



## 强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
顺网科技	300113.SZ	26.65	买入
当代明诚	600136.SH	13.13	买入
三七互娱	002555.SZ	25.97	未有评级
完美世界	002624.SZ	41.33	未有评级
吉比特	603444.SH	319.99	未有评级
游族网络	002174.SZ	22.33	未有评级
世纪华通	002602.SZ	11.71	未有评级
姚记科技	002605.SZ	19.80	未有评级
芒果超媒	300413.SZ	35.01	未有评级
分众传媒	002027.SZ	6.23	未有评级

资料来源：万得，中银国际证券  
以2019年12月19日当地货币收市价为标准

### 主要催化剂/事件

5G手机及5G套餐用户数超预期  
头部剧播出进度及效果超预期  
大赛版权售价及广告营销规模超预期

### 相关研究报告

《传媒行业2019年中期策略：咬定业绩青山，拨开5G云雾》2019.7.3  
《5G消费级应用系列报告1：云游戏，5G助力驶入快车道》2019.10.27

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 传媒

方光照  
(021)20328348  
guangzhao.fang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300519010001

# 传媒行业2020年度策略

## 业绩为王，“游戏+影视+体育”吹响进攻号角

2019年初至12月19日，申万一级传媒指数上涨22%。按业绩和估值拆分来看，前三季度板块归母净利润同比-44%，因此PE估值同比+116%，上涨主要由估值驱动。展望2020年，我们判断传媒板块在估值仍有提升空间的情况下，将更多由业绩驱动。我们看好“游戏、影视、体育”三驾马车。

### 支撑评级的要点

- **游戏：手游存量市场集中度有望进一步提升，龙头业绩确定性仍强；云游戏带来的增量有望被头部研发商、云游戏平台及运营商共享。**移动互联网用户红利殆尽及短视频等应用冲击下，手游进入用户和时长的存量争夺阶段。2019年头部游戏和精品游戏的时长份额提升，用户对于游戏品质要求的提高和版号审批趋严的政策驱动手游精品化、头部化趋势不可逆。上市游戏龙头基于资金、人才储备、规模等优势，更容易出精品，2020年在头部、精品游戏中的份额有望进一步提升，从而依靠存量市场占有率提升，实现业绩持续增长。云游戏短期或通过提升转化率推动买量型公司盈利能力提升，5年后有望带来超700亿市场空间，头部研发商、云游戏平台及通信运营商将分享增量市场。
- **影视：“加快去库存+成本端改善”共振下，板块业绩或走出低谷。**2019年10月以来，内容监管边际宽松明显，古装大剧陆续开播，“优爱腾芒”2020年待播的独播头部剧中，多部由上市影视制作公司参与出品。我们判断头部剧去库存2019Q4或已加快，将从三方面带来板块业绩边际改善：1、存货加快确认为收入，收入增速提升；2、存货跌价、应收账款减值等资产减值损失比例下降；3、剧集播出后回款加快，现金流改善。现金流改善后将进入新的投资拍摄周期，2020年有望进入“限薪令”实质落实阶段，带来影视制作公司盈利能力提升。
- **体育：“5G+超高清”或带来大赛版权和广告价值提升，给相关公司带来业绩弹性。**体育直播或成为超高清视频内容的重要突破口，2020年有望成为大赛8K超高清直播元年，欧洲杯、奥运会等头部赛事8K超高清视频转播若落地，或将提升赛事版权对于播放平台的吸引力，加剧播放平台对头部赛事转播权的争夺，推动版权价值提升，版权方有望享受版权价值提升带来的业绩弹性。超高清直播将提升广告呈现效果，增强大赛营销对于广告主的吸引力；互联网、汽车、消费品公司较青睐体育大赛营销，或给深耕体育营销领域的营销中介以及互联网、汽车、消费品行业客户占比较高的媒介、广告代理公司带来业绩弹性。

### 重点推荐

- 游戏板块重点推荐线下游戏云平台龙头**顺网科技**，建议重点关注A股游戏研发运营龙头**三七互娱**、**完美世界**、**吉比特**、**游族网络**、**世纪华通**、**姚记科技**；影视板块建议重点关注平台型龙头**芒果超媒**和内容制作龙头**华策影视**；体育板块重点推荐版权运营及体育营销龙头**当代明诚**；营销板块建议重点关注生活圈媒体龙头**分众传媒**。

### 评级面临的主要风险

- 商誉减值、5G商用推进进度低于预期、政策监管发生变化。



## 目录

板块业绩或已触底，估值从底部走出，2020年行情或更多由业绩驱动	6
游戏：手游存量市场集中度有望进一步提升，龙头业绩确定性仍强；云游戏带来的增量有望被头部研发商、云游戏平台 and 运营商共享	8
影视：“加快去库存、成本端改善”共振下，板块业绩或走出低谷	18
体育：“5G+超高清”或带来大赛版权和广告价值提升	23
投资建议	27
风险因素	28



## 图表目录

图表 1.2016-2019 年申万一级行业涨跌幅排名，SW 传媒板块排名不断提高 .....	6
图表 2.传媒板块整体营业收入单季度同比增速或已触底 .....	6
图表 3.传媒板块整体归母净利润同比增速或处于底部区域 .....	6
图表 4.近年来传媒板块毛利率和期间费用率双双走低 .....	7
图表 5.传媒板块整体商誉水平较高位明显下降 .....	7
图表 6.SW 传媒板块市盈率及相对于全部 A 股和创业板的估值溢价或正从 2012 年来的底部区域走出 .....	7
图表 7.手游行业收入增速放缓或已成常态 .....	8
图表 8.2019H1 手游收入在游戏中的占比已达 65% .....	8
图表 9.2017 年以后手游用户规模增速降至 10% 以内 .....	8
图表 10.手游 MAU 增速维持低位，60% 或为渗透率天花板 .....	8
图表 11.各类应用中，手游总用户时长占比有所下降 .....	9
图表 12.头部应用中游戏平台、ARPG 手游 MAU 增速排前五 .....	9
图表 13.头部应用中 MOBA、MOORPG 人均时长增量排前五 .....	9
图表 14.MOBA 和 MMORPG 手游进入用户总时长增量 TOP10 .....	9
图表 15.2018 年开始国产游戏版号发放数量大幅减少 .....	10
图表 16.2019 年 4 月版号审批新规出台后版号数量继续下降 .....	10
图表 17.2019 年 4 月 22 日广电总局游戏版号审批新规及解读 .....	10
图表 18.进入过 iOS 日畅销榜 TOP200 的老游戏数量及占比 .....	10
图表 19.2019H1 手游发行商 TOP5 合计市场份额较 2018 年提升了 4.3pct .....	11
图表 20.A 股游戏龙头公司 2018 年下半年以来手游（或整体）收入环比增速普遍高于行业整体增速 .....	11
图表 21.中国游戏市场收入占全球比例稳定在 30% 左右 .....	12
图表 22.国内自研手游海外收入增速 2018 年起已超国内 .....	12
图表 23.2019 年 1-10 月各地区流水 TOP100 手游中，来自中国自研的手游流水增速均高于所有手游的总流水增速 .....	12
图表 24.从各地区手游流水 TOP100 中的中国自研游戏所属的企业数量来看，在欧美渗透率还有提升空间 .....	12
图表 25.2019 年全球移动游戏市场中国企业竞争力 20 强排名 .....	12
图表 26.部分 A 股头部手游企业储备的 Taptap 评分在 8 分以上的游戏 .....	13
图表 27.三七互娱、姚记科技 2018 年以来销售费用（主要为买量费用）均大幅增长 .....	14
图表 28.姚记科技销售费用率 2019Q2 已开始下降，游戏上云或助力三七互娱销售费用率下降、净利率提升 .....	14



图表 29.2018 年国内 RPG 游戏用户占手游用户比例达 33%.....	15
图表 30.2018 年国内日均时长超 2 小时的手游用户占比 35%.....	15
图表 31.2017 年国内各类型手游 ARPU 值.....	15
图表 32.云游戏产业链结构：内容-平台（云服务）-终端-用户 .....	15
图表 33.A 股以游戏主业的上市公司 2018 年研发支出超过 4.59 亿元的只有 5 家 ....	16
图表 34.主要云游戏计算架构：X86 和 ARM .....	16
图表 35.腾讯即玩云游戏平台运行原理及参数.....	17
图表 36.2018 年国内公有云 IaaS 市场份额 .....	17
图表 37.影视板块整体营业收入增速仍在低位，2019 年以来净利润降幅收窄 .....	18
图表 38.剔除因大规模商誉减值造成亏损的企业，影视板块 PE 估值仍处于 2012 年 以来的最低位 .....	18
图表 39.影视板块存货占总资产和净资产比例自 2016 年以来不断攀升 .....	19
图表 40.“电视剧首播部数/拿到发行许可证部数”在 2019 年上升，或说明供给侧加快 出清，2020 年或有需求缺口 .....	19
图表 41.2019 年登陆网络平台的头部剧数量较 2018 年明显减少 .....	19
图表 42.2020 年“优爱腾芒”四大视频平台独播头部剧有多家 A 股上市公司参与出 品 .....	20
图表 43.影视板块整体资产减值损失比例 2019H1 已下降 .....	21
图表 44.影视板块整体经营活动现金流 2019Q3 已有所改善.....	21
图表 45.2014 年来国内电影上映数量与产量之比基本稳定 .....	21
图表 46.2019 年春节档票房较 2018 年小幅增长.....	21
图表 47.慈文传媒 2014 年演职人员劳务费占营业成本比例仅 18%.....	22
图表 48.影视板块及华策、慈文 2018 年及 2019H1 毛利率均低于 29%.....	22
图表 49.《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》节选.....	23
图表 50.5G 能满足 4K、8K 超高清视频对于网络条件的要求.....	23
图表 51.2020 年体育大赛集中在 6-8 月.....	24
图表 52.世界杯、欧洲杯全球转播权收入逐届增长 .....	24
图表 53.当代明诚拥有多项头部赛事版权.....	24
图表 54.近两届世界杯赞助收入均超过 14 亿美元 .....	25
图表 55.2018 年世界杯赞助商中的中国企业数量大幅增长 .....	25
图表 56.2016-2018 年三大赛赞助商中，来自餐饮、金融、互联网、交通运输、通讯 行业的占比均超过 5% .....	25
图表 57.2018 年借助世界杯营销的国内企业中，来自汽车、互联网、体育装备、消 费电子、餐饮行业的占比均超过 10% .....	25
图表 58.分众传媒 2018 年客户行业构成中，日用消费品、互联网、交通排前三...26	26
图表 59.科达股份 2018 年客户行业构成中，互联网、游戏、汽车排前三.....	26



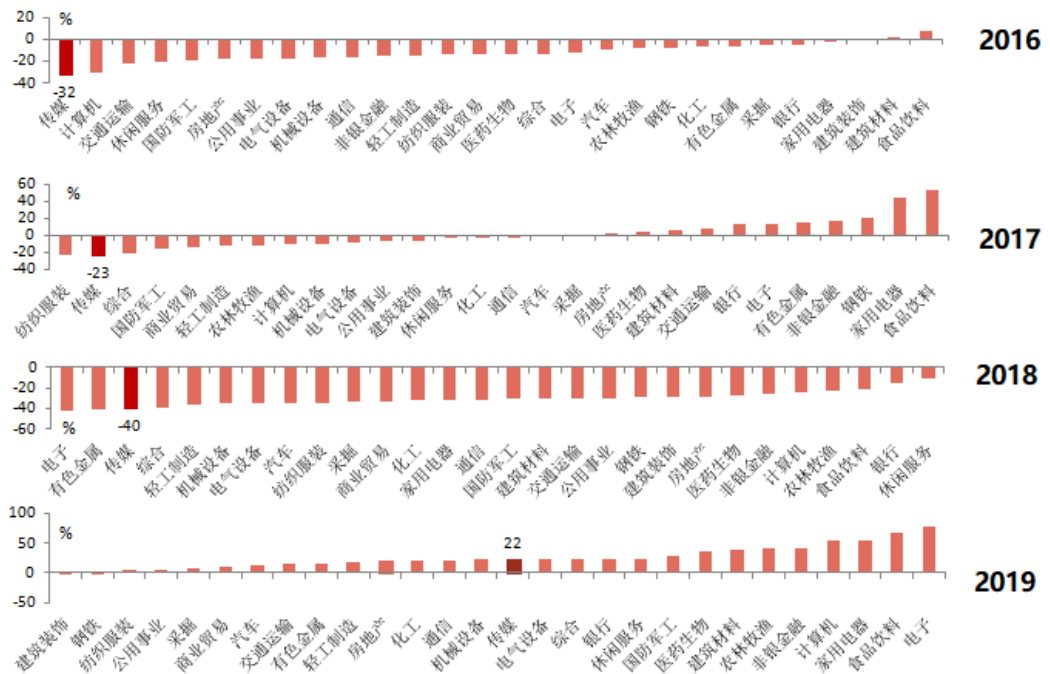
---

图表 60.2020 年体育大赛集中在 6-8 月.....	26
附录图表 61. 报告中提及上市公司估值表.....	29

## 板块业绩或已触底，估值从底部走出，2020 年行情或更多由业绩驱动

截至 12 月 19 日收盘，2019 年申万一级传媒指数上涨 22%，涨幅在 28 个申万一级行业中排名第 14，自 2016 年以来 SW 传媒行业涨幅排名不断上升，但全年涨幅仍然落后于 TMT 中的电子、计算机行业。

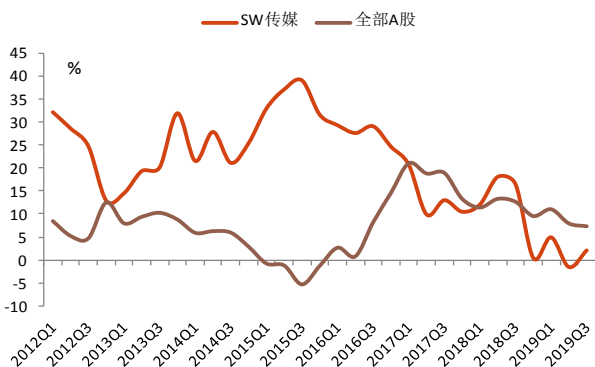
图表 1.2016-2019 年申万一级行业涨跌幅排名，SW 传媒板块排名不断提高



资料来源：万得，中银国际证券（注：2019 年的涨跌幅为截至 2019 年 12 月 19 日收盘的数据）

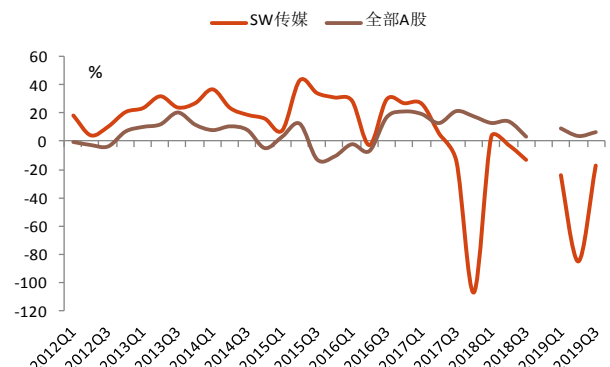
**整体业绩：大概率已触底。**从传媒板块整体业绩增速来看，营业收入和归母净利润单季度同比增速均处于 2012 年以来的低位，2019Q3 收入增速或已触底反弹。从盈利情况看，整体毛利率仍处于下行趋势，但期间费用得到有效控制，费用率呈现同步下行趋势，净利率在 2017 年一度企稳，但由于商誉减值、存货跌价、应收账款减值等资产减值在 2017、2018 年频发，对 2017、2018 年四季度净利率影响较大。从商誉情况看，经过 2018 年报的集中商誉减值，传媒板块整体商誉规模和占总资产比例较 2016-2018 年的高位明显下降，基本回到 2014-2015 年大规模并购前夕的水平，但商誉减值风险并未完全消除，2020 年仍可能成为影响传媒板块整体业绩和估值的风险因素。

图表 2.传媒板块整体营业收入单季度同比增速或已触底



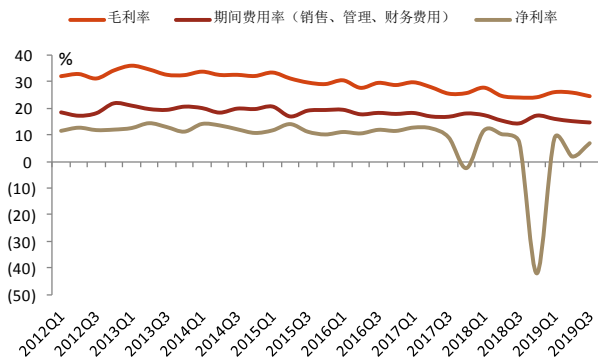
资料来源：万得，中银国际证券

图表 3.传媒板块整体归母净利润同比增速或处于底部区域



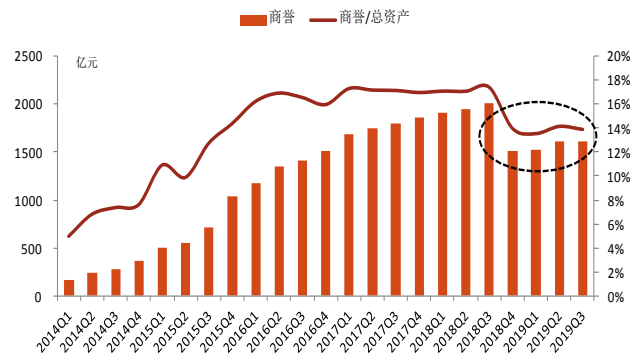
资料来源：万得，中银国际证券

图表 4.近年来传媒板块毛利率和期间费用率双双走低



资料来源：万得，中银国际证券

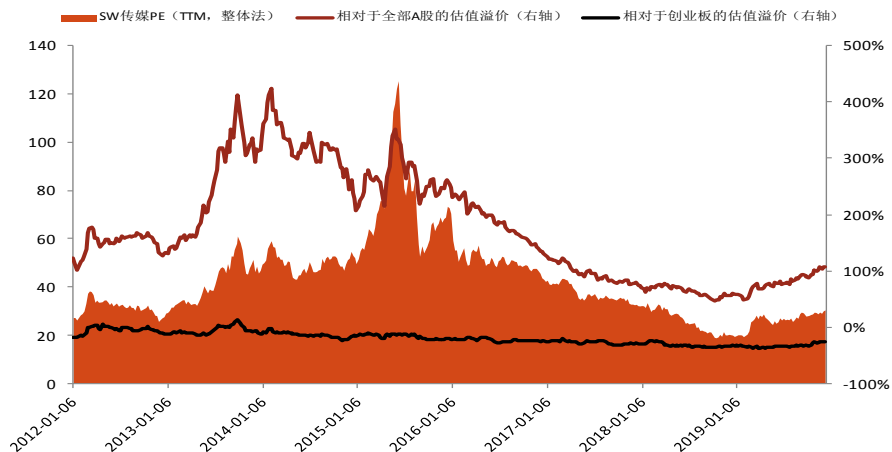
图表 5.传媒板块整体商誉水平较高位明显下降



资料来源：万得，中银国际证券

**估值水平：或正从底部区域走出。**截至 12 月 19 日，SW 传媒板块 TTM 整体市盈率 30X，较全部 A 股的估值溢价为 108%，较创业板的估值溢价为-26%。市盈率及估值溢价较 2018 年底有所回升，但仍显著低于 2013 至 2017 年上半年的水平，传媒板块估值或正从 2012 年以来的底部区域走出。

图表 6.SW 传媒板块市盈率及相对于全部 A 股和创业板的估值溢价或正从 2012 年来的底部区域走出



资料来源：万得，中银国际证券（截至 12 月 19 日收盘）

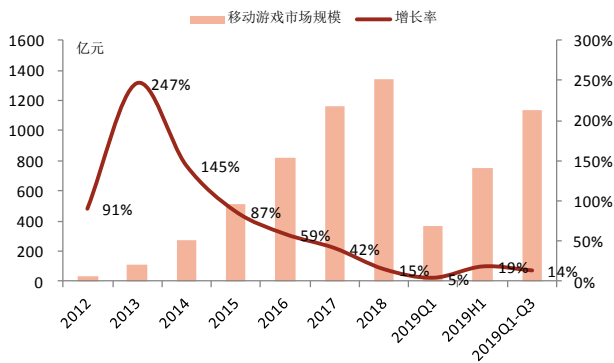
如果将传媒板块 2019 年初至 12 月 19 日的涨幅（+22%）拆解为业绩（EPS）驱动和估值（PE）驱动，基于 2019 年三季报，前三季度传媒板块整体归母净利润同比-44%，因此 PE 估值同比+116%，2019 年的上涨主要由估值驱动。展望 2020 年，我们判断传媒板块在估值仍有提升空间的情况下，将更多由业绩驱动，游戏板块在存量集中度提升及云游戏带来的增量驱动下，有望延续业绩高增长；影视板块在内容监管边际放松、加快去库存和限薪令带来的成本下降驱动下，有望迎来明显的业绩边际改善；体育板块和营销板块在欧洲杯、奥运会等热点赛事带动下，相关公司版权收入、体育营销收入有望贡献较大业绩弹性。

## 游戏：手游存量市场集中度有望进一步提升，龙头业绩确定性仍强；云游戏带来的增量有望被头部研发商、云游戏平台 and 运营商共享

### 1、传统模式下，国内手游收入规模增速放缓或成常态，主因移动互联网用户红利殆尽

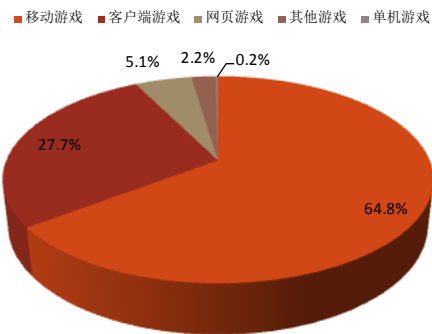
根据伽马游戏数据，2018年手游行业在版号暂停、新游戏上线受影响情况下，收入同比增速较2017年大幅放缓至15%。2019年在版号审批重启后，随着一批新获版号的头部游戏陆续上线和《和平精英》替代《刺激战场》开启商业化变现，手游行业2019H1收入同比增速回升至19%，但2019Q3单季度同比增速再次回落到-0.9%，我们测算，全年手游行业收入增速若要超过2018年15%的水平，2019Q4收入需达到409亿元，同比增长17%，存在一定难度。过去驱动手游行业高速增长的两个因素为 MAU 和 ARPU，随着移动互联网用户红利殆尽，手游用户规模和 MAU 增速明显放缓，未来将主要由 ARPU 驱动；但限于大量长尾用户的存在，ARPU 提升不会很快，我们判断手游行业收入增速放缓或成常态。

图表 7. 手游行业收入增速放缓或已成常态



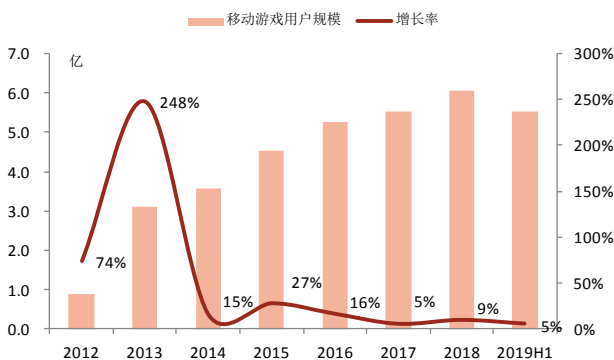
资料来源：伽马数据，中银国际证券

图表 8. 2019H1 手游收入在游戏中的占比已达 65%



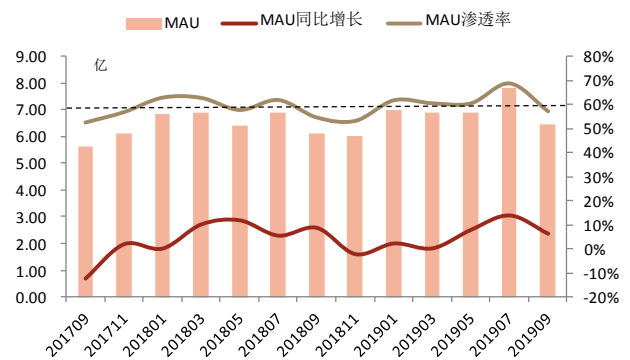
资料来源：伽马数据，中银国际证券

图表 9. 2017 年以后手游用户规模增速降至 10% 以内



资料来源：伽马数据，中银国际证券

图表 10. 手游 MAU 增速维持低位，60% 或为渗透率天花板



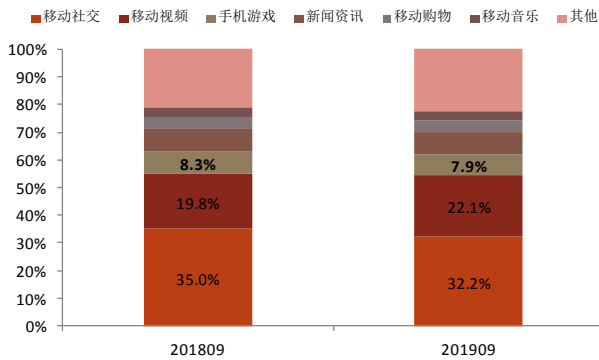
资料来源：Questmobile，中银国际证券



## 2、从时长和 MAU 来看，手游产品的重度化、头部化趋势加剧

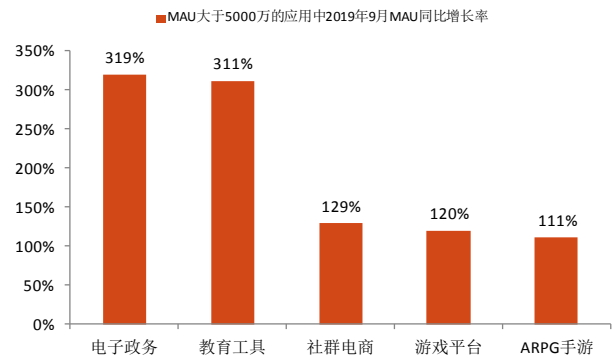
手游用户总时长占比下降的情况下，头部重度游戏的 MAU、用户人均时长大幅提升。根据 Questmobile 数据，2019 年 9 月相比于 2018 年 9 月，各类移动互联网应用的用户时长占比中，手游占比下降 0.4pct 至 7.9%，移动视频时长占比上升 2.4pct 至 22.1%；而 MAU 大于 5,000 万的移动互联网应用中，游戏平台 and ARPG 手游 MAU 分别同比大增 120%和 111%，增速位列各类应用前五，重度手游代表 MOBA、MMORPG 品类月人均使用时长分别同比增加 259 分钟和 213.2 分钟，增幅同样位列各类应用前五。这说明 MOBA、ARPG、MMORPG 品类的头部游戏进一步抢占了中长尾游戏的用户数和时长，手游行业头部化、重度化加剧。

图表 11. 各类应用中，手游总用户时长占比有所下降



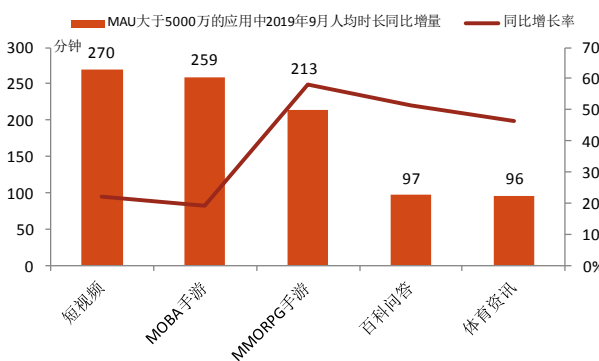
资料来源：Questmobile，中银国际证券

图表 12. 头部应用中游戏平台、ARPG 手游 MAU 增速排前五



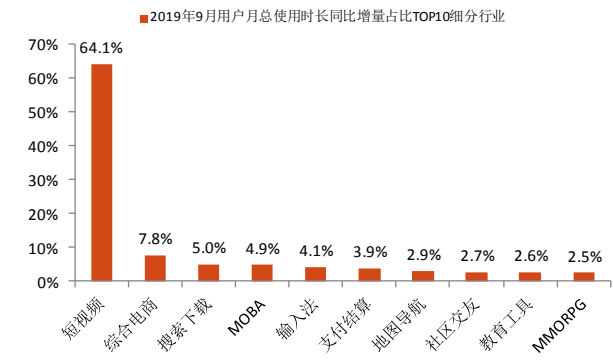
资料来源：Questmobile，中银国际证券

图表 13. 头部应用中 MOBA、MMORPG 人均时长增量排前五



资料来源：伽马数据，中银国际证券

图表 14. MOBA 和 MMORPG 手游进入用户总时长增量 TOP10 细分行业

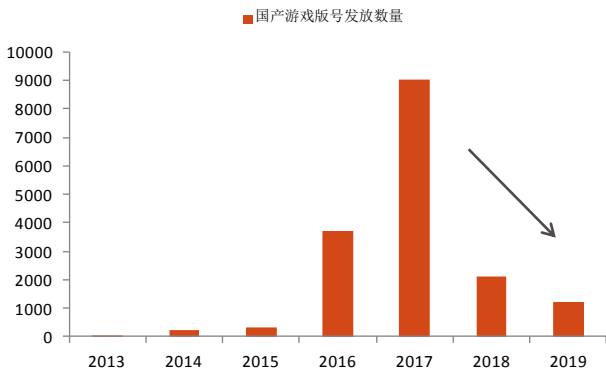


资料来源：伽马数据，中银国际证券

## 3、版号政策或进一步驱动手游精品化、头部化

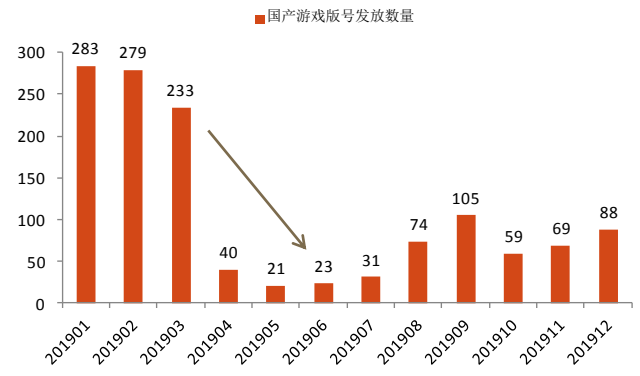
2018 年版号审批一度暂停并于年底重启后，版号发放的数量较 2016、2017 年大幅减少。2019 年 1-3 月，每月版号发放数量在 250 款左右。2019 年 4 月，广电总局发布游戏版号审批新规，体现“总量控制、鼓励精品”原则，对游戏内容作了更严格的限制，每月版号发放数量也较 1-3 月进一步减少。

图表 15.2018 年开始国产游戏版号发放数量大幅减少



资料来源：新闻出版广电总局，中银国际证券

图表 16.2019 年 4 月版号审批新规出台后版号数量继续下降



资料来源：新闻出版广电总局，中银国际证券

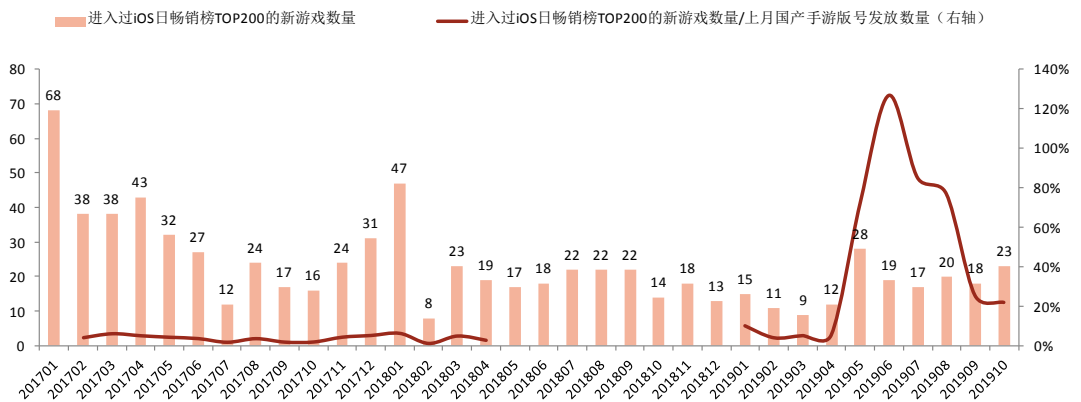
图表 17.2019 年 4 月 22 日广电总局游戏版号审批新规及解读

版号发放数量	控制发放数量，从第 11 批开始每周批文预估 50 个
游戏类别限制	不受理棋牌、官斗、宫斗和屠杀类游戏，换装类游戏申请或将暂缓
游戏内容限制	1、打斗系统任何颜色的液体都不能出现，尸体需尽快消失；2、未成年人账号中结婚系统不可开放；3、道具抽取系统不能以抽取概率百分比表示，必须精确到抽几次能中；4、三从修改意见之后仍有问题的产品回退处理，不得再次申报
其他规定	加强微信小程序游戏监管等

资料来源：新闻出版广电总局，微博“游戏版号楠柏湾”，中银国际证券

随着 2017-2019 年国产手游版号发放数量的下降，进入 iOS 日畅销榜 TOP200 的新游戏数量整体呈现下降趋势。由于新游戏开始收费变现较拿到版号有一定的滞后，2018 年 9 月至 2019 年 3 月畅销榜 TOP200 中新游戏数量明显受到 2018 年 4 月版号发放暂停的影响。但我们如果用“进入过 iOS 日畅销榜 TOP200 的新游戏数量/上月国产手游版号发放数量”作为衡量新手游精品程度的指标（考虑到很多新手游在拿到版号前就已经开始大规模公测或者免费上线，假设收费变现平均滞后于拿到版号一个月比较合理），可以发现在 2019 年 4 月广电总局游戏版号审批新规实施后，该比例大幅提升。**我们认为，由于新的版号审批规则对于游戏内容规定较严、审核周期较长、版号数量进一步限制，总体体现“鼓励精品”的原则，对于手游研发商而言，研发和测试周期拉长，加大了新游戏拿到版号开始变现后，成为头部游戏的概率。因此，版号审批政策从结果上来看，助推了手游精品化。**

图表 18.进入过 iOS 日畅销榜 TOP200 的老游戏数量及占比

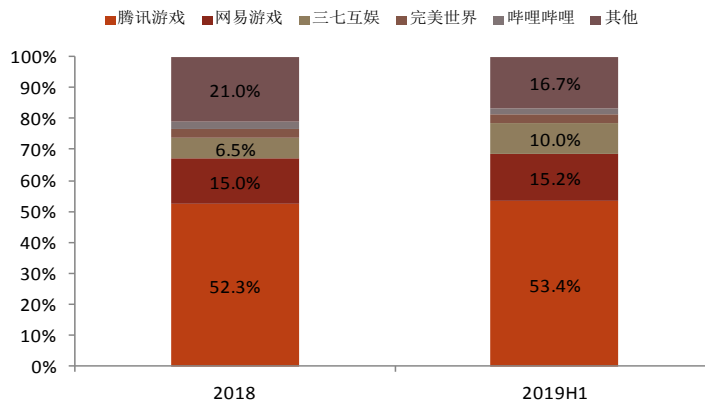


资料来源：伽马数据，新闻出版广电总局，中银国际证券

#### 4、手游头部化、精品化趋势下，国内手游市场集中度提升

用户对于游戏品质要求的提高以及版号审批趋严推动游戏不断朝精品化方向发展，头部的手游企业基于资金、研发、人才储备优势或买量规模效应，更容易出品精品游戏、头部游戏。根据易观数据，国内 TOP5 手游发行商合计市场份额 2019 年上半年较 2018 年提升了 4.3pct，其中三七互娱由 6.5% 提升至 10.0%，提升幅度较大，行业集中度进一步提升。从 A 股上市龙头游戏公司的分半年度手游收入（或整体游戏业务收入）环比增速来看，从 2018 年下半年开始均明显快于手游行业或游戏行业整体增速，也说明 A 股游戏龙头的市占率在不断提升。

图表 19.2019H1 手游发行商 TOP5 合计市场份额较 2018 年提升了 4.3pct



资料来源：易观，中银国际证券

图表 20.A 股游戏龙头公司 2018 年下半年以来手游（或整体）收入环比增速普遍高于行业整体增速

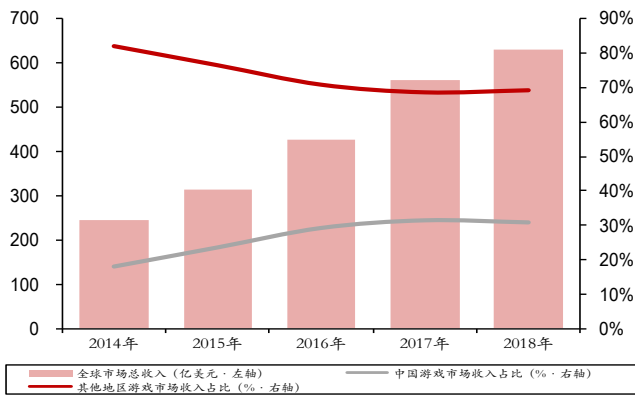
(%)	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1
吉比特	(1)	0	8	13	22
完美世界	17	(26)	(8)	24	13
三七互娱		13	23	60	58
游族网络	41	14	(6)	23	(13)
姚记科技				226	83
世纪华通				16	97
游戏行业	15	4	1	4	6
手游行业	26	7	6	11	7

资料来源：万得，伽马数据，中银国际证券（注明：吉比特、世纪华通未单独披露移动游戏业务收入，采用游戏整体业务收入，其他采用移动游戏业务收入）

#### 5、海外市场空间和增速大于国内，国内自研手游出海竞争力不断增强，在欧美地区渗透率有望提升

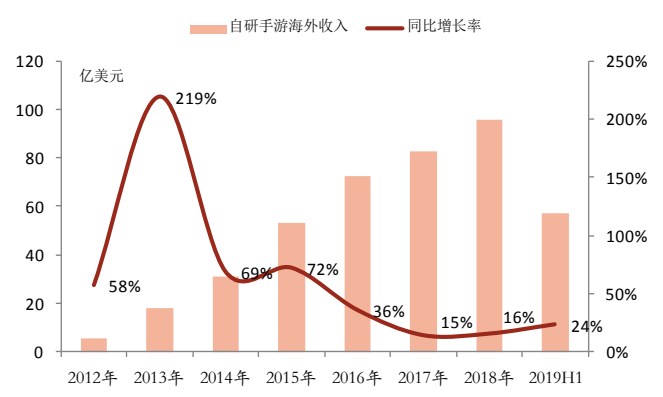
海外游戏市场规模 2-3 倍于中国市场，国内自研手游海外收入增速已超国内手游行业收入增速。根据伽马游戏的数据，全球游戏市场收入从 2014 年的 245.9 亿美元上升到 2018 年的 632.0 亿美元，CAGR 达 27%。其中，中国游戏市场占比从 2014 至 2016 年快速提升，2016 年以后稳定在 30% 左右，中国市场之外的其他地区游戏市场占比在 70% 左右，仍 2-3 倍于中国市场。2018 年和 2019 年上半年，中国自研手游海外收入增速分别达到 16% 和 24%，均快于国内手游行业收入增速（15% 和 19%）。

图表 21. 中国游戏市场收入占全球比例稳定在 30% 左右



资料来源：伽马数据，中银国际证券

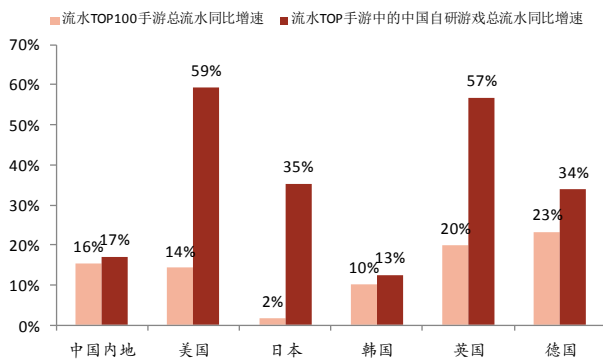
图表 22. 国内自研手游海外收入增速 2018 年起已超国内



资料来源：伽马数据，中银国际证券

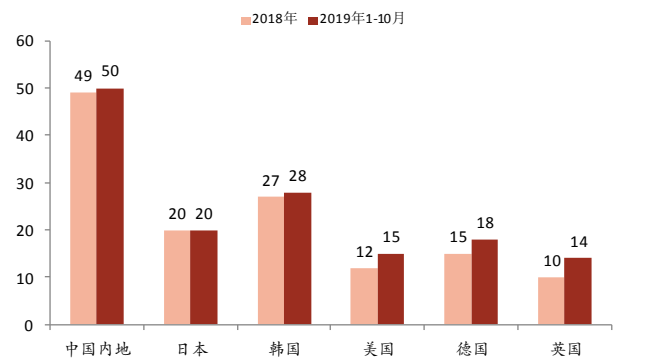
**国内手游研发商在欧美地区的渗透率仍有提升空间。**根据伽马数据，从 2018 年和 2019 年 1-10 月各地区手游流水 TOP 中的中国自研游戏所属的企业数量看，中国内地明显大于日韩，日韩明显大于欧美。当前规模较大、国内市场领先的手游研发和发行商同样是出海龙头，基于中国自研手游在全球竞争力的增强，未来在欧美能打进头部游戏市场的国内企业有望增多。

图表 23. 2019 年 1-10 月各地区流水 TOP100 手游中，来自中国自研的手游流水增速均高于所有手游的总流水增速



资料来源：伽马数据，中银国际证券

图表 24. 从各地区手游流水 TOP100 中的中国自研游戏所属的企业数量来看，在欧美渗透率还有提升空间



资料来源：伽马数据，中银国际证券

图表 25. 2019 年全球移动游戏市场中国企业竞争力 20 强排名

排名	游戏名称	排名	游戏类型
1	腾讯游戏	11	紫龙游戏
2	网易游戏	12	莉莉丝
3	三七互娱	13	哔哩哔哩
4	世纪华通	14	中手游
5	完美世界	15	创梦天地
6	米哈游	16	巨人网络
7	IGG	17	游族网络
8	多益网络	18	掌趣科技
9	乐元素	19	玩友时代
10	中文传媒 (智明星通)	20	叠纸网络

资料来源：伽马数据，Newzoo，中银国际证券



**6、展望 2020 年：手游存量市场集中度有望继续提升，A 股龙头业绩增长确定性仍强；云游戏或助推买量型龙头盈利能力提升，并打开增量市场空间**

**(1) 手游存量市场集中度或继续提升，A 股龙头公司精品游戏储备丰富，业绩增长确定性强**

移动互联网用户红利殆尽以及短视频等其他应用的冲击下，手游进入总用户数和总用户时长的存量争夺阶段。从 2019 年体现的趋势看，头部游戏和精品游戏对于手游用户时长的占领加剧，时长份额提升；用户对于游戏品质要求的提高和版号审批趋严的政策驱动手游精品化、头部化趋势不可逆。上市头部游戏公司基于资金、人才储备、规模等优势，更容易出精品，多款精品游戏在储备中，2020 年在头部、精品游戏中的份额有望进一步提升，进而在用户总时长和付费中的份额也有望提升，依靠存量市场市占率的提升，实现业绩持续增长。

**图表 26.部分 A 股头部手游企业储备的 Taptap 评分在 8 分以上的游戏**

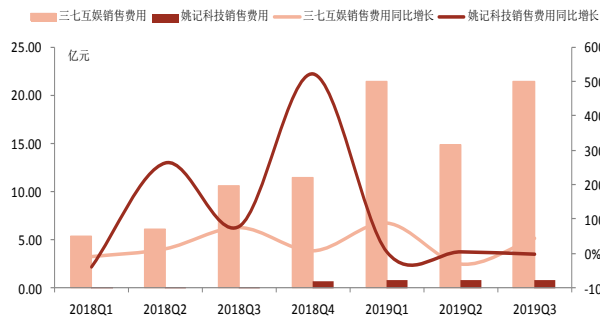
游戏公司	产品名称	上线时间	游戏类型	Taptap 评分
完美世界	梦间集天鹅座	2019Q4	二次元/女性	9.4
	新笑傲江湖	2020	MMO	8.2
	梦幻新诛仙	2020	回合制	8.0
吉比特	四目神	2020	二次元	10.0
	爱丽丝的精神审判	2020	二次元	9.8
	魔法洞穴 2	2020	Roguelike	9.5
	双境之城	2020	二次元	9.4
	魔渊之刃	2020	ARPG	9.4
世纪华通	君临之境	2020	二次元	9.1
	失落城堡	2020	Roguelike	8.9
	庆余年	2020	MMORPG	9.5
	小森生活	2020	模拟经营	9.4
游族网络	樱桃湾之夏-AKB48	2020	养成	9.4
	少年三国志零	2020	卡牌	8.7
	山海镜花	2020	RPG	8.2

资料来源：公司公告，Taptap，中银国际证券（注：基于 Taptap 上可查到的游戏评分统计）

**(2) 云游戏短期或通过提升转化率，推动买量型公司盈利能力提升**

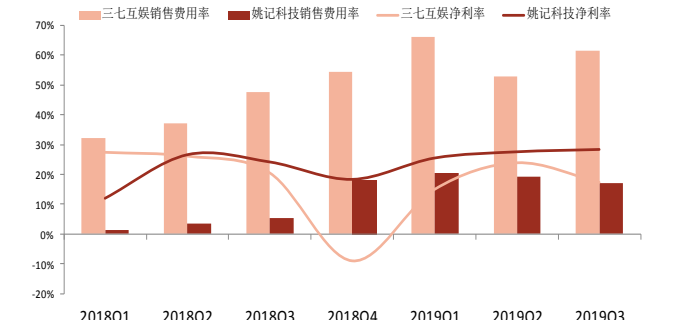
传统手游买量模式下，用户点击游戏广告须跳转到游戏下载页面，然后点击下载、输入密码授权、启动下载（通常 15 秒以上）、退回桌面、启动游戏，完整步骤下来往往接近 1 分钟，而云游戏或将在 2020 年首先推动游戏大规模上云，实现“即点即玩”，省去“下载-授权-等待-启动”等步骤，有望大大提升买量转化效率。同时，由于无需下载，应用商店等下载渠道的作用弱化，社交媒体、新闻资讯平台、视频网站、直播平台甚至电商平台等各类应用都可能成为启动游戏的流量入口，流量入口或将扁平化，利于具备大规模流量采买能力的手游发行商建立规模优势，降低买量成本。从 A 股手游公司的销售费用来看，三七互娱、姚记科技等买量型公司，或因为游戏上云带来销售费用率的下降和净利率的提升。

图表 27.三七互娱、姚记科技 2018 年以来销售费用（主要为买量费用）均大幅增长



资料来源：万得，中银国际证券

图表 28.姚记科技销售费用率 2019Q2 已开始下降，游戏上云或助力三七互娱销售费用率下降、净利率提升



资料来源：万得，中银国际证券

(3) 更长维度来看，云游戏将打开游戏增量市场空间，头部研发商、云游戏平台及通信运营商或将分享增量市场

5G 相比 4G 的带宽大幅提升和更强的并发能力带来了更低的网络时延与抖动，确保云游戏平台能满足用户对游戏清晰度、流畅度的要求。2019 年国内 5G 商用正式开启，我们判断随着 2020 年手机厂商加快推出 5G 手机，运营加大力度推广 5G 套餐，国内 5G 用户数有望增长，云游戏有望迎来真正爆发。

我们通过两种方法来预测国内云游戏潜在市场规模。

**方法一：通过主机游戏潜在市场规模来代替云游戏潜在市场规模。**

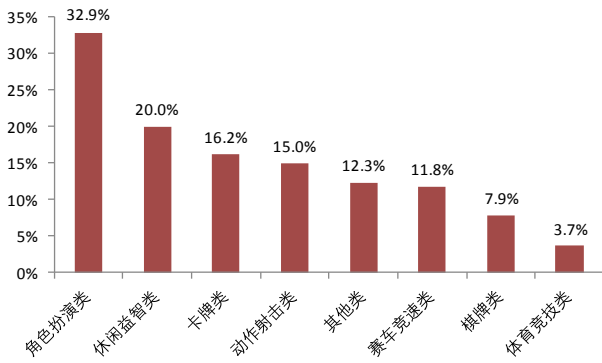
国内主机游戏市场一直未发展起来的原因，一方面是因为 2000-2013 年的游戏机设备禁令；另一方面，在 2014 年游戏机设备禁令解除后，更主要还是因为主机游戏设备成本高昂以及国内手游已经兴起。在云游戏时代来临之后，因为云游戏对终端硬件配置要求较低，用户的存量 PC、电视、智能手机均可以成为 3A 级游戏的终端，而无需另外购买终端，解决主机游戏终端设备成本高昂的问题，因此主机游戏市场空间将被云游戏替代。

2018 年和 2019 年上半年国内游戏收入规模增速分别为 5% 和 10%。假定 2019-2024 年国内游戏市场收入规模 CAGR 为 8%。参考手游从 2013 至 2018 年，通过 5 年时间达到市场规模稳态增速，我们假设 5 年后云游戏市场规模增速也达到稳态。2018 年中国主机游戏市场规模占游戏市场规模的比例仅为 0.5%，而同处东亚、游戏文化和中国比较接近的日本，作为游戏成熟市场，主机游戏收入占比为 22.5%。假设 5 年后国内云游戏市场规模占整个游戏市场的比例达到 2018 年日本的主机游戏占比水平，预测 2024 年国内云游戏市场规模约 709 亿元。

**方法二：通过手游中的重度游戏用户潜在消费空间，判断云游戏潜在市场规模。**

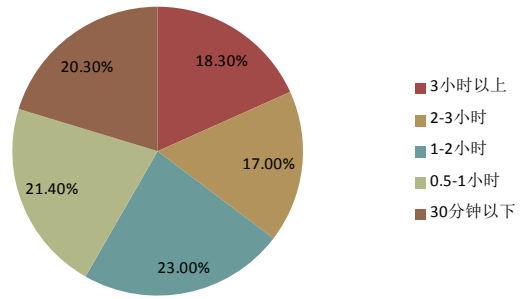
我们判断，云游戏潜在用户为对游戏品质要求较高的重度游戏用户，与当前手游中的重度游戏用户较为重合，因此我们通过预测手游重度用户转化为云游戏用户的潜在消费空间，来判断云游戏市场规模。从手游类型来看，重度游戏用户主要偏好为 RPG、SLG 等游戏；而从游戏时长来看，日均游戏时长超过 2 小时的一般可以称为重度游戏用户。根据腾讯科技《企鹅智库》2018 年的调查，发现手游各类型中 RPG 用户占比为 32.9%，日均游戏时长超过 2 小时的用户占比为 35.3%，均超过 30%，因此我们将国内手游中的重度游戏用户占比取 30%。

图表 29.2018 年国内 RPG 游戏用户占手游用户比例达 33%



资料来源：腾讯科技《企业智库》，中银国际证券

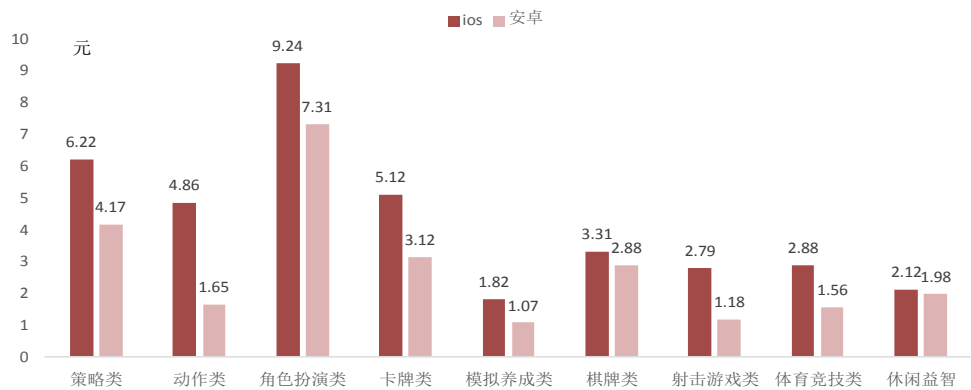
图表 30.2018 年国内日均时长超 2 小时的手游用户占比 35%



资料来源：腾讯科技《企业智库》，中银国际证券

2018 年和 2019 年上半年国内手游用户数同比增速分别为 9% 和 5%，假设 2018-2024 年手游用户数 CAGR 为 6%，则 2024 年潜在重度手游用户规模为 2.57 亿。我们认为，云游戏时代，基于更好的游戏体验，只要用户在云游戏上的增量花费不超过购买主机游戏设备的花费，现有手游重度用户将逐步转化为云游戏用户，主流云游戏服务商定价时预计也会参考主机游戏设备价格这个因素。当前索尼 Playstation pro 500G 国行版定价在 2,000 元左右，我们保守假定游戏设备的更新周期为 10 年，推算只要每年手游重度用户在云游戏上的增量花费不超过 200 元，就大概率会成为稳定的云游戏用户。因此我们预测云游戏用户的 ARPU 值为：云游戏增量 ARPU 值（200 元）+ 重度游戏内付费存量 ARPU 值（参考 2017 年 RPG 手游 iOS 端和安卓端的平均月 ARPU 值在 8 元左右，年 ARPU 值 96 元）= 296 元，**对应 2024 年国内云游戏市场规模约为 761 亿元。**

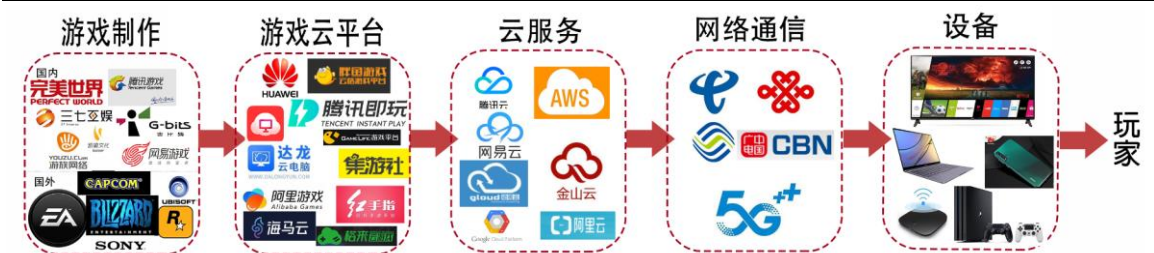
图表 31.2017 年国内各类型手游 ARPU 值



资料来源：七麦数据，中银国际证券

**基于云游戏原理，从云游戏产业链结构来看，头部研发商、云游戏平台及运营商有望分享云游戏带来的增量市场空间。**

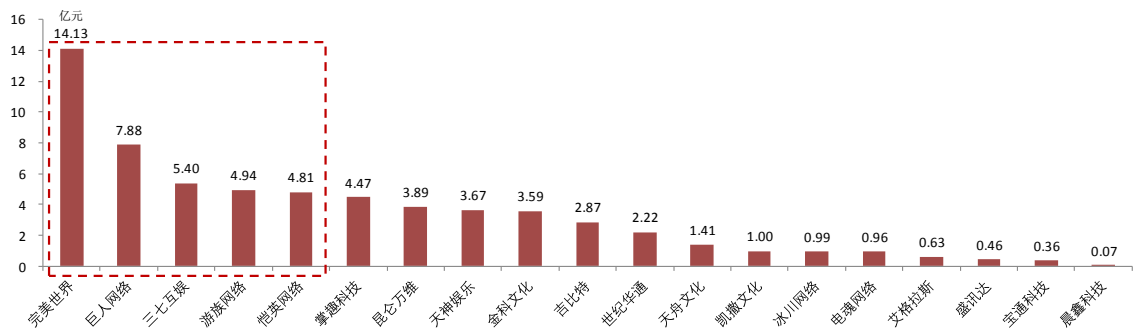
图表 32.云游戏产业链结构：内容-平台（云服务）-终端-用户



资料来源：百度百科，中银国际证券

**对于研发商而言，云游戏将进一步推动游戏重度化、精品化，头部研发商的优势放大，市场份额有望将进一步提升。**由于云游戏能摆脱硬件门槛，在普通的手机、平板电脑、PC 及电视上均可运行原主机游戏才可实现的 3A 游戏大作，玩家对于游戏品质的高要求更容易满足，驱使游戏研发商加强研发投入、更加注重游戏的画面、品质、体验和玩法的丰富性、复杂性。从海外主机游戏研发商格局来看，基本被全球性大厂动视暴雪、艺电、育碧、世嘉、Epic、Konami、任天堂等垄断。目前单款主机游戏的研发费用基本都超过 1,000 万美元，截至 2018 年，全球有史以来研发费用 Top20 的主机游戏中，最低的研发费用为 6,500 万美元（《汤姆·克兰西之幽灵行动：未来战士》，2012 年），最高约 5 亿美元（《命运》，2014 年）。而目前 A 股上市游戏公司中拥有主机游戏研发业务的只有完美世界，以主机游戏研发费用 TOP20 的上榜门槛 6,500 万美元（约 4.59 亿人民币）为界限，2018 年 A 股上市游戏公司中仅有完美世界、巨人网络、三七互娱、游族网络、恺英网络 5 家公司研发费用超过此界限，港股和海外游戏行业上市公司中，也只有腾讯控股、网易、金山软件 2018 年研发支出超过此界限。我们判断云游戏提高游戏研发的资本、人员、技术等门槛，游戏进一步重度化、头部化，龙头公司的市场份额有望进一步提升。

**图表 33.A 股以游戏主业的上市公司 2018 年研发支出超过 4.59 亿元的只有 5 家**



资料来源：公司公告，中银国际证券

**对于云游戏平台而言，具备 IaaS 资源的云计算巨头和拥有用户、流量优势的企业有望主导产业链该环节。**原因是：1、订阅云服务有望成为游戏行业新的变现模式，且成为云游戏市场中蛋糕最大的一块，将吸引巨头的争夺；而从海外经验看，硬件、互联网或游戏研发巨头已完全主导这个市场。2、现有初创公司推出的云游戏平台对于互联网巨头的 IaaS 层云资源和云计算架构依赖度较大，长期看，拥有 IDC 资源、能提供算力支持的公有云厂商将占据更主导的地位。

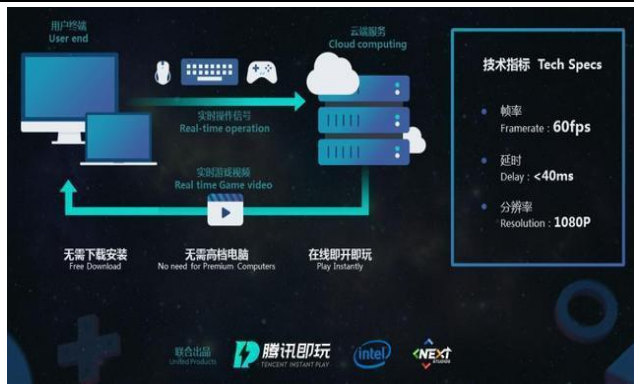
**图表 34.主要云游戏计算架构：X86 和 ARM**

云计算架构类型	X86 (Xeon+独显)	X86 (Intel SoC)	ARM (单 CPU+独显)	ARM (CPU SoC 阵列)
云服务商	Google Cloud、视博云	腾讯云	华为云	海马云
适用云游戏	PC 云游戏	PC 云游戏、安卓云游戏	安卓云游戏	安卓云游戏
延时 (编解码、渲染、合成)	PC 云游戏: 50ms; 安卓云游戏: 100-120ms	PC 云游戏: <40ms	120ms	50ms
最高分辨率/帧率	PC 云游戏: 4k/60fps; 安卓云游戏: 1080p/30fps	PC 云游戏: 1080p/60fps	720p/30fps	4k/60fps

资料来源：华为云、腾讯云、海马云官网，中银国际证券

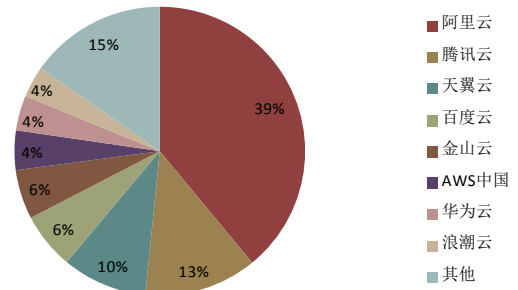


图表 35. 腾讯即玩云游戏平台运行原理及参数



资料来源：腾讯科技，中银国际证券

图表 36. 2018 年国内公有云 IaaS 市场份额



资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

**基于线下推广的网吧游戏运营龙头，有望成为云游戏平台的重要一极。**作为重要的线下游戏及社交场景，网吧在游戏用户获取方面仍然是不可或缺的流量入口。顺网科技在网吧各类管理软件市场的综合市占率超过 50%，拥有业内领先的游戏线下流量优势，并先后推出基于边缘计算技术的存储上云产品“顺网云”和算力上云产品“云 PC”。与各初创公司和互联网巨头开发的游戏云平台主要基于线上获客不同，顺网科技产品基于网吧 B 端渠道和线下获客，打造差异化的基于网吧场景的游戏云平台，也有望在云游戏产业链中占据重要位置。

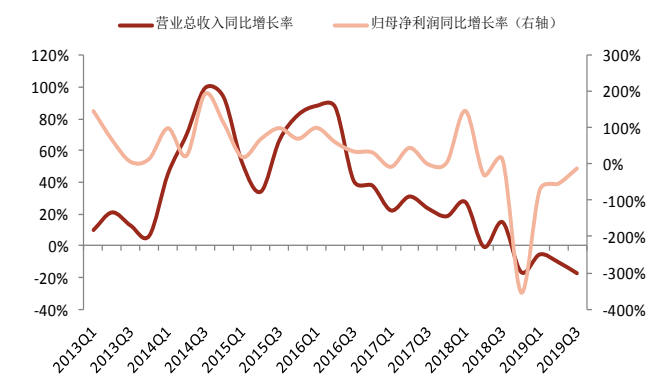
**对于通信运营商而言，不甘于仅仅充当“管道”作用，纷纷发力布局云游戏内容和平台，有望分享云游戏增量市场的同时，助力云游戏市场规模做大。**在 4G 时代，三大通信运营商更多承担数据传输通道的作用。5G 商用初期，运营商便注重将流量与内容绑定、通过内容来吸引用户订购 5G 套餐，例如 2019 年 6 月中国联通便宣布推出 5G 云游戏平台——沃家云，中国电信也推出“天翼云游戏”平台；2019 年 9 月，中国移动咪咕与海马云签署合作协议，双方将针对安卓游戏云化开展技术合作，用户可通过咪咕快游业务体验云游戏。我们认为，通信运营商基于 5G 网络的入口优势，深度合作布局云游戏产业链，将成为产业链格局变化的重要变量，运营直接切入游戏研发的可能性不大，更多可能充当流量入口、分发或云游戏平台运营角色，分享云游戏市场蛋糕。运营商对云游戏的推广力度也可能成为云游戏市场规模做大重要驱动力。

## 影视：“加快去库存、成本端改善”共振下，板块业绩或走出低谷

### 1、影视板块业绩或已见底，估值仍位于 2012 年以来最底部

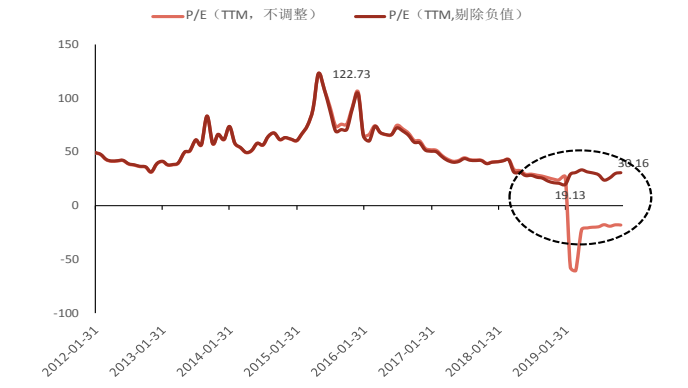
从 A 股影视板块整体业绩来看，2013-2015 年曾经历高速增长，2016Q2 营业收入和净利润增速开始进入下行通道。受到行业过热后的降温、融资政策收紧、内容题材监管、行业税收整顿以及演员片酬限高等多重因素的影响，2018Q2A 股影视板块营业收入首次出现负增长，此后从 Q4 开始连续负增长；受到大规模集中商誉减值及存货跌价、应收账款坏账计提等资产减值因素影响，影视板块在 2018Q4 首次出现整体亏损，其中商誉减值共 45 亿，占整体亏损的 57%；2019 年前三季度，影视板块整体营业收入增速仍在低位，净利润增速逐步回升，由于 2018 年商誉减值较为彻底，板块净利润增速或已见底。从 A 股影视板块整体估值来看，在 2015 年到达高位之后持续回落，2018 年底跌至 2012 年以来的最低位，2019 年稍有回升，但当前估值仍处于 2012 年以来的最底部区域，PE (TTM, 剔除负值) 相较于历史最高位下降了 75%。

图表 37. 影视板块整体营业收入增速仍在低位，2019 年以来净利润降幅收窄



资料来源：万得，中银国际证券

图表 38. 剔除因大规模商誉减值造成亏损的企业，影视板块 PE 估值仍处于 2012 年以来的最低位

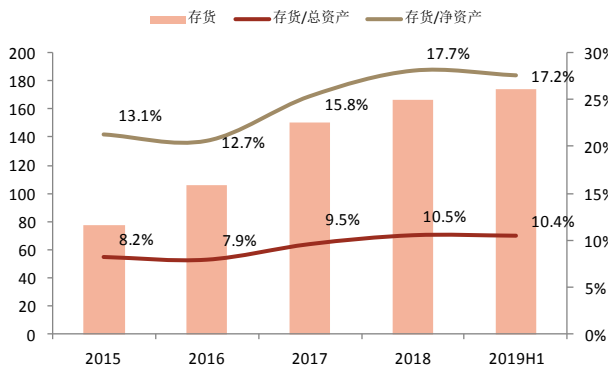


资料来源：万得，中银国际证券

### 2、去库存加快，有望带来业绩弹性和现金流改善

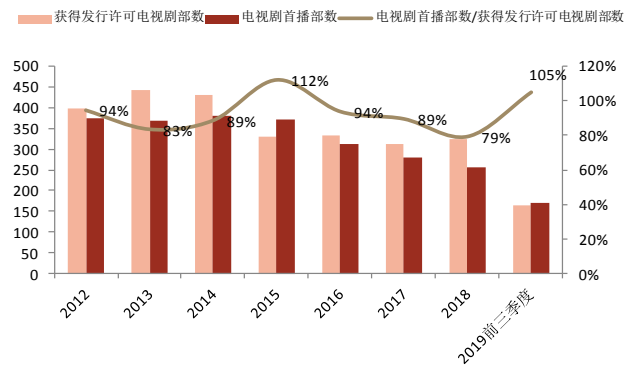
受头部剧供给增加、单部剧投资规模加大导致生产周期拉长，以及 2018 年以来内容题材限制、“阴阳合同”及税收整顿等监管因素导致销售、播出周期拉长等影响，A 股影视板块 2016-2018 年总体存货规模及存货占总资产、净资产比例不断提升，2019 年前三季度存货依然维持在高位。但从“当年首播电视剧部数/当年获得发行许可证的电视剧部数”这个数据来看，2019 年前三季度达到 105%，较 2018 年的 79% 大幅提升，且创下自 2015 年以来的新高，我们认为这或说明已售出剧的播出速度在加快，后续可能刺激电视台及网络平台的购剧需求，从而加快影视公司的库存去化。根据新闻出版广电总局的数据，2019 年前三季度全国拍摄制作电视剧备案共 646 部，同比减少 27%，供给已明显减少，叠加已拍摄剧的去库存加快，或将加快影视行业出清。

图表 39. 影视板块存货占总资产和净资产比例自 2016 年以来不断攀升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 40. “电视剧首播部数/拿到发行许可证部数”在 2019 年上升，或说明供给侧加快出清，2020 年或有需求缺口



资料来源：新闻出版广电总局，中银国际证券

2014 年以后随着视频网站逐渐成为剧集购买的主力，“优爱腾芒”四大平台为了吸引流量和付费会员，展开对头部剧的争夺，头部剧价格快速上涨，影视龙头公司也纷纷加大 IP、演员薪酬和制作成本等投入，布局头部剧。头部剧题材主要集中在古装、玄幻、穿越、修仙、青春偶像、现代等类型。受 2018 年以来内容题材限制、明星片酬及税收整顿等影响，头部剧的播出不断出现延期、撤档，播出周期拉长。2019 年 7 月 31 日，广电总局部署“庆祝新中国成立 70 周年电视剧展播”的工作，遴选出 86 部剧目供各级电视台 8 月起选购播出，展播期间不得播出娱乐性较强的古装剧、偶像剧，多部“台网同播”或“先台后网”的头部剧再次延期。但自 2019 年 10 月以来，内容监管边际宽松明显，《鹤唳华亭》、《从前有座灵剑山》、《剑王朝》、《庆余年》几部古装剧陆续开播，从“优爱腾芒”四大平台 2020 年的独播剧储备来看，多部上市公司主投的头部剧位列其中，头部剧去库存从 2019Q4 开始或已加快。

图表 41. 2019 年登陆网络平台的头部剧数量较 2018 年明显减少

2018 年头部剧	2018 年单年播放量 (亿)	2019 年头部剧	2019 年单年播放量 (亿)
延禧攻略	182	知否知否应是绿肥红瘦	118
恋爱先生	165	亲爱的，热爱的	73
如懿传	163	都挺好	70
香蜜沉沉烬如霜	150	陈情令	68
扶摇	144	倚天屠龙记	64
谈判官	129	封神演义	62
归去来	102	小女花不弃	57
猎毒人	93	长安十二时辰	51
烈火如歌	83	鹤唳华亭	在播 (预计超 50 亿)
一千零一夜	78	庆余年	在播 (预计超 50 亿)
温暖的弦	78		
甜蜜暴击	78		
凉生，我们可不可以不忧伤	66		
美好生活	65		
一路繁花相送	64		
独孤天下	63		
南方有乔木	61		
沙海	56		
流星花园	55		
我和我的倾城时光	55		
凤囚凰	54		
斗破苍穹	53		
武动乾坤之英雄出少年	53		

资料来源：骨朵影视，中银国际证券 (数据截至 2019 年 12 月 19 日)

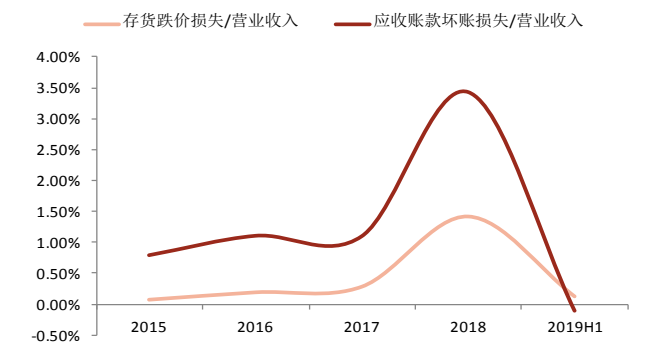
图表 42.2020 年“优爱腾芒”四大视频平台独播头部剧有多家 A 股上市公司参与出品

名称	预计开播时间	主演	题材类型	出品公司	官微粉丝	豆瓣想看人数
<b>腾讯视频</b>						
三生三世枕上书		迪丽热巴/高伟光/陈楚河/	剧情/爱情/奇幻	企鹅影视/嘉行传媒/华泽欣禧/金色池塘	87 万	6,479
有翡		赵丽颖/王一博/张慧雯	剧情/武侠/古装	上海好故事影视 (华策影视)	69 万	10,043
大秦帝国之天下	2020Q2	张鲁一/段奕宏/李乃文	古装/历史	西安曲江大秦帝国影业/上海企鹅影视	69 万	10,025
余生, 请多指教		杨紫/肖战/翟子路	爱情	企鹅影视	68 万	11,003
青簪行		吴亦凡/杨紫	剧情/悬疑/古装	凤凰联动影业	63 万	3,364
斗罗大陆	2020Q1	肖战/吴宣仪/张雯	玄幻/古装	新丽传媒 (阅文集团)	/	6,132
燕云台	2020Q2	唐嫣/窦骁/余诗曼/经超	古装/传奇	企鹅影视	2 万	500
<b>爱奇艺</b>						
剑王朝		李现/李一桐/刘奕君/姚笛	剧情/古装	爱奇艺/新力量影视/北京圣基影业	23 万	5,066
大主宰		王源/欧阳娜娜	剧情/动作/奇幻	爱奇艺	21 万	/
风暴舞		陈伟霆/古力娜扎	剧情	慈文传媒/爱奇艺/漫美影视	7 万	1,557
绝代双骄		胡一天/陈哲远	古装/武侠	爱奇艺、完美世界影视、华策影视、完美建信影视	6 万	1,893
月上重火	2020Q3	罗云熙/陈钰琪	武侠/爱情	宁波影视艺术、北京完美影视、文投控股	5 万	2,370
爱情公寓 5	2020Q1	娄艺潇/孙艺洲/李佳航/李金铭/陈赫	喜剧/爱情	上海辛迪加影视 (华策影视)	3 万	6,572
大宋宫词		刘涛/周渝民	古装/历史	荣信达/上海儒意影视/北京世纪伙伴/开封市文化旅游投资集团/南京文化产业广电投资/浙江横店影视投资/爱奇艺	1 万	5,093
<b>优酷</b>						
平凡的荣耀		赵又廷/白敬亭/乔欣/魏大勋	剧情	上海剧酷文化传播 (华策影视)	25 万	3,668
冰糖炖雪梨	2020Q1	吴倩/张新成/周历杰	剧情	完美世界影视/幸福蓝海/优酷/鲲池影业/浩瀚星盘	6 万	3,112
大明风华	2019 年 12 月 17 日开播	汤唯/朱亚文/邓家佳/乔振宇/张艺兴	剧情/古装	优酷/好酷影视/儒意影业/悦凯影视/吉翔影坊 (吉翔股份) /北京文化	5 万	3,891
猎狐		王凯/王鸥/胡军/刘奕君	悬疑/犯罪	公安部宣传局/中国国际电视总公司/柠萌影业/柠萌开新/优酷	2 万	1,279
西夏死书		汪东城/贾青	探险/夺宝/极限运动	完美影视	2 万	205
天醒之路		陈飞宇/熊梓淇/程潇	剧情/冒险/古装	优酷/留白影视/天瑞传媒	1 万	1,072
<b>芒果 TV</b>						
掌中之物	2020Q2	蔡文静/刘凯/彭冠英/王劲松	爱情/犯罪	博纳影业/博纳热爱影视/公安部金盾影视	23 万	3,713
隐秘而伟大		李易峰/金晨	剧情	芒果影视/骋亚影视/五元文化/北京广电/新媒诚品/华联映画	9 万	2,183
三千鸦杀	2020Q1	郑业成/赵露思/王萌黎	古装	芒果 TV/新力量影视	7 万	1,434
以家人之名	2020Q3	谭松韵/宋威龙/张新成	家庭	华策影视/张新成工作室/北京幸韵文化	1 万	345
山海经之上古密约		吴磊/宋祖儿/王俊凯	奇幻/古装	芒果娱乐/北京电影学院青年电影制片厂/华悦影视	1 万	1,185

资料来源: 骨朵影视、艺恩网、爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV、豆瓣, 中银国际证券  
(注: 出品公司中标粗为 A 股上市公司, 数据截至 2019 年 12 月 19 日)

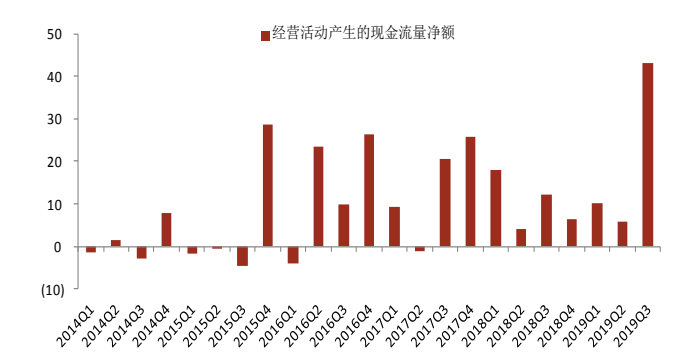
影视行业整体和头部剧去库存的加快，或将从三方面带来板块业绩边际改善：1、存货加快确认为收入，收入增速提升；2、存货跌价、应收账款减值等资产减值损失比例下降，盈利能力提升；3、剧集播出后回款加快，现金流改善。2015-2018年，影视板块整体存货跌价损失、应收账款坏账损失与营业收入的比例不断提升，2018年分别达到1.41%和3.42%的历史高点，2019年下半年两项资产减值损失比例均大幅下降，但由于资产减值多发生在Q4，还需要等待观察2019年报数据。从影视板块整体现金流情况看，2019Q3已明显改善，或能说明后续去库存将加快。

图表 43. 影视板块整体资产减值损失比例 2019H1 已下降



资料来源：万得，中银国际证券

图表 44. 影视板块整体经营活动现金流 2019Q3 已有所改善

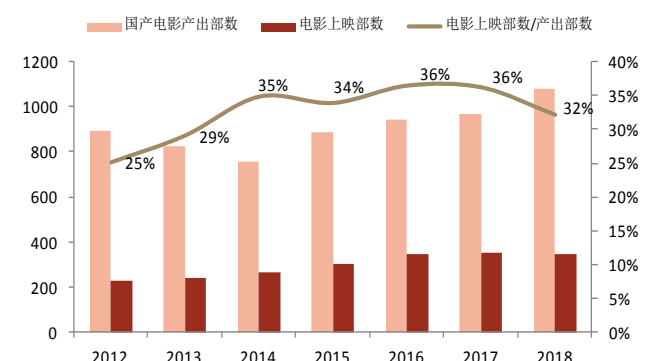


资料来源：万得，中银国际证券

从电影行业来看，截至12月13日，2019年国内电影总票房已超过2018年，修复了市场在上半年结束后普遍认为2019年票房同比将下跌的悲观预期。我们判断2019年全年票房增速将在5%-10%之间。从2014年以来国内电影每年上映部数与产出部数的比值来看，基本保持稳定，电影行业或不存在明显的去库存加快趋势，但从暑期撤档的部分电影如《少年的你》在Q4重新上映并取得超过15亿的不俗票房表现来看，对电影内容监管或也已迎来边际宽松，后续部分此前延期或撤档的电影若能上映，将给相关出品方带来业绩弹性。

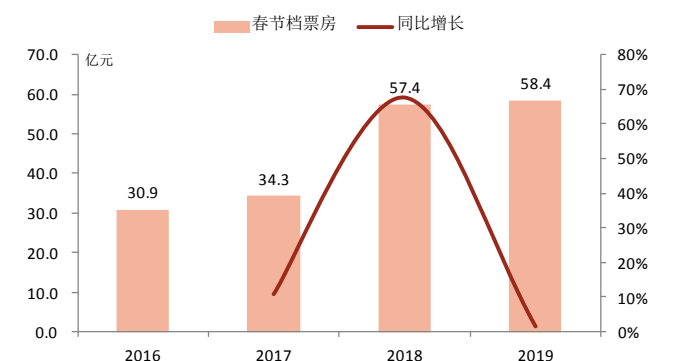
当前电影票房增长的主要驱动因素已由银幕数量、观影人数增长转变为电影质量提升带来的人均观影人次提升。2019年国内电影市场出现了《流浪地球》（总票房46.55亿）《哪吒之魔童降世》（总票房49.74亿）两部国产头部电影，分别打破了科幻题材和国漫题材的票房天花板；2019年春节档在同比基数较高的基础上，依靠7部电影在大年初一同时上映，最终仍实现了票房增长；**展望2020年，题材创新、国产电影内容质量或仍将成为票房的决定因素，而2020年春节档有10部电影将在大年初一上映，再创新高，其中潜在的头部电影包括《姜子牙》（主出品方光线传媒）、《唐人街探案3》（主出品方万达电影、中国电影）、《囧妈》（主出品方欢喜传媒）、《中国女排》和《紧急救援》，在同比基数同样较高的情况下，2020年春节档票房仍有望超预期，值得重点关注。**

图表 45. 2014 年以来国内电影上映数量与产量之比基本稳定



资料来源：新闻出版广电总局，中银国际证券

图表 46. 2019 年春节档票房较 2018 年小幅增长



资料来源：猫眼数据，中银国际证券

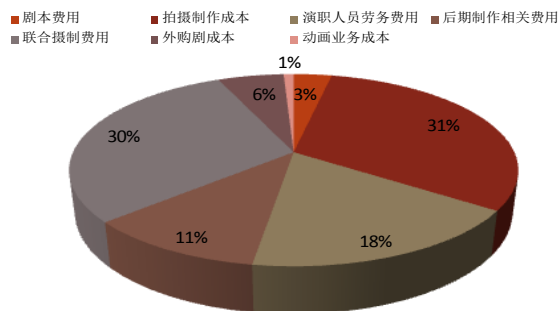
### 3、“限薪令”带来的成本下降和盈利能力提升或体现在 2020 年

**演员片酬快速上涨是影视制作公司毛利率下降的重要原因之一。**演员片酬是影视制作公司营业成本中的重要构成部分，在视频平台迅速崛起之前，演员片酬在营业成本中占比相对较低，影视制作公司毛利率能达到 40% 以上。例如慈文传媒 2014 年出品了头部剧《花千骨》，但当年营业成本构成中，演职人员劳务费用占比仅 18%；若仅考虑剧本费、拍摄制作成本、演职人员劳务费用、后期制作费用四项，演职人员劳务费用在其中占比也仅 28%，相应的，慈文传媒 2014 年毛利率高达 44%。此后，由于演员片酬的快速增长，影视制作公司的毛利率不断下降。

2018 年 6 月，中宣部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广播电视总局、国家电影局等联合印发《通知》，要求加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的治理，控制不合理片酬，要求每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾的总片酬不得超过制作总成本的 40%，主要演员片酬不得超过总片酬的 70%。2018 年 8 月，优爱腾三家视频平台和正午阳光、华策影视、慈文传媒、柠檬影业、耀客传媒和新丽传媒六家影视制作公司联合发布《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》，提出将严格执行 40%/70% 红线，并提出三大平台和六大制作公司采购或制作的所有影视剧，单个演员单集（含税）片酬不超过 100 万元，总片酬（含税）不超过 5,000 万元。

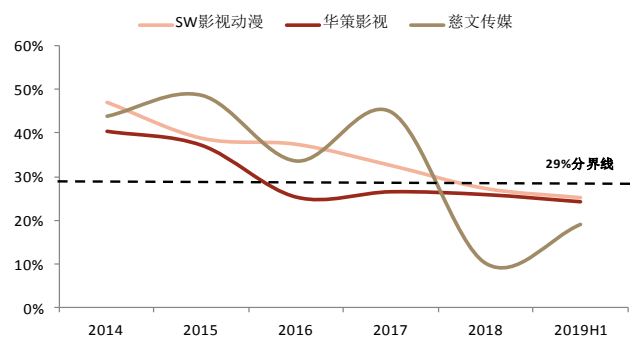
**随着 2019 年四季度头部剧开始加快去库存，出品公司现金流改善后进入将新的投资拍摄周期，我们判断 2020 年有望进入“限薪令”的实质性落实阶段，所带来的影视制作公司成本端下降和盈利能力提升或开始体现。**假设 2020 年头部剧均价定为 1,000 万/集（2018 年头部剧网台最高单价已突破 1,500 万/集），共 50 集，单个演员片酬按上限 5,000 万，主要演员片酬为单个演员的 2 倍即 1 亿，主要演员片酬/总片酬和总片酬/制作总成本均按上限 70% 和 40% 计算，则推测总制作成本 3.57 亿，单部剧毛利率约 29%；若实际片酬低于规定的上限，或集数增加，则毛利率更高。影视板块和头部剧龙头华策影视、慈文传媒 2018 年和 2019 年上半年毛利率均低于 29%，因此我们判断“限薪令”执行或带来影视行业和头部剧龙头企业 2020 年盈利能力提升。

图表 47. 慈文传媒 2014 年演职人员劳务费占营业成本比例仅 18%



资料来源：万得，中银国际证券

图表 48. 影视板块及华策、慈文 2018 年及 2019H1 毛利率均低于 29%



资料来源：公司公告，中银国际证券

## 体育：“5G+超高清”或带来大赛版权和广告价值提升

### 1、5G+超高清，或使得2020年欧洲杯、奥运会“这次不一样”

超高清视频迎来政策红利，5G扫清4K、8K视频技术上的阻碍，但内容缺口依然大。2019年3月，工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》，提出按照“4K现行、兼顾8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和包括有线电视、卫星电视、IPTV和互联网电视等相关领域的应用。随着2019年国内5G开启商用，5G网络大带宽、高速度、低延迟的特性将逐步满足4K、8K视频对传输速度和延时的要求，从而解决超高清发展的技术障碍。但超高清视频内容由于数据量庞大（1小时8K超高清视频容量一般超过15GB）、拍摄及制作成本高且耗时长，短期看仍将处于供给短缺状态，电影、剧集类型的超高清内容发展将滞后于技术的推进。

图表 49.《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》节选

发展目标	
2020年	2022年
<ul style="list-style-type: none"> <li>符合高动态范围（HDR）、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的4K电视终端销量占电视总销量的比例<b>超过40%</b></li> <li>建立较为完善的超高清视频产业标准体系</li> <li>中央广播电视总台和有条件的地方电视台开办4K频道，不少于5个省市的有线电视网络和IPTV平台开展4K直播频道传输业务和点播业务</li> <li>实现超高清节目制作能力<b>超过1万小时/年</b>；4K超高清视频用户数达<b>1亿</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>符合HDR、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的4K电视终端全面普及，8K电视终端销量占电视总销量的比例<b>超过5%</b></li> <li>4K频道供给能力大幅提升，有线电视网络升级改造和监测监管系统建设不断完善，</li> <li>实现超高清节目制作能力<b>超过3万小时/年</b>，开展北京冬奥会赛事节目8K制播试验，超高清视频用户数达到<b>2亿</b></li> </ul>

资料来源：工信部，中银国际证券

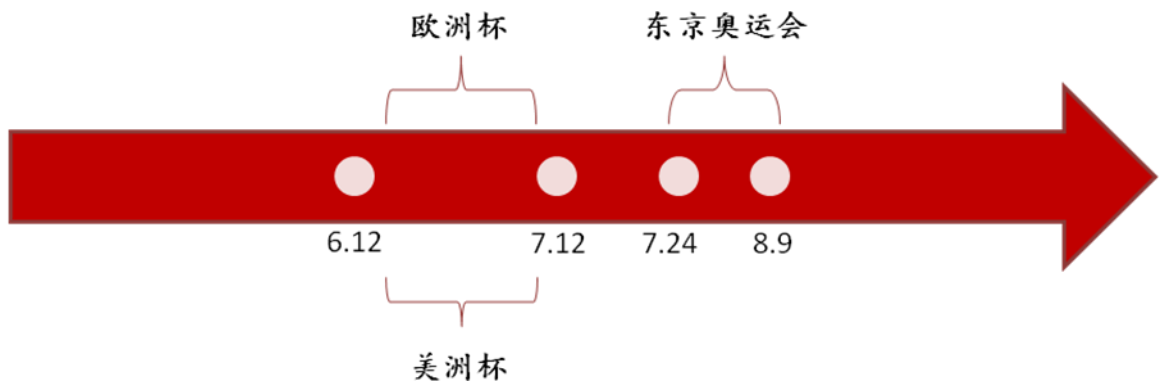
图表 50.5G能满足4K、8K超高清视频对于网络条件的要求

	帧率	数据传输速率	延迟
1080P 高清	60	30-50Mbps	≤20ms
4K 超高清	90	50-200Mbps	≤16ms
8K 超高清	120	200-800Mbps	≤10ms
<b>5G 平均值（预期）</b>		<b>400Mbps-1Gbps</b>	<b>≤1ms</b>

资料来源：GSMA，中银国际证券

体育直播或成为超高清视频内容的重要突破口，2020年有望成为大赛8K超高清直播元年。由于4K、8K超高清视频对于运动物体的轨迹模拟和细节刻画将更真实细腻，体育赛事有望成为超高清视频对于用户的重要吸引点；同时由于体育赛事直播内容的产生并不依赖于大量的前期策划准备，仅通过实时技术处理即可实现，因此从全球范围来看体育赛事直播都成为有线电视或IPTV运营方推广超高清视频的重要抓手。早在2014年巴西世界杯期间，索尼公司进行了全景转播测试，用两幅4K全景画面拼接为一幅8K×2K分辨率的超高清全景电视画面；2018年平昌冬奥会期间，日本NHK电台采用8K技术对部分赛事进行了转播；2019年8月在中国举行的男篮世界杯北京赛区上，全球首次采用了“5G+8K”技术对8场比赛进行了直播测试。日本此前已明确提出2020年东京奥运会将正式采用8K直播，中国也将在2020年高山滑雪世界杯、冬奥系列测试赛上启动“5G+8K”直播示范。2020年欧洲杯、美洲杯、东京奥运会等大赛云集，我们判断2020年或将成为“5G+8K超高清”体育直播普及的元年，对超高清视频的内容端落地起到关键推动作用。

图表 51.2020 年体育大赛集中在 6-8 月

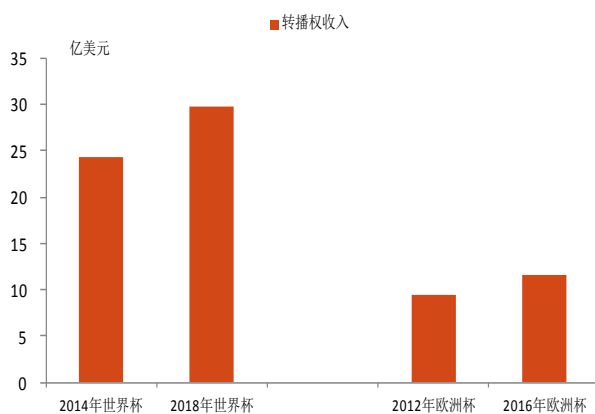


资料来源: FIFA 官网, UEFA 官网, 国际奥委会官网, 中银国际证券

### 2、超高清直播或将推动体育赛事版权价值提升, 版权方充分受益

电视台、IPTV 运营方或网络媒体需要通过向赛事 IP 方或版权中介购买转播权益, 才能直播或录播体育比赛。由于头部赛事的稀缺性, 赛事版权也成为稀缺商品; 随着经济发展和赛事关注度的提高, 全球头部赛事如世界杯、欧洲杯的全球转播权收入逐届增长。从国内市场来看, 在世界杯、奥运会、亚运会转播权的独家购买权仍归属于央视的情况下, 欧洲杯、欧冠、英超、西甲、亚冠等为为数不多的大赛版权成为其他版权中介争夺的焦点。大赛国内市场版权在经历万达、乐视、腾讯、苏宁、新英、暴风等多方争夺后, 近年来逐步向头部集中, 当前主要掌握在腾讯、苏宁、新英三强手中。当代明诚 2018 年完成对新英体育的收购后, 拥有西甲、欧洲杯、欧预赛、亚冠联赛旗下赛事多项头部赛事版权, 成为 A 股唯一拥有头部赛事版权的公司。**2020 年欧洲杯、美洲杯、奥运会等头部赛事 8K 超高清视频转播若落地, 或将提升赛事版权对于播放平台的吸引力, 带来视频平台、电视台对于头部赛事转播权的争夺加剧, 推动版权价值提升, 版权方有望享受版权价值提升带来的业绩弹性。**

图表 52.世界杯、欧洲杯全球转播权收入逐届增长



资料来源: FIFA 官网, UEFA 官网, 中银国际证券

图表 53.当代明诚拥有多项头部赛事版权

IP 方	权益名称	核心赛事
亚足联	2021-2028 年的全球独家商业权益 (含赞助权和版权等)	2023 年和 2027 年两届亚洲杯正赛及预算赛 2022 年和 2026 年两届世界杯亚洲区资格赛 2021-2028 年间 8 届亚洲俱乐部冠军联赛
西甲联盟	西甲联赛 2019/2020-2024/2025 共 6 个赛季中国大陆、中国澳门及中国台湾地区的全媒体版权	2019/2020 赛季至 2024/2025 赛季共 6 个赛季西甲联赛
欧足联	2018 年 1 月 1 日至 2022 年 11 月 30 日欧足联国家队系列赛事的新媒体独家版权以及全球赞助商业权益 (含赞助权和版权)	2020 年欧洲杯正赛 2022 年世界杯欧洲区预选赛

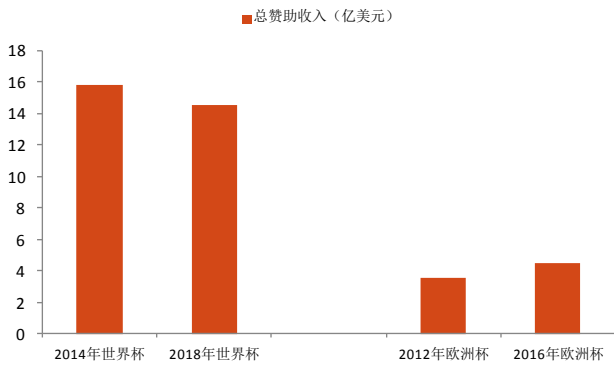
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

### 3、超高清直播提升广告吸引力, 大赛广告效应有望给媒介和营销中介带来业绩弹性

广告是注意力经济, 能广泛吸引注意力、集聚流量的体育大赛成为广告主品牌营销的重要契机, 而超高清直播若落地, 将提升广告呈现效果, 增强大赛营销对于广告主的吸引力。世界杯、欧洲杯、奥运会等全球大赛对于品牌提升全球影响力、打开全球市场具有重要作用, 近两届世界杯赞助总收入均超过 14 亿美元, 欧洲杯的赞助收入也逐届增长。而随着国内企业加快拓展全球市场, 对于全球体育大赛的赞助热情不断提升, 2010 年英利能源成为首家来自中国的世界杯赞助商, 2018 年有万达、蒙牛、海信、Vivo、雅迪集团、指点艺境和帝牌国际 7 家中国企业成为俄罗斯世界杯的赞助商。



图表 54. 近两届世界杯赞助收入均超过 14 亿美元



资料来源: FIFA 官网, UEFA 官网, 中银国际证券

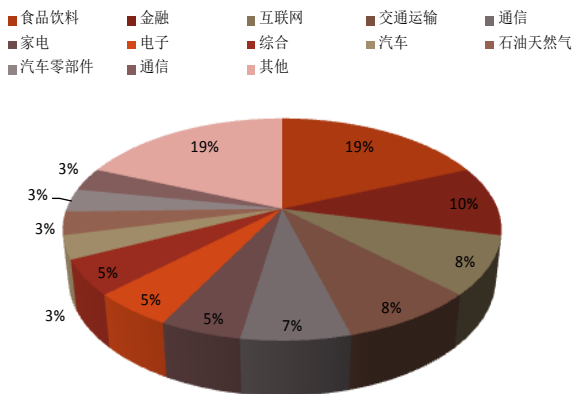
图表 55. 2018 年世界杯赞助商中的中国企业数量大幅增长

时间	举办国	全球合作伙伴	世界杯赞助商	区域赞助商		
2018	俄罗斯世界杯	阿迪达斯	可口可乐	蒙牛	鼎油集团	
		万达集团	现代起亚	百威	阿尔法银行	
		VISA	卡塔尔航空	海信	Alrosa	
		俄罗斯天然气工业股份公司	VIVO	麦当劳	Rostelecom	
2014	巴西世界杯	阿迪达斯	索尼	Marfrig	Centauro Wiseup	
		可口可乐	阿联酋航空	麦当劳	Banco Itau Garoto	
		现代起亚	VISA	强生	oi	
				嘉实多	德国大陆集团	Liberty Seguros
2010	南非世界杯	阿迪达斯	索尼	百威	SEARA	
		可口可乐	阿联酋航空	麦当劳	嘉实多	德国大陆集团
		现代起亚	VISA	MIT	萨蒂扬信息公司	Telkom Ultimate
						prasa NeoAfrica
				FNB	aggreko	

资料来源: 新意互动《2018 年世界杯专题报告》, 中银国际证券

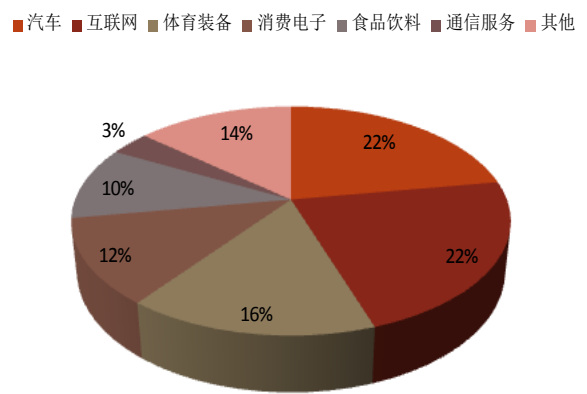
**互联网、汽车、消费品公司青睐体育营销，或给相关媒介和营销中介带来业绩弹性。**从 2016 年欧洲杯、2016 年里约奥运会和 2018 年世界杯这近三次全球体育大赛的 59 家赞助商行业分布来看，食品饮料、金融、互联网、交通运输和通讯占比均超过 5%，而从 2018 年国内 58 家借助俄罗斯世界杯开展营销活动的企业行业分布来看，汽车、互联网、体育装备、消费电子和食品饮料占比均超过 10%。综合来看，互联网、汽车、消费品公司比较青睐借助体育大赛开展营销。从国内生活圈媒体龙头分众传媒 2018 年的客户行业分布来看，日用消费品、互联网、交通运输分列前三，从国内营销代理龙头之一的科达股份 2018 年客户行业构成来看，互联网、游戏、汽车分列前三，均与青睐体育大赛营销的行业重合度较高；而当代明诚子公司双刃剑专注于体育营销领域，拥有大量为广告主提供世界杯、欧洲杯、奥运会等大赛营销的案例和丰富的服务经验。A 股广告营销板块整体业绩增速受经济周期影响处于 2015 年以来的低位，但存在季节性波动，体育大年（偶数年，大赛年）如 2016、2018 年的二季度同比增速基本是全年高点，体育小年（奇数年）如 2015、17、19 年的二季度同比增速基本为全年低点，2020 年体育大赛给营销板块和相关公司 Q2 或带来业绩弹性，值得重点关注。

图表 56. 2016-2018 年三大赛赞助商中，来自食品饮料、金融、互联网、交通运输、通讯行业的占比均超过 5%



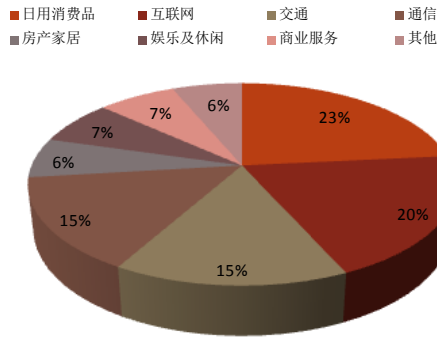
资料来源: FIFA 官网, UEFA 官网, 国际奥委会官网, 中银国际证券

图表 57. 2018 年借助世界杯营销的国内企业中，来自汽车、互联网、体育装备、消费电子、食品饮料、通信服务的占比均超过 10%



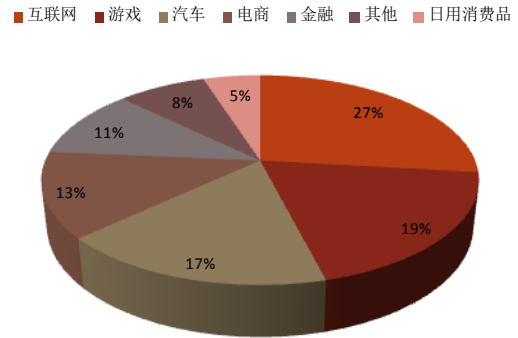
资料来源: 新意互动《2018 年世界杯专题报告》, 中银国际证券

图表 58.分众传媒 2018 年客户行业构成中，日用消费品、互联网、交通排前三



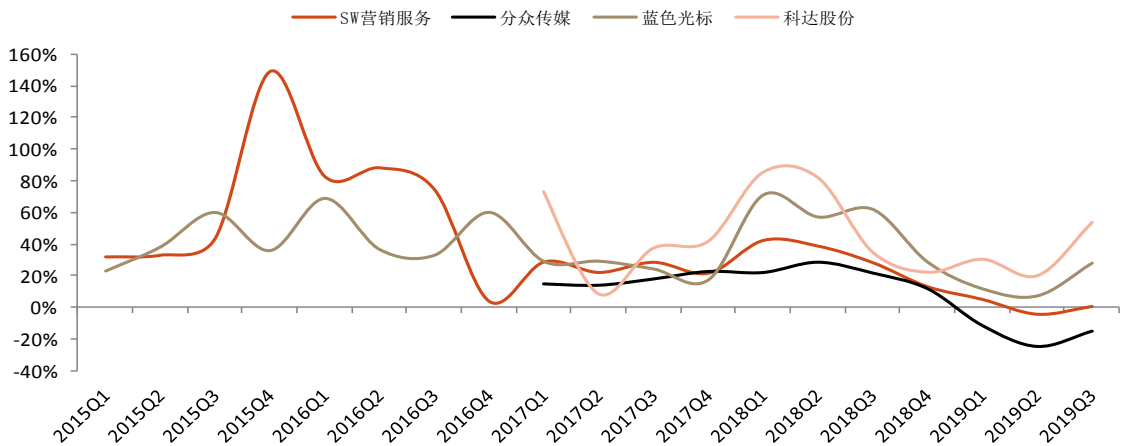
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 59.科达股份 2018 年客户行业构成中，互联网、游戏、汽车排前三



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 60.2020 年体育大赛集中在 6-8 月



资料来源：万得，中银国际证券



## 投资建议

截至 12 月 19 日收盘，2019 年申万一级传媒指数上涨 22%，涨幅在 28 个申万一级行业中排名第 14。2019Q3 传媒板块营业收入和归母净利润单季度同比增速均处于 2012 年以来的低位，但收入增速或已触底反弹，板块估值或正从 2012 年以来的底部区域走出。**2019 年传媒板块上涨主要由估值驱动，展望 2020 年，我们判断传媒板块在估值仍有提升空间的情况下，将更多由业绩驱动。游戏板块在手游存量集中度提升及云游戏带来的增量驱动下，业绩持续增长的确定性强；影视板块在内容监管边际放松、加快去库存和限薪令带来的成本下降驱动下，有望迎来明显的业绩边际改善；体育板块和营销板块在欧洲杯、奥运会等热点赛事带动下，相关公司版权收入、体育营销收入有望贡献较大业绩弹性。我们看好游戏、影视板块和体育、营销板块个别公司取得相对于大盘和申万一级传媒指数的超额收益，建议重点关注。**

**游戏：手游存量市场集中度有望进一步提升，龙头业绩确定性仍强；云游戏带来的增量有望被头部研发商、云游戏平台及运营商共享。**移动互联网用户红利殆尽以及短视频等其他应用的冲击下，手游进入用户数和时长的存量争夺阶段。从 2019 年体现的趋势看，头部游戏和精品游戏对于手游用户时长的占领加剧，时长份额提升；用户对于游戏品质要求的提高和版号审批趋严的政策驱动手游精品化、头部化趋势不可逆。上市头部游戏公司基于资金、人才储备、规模等优势，更容易出精品，多款精品游戏在储备中，2020 年在头部、精品游戏中的份额有望进一步提升，进而在用户总时长和付费中的份额也有望提升，依靠存量市场市占率的提升，实现业绩持续增长。云游戏短期或通过提升转化率，推动买量型公司盈利能力提升；更长维度来看，云游戏将打开游戏增量市场空间，头部研发商、云游戏平台及通信运营商或将分享增量市场。**重点推荐：顺网科技；建议重点关注：三七互娱、完美世界、吉比特、游族网络、姚记科技。**

**影视：“加快去库存、成本端改善”共振下，板块或走出低谷。**2019 年前三季度影视板块单季度营业收入增速仍在低位，净利润增速 2019 年以来有所回升；由于 2018 年商誉减值较为彻底，板块净利润增速或已见底。板块估值仍处于 2012 年以来的最底部区域。2019 年 10 月以来，内容监管边际宽松明显，古装大剧陆续开播，从“优爱腾芒”四大平台 2020 年的独播剧储备来看，多部上市公司主投的头部剧位列其中，我们判断头部剧去库存 2019Q4 开始或已加快。头部剧去库存加快将从三方面带来板块业绩边际改善：1、存货加快确认为收入，收入增速提升；2、存货跌价、应收账款减值等资产减值损失比例下降，盈利能力提升；3、剧集播出后回款加快，现金流改善。而现金流改善后将进入新的投资拍摄周期，我们判断 2020 年有望进入“限薪令”的实质性落实阶段，影视制作公司成本端下降和盈利能力提升将开始体现。**建议重点关注：芒果超媒、华策影视。**

**体育：“5G+超高清”或带来大赛版权和广告价值提升，给相关公司带来业绩弹性。**5G 扫清 4K、8K 超高清视频在技术上的阻碍，但超高清内容缺口仍然大，体育直播或成为超高清视频内容的重要突破口，2020 年有望成为大赛 8K 超高清直播元年；2020 年欧洲杯、美洲杯、奥运会等头部赛事 8K 超高清视频转播若落地，或将提升赛事版权对于播放平台的吸引力，带来视频平台、电视台对于头部赛事转播权的争夺加剧，推动版权价值提升，版权方有望享受版权价值提升带来的业绩弹性。超高清直播将提升广告呈现效果，增强大赛营销对于广告主的吸引力；从近几届欧洲杯、奥运会、世界杯等大赛来看，互联网、汽车、消费品公司青睐体育大赛营销，或给深耕体育营销领域的营销中介以及互联网、汽车、消费品行业客户占比较高的媒介、广告代理公司带来业绩弹性。**重点推荐：当代明诚。建议重点关注：分众传媒。**



## 风险因素

- 1、商誉减值风险。**影视、营销、游戏板块仍存在部分公司由于此前收购的标的业绩未达到承诺业绩或持续下滑，从而可能在 2019 年年报中计提商誉减值。
- 2、5G 商用推进进度低于预期的风险。**云游戏、超高清视频等应用发展进度依赖于 5G 商用的推进进度，包括 5G 手机、运营商 5G 套餐用户的规模等因素对于云游戏、超高清视频应用的前景存在较大影响。若相关因素低于预期，可能导致 5G 相关应用变现速度低于预期。
- 3、政策监管发生变化。**政策监管环境若发生变化，将对影视、游戏等内容产业供给产生影响，而这种影响存在不确定性。



附录图表 61. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
300113.SZ	顺网科技	买入	26.65	185	0.46	0.74	58	36	4.0
600136.SH	当代明诚	买入	13.13	64	0.37	0.52	35	25	8.3
002555.SZ	三七互娱	未有评级	25.97	549	0.47	0.98	55	27	3.1
002624.SZ	完美世界	未有评级	41.33	534	1.30	1.64	32	25	7.4
603444.SH	吉比特	未有评级	319.99	230	10.12	12.44	32	26	40.7
002174.SZ	游族网络	未有评级	22.33	198	1.15	1.28	19	17	6.0
002602.SZ	世纪华通	未有评级	11.71	697	0.43	0.47	27	25	4.0
002605.SZ	姚记科技	未有评级	19.80	79	0.33	0.97	61	20	3.6
300413.SZ	芒果超媒	未有评级	35.01	623	0.92	0.66	38	53	4.8
002027.SZ	分众传媒	未有评级	6.23	914	0.40	0.14	16	46	0.9

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 12 月 19 日收盘，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10-20；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10-10 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371