

传媒行业 2011 年第 2 季度投资策略

文化产业走进春天里

传媒

优于大势

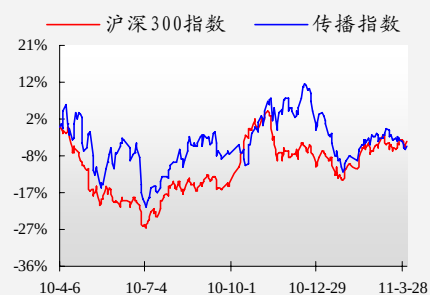
维持评级

发布时间：2011 年 4 月 6 日

投资要点：

- 《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%。
- 新闻出版等传统媒体与影视娱乐、互联网等新媒体市场估值也分化较大，新媒体估值显著高于传统媒体。分化直接反映了市场对于传统媒体和新媒体前景的观点。目前市场上普遍认为传统媒体发展前景黯淡，看好新媒体的高增长前景。以平面媒体为代表的传统媒体目前仍旧具有政策和资质上的相对垄断优势，其盈利模式稳定有效、内容资源存量丰富、仍然是主流媒体；新媒体高增长的同时也存在相当的风险。因此我们认为，在关注高成长的新媒体的同时，也要积极挖掘传统媒体被低估带来的投资机会。
- 维持推荐评级。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。
- 稳健投资组合：博瑞传播+天威视讯+粤传媒+拓维信息；激进投资组合：蓝色光标+省广股份+焦点科技+顺网科技。

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
拓维信息	推荐
粤传媒	推荐

分析师：周思立 联系人：耿云
执业证书编号：S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000-296
FAX: (8621)6337 3209
Email: zhousl@nescn.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

一、文化产业走进春天里

《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。

两会期间，政府工作报告明确将深化文化体制改革和加强文化建设列为今年重点工作之一，并再次强调要推动文化产业成为国民经济支柱性产业。报告中具体提到了发展新闻出版、广播影视、文学艺术、档案事业和加强对互联网的利用和管理。

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%。

表格 1 “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)	335353	362181.2	391155.7	422448.2	456244.1	492743.6	532163.1
(以平均增速 8% 计算)							
文化产业增加值 (亿元)	8400	18109.06	19557.79	21122.41	22812.2	24637.18	26608.15
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

表格 2 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》 《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》 《关于深化文化体制改革的若干意见》 新华传媒借壳上市
2007 年	新华文轩香港上市

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》 时代出版借壳上市
2009 年	《文化产业振兴规划》 《关于加快有线网络发展的若干意见》 《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》 华谊兄弟 IPO 皖新传媒 IPO
2010 年	加快推进三网融合政策 《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》 《关于进一步推动新闻出版产业发展的指导意见》 中南传媒 IPO
2011 年	《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。 政府工作报告将“大力加强文化产业建设”列为 2011 年十项重点工作之一。

资料来源：东北证券

二、细分行业估值分化

1. 估值分化：新老媒体冰火两重天

由于新闻出版等传统媒体与影视娱乐、互联网等新媒体在经营模式、增长速度、行业前景、发展阶段等方面完全不同，各子行业的市场估值也分化较大，新媒体估值显著高于传统媒体。报纸行业 2011 年平均市盈率 30 倍、出版行业 2011 年平均市盈率 35 倍、广电行业 2011 年平均市盈率 50 倍、广告营销行业 2011 年平均市盈率 37 倍、互联网行业 2011 年平均市盈率 42 倍，内容制作行业 2011 年平均市盈率 41 倍。

表格 3 传媒行业各子行业估值比较

子行业分类	上市公司	EPS			PE			投资评级	2011 年 PE 平均值
		2010 年 (A/E)	2011 年 E	2012 年 E	2010 年	2011 年	2012 年		
报纸	博瑞传播	0.52	0.66	0.79	35	27	23	推荐	30
	粤传媒	0.05	0.43	0.5	261	30	26	推荐	
	新华传媒	0.22	0.26	0.29	40	30	30	谨慎推荐	
	华闻传媒	0.17	0.18	0.2	33	32	28	中性	
出版	出版传媒	0.25	0.28	0.31	43	39	35	谨慎推荐	
	时代出版	0.63	0.69	0.77	26	23	21	谨慎推荐	
	中南传媒	0.32	0.38	0.45	36	30	26	中性	
	天舟文化	0.42	0.59	0.78	58	41	31	中性	

	皖新传媒	0.33	0.38	0.42	43	38	34	中性	
	ST鑫新(中文天地)	0.62	0.74	0.86	32	26	23		
	ST源发(长江出版)	1.54	0.25	0.3	8	48	40		
	ST鑫安(中原出版)								
									35
广电	东方明珠	0.19	0.19	0.21	45	45	41	中性	
	歌华有线	0.35	0.43	0.55	37	30	23	谨慎推荐	
	广电网络	0.18	0.25	0.31	65	47	38		
	电广传媒	0.3	0.27	0.41	81	90	60	谨慎推荐	
	广电信息(百事通)	0.21	0.27	0.32	67	52	44	中性	
	武汉塑料								
	天威视讯	0.33	0.62	0.73	71	38	32	推荐	
									53
广告营销	省广股份	0.82	1.24	1.57	59	39	31	推荐	
	蓝色光标	0.52	0.69	1.09	58	44	28	推荐	
	华谊嘉信	0.7	0.78	0.94	47	40	33	谨慎推荐	
	北巴传媒	0.34	0.42	0.5	30	24	20	中性	
									37
互联网及移动互联网相关	焦点科技	1.21	1.8	2.42	56	38	28	推荐	
	生意宝	0.38	0.51	0.61	60	45	38	中性	
	拓维信息	0.78	0.93	1.5	42	35	22	谨慎推荐	
	东方财富	0.61	0.79	0.98	68	53	42	中性	
	大智慧	0.27	0.46	0.65	83	49	35	中性	
	北纬通信	0.59	0.83	1.19	61	43	30	中性	
	中青宝	0.27	0.47	0.65	67	38	28	谨慎推荐	
	顺网科技	0.76	1.25	1.91	87	53	35	推荐评级	
	同花顺	0.68	0.98	1.29	44	31	23		
	乐视网	0.7	1.16	1.76	83	50	33		
	三五互联	0.5	0.9	1.18	50	28	21		
									42
内容	华谊兄弟	0.44	0.67	0.98	59	39	27	中性	
	华策影视	1.7	2.45	3.46	56	39	27	中性	
	奥飞动漫	0.47	0.62	0.84	65	49	36	中性	
	中视传媒	0.36	0.42	0.43	41	36	35	谨慎推荐	
									41

资料来源: Wind、东北证券

估值分化直接反映了市场对于传统媒体和新媒体前景的观点。目前市场上普遍认为传统媒体发展前景黯淡,看好新媒体的高增长前景。以平面媒体为代表的传统媒体目前仍旧具有政策和资质上的相对垄断优势,其盈利模式稳定有效、内容资源存量丰富、仍然是主流媒体;新媒体高增长的同时也存在相当的风险。因此我们认为,在关注高成长的新媒体的同时,也要积极挖掘传统媒体被低估带来的投资机会。

2. 平面媒体看转型

传统媒体仍具有垄断经营的高护城河

我国新闻出版行业实行准入许可制，书籍的出版权、新闻的采编权都仍然牢牢掌握在传统媒体手中。就出版行业来说，每年由各出版单位向新闻出版署申报出版计划，新闻出版署根据计划分配相应的书号，民营和外资企业在相当长的一段时间内仍不会被允许进入出版行业。就新闻行业来说，根据我国现行的新闻管理制度，只有国家批准的新闻单位才有新闻采编权，包括报纸、期刊、电视台，以及依托于传统媒体的新闻网站等，包括门户网站等的商业网站经过批准可以获得新闻转载资质，但不具备新闻采编权，也没资格申领记者证。从执业资格上看，商业网站并非新闻媒体。而就整个新闻制作传播过程来说，采编是决定新闻内容的核心环节，也是整个产业链中价值最大的环节。对于新闻采编权的垄断是报纸等传统媒体相对于网络媒体最大的竞争优势所在，传统媒体仍然牢牢掌握着话语权。

仍然在增长、仍占据主流

近年来新媒体广告快速增长，但报纸广告仍是我国广告市场的主角之一。报纸广告营业额占我国广告经营总额的比重虽然逐年缓慢下降，但仍保持在 18% 以上，说明报纸媒体受到新媒体的冲击并没有想象中那么大，报纸媒体的行业地位并没有因为新媒体的蓬勃发展而急速下滑，报纸媒体的商业价值仍然存在。从某种意义上来说，报纸行业“被”过度夕阳化了。

图表 1 2002-2009 年我国报纸广告份额变化情况



资料来源：《现代广告》、东北证券

文化体制改革深入为“文化产业”松绑，有望带来更多的外延式增长机会

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，温家宝总理在 2010 年政府工作报告中明确提出要加快文化体制改革：我国文化产业发展面临重要机遇。我国文化体制改革的重要思路之一是打造与我国社会经济发展相匹配的大型文化企业集团。传统媒体由于盈利模式稳定可靠，基本都积累了大量的现金流，但由于受行政管制较多、管理机制普遍落后，无论是对内提高经营效率还是对外进行扩张都缺乏动力、受到限制。随着文化体制改革的深入，传统媒体逐渐得以“松绑”。近年来传统媒体的“上市潮”、“扩张潮”都印证了这一点。

新介质带来新的机会

互联网对平面媒体的冲击是市场看空传统媒体的重要原因之一。但随着手机等移动互联网终端对电脑等传统互联网终端的取代，平面媒体获得了新的发展机遇。

互联网时代，平面媒体的发行量和影响力大幅下降的重要原因是互联网的开放性和免费性两大特征。平面媒体花费高昂的成本制作内容，但受时效性、发行量和传播空间的限制，内容传播的效果大大低于互联网；另一方面，门户网站以较低的价格汇集多家平面媒体的内容免费快捷传播，以此抢夺平面媒体的读者和广告客户。

移动互联网的创新和发展给以新闻出版行业为代表的平面媒体的发展带来了新的机遇。与互联网不同的特性决定了移动互联网的商业模式构建与互联网不尽相同，在移动互联网时代，客户端应用更受欢迎。尤其是对报纸行业来说，通过与移动终端结合，报纸突破了及时性、发行数量和发行空间的限制；同时客户端应用的商业模式和移动互联网识别用户的特征，使得报纸数字化发行具备了可行性，也使得报纸作为新闻内容的制作者获得了更多的主动性。

知识产权改善带来价值重估的机会

媒体的根本价值在于其传播内容，随着我国知识产权环境的改善，内容资源是不断增值的。随着我国知识产权环境的改善，音乐、文学作品等内容资源将逐渐实现价值回顾，具有丰富内容资源积累的传统媒体也面临价值重估。

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。
- 2011 年 3 月，出版业和作家群体反侵权同盟起诉百度文库侵权，音乐界代表也成立了华语音乐作者维权联盟。目前百度文库已经初步删除了 280 万份侵权作品；百度公司表示，与中国音乐著作权协会达成合作之后，将为用户在百度音乐平台上的下载行为支付版权费用。

选择估值低、底子好、面临转折的投资标的

粤传媒：

- 粤传媒资产重组完成后，广州日报报业集团将实现经营性资产整体上市。广州日报报业集团是全国版面规模最大、经济规模最大、经济效益最好的报业集团之一。股权转让完成当年及其后两年，拟注入资产的业绩承诺分别为 0.40、0.40、0.43 元。
- 近年来报纸行业受新媒体冲击巨大，但我们认为未来五到十年内，我国报纸行业仍将处于一个稳定增长的阶段。主要原因有以下几点：我国报纸广告经营额仍在稳定增长；报纸的核心价值在于对新闻采编权的垄断；内容价值是永存的，报纸行业消失的可能只是纸张形式，传统报纸有望借移动互联网平台成功实现数字化转型。
- 公司股权转让完成后，后续的利润增长主要来自：经营效率提升、第一财经股权注入预期以及新媒体业务增长。与博瑞传播相比，粤传媒经营效率有较大改善空间；集团公司此次未注入资产中，第一财经 25% 股权按市场可比标的计算，当前价值 19.7 亿，若第一财经成功上市，将有 50% 以上的溢价空间；已成功搭建华南地区影响力最大的区域网站大洋网作为新媒体发展平台，政策优惠和充沛现金流有助于公司进行外延式扩张。

3. 有线电视网络：整合仍是主题

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。

2010 年三网融合政策落实整体较为困难，试点推进和省网整合进度都相对滞后。这主要是由于两方面的原因，一方面是利益纠纷导致三网融合试点推进迟缓；另一方面主管融合的工信部和广电总局也发生了部分人事变动。

截至 2010 年底，全国有线电视光缆干线达 333 万公里，有线电视用户达 1.87 亿，其中数字电视用户 8799 万、双向覆盖用户近 5000 万，数字化率和双向化率分别达到 47% 和 27%。

2011 年三网融合进入关键一年。目前国家目前国家有线网络公司已成立，已完成省网整合的地区网络将开展资产评估，优先整合入国家有线网，随着三网融合政策的具体落实，以及文化产业十二五规划出台，三网融合有望取得实质性进展。

表格 4 A 股有线网络公司简述

		三网融合试点地区	09 年用户规模	市值	户均价值	近期催化剂	不确定性
天威视讯	002238	是	108 万	62.69 亿元	5805 元	长期摊销到期，地区网络整合预期	资产整合进展
歌华有线	600037	是	413 万	134.14 亿元	3248 元	财政补贴、收费业务、资费上调	补贴规模和时间
广电网络	600831	否	445 万	61.92 亿元	1391 元		
电广传媒	000917	是	350 万	99.07 亿元	2831 元	创投业务、省内网络整合	整合进度不确定
武汉塑料	000665	是	340 万	57.68 亿元	1696 元	仍有 150 万用户注入预期	资产整合进展

资料来源：公司资料、东北证券

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。

4. 新媒体看高增长：内容产业、互联网、广告营销

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

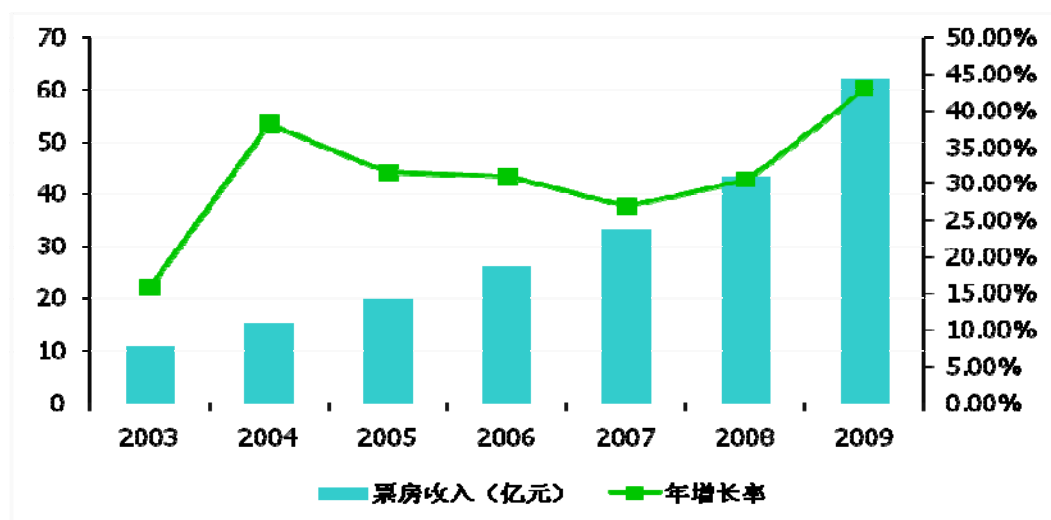
对内容产业来说，三网融合的主要意义在于渠道多元化。渠道多元化将给内容产业提供更多、更快捷的传播渠道，使得内容厂商接触到更广泛的受众群体，获得更多的广告资源；另一方面，传播渠道多元化必然引发渠道之间的竞争，而渠道之间的竞争最终获胜关键在于其占有的内容资源，从而进一步凸显内容资源的稀缺性，提升其市场价值。以电影行业为例，美国电影票房收入通常仅占影片总收入的三分之一，而中国电影主要依靠票房收入。

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。

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%。

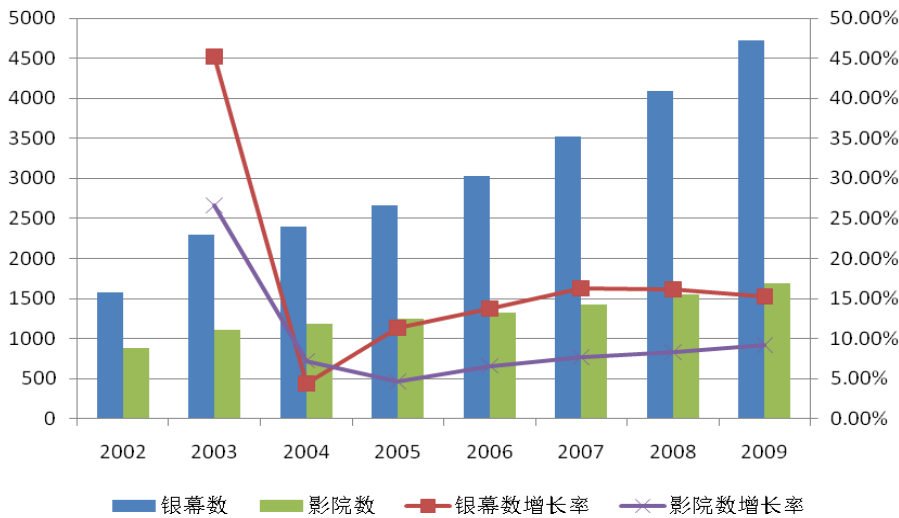
根据广电总局最新公布的数据，2010 年，我国电影票房高达 101.72 亿元，较 2009 年的 106.65 亿元同比增长 63.9%。

图表 2 2003-2009 年中国电影票房情况



资料来源：广电总局、东北证券

图表 3 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

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。

4.2 互联网：各种应用百花齐放

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。

表格 5 A 股主要互联网及移动互联网相关上市公司

	应用领域
焦点科技	综合性B2B电子商务服务提供商
生意宝	垂直型B2B电子商务服务提供商
拓维信息	手机动漫
北纬通信	手机游戏
东方财富	互联网金融信息服务
大智慧	互联网金融信息服务，用户规模全国最大
同花顺	互联网、移动互联网金融信息服务
顺网科技	网吧平台管理软件
乐视网	视频网站
三五互联	企业邮箱
中青宝	网络游戏
博瑞传播	网络游戏、手机游戏、地方搜索引擎

资料来源：公司公告、东北证券

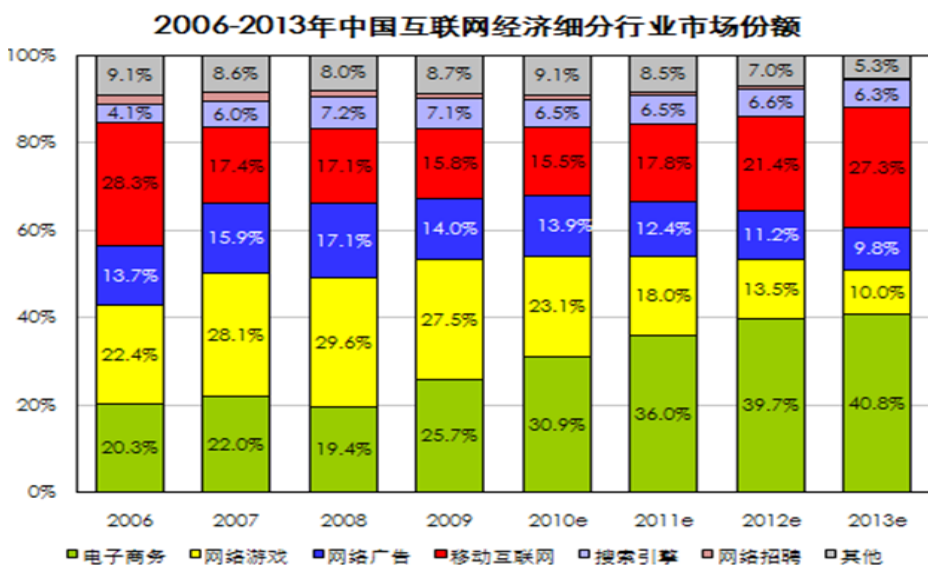
4.21 电子商务有望成为规模最大的经济细分行业

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。

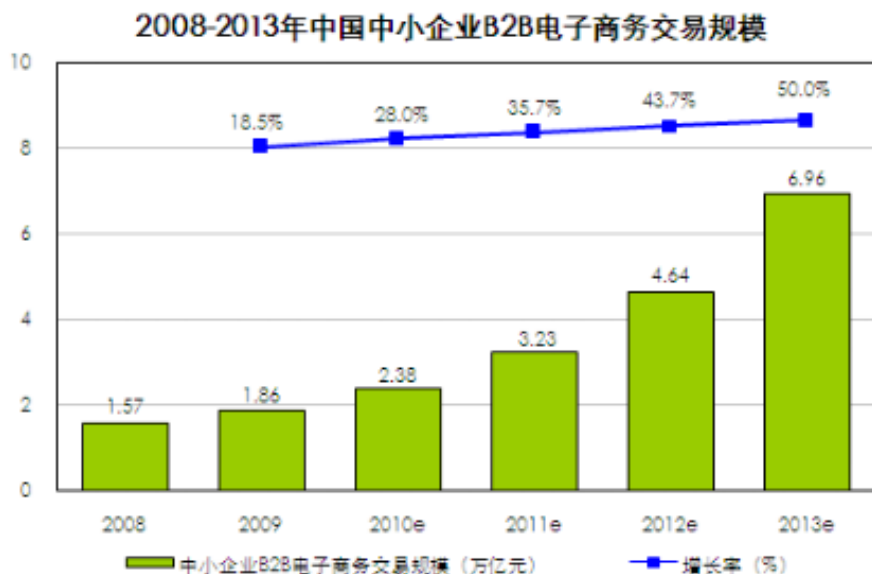
根据艾瑞咨询的数据，互联网细分行业中，2009 年电子商务营收规模同比增速最快，达到 86.1%，占互联网总体应用市场份额的 25.7%，预计到 2013 年这一份额将上升到 40.8%。这一数据与 CNNIC 今年上半年的数据相呼应，都反映了电子商务领域的上升趋势。

图表 4 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 5 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

4.22 移动互联网行业：手机已经取代电脑

拓维信息：

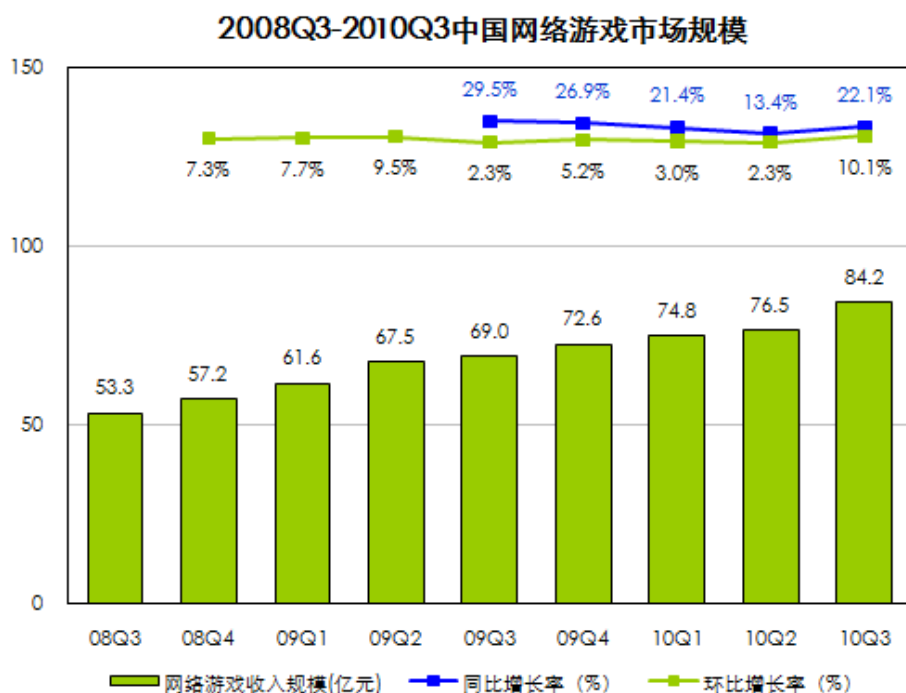
- 拓维信息成立于 1996 年，2008 年中小板 A 股上市。公司主营业务包括系统集成及软件业务、无线增值业务。目前 SP 行业仍处于政策寒冬期，运营商和监管部门对增值服务行业整顿仍在进行，我们认为整顿还将持续将一段时间。此次整顿对行业长期健康发展是有利的：其一，政策整顿有利于保护良性竞争，其二，整顿对经营存续时间较短的中小 SP 服务商影响较大，但是对拓维信息这种经营稳健、与运营商合作多年的老牌增值业务服务商来说，行业整顿为公司通过兼并收购实现扩张创造了更为有利的条件。
- 公司有望在福建中国移动动漫基地建设中分得一杯羹，公司在手机动漫领域实力雄厚，有较大希望中标。
- 创新类增值业务是公司发展的长期看点。手机动漫业务与校讯通业务的全国布局是公司 2011 年业绩看点。公司在手机动漫领域经营多年，积累大量内容资源和渠道资源，未来 2-3 年内有望迎来爆发性增长。校讯通业务是公司 2011 年工作重点之一，力图通过并购的方式整合全国范围内相关业务及资源。

4.23 网游行业：进入平稳增长阶段

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。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 2 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

博瑞传播：新媒体业务利润弹性空间较大；传统业务业绩保障明确。

- 网游业务预计 2011 年推出 4 款游戏新作，实现超 60%的收入增长。
- 新增移动互联网业务，2011 年约可实现 300 万美元净利润（按汇率 6.5 换算，约为 1950 万元人民币）。
- 户外广告业务实现内生增长及外延扩张“两条腿”走路，预计增长约 50%。
- “创意成都”项目预计 2011 年 5 月竣工投入运营，2011~2013 年可带来约 1632 万、5712 万与 344 万元收入。
- 确定性增长仍可期待超预期因素，包括“新媒体事业部”的设立发挥新媒体聚合及协同效应；梦工厂、晨炎等对赌协议利润目标存在超预期实现的可能性；户外广告及新媒体的投资力度加大与并购模式创新。

4.24 顺网科技：想象力决定发展空间

- 顺网科技是国内领先的网吧平台服务商，成立于 2005 年。通过收购，公司的网吧游戏更新软件市场占有率超过 80%；以此为基础，公司大力发展增值业务及广告推广业务，以打造互联网娱乐大卖场为发展目标。
- 网吧是我国网民第二大上网场所，是网络文化产品和服务的重要销售渠道。中国网络游戏玩家中有 36.8%的人会选择到网吧玩游戏。截至 2009 年底，全国网吧用户数量已达 1.35 亿人，比 2008 年增长 6.7%，我国网吧行业总产值已达 886 亿元人民币。

- 公司 2011 的业务增长看点主要有：网维大师的用户覆盖范围仍在持续增长，截至 9 月底，网维大师已成功应用于中国 9 万余家网吧，预计未来有望达到 70% 的市场占有率；游戏联合运营项目进展顺利，预计到年底将有 10 款游戏在线运营，2011 年有望实现爆发式增长；PC 保鲜盒项目已有测试版客户端产品，其主要功能表现与 360 等杀毒软件相似，虽然短时间内直接贡献利润不太现实，但是将是公司能否将平台延伸至更广阔的个人、家庭用户市场的关键。

4.3 广告营销：紧扣消费升级，外延式发展是主线

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。

图表 3 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

省广股份:

我国成立最早也是本土最大的广告公司之一，主营业务是为客户提供整合营销传播服务，具体包括品牌管理、媒介代理和自由媒体三大类业务。2011 年业绩看点主要有：三大募投项目建成有助于公司营收增长及毛利率改善;对外收购项目重庆年度广告收入符合预期;公司或将受益广东省政府优惠政策及资金补贴。

三 、 维持推荐评级

综上所述，我们仍然推荐稳健和激进两种投资组合。

稳健投资组合：博瑞传播+天威视讯+粤传媒+拓维信息

激进投资组合：蓝色光标+省广股份+焦点科技+顺网科技

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。