



传播文化业

2011.11.17

迎接文化产业黄金十年

——2012 年传媒行业投资策略



高辉



01059312737



gaohui011287@gtjas.com



编号 S0880511080001

本报告导读：

文化产业作为战略先导型国家支柱产业，将迎来大发展的黄金十年，政府政策支持将继续倾斜，财税、金融扶持等实质性政策有望跟进，建议增持。

摘要：

● 文化产业的黄金十年

我国在成为经济和政治大国之后，文化大国将成为下一个国家战略目标。政府通过文化影响力提高其国际地位和话语权的需求迫切。

我国经济增速进入放缓通道，继房地产、汽车拉动经济高速增长 10 年之后，文化产业将成为新经济引擎，文化产业也将迎来大发展的黄金十年。

● 支持文化产业发展政策解读

文化体制改革就是将适合市场化的文化单位转制成企业，参与市场竞争。政府支持把更多文化企事业单位推向市场，行业并购整合将加速。

如何增强中华文化国际影响力？我们认为，没有什么文化载体比影视作品更有冲击力和影响力。我国影视作品较好莱坞仍有很大差距，政府对影视作品出口的支持将起到至关重要的作用。

政府将在财税、金融等方面对文化企业进行扶持，其中影视行业属于重税行业，又是发展文化产业的重中之重，减税政策势在必行。

● 有线网络板块 壳资源面临价值重估

有线网络板块已经进入稳定增长期，然而其作为电视台优质资产借壳上市载体的价值则刚刚被认识到，而且确定性非常强，其价值面临重估。

● 电影行业 进入第二轮景气周期

第一轮景气周期（04-09 年）的增长主要来自一线城市银幕数和上座率的增长，第二轮景气周期（10-16 年）的增长则主要来自二三线城市银幕数和上座率的增长，由于二三线城市的人口基数远高于一线城市，其带来的增长速度将更快、增长周期更长。

● 电视剧行业高增长持续 3-5 年

我们判断，电视台及视频网站广告收入的持续增长，将带动内容采购成本继续上升，电视剧行业的高增长将持续 3-5 年。

● 投资策略

文化产业作为战略先导型国家支柱产业，政府政策支持将继续倾斜，财税、金融扶持等实质性政策有望跟进，建议增持。

其中，有线网络行业将有益于广电体系的体制改革，作为壳资源其价值面临重估，建议增持。重点推荐公司为广电网络。

影视行业作为中华文化输出的重要载体，政府将通过财税、金融、出口补贴等方式给予支持，加之国内旺盛的需求，建议增持。重点推荐公司为华谊兄弟、光线传媒。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

有线行业

增持

影视行业

增持

相关报告

《业绩快速增长，期待超预期表现》-广电网络三季报点评

2011.10.28

《从美国电影史看中国电影发展及公司前景》-华谊兄弟深度报告

2011.10.10

《从我国观影需求看电影行业发展及华谊兄弟投资价值》-华谊兄弟深度报告

2011.10.10

《从美国五大广播电视网看公司联播网价值》-光线传媒深度报告

2011.09.22

目 录

1. 文化产业的黄金十年.....	3
1.1. 我国的文化大国战略.....	3
1.2. 文化产业的先导产业地位.....	3
1.3. 所处经济阶段的必然选择.....	4
1.4. 缓解收入分化矛盾的必然结果.....	4
1.5. 经济变革期的内在要求.....	4
1.6. 消费升级.....	5
2. 支持文化产业发展政策解读.....	5
2.1. 支持文化产业发展的政策进程.....	5
2.2. 十七届第六次会议政策解读.....	6
2.2.1. 深化文化体制改革，推动行业并购整合.....	6
2.2.2. 增强中华文化国际影响力，加快影视企业借船出海.....	6
2.2.3. 金融及财税支持.....	7
3. 有线网络板块 壳资源面临价值重估.....	7
3.1. 有线电视网络 维持稳定快速增长.....	7
3.2. 有线网络板块 壳资源面临价值重估.....	8
4. 广播电视台 未开发的处女地.....	8
4.1. 行业基本情况.....	8
4.2. 电视广告收入持续稀缺，可用广告资源稀缺，.....	9
5. 电影行业 进入第二轮景气周期.....	10
5.1. 海外电影产业现状及发展.....	10
5.2. 中国电影产业进入第二轮景气周期.....	10
5.3. 行业复合增长率将超过 36%.....	11
5.3.1. 影院投资旺盛，银幕数激增.....	11
5.3.2. 上座率低，提升空间大.....	12
5.3.3. 电影消费习惯正在形成 人均观影次数上升空间大.....	12
5.3.4. 票价企稳：向上及向下因素有效对冲.....	12
6. 电视剧行业高增长持续 3-5 年.....	13
6.1. 电视剧行业呈现二八原则.....	13
6.2. 多因素驱动行业高增长.....	14
7. 投资策略.....	15
8. 重点推荐公司业绩预测及目标价.....	16

1. 文化产业的黄金十年

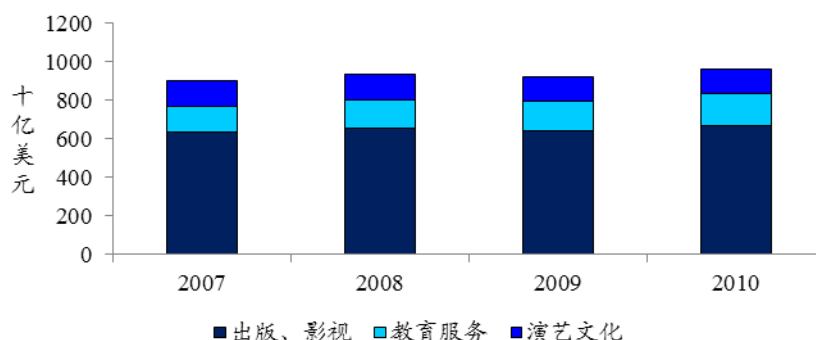
1.1. 我国的文化大国战略

我国在成为经济和政治大国之后，文化大国将成为下一个国家战略目标。政府通过文化影响力提高其国际地位和话语权的需求迫切，文化产品的输出将加快（如美国的好莱坞文化输出），影视业等内容产业将迎来大发展时期。

2010 年 10 月 18 日《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》首次明确提出“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”；2011 年 10 月中国共产党第十七届中央委员会第六次全体会议把文化体制改革作为议题中的重中之重，提出 2016 年我国文化产业的增加值占国内生产总值的比重达到 5%，在全国范围内可以实现文化产业成为国民经济支柱性产业目标的预期。

从与美国对比看，其 2010 年整个文化产业增加值达到 8178 亿美元，为我国的 4.9 倍；其在 GDP 中的比重约为 6.6%，我国仅为 2.78%，比我国高出约 4 个百分点。

图 1 2007-2010 年美国文化产业增加值构成图



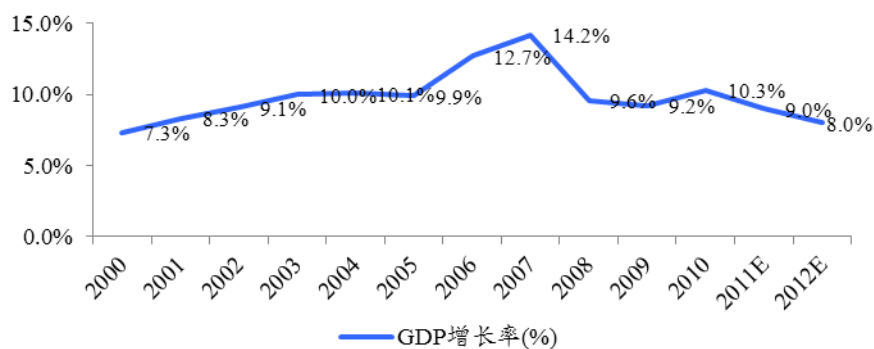
数据来源：美国商务部

1.2. 文化产业的先导产业地位

经历多年的高增长后，我国经济增速已经开始进入放缓通道，2012 年我国经济增长速度将继续放缓，纵观国际、国内经济发展与传媒行业发展特点，经济萧条或危机时期，往往是文化特别是文化产业得以发展与繁荣的机遇期。在我国，继房地产、汽车拉动经济高速增长 10 年之后，文化产业将成为新的经济拉动引擎，文化产业也将迎来其大发展的黄金十年，其主要理由：

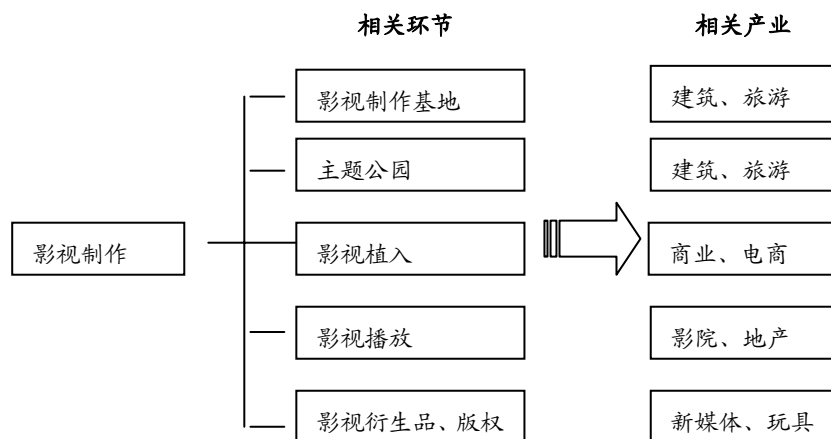
- i. 文化产业具备先导产业的特点，可以带动包括商业、旅游、建筑、地产、玩具制造、新媒体等行业的发展。
- ii. 经济增速下降，意味着人们的工作时间减少而休闲娱乐时间增加，影视、演艺等文化产品正填补了这一需求。

图 2 2000-2012 年 GDP 增速



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究所

图 3 影视产业对相关产业的带动效应



资料来源：国泰君安证券研究所

1.3. 所处经济阶段的必然选择

我国从工业化后期转向后工业化时期将进入凡勃伦所讲的有闲阶级炫耀性消费的阶段，休闲娱乐消费成为提升生活质量的象征。

1.4. 缓解收入分化矛盾的必然结果

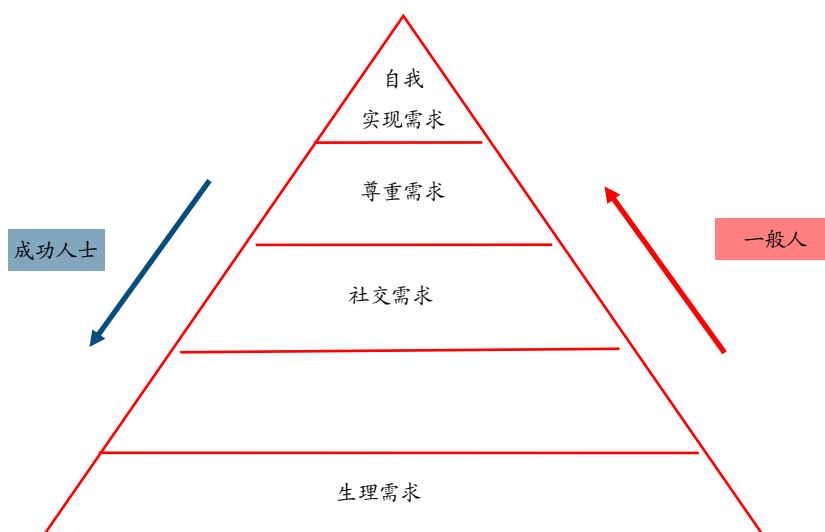
历史总是惊人地相似。其规律之一：政府往往通过舆论压制或者引导来缓解收入分化的矛盾，文化与传媒是其惯常的工具。

1.5. 经济变革期的内在要求

在经济变革期，政府必须为社会的稳定寻找对冲措施。重点关注政府通过文化、传媒等软手段来满足民众个性化需求中创造的机会，比如电影、电视剧、体育等。

马斯洛理论告诉我们，在刘易斯拐点之前，劳动者更多关注的是生存的需要——生理需求和安全需求；而在刘易斯拐点之后，生存需要已然被满足，对于社会的需求——社交需求和尊重需求的要求开始增多，而且这种需求会因为劳动者自身重要性的提升而被自我强化，精神文化需求随之上升。

图 4 马斯洛的需求层次模型



资料来源：国泰君安证券研究所

1.6. 消费升级

根据国际经验，人均 GDP 从 3000 美元向 6000 美元迈进，带来居民的消费升级，娱乐教育文化服务类支出比重上升。

2. 支持文化产业发展政策解读

2.1. 支持文化产业发展的政策进程

从 2000 年十五届五中全会提出发展文化产业的战略思路以来，中国文化产业在两个五年计划内，年均增速达到 15-20%，2010 年全国文化产业的增加值突破了 1.1 万亿元，占国内生产总值的比重为 2.78%，体制改革与政策推动成为文化产业大发展的基本动力。

2010 年 10 月 18 日中国共产党第十七届中央委员会第五次全体会议审议通过《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》。全会首次明确提出“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”。

2011 年 10 月 15 日至 18 日，中国共产党第十七届中央委员会第六次全体会议在北京召开，会议把文化体制改革作为议题中的重中之重。

表 1: 文化体制改革脉络

时间	事件/文件	要求
2000 年	十五届五中全会	提出发展文化产业的战略思路
2002.11	党的十六大	首次提出“积极发展文化事业和文化产业”“根据社会主义精神文明建设的特点和规律,适应社会主义市场经济发展的要求,推进文化体制改革”。
2005.12	《关于深化文化体制改革的若干意见》	2006 年 3 月,中央召开全国文化体制改革工作会议,新确定了全国 89 个地区和 170 个单位作为文化体制改革试点。文化体制改革在稳步推进的基础上,走上全面推开的新里程。
2006.9	《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》	对“十一五”时期文化发展的指导思想、方针原则、目标任务做出全面阐述,对进一步加快文化建设、推动文化体制改革做出部署。

2007.11	党的十七大	从中国特色社会主义事业“四位一体”总体布局战略高度，提出兴起社会主义文化建设新高潮、推动社会主义文化大发展大繁荣战略任务。
2009.8	《文化产业振兴规划》——我国第一部文化产业专项规划	确立文化产业已上升为国家战略性新兴产业。提出支持有条件的文化企业进入主板、创业板上市融资，鼓励已上市文化企业通过公开增发、定向增发等再融资方式进行并购和重组，迅速做大做强。支持符合条件的文化企业发行企业债券。
2010.10	《中共中央关于制定国民经济和社会发展规划第十二个五年规划的建议》	首次提出“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”。
2011.3	《国民经济和社会发展规划第十二个五年规划纲要》	坚持一手抓公益性文化事业、一手抓经营性文化产业，始终把社会效益放在首位，实现经济效益和社会效益有机统一。
2011.7	胡锦涛在党的 90 周年大会上强调，要加快文化体制改革，加快构建公共文化服务体系，加快发展文化事业和文化产业	着眼于推动中华文化走向世界，形成与中国国际地位相对称的文化软实力，提高中华文化国际影响力。
2011.10	《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》	第一次提到扩大文化消费，并提出加大财政、税收等方面对文化产业的扶持力度，对文化内容创意生产经营实行税收优惠

数据来源：国泰君安证券研究所

2.2. 十七届第六次会议政策解读

2.2.1. 深化文化体制改革，推动行业并购整合

文件内容：“加快推进经营性文化单位改革”、“拓展出版、发行、影视企业改革成果，加快公司制股份制改造”、“支持国有文化企业面向资本市场融资，支持其吸引社会资本进行股份制改造”、“推动党报党刊、电台电视台进一步完善管理和运行机制”、“推动一般时政类报刊社、公益性出版社、代表民族特色和国家水准的文艺院团等事业单位实行企业化管理”。

我们的解读：改革的主要内容包括，适合公益性的文化单位继续保留事业编制，由财政支持；适合市场化的文化单位转制成企业，参与市场竞争做大做强。这就意味政府支持把更多文化企事业单位推向市场，行业并购整合将加速。另外，证监会近期也表示：要支持符合条件的文化企业发行上市，**鼓励文化类上市公司进行并购重组**，稳步扩大文化企业债券市场融资水平，**推动完善经营性文化单位转企改制的配套制度，促进文化企业和文化产业充分利用资本市场做大做强**。这表明，文化企业的 IPO、改制重组等将得到证监会的大力支持。

分析现有的文化事业单位，我们认为，广播电视台的改制最值得期待，一方面是由于其庞大的收入规模（2010 年中国广播电视广告收入达 940 亿元）；另一方面是由于其优质的资产质量和良好的发展前景（我们预计未来 5 年行业增速能维持在 15-20%）。具备壳资源价值的有线网络上市公司其整体价值面临重估。

2.2.2. 增强中华文化国际影响力，加快影视企业借船出海

文件内容：“推动中华文化走向世界”、“增强中华文化在世界上的感召力和影响力”、“培育一批具有国际竞争力的外向型文化企业，开拓国际文化市场”。

我们的解读：如何增强中华文化国际影响力？我们认为，一方面要提高中华文化作品的质量；另一方则要打通中华文化走向世界的通道。在当今社会，没有什么文化载体比影视作品更有冲击力和影响力（例如，美国好莱坞文化对全球的影响力、日本动漫作品对全球的影响力）。

就目前而言，我国影视作品较好莱坞仍有很大差距，政府对影视作品出口的支持将起到至关重要的作用（优秀作品的出口补贴），像华谊兄弟这样的优秀影视企业正可以借助政府力量，做大其海外业务。

2.2.3. 金融及财税支持

文件内容：“保证公共财政对文化建设投入的增长幅度高于财政经常性收入增长幅度，提高文化支出占财政支出比例”“加大财政、税收、金融、用地等方面对文化产业的政策扶持力度，鼓励文化企业和社会资本对接，对文化内容创意生产、非物质文化遗产项目经营实行税收优惠”“设立国家文化发展基金，扩大有关文化基金和专项资金规模，提高各级彩票公益金用于文化事业比重”“继续执行文化体制改革配套政策，对转企改制国有文化单位扶持政策执行期限再延长五年”

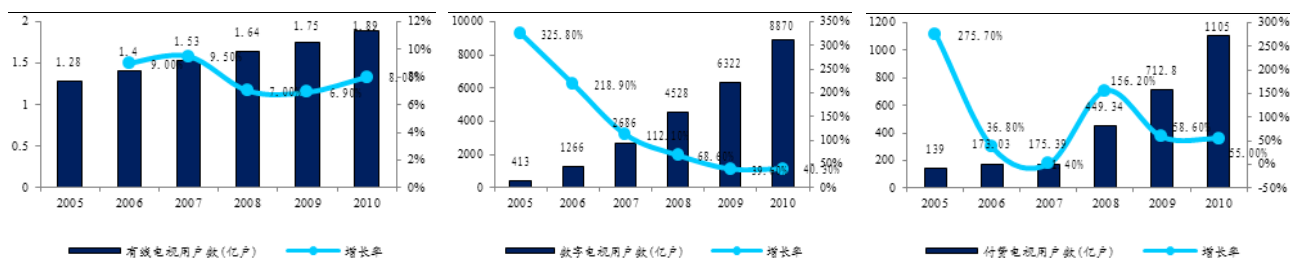
我们的解读：政府将在财税、金融等方面对文化企业进行全面扶持，其中影视行业属于重税行业，就所得税而言，适用所得税率高达 25%（地方政府有些税收补贴），高于高新技术企业的税率水平（15%），更高于出版、有线网络的税率水平（免税）。我们认为，影视行业将成为我国发展文化产业的重中之重，减税政策势在必行（包括所得税、营业税等）。

3. 有线网络板块 壳资源面临价值重估

3.1. 有线电视网络 维持稳定快速增长

截至 2010 年底，全国有线电视用户达 1.89 亿户，同比增长 8%，增速基本维持稳定。其中，数字电视用户达 8870 万户，同比增长 40.31%（随着基数增加，增速有所下降，但仍维持较高增速），渗透率达到 46.40%；数字付费电视用户 1105.06 万户，同比增长 55.03%，增长迅猛。

图 5 全国有线电视用户、数字电视用户、数字付费电视用户增长情况

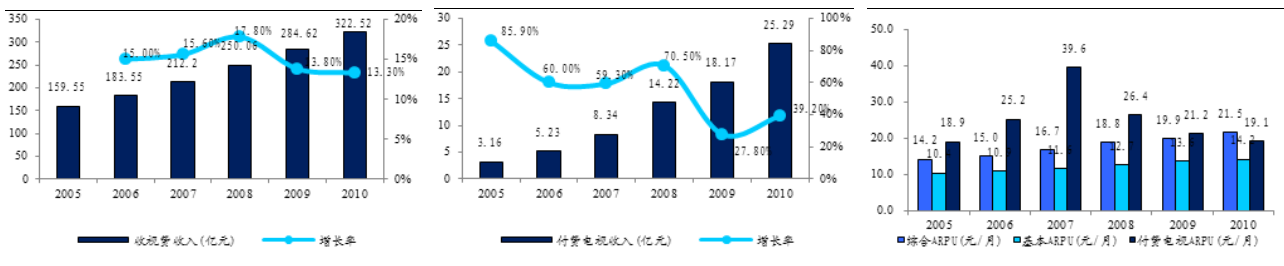


资料来源：广电蓝皮书、国泰君安证券研究所

2010 年，全国有线网络收入为 487.44 亿元，同比增长 16.4%，户均 ARPU 值为 21.52 元。其中，收视费收入 322.52 亿元，同比增长 13.32%，户均 ARPU 值为 14.2 元/月，受益数字化整转和收视费提价，ARPU 值逐年上升；付费数字电视收入 25.29 亿元，同比增长 39.16%，户均 ARPU 值为 19.07 元/月。由于付费频道仍处于发展初期，用户和收入增速均有

较大波动，进而导致 ARPU 值有较大波动。我们预计，随着数字付费频道产业的逐步成熟，数字付费频道 ARPU 值将趋于稳定。

图 6 全国有线电视收视费收入、数字付费电视收入及综合 ARPU、基本 ARPU、数字付费电视 ARPU 比较



资料来源：广电蓝皮书、国泰君安证券研究所。

注：“综合 ARPU”=网络收入/有线电视用户数/12，即为来自所有有线电视用户的单月月均网络收入，其中 2005 年为估算；“基本 ARPU”=收视费收入/有线电视用户数/12，即为来自所有有线电视用户的单月月均收视费收入；“数字付费电视 ARPU”=付费收入/付费电视用户数/12，即为所有付费电视用户的单月月均收入。

3.2. 有线网络板块 壳资源面临价值重估

就有线网络业务本身而言，进入稳定增长期，然而其作为广播电视台优质资产借壳上市载体的价值则刚刚被认识到，而且确定性非常强，其理由如下：

i. 广播电视台为什么不 IPO?

广播电视台作为政府的重要喉舌，整体上市难度较高，比较可行的方法就是通过剥离经营性资产变相整体上市，那么不可避免的关联交易及持续盈利要求（刚完成事转企，无法满足持续三年盈利要求）使其 IPO 困难重重，借壳上市阻力要小很多；

ii. 为什么要借壳有线网络公司

一方面，广播电视台与有线网络公司同属广电总局监管，并存在一定股权关系（许多广播电视台是当地有线网络的实际控制人），资产重组和借壳上市均阻力较小；另一方面，证监会新出台的重大资产注入规则对重大资产注入的要求提高至 IPO 的同等要求，如果想规避这一要求（按非重大资产注入处理）就需要壳资源具备一定的收入和资产规模（经营不善、轻资产的壳资源被排除在外），有线网络上市公司恰恰复合这种要求。

一旦借壳成功，作为渠道的有线网络公司就转变成为包含制作、发行、渠道在内的全产业链公司，其价值面临重估。另外，需要指出的是，广播电视台资产的质量及成长性均远高于目前的有线网络公司。从资产注入的可能性分析，我们依次看好：广电网络、天威视讯、东方明珠、电广传媒、歌华有线等有线网络公司。

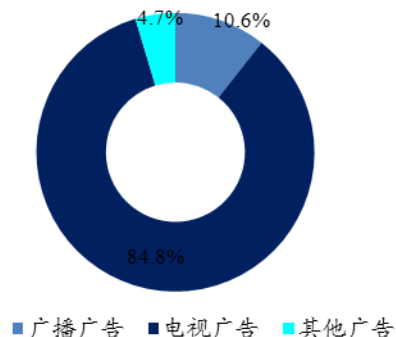
4. 广播电视台 未开发的处女地

4.1. 行业基本情况

2010 年中国广播电视广告收入达 940 亿元，同比增长 20.2%，在广电总

收入中的占比达 43%。其中，广播广告收入约 100 亿元，占广播电视广告收入的 10.6%；电视广告收入约 797 亿元，占广播电视广告收入的 84.8%。

图 7 2010 年中国广播电视广告收入分媒介构成



数据来源：国泰君安证券研究所。

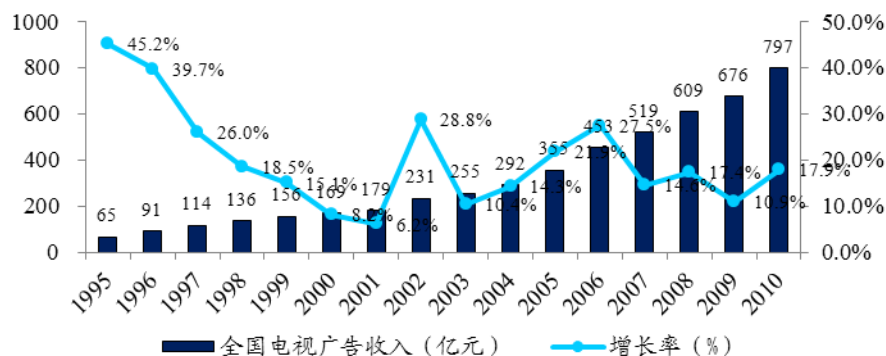
注：“其他广告收入”系指广电系统的广播电视报刊、网络视频、车载移动电视、商业楼宇电视、户外大屏幕的广告收入。

4.2. 电视广告收入持续稀缺，可用广告资源稀缺，

电视广告收入作为中国广电收入、电视产业收入的重要组成部分。自 1995 年起，15 年间增长 10 余倍，2010 年规模达到 797 亿元，年复合增长率超过 11%；目前电视广告收入占广播电视广告总收入的 84.8%，中国广电总收入的 34.6%。

图 8 中国电视广告收入规模

(单位：亿元)



数据来源：广电蓝皮书，国泰君安证券研究所

在国办发布 37 号文件《关于加强新闻出版广播电视业管理的通知》开始治散治滥后，电视台、电台的数量开始逐渐减少。截至 2010 年底，全国电视台数量缩减至 247 家，比 2009 年减少 25 家，电视台资源凸现稀缺性。而 2010 年 1 月 1 日起施行的《广播电视广告播出管理办法》(61 号令)，对电视广告播出的时长和广告播出的类型做出明确规定后（即规定电视播出机构每套节目每小时商业广告播出时长不得超过 12 分钟，电视剧插播广告每次时长不得超过 1 分 30 秒，上星频道每天 18 时到 24 时的时段内，不得播出电视购物广告），导致本已减少的电视资源可用的广告时间大为缩减，电视台广告时间的稀缺性凸显，单一频道，尤其优质电视平台的广告价值尤显突出。

5. 电影行业 进入第二轮景气周期

5.1. 海外电影产业现状及发展

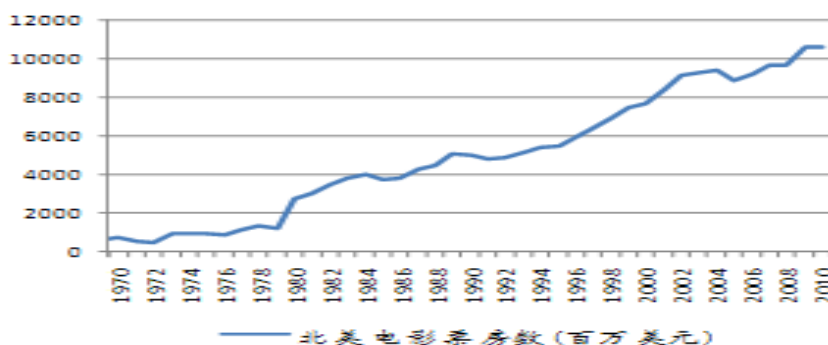
2010 年全球电影票房总额 318 亿美元，同比增长 8%，其中北美市场票房与 2009 年基本持平，为 106 亿美元，占全球份额的 1/3；北美总票房收入（包括北美电影的海外票房收入）约 266 亿美元（测算值，按本土：海外=4: 6 测算），占总票房的 84%，全球电影票房增长主要来源于新兴市场“金砖四国”（巴西、俄罗斯、印度、中国），其中，中国电影市场尤其值得关注。

表 2 2010 年全球票房前十大国家排名

名次	国家	影片数量（部）	票房（美元）	全球市场份额（%）
1	美国	529	105.65 亿	37.07
2	日本	716	24.20 亿	8.49
3	英国&爱尔兰	613	17.13 亿	6.01
4	法国	741	16.15 亿	5.66
5	中国	200	14.96 亿	5.25
6	德国	529	11.91 亿	4.18
7	俄罗斯	370	10.50 亿	3.68
8	意大利	747	10.27 亿	3.60
9	澳大利亚	387	10.19 亿	3.57
10	韩国	420	9.77 亿	3.43

数据来源：国泰君安证券研究所

图 9 北美电影票房走势



数据来源：BoxOfficeMojo，国泰君安证券研究所

2010 年，美国电影银屏近 4 万块，其带动包括电视播放权、DVD 销售和出租等衍生品产值合计超过 700 亿美元。预计未来 3-5 年内电影市场规模将保持年均 10% 的平稳增长。

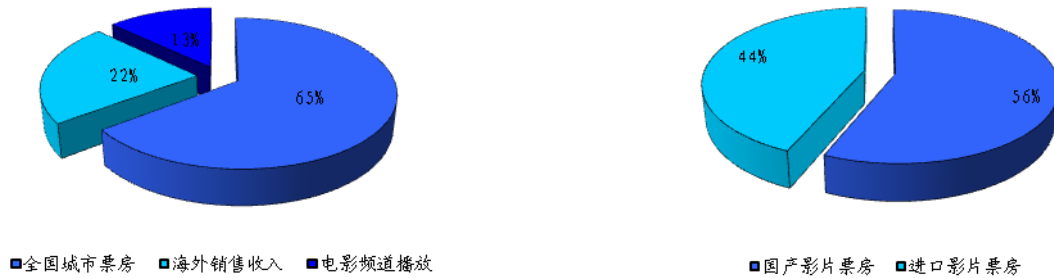
5.2. 中国电影产业进入第二轮景气周期

2010 年，我国电影市场综合收入为 157.2 亿元，同比增长 47.1%，增速创 2004 年以来的新高。其中电影票房 101.7 亿元（居全球第五），同比增长 63.9%，增速为 2006、2008 年的 2 倍，2009 年增速的 1.5 倍，在电

影市场综合收入中的占比已达到 64.7%，创历史新高。

2010 年国产电影海外销售收入 35.17 亿元，较 2009 年的 27.7 亿元增长 26.9%；全国各电影频道播放电影的收入为 20.32 亿，较 2009 年的 16.89 亿元增长 20%；与美国电影收入结构相比，我国电影的海外票房、衍生品收入占比明显偏低，也将成为未来电影收入的主要增长点之一。

图 10 2010 年全国电影综合收入、城市票房收入构成



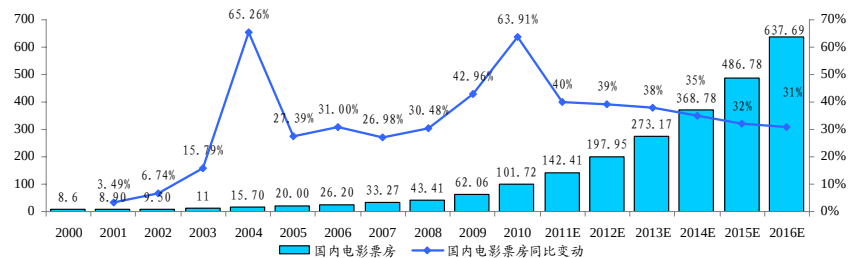
数据来源：国泰君安证券研究所，2010 年中国电影市场报告

我们把近年来国内影视行业发展分成两个阶段：第一轮景气周期（2004-2009 年）的增长动力主要来自一线城市银幕数和上座率的增长，第二轮景气周期（2010-2016 年）的增长动力则主要来自二三线城市银幕数和上座率的增长，由于二三线城市的人口基数远高于一线城市（北上广深仅 6000 多万人口，二三线城市人口数量超过 6.0 亿人），其带来的增长速度将更快、增长周期更长。

5.3. 行业复合增长率将超过 36%

三网融合、消费升级、版权收入上升、开拓海外市场等因素推动我国电影产业呈高速发展态势，加之庞大的人口基数，我国电影市场有望在 2016 年达到北美的市场规模，国内票房收入届时达到 638 亿元，年复合增长率达到 36%。如果按票房总收入和电影综合收入口径测算，则年复合增长率分别高达 50%、60%。

图 11 国内电影票房收入情况及预测



数据来源：国泰君安证券研究所，2011 年中国文化产业报告

从中短期分析，电影行业高增长的因素主要包括：

5.3.1. 影院投资旺盛，银幕数激增

2010 年全国新增影院 313 家，新增银幕数 1533 块，平均每天新增 4.2 块银幕，为近 8 年来最高，全国城市影院银幕总数达 6256 块，同比增长达 32.5%。

据亿恩数据统计,2011 年内截至 2011 年 8 月 25 日,全国新开影院共有 441 家,新增银幕数量约为 2302 块。到 2011 年底,或将在年内开业的影院数为 83 家,新增银幕共约 393 块。

国内电影行业发展已初现端倪,业内投资旺盛。成龙与耀莱合作投资影院已在全国范围布局,2010 年 2 月,其参与投资的 Jackie Chan 耀莱国际影城在北京正式开幕,拥有 17 个影厅 3500 个座位,为全国最大的影城。现居于全国影院票房前三名。其投资城市现有北京、广州、常州、沈阳、西安,未来即将登陆上海、武汉、昆明、长沙、郑州等地,2012 年底旗下开业影城将达 12 家以上。

同时,周星驰通过持有公司“比高集团”56.2%,作为第一大股东开拓影院投资,计划三年内在内地投资 36 家影院,影院银幕不少于 260 个,影院座位不少于 3 万个,3 年做成中国影业大亨。2011 年内将在内地开设 12 家影院,最早的 4 家将会在上海、重庆以及广东东莞开设。未来也计划在天津、杭州、西安、大庆、成都等地开设影院。

橙天娱乐与江阴市人民政府合作开发建设中国第一家综合影城(指的是在同一屋顶下有多厅放映电影,同时又往往与其它娱乐业、餐饮业、零售商业等统一综合经营),该项目预计投资额将超过 6 亿人民币,达 6 万平方米,兴建 30 个影厅,建成后将是亚洲最大的影城。

从业内具有影响力人士的跑马圈地来看,国内的电影市场未来的发展可见一斑,而且投资战略均倾向于抢滩二、三线城市,多点开花,可谓“春江水暖鸭先知”。

我们预测国内银幕总数在年底或将达到 8320 块,同比增长达 33%。到 2016 年内中国影院或会增加到 8065 家,银幕数达 4 万块。

5.3.2. 上座率低,提升空间大

2010 年排名前 27 家院线平均上座率为 19.35%,各院线中,上座率最高的也仅为 27%。上座率普遍较低,上座率推动主要是由观影需求及整体影片质量带动。目前国内电影市场在这两方面均有欠缺,一方面,受观影需求不足的制约,这一点我们在后文阐述;另一方面叫好叫座的影片则必然带来平均上座率提升,而国内影片在这方面还有待提高。

5.3.3. 电影消费习惯正在形成 人均观影次数上升空间大

2010 年全国电影院线放映场次为 845 万场,观影人次为 2.86 亿人,平均每人每年进影院观看电影 0.21 次,相比之下,美国电影市场每年人均观影则为 4.3 次。

目前我国城市人口为 6.7 亿人,但去年一年观影人次仅为 2.86 亿,从这一数据上可以看到,中国观影人次有很大的提高空间,2011 年中国观影人次有望达到 3.9 亿。

5.3.4. 票价企稳: 向上及向下因素有效对冲

2010 年内全国院线平均票价为 35 元,平均票价最高的院线为温州雁荡 40 元,而平均票价最低的为新疆公司,仅 25 元,平均票价地域性明显。2010 年平均票价的大幅上涨,在很大的程度上受到了阿凡达 IMAX、3D 高票价的影响。

从 2008 年起，团购风潮席卷全国，各大院线纷纷跑马圈地，团购、周二半价日、兑换券等各种优惠纷至沓来，票价相对较低。这一趋势意在通过价格战抢占市场，可预期这种恶性竞争难以持续，而市场趋稳是必然之势，票价会随之企稳。

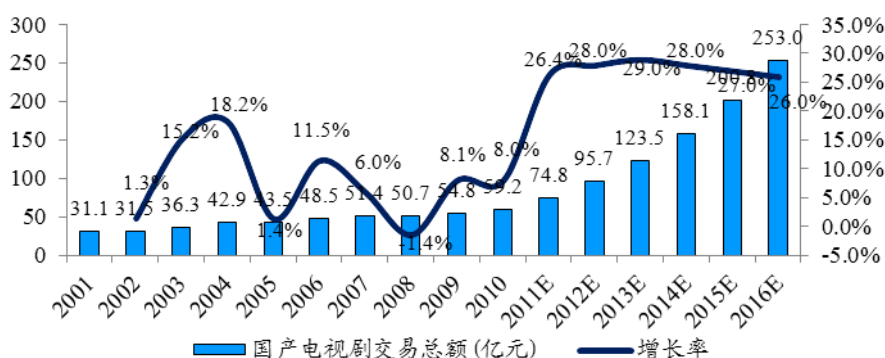
我们认为，我国电影票价将长时间维持在 35 元的平均水平，向下及向上空间均不大（美国自 1970 年至今，如扣除 CPI 影响，其票价水平一直保持稳定）。

6. 电视剧行业高速增长持续 3-5 年

6.1. 电视剧行业呈现二八原则

2010 年国产电视剧交易总额 59.2 亿元，随着国内电视广告的稳步增长、视频播出渠道的增加，以 2012 年电视广告收入增长 10%，达到 880 亿元，其中 8.5% 用以购买电视剧计算（历史年均超过 10%），预计 2011 年国内电视剧交易金额可望达到 74.8 亿元。

图 12 国产电视剧交易总额预测

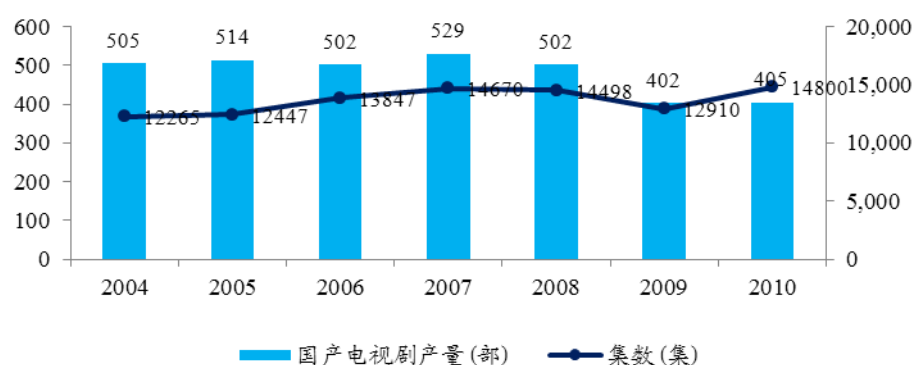


数据来源：广电总局、国泰君安证券研究所

2010 年中国电视剧产量稳定增长，达 1.47 万集，稳居世界第一；全国电视剧产量为 405 部，为五年来最高；电视剧的播出时长占所有电视节目时间的 37%；实现广告收入 300 亿元，对电视广告总收入的贡献率达 37.5%。有 6000 集左右没有被播出，播出的 8000 集当中仅有 4000 集进入黄金时段，热门剧只有 600 集左右。

2011 年国内电视剧拍摄量将超过 2 万集，而受广电总局推出的卫视频道电视剧“限播令”管控，即要求各大卫视每天电视剧播出量不得超过卫视总节目量的 45%；每天同一部电视剧播出不得超过 6 集；晚间黄金时段（晚 7 时-9 时 30 分）同一部电视剧只能播出 2 集；晚间时段（晚 10 时-次日 1 时），同一部电视剧播出不得超过 3 集的，电视剧供求失衡进一步严重。行业将遵循二八原则，即两成的黄金档电视剧才可以实现盈利（4000 集左右）。

图 13 2004-2010 年国产电视剧产量情况



数据来源：广电总局、国泰君安证券研究所

6.2. 多因素驱动行业高增长

1、2011 年，限娱令推动电视剧需求加大，并成为竞争的关键。

2011 年 10 月 26 日广电总局发布的《关于进一步加强电视上星综合频道节目管理的意见》要求 34 个电视上星综合频道要提高新闻类节目播出量，同时对部分类型节目播出实施调控。

表 3 《关于进一步加强电视上星综合频道节目管理的意见》(即“限娱令”)要求

	《意见》要求	目前情况
1	加大新闻类节目播出比例： 1) 每日 6:00 至 24:00 新闻类节目不得少于 2 小时； 2) 18:00-23:30 必须有两档以上自办新闻类节目，每档新闻节目时间不得少于 30 分钟。 3) 至少开办一个思想道德建设栏目。	1) 34 家电视上星综合频道中，日播新闻类节目时长达到 2 小时以上的只有 <u>15</u> 家，所占比例为 <u>44%</u> ； 2) 每日黄金时段内（18:00-23:30）自办新闻类节目达到 2 档以上的有 <u>23</u> 家，所占比重为 <u>68%</u> 。
2	限制娱乐节目： 1) 每晚 19:30-22:00，全国电视上星综合频道播出上述类型节目总数控制在 9 档以内； 2) 每个电视上星综合频道每周播出上述类型节目总数不超过 2 档。 3) 每个电视上星综合频道每天 19:30-22:00 播出的上述类型节目时长不超过 90 分钟。	1) 全国 34 个电视上星综合频道在晚上黄金时间段（19:30-22:00）内播出的娱乐性较强的节目每周总计有 <u>126</u> 档；平均每个电视上星综合频道每周播出这些类型的节目 3.7 档，平均每天晚上黄金时间全国电视上星综合频道共有 <u>17</u> 档这些类节目同时播出； 2) 其中，每周 7 档以上的频道有 9 家，占上星频道总数的 26%；每周 3-6 档的频道有 8 家，占上星频道总数的 24%；每周 2 档以下的频道有 17 家，占上星频道总数的 50%。

数据来源：广电总局、国泰君安证券研究所

在此政策的影响下，各大卫视娱乐综艺节目均有删减，电视剧因对收视率有确定性保障，成为各大电视台大力发展的对象，并成为 2012 年电视行业竞争的重点。如深圳卫视宣布 2012 年将斥资 5 亿元购买电视剧大片，打造电视剧黄金时间段；江苏卫视 2012 年将投入 10 亿元购买电视剧，并将黄金档的电视剧播放量增加 30%，近 1000 集，其中以打造独播剧为主；湖南卫视的购买量则增加 30-40%。

2、视频网站需求激增，带动精品电视剧价格持续走高。

截至 2011 年 6 月,我国网络规模达 4.85 亿户,其中网络视频用户达 3.01 亿户;在内容的选择上,电视剧以 87.2%的用户观看内容比例和高点击率(如优酷已有 6 部电视剧的点击量超过 1 亿人次,搜狐视频共有 29 部电视剧点击量破亿,其中新版《还珠格格》点击量突破 3 亿人次)位居前列。在版权保护政策一再加强的背景下,国内视频网站进入版权资源争夺战,电视剧的需求量、网络播放版权价格大涨,单集购买价格从 2008 年的数百元,增加到 2009 年的数千元,目前热播剧的单集购买成本已经达到数十万、上百万元,甚至有部分热播剧网络版权价格超过一线卫视。

尽管市场整体供给量大于需求,但精品电视剧依旧稀缺,且在网络视频亦斥巨资争抢优质电视剧的背景下,优质电视剧更是供不应求。2011 年普通电视剧黄金档的市场价格一般在 60 万元/集,精品电视剧的价格已经卖到 150-300 万元/集。

表 4 近年电视剧在电视台、视频网络的销售估算

电视剧名称		成本		电视版权		视频网站版权		电视+视频网站	
		单集成本	总成本	单集价格	总售价	单集价格	总售价	单集价格	总售价
2011 年	《宫锁珠帘》 (简称《宫 2》)(40 集)	300 万	1.2 亿	-	-	185 万	0.74 亿	-	-
	《浮沉》(30 集)(未开机)	167 万	0.5 亿	-	-	>100 万	>0.3 亿	-	-
2010 年	新《西游记》(60 集)	200 万	1.2 亿	327 万	1.96 亿	28 万	0.17 亿	355 万	2.13 亿
	新《红楼梦》(50 集)	236 万	1.18 亿	240 万	1.22 亿	20 万	0.1 亿	260 万	1.32 亿
	新《三国》(95 集)	163 万	1.55 亿	250 万	2.30 亿	15 万	0.15 亿	265 万	2.45 亿
2009 年	《潜伏》(30 集)	67 万	0.2 亿	100 万	0.3 亿	1 万	0.03 亿	101 万	0.33 亿

数据来源: 2010 广电蓝皮书, 国泰君安证券研究所

从各大电视台、视频网站的需求看,2012 年的电视剧需求将继续呈井喷态势,预计 2012 年国产电视剧交易总额将增长 30%以上,达到 95 亿元之多。

除此之外,随着版权保护制度日渐完善,电视剧版权销售、衍生品的销售将创造更丰厚的收益(如《武林外传》自 2006 年开播电视剧版取得好评如潮后,又投资了电影、动画片,如今,4 年间总投资 3 亿元,收入则超过 4 亿元,净收益超过 1 亿元)。

我们判断,电视台及视频网站广告收入的持续增长,将带动内容采购成本继续上升,电视剧行业的高增长将持续 3-5 年。

7. 投资策略

2010 年底政府首次提出“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”,文化产业的受重视程度不断提升,并在 2011 年 10 月第十七届第六次会议上得到进一步强化。我们认为,文化产业作为战略先导型国家支柱产业,政府政策支持将继续倾斜,财税、金融扶持等实质性政策有望跟进,建议增持。

其中,有线网络行业将有益于广电体系的体制改革,作为壳资源其价值面临重估,建议增持。重点推荐公司为广电网络。

影视行业作为中华文化输出的重要载体，政府将通过财税、金融、出口补贴等方式给予支持，加之国内旺盛的需求，建议增持。重点推荐公司为华谊兄弟、光线传媒。

8. 重点推荐公司业绩预测及目标价

表 5 重点公司业绩预测

	目标价	评级	10EPS	11 EPS	12 EPS	13 EPS
广电网络	16.5	增持	0.20	0.28	0.38	0.54
华谊兄弟	21.0	增持	0.25	0.35	0.60	1.00
光线传媒	88.0	增持	1.03	1.60	2.30	3.28

数据来源：国泰君安证券研究所

作者简介:

高辉:

执业资格证书编号: S0880511080001

电话: 01059312737

邮箱: gaohui011287@gtjas.com

林琳 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111080300

电话: 010-59312732

邮箱: linlin010680@gtjas.com

汤志彦 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111030079

电话: 021-38676640

邮箱: tangzhiyan@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		