

传媒行业 2011 年第四季度投资策略

在结构分化中寻找成长股

传媒

优于大势

维持评级

发布时间：2011 年 10 月 10 日

投资要点：

- 2011 年前三季度，受政策落实低于预期和大盘风格转换的影响，传媒及互联网板块整体跑输大盘。截至到 9 月 30 日，传媒及互联网指数下降 64.06%，同期沪深 300 指数下滑 19.07%。估值压力得到一定释放。
- 细分行业进一步分化。包括出版发行、报纸在内的平面媒体增长缓慢；网民数量增长放缓，但互联网应用市场规模仍持续快速增长；影视剧等内容消费行业仍处于黄金发展期；营销服务行业分化较大，传统媒体广告市场增速放缓，但仍高于 GDP 增长速度，公关行业仍保持 25%左右的行业增速，互联网广告维持迅猛增长势头。
- 传媒行业正在发生深刻变化，价值回归是长期趋势。这个变化主要体现在两个方面：其一、上市公司数量和品种大大增加，传统媒体在数量上已经不再具有绝对优势；其二、政策预期对行业估值的影响在逐渐减小。我们认为，随着传媒行业市场化程度的进一步提高，传媒板块的估值也将经历一个价值逐渐回归的过程，即个股的估值更多得取决于其业绩增长和 market 价值而不是政策预期。
- 针对整个行业传统媒体和新媒体进一步分化的趋势，我们延续此前的选股逻辑，寻找高增长的成长股，关注面临全面改革的拐点股。推荐组合：天舟文化+宋城股份+粤传媒+北巴传媒。

走势图



子行业	评级
有线行业	中性
内容制作	推荐
报纸及广告	推荐
出版	中性
互联网	中性

重要公司	评级
粤传媒	推荐
北巴传媒	推荐
天舟文化	推荐
宋城股份	推荐

分析师：耿云

执业证书编号：S0550511080003

TEL: (8621)6336 7000-296

FAX: (8621)6337 3209

Email: gengy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

目录

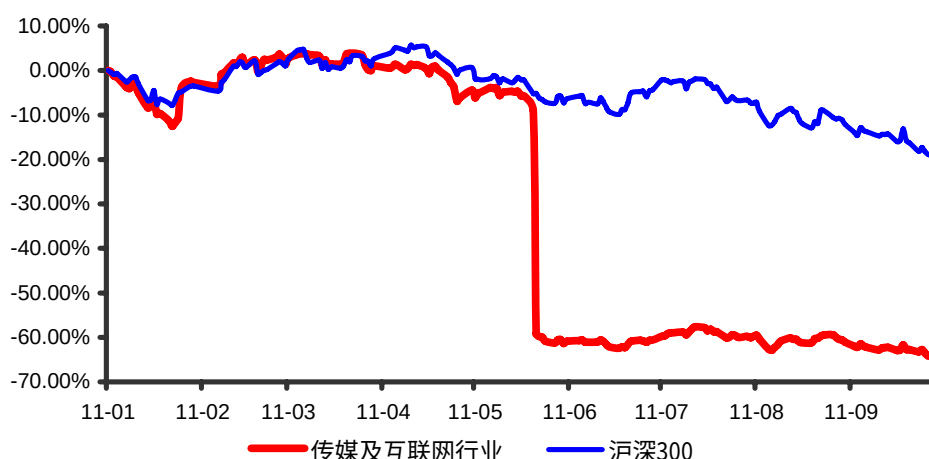
一、行情回顾	3
跑输大盘：政策预期兑现缓慢+风格转换	3
二、半年报回顾：基本面向好	3
1、基本经营情况向好、细分行业进一步分化	3
2、盈利能力分析	5
三、政策回顾：继续深化文化体制改革	6
四、行业发展趋势分析：细分行业进一步分化	7
1、新媒体高增长	7
(1) 网民增速放缓，网络应用继续高速增长	7
(2) 影视娱乐进入黄金发展期	8
(3) 电视剧行业：大而不强	9
2、传统媒体增长缓慢面临转型	11
(1) 出版行业增长缓慢	11
(2) 报纸行业面临下滑	12
(3) 有线电视行业缓慢增长	12
3、营销服务行业分化	13
(1) 传统媒体广告增速放缓	13
(2) 公关行业增速较快	13
(3) 互联网广告增速迅猛	14
五、投资逻辑：精选成长股、关注拐点股	15
1、行业正在发生变化，价值回归是大趋势	15
2、精选成长股、关注拐点股	15

一、行情回顾

跑输大盘：政策预期兑现缓慢+风格转换

2011 年前三季度，传媒及互联网板块整体跑输大盘，截至到 9 月 30 日，2011 年上半年传媒及互联网指数下降 64.06%，同期沪深 300 指数下滑 19.07%。我们判断主要原因是由于产业政策落实落后于预期，同时也受到大盘整体风格转换的影响。2009、2010 年，包括《文化产业振兴规划》、《加快推进三网融合政策》等一些纲领性文件相继出台，使得受政策预期驱动较强的文化传媒板块相对估值处于较高水平。2011 年前三季度，在市场整体下滑的背景下，配套政策出台速度和三网融合进度都低于市场预期，传媒股出现了较大幅度的调整。

图表 1 传媒及互联网行业前三季度走势回顾



资料来源：Wind、东北证券

二、半年报回顾：基本面向好

1、基本经营情况向好、细分行业进一步分化

2010 年传媒行业经营业绩良好，营业收入同比增长超过 25% 的公司有 24 家，占我们总统计样本的 63%；净利润同比增长超过 25% 的公司有 20 家，占我们总统计样本的 53%。就细分行业来看，报纸及广告、内容制作、互联网三个子版块表现最好，其次是有线电视行业，出版发行行业业绩增长最为缓慢。

就 2011 年上半年业绩来看，排除个别业绩变化特别突出的公司，整体来说，报刊及广告和内容制作行业表现最好。

表格 1 主要公司 2010 年及 2011 年上半年基本情况回顾

证券代码	证券简称	营业总收入 同比增长率 (%)2009VS2008	营业总收入 同比增长率 (%)2010VS2009	营业总收入 同比增长率 (%)2011H1VS2010H1	归属母公司股东的净利润同比增长率(%) 2009VS2008	归属母公司股东的净利润同比增长率 (%)2010VS2009	归属母公司股东的净利润同比增长率 (%)2011H1VS2010H1
有线电视							
600637.SH	广电信息	-32.47	-9.11	-3.58	-35.43	199.76	103.57
000665.SZ	武汉塑料	38.19	40.86	3.97	-20.71	123.78	33.39
000917.SZ	电广传媒	24.58	48.29	-62.10	37.94	1294.68	1936.09
600831.SH	广电网络	13.87	28.66	21.10	81.33	44.82	28.49
002238.SZ	天威视讯	5.94	6.30	2.19	3.25	9.69	68.21
600037.SH	歌华有线	11.49	24.96	-18.00	0.38	4.80	-14.46
600832.SH	东方明珠	5.54	25.00	-8.02	1.98	39.66	-12.54
报纸、广告							
600880.SH	博瑞传播	14.00	25.99	18.82	37.17	20.76	26.00
002181.SZ	粤传媒	-31.96	7.33	-0.50	-9598.03	117.85	-59.28
000793.SZ	华闻传媒	-10.10	37.45	18.01	-1.26	41.21	23.64
600386.SH	北巴传媒	67.29	36.18	27.52	31.18	14.76	11.79
002400.SZ	省广股份	12.98	50.16	35.24	15.66	27.15	33.26
300058.SZ	蓝色光标	12.32	34.85	79.23	11.76	24.61	67.60
300071.SZ	华谊嘉信	27.15	31.45	73.98	21.50	30.49	9.82
出版发行							
600373.SH	中文传媒	56.47	199.64	198.05	37.95	507.72	1990.39
600551.SH	时代出版	17.98	4.63	23.61	4.88	9.95	20.62
600825.SH	新华传媒	-21.60	1.32	1.71	-3.74	-14.02	-6.05
601999.SH	出版传媒	9.70	2.82	1.50	11.93	0.41	-18.42
601098.SH	中南传媒	14.15	17.53	21.88	29.84	23.80	33.55
601801.SH	皖新传媒	5.43	8.48	14.07	9.59	16.13	20.60
300148.SZ	天舟文化	43.54	62.59	30.50	42.41	52.38	35.05
内容制作							
002292.SZ	奥飞动漫	30.95	52.85	54.66	55.95	28.83	30.22
300027.SZ	华谊兄弟	47.59	77.40	63.64	24.22	76.47	125.09
600088.SH	中视传媒	36.42	-13.38	1.14	111.10	-30.37	18.99
300133.SZ	华策影视	58.55	69.81	13.61	45.05	73.24	33.96
互联网							
300059.SZ	东方财富	39.65	12.01	42.52	29.31	-7.13	56.23
300052.SZ	中青宝	46.59	1.17	20.58	12.13	-13.65	-49.94
300033.SZ	同花顺	62.59	12.38	19.05	94.90	22.12	-19.40
300104.SZ	乐视网	97.99	63.49	118.79	46.99	57.63	87.25
002315.SZ	焦点科技	33.96	44.78	48.12	21.03	65.10	31.04
300113.SZ	顺网科技	136.80	68.18	20.33	72.97	44.85	8.38
601519.SH	大智慧	71.88	27.44	5.74	76.89	-14.36	-25.45
002261.SZ	拓维信息	17.56	15.75	31.70	11.26	27.00	0.68
002148.SZ	北纬通信	13.26	37.48	6.13	2.93	34.15	-72.03

002095.SZ	生意宝	27.35	28.68	-0.62	31.27	25.25	-35.19
300051.SZ	三五互联	9.95	35.90	61.69	22.90	1.14	-23.89
300226.SZ	上海钢联	33.02	45.26	23.54	33.26	37.22	28.84
300178.SZ	腾邦国际	12.71	37.20	3.44	13.36	53.94	-7.24

资料来源：公司公告、东北证券

2、盈利能力分析

有线电视行业成本费用摊销逐渐结束，ROE、ROA 均呈逐年上升趋势，期间费率逐年下降。

出版发行行业 ROE 波动较大，ROA 呈稳定态势，期间费用率小幅增长。

内容制作、报刊及广告、互联网三个细分行业由于人力成本上升巨大等因素，ROE、ROA 大幅下降。

表格 2 主要上市公司盈利能力分析

		ROE(%)			ROA(%)			销售期间费用率(%)		
证券代码	证券简称	2009	2010	20111 H	2009	2010	20111 H	2009	2010	20111 H
有线电视		5.00	9.06	11.87	5.13	6.30	6.65	16.86	16.38	18.51
600637.SH	广电信息	2.95	8.55	3.47	3.25	4.73	2.75	19.06	13.32	11.70
000665.SZ	武汉塑料	3.33	6.90	20.83	7.26	8.42	12.81	11.23	12.99	11.34
600831.SH	广电网络	6.62	9.00	10.43	4.98	5.35	4.30	26.09	29.34	26.94
600832.SH	东方明珠	6.54	8.16	6.35	6.16	7.69	4.32	11.91	10.73	8.66
002238.SZ	天威视讯	6.43	6.75	8.77	6.14	5.45	6.61	18.88	18.81	19.95
600037.SH	歌华有线	7.53	7.11	4.64	5.34	4.42	2.96	7.82	7.45	7.72
000917.SZ	电广传媒	1.62	16.96	28.57	2.77	8.02	12.18	23.02	22.00	43.27
报纸、广告		18.43	11.55	10.46	13.78	11.03	9.31	15.58	14.20	13.22
600880.SH	博瑞传播	22.67	21.73	22.81	20.07	19.40	17.88	12.86	12.59	11.57
000793.SZ	华闻传媒	7.48	9.83	9.36	10.61	13.82	12.96	19.66	17.88	16.30
600386.SH	北巴传媒	12.59	12.46	11.84	9.51	10.24	9.55	14.20	14.17	18.57
002181.SZ	粤传媒	-7.47	1.39	0.56	-6.10	1.18	0.16	16.81	13.37	11.34
300058.SZ	蓝色光标	25.39	11.15	12.10	24.74	13.21	11.15	31.59	29.40	24.82
002400.SZ	省广股份	37.48	11.51	8.22	12.29	7.22	4.79	7.48	6.24	5.65
300071.SZ	华谊嘉信	30.90	12.81	8.35	25.36	12.13	8.71	6.44	5.77	4.26
出版发行		2.67	11.89	7.62	8.68	8.44	6.34	17.82	20.04	18.17
601098.SH	中南传媒	21.73	12.24	10.32	9.01	7.62	6.39	27.36	26.68	23.40
300148.SZ	天舟文化	23.21	10.36	8.66	22.90	11.74	8.79	18.24	13.30	9.05
600373.SH	中文传媒	-74.34	20.26	11.51	-2.91	12.07	7.88	6.02	24.35	20.88
600551.SH	时代出版	12.18	10.72	11.09	9.13	7.92	8.22	13.45	13.65	11.02
601999.SH	出版传媒	9.14	8.51	5.82	5.65	5.31	3.53	17.48	18.99	20.72
600825.SH	新华传媒	11.61	9.23	7.27	7.84	6.67	3.90	22.16	23.72	23.20
601801.SH	皖新传媒	15.13	11.92	9.01	9.16	7.77	5.64	20.05	19.61	18.91
内容制作		19.47	10.64	9.29	18.41	10.61	8.66	13.17	14.51	14.92
002292.SZ	奥飞动漫	14.35	10.40	9.02	14.17	9.51	7.67	18.88	17.90	22.68

300027.SZ	华谊兄弟	9.78	9.84	8.21	11.05	9.53	7.61	22.40	25.94	29.38
600088.SH	中视传媒	12.87	8.28	6.67	8.28	6.12	3.74	2.94	4.41	3.38
300133.SZ	华策影视	40.89	14.05	13.27	40.15	17.28	15.61	8.46	9.79	4.24
互联网		28.06	14.74	8.11	23.82	12.39	7.17	37.72	40.13	44.49
002315.SZ	焦点科技	10.92	9.94	9.53	10.37	7.93	7.72	37.14	34.43	38.39
300033.SZ	同花顺	13.47	8.70	6.34	13.43	6.93	4.62	46.74	38.09	49.79
300052.SZ	中青宝	26.48	6.66	2.34	22.90	4.32	0.28	43.92	56.51	73.23
300059.SZ	东方财富	30.93	7.09	7.21	27.53	4.54	5.54	33.87	36.94	30.01
002261.SZ	拓维信息	15.20	16.58	11.55	13.86	15.60	11.15	24.69	24.96	31.92
002148.SZ	北纬通信	9.30	11.64	2.79	9.34	12.06	3.67	25.89	22.16	35.93
300104.SZ	乐视网	26.99	12.45	12.16	25.06	12.38	12.92	26.20	30.74	23.96
300113.SZ	顺网科技	74.81	12.15	6.53	64.33	12.35	6.62	45.49	54.56	53.16
002095.SZ	生意宝	10.72	12.37	9.18	9.46	11.25	8.67	51.73	44.65	55.05
601519.SH	大智慧	47.56	21.65	5.65	43.64	18.97	3.00	31.38	48.57	47.52
300051.SZ	三五互联	38.29	11.27	5.04	32.15	10.24	4.85	42.46	55.31	57.48
300226.SZ	上海钢联	32.18	32.53	14.70	20.21	20.85	13.46	54.72	50.76	57.58
300178.SZ	腾邦国际	27.93	28.54	12.42	17.39	23.64	10.74	26.18	24.03	24.31

资料来源：公司公告、东北证券

三、政策回顾：继续深化文化体制改革

表格 3 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。
	北京等地三网融合试点方案获批
	《新闻出版十二五规划》出台：打造十家左右跨地区、跨行业、跨媒体经营的大型国有报刊传媒集团，形成二十家左右数字出版骨干企业，发行产业跨地区发展取得重大突破；建设三四个中央国有大型出版传媒公司。

资料来源：东北证券

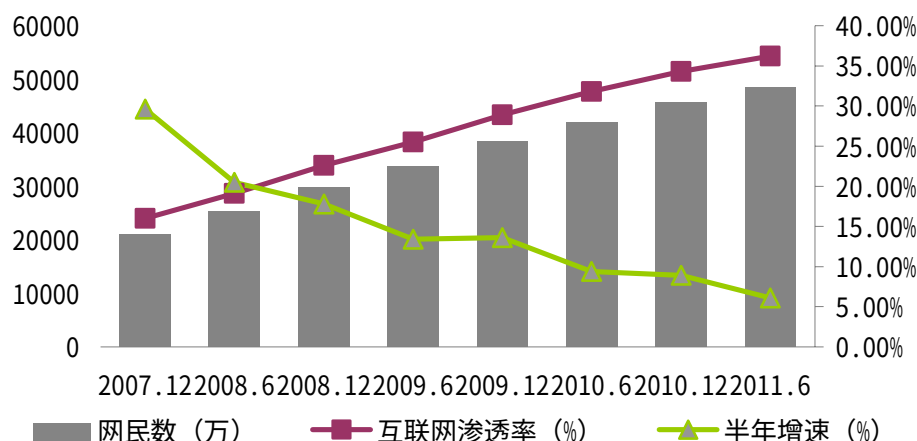
四、行业发展趋势分析：细分行业进一步分化

1、新媒体高增长

(1) 网民增速放缓，网络应用继续高速增长

根据中国互联网络信息中心《第 28 次中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2011 年 6 月底，中国网民规模已达 4.85 亿，较 2010 年底增幅仅为 6.1%；互联网普及率攀升至 36.2%。

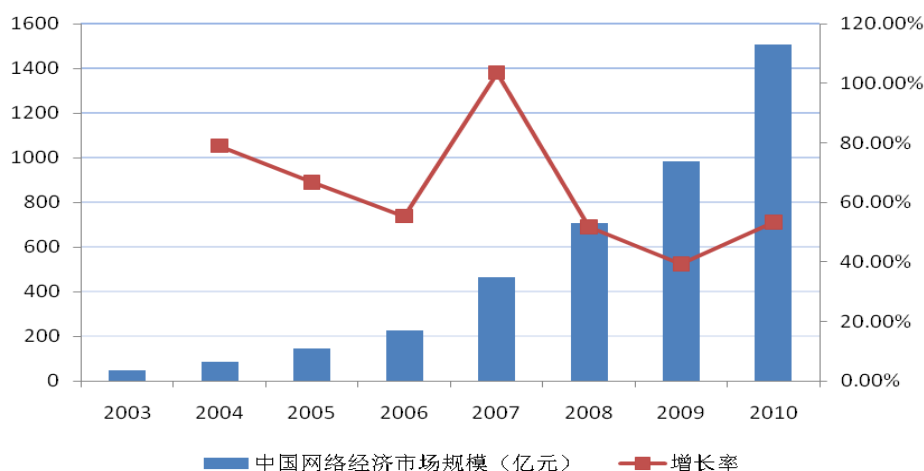
图表 2 2007-2011 年中国网民增长情况及互联网渗透率



资料来源：CNNIC、东北证券

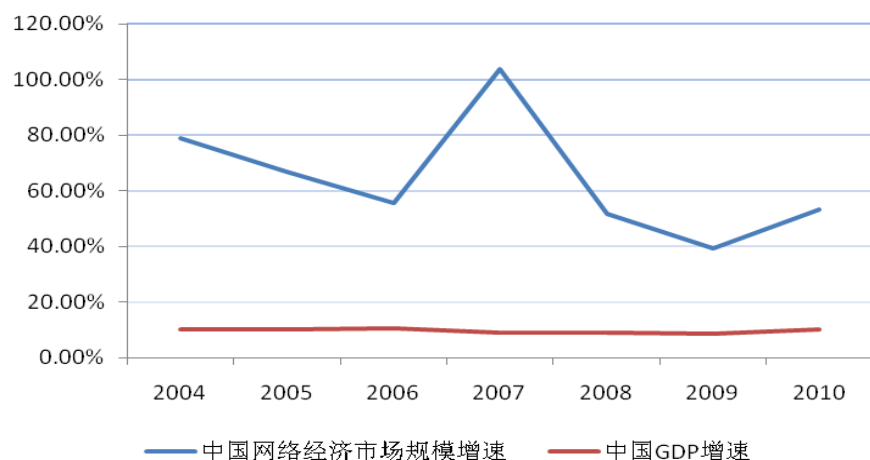
2003-2010 年,我国互联网经济市场规模持续高速增长,年均复合增长率高达 63%。2010 年全年我国互联网经济市场规模高达 1500 亿元,比 2009 年增长了 53.40%,五倍于同期 GDP 增速。

图表 2 我国网络经济市场规模变化 2003-2010



资料来源:艾瑞咨询、东北证券

图表 3 我国网络经济市场规模增速与 GDP 增速对比



资料来源:艾瑞咨询、国家统计局、东北证券

(2) 影视娱乐进入黄金发展期

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%。

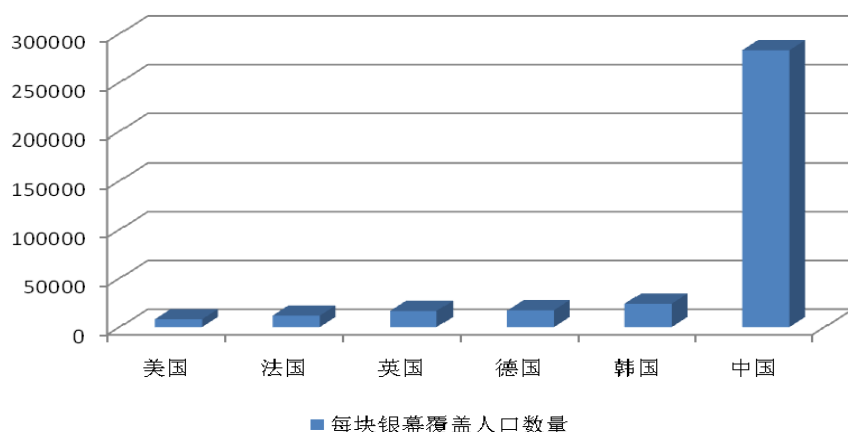
表格 4 中国电影市场发展概况

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
票房收入 (亿元)	8.7	9	9.9	15	20.46	26.2	33.27	43.41	62.06	101.72
中国电影故事片产量 (部)	85	100	140	212	260	330	402	406	456	526
院线数 (家)			32	33	36	33	34	34	37	37
影院数量 (座)			1045	1188	1243	1326	1427	1545	1680	1993
银幕数 (块)			1923	2396	2668	3034	3527	4097	4723	6256
观影人次 (亿)						0.95	1.3	1.7	2.1	2.84

资料来源：广电总局、Bonafilm 招股说明书、东北证券

相对于其他国家来说，我国人均银幕数数量、人均观影次数、人均电影票房等指标都还处于初级阶段。

图表 5 我国每块银幕覆盖人口数量远高于其他国家



注：2009 年数据

资料来源：互联网、广电总局、统计局、东北证券

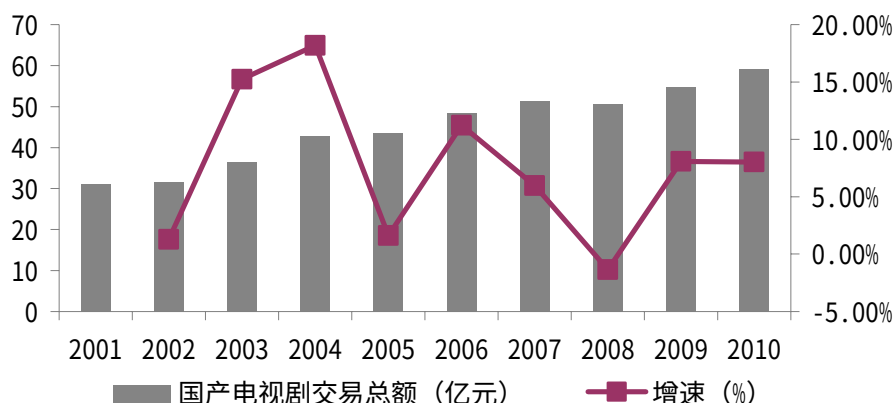
(3) 电视剧行业：大而不强

电视剧是我国电视台最重要的播出品种，也是电视台广告收入主要来源。长期以来，我国电视剧行业一直处于“双饥饿”的发展状态。

一方面，我国电视剧制作门槛低较低，供过于求。2009 年广电总局审批国内发行的电视剧共有 402 部 12910 集，然而全年所有频道所有时段播出的电视剧只有 5000 集以内。

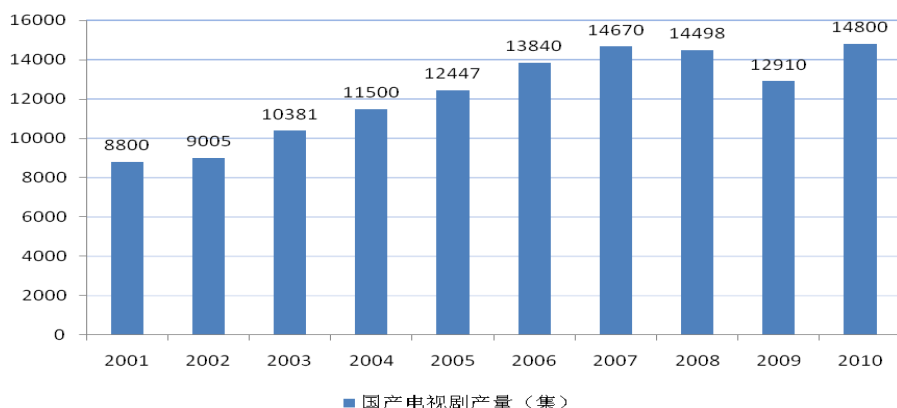
另一方面，各卫视频道采购竞争白热化，电视台主要靠电视剧获取广告收入，所购电视剧收视率直接影响广告收入，同时根据广电总局的规定，每部电视剧首轮上星播出的卫视不得超过 4 家，因此精品电视剧采购市场竞争激烈。

图表 6 2001-2010 年国产电视剧交易总额变化情况



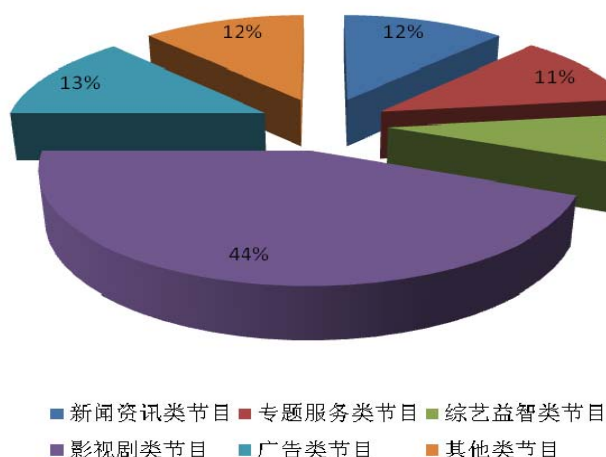
资料来源：广电总局、东北证券

图表 7 我国电视剧产量



资料来源：广电总局、东北证券

图表 8 电视台各类节目播出时间占比



资料来源：华策影视招股书、东北证券

2、传统媒体增长缓慢面临转型

(1) 出版行业增长缓慢

出版行业整体增长缓慢，2005-2009 年图书总销售额年复合增长率仅为 6.08%，远低于同期 GDP 增速。一方面由于盈利模式稳定可靠，积累了大量的现金流，另一方面主营业务增长缓慢、经营效率较差：因此出版发行企业纷纷通过并购重组、改善经营体制等方式谋求转型、寻求新的利润增长点。随着文化体制改革的深入，传统媒体转型的步伐越来越快，近年来传统媒体的“上市潮”、“扩张潮”都印证了这一点。

表格 1 中国出版行业概况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR
出版社数量（家）	573	573	578	579	580	581	
YoY		0.00%	0.87%	0.17%	0.17%	0.17%	0.30%
图书总销售额(亿元)	1229.8	1290.9	1366.6	1456.4	1557	1754.16	
YoY		4.97%	5.86%	6.57%	6.91%	12.67%	6.08%
中小学教材销售额（亿元）	462.5	481.9	466.2	488.2	497	576.07	
YoY		4.19%	-3.26%	4.72%	1.80%	15.91%	1.81%
一般图书销售额（亿元）	767.4	809	900.4	968.2	1059.9	1178.09	
YoY		5.42%	11.30%	7.53%	9.47%	11.15%	8.41%
出版总量（万种）	22.2	23.4	24.8	27.4	30.2	32.8	
YoY		5.41%	5.98%	10.48%	10.22%	8.84%	8.00%

资料来源：新闻出版总署、东北证券

表格 2 近一年新闻出版行业上市公司外延式扩张整理

公司名称	时间	事件
时代出版	2010 年 3 月	对中国文学艺术界联合会直属出版单位中国文联社、大众文艺出版社实施资产重组。
	2010 年 6 月	与黑龙江出版集团有限公司签署合作协议。
	2010 年 9 月	全资子公司安徽时代出版发行有限公司与江苏可一出版物发行集团合作，组建安徽时代可一出版物发行有限公司。
	2011 年 9 月	与吉林出版集团签署战略框架协议
出版传媒	2010 年 9 月	拟收购辽宁省内市、县新华书店 62 家，在年底前全部完成公司制改造。
	2010 年 11 月	与天津出版传媒集团有限公司、内蒙古新华发行集团股份有限公司签署合作协议。
中南传媒	2010 年 3 月	全资子公司天闻动漫与日本角川控股集团的全资子公司角川集团中国有限公司共同出资在广州设立合资公司。
	2011 年 1 月	与华为技术有限公司、北京博集天卷图书发行有限公司签订了战略合作协议。
	2011 年 8 月	与优秀出版策划人陈垦共同出资设立上海天闻世代文化有限公司。
皖新传媒	2010 年 6 月	与鸿国实业集团达成合作意向，拟共同设立新公司并以该公司名义收购鸿国实业旗下的江苏大众书局有效的经营性资产及图书业务。
	2011 年 9 月	斥资 1882.40 万元参与新华网股份有限公司增资扩股。

资料来源：公司公告、东北证券

(2) 报纸行业面临下滑

表格 7 中国报纸行业概况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
报纸种类	1931	1938	1938	1943	1937	1939
(YoY)	0.47%	0.36%	0	0.26%	-0.31%	0.10%
总印数 (亿份)	412.6	424.52	437.99	442.92	439.11	452.14
(YoY)	2.53%	2.89%	3.17%	1.13%	-0.86%	2.97%
总印张 (亿印张)	1613.14	1658.94	1700.76	1930.55	1969.4	2148.03
(YoY)	5.79%	2.84%	2.52%	13.51%	2.01%	9.07%
定价总金额 (亿元)	261.02	276.09	306.53	317.96	351.72	367.67
(YoY)	3.31%	5.77%	11.03%	3.73%	10.62%	4.54%

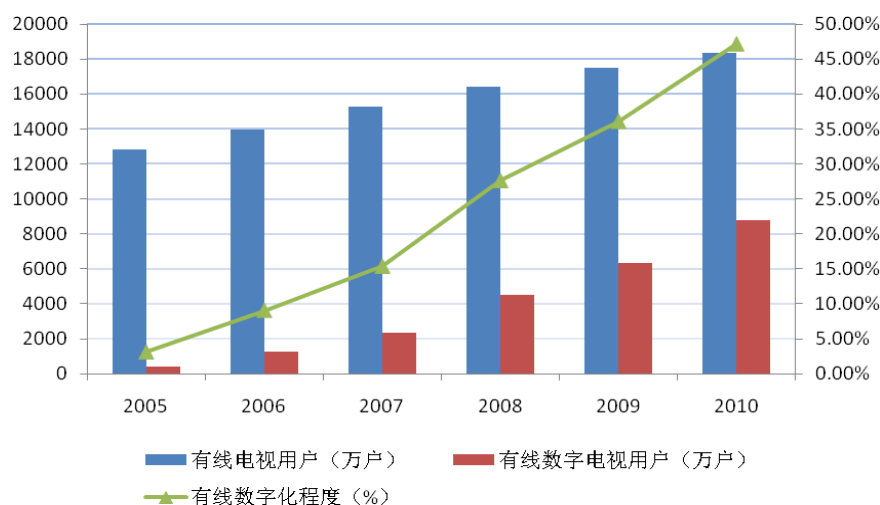
资料来源：新闻出版总署、东北证券

报刊行业是十二五改革重点。文化体制改革的前半段重点在于出版发行企业的转企改制和集团化，随着出版发行行业改制基本完成，报纸行业将成为下一阶段的改革重点，《新闻出版十二五规划》明确强调，将打造 10 家左右跨地区、跨行业、跨媒体经营的大型国有报刊传媒集团，2011 年报刊改革的速度将显著加快。此外，报纸行业整体受新媒体冲击较大，转型的需求更迫切。

(3) 有线电视行业缓慢增长

有线用户数缓慢增长和数字化率不断提高。截至 2010 年底，我国有线电视用户数为 18730 万户，同比增长 7.95%，数字电视用户数 8798 万户，同比增长 39.17%，数字化率已高达 47.14%。

图表 4 我国有线电视基本情况



资料来源：广电总局、格兰研究、东北证券

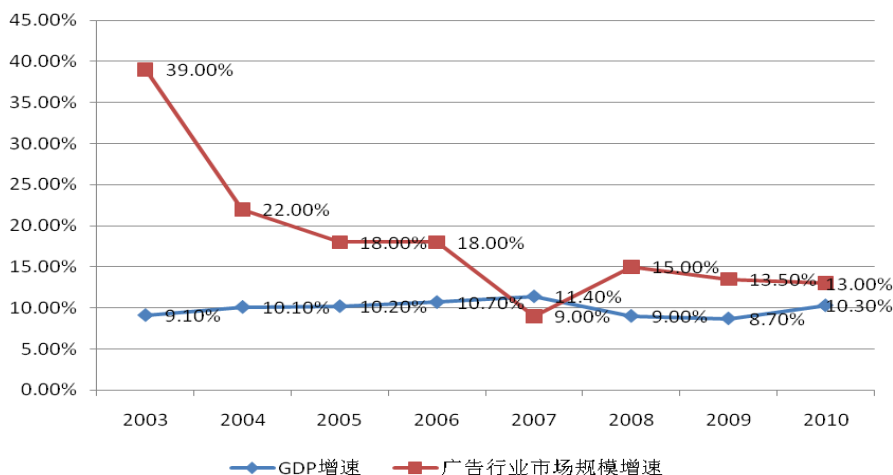
并购整合仍是 2011 年主题。2011 年三网融合进入关键一年。目前国家有线网络公司已成立，已完成省网整合的地区网络将开展资产评估，优先整合入国家有线网，随着三网融合政策的具体落实以及文化产业十二五规划的出台，三网融合有望取得实质性进展。

3、营销服务行业分化

(1) 传统媒体广告增速放缓

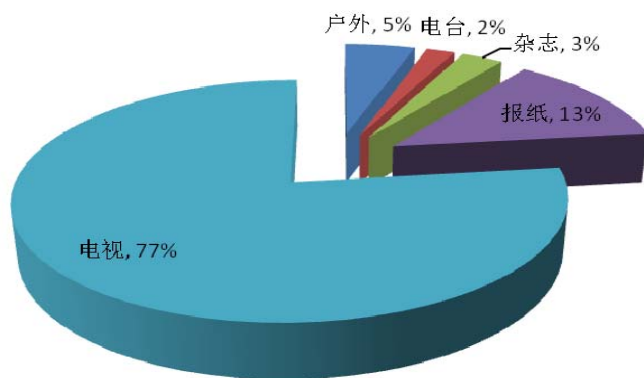
根据 CTR 的数据，2011 年上半年我国传统媒体广告市场的刊例花费同比增长了 14%，增速略低于去年同期，高于同期我国 GDP 增速 9.5%。

图表 5 广告行业增速与 GDP 增速对比



资料来源：CTR、国家统计局、东北证券

图表 6 2010 年广告行业细分市场分布



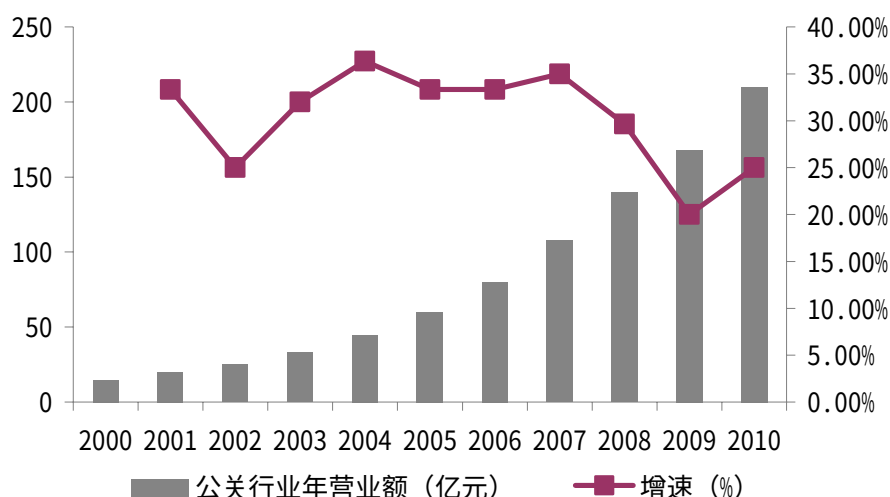
资料来源：CTR、东北证券

(2) 公关行业增速较快

根据中国国际公共关系协会的数据，2010 年我国公共关系行业年营业额约为 210 亿元，同比增长 25%。其中汽车、IT、快速消费、医疗保健和金融分别占据了市场份额的 24.3%、

16.2%、14.8%、8.3%和 4.1%。预计 2011 年我国公共关系服务市场将继续保持 25%以上的年增长速度。根据发达国家的经验，公关行业收入约占总广告收入的 15%，而按照 2010 年的数据估算，我国公关行业收入仅占广告行业总收入的 7%左右。

图表 12 2000-2010 年中国公共关系行业营业收入变化

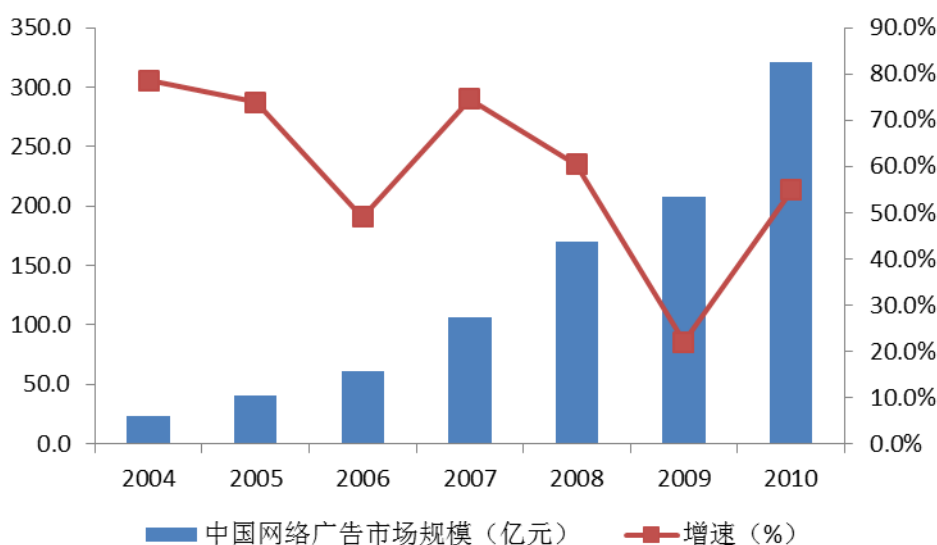


资料来源：中国国际公共关系协会、东北证券

(3) 互联网广告增速迅猛

互联网广告持续高速增长，2010 年我国互联网广告市场规模已经超过 300 亿元，近 5 年 CAGR 近 50%，远超过同期传统媒体广告市场增长。

图表 13 2004-2010 年中国网络广告市场规模增长



资料来源：艾瑞咨询、东北证券

五、投资逻辑：精选成长股、关注拐点股

1、行业正在发生变化，价值回归是大趋势

长期以来，文化传媒行业一直是我国开放最少、管制最为严格的行业之一。投资标的较少、业绩弹性较小、传统媒体较多等因素决定了 A 传媒板块以主题投资为主的特点，政策因素一直是决定传媒板块估值及走势的关键因素。随着文化体制改革的推进和监管政策的逐渐放松，传媒行业的市场化程度不断提高，再加上互联网等新兴媒体的爆炸性发展，传媒行业市场经营主体逐渐发生了变化，这个变化也直接反映在了股票市场上。就 A 股传媒板块来说，这个变化主要体现在两个方面：上市公司数量和品种大大增加，传统媒体在数量上已经不再具有绝对优势；政策预期对行业估值的影响在逐渐减小。我们认为，随着传媒行业市场化程度的进一步提高，传媒板块的估值也将经历一个价值逐渐回归的过程，即个股的估值更多得取决于其业绩增长和 market 价值而不是政策预期。

2、精选成长股、关注拐点股

针对整个行业传统媒体和新媒体进一步分化的趋势，我们延续此前的选股逻辑，寻找高增长的成长股，关注面临全面改革的拐点股。推荐组合：天舟文化+宋城股份+粤传媒+北巴传媒。

天舟文化：

- 公司主要经营青少年读物,业务覆盖产业链上游的内容策划和中下游的图书发行。主要产品分为三大类：教辅类图书、英语学习类图书、少儿类图书；以中小学教辅图书作为未来稳健增长的产品、以英语学习类图书作为带动利润增长的产品、以少儿类图书作为公司跨媒介发展的突破性产品。
- 教材教辅业务迎来快速发展机遇。政府采购向文化领域倾斜：农家书屋+中小学馆配图书=每年 200 亿市场规模；与河北出版集团合作，获得冀版教材全国代理权；新课标出台，有望打造自主知识产权教材。
- 积极拓展新业务向综合性青少年教育商转型。通过少儿图书实现跨媒体发展，向网游、动漫等领域延伸；原创童话社区吸引更多的内容资源，同时扩大读者群并提高读者黏性；复制“巧虎”模式进军低幼教育市场的蓝海。预计 2011-2013 年每股收益分别为:0.44 元、0.62 元、0.83 元。

宋城股份：

- 宋城股份以主题公园和旅游文化演艺的投资、开发和经营为主营业务，采用“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式，依托杭州历史文化背景修建宋城主题公园，通过文化节目“宋城千古情”演绎杭州文化精髓，成功打造了“宋城”品牌。宋城景区及演艺节目累计接待观众 2000 余万人次，演出 1.16 万余场，在长三角地区旅游市场独占鳌头。
- 我国主题公园行业与发达国家相比仍处于集中度较低的状态，旅游文化演艺行业则仍是蓝海，行业内尚没有占据绝对优势的品牌和全国连锁经营的企业。
- 公司的核心竞争力主要体现在以下几点：规模效应带来低成本优势；独特的主题公园+旅游文化演艺的经营模式；地处杭州得天独厚；持续创新能力保障节目编排；强大的营销网络建设。
- 公司未来业绩增长的主要驱动因素有：宋城景区二期工程将于今年底完成，景区将扩

容至 550 万游客接待量；杭州乐园全新开幕之后客流量大幅提升，吴越千古情将于下半年正式公演；已公告峨眉山、武夷山、泰安、石林、三亚五个异地复制项目，最早到 2012 年有新园区面世。预计公司 2011-2013 年每股收益 0.59 元、0.82 元、1.07 元。

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。

北巴传媒

- 公司垄断北京市公交广告资源。我国户外广告行业经历 2006-2010 年行业整顿之后，存量资源的广告价值进一步提高。与其他媒体形式相比，户外广告的突出优势在于媒体到达率高和千人成本低：根据最新的统计数据，我国户外广告的媒体到达率持续提高至 80% 以上，仅此于电视广告，而千人成本仅为电视广告的十分之一左右。
- 公司未来业务增长主要来自广告资源提价。公司主营业务包括公交媒体经营和汽车服务业务，其中公交媒体经营包括车身媒体和候车厅媒体。车身媒体广告利润约占公司全部利润的 50%，是公司主要利润来源。公司在过去两年主要对车身媒体资源进行了整合，2011 年已经公告对车身媒体平均提价 30% 左右。
- 公司未来一年主要的股价催化剂包括以下几方面：广告提价效果显现，业绩显著改善；有机会实现跨地域的广告媒体资源和汽车服务项目收购；4S 店经营状况超预期。此外，满足相关规定后，公司可能会再此寻求增发。
- 公司一季度实现营业收入 4.75 亿元，净利润 3100 万元，分别同比增长 31.39% 和 15.7%。净利润增速较为平稳，但一季度由于结算和 2010 年为提价跨期合同的影响，广告提价收入还未充分体现；另一方面，一季度公司 4S 店业务并为亏损，这显著好于市场预期。预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.35 元、0.40 元、0.49 元。

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。