

# 传媒行业 2011 年投资策略

传统媒体尽享改革春风 新媒体借力消费升级

传媒

优于大势

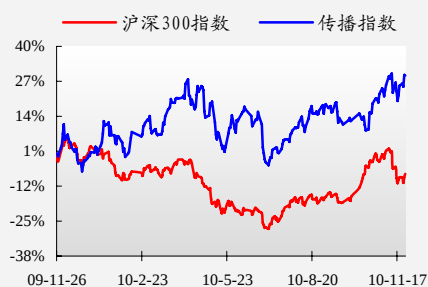
上调评级

发布时间：2010 年 12 月 3 日

## 投资要点：

- 估值处于历史高位，传媒行业属于防御性投资品种，震荡幅度小于大盘。在震荡市场中，传媒行业取得超额收益的概率更高。
- 《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》中明确提出“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”，按此标准，假设 GDP 平均增速 8%，则到“十二五”末，我国文化产业增加值将超过 26600 亿元，年均复合增长超过 21%。
- 传媒行业将迎来质变：传统媒体面临前所未有的政策扶植，跨区域、跨行业并购将是 2011 年发展主题；新媒体受益于消费升级，前途一片光明。包括出版和报刊经营在内的平面媒体面临政策面的重大机会，资本运作空间不断拓展；广告营销板块的业绩随宏观经济复苏而走入平稳增长的阶段；电子商务行业未来三年年均增长超过 40%，移动互联网行业处于爆发式增长前夜；网络游戏告别粗放式增长，进入平稳增长阶段；多元化渠道和知识产权保护环境的改善促进内容产业进一步蓬勃发展。
- 上调至推荐评级。然目前传媒行业整体估值处于历史高位，但影响传媒行业估值的关键因素并不是其业绩表现，而是其政策预期。从 2009 年开始，文化体制改革正式进入加速阶段，无论是政策支持力度还是经济支持力度，都是前所未有的，中国文化行业迎来了政策上的春天。
- 推荐投资组合：博瑞传播、天威视讯、华谊嘉信、蓝色光标、焦点科技、中视传媒。

走势图



| 子行业  | 评级 |
|------|----|
| 有线行业 | 推荐 |
| 内容制作 | 推荐 |
| 广告   | 推荐 |
| 出版   | 推荐 |

| 重要公司 | 评级 |
|------|----|
| 天威视讯 | 推荐 |
| 博瑞传播 | 推荐 |
| 蓝色光标 | 推荐 |
| 焦点科技 | 推荐 |

分析师：周思立 联系人：耿云

执业证书编号：S0550207100075

TEL: (8621)6336 7000-296

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhousl@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

## 目 录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 一、市场表现回顾.....                            | 3  |
| 1.1 走势回顾：震荡市场中更有机会.....                  | 3  |
| 1.2 估值水平分析：仍处于历史高位.....                  | 4  |
| 二、改革力度空前 文化产业将成为支柱性产业.....               | 6  |
| 三、传统媒体面临改革机遇，新媒体受消费升级驱动.....             | 7  |
| 3.1 平面媒体：深化改革带来外延式增长机遇.....              | 7  |
| 3.2 广告营销行业：广告市场稳定增长，并购是王道.....           | 9  |
| 3.2.1 广告市场稳定增长.....                      | 9  |
| 3.2.2 传播集团的发展历史就是并购史.....                | 10 |
| 3.3 有线电视网络：短期内业绩难有改善，关注网络整合.....         | 11 |
| 3.4 内容产业：渠道多元化和知识产权保护是双重保障.....          | 13 |
| 3.4.1 渠道多元化和知识产权环境的改善促进内容产业发展.....       | 13 |
| 3.4.2 电影市场保持高速增长趋势.....                  | 14 |
| 3.5 互联网：电子商务和移动互联网增长最快，网游行业进入平稳增长阶段..... | 15 |
| 3.5.1 电子商务有望成为规模最大的经济细分行业.....           | 16 |
| 3.5.2 移动互联网行业：手机网民用户已成规模，短期内面临政策风险.....  | 18 |
| 3.5.3 网游行业：进入平稳增长阶段.....                 | 19 |
| 四、上调行业评级至推荐.....                         | 20 |

## 图表目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图表 1 近一年传媒股走势.....                         | 3  |
| 图表 2 近五年来传媒指数走势.....                       | 3  |
| 图表 7 传媒板块 PE 估值分析.....                     | 5  |
| 图表 8 传媒板块 PB 水平分析.....                     | 5  |
| 图表 9 “十二五”期间我国文化产业增加值假设性分析.....            | 6  |
| 图表 10 文化体制改革历程回顾.....                      | 6  |
| 图表 11 我国出版细分行业市场化率比较.....                  | 8  |
| 图表 12 中国出版行业现状.....                        | 9  |
| 图表 13 中国广告成长率与 GDP 增长相关性分析.....            | 9  |
| 图表 14 2010 年上半年中国广告市场份额分析.....             | 10 |
| 图表 15 全球四大传播集团的发展史.....                    | 11 |
| 图表 16 2010 年中国有线数字电视用户规模.....              | 12 |
| 图表 17 我国各省有线电视数字化改造进展（截至 2010 年 8 月）.....  | 12 |
| 图表 18 2003-2009 年中国电视票房情况图表.....           | 15 |
| 图表 19 2002-2009 我国影院数目与银幕数变化.....          | 15 |
| 图表 20 2006-2013 年中国互联网经济细分行业市场份额.....      | 17 |
| 图表 21 2008-2013 年中国中小企业 B2B 电子商务交易规模.....  | 17 |
| 图表 22 2008-2013 年中国中小企业 B2B 电子商务市场渗透率..... | 17 |
| 图表 23 近期中移动对移动增值服务行业整顿政策整理.....            | 18 |
| 图表 24 2006-2010 年我国网民数量与手机网民数量增长趋势.....    | 19 |
| 图表 25 2009Q1 至 2010Q3 我国移动增值市场规模.....      | 19 |
| 图表 26 2008 年 Q3-2010 年 Q3 中国网游市场规模.....    | 20 |

## 一、市场表现回顾

### 1.1 走势回顾：震荡市场中更有机会

我们比照沪深 300 指数和传媒（申万）指数表现进行分析。近一年来申万传媒指数累积上涨 5.43%，沪深 300 指数累积下跌-9.02%，传媒板块领先 14.45 个百分点。今年第一季度传媒行业整体走势大幅领先，下半年整体走势基本与大盘趋同，但全年指数表现仍领先于大盘。

图表 1 近一年传媒股走势



资料来源: Wind, 东北证券

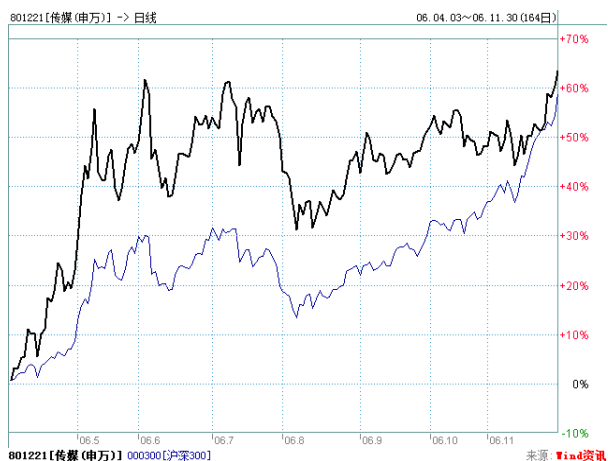
图表 2 近五年来传媒指数走势



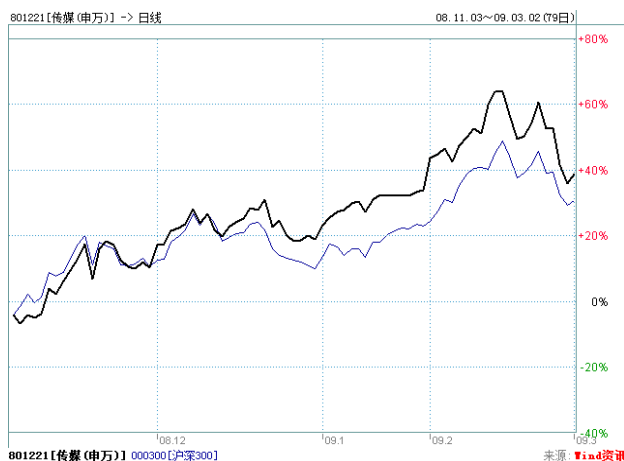
资料来源: Wind, 东北证券

从更长的五年周期来看，传媒行业属于防御性投资品种，震荡幅度小于大盘。在震荡市场中，传媒行业取得超额收益的概率更高。

图表 4 2006 年 4 月-2006 年 11 月



图表 3 2008 年 11 月-2009 年 3 月



资料来源: Wind, 东北证券

图表 5 2010 年 2 月-2010 年 5 月



图表 6 2010 年 8 月-2010 年 9 月

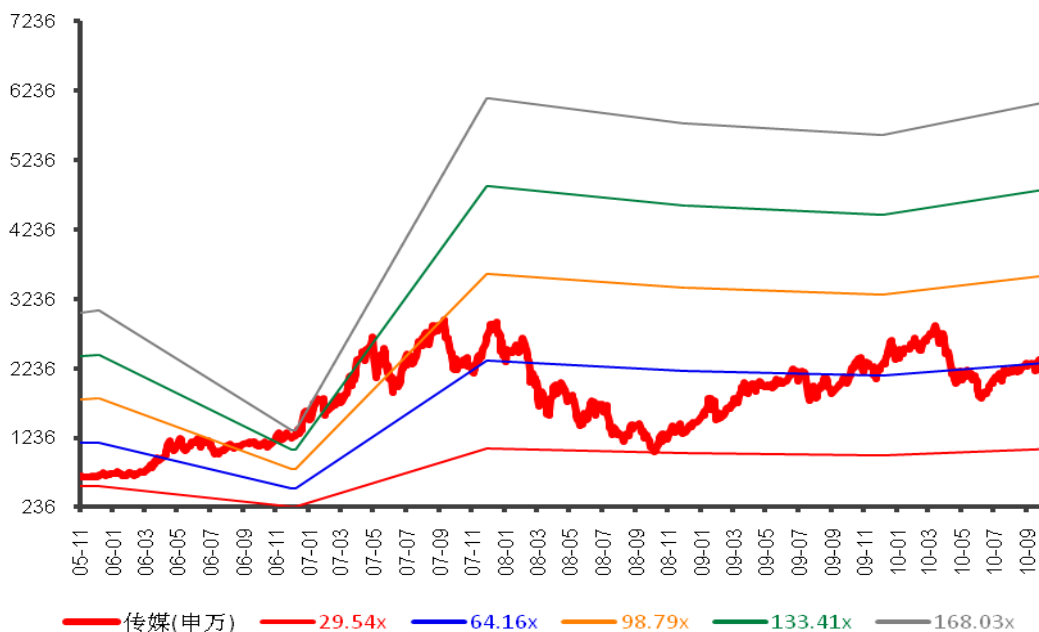


资料来源: Wind, 东北证券

## 1.2 估值水平分析：仍处于历史高位

整体来看，传媒板块估值仍处于历史最高位，大多数个股市盈率在 40-50 倍之间，市净率在 4-6 倍之间。虽然年中受大盘整体震荡影响传媒板块估值有所下调，但第三季度以来，随着广电总局“一省一网”政策限期临近，有线网络板块走强带动整个传媒板块估值水平上调。

图表 7 传媒板块 PE 估值分析



资料来源: Wind, 东北证券

图表 8 传媒板块 PB 水平分析



资料来源: Wind, 东北证券

## 二、改革力度空前 文化产业将成为支柱性产业

我国文化体制改革筹划于 2002 年，正式开始自 2003 年，但直到 2009 年《文化产业振兴规划》出台，文化体制改革才真正进入加速阶段，近 1 年来，文化产业改革方面的政策出台密集度、国家对文化产业的支持力度，达到了前所未有的高度，我国文化产业发展面临重要机遇。

《文化产业振兴规划》标志着文化产业已经上升到国家战略层面，并提出了支持文化产业发展的五大政策措施：降低准入门槛、加大政府投入、落实税收政策、加大金融支持、设立中国文化产业投资基金等。随后《金融支持文化产业政策》迅速出台，进一步落实了国家对文化产业的支持政策。

近期，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》中明确提出“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”，进一步将文化产业提高到支柱性产业的地位。

通常来说，考核一个产业是否是国民经济支柱性产业，是看其产值是否占到同期 GDP 的 5%-6%。根据统计局的文化产业发展报告，2004 年至 2008 年，我国文化产业增加值年均增速高达 22%，其中法人单位的增加值年均增速为 23.3%，高于同期 GDP 的年均增长速度（现价）近 5 个百分点。2008 年我国文化产业实现增加值 7630 亿元，占同期 GDP 的 2.43%。其中北京文化产业增加值占当地 GDP 比重已达 5.77%。根据统计局的数据，2009 年，我国文化产业增加值为 8400 亿元左右，我国 GDP 总量为 335353 亿元；假设到 2015 年“十二五”结束，我国 GDP 以 8% 的平均速度增长，文化产业增加值按照 GDP 的 5% 计算，到 2015 年，我国文化产业增加值将超过 26600 亿元，年均复合增长超过 21%。

图表 9 “十二五”期间我国文化产业增加值假设性分析

|                      | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| GDP（亿元）（以平均增速 8% 计算） | 335353 | 362181 | 391156 | 422448 | 456244 | 492744 | 532163 |
| 文化产业增加值（亿元）          | 8400   | 18109  | 19558  | 21122  | 22812  | 24637  | 26608  |
| 文化产业增加值年复合增长         |        |        |        |        |        |        | 21.19% |

资料来源：统计局、东北证券

图表 10 文化体制改革历程回顾

| 我国文化产业改革政策回顾 |                                                         |
|--------------|---------------------------------------------------------|
| 2002 年       | 10 月，中共十六大提出“抓紧制定文化体制改革的总体方案”的要求                        |
| 2003 年       | 7 月，正式确定北京、上海、广东、浙江、重庆、深圳、沈阳、西安、丽江等 9 个省市为文化体制改革综合性试点地区 |
| 2004 年       | 北青传媒香港联交所挂牌上市                                           |

|        |                                                                                                                                     |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2005 年 | 《关于非公有资本进入文化产业的若干决定》和《关于文化领域引进外资的若干意见》                                                                                              |
| 2006 年 | 《关于推动我国动漫产业发展的若干意见》<br>《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》<br>《关于深化文化体制改革的若干意见》<br>新华传媒借壳上市                                                         |
| 2007 年 | 新华文轩香港上市<br>出版传媒 A 股 IPO                                                                                                            |
| 2008 年 | 《关于鼓励数字电视产业发展的若干政策》<br>时代出版借壳上市                                                                                                     |
| 2009 年 | 《文化产业振兴规划》<br>《关于加快有线网络发展的若干意见》<br>《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》<br>华谊兄弟 IPO<br>皖新传媒 IPO                                                   |
| 2010 年 | 加快推进三网融合政策<br>《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》<br>《关于进一步推动新闻出版产业发展的指导意见》<br>中南传媒 IPO<br>《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》：“推动文化产业成为国民经济支柱性产业。” |

资料来源：东北证券

## 三、传统媒体面临改革机遇，新媒体受消费升级驱动

### 3.1 平面媒体：深化改革带来外延式增长机遇

新闻出版行业一直处于我国文化体制改革前列。2009 年 4 月出台的《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》，明确了进一步推进改革的时间表和路线图，标志着整个新闻出版体制改革进入了在面上铺开、向纵深推进的新阶段。2010 年，新闻出版总署下发《关于进一步推动新闻出版产业发展的指导意见》更是明确提出，要在未来三到五年内，重点培育六七家资产超过百亿、销售超过百亿的国内一流、国际知名的大型新闻出版企业；支持鼓励新闻出版骨干企业跨媒体、跨行业、跨地区、跨国界和跨所有制重组。

在历年来各部门出台的一系列文化体制改革相关政策中，“打造市场主体”都是核心词汇，我国新闻出版行业改革的路线和规划也都各项政策都围绕着重塑国有市场主体、打造骨干企业展开。我国文化体制改革的基本思路是：

➤ 通过转企改制建立市场化主体。

- ▶ 通过上市等资本运作方式做强做大市场化主体。
- ▶ 通过跨地区、跨行业、跨所有制并购重组打造大型传媒集团。

目前我国新闻出版行业转企改制已基本完成：企业法人单位数量已占法人单位总数的 96.3%。全国 581 家图书出版社，除盲文、少数民族文字等出版社和军队出版社保留事业单位性质外，528 家经营性出版社中有 435 家已经完成转企改制，93 家正在进行转企改制。此外全国已有 1069 家非时政类报刊出版单位登记或转制为企业法人。截至 2010 年上半年，148 家中央部门和单位出版社已有 102 家核销事业编制，地方需要转企改制的出版单位已基本完成任务，全国近 3000 家新华书店已有 2900 多家转企改制。

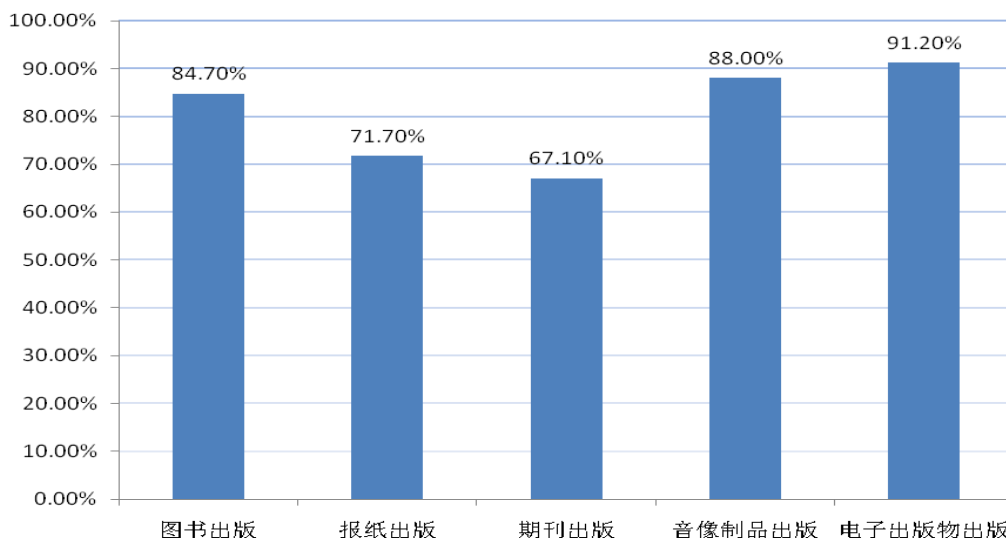
新闻出版集团资本化也进展迅速：到目前为止，全国已有 29 家出版集团，49 家报业集团，4 家期刊集团，24 家国有发行集团，其中境内外上市的新闻出版企业 42 家。

可以预见，我国新闻出版行业改革的下一阶段重点将是通过并购重组实现规模上的发展。新闻出版业转企改制的基本完成，使出版集团通过资本运作进行扩张、进而成长为“双百亿”传媒集团成为可能，上市公司在股权运作方面更有优势，时代出版重组黑龙江新华书店、出版传媒重组民主与建设出版社只是个开始，平面媒体的改革仍在加速进行。上市公司在融资和资本运作方面具有显著优势，外延式增长仍是出版行业下一阶段发展的主题。

从细分行业来看，期刊出版与报纸出版的市场化程度最低，改革进度也落后于图书出版行业。随着出版发行行业改制基本完成，市场化经营主体基本确立，我们预计报刊出版改革将是下一阶段的改革重点。根据规划，我国将在“十二五”期间，形成 10 家左右具有较强辐射能力的报刊出版产业集聚中心，以及 10 家左右跨地区、跨行业、跨媒体经营的大型国有报刊出版传媒集团。

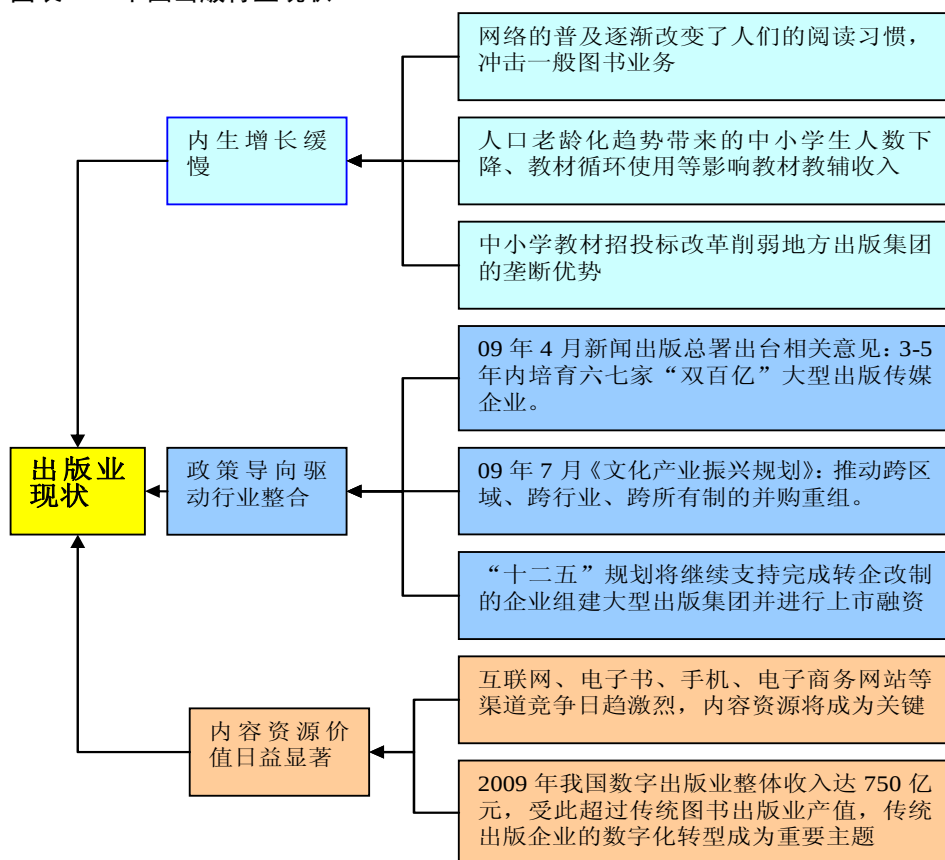
相关上市公司：时代出版、出版传媒、新华传媒、皖新传媒、博瑞传播、粤传媒、中南传媒、中原出版传媒、中文天地出版传媒等。

图表 11 我国出版细分行业市场化率比较



资料来源：统计局，东北证券

图表 12 中国出版行业现状



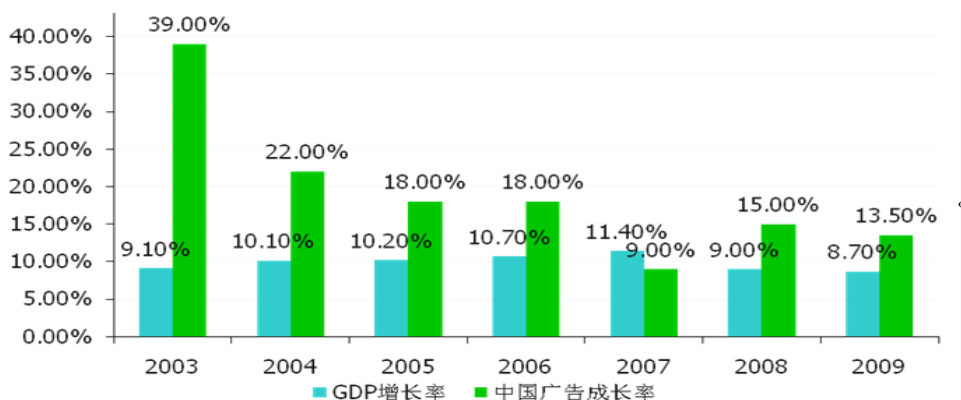
资料来源：东北证券

## 3.2 广告营销行业： 广告市场稳定增长，并购是王道

### 3.2.1 广告市场稳定增长

广告行业是典型的周期性行业，与整体宏观经济形势密切相关。

图表 13 中国广告成长率与 GDP 增长相关性分析



资料来源：东北证券

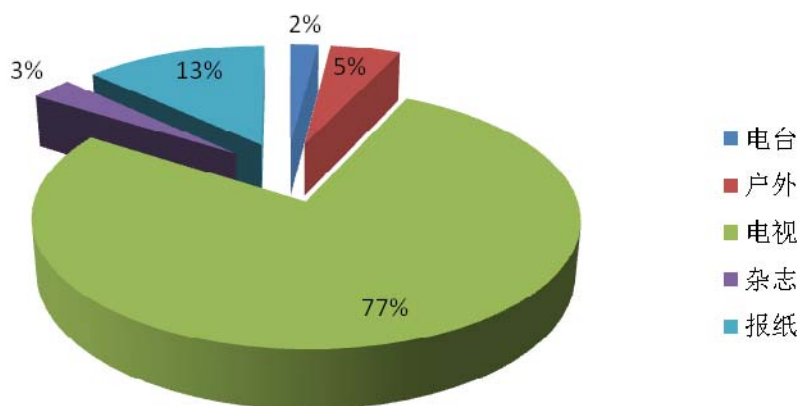
整体来说，我国广告市场增长平稳，2010 年上半年超预期的快速增长主要是由于上年同期受金融危机影响，基数较低。第三季度以来，我国广告市场增长幅度放缓至 14%，但总体市场广告投放刊例花费仍然达到了历史最高值 4302 亿元人民币。CTR 预计 2010 年全年我国广告市场增幅将维持在 14% 左右。

受广电总局此前出台的电视广告相关政策影响，我国电视广告增幅仍然落后，同比增幅 12%；在电视媒体内部，省级卫视的媒体格局调整明显，强势卫视的广告推动左右显著增强。

电台仍然是国家宏观政策受益最大的媒体，广告增幅高达 33%。

报纸、杂志、户外广告投放增幅均为 19%，其中报纸媒体扩容效果明显，通过扩版等方式，报纸杂志广告资源量均有所增加。户外广告受世博会、亚运会等重大事件影响，资源量进一步缩减。

图表 14 2010 年上半年中国广告市场份额分析



资料来源：CTR，东北证券

### 3.2.2 传播集团的发展历史就是并购史

由于同一家公司不能直接服务于同行业内两家具具有直接竞争关系的客户等行业特性，通过并购实现多品牌运营一直是综合型传播集团的发展方式。另一方面，通过向产业链上下游延伸，广告传播企业可以实现同一集团内部的客户资源共享、为客户提供更加多元化的服务、从而最终提高客户黏性，增强整体竞争力。

全世界最大的几个传播集团的发展历史都是并购史，并购是广告营销行业发展的主题。

相关上市公司：华谊嘉信、省广股份、蓝色光标、北巴传媒

图表 15 全球四大传播集团的发展史

|         |                                                                       |
|---------|-----------------------------------------------------------------------|
| Omnicom | 1993 年收购 TBWA                                                         |
|         | 1996 年收购 Ketchum 传播                                                   |
|         | 1998 年收购 Abbot Mead Vickers 和日本第八大广告公司 I&S                            |
|         | 2007 年收购荷兰互动创意公司 Redurban                                             |
| IPG     | 1990 年收购 Lowe 集团，购得灵狮商标                                               |
|         | 2001 年收购 True North 传播集团和 FCB                                         |
| 阳狮集团    | 2001 年收购 Saatchi & Saatchi                                            |
|         | 2002 年收购 BCOM3 集团（由李奥贝纳（Leo Burnett）、达美高（D'Arcy）和日本电通（Dentus）成立的传播集团） |
|         | 2003 年收购实力传播集团（Zenith Optimedia）                                      |
| WPP     | 1987 年，以大部分贷款得来的 5.66 亿美元收购智威汤逊（J.WalterThompson）                     |
|         | 1989 年，以 8.25 亿美元收购奥美广告（Ogilvy & Mather）                              |
|         | 2000 年，以 47 亿美元收购全球第七大广告公司扬雅广告（Young & Rubicam）                       |
|         | 2003 年，以 4.43 亿英镑收购 Cordiant 集团                                       |
|         | 2004 年收购美国精信广告集团（Grey Global Group）                                   |
|         | 2008 年，以 11 亿英镑收购全球第三大市场研究公司 TNS，成为全球第一大传播集团                          |

资料来源：东北证券

### 3.3 有线电视网络：短期内业绩难有改善，关注网络整合

三网融合是我们长期关注的主题。根据规划，我国三网融合将分两阶段推进：

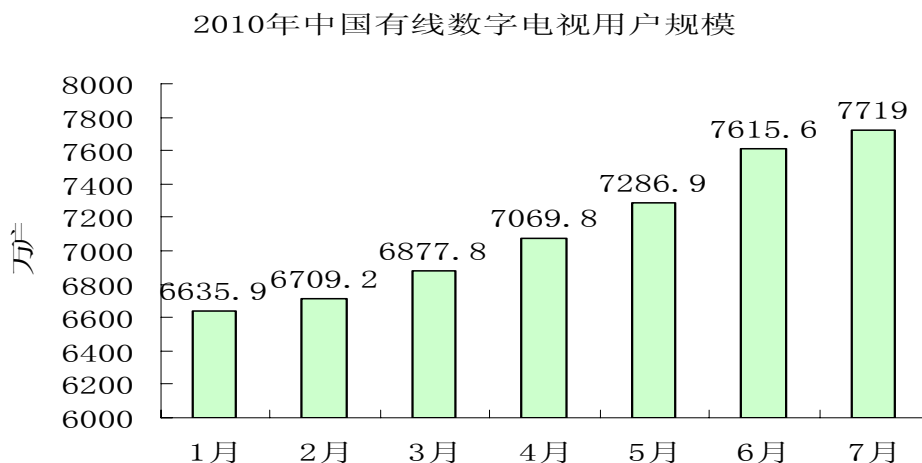
- ▶ 2010-2012 年 重点开展广电和电信业务双向进入试点，探索形成保障三网融合规范有序开展的政策体系和体制机制。
- ▶ 2013-2015 年 总结推广试点经验，全面实现三网融合发展，普及应用融合业务，基本形成适度竞争的网络产业格局，基本建立适应三网融合的体制机制和职责清晰、协调顺畅、决策科学、管理高效的新型监管体系。

对于有线网络运营商来说，三网融合的试点阶段实际上是个缓冲时间，要与市场化程度较高的电信运营商展开竞争，无论是骨干网建设还是增值服务业务拓展都有很长的路要走。加快数字化转型和网络整合是有线网络运营商试点阶段的发展重点。

数字化转型是三网融合实施的重要基础，也是有线电视运营商开展增值业务的基础。

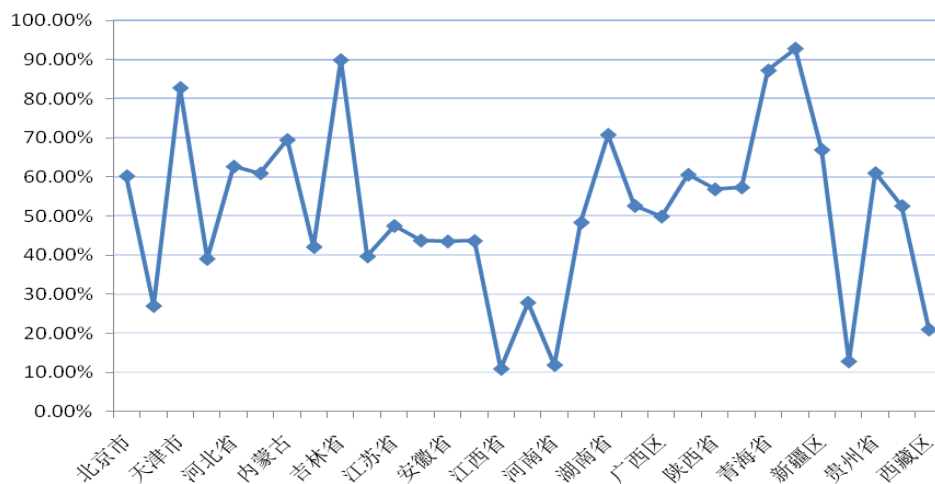
随着三网融合政策的层层推进，各地有线运营商数字化进程不断加快，根据格兰研究的数据，截至 2010 年 8 月底，我国有线数字电视用户达 7880.5 万户，有线数字化程度达到 45.30%。

图表 16 2010 年中国有线数字电视用户规模



资料来源：格兰研究，东北证券

图表 17 我国各省有线电视数字化改造进展（截至 2010 年 8 月）



资料来源：格兰研究，东北证券

另一方面，随着广电总局要求全国有线运营商在 2010 年内完成“一省一网”的限期临近，各地方广电加速整合。截至 2010 年 7 月，全国已有 8 个省区市全部完成网络整合，11 个省区已完成主要城市网络整合。到第四季度，按照广电总局的规划，全国各省都必须完成省网整合，我们此前对有线网络板块上市公司的整合预期有望落实。重点关注天威视讯与广东有线的整合、电广传媒对中信国安旗下 100 万用户的整合，以及东方明珠对上海地区有线网络的整合。

短期内，无论是有线网络数字化、双向化改造，还是网络整合，都给有线电视运营商带来沉重地资本开支压力，而增值业务的发展和消费习惯的培育都需要时间，因此 2011 年，大多数有线运营商仍将面临业绩增长压力。有线板块的投资热点仍将是网络整合。

此外，2011 年可能影响有线网络行业的重要事件还包括：网融合第二批试点城市将公布；国家级有线网络公司成立；等等。

相关上市公司：天威视讯、电广传媒、东方明珠、广电网络、歌华有线、武汉塑料  
附：三网融合政策进程

- ▶ 1999 年 9 月 17 日，国办发 82 号文件出台，规定：“电信部门不得从事广电业务，广电部分不得从事通信业务，双方必须坚决贯彻执行。”该文件的出台，划定了我国广电和电信的经营范围。
- ▶ 2008 年 1 月 1 日，国务院办公厅转发发改委、科技部、财政部、信息产业部、税务总局、广电总局六部委《关于鼓励数字电视产业发展若干政策的通知》，提出“以有线电视数字化为切入点，加快推广和普及数字电视广播，加强宽带通信网、数字电视网和下一代互联网等信息基础设施建设，推进三网融合，形成较为完整的数字电视产业链，实现数字电视技术研发、产品制造、传输与接入、用户服务相关产业协调发展。
- ▶ 2009 年 5 月 19 日，国务院批转发改委《关于 2009 年深化经济体制改革工作意见》的通知，文件指出“落实国家相关规定，实现广电和电信企业的双向进入，推动三网融合取得实质性进展。”
- ▶ 2009 年 7 月 29 日，广电总局下发《关于加快广播电视有线网发展若干意见》，提出“确保 2010 年底前各省基本完成整合，为今后全国有线电视网络规模化、产业化发展奠定基础。”“鼓励和支持有实力的省级有线网络公司跨省联合重组。
- ▶ 2010 年 1 月 13 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合。第一次明确了三网融合的路线图和时间表。会议的核心内容包括两方面：非对称双向进入和先试点后推广的具体时间表
- ▶ 2010 年 7 月 1 日，首批三网融合试点城市名单出炉，北京、大连、哈尔滨、上海、南京、杭州、厦门、青岛、武汉、长株潭地区、深圳、绵阳等 12 个城市列入其中。广电获得 IPTV 集成播控平台的建设和管理权。

### 3.4 内容产业：渠道多元化和知识产权保护是双重保障

#### 3.4.1 渠道多元化和知识产权环境的改善促进内容产业发展

对内容产业来说，三网融合的主要意义在于渠道多元化。渠道多元化将给内容产业提供更多、更快捷的传播渠道，使得内容厂商接触到更广泛的受众群体，获得更多的广告资源；另一方面，传播渠道多元化必然引发渠道之间的竞争，而渠道之间的竞争最终获胜关键在于其占有的内容资源，从而进一步凸显内容资源的稀缺性，提升其市场价值。以电影行业为例，美国电影票房收入通常仅占影片总收入的三分之一，而中国电影主要

依靠票房收入。

渠道多元化为内容产业制造商提供了更多的收入来源，知识产权保护则为这些新增收入的分配提供了保障。以影视剧网络版权为例，2009 年以前盗版猖獗，多数视频网站提供免费视频，内容生产商只能获得院线收入或者电视版权收入，由于有许多免费来源，网络版权价格非常便宜。2009 年以来，以“中国网络视频反盗版联盟”发起成立为契机，我国版权环境大大改善，影视剧网络视频版权价格飙升。长期来看，随着我国知识产权环境的改善，内容产业价值会不断提升。

附：近两年我国版权环境不断改善

- ▶ 2009 年 9 月 15 日，由激动网、优朋普乐、搜狐视频和华夏视联等 4 家国内新媒体版权拥有和发行方以及 110 家互联网视频版权方，其中，有 61 家国内外影视机构，40 余家 4A 广告公司，共同发起“中国网络视频反盗版联盟”，在启动仪式上联合宣布，将对优酷网盗版侵权的 503 部国内影视剧提请诉讼。
- ▶ 2010 年 8 月，中国电影著作权协会向国家版权局上报《电影作品著作权集体管理使用费收取标准》，拟向网吧、网络、长途车等单位收取电影使用费，影著协正联合版权方在各地商谈合作。

### 3.4.2 电影市场保持高增长趋势

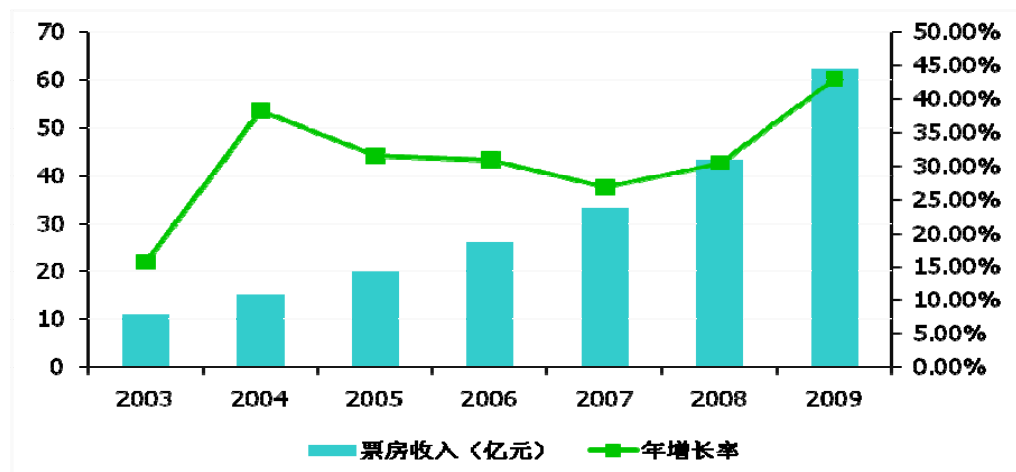
影视制作行业值得长期看好。从人均观影次数、影片数量、人均荧幕数量等指标来说，中国与发达国家水平都相距甚远，有广阔的发展空间，中国电影市场已经步入了高速发展的轨道，自 2002 年开始，中国电影产量每年增幅超过 20%；2004 年开始，中国电影票房每年增幅超过 30%；2004 年开始，我国电影荧幕数量每年增长速度超过 10%。

- ▶ 从需求角度来看，整体来说，中国电影消费需求旺盛的状态仍将保持较长一段时间。随着中国经济转型和居民收入的提高，文化娱乐消费的比重将进一步提高，同时收入分配制度改革的加速也将进一步降低文化娱乐消费的门槛，扩大消费人群。另一方面，虽然一线城市仍占据票房收入的领先地位，但以西安为代表的二线城市的票房开始迎来爆发式增长，我们认为这与中西部城市化进程整体加快有关。2009 年西安票房收入同比增长 114%，二线城市正成为推动中国票房持续快速增长的核心动力。
- ▶ 从供给角度来说，我国电影产量由 2002 年的 38 部提升到 2009 年的 456 部，增长了 12 倍；影院数量由 875 家增长到 1687 家，增长了 1.9 倍；荧幕数量由 2002 年的 1500 块左右，到目前的超过 4500 块。
- ▶ 政策扶植给中国电影下一阶段持续发展创造了“天时”。2009 年国务院出台的《文化产业振兴规划》，鼓励电影院线建设、电影企业走向资本市场。2010 年 1 月国务院出台《关于促进电影产业繁荣发展的指导意见》，要求大力推动我国电影产业跨越式发展。

居民人均收入增长是我国电影产业的快速发展的“地基”。2006-2009年，我国城镇居民人均可支配收入增速分别为：12.1%、17.2%、14.5%、8.8%。稳步增长的城镇居民人均可支配收入，将继续带动中国电影业的快速发展。

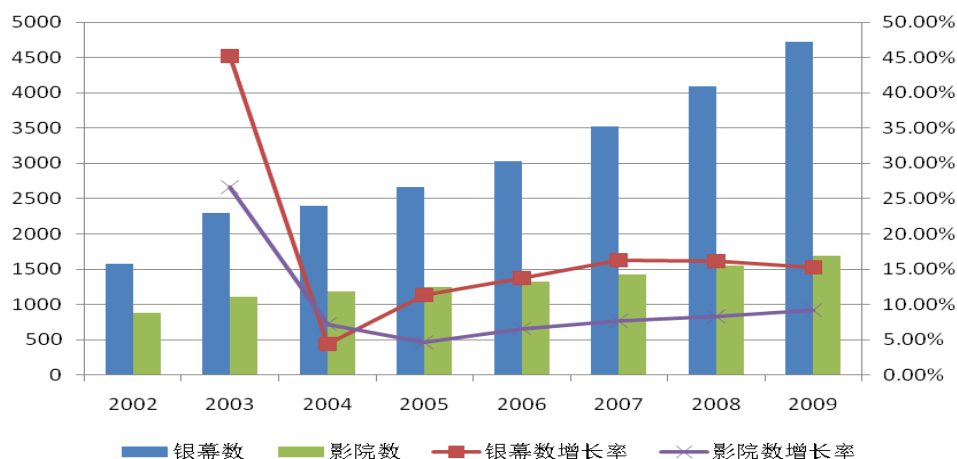
相关上市公司：华谊兄弟、华策影视、电广传媒、中视传媒、奥飞动漫。

图表 18 2003-2009 年中国电视票房情况图表



资料来源：广电总局，东北证券

图表 19 2002-2009 我国影院数目与银幕数变化



资料来源：广电总局，东北证券

### 3.5 互联网：电子商务和移动互联网增长最快，网游行业进入平稳增长阶段

根据 CNNIC 最新发布的数据，截至 2010 年 6 月底，我国网民规模达 4.2 亿人，互联网普及率持续上升增至 31.8%，与 2009 年底相比提高了 2.9 个百分点。移动互联网和电子商务展现了巨大的发展潜力，手机网民成为拉动中国总体网民规模攀升的主要动力，

半年内新增 4334 万人，达到 2.77 亿人，增幅为 18.6%；全国网络购物用户达到 1.4 亿，网上支付、网络购物和网上银行上半年用户增长率均在 30% 左右，远远超过其他类网络应用。

### 3.5.1 电子商务有望成为规模最大的经济细分行业

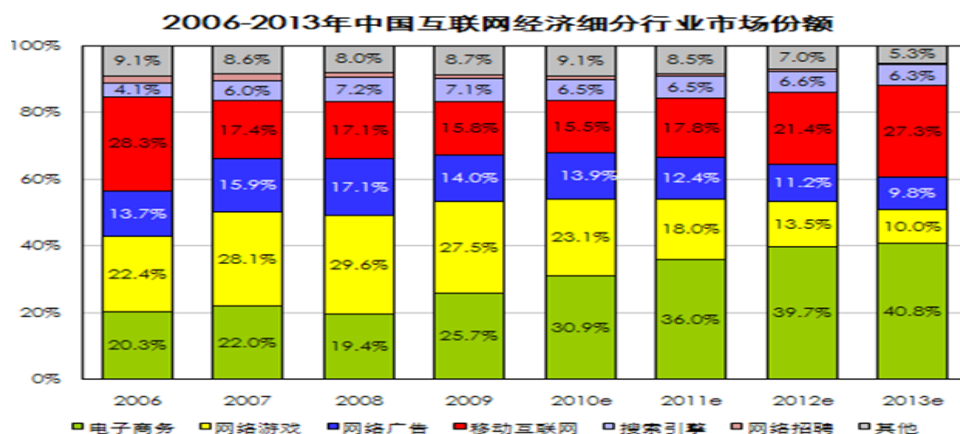
经过十年来的发展，电子商务行业逐渐找到了成熟的盈利模式，进入快速增长的上升通道，其中 B2B 盈利模式最为成熟，增长最为确定，焦点科技是我们 2011 年重点推荐的品种。

- ▶ 首先是市场渗透率仍然很低。2009 年中国中小企业 B2B 电子商务交易规模占整体交易规模的比例仅为 9.1%，根据艾瑞咨询的预测，到 2013 年这个数字将达到 20.8%。
- ▶ 其次是市场规模进入快速增长阶段。金融危机提高了中小企业利用电子商务的意识，使用电子商务服务的中小企业数量和原有用户的使用范围都在增长。电子商务经过了早期的市场开拓阶段，已经开始被广为接受。预计未来三年我国 B2B 电子商务行业复合增长率超过 40%。
- ▶ B2B 电子商务行业竞争格局稳定。就外贸领域来说，阿里巴巴占据了 50% 以上的市场份额，其次是焦点科技，市场份额约是阿里巴巴的十分之一，两家企业都经过了超过十年的经营历史，积累了大量海外采购商资源，新进入者很难在短时间内获得这些客户资源。
- ▶ 另一方面，电子商务的用户本身是非排他性的，一般会寻求多个平台发布信息，用户也不希望行业内只剩下一家平台可以选择，同时目前行业整体渗透率还很低，因此相当长的一段时间内，焦点科技仍有较大发展空间，不会被阿里巴巴蚕食。
- ▶ 与生意宝等垂直型电子商务门户相比，焦点科技等综合类门户更符合用户需求和行业发展趋势。

根据艾瑞咨询的数据，互联网细分行业中，2009 年电子商务营收规模同比增速最快，达到 86.1%，占互联网总体应用市场份额的 25.7%，预计到 2013 年这一份额将上升到 40.8%。这一数据与 CNNIC 今年上半年的数据相呼应，都反映了电子商务领域的上升趋势。

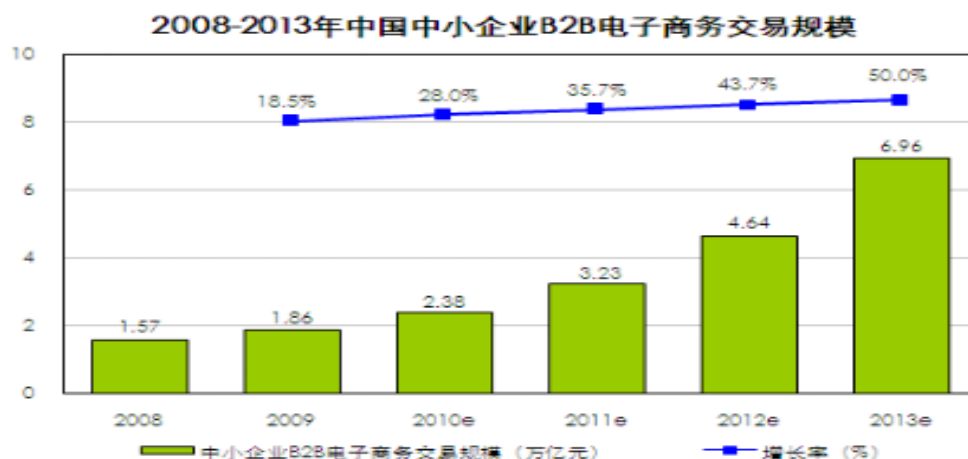
相关上市公司：生意宝、焦点科技、同花顺、东方财富

图表 20 2006-2013 年中国互联网经济细分行业市场份额



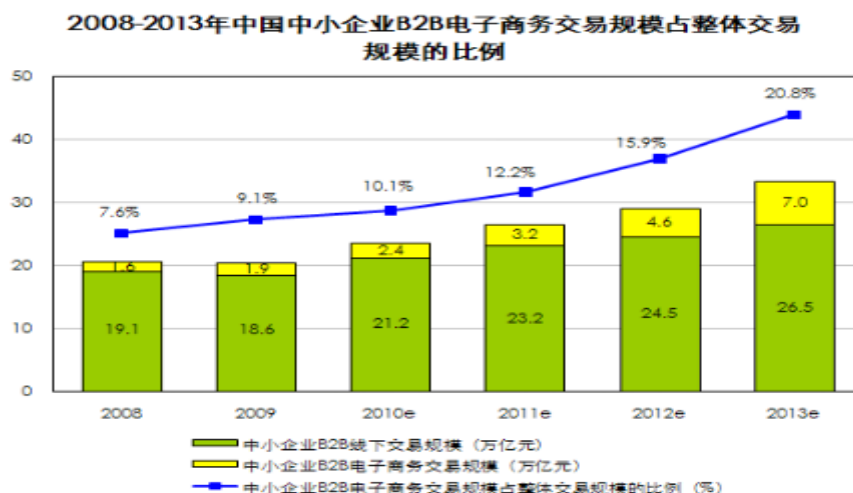
资料来源：艾瑞咨询，东北证券

图表 21 2008-2013 年中国中小企业 B2B 电子商务交易规模



资料来源：艾瑞咨询，东北证券

图表 22 2008-2013 年中国中小企业 B2B 电子商务市场渗透率



资料来源：艾瑞咨询，东北证券

### 3.5.2 移动互联网行业：手机网民用户已成规模，短期内面临政策风险

我国手机网民数量从2006年12月的1700万人迅速增长到2010年6月的2.77亿人，手机网民已经成为我国网民的主体，占我国网民总数量的65%以上。手机网民数量形成规模给移动互联网业务的全面爆发创造了前提和必要条件。

自2009年年底开始，移动增值服务行业迎来新一轮政策严打，三大运营商和监管部门一系列的整顿措施给整个行业带来了重大影响。目前SP行业仍处于政策寒冬期，运营商和监管部门对增值服务行业整顿仍在进行，我们认为整顿还将持续将一段时间，市场的低迷状态还将延续。

图表 23 近期中移动对移动增值服务行业整顿政策整理

| 实施时间        | 具体措施                                            |
|-------------|-------------------------------------------------|
| 2009年12月1日起 | 中移动对所有WAP服务业务收费协议的服务提供商和内容提供商全部暂停计费并全部清查        |
| 2010年1月21日  | SP点播/订购指令与代码必须采用精确匹配方式                          |
| 2010年3月     | 中移动要求所有SP业务必须在7月1日之前撤出山寨机和水货手机内置菜单。             |
| 2010年3月     | 中移动出台“增值业务订购主动提醒服务”及“0000业务查询和退订服务”两项措施         |
| 2010年7月     | SP包月业务必须实行二次确认和计费提醒，                            |
| 2010年9月     | 短信点播计费提醒，即所谓“三次确认”                              |
| 2010年10月18日 | 中移动将加大SP的信用管理和日常考核，列入不良信用名单库的合作SP两年内不允许再申报业务上线。 |

资料来源：东北证券整理

我国无线增值业务的发展大致经历了三个阶段：

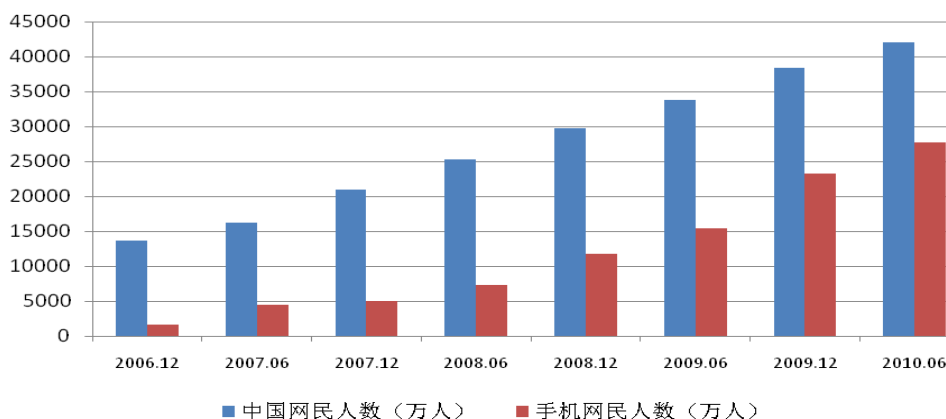
- 2000-2004年是我国增值业务发展的黄金时期，SP行业被认为是“遍地黄金”，市场迅速饱和，运营商的管理跟不上市场膨胀的速度，整个产业链强买强卖、欺诈现象层出不穷，SP服务商良莠不齐。
- 2005-2007年，运营商大力整顿无线增值业务，超过75%的SP服务商倒闭，包括空中网、华友世纪、掌上灵通、TOM等在内的纯SP服务商大幅亏损，大量中小型SP服务商倒闭。
- 2008-2009年，政策整顿暂时结束，整个行业进入恢复性增长阶段，但增长速度与规模都与第一个上升期相去甚远。
- 2009-2010年，新一轮的行业整顿开始，SP行业发展再陷低迷。

我们认为此次整顿对行业长期健康发展是有利的：其一，政策整顿有利于保护良性

竞争，其二，整顿对经营存续时间较短的中小 SP 服务商影响较大，但是对拓维信息这种经营稳健、与运营商合作多年的老牌增值业务服务商来说，行业整顿为公司通过兼并收购实现扩张创造了更为有利的条件。

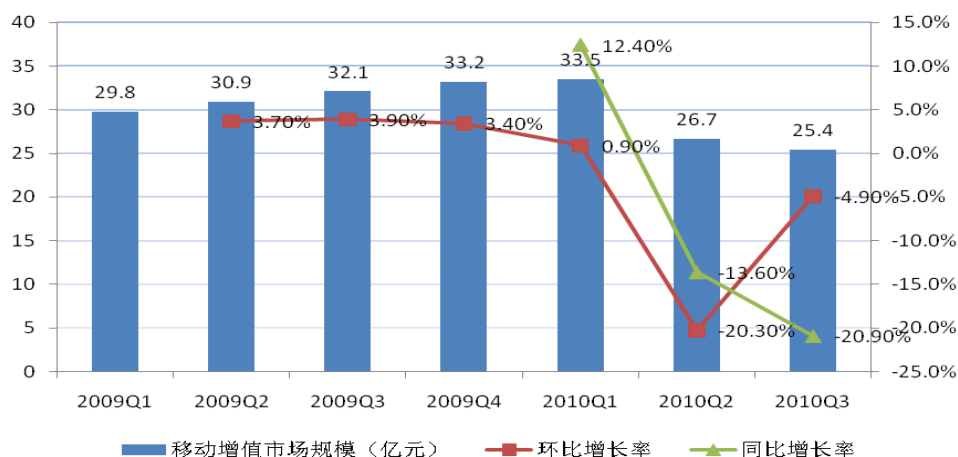
相关上市公司：拓维信息、北纬通信。

图表 24 2006-2010 年我国网民数量与手机网民数量增长趋势



资料来源：CNNIC，东北证券上海证券咨询分公司

图表 25 2009Q1 至 2010Q3 我国移动增值市场规模



资料来源：艾瑞咨询，东北证券

### 3.5.3 网游行业：进入平稳增长阶段

网游行业经历了日进斗金的高速增长之后，今年第二季度首次遭遇市场规模的下跌，面临行业性的拐点，这意味着过去那种跑马圈地式、粗放型的发展模式必须进行转变。但整体而言，网游行业仍然保持 20% 左右的年均增长速度，行业进入平稳增长阶段。

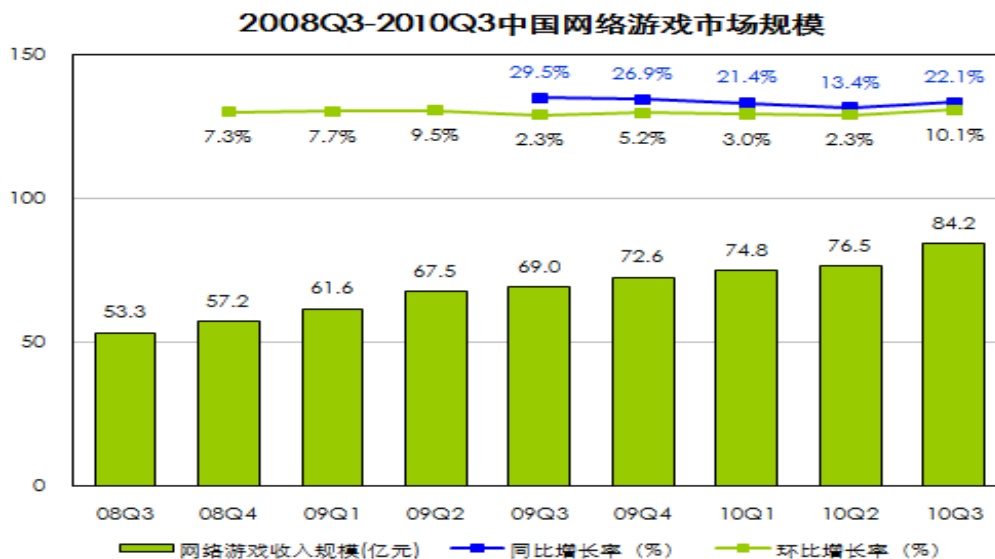
今年第二季度大多数游戏运营商都有不同程度的收入下跌，第一梯队的游戏运营商

市场份额进一步上升，中等规模的游戏运营商的生存空间被进一步压缩，面临更加激烈的竞争。进入第三季度，受暑期档等季节性因素影响，行业数据有所回升。

行业竞争格局方面，仍然保持较高市场集中度，腾讯、网易、盛大位列三甲，共占据 57.5% 的市场份额。

相关上市公司：中青宝、博瑞传播。

图表 26 2008 年 Q3-2010 年 Q3 中国网游市场规模



资料来源：艾瑞咨询，东北证券

## 四、上调行业评级至推荐

虽然目前传媒行业整体估值处于历史高位，但影响传媒行业估值的关键因素并不是其业绩表现，而是其政策预期。综上所述，从 2009 年开始，文化体制改革正式进入加速阶段，无论是政策支持力度还是经济支持力度，都是前所未有的，中国文化行业迎来了政策上的春天。国家文化体制改革的基本思路是培育具有国际市场竞争力的大型传媒集团，将文化产业打造成支柱产业。目前文化产业市场化已经到一段落：一方面，国有新闻出版单位基本改制完成、内容与经营分离、大型新闻机构集团化；另一方面，鼓励民营资本进入文化产业，给民营文化企业更大的发展空间，“激活”我国文化产业。下一阶段的文化体制改革的主要任务就是将做大做强现有的传媒集团，打造综合性文化航空母舰，可以预见，2011 年中国传媒市场的主题将是并购重组，会有更多的传媒企业登陆资本市场。

延续前期的选股逻辑，我们从基本面和主题投资两个角度进行选股。从基本面的角度来看，我们继续推荐业绩增长有保障、安全边际较高的博瑞传播，新媒体并购和网游新产品超预期都将是 2011 年股价表现催化剂；继续看好收益消费升级的蓝色光标、华谊

嘉信；快速增长的 B2B 电子商务平台企业焦点科技。从主题投资角度来说，三网融合仍将是行业亮点，我们仍然推荐有资本运作预期的天威视讯，虽然目前估值已经处于高位，但我们仍看好其资本运作预期；此外，随着文化体制改革深入，中央电视台体制改革的呼声越来越高，作为央视旗下唯一一家上市公司，我们看好中视传媒受益于央视改革带来的资产注入预期。

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。