



TEBON 德邦证券

www.tebon.com.cn

政策扶持+内容管制带来行业分化

——传媒行业2012年投资策略报告

德邦证券研究所

TMT研究小组

李明选

SAC执业证书编号:S0120511030005

联系人: 蒋巍(jiangwei@tebon.com.cn)

8621-68761616-8075

2011-12-20

投资观点

移动互联时代，产业融合加速

同属信息产业的文化传媒与互联网，前者的核心竞争力在于对信息内容制作、传播的控制，后者基于信息分享的商业逻辑正不断威胁前者的利润来源。移动互联时代，强调控制与分享的平衡，文化传媒与互联网产业融合的趋势进一步加强，创新能力则是二者竞争的关键。

扶持政策+内容管制，短期利好长期隐患

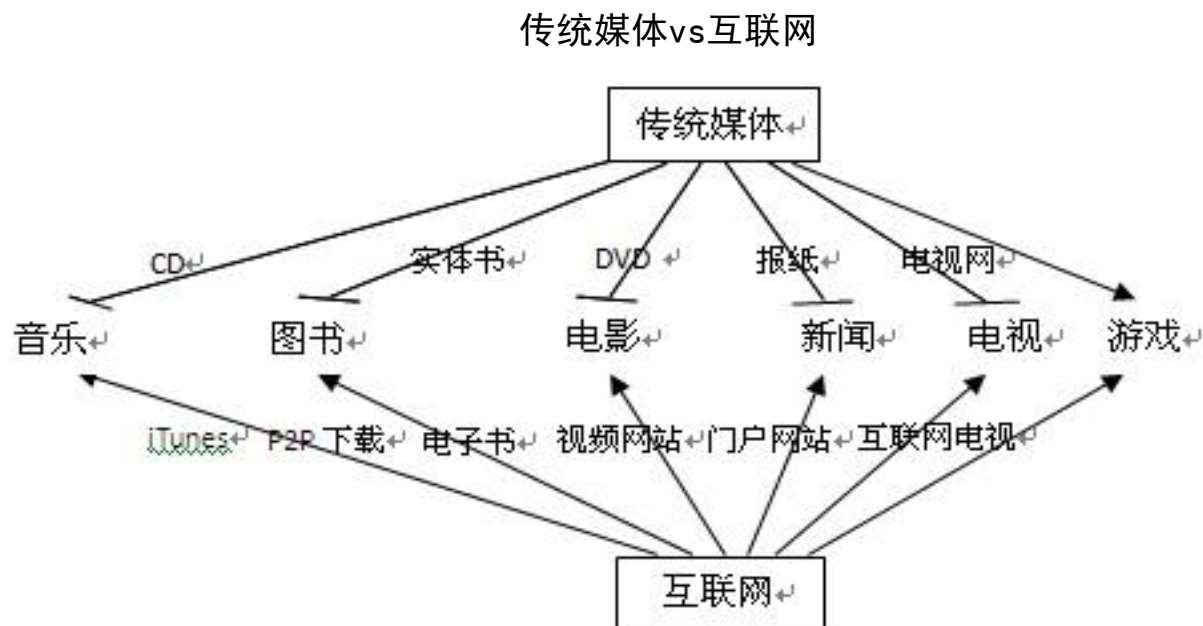
执政党出于“稳定压倒一切”意识形态考虑，严格控制文化信息的制造与传播，这是中国文化传媒产业独有的重大甚至唯一的影响因素。积极的文化扶持政策，短期内为传媒行业带来实惠；而未见放松的内容管制，长期则严重压制文化行业创新能力；娱乐内容与严肃内容的差别决定管制程度差异，进而带来行业分化

投资逻辑

在扶持政策带来对传媒行业整体高关注度的大环境下，结合宏观经济疲软预期，我们长期看好电影、动漫、等具备高成长能力的子行业；而承担舆论喉舌功能、更接近扶持优惠政策的传统出版、有线网络子行业创新能力存疑，成长空间有限，重点在体制改革带来并购重组等个股性机会

1. 移动互联时代，产业融合加速

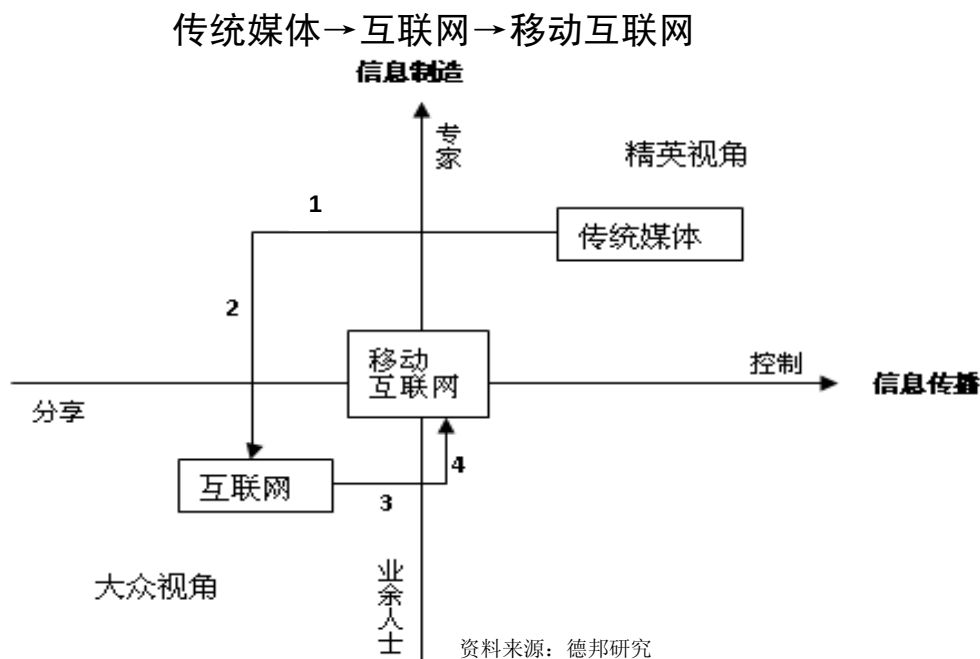
1.1. 传统媒体与互联网新媒体



资料来源：德邦研究

互联网不断侵占传统媒体领地，而后者也在努力适应互联网模式，并在个别领域展开反击。

1. 2. 商业逻辑转变

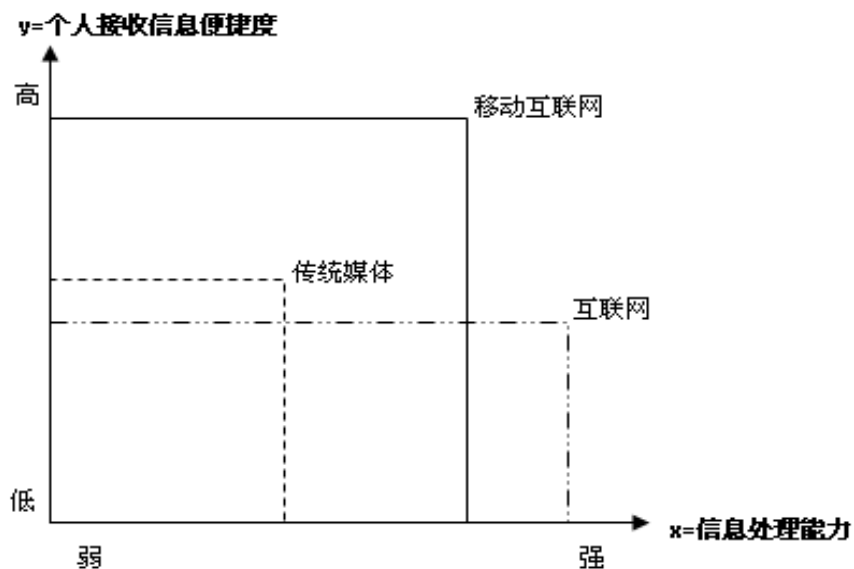


信息资源稀缺时代，传统媒体商业逻辑在于对信息制造、传播的控制；

互联网新媒体强调共享、削弱控制，旨在加快信息传播速率、扩大信息制造；

随着信息走向充裕，移动互联网注重提供有效信息质量，一定程度上是传统媒体控制逻辑的回归

1.3. 创新力推动产业融合



资料来源：德邦研究

传统媒体难以适应互联网时代的困难局面，在向移动互联网融合过程中得到了改善
产业融合给传统媒体带来重大机遇，创新动力、创新能力成为核心推动力

2. 扶持政策+内容管制，短期利好长期隐患

2.1. 历年文化产业政策

2005 年12 月《关于深化文化体制改革的若干意见》，首次允许进行投资主体多元化的股份制改革

2006 年9月《国家十一五 时期文化发展规划纲要》，鼓励新闻出版企业整体上市，培育文化产业战略投资者

2009年9月《文化产业振兴规划》，文化产业确认为引领新一轮经济增长的强大引擎，战略地位进一步提高

2011 年10月，十七届六中全会，提出建设社会主义文化强国，推动文化产业成为国民经济支柱性产业



资料来源：德邦研究

2.2. 十七届六中全会内容

十七届六中全会审议通过《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》，主要包括：

(一) 构建现代文化产业体系。鼓励有实力的文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，培育文化产业领域战略投资者

(二) 支持和壮大国有或国有控股文化企业，鼓励和引导各种非公有制文化企业。在投资核准、信用贷款、土地使用、税收优惠、上市融资等方面给予支持

(三) 深化国有文化单位改革。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

(四) 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

2.3. 扶持政策跟进

广电总局：“限娱令”和“限广令”，控制各大卫视频道娱乐节目数量及播出时间，规范影视剧和新闻节目中间插播广告行为，防止出现过度娱乐化和低俗倾向。

财政部、税务总局：加大财政文化投入力度，提高文化支出占财政支出比例；加强重点文化领域经费保障；发挥财政资金的杠杆作用，引导带动金融资本和其他社会资本投入文化产业。

文化部：将发布实施《文化部“十二五”时期文化产业倍增计划》和《国家动漫产业发展“十二五”规划》，将制定发布《文化部文化科技“十二五”发展规划》

国务院法制办：公布《电影产业促进法征求意见稿》，降低市场准入门槛；通过财政、税收、金融、用地等扶持措施激励电影业务；加强监督管理，规范市场秩序；加强电影公益服务

2.4. 内容管制未放松

“重大而紧迫的政治任务”、“牢牢把握意识形态工作主导权”、“坚持把社会效益放在首位”等字眼彰显“**稳定压倒一切**”的执政思路

文化产业独具精神属性，决定其兴盛的关键在于**文化市场的自由创新**。长期以来我国文化产业的平庸表现，很大程度上归咎于政府长期对文化创新自由度的抑制

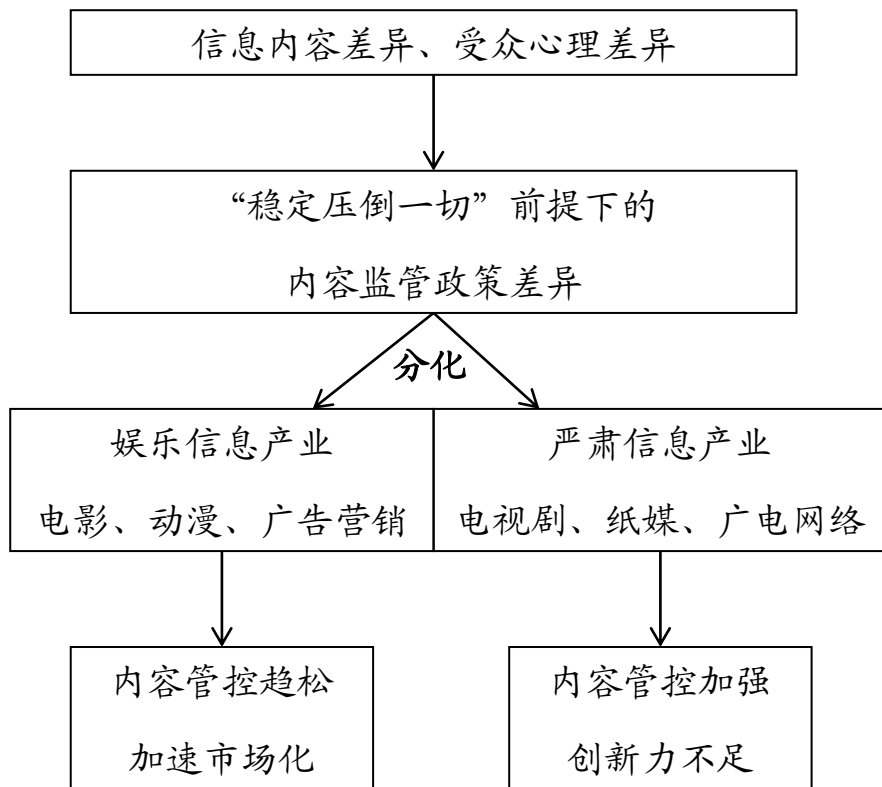
文化扶持政策的实质，是在加强文化制作传播主导权的前提下配套以积极的政策干预，内容管制从未放松。与历届政策相比，此次亦不会有实质突破

2.5. 内容差异促行业分化

依据制造、传播的信息内容性质以及受众心理差异，我们将文化传媒产业分为两部分：

电影、动漫、广告营销等子行业，其内容消费具有很强娱乐倾向，属娱乐信息产业

电视剧、纸媒、广电网络子行业，承担舆论喉舌功能，属严肃信息产业



资料来源：德邦研究

3. 2011年行业回顾

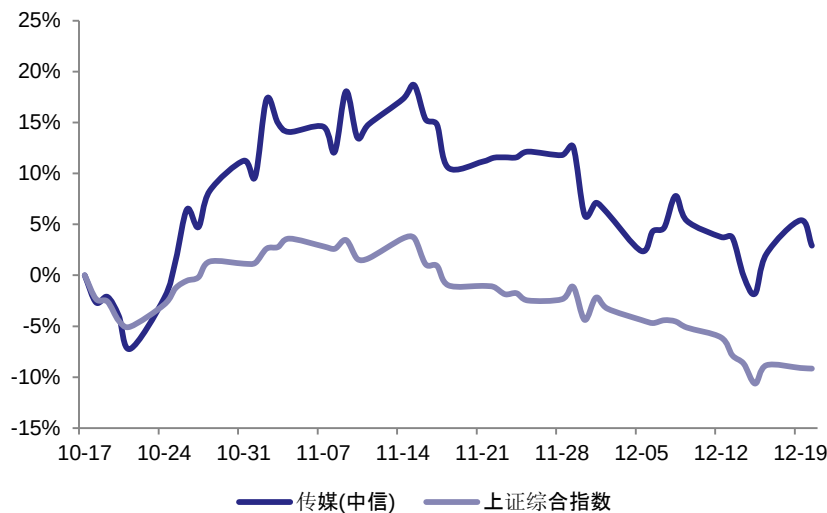
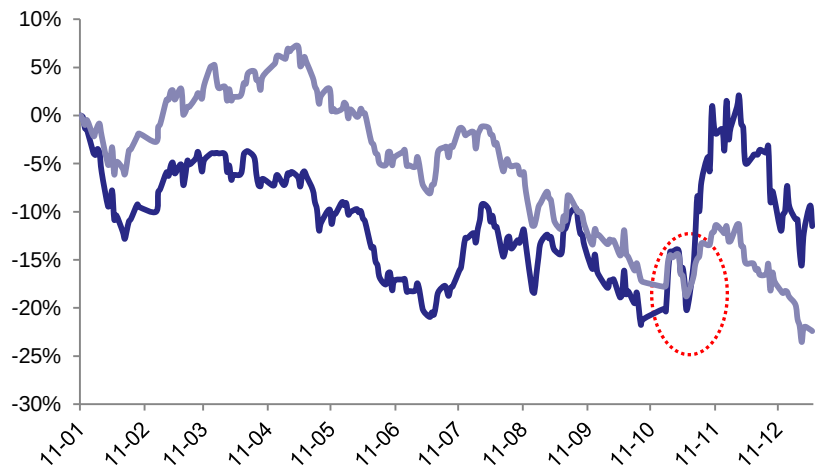
3.1. 政策推动三季度大涨

11年年初至今，文化传媒板块超额收益12.1%

11年年初至第三季度，文化传媒板块超额收益-3.9%

10月15-18日，十七届六中全会召开

全会之后，文化传媒板块大幅跑赢大盘，超额收益最高达15.0%



资料来源：德邦研究、wind

3.2. 后续配套优惠预期推动

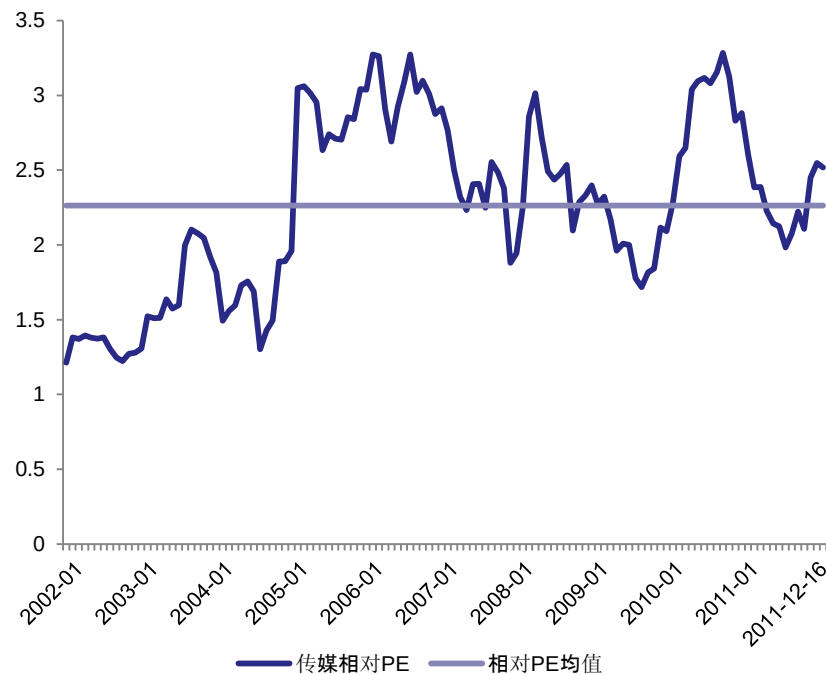
此轮大幅上涨主要原因在于：

文化产业独具意识形态属性，具有更高的政策敏感度；

国家对建设文化强国政策的确定，市场对后续配套优惠政策的预期；

萎靡大盘寻找炒作热点

传媒相对全市场平均市盈率已达2.5倍，与历史高位有一定差距，但高于过去十年平均值



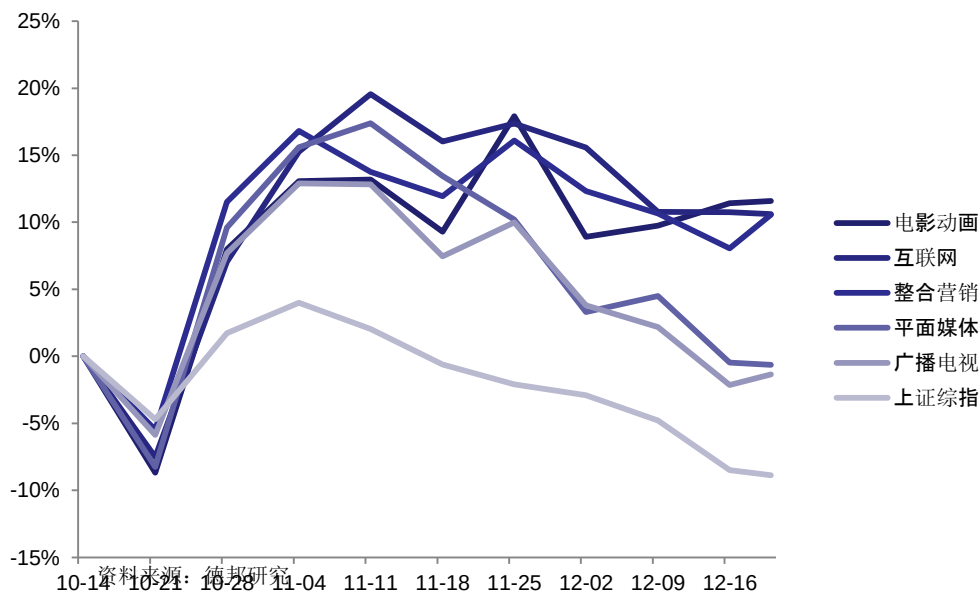
资料来源：德邦研究、wind

3.3. 无实质突破政策下的子行业分化

受大盘影响，11月中旬开始传媒板块开始回调，从而带来了一定程度的子行业分化

电影动画、整合营销保持高位；

相比之下平面媒体、广播电视板块则逐渐回落至六中全会召开前水平

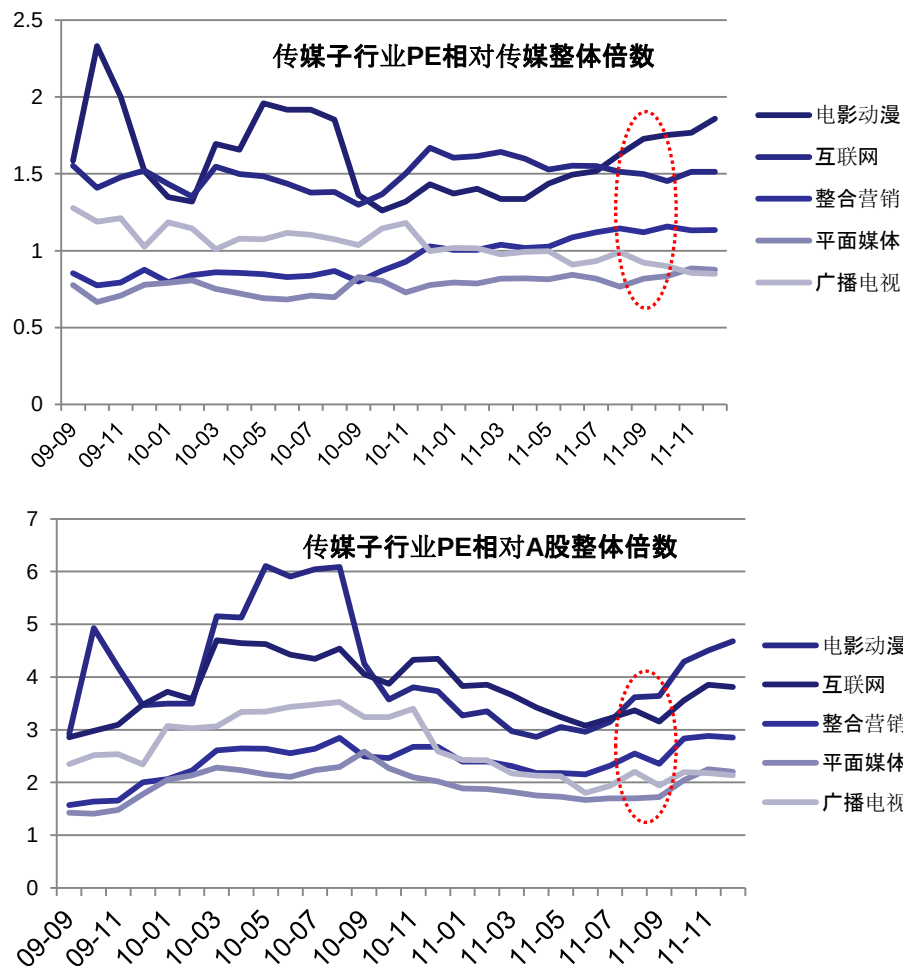


3.4. 新媒体跑赢传统媒体

缺少实质突破的文化扶持政策，将陆续给传媒行业带来优惠，提高盈利能力

但难以改善平面媒体、广播电视的创新活力

电影动漫、整合营销子行业成长性提高，将最终获益



4. 政策利好娱乐信息产业：电影、动漫

4.1. 电影产业进入黄金期

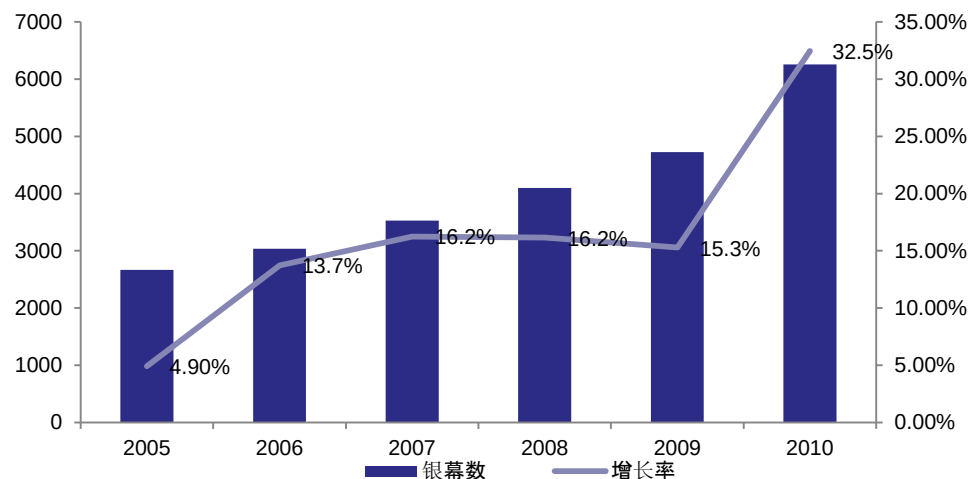
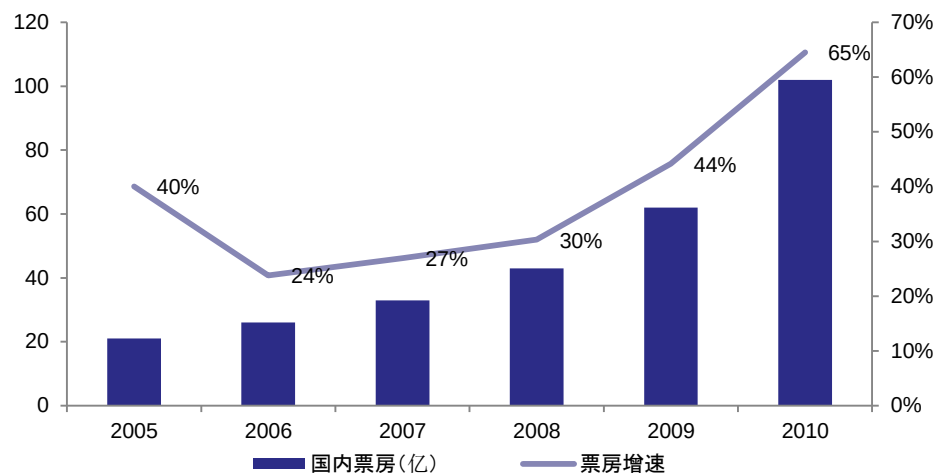
中国电影近年一直保持25%以上的高速年增长率，数倍于GDP增速和全球电影票房增速。
2011年预计票房增速达30%，银幕增速达34%

电影产业的高速发展主要得益于：

马斯洛需求层次上升，精神文明需求提高；

人均GDP上升，国民收入提高带动消费升级；

具备全新消费习惯的新一代人逐渐成为消费主力军；

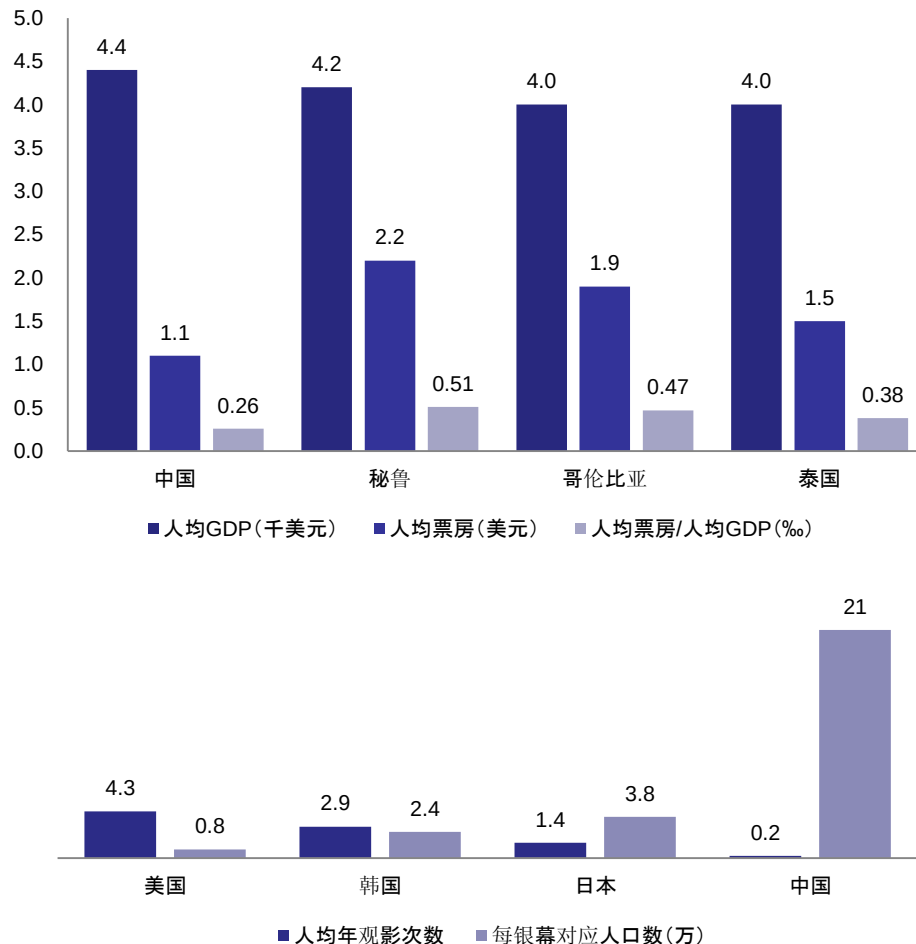


资料来源：德邦研究

4.2. 电影高成长新动力

趋松管制政策：电影产业亦称“造梦产业”，商业电影具有较强的享乐倾向，暗合“稳定压倒一切”政策，政策监管将呈持续放开态势，加速市场化进程

渠道下沉：无论是人均观影次数、人均票房、银幕与人口数比例，中国与发达国家仍有相当大差距，甚至落后于人均GDP相近的发展中国家。继一线大城市带动电影消费后，影院渠道下沉将为产业发展提供新动力



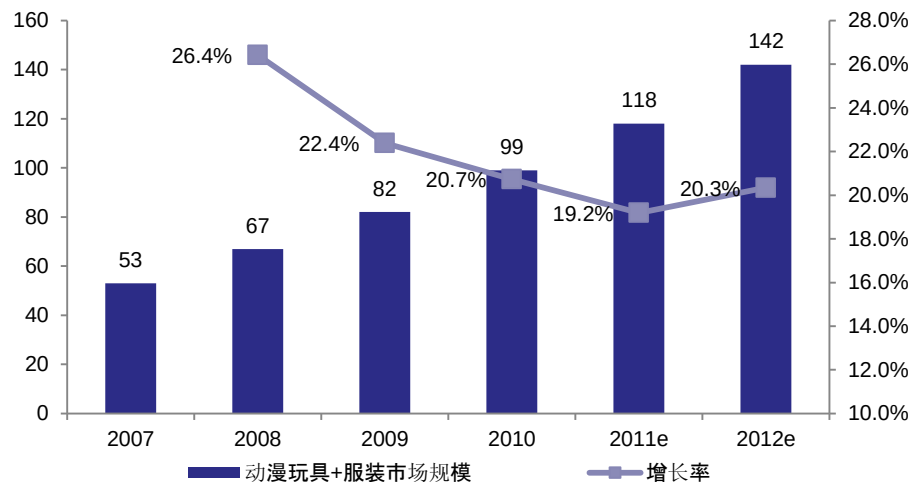
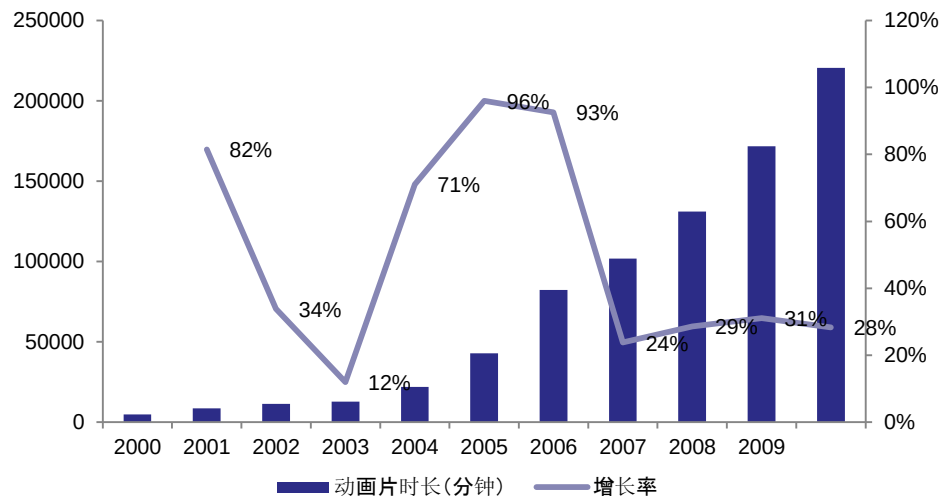
资料来源：德邦研究

4.3. 动漫产业空间广阔

动漫作为国家重点扶持文化产业，近年来呈爆发性增长态势。

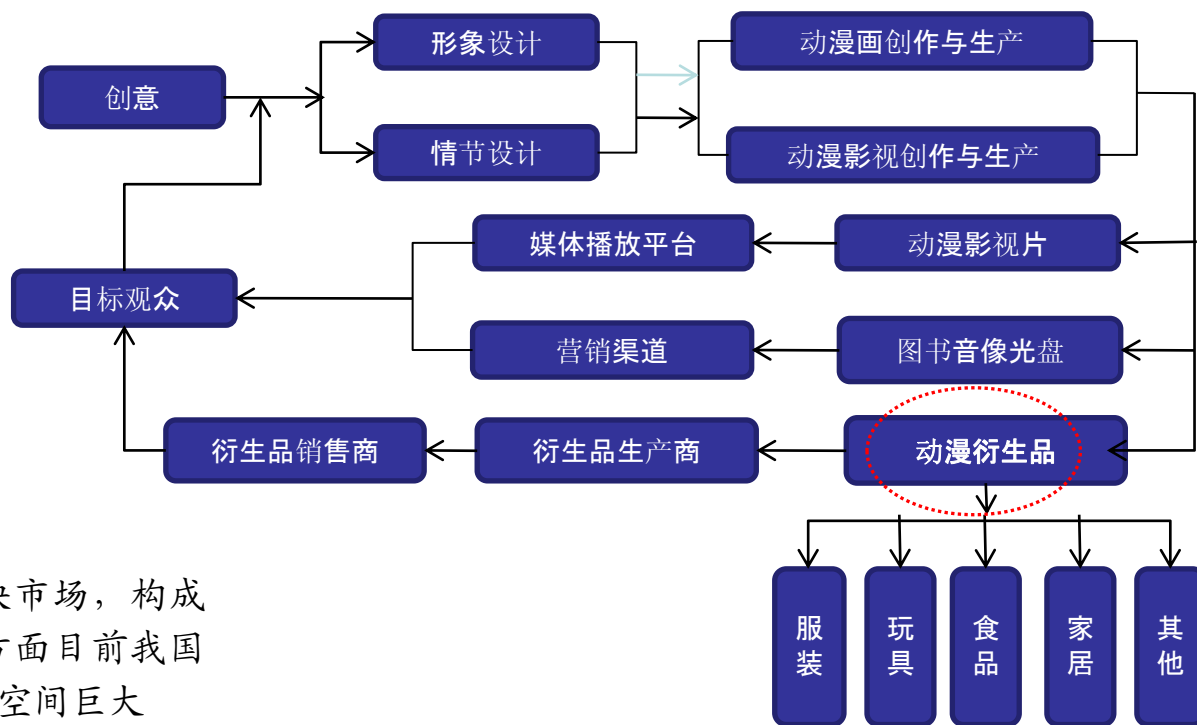
2010 年中国动画片产量再创新高，动画片时长超过20万分钟，是中国动漫产业高速发展的最直接写照

以动漫玩具、服装为代表的动漫衍生品市场，规模远大于动漫内容产业，未来增长空间巨大。近年来保持20%以上的高速增长



资料来源：德邦研究

4.4. 动漫衍生品爆发式增长



动漫衍生品市场数倍于内容播映市场，构成动漫产业最主要收入来源。这方面目前我国人均支出远低于发达国家，发展空间巨大

资料来源：艺恩咨询、德邦研究

4.5. 传统媒体短期受益，成长性存疑

包括出版发行、广电网络在内的传统媒体，担负舆论喉舌作用，关系到社会稳定大局。在必然享受扶持政策优惠的同时，也必然面临更加严格的内容控制与政策反复，创新动力不足、创新能力存在瓶颈。

从行业整体成长性角度看，传统媒体在诸多领域面临互联网新技术的巨大挑战。其自身创新力不足将为未来成长埋下重大隐患。

优惠扶持政策或短期内带来利润提升，但成长空间不足。12年重点在于行业内兼并重组

而宏观经济疲软，则难免对广告营销行业带来负面影响

4.6. 重点关注公司

华谊兄弟 (300027)：电影龙头股迎来电影业务大年，向院线影院拓展打通全产业链，主题公园、文化城项目构建娱乐集团

光线传媒 (300251)：独有的传媒娱乐集团架构，积极拓展影视内容制作，特色的网络平台运营模式稀释监管政策不确定性

奥飞动漫 (002292)：跨媒体、跨内容、跨产业的大动漫产业系统正在形成，品牌效应将发挥更大威力

分析师承诺

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性 - In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避 - Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。