVB 翡翠台为例，周一到周五 19:00-24:00，分别由两档娱乐综艺节目，总时长为 1 小时，三档电视剧节目，总时长为 2.5 个小时，新闻财经节目 1 个小时，香港电台节目 0.5 个小时。周六 19:00-24:00 一般有 2 个小时的综艺节目，2 个小时的电影。周日晚上有 1.5 小时的综艺节目。综合一周，综艺节目播出时长为 8.5 小时，占全周晚间黄金时段播出时长的 24.3%。

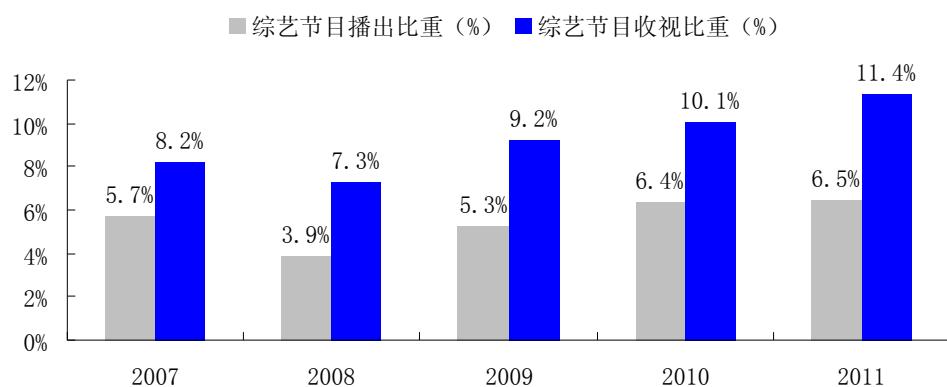


东亚地区的电视文化比较相近，人们对节目的兴趣口味和的收视倾向应该类似。从地区对比可以看出，中国大陆的综艺娱乐节目的远没有达到应有播出比例，未来将会有更多的综艺娱乐节目出现，更长的播出时长，从而为光线传媒的节目制作业务带来巨大的机会。

2.3 综艺娱乐节目有更高收视率

根据 CSM 的统计数据，2011 年综艺节目的播出比重为 6.5%，但收视比重达到 11.4%。也就是说，综艺节目虽然播出时长较少，但贡献的收视却较高，显示综艺节目受到观众的喜爱，具有更高的广告价值。从历年情况来看，综艺节目的收视比例呈上升趋势，综艺节目对于一个电视台黄金时段的收视率具有举足轻重的作用。相比电视剧，综艺节目对一个电视频道的品牌效应具有强得多的作用。提到一个卫视频道的时候，人们首先想到的是它们的招牌节目，例如湖南卫视的《快乐大本营》、《天天向上》、《快乐女生》系列，浙江卫视的《中国好声音》、《我爱记歌词》、江苏卫视的《非诚勿扰》、东方卫视的《中国达人秀》、《舞林大会》等等。

图 7、综艺节目播出比重和收视比重

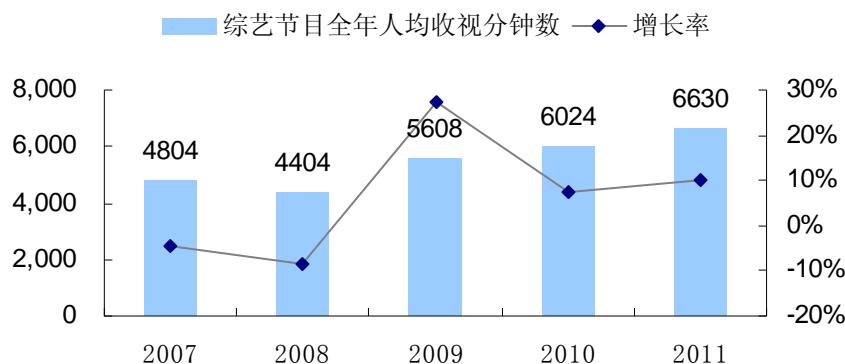


资料来源：CSM、第一创业证券研究所

综艺节目的全年人均收视分钟数从 2007 年的 4804 分钟增加到 2011 年的 6630 分钟，也就是每周平均收看 2.1 个小时的综艺节目。我们认为综艺节目的收视时长还有很大的提高空间，一方面是目前节目的播出时长落后于收视时长，如果播出时间增加，收视时长将会进一步增加。另一方面，大部分电视台对综艺节目这几年才开始重视，随着节目质量的提高，会吸引更多的观众。因此随着综艺娱乐节目数量和质量的双方面提高，我们预计未来综艺节目的收视时长和广告价值将会持续增加。



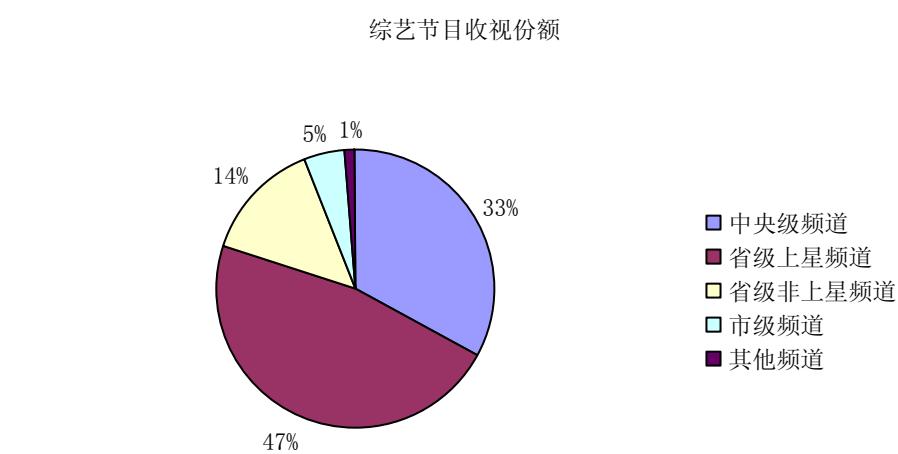
图 8、综艺节目人均收视时长



资料来源：CSM、第一创业证券研究所

央视和卫视频道占有综艺节目收视份额的优势，2011 年中央级频道和省级上星频道合计占综艺节目收视份额的 79.9%。央视和卫视频道可以覆盖全国，全国性的广告收入使得它们有更大的资源去购买和制作综艺节目，而非上星的地方频道由于观众数量只局限于本地区，导致于缺乏资源去制作高质量的节目。光线传媒作为第三方节目提供者，可以提供节目给全国各地方频道播放，相比各地方频道自己制作具有明显的经济规模优势。而央视和各个卫视虽然有覆盖优势，也要借助第三方节目制作公司才可以满足一年内的多档节目的需求，为光线传媒带来很大的市场机会。

图 9、2011 年各类频道占综艺节目收视份额



资料来源：CSM、第一创业证券研究所



3 从地面频道成功扩展到央视和卫视市场

3.1 独具特色的地面频道节目联播

公司利用业已积累的电视栏目发行渠道，建立了覆盖全国的电视节目联供网，成为公司电视栏目、电视剧和演艺活动的运营平台和各类娱乐内容资源的整合平台。该电视节目联供网包括时段联供网、城市频道联供网和新媒体联供网。未来如果政策放开，公司凭借和覆盖全国的众多地面频道的合作，将有望建立起全国性的电视播出网。

公司作为内容制作商，以电视节目为纽带将各个势单力薄、覆盖面小、广告价值低的单个地面频道联合起来，通过扩大节目覆盖面提升节目的广告时段价值。截至 2010 年末，节目联供网覆盖 307 个电视频道，每天公司的电视栏目在国内首播 1200 余频次。更有 130 个城市频道每日在黄金时间连续播出光线六小时节目。同时，在全国性数字频道，在互联网和手机，在航空、铁路和城市公交，在户外媒体和大学校园，光线的节目无处不在，形成立体交叉覆盖，每日影响全国数亿人的娱乐生活。

《音乐风云榜》、《娱乐现场》、《最佳现场》、《影视纪》是公司在地面频道的四大王牌节目。

图 19、地面频道联播网四大节目



资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

《娱乐现场》，前身系《中国娱乐报道》，1999 年开播，是中国第一档，也是目前最权威全面报道娱乐界热点动态的大型日播娱乐资讯节目。娱乐现场覆盖中国大陆所有城市，并在绝大多数地区同时段节目收视排行中位列第一；同时在数字新娱乐频道滚动播出。覆盖率在同类型节目中排名第一。每天包括新浪、搜狐、网易、百度、优酷等在内的多家网络媒体，在对娱乐现场的节目进行视频转载，包括华商报、华西都市报等在内的全国多家新闻日报，在对娱乐现场的文稿进行转载。《娱乐现场》拥有国内最完整的娱乐采集网，是唯一一档在北京、上海、广州、深圳、香港、台湾设有记



者站的资讯节目，可跟踪报道全国各地娱乐资讯。

《音乐风云榜》是国内收视率最高的日播音乐节目。《音乐风云榜》是开播十年的王牌音乐节目，每日全球新歌同步播放，每周全球乐坛资讯最快直击，全球乐坛大事深度报道，当红人物访谈，满足现今年轻人对潮流音乐的需求，成为面向整个华语地区的流行音乐风向标。《音乐风云榜》连续 10 年举办颁奖盛典，成为最具影响力和权威性的颁奖盛典，评选规则和制度向国际大奖看齐，采取评审团制度和提名制度，成为内地华语乐坛最具“公信力”的年度音乐颁奖礼。每届颁奖盛典都吸引了上百位港台、内地的明星参与和支持，更受到音乐业界及社会大众的广泛认可，被媒体誉为“中国的格莱美”。

《影视纪》（《影视风云榜》）从 2004 年开始播出，打造权威性和娱乐性的全新概念，一周七天，在 150 家核心城市影视剧频道播出。节目每天推出一个排行榜，网络内地、港台、欧美日韩等国内外热播电视剧动态，每天推荐一部好剧，精彩欣赏加新锐点评，更有淘碟指南、剧迷评点等互动环节。《影视风云榜》每年推出电视剧风云榜颁奖盛典，外采记者群直击十大影视基地片场，内地最强大的记者团队，搜罗不为人知的幕后花絮。

《最佳现场》是每期 30 分钟的日播节目。节目形式是主持人、嘉宾主持、明星的访谈节目。《最佳现场》创新采用记者团访问形式，通过敏锐的视觉与到位 主持阵容独树一帜。节目拥有记者团精英阵容，独家的明星真情流露，温馨的人生分享时刻，直接的幕后真相拷问，亲密的创意互动环节，展现千位明星喜怒哀乐。

公司是中国最早进行植入式广告、娱乐营销活动与贴片广告相结合的开拓者之一。在向广告客户销售广告时，不仅包含贴片广告方案，还包括为客户量身定做相应的节目板块，甚至一个完整的节目，来有效传达客户的品牌理念。同时为客户量身定做各种演艺活动，包括颁奖礼、选秀活动、演唱会和品牌促销活动等，这就使得客户可以通过公司众多的发行渠道将其产品信息传递给消费者，提高了宣传的针对性和有效性。上述整合营销方案是单纯的节目制作商、广告提供商和电视台很难实现的。同时，这些定制的节目和演艺活动也构成了公司特殊的优质节目来源。例如，公司为蒙牛提供的营销方案，包括了音乐风云榜节目的冠名、贴片、植入式广告、两个大型颁奖礼活动、一个地面选秀活动、四场全国巡回大型演唱会，有效地促进了蒙牛产品的销售，成为蒙牛品牌营销的经典案例。此模式已经合作了三年，并不断地进行升级。

3.2 成为卫视节目主要制作公司

中央电视台和各省卫视把大型综艺娱乐节目作为每周的重头节目，如果按照每周 2 档节目，平均一季节目持续 13 周计算，则每个频道一年需要 8 档综艺节目。如果未来全国上星频道中具有



综艺娱乐节目需求的频道数量为 20 个，则每年上星频道的综艺娱乐节目的市场容量为 160 档节目。电视频道自己的力量远不足以支持如此多需要高质量的节目，因此和第三方节目公司合作将成为必然的选择，这将成就一个广阔的市场。《中国好声音》的成功代表了卫视和第三方节目公司合作模式的巨大生命力。

光线传媒把握这样的市场良机，正成为主要的卫视节目制作者。2010 年开始公司开始为深圳卫视制作大型周播节目《大牌生日会》，2011 年继续节目《大牌生日会》的同时，又成功承办了辽宁卫视大型音乐选秀节目《激情唱响》；承办中央电视台年度大型公益励志节目《梦想合唱团》。节目得到广大观众和业内的一致好评，取得了良好的口碑和市场影响力。公司并成为国内最大的卫视节目制作公司之一。

2012 年上半年公司继续拓展卫视的电视节目制作业务，在卫视播出的栏目大幅增加，一季度陆续在省级卫视开播三档新节目，分别是在辽宁卫视播出的周播节目《天才童声》、在东南卫视播出的周播节目《首映礼》及在广西卫视播出的日播节目《养生一点通》。二季度公司又承制了两档大型卫视季播节目，分别是为安徽卫视制作大型才艺竞技节目《势不可挡》第一季、辽宁卫视的《激情唱响》第二季。据央视索福瑞 32 省级卫视数据显示，《势不可挡》的收视份额在同时段全国排名第二。公司也加大与新媒体的合作，并于伦敦奥运会期间在新浪网播出《奥运大郭饭》。

图 11、部分由公司承制的央视和卫视节目



资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

承办中央电视台的《梦想合唱团》代表了公司的大型综艺节目制作水准为国内一流。2011 年《梦想合唱团》节目最高收视率达到 1.71%，最高收视份额超过 7%，居全国同时段第一位，成为央视综合频道周末傍晚收视的“黄金档”。2012 年《梦想合唱团》第二季全新升级，在音乐性、美好性和公益性方面进行更具创新性的探索和开拓，扩大参与性，邀请更多青春时尚的明星领唱，播出时间更从 18 点改为晚间 20 点黄金时间。《梦想合唱团》第二季将



播出十期节目，第一期启动盛典已于 11 月 30 日举行，其后节目将于 2012 年 12 月至 2013 年 2 月每周五晚在中央电视台综合频道晚间黄金时间段连续播出。最后一期节目，4 个小时的梦想公益盛典将在除夕（2 月 9 日）下午播映。

《梦想合唱团》是央视作为和卫视竞争综艺娱乐节目市场的重头节目。央视选择光线传媒来承办，有这个成功的先例，将非常有利于光线未来为央视和各个一线卫视展开更多的节目合作。

公司具有强大的节目策划制作能力，多年的娱乐节目的制作经验使得无论在明星资源还是广告资源方面都已经有深厚的积累。我们预计未来公司将继续扩展卫视节目制作，扩大节目在卫视的影响力。同时，发挥演艺活动节目的市场影响力拓展演艺活动在省级卫视的影响力，形成地面、卫视立体交叉覆盖的优势，和公司的广告策划能力形成协同，为广告客户提供多层次的营销解决方案。

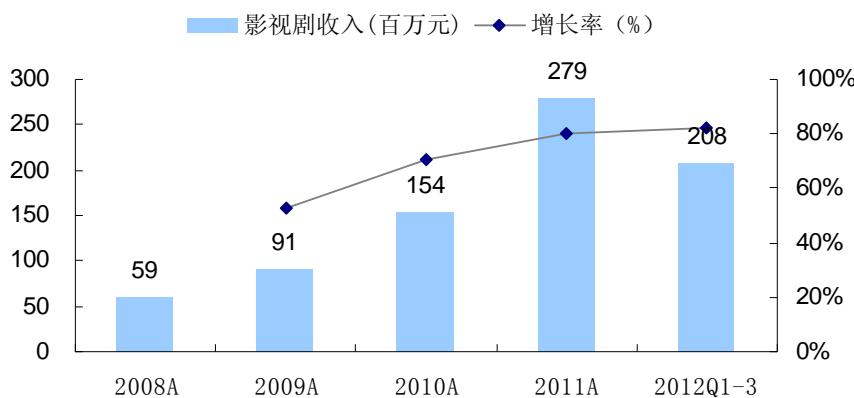
2013 年公司计划进一步加大卫视节目业务，预计会有 10 档卫视节目播出。其中可能包括中央电视台的三四档节目，安徽卫视、深圳卫视、四川卫视、山东卫视、吉林卫视等。公司在和卫视合作中尝试新的商业模式，在制作费以外获得更多种形式的收入。

4 电影业务成为新支柱业务

4.1 影视剧业务增长快速

包括电影和电视剧的影视剧收入是公司增长最快的业务，连续 3 年取得了很高的增长速度，2010 年和 2011 年分别取得了 70% 和 80% 的增长，2012 年 1-9 月影视剧收入同比增长 82.3% 至 2.08 亿元。

图 12、影视剧收入

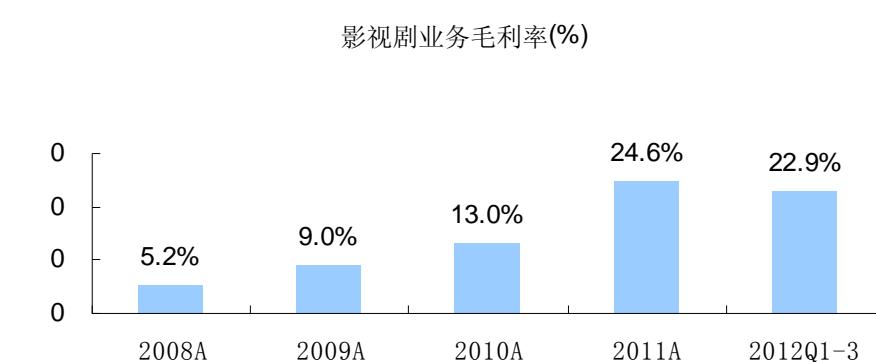


资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所



在影视剧业务中，公司从电影发行起步，向上游的电影投资和制作扩展，并带动电视剧业务的发展，目前影视剧业务已经成为电视栏目业务以外的又一支柱业务。随着电影业务从发行环节为主向覆盖投资制作发行多环节的利润发展，过去几年中影视剧业务的毛利率体现出明显的提升，从 2008 年的 5.2% 增长到 2011 年的 24.6%。收入主要包括电影票房分账收入、电视剧播映权收入、音像版权等非影院渠道收入和衍生产品（贴片广告等）收入。

图 13、影视剧业务毛利率



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

4.2 《人再囧途之泰囧》标志电影内容再上新台阶

光线传媒投资发行的《人再囧途之泰囧》自 2012 年 12 月 12 日上映以来票房和口碑持续高涨，成为“现象级”国产电影。影厅排片比例一路飙升至 50% 以上。我们预计最终总票房有可能超过 5 亿元。《人再囧途之泰囧》的成功标志着光线在电影内容水准跃上了新的台阶，成为国内一流电影内容公司，从“发行强”升级到“发行强、内容好”。《泰囧》的成功并非偶然，是光线在电影能力发展上的水到渠成。光线进入电影业务虽然只有几年，却是每年都有明显的进步。电影业务从代理发行业务开始，逐步扩展到参与投资和发行，再到主导投资和发行，在电影内容产业上的投资力度和把控程度在不断加强。

当内容成为公司电影业务的长板，其在电影业务的高增长潜力才刚刚开始。《泰囧》的成功就是例证。《泰囧》的档期选择在《少年派》和《一九四二》分别已经上映了 3 个星期和 2 个星期以后，而在 12 月 20-22 日《十二生肖》、《血滴子》、《大上海》集中上映之前。在前面的大片力度已退而后续影片尚未出现的空档期，从而一支独秀。比《泰囧》稍早几天上映的同为喜剧的《我老公不靠谱》，在时光网和豆瓣上的评分也还可以，有 7.4/7.5 分（《泰囧》为 8.3/8.6 分），但票房就有巨大的差距。可见光线的发行系



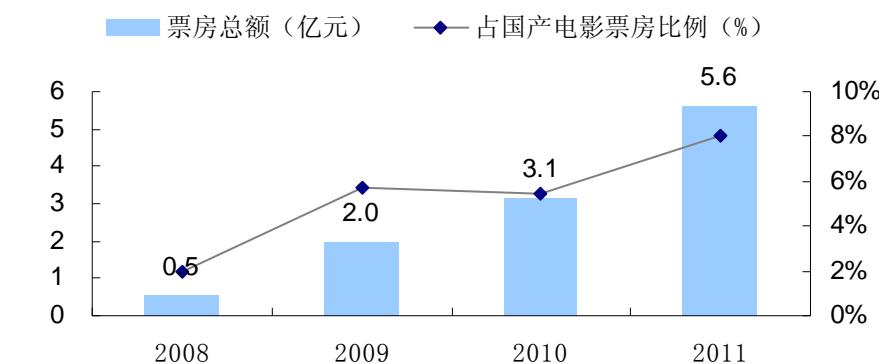
统和商业运作能力是国内最佳。

和行业内其他主流公司以大制作大卡士为主的高投入模式不同，公司在电影业务上选择了中等成本制作+商业化系统化运作的模式，从而有效控制单片投资风险，实现了低风险的情况下获得高收益的效果。这一策略符合中国电影市场目前的发展阶段，影院数量的快速增加使得原来很少看电影的人群也可以随时随地观影，看电影正在成为日常消费。目前中国电影观众对内容其实不太挑剔，只要内容还不错，并不需要一定要大制作，也会进电影院观看，就可以获得相当出色的投资回报。

4.3 电影市场份额持续上升

公司发行 2011 年发行了《最强喜事》、《画壁》、《鸿门宴传奇》、《B+侦探》等 7 部影片，2011 年票房总额 5.6 亿元。公司发行的电影总票房占全国国产片票房总额的比例稳步提升，2011 年约占全国国产片票房总收入的 8%。未来公司的市场占有率为还有较大的上升空间，例如嘉禾公司在 80 和 90 年代的多个年份，出品的电影展到香港港产品票房的 30%以上。在其他年份也大都在 20%以上。

图 14、公司发行电影的票房和占国产片票房比例

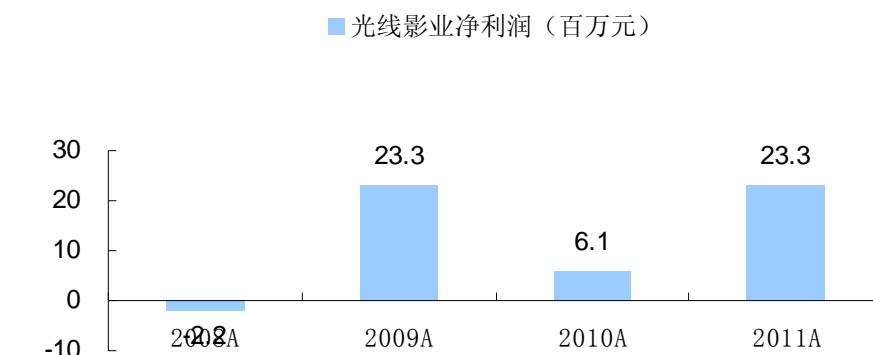


资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

公司的子公司光线影业公司 2011 年的净利润为 2331 万元，仅占 2011 年光线传媒净利润的 13.3%。随着公司电影内容质量和发行数量的双重提高，电影业务收入和利润的高增长才刚刚开始，我们预计未来电影业务的绝对贡献和相对比例都会有大幅提升。



图 15、光线影业净利润



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

2012 年 1-9 月，公司投资发行、代理发行、联合发行共十部电影，分别是《新天生一对》、《新龙门客栈》、《情迷》、《匹夫》、《百万巨鳄》、《四大名捕》、《伤心童话》、《神探亨特张》、《乐翻天》及《铜雀台》。报告期内公司影视剧业务实现收入 20,806. 万元，较上年同期增长 82.33%。过去 3 年中，公司投资的电影的年度总票房呈上升趋势。

表 1、公司参与投资的电影及票房

年度	电影	票房（万元）
2009	家有喜事 2009	4050
2009	神兵小将	400
2010	花田喜事 2010	6130
2010	全城戒备	9328
2010	精武风云·陈真	14522
2011	B+侦探	2400
2011	最强喜事	16770
2011	梦游	1062
2011	画壁	18120
2011	极速天使	2415
2012	四大名捕	19760
2012	匹夫	2651
2012	新天生一对	4974
2012	神探亨特张	845
2012	铜雀台	10128
2012	大海啸之鲨口逃生	15870
2012	人再囧途之泰囧	>50000 ?

资料来源：艺恩、第一创业证券研究所

公司将继续扩大国产影片的发行规模，通过参与电影投资、制



作、发行的各环节，有选择性的参与投资拍摄部分商业价值较高的影片，从电影票房上获得直接收益并从其他非电影院渠道和衍生产品上获取长期的收益。同时，继续强化电影发行网络的完善，特别是大力拓展非电影院渠道、电影广告、电影相关产品、电影活动赞助等衍生收入来源，提高影片的商业价值。未来三年，投资加代理发行 10-20 部优秀国产影片，稳居民营电影公司的前三甲。

2013 年公司计划投资的电影动作喜剧《不二神探》（李连杰、文章主演，王子鸣导演）、爱情警匪片《一场风花雪月的事》（高群书导演，黄晓明主演）、动作喜剧《厨子、戏子、痞子》（管虎导演、刘烨、张涵予、黄渤主演）、《四大名捕》第 2 第 3 部（陈嘉上导演、邓超，刘亦菲，邹兆龙，郑中基主演）、《上海滩（上、下）》（高希希导演）、《英格力士》（陆川导演）

4.4 电影业务具有媒体协同和发行网络优势

公司的电影发行业务有两个独特的优势。一是电影发行和节目媒体业务的协同。光线是中国目前所有电影公司里，唯一一家拥有自己媒体资源的公司。光线发行的电影可以通过覆盖全国的自己的电视节目和媒体渠道进行宣传。公司的电视节目业务积累了广泛的电视节目覆盖网络、包括地面电视台、卫视等各层次的电视台，和互联网、公交移动电视、广播电台等多种类的媒体建立起联系，同时有丰富的广告营销能力，上述媒介资源、营销资源、客户资源等都为影片发行的协调运作提供了条件。

第二个优势是光线拥有中国最大的电影直营发行网络，其特点是驻地营销系统。该网络包括 6 个大区、5 个小区、在全国 70 个城市都有发行驻站人员，70 个城市又辐射到全国 120 个城市，涉及的票房达全国票房的 90%。电影发行营销人员在各个城市进行驻地式营销，能够根据各地情况，制定更具本地特色的营销方案。发行人员每天都在和当地的赞助商、媒体、院线打交道，迅速地协调电影发行上映的方方面面。发行人员的工作包括映前、映中、映后三个阶段。映前工作包括市场调查与分析、产品推介、地方宣传方案与策略的制定与实施、地方推广方案的制定（对商家、影院和媒体等）、影院阵地宣传位置的征订、宣传品的落实摆放、影院拷贝投放意见、映前场次的沟通等。映中主要工作包括票房数据监察、统计与上报、同档期其他影片票房监测与分析、映中场次沟通、阵地宣传品摆放监察、拷贝调配、当地宣传与活动推广等。映后主要工作包括拷贝回收、监测票房与统计票房核对等。

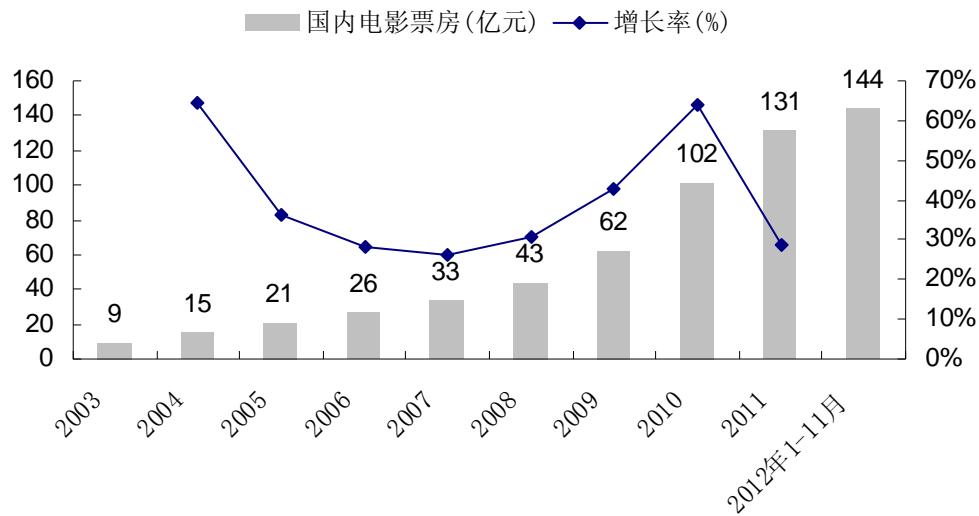
以上两个优势使得公司发行的电影可以获得更有效更广泛的宣传，更及时更细致的和影院的合作，从而使得电影获得更多的放映场次和票房。



4.5 中国电影市场正在持续高增长阶段

中国电影市场在比较低的基础上在过去 10 年获得了快速的发展，2011 年全年电影票房 131 亿元。2012 年 1-11 月票房已经达到 143.5 亿元，超过去年全年票房。

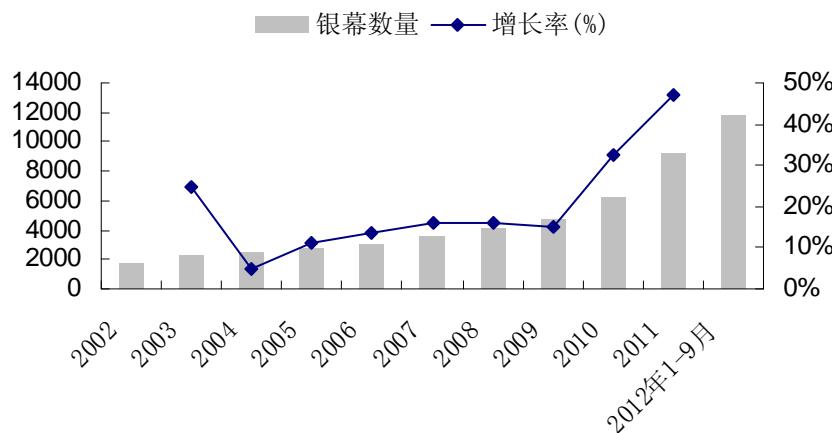
图 16、国内电影票房收入



资料来源：广电总局、第一创业证券研究所

中国的电影院数量和银幕数量正在快速增长中，银幕数量从 2002 年的 1834 块增长到 2012 年 9 月的 11835 块。银幕数量的增加使得人们可以越来越方便地观看电影，大量的新增银幕保证了中国电影的票房每年的充足增长。

图 17、中国银幕数量

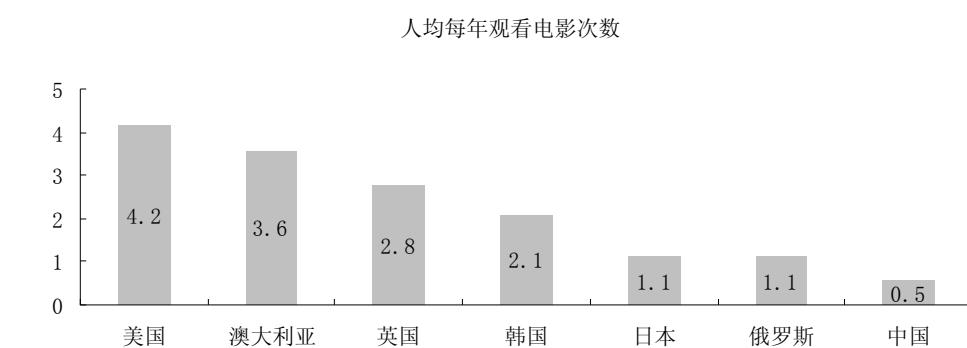


资料来源：艺恩、第一创业证券研究所



虽然中国电影票房比十年前已经有很大的增长，但从人均观看电影次数的国际比较来看，还远远落后于其他国家，平均每人每2年才会进电影院看一次电影。随着经济和收入水平的提高，以及城镇化带来城市居住人口的增加，可以预计未来中国每人观看电影的次数还有非常大的增长空间，中国的电影市场现在还处于增长的初级阶段，未来市场规模有充足的持续增长的时间和空间。

图 18、各国人均每年观看电影次数



资料来源：艺恩、第一创业证券研究所

4.6 国内电影内容和发行将获得更多收入比例

从国外市场的情况，电影内容制作和发行占有电影行业收入的大部分。例如美国电影制作和发行收入占电影全行业收入的 82%，电影院占 18%。目前中国电影内容制作和发行在这个电影行业收入中所占比例还比较低，电影制作发行获得的票房分账比例一般为 43%，院线和电影院获得 57% 的收入。

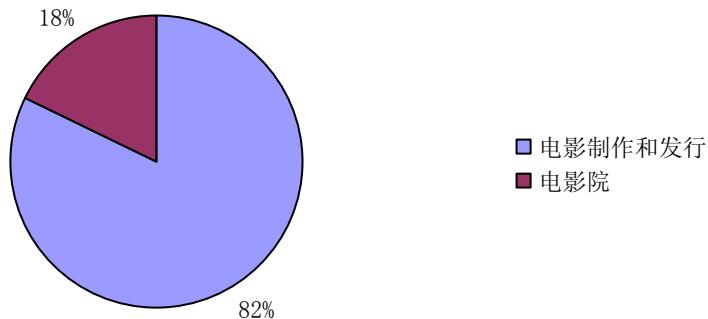
从国内发展趋势来看，电影制作发行获得的分账比例在逐步上升。2002 年，《英雄》向院线争取到的发行方分成比例从当时的 35% 提高至 40%；2004 年的《十面埋伏》、2006 年的《满城尽带黄金甲》分别提高至 41%、42%。2011 年，《金陵十三钗》在 5 亿元票房之内，新画面与院线的分账比例为 45%:55%；超过 5 亿元的部分，新画面和院线的分账比例调整为 41%:59%。2012 年底，中国电影股份有限公司、华谊兄弟传媒股份有限公司、天津博纳文化传媒有限公司、星美（北京）影业有限公司、北京光线影业有限公司等五大发行公司联合提出将票房分账比例提高至 45%。电影制作发行得到更多的分账比例也受到主管部门的支持，2011 年底，国家广电总局电影局下发《关于促进电影制片发行放映协调发展的指导意见》，明确电影院对于影片首轮放映的分账比例原则上不高于 50%。



政策上有实质的措施支持影院放映国产电影，例如关于返还放映国产影片上缴电影专项资金的通知规定，影院放映的国产影片票房达到总票房 50%，将返还国产电影上交的专项资金的 100%；国产影片票房达到总票房的 45%-50%，返还 80%；国产影片票房达到总票房的 45%以下，但相较上一年度比例有增长，返还 50%。

我们预计未来中国电影票房的分账模式将向外国学习，按照上映周期和票房采用阶梯式的比例，总的效果将是电影制作和发行公司将会获得更高比例的票房收入分成。光线传媒的电影制作发行业务将会受益于这一发展趋势。

图 19、美国 2010 年电影制作和发行\电影院收入比例



资料来源：U.S. Census Bureau、第一创业证券研究所

5 电视剧业务将加大投入

公司利用在节目制作和电影上的优势，正加大对电视剧业务的投入，电视剧和公司在节目和电影上形成了很好的互补。

公司 2012 年 1-9 月，公司实现收入的电视剧主要为《我和老妈一起嫁》、《太平公主秘史》。公司加强了通过了优秀电视剧制作公司的合作快速增加电视剧业务的投资和发展。

2012 年 8 月，公司公告认购欢瑞世纪影视传媒股份有限公司发行的股份 450 万股，价格为 18 元/股，股份认购价款为 8,100 万元，发行后公司持有欢瑞世纪 4.81% 的股权。欢瑞世纪是一家优秀的电视剧制作公司，参与投资制作发行的电视剧的有：《大丫鬟》、《宫》、《被遗弃的秘密》、《宫锁珠帘》、《带弹孔的勋章》、《完美丈夫》，《倾城雪》、《王的女人》、《胜女的代价》。2011 年，公司出品了 6 部 200 集电视剧，2011 年实现收入 1.12 亿元，净利润 3,259 万元。根据公司与欢瑞世纪达成的合作意向，



双方利用各自资源、强强联合、优势互补，在影视剧的投资发行等各方面进行全方位合作。在电视剧投资方面，双方初步拟定，对于欢瑞世纪生产的以下电视剧，光线传媒将参与投资或拥有优先投资权：《画皮2》、《盛夏晚晴天》、《海上花》、《抓紧时间爱》、《微女孩》、《画壁》、《四大名捕》。在电视剧的发行方面，双方将更多借助光线传媒所拥有的发行网络优势。目前双方初步拟定，光线传媒将代理发行欢瑞世纪生产的电视剧《天使的幸福》。光线传媒将其成功的电影《画壁》、《四大名捕》的电视剧改编权授予欢瑞世纪，同时将光线传媒出品的其他电影的电视剧改编权优先授予欢瑞世纪。

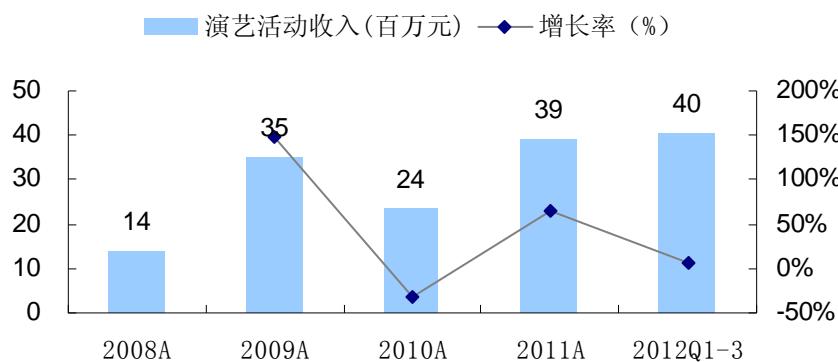
电视剧是电视台播出和收视比重最高的节目类型，而目前整个电视剧行业还处于集中度比较低的情况。2012年1-9月，获得《国产电视剧发行许可证》的共有358部12476集电视剧，其中比例最高的电视剧公司的集数占比也仅有2.3%。另一方面，精品电视剧依然供不应求。公司现在加大电视剧业务的投入是比较好的时机，也是对公司产品线的优势延伸。

我们预计光线传媒在2013年的电视剧的投入产出将会有大幅度的提高，电视剧业务有望成为公司新的增长点。

6 演艺活动增长稳定

公司所从事的演艺活动主要是指通过电视台播出的大型线上活动，主要包括颁奖典礼、首映礼、音乐演出类和选秀类活动。一般与公司的电视栏目品牌相结合，由与公司合作的电视台播出，是为客户提供多渠道、多类型宣传方案的整合营销内容之一，成为公司娱乐整合营销的特色之一。演艺活动收入来自于活动制作费收入、冠名权、独家赞助等商家赞助收入。演艺活动一般在电视台播出，属于特殊类型的电视节目。

图 20、演艺活动收入



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所



演艺活动收入从 2008 年的 1409 万元增长到 2011 年的 3902 万元，2012 年 1-9 月演艺活动收入为 4036 万元，同比增长 6%。

公司演艺活动业务快速扩张，2008 年、2009 年、2010 年和 2011 年活动场次分别为 15 场次、28 场次、20 场次、31 场次。2012 年公司承办了《第六届娱乐大典》、《第十二届音乐风云榜颁奖典礼》、《2012·中国爱慈善盛典》及《北京国际电影节开幕式红毯仪式》、《国剧盛典》、《音乐风云榜新人盛典》、《影视新势力盛典》、《真维斯杯服装设计大赛》，以及为央视网制作的《5+北京奥运夜》等活动，公司还将承办韩国艺人广州演唱会等。

与公司主要栏目相结合的颁奖典礼致力于打造国内最具权威和公信力的专业颁奖典礼。例如，“音乐风云榜颁奖盛典”2000 年以来连续成功举办十二届，被媒体誉为“中国的格莱美”；“娱乐大典”是国内唯一的年度综合性娱乐颁奖典礼。同时，公司的演艺活动一般为在电视台播出的线上活动，与常规电视栏目实现了良性互动，成为短期内具有广泛影响力的特殊节目。此外，公司还为广告客户量身定做各种演艺活动、和地方电视台联合举办本地化的演艺活动等，上述演艺活动都成为公司的特色节目。

演艺活动时公司在节目业务的延伸，通过举办演艺活动，使得公司可以为客户提供更全面的立体营销解决方案。演艺活动同时和电影和电视剧业务形成了互相促进。我们预计未来公司的演艺活动业务将会保持稳定增长。

此外，艺人经纪业务目前处于起步阶段，签约的艺人以公司节目的主持人为主。未来随着公司节目和影视业务影响力的增加，将有可能发展更多的签约艺人，从而使得艺人经纪业务有较大发展。

7 布局新媒体

7.1 投资互联网视频社区

公司在加强电视电影等优势内容的同时，正在通过外部股权收购等方式拓展新媒体渠道，进一步完善产业链条布局。2012 年公司公告收购北京天神互动科技有限公司 10% 股权、金华长风 32% 股权。公司目前还有充裕的现金，2012 年三季度末有 7.2 亿元现金。我们预计公司未来将会继续拓展新媒体的资源，从而使公司内容的影响力横跨电影、电视、互联网、移动互联网。

2012 年光线传媒拟以 7500 万元投资金华长风信息技术有限公司 32% 股权（指增资后的股份比例）。金华长风是一家以多媒体互动娱乐为主营业务的互联网企业，目前有 480 多名员工，在即时通讯、多媒体和互联网增值业务等领域具有多年的研究和运营



经验。该公司拥有国内富有特色的多媒体互动娱乐社区——呱呱视频社区(www.17guagua.com)。该视频社区是一款以在线K歌为主，集合交友、聊天、教学等多种娱乐内容的视频即时互动平台。2008年运营以来，该网站社区的注册用户数量和会员平均在线数量均保持快速增长，注册会员数量由2008年末的196万爆发式增长到2011年末的5,297万，会员平均在线数量也由成立之初的8,000增长到超过50万。

呱呱视频社区主要有三种盈利模式，包括：第一，增值服务收费。通过用户互动产生的道具、礼物类增值产品付费。第二，多等级的会员付费。第三，服务分成。呱呱提供内容服务平台，内容包括娱乐、财经、教育等，呱呱与内容提供者进行收费分成。金华长风预计2012年、2013年、2014年税后净利润不低于人民币600万元、2,800万元和5,300万元。

股权投资后，公司将在网络视频领域与金华长风展开多层次的深度合作。首先在节目内容整合方面，基于呱呱已经拥有的超过6000万注册用户，960万活跃用户，每日同时在线人数峰值已突破60万（2012年2月统计），将与光线传媒的整体节目资源进行有效的打通互动。以综艺音乐节目为重点，将光线每年的综艺选秀节目的海选、网络直播互动以及音乐互动歌会等光线独家内容与呱呱社区平台进行深度合作。另外，在娱乐资讯、生活健康类节目的录制当中，将加入大量的直播互动内容（呱呱以国内领先的p2p技术提供给用户无延迟的“面对面”视频），同时整合SNS开放平台等各种渠道资源让更多的用户参与直播互动。将尝试新的电视-互联网节目形式的创新，将光线现有的电商购物节目与直播进行有机整合，形成新的网络直播购物节目。第二，在渠道整合方面，利用光线的600家电视台的电视网、户外媒体的全覆盖优势，将呱呱视频社区作为新媒体延伸的通道，向用户传播更加具备新媒体形态的内容。

7.2 投资网页游戏开发商

公司收购北京天神互动科技有限公司10%股权，转让价款为1亿元。天神互动成立于2010年，是中国极具实力的网页游戏开发商之一。

天神互动凭借着自主引擎的支持开发网络游戏，成立后即快速推出受广大玩家喜爱的角色扮演类网页游戏产品《傲剑》，《傲剑》是一款ARPG武侠类网页游戏，主要针对25-45岁，具有武侠情结的玩家。凭借着自主引擎的支持，《傲剑》实现了众多网页游戏中所没有的特色，拥有强大的技能由玩家自主操作，新颖独特。一经推出，即获得了良好的市场声誉和业绩表现，服务器组数突破1000组，创下了国产网页游戏首个突破千服大关的记录；月收入超8,000万元人民币，其中国内营收接近6,000万元，海外营收超2,000万元。截止2012年6月累计注册玩家过亿人，单日最高在



线 36 万人，目前平均在线 30 万人。2012 年 4 月，天神互动又研发推出了网页游戏《飞升》，游戏类型：仙侠 ARPG 即时战斗，2012 年 6 月又推出网页游戏《沧海笑》，游戏类型：角色扮演/即时战斗。目前，公司正在研发一款以“西游记”为背景的 2DARPG 页游产品《斗战胜佛》，游戏类型：角色扮演/即时战斗。新游戏开发方面，未来两年，预计天神互动将有 3 款新游戏上线，同时，也将陆续开始开发手机游戏及社交游戏。

未来，天神互动的游戏作品将于与公司电影业务实现互动效应，打造“电影” + “游戏”相互促进的格局。

8 盈利预测与评级

我们预计公司 2012 年至 2014 年的每股收益将分别为 1.12 元、1.40 元、1.77 元，对应当前股价的市盈率分别为 21、17、14 倍。目前光线传媒的市盈率和市净率处于影视行业上市公司的低端，，当前市场估值低估了公司的发展前景。维持“强烈推荐”评级。

9 风险提示

节目广告受到经济情况的影响的风险。

参与投资的电影的票房低于预期的风险。



盈利预测

资产负债表					利润表				单位: 百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E			
流动资产	1,793.7	1,818.6	1,903.6	2,091.8	一、营业收入	697.9	1,019.9	1,275.0	1,632.0			
货币资金	1,083.0	730.2	562.9	404.6	减：营业成本	412.4	621.0	761.6	952.0			
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	26.2	39.9	51.3	68.0			
应收款项	270.6	419.1	524.0	670.7	销售费用	13.0	16.3	20.4	26.1			
预付款项	295.2	444.5	545.1	681.4	管理费用	36.3	53.0	65.0	81.6			
存货	127.2	207.0	253.9	317.3	财务费用	-7.0	-21.7	-14.6	-11.3			
其他流动资产	17.8	17.8	17.8	17.8	资产减值损失	6.0	5.9	2.1	2.9			
非流动资产	99.4	126.5	153.5	170.6	加：公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0			
长期投资及金融资产	0.4	0.4	0.4	0.4	投资收益	0.0	9.0	17.0	0.4			
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中：联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.4			
固定资产	24.7	61.7	98.8	135.8	二、营业利润	210.9	314.3	406.1	513.0			
在建工程	0.0	-10.0	-20.0	-40.0	加：营业外收入	4.0	15.1	7.6	7.9			
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减：营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.1			
无形及递延性资产	74.3	74.3	74.3	74.3	三、利润总额	214.9	329.4	413.6	520.9			
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减：所得税费用	39.1	59.9	75.2	94.8			
资产总计	1,893.1	1,945.0	2,057.2	2,262.4	四、净利润	175.8	269.5	338.4	426.1			
流动负债	103.3	126.8	141.7	161.9	归属母公司净利润	175.8	269.5	338.4	426.1			
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益与调整	0.0	0.0	0.0	0.0			
应付账款	41.6	62.6	76.8	96.0	五、总股本(百万股)	109.6	241.1	241.1	241.1			
预收帐款	0.3	2.9	3.6	4.6	EPS (元/股)	1.60	1.12	1.40	1.77			
其他	61.4	61.4	61.4	61.4								
长期负债	1.6	1.6	1.6	1.6								
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0								
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0								
其他	1.6	1.6	1.6	1.6								
负债合计	104.9	128.4	143.3	163.5								
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0								
股本	109.6	241.1	241.1	241.1								
资本公积	1,423.5	1,291.9	1,291.9	1,291.9								
留存收益	255.2	283.6	380.8	565.8								
股东权益合计	1,788.3	1,816.6	1,913.9	2,098.9								
负债和股东权益	1,893.1	1,945.0	2,057.2	2,262.4								
现金流量表					主要财务比率							
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E			
经营活动现金流	-187.4	-231.8	-127.2	-128.3	成长能力							
净利润	175.8	269.5	338.4	426.1	营业收入	45.5%	46.1%	25.0%	28.0%			
折旧摊销	1.6	0.0	0.0	0.0	营业毛利	51.1%	39.7%	28.7%	32.5%			
财务费用	4.8	-21.7	-14.6	-11.3	EBIT	67.4%	37.9%	30.0%	33.9%			
投资损失	0.0	-9.0	-17.0	-0.4	净利润	55.8%	53.3%	25.6%	25.9%			
营运资金变动	-381.4	-354.1	-237.4	-326.2	获利能力							
其它	6.4	-139.1	2.1	2.9	毛利率	40.9%	39.1%	40.3%	41.7%			
投资活动现金流	-28.8	-121.0	-40.0	-30.0	EBIT/收入	30.1%	28.4%	29.5%	30.9%			
资本支出	-28.4	-40.0	-40.0	-30.0	净利率	25.2%	26.4%	26.5%	26.1%			
长期投资	-0.4	-81.0	0.0	0.0	ROE	9.8%	14.8%	17.7%	20.3%			
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	9.8%	14.8%	17.7%	20.3%			
筹资活动现金流	1,259.8	0.0	0.0	0.0	偿债能力							
债务融资	-116.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	5.5%	6.6%	7.0%	7.2%			
权益融资	1,380.7	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	-25.3	-12.4	-23.2	-37.8			
其它	-4.9	0.0	0.0	0.0	速动比率	15.96	12.57	11.52	10.85			
汇率变动影响	-0.5	0.0	0.0	0.0	经营现金净额/当期债务	n/a	n/a	n/a	n/a			
现金净增加额	1,043.0	-352.8	-167.2	-158.3	营运能力							
					总资产周转率	0.37	0.52	0.62	0.72			
					应收账款天数	139.58	147.95	147.95	147.95			
					存货天数	111.00	120.00	120.00	120.00			
					每股指标(元)							
					EBIT/股本	1.92	1.20	1.56	2.09			
					每股经营现金流	-1.71	-0.96	-0.53	-0.53			
					每股净资产	16.32	7.53	7.94	8.70			
					估值比率							
					P/E	14.68	21.07	16.78	13.33			
					P/B	1.44	3.13	2.97	2.71			
					P/S	3.70	5.57	4.45	3.48			
					EV/EBITDA	12.20	19.61	15.08	11.26			

数据来源：第一创业研究所、公司公告



免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135