

报告类型 / 行业深度报告

同步大势

上次评级：同步

传媒行业 2012 年中期投资策略报告

——关注个股的投资机会

报告摘要：

传媒行业是典型的政策驱动型行业，板块估值与相关政策出台密切相关。2012 年上半年传媒板块整体跑输大盘，主要原因是随着市场热点转移，整个板块估值开始向下调整，再加上后续配套政策出台的速度和力度低于市场预期，导致板块进行了较大幅度的调整。

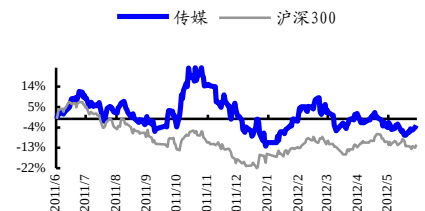
政策力度是关键因素。文化产业仍是受管制最多的行业之一，政策“松绑”力度有多大将直接决定文化产业的丰富性、多样化和市场空间。无论是从纵向发展成为支柱产业的目标，还是从横向角度与日本等发达国家相比，我国传媒产业的发展空间都还很大。短期内，我国的分业监管、分地区监管和分所有制监管是束缚我国文化产业发展的重要制肘因素。

基本面难言乐观。电视剧行业预计景气度仍将保持下滑的趋势，行业调整和洗牌将加剧版权价格大幅下滑已成定局。电影行业随着基数增大预计增速将逐渐减慢，单银幕票房收入首次出现下降；此外，国产电影票房市场份额自 2008 年持续下降，并且国产影片单片盈利水平远低于进口影片，每年新增的 14 部海外电影将对国产电影形成巨大冲击。出版行业改革正在逐步深化，但未来一段时间内还将保持稳定缓慢的增长速度。报纸行业受新媒体冲击巨大，一季度广告收入全面下滑，年内有望随宏观经济转暖止住下滑趋势。

投资建议方面，结合行业政策预期、估值和行业基本面综合来看，下半年我们看好出版行业和广告营销行业的组合：出版行业业绩稳定可靠，估值水平下调风险不大，是较好的防御板块；广告营销行业业绩持续高速增长且估值水平偏低，股价上涨空间较大。个股方面，我们重点推荐蓝色光标、中南传媒、宋城股份。

风险提示：后续扶植政策出台时间和力度不可预测。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-0.09%	-8.69%	-3.30%
相对收益	0.51%	-5.98%	8.23%

重点公司

投资评级

蓝色光标	推荐
中南传媒	推荐
宋城股份	推荐
光线传媒	谨慎推荐
华录百纳	推荐

相关报告

《传媒互联网行业年报及一季报综述》

2012-05-15

证券分析师：耿云

执业证书编号：S0550511080003

(021)20361136 gengy@nesc.cn

目 录

1. 行业表现回顾.....	4
1.1. 行情走势回顾.....	4
1.2. 基本面回顾：年报及一季报回顾.....	5
1.2.1. 样本选取.....	5
1.2.2. 2011 年年报及 2012 年一季报回顾.....	6
1.3. 政策面回顾：改革不断深入.....	7
1.3.1. 文化体制改革的整体思路和路径.....	7
2. 发展潜力巨大，发展空间取决于政策松绑程度.....	9
2.1. 仍处于快速发展时期，增长潜力巨大.....	9
2.1.1. 纵向分析：快速增长的朝阳产业.....	9
2.1.2. 横向分析：与日本相比仍有非常大差距.....	10
2.2. 政策“松绑”力度不够仍然是短期发展的主要制肘.....	11
2.2.1. 分业监管.....	11
2.2.2. 分地区监管.....	11
2.2.3. 分所有制.....	11
2.2.4. 改革方向明确，尚需政策加码.....	11
3. 主要子行业分析：质变一触即发，行业架构开始重构.....	12
3.1. 影视娱乐：繁荣背后暗藏危机.....	12
3.1.1. 电视剧行业进入调整年，价格将回归理性.....	12
3.1.1.1. 关键驱动因素分析.....	12
3.1.1.2. 行业现状.....	12
3.1.1.3. 趋势判断和预测：短期面临行业整理.....	13
3.1.2. 电影行业：国产电影面临巨大挑战.....	14
3.1.2.1. 关键驱动因素分析.....	14
3.1.2.2. 现状.....	14
3.1.2.3. 趋势判断和预测.....	15
3.2. 广告营销.....	17
3.2.1. 关键驱动因素分析.....	17
3.2.2. 现状.....	17
3.2.3. 趋势判断和预测.....	18
3.3. 平面媒体：出版行业依然持续，报纸衰退已经有迹可循.....	19
3.3.1. 3.1 出版.....	19
3.3.1.1. 关键驱动因素分析.....	19
3.3.1.2. 现状：.....	19
3.3.1.3. 趋势判断和预测.....	20
3.3.2. 报纸.....	21
3.3.2.1. 关键驱动因素分析：.....	21
3.3.2.2. 行业现状.....	22

3.3.2.3. 趋势判断和预测	22
------------------------	----

4. 投资策略：看好出版和广告营销，攻守兼备.....22

4.1. 行业增速及估值分析.....	22
4.2. 投资建议：推荐蓝色光标、中南传媒、宋城股份.....	23

图目录

图 1：2009 年 6 月至 2012 年 6 月中信传媒指数与上证综合指数表现	4
图 2：2011 年 12 月至今中信传媒指数与上证综合指数表现	5
图 3：2006-2011 年我国传媒产业总产值变化	10
图 4：2006-2011 年我国传媒产业总产值与 GDP	10
图 5：2006-2010 年我国文化产业增加值变化	10
图 6：2006-2011 年我国文化产业增加值与 GDP	10
图 7：2002-2011 年国产电视剧交易总额	12
图 8：2005-2011 年国产电视剧产量	12
图 9：2007-2009 年我国电视广告收入	13
图 10：2006-2014 年网络视频行业广告收入变化	13
图 11：2007-2011 年全球总票房（单位：亿美元）	15
图 12：2002-2011 年中国电影票房收入	15
图 13：2003-2011 年我国影院数量和银幕数变化	15
图 14：2003-2011 年我国电影单银幕票房收入	15
图 15：2004-2011 年国产影片票房占比变化	16
图 16：2003-2011 年我国传统媒体广告刊例收入	18
图 17：2006-2011 年我国互联网广告市场规模变化	18
图 18：2001-2011 年我国公关行业市场规模变化	18
图 19：2007-2011 年中国国民阅读情况概述	20
图 20：2002-2009 年中国报纸广告营业额变化	22
图 21：2002-2009 年报纸广告营业额占比变化	22

表目录

表 1：2009 年 7 月至今传媒板块阶段涨幅高点与出台政策列表	4
表 2：传媒互联网行业上市公司分类	5
表 3：传媒互联网行业各子行业 2011 年关键财务指标综述	6
表 4：传媒互联网行业各子行业 2012 年 Q1 关键财务指标综述	6
表 5：中国文化体制改革进程和各阶段要点	7
表 6：日本信息通信产业主要子产业市场规模和全产业市场规模（单位：十亿日元）	10
表 7：2010 年我国前五大电视剧制作机构电视剧产量	13
表 8：2011 年我国前十名国产影片和进口影片的票房收入对比	16
表 9：2012 年 1-3 月我国前十名国产影片和进口影片的票房对比	17
表 10：2005-2010 年我国图书出版行业概况	19
表 11：2010 年我国课本出版占图书出版总量的比例	20

1. 行业表现回顾

1.1. 行情走势回顾

传媒行业是典型的政策驱动型行业，板块估值与相关政策出台密切相关。回顾近三年传媒行业走势，整体跑赢大盘近 20 个百分点，主要是由于 2009 年以来，文化体制改革进入加速小跑阶段，相关扶植政策密集出台；区间内每个波峰的出现都伴随着重大扶植政策出台，可以看出政策是决定板块走势的关键驱动因素。

图 1：2009 年 6 月至 2012 年 6 月中信传媒指数与上证综合指数表现



资料来源：Wind、东北证券

表 1：2009 年 7 月至今传媒板块阶段涨幅高点与出台政策列表

政策出台时间	政策内容	板块阶段涨幅高点出现时间
2009 年 7 月	2009 年 7 月 22 日国务院常务会议通过了《文化产业振兴规划》这标志着文化产业已经上升为国家的战略性新兴产业。	2009 年 8 月
2010 年 4 月	中央宣传部、中国人民银行、财政部、文化部、广电总局、新闻出版总署、银监会、证监会、保监会等就部位联合发出《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》，鼓励扩大文化企业的直接融资规模。	2010 年 4 月-5 月
2010 年 10 月	十七届五中全会在“十二五”规划建议中提出“深化文化体制改革，创新文化生产和传播方式，解放和发展生产力，增强文化发展活力”，“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”。	2010 年 11 月
2011 年 11 月	十七届六中会议，审议通过了《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》，提出中国将培养和打造一批有实力有竞争力的大型文化企业。	2011 年 10-12 月
2012 年 2 月、3 月	2012 年 2 月，《国家“十二五”时期文化体制改革和发展规划纲要》，对转企改制国有文化单位复制政策执行期限再延长 5 年；数字出版将成为文化产业发展重点；推进核心企业上市。 文化部 2 月 28 日发布《“十二五”时期文化产业倍增计划》，拟实现“十	2012 年 3 月

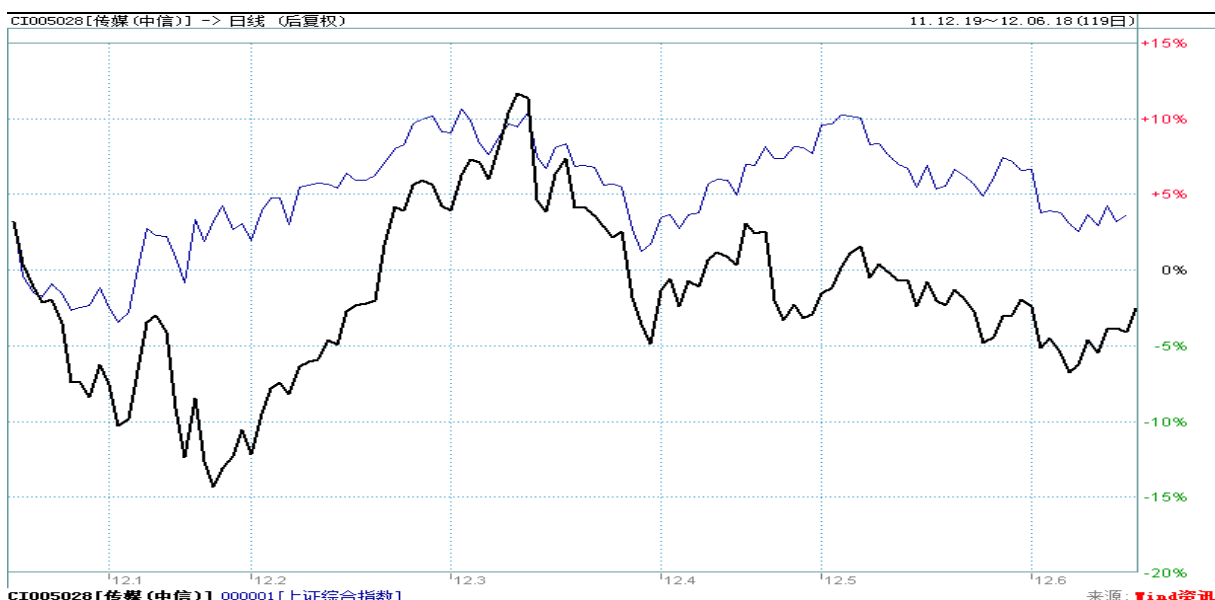
“十二五”时期(2010-2015 年)文化部门管理的文化产业增加值年均增速高于 20%，5 年至少翻一番的目标。将演艺、娱乐、动漫、游戏等 11 个重点行业列为文化部重点扶持对象，并从培育市场化主体、提升质量效益、9 大重点项目、6 大保障措施等方面提出详细计划，努力推动文化产业成为国民经济支柱性产业。

2012 年 3 月，《关于 2011 年中央和地方预算执行情况与 2012 年中央和地方预算草案的报告》中指出 2012 年中央财政在文化体育与传媒支出为 493.84 亿元，同比增长 18.7%。

资料来源：东北证券

2012 年上半年传媒板块整体跑输大盘，主要原因是 2011 年下半年政策密集出台后，行业大幅向上，随着市场热点转移，整个板块开始向下调整，再加上后续配套政策出台的速度和力度低于市场预期，导致股价进行了较大幅度的调整。

图 2： 2011 年 12 月至今中信传媒指数与上证综合指数表现



资料来源：Wind、东北证券

1.2. 基本面回顾：年报及一季报回顾

1.2.1. 样本选取

扣除 ST 类股票和借壳重组尚未完成的股票，我们选取样本公司共 51 家构建传媒互联网行业股票池和行业指数，并进行行业细分，样本列表及分类如下：

表 2：传媒互联网行业上市公司分类

细分行业	证券简称
互联网	百视通、三五互联、上海钢联、顺网科技、中青宝、生意宝、大智慧、同花顺、焦点科技、东方财富、腾邦国际、乐视网、三六五网、人民网
出版发行	新华传媒、中文传媒、长江传媒、天舟文化、出版传媒、大地传媒、凤凰传媒、中南传媒、皖新传媒、时代出版、方直科技
影视娱乐	奥飞动漫、中视传媒、华策影视、光线传媒、华谊兄弟、华录百纳
有线电视	电广传媒、东方明珠、广电网络、歌华有线、天威视讯、吉视传媒
广告营销	省广股份、蓝色光标、华谊嘉信、北巴传媒

报纸	浙报传媒、粤传媒、华闻传媒、博瑞传播
移动互联网	北纬通信、拓维信息、掌趣科技
相关设备及软件	捷成股份、数码视讯
文化演艺	宋城股份

注：方直科技主营业务为教育同步产品，与教材教辅类似，因此归入出版发行行业
 资料来源：东北证券

1.2.2. 2011 年年报及 2012 年一季报回顾

2011 年，由样本公司构成的传媒行业，营业收入同比增长 21.09%，归属于母公司所有者的净利润同比增长 12.97%。共有 36 家公司实现净利润正增长，16 家公司净利润负增长。业绩表现较好的细分行业包括：影视娱乐、出版发行、广告营销、产业链上下游相关设备；业绩表现靠后的细分行业为：互联网、移动互联网、报纸；有线电视行业利润增速较高，但排除广电传媒业务结构调整、天威视讯成本摊销结束等一次性因素影响后，整体业绩表现较为平淡。

2012 年一季度，由样本公司构成的传媒行业，营业收入同比增长 35.75%，归属母公司所有者的净利润同比增长 24.91%。共有 32 家上市公司实现净利润正增长，18 家上市公司实现负增长（长江传媒、人民网除外）。细分行业的基本面发展趋势延续了 2011 年的情况，产业链上下游相关设备、广告营销、影视娱乐、出版发行等细分行业表现最好；互联网、移动互联网、报纸等业绩表现较差；有线电视行业业绩表现平淡。

表 3：传媒互联网行业各子行业 2011 年关键财务指标综述

	营业收入 (万元)	同比增 长率(均 值)	净利润 (万元)	同比增 长(均 值)	2011 年 毛利率 (均值)	2010 年 毛利率 (均值)	2011 年期 间费用率 (均值)	2010 年期 间费用率 (均值)
互联网	540633.21	45.22	136779.34	17.39	71.56	74.76	40.85	40.20
移动互联网	79372.88	22.04%	14426.96	-20.32%	50.39%	55.97%	27.58%	21.96%
报纸	677472.52	7.57%	119791.80	1.78%	37.15%	31.07%	16.72%	15.93%
有线电视	1109658.31	-0.22	206787.61	15.82	35.15	32.59	21.76	18.57
广告营销	841866.19	86.05%	49525.40	71.16%	19.35%	25.91%	9.88%	13.80%
影视娱乐	462692.95	21.55%	82700.04	50.49%	43.79%	38.50%	11.69%	13.14%
出版发行	3260889.58	24.40%	344468.06	9.23%	29.96%	30.94%	19.29%	30.97%
相关设备	91272.73	42.75%	30824.69	46.46%	58.32%	54.93%	26.59%	25.20%
文化演艺	50453.22	13.44%	22221.86	36.44%	75.17%	76.28%	15.59%	21.33%

资料来源：Wind、东北证券

表 4：传媒互联网行业各子行业 2012 年 Q1 关键财务指标综述

	营业收入 (万元)	同比增 长率(均 值)	净利润 (万元)	同比增长 率(均值)	2012Q1 毛利率 (均值)	2011Q1 毛利率 (均值)	2012Q1 期 间费用率 (均值)	2011Q1 期 间费用率 (均值)
互联网	140740.75	49.75	26528.48	-15.30	70.21	72.76	45.99	44.22
移动互联网	14946.78	-3.85%	2365.59	15.82%	50.55%	51.79%	32.11%	33.85%

网								
报纸	141114.76	-4.39%	18033.30	-97.01%	37.04%	28.48%	18.60%	15.12%
有线电视	267769.13	25.94	42374.49	7.47	31.85	33.35	19.92	21.84
广告营销	215001.26	79.14%	11100.77	56.80%	21.86%	25.81%	12.43%	14.49%
影视娱乐	97758.02	32.97%	12498.65	55.82%	40.89%	39.79%	16.22%	13.10%
出版发行	933505.75	35.51%	103739.96	54.93%	31.99%	36.86%	17.95%	19.68%
相关设备	22957.01	14.63%	5503.33	-2.24%	56.34%	59.41%	29.22%	28.15%
文化演艺	7087.34	26.79%	4090.21	44.52%	60.30%	63.41%	17.40%	25.68%

注：人民网、吉视传媒、凤凰传媒、三六五网、光线传媒、华录百纳、掌趣科技等

新股几次新股个别数据未公布，计算均值时排除在外。

资料来源：公司公告、东北证券

1.3. 政策面回顾：改革不断深入

1.3.1. 文化体制改革的整体思路和路径

我国文化产业体制改革的过程也是文化产业不断受到重视、地位不断提高的过程。我国文化体制改革的思路大体上经历了以下几个阶段：

- 区分文化事业和文化产业（明确定义）
- 强调文化产业要面向市场
- 提出要形成大型文化产业集团
- 承认非公有制资本进入文化产业的合法性
- 提出重塑文化市场主体
- 强调文化建设的重要战略地位
- 明确文化产业为战略性新兴产业
- 确立文化产业为国民经济支柱性产业

表 5：中国文化体制改革进程和各阶段要点

时间	核心思想	政策内容
2002 年 11 月	区分文化事业和文化产业	中共“十六大”明确提出了“积极发展文化事业和文化产业”的战略决策，一方面明确区分了文化事业和文化产业，强调“发展文化产业是市场经济条件下繁荣社会主义文化、满足人民群众精神文化需求的重要途径”，并就文化事业和文化产业的发展路径分别作了阐述；另一方面，强调要“抓紧制定文化体制改革的总体方案”，并就文化的管理体制、文化生产经营机制、文化法制建设、文化市场培育等问题做了全面部署。
2003 年 6 月	文化产业特别是经营性文化产业必须面向市场	全国文化体制改革试点工作会议召开。会议就文化体制改革的重要性与紧迫性、基本原则、着力点、基本出发点、基本思路、工作方针等多个侧面阐述了搞好文化体制改革试点工作的基本要求，特别强调要树立与社会主义市场经济体制相适应的新的文化发展观，要深刻认识到在市场经济条件下，文化特别是经营性文化产业必须面向市场。

2003 年 10 月	区分公益性文化事业单位和经营性文化产业单位，形成大型文化企业集团	十六届三中全会明确把文化体制改革纳入完善社会主义市场经济体制的重要任务，进一步确定了深化文化体制改革的总体思路和目标，要求“按照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，逐步建立党委领导、政府管理、行业自律、企事业单位依法运营的文化管理体制”，对于公益性文化事业单位强调“要深化劳动人事、收入分配和社会保障制度改革，加大国家投入，增强活力，改善服务”，对于经营性文化产业单位则“要创新体制，转换机制，面向市场，壮大实力”。同时，提出要“健全文化市场体系，建立富有活力的文化产品生产运营体制。完善文化产业政策，鼓励多渠道资金投入，促进各类文化产业共同发展，形成一批大型文化企业集团，增强文化产业的整体实力和国际竞争力。依法规范文化市场秩序”。
2004 年 9 月	首次在中央文件里提出“深化文化体制改革”的命题	十六届四中全会把提高建设社会主义先进文化的能力作为加强党的执政能力建设的一项重要任务，在中央文件中第一次明确提出了“深化文化体制改革，解放和发展文化生产力”的命题。同时，伴随着构建社会主义和谐社会重大任务的明确提出，胡锦涛还特别强调要“通过文化建设来不断构筑社会和谐的精神支撑”。
2005 年 8 月	承认非公有制资本进入文化产业的合法性	国务院出台《国务院关于非公有制资本进入文化产业的若干决定》，对于非公有制资本进入文化产业有很强的导向性，有利于非公有制文化企业的持续快速健康发展。
2005 年 10 月	公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局	十六届五中全会在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》中，从推进社会主义和谐社会建设的角度，明确提出了要形成“两个格局”即“以公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局和民族文化为主体、吸收外来有益文化的文化市场格局”等目标，为我国“十一五”的文化体制改革指明了方向。
2005 年底	文化体制改革思想有了比较完备的理论形态	中央出台了《中共中央、国务院关于深化文化体制改革的若干意见》，成为深化文化体制改革的一个重要纲领性文件。《意见》分别就文化体制改革的指导思想、原则要求、目标任务作了全面的阐述，细致规划了文化事业单位改革、文化企业改革、文化领域结构调整、现代文化市场体系培育和健全宏观管理体制、加强文化体制改革工作领导的具体思路。中央的文化体制改革思想有了比较完备的理论形态。
2006 年 3 月	重塑文化市场主体	中央召开全国文化体制改革工作会议。会议要求要努力在“重塑文化市场主体”、“完善市场体系”、“改善宏观管理”、“加快转变政府职能”四个关键环节上实现新突破。
2006 年 9 月	明确影视制作、出版等九大重点发展的文化产业门类	《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》明确了影视制作业、出版业等九大重点发展的文化产业门类，提出了优化文化产业布局和结构、转变文化产业增长方式、培育文化市场主体等目标要求，并就推进经营性文化事业单位转制、推进产权制度改革加快国有文化企业公司制改造、培育文化产业战略投资者、鼓励非公有制资本进入文化产业、健全各类文化市场、完善人才培养选拔机制等问题进行了专门论述，进一步明确了加强文化建设、深化文化体制改革的方向。
2007 年 10 月	强调文化建设的重要战略地位	十七大从中国特色社会主义事业四位一体的总体布局的高度，强调了文化建设的重要战略地位，提出了“推动社会主义文化大发展大繁荣”的目标要求。

2009 年 7 月	文化产业已经上升为战略性新兴产业	2009 年 7 月 22 日国务院常务会议通过了《文化产业振兴规划》，明确提出要“通过深化文化体制改革，进一步解放和发展文化生产力，激发全社会的文化创造活力”，“充分发挥文化产业在调整结构、扩大内需、增加就业、推动发展中的重要作用”。这标志着文化产业已经上升为国家的战略性新兴产业。
2010 年 4 月	金融支持文化产业发展	中央宣传部、中国人民银行、财政部、文化部、广电总局、新闻出版总署、银监会、证监会、保监会等就部位联合发出《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》，鼓励扩大文化企业的直接融资规模
2010 年 10 月	深化文化体制改革	十七届五中全会在“十二五”规划建议中提出“深化文化体制改革，创新文化生产和传播方式，解放和发展生产力，增强文化发展活力”，“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”。“十二五”规划纲要进一步从加快推进公益性文化事业单位改革、深入推进经营性文化单位转企改制、完善现代文化市场体系、加快推进文化管理体制、建立健全国有文化资产管理体制和运行机制、加快完善版权法律政策体系等几个方面对下一阶段文化体制改革作了全面部署。
2011 年 11 月至今	推动文化产业成为国民经济支柱性产业	十七届六中全会，审议通过了《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》，提出中国将培养和打造一批有实力有竞争力的大型文化企业。 2012 年 2 月，《国家“十二五”时期文化体制改革和发展规划纲要》，对转企改制国有文化单位复制政策执行期限再延长 5 年；数字出版将成为文化产业发展重点；推进核心企业上市 文化部 2 月 28 日发布《“十二五”时期文化产业倍增计划》，拟实现“十二五”时期(2010-2015 年)文化部门管理的文化产业增加值年均增速高于 20%，5 年至少翻一番的目标。将演艺、娱乐、动漫、游戏等 11 个重点行业列为文化部重点扶持对象，并从培育市场化主体、提升质量效益、9 大重点项目、6 大保障措施等方面提出详细计划，努力推动文化产业成为国民经济支柱性产业。 2012 年 3 月，《关于 2011 年中央和地方预算执行情况与 2012 年中央和地方预算草案的报告》中指出 2012 年中央财政在文化体育与传媒指出为 493.84 亿元，同比增长 18.7%。 2012 年 3 月，温家宝在政府工作报告中指出“促进文化大发展大繁荣”是 2012 年主要任务之一，并将“积极发展新闻出版、广播影视、文学艺术和档案事业详细写进报告。

资料来源：东北证券整理

2. 发展潜力巨大，发展空间取决于政策松绑程度

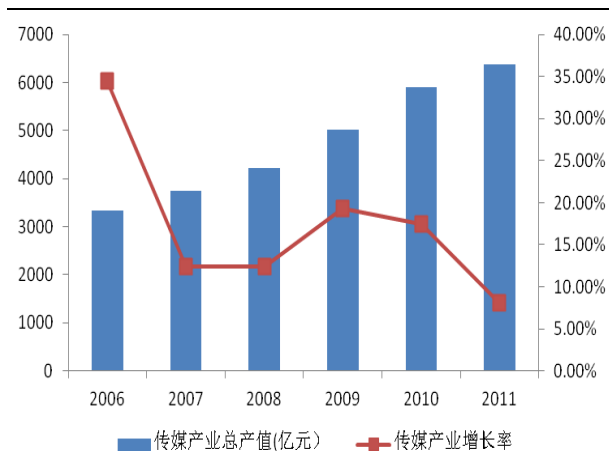
2.1. 仍处于快速发展时期，增长潜力巨大

2.1.1. 纵向分析：快速增长的朝阳产业

传媒产业总产值和文化产业增加值统计口径不同，但整体增速均快于同期 GDP 增速，说明我国文化传媒产业整体上仍然是处于快速发展期的朝阳产业。根据政策强调的“要推动文化产业成为国民经济支柱性产业”，我国文化产业增加值要占到 GDP 总量的 5%-6%，而根据 2010 年的数据，我国文化产业增加值占 GDP 的比重仅为 2.75%，要在“十二五”末达到 5% 的目标，意味着未来几年我国文化产业增加值

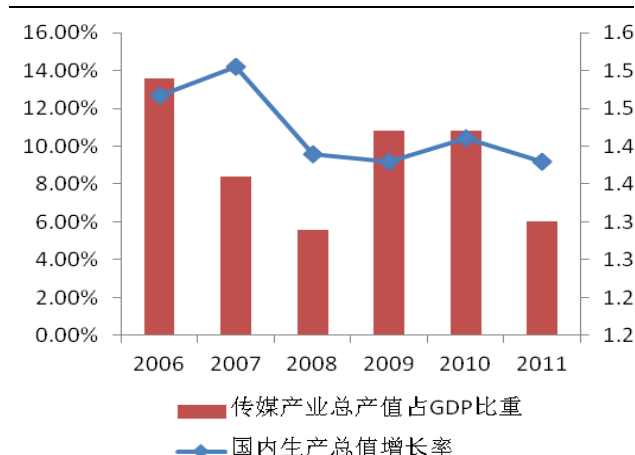
仍需保持 20%以上的年均增长速度。

图 3: 2006-2011 年我国传媒产业总产值变化



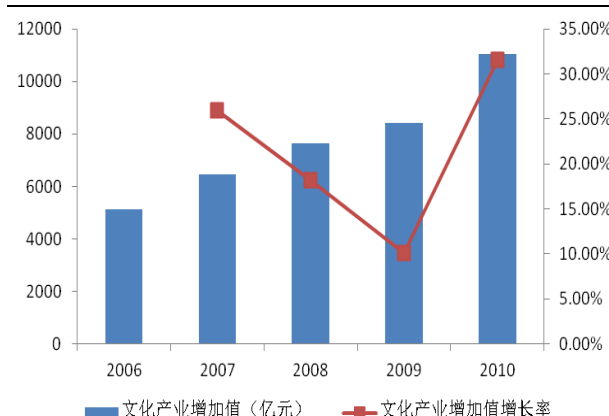
数据来源:《2012 年传媒蓝皮书》、国家统计局、东北证券

图 4: 2006-2011 年我国传媒产业总产值与 GDP



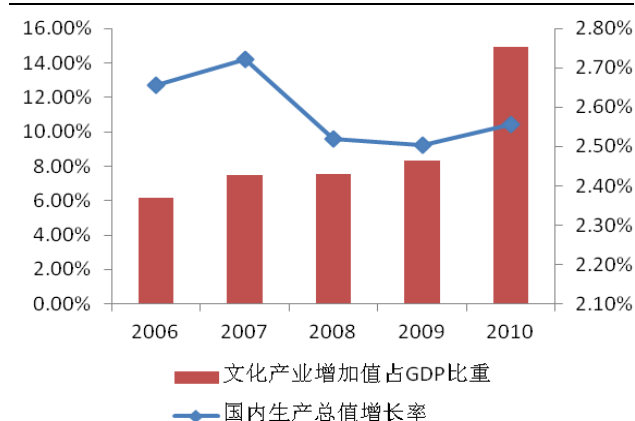
数据来源:《2012 年传媒蓝皮书》、国家统计局、东北证券

图 5: 2006-2010 年我国文化产业增加值变化



数据来源: 国家统计局、东北证券

图 6: 2006-2011 年我国文化产业增加值与 GDP



数据来源: 国家统计局、东北证券

2.1.2. 横向分析: 与日本相比仍有非常大差距

日本传媒产业从市场规模、市场成熟度来说都处于全球领先水平, 发展较为成熟。由于统计口径的区别, 我们仅以电视、报纸、出版、广告、电影、印刷等传媒产业主要子行业的产值加总做粗略比较。2006、2007、2008 年, 上述几项产值占日本全产业产值的比重分别为 3.07%、2.95%、2.78%。仅这几个子行业的产值占 GDP 的比重就高于同期我国传媒产业总产值和文化产值增加值占 GDP 的比重, 如果考虑到互联网、移动互联网和动漫等子行业的产值, 我国文化产业的差距更为巨大, 文化产业发展的天花板也还遥不可及。

表 6: 日本信息通信产业主要子产业市场规模和全产业市场规模 (单位: 十亿日元)

子行业	2006	2007	2008
广播电视 (公共广播、民营广电、有线电视)	3542	3621	3583
影像、声音文字信息制作业 (报纸、出版)	6192	6047	5788
信息通信关联服务业 (广告、印刷、电影院线、信息通信及其租赁)	20198	19901	18597

合计	29932	29569	27968
全产业	974956	1001807	1005079
三产业占全产业比例	3.07%	2.95%	2.78%

资料来源：《2011 全球传媒蓝皮书》、日本总务省撰《情报通信白皮书 2010》、东北证券

2.2. 政策“松绑”力度不够仍然是短期发展的主要制肘

目前，文化产业仍是受管制最多的行业之一，政策“松绑”力度有多大将直接决定文化产业的丰富性、多样化和市场空间。短期内，我国的分业监管、分地区监管和分所有制监管是束缚我国文化产业发展的重要制肘因素。

2.2.1. 分业监管

随着技术进步和消费需求升级，文化产业各细分行业之间业务交叉度越来越高，融合性越来越强，界限也越来越难以区分。以网络小说为例，作者在互联网连载小说，为网站经营者贡献点击率和广告收入，小说完成后实体出版商将其内容出版，后又改编成影视作品和游戏作品，最后作品中的主要人物和道具形象又被制作成各种衍生产品。整个过程贯穿了互联网、出版、影视、轻工各个行业，但在我国各细分行业是被不同机构监管，不同的监管机构共同监管交叉行业，容易产生空白地带或者出现重复监管的局面。比如 2009 年，文化部和新闻出版总署就曾因为网络游戏《魔兽世界》的审批权发生争执。在这种环境下，文化产业很难出现大的爆发。

2.2.2. 分地区监管

分地区监管直接导致了地方割据，难以形成跨地区的大型综合性传媒集团。出版行业和有线电视行业是最为典型的例子。

我国新闻出版行业体制改革相对来说走在最前列，主管部门的指导思想一直是鼓励各省出版集团跨地区发展，但自 2009 年以来，新闻出版行业基本上没有完成任何实质上的跨地区扩张，出版集团的跨地区扩张多为签订战略合作协议的方式，凤凰传媒对海南新华发行完成了收编也主要是由于标的规模相差太多，属于特例。分地区监管是导致新闻出版集团跨地域扩张进展缓慢的重要因素之一。

有线电视行业的情况更为严重，三网融合政策推广以来，有线电视行业第一要务是整合，但仅“一省一网”的省网层面的整合，就拖延至今仍未彻底完成。国家有线网络公司已经挂牌，预计由省网到国网的整合还将是一个比较漫长的过程。

2.2.3. 分所有制

当前，民营资本进入文化领域还是有很多的限制。比如民营资本至今未被许可进入互联网视听节目服务，国家广电总局 2007 年发布的《互联网视听节目服务管理规定》第八条提到，申请从事互联网视听节目服务的，应当同时具备以下条件：具备法人资格，为国有独资或国有控股单位，且在申请之日前三年内无违法违规记录。此外，民营资本也至今被禁入出版行业和新闻行业，不具备出版权和新闻采访权。

2.2.4. 改革方向明确，尚需政策加码

从十七届六中全会审议通过的《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》来看，我国文化体制改革进一步深化的方向是很明确的，政策导向是要逐步解决上述问题，鼓励行业融合、鼓励非公有制资本的参与、

鼓励跨地域发展，但要打破目前的僵局，仍需后续配套政策的进一步加码。

3. 主要子行业分析：质变一触即发，行业架构开始重构

3.1. 影视娱乐：繁荣背后暗藏危机

3.1.1. 电视剧行业进入调整年，价格将回归理性

3.1.1.1. 关键驱动因素分析

电视剧行业是需求拉动型行业，行业准入的壁垒不高，上游供给基本不受限制，因此行业整体增长主要取决于下游市场的需求。长期来说电视剧行业需求基本与国民经济发展阶段和国民收入水平相匹配。

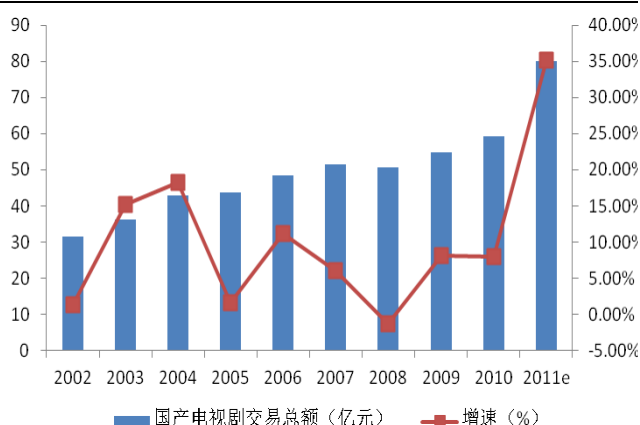
具体来说，电视剧行业的商业模式可以概括为“B2B2C”模式：电视剧制作机构→电视台、视频网站等渠道商→观众。其需求传导模式也是间接传递的，观众对电视剧的需求和偏好体现为电视台的收视率、视频网站的点击率，收视率和点击率再转化为相应的广告收入。因此影响电视剧行业需求的关键驱动因素是下游渠道的广告收入和议价能力。

3.1.1.2. 行业现状

(1) 市场规模持续增长

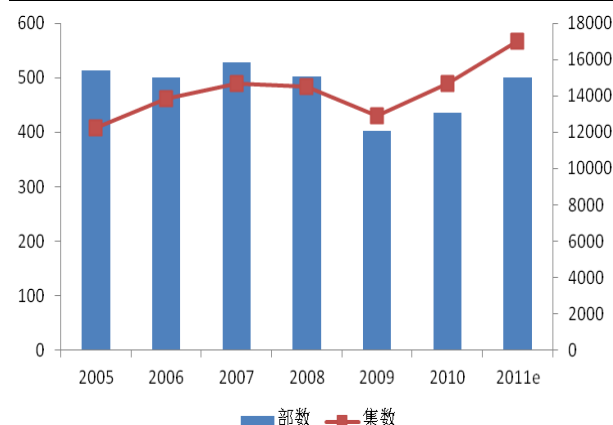
近十年来，电视剧行业市场规模持续增长，产量变化不大，部数基本稳定在每年400部以上，集数小幅增长，市场规模增长主要来自价格增长，而价格增长主要受益于传统渠道电视台的广告收入增长和省级卫视争夺收视率的激烈竞争。长期来看，视频网站、IPTV、互联网电视、互动电视等新媒体渠道将在电视剧市场需求中占据越来越重要的份额。2010-2011年电视剧版权价格大幅上涨就是由视频网站竞争加剧、对电视剧需求井喷引起的。

图 7：2002-2011 年国产电视剧交易总额



数据来源：广电总局、东北证券

图 8：2005-2011 年国产电视剧产量



数据来源：广电总局、东北证券

(2) 市场格局：十分分散、相对过剩

由于电视剧行业进入门槛低，行业内企业众多，直接导致市场集中度低和产品相对过剩的局面。

市场集中度低：

根据广电总局 2010 年许可发行资料统计，包括中央电视台、华录百纳、华谊兄弟、海润影视制作中心、华策影视在内的前五大电视剧制作机构，电视剧产量占全国总产量的比例按部数和集数统计分别为：11.69%和 11.10%。

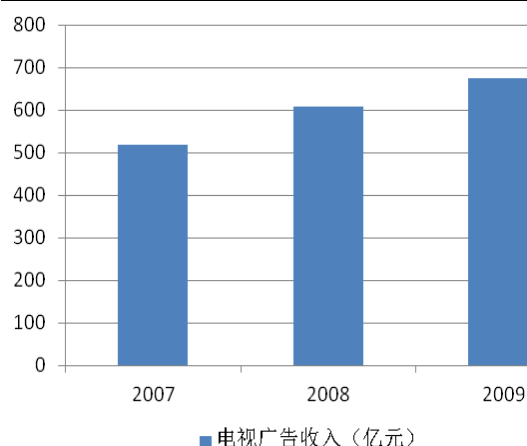
表 7: 2010 年我国前五大电视剧制作机构电视剧产量

制作机构	部数比例	集数比例
华录百纳	1.61%	2.03%
中央电视台	3.90%	3.13%
华谊兄弟	2.06%	1.91%
海润影视制作中心	2.06%	1.85%
华策影视	2.06%	2.18%
合计	11.69%	11.10%

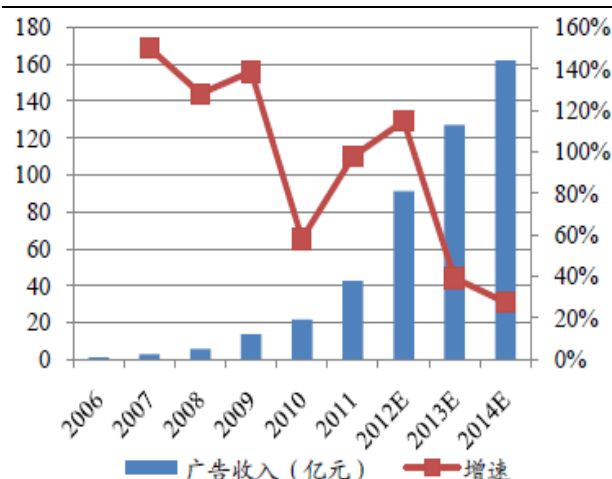
资料来源：华策影视招股说明书、东北证券

产品相对过剩：

整体来说电视剧市场处于总体供过于求，精品剧供不应求的状态。根据广电总局“2009 年中国电视剧播出和制作业务调查”发布的主要数据和结论，已取得发行许可证的电视剧，约有 17.4% 在 1-3 年内无法销售；仅有 50% 的电视剧能进入卫视综合频道黄金时段播出。

图 9: 2007-2009 年我国电视广告收入


数据来源：《中国广播电影电视发展报告》、东北证券

图 10: 2006-2014 年网络视频行业广告收入变化


数据来源：艾瑞咨询、东北证券

3.1.1.3. 趋势判断和预测：短期面临行业整理

2012 年下半年，我们预计电视剧行业景气度仍将保持下滑的趋势，行业调整和洗牌将加剧，主要原因是传统渠道电视台广告收入增速下滑和以视频网站为代表的新媒体渠道竞争格局变化。短期内，电视剧版权价格持续下滑已成定局。6 月 11 日-6 月 15 日的上海电影节也传递了行业景气下滑的同样信息，据报道实际电视剧成交低迷。另一方面，电视剧市场“供过于求”的程度在不断加大，根据 2012 年北京电视节目春季推介会的消息，全国影视公司向国家广电总局申请立项拍摄的电视剧数量已经达到 1040 部 33877 集，这样的制作量不仅创下历史新高也大大突破了业内关于 2012 年电视剧产量将达到 2 万集的预测。

由于电视剧采购有一定的提前性和计划性，因此预计今年 A 股电视剧行业上市公司业绩将不受太大影响，但 2013 年的增长情况不确定性还很大，难言乐观。

传统渠道：广告收入增速大幅下滑，政策变数增加不确定性

在没有新的频道出现的情况下，电视台对电视剧的整体需求数量和播出时间基

本是不变的，而电视剧采购价格的变化基本取决于电视台广告收入的变化。经过近十年发展，我国传统媒体广告收入高速增长阶段已经过去，整体行业增速基本与 GDP 增速变化一致。2012 年以来，随着市场对 GDP 增速预期的下降，媒体广告收入增速也相应放缓。根据 CTR 最新发布的中国广告花费数据，2012 年第一季度，中国传统媒体刊例广告同比增长仅为 1.4%，创近五年来新低。电视媒体虽然仍然强势，但广告刊例花费增幅较去年同期增长 17% 大幅回落至 1.9%。考虑到每年广告涨价的影响，实际广告收入下滑情况更为严重。

另一方面，电视剧市场并不是一个完全市场竞争的市场，政府主管部门对电视剧产业的政策调控和播出管理短期内不可能放松，这一点对电视剧传统渠道电视台影响尤其大。近两年来，广电总局连续出台的一系列“限娱令”、“限广令”以及对题材调控等一系列政策，对电视剧行业影响巨大。

新媒体渠道：竞争格局变化导致议价能力显著增强

2011 年，视频网站的激烈竞争推动电视剧网络版权价格从 10 万/集大幅上涨至 200 万/集，2012 年，视频网站的行业格局的巨大变化也直接导致电视剧网络版权价格大幅下跌至 30-40 万/集。3 月初土豆优酷合并之后，4 月腾讯视频、搜狐视频和百度旗下的爱奇艺三方达成协议，共同组建“视频内容合作组织”，实现资源互通、平台合作，在版权和播出领域展开深度合作，目前我国视频网站行业已初步形成“2（优酷+土豆）+3（搜狐、腾讯、爱奇艺）+1（乐视网）”的竞争格局，随着行业集中度加大，视频网站针对上游电视剧制作商的议价能力显著增加，电视剧网络版权价格下降势在必行。5 月 11 日，在新媒体市场版权及渠道占有率超过 80% 的盛世骄阳宣布将低价推出数千集独家剧目，降幅有望达到 30%。

短期内，电视剧网络版权价格下跌的趋势很难改变。

另一方面，从长期来看，新媒体渠道对电视剧行业的重要性将逐渐提升，对电视剧需求的拉动也将逐渐增加。积极的因素包括：网络视频行业广告收入仍在持续快速增长；有线电视的双向化改造拉动有线运营商对最新版权内容的需求；IPTV 的高速增长，将驱动电视剧版权采购的支出；互联网电视即将到来的快速发展也是拉动电视剧版权需求的积极因素；等等。

3.1.2. 电影行业：国产电影面临巨大挑战

3.1.2.1. 关键驱动因素分析

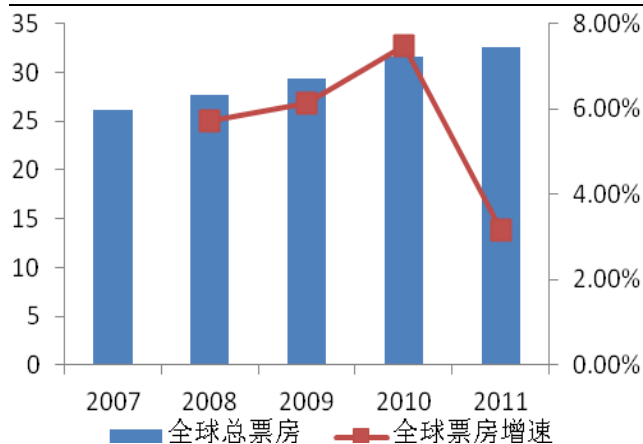
电影行业资金壁垒高于电视剧行业，但整体准入门槛同样不高。电影行业的经营模式为 B2C 模式，电影制作、发行公司通过电影票销售和电影版权销售取得收入，目前我国电影行业版权销售收入占总收入比例很低，票房是电影制作公司最重要的收入来源。从长期来看，国民收入增长和消费水平提高是电影需求增长的关键驱动因素，短期内，城市化率、影院和银幕数量等都是影响电影需求的因素。

3.1.2.2. 现状

（1）整体市场规模快速增长

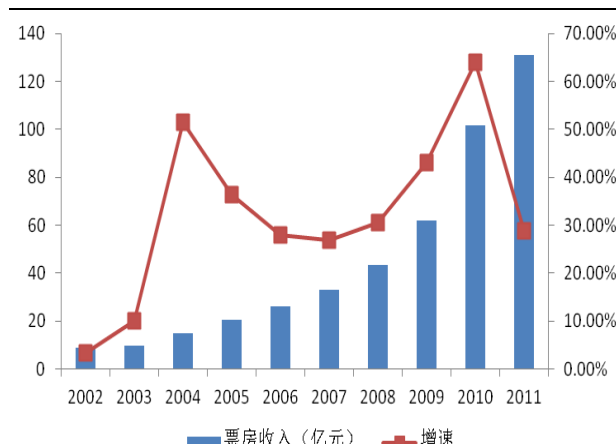
我国电影市场属于新兴市场，与美国等成熟市场相比，市场规模还很小，仍处于持续快速增长的阶段。2011 年，我国电影票房收入达 131.15 亿元，是 2004 年的近 9 倍，年复合增长率超过 36%；2011 年，全球电影票房收入约为 326 亿美元，比 2010 年增长了 3.16%，其中美国加拿大票房收入占总票房的近 70%。

图 11: 2007-2011 年全球总票房 (单位: 亿美元)



数据来源: 中国电影报、东北证券

图 12: 2002-2011 年中国电影票房收入



数据来源: 广电总局、东北证券

(2) 市场格局: 集中度高于电视剧行业

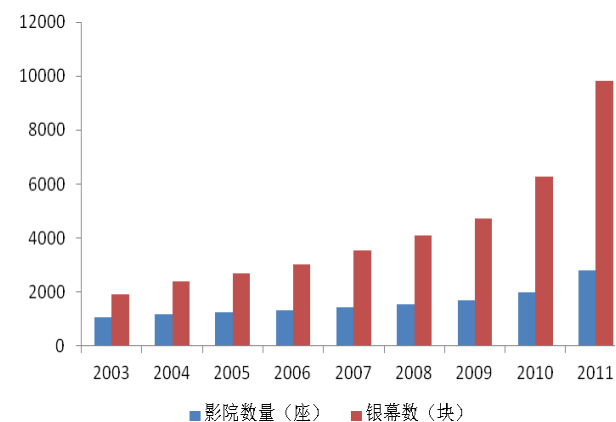
根据广电总局的数据, 2010 年国产影片产量共 526 部, 117 部影片得以上映, 其中票房排名前十的影片共收入 28.13 亿元, 占国产影片票房收入的 49.07%, 其中排名第一的《唐山大地震》票房收入共 6.73 亿元, 占比高达 11.74%。

3.1.2.3. 趋势判断和预测

(1) 增速将放缓

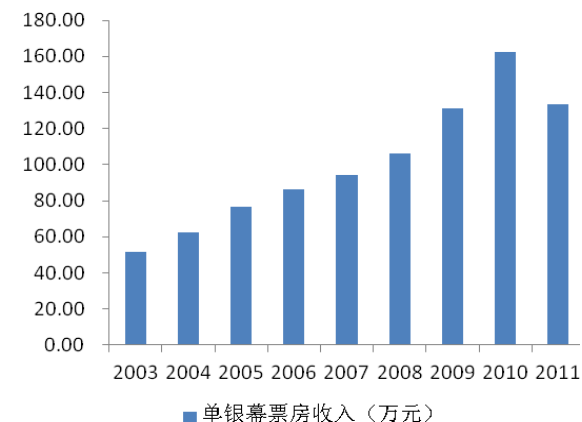
整体来讲我国电影市场仍处于成长阶段, 未来几年有望继续保持快速增长的势头, 但随着基数增大预计增速将逐渐减慢, 一个重要信号是: 2011 年, 电影院数和银幕数仍保持增长, 但单银幕票房收入首次出现下降, 这意味着银幕等反映在供给层面的增长超过了票房等反映在需求层面的增长。

图 13: 2003-2011 年我国影院数量和银幕数变化



数据来源: 广电总局、东北证券

图 14: 2003-2011 年我国电影单银幕票房收入



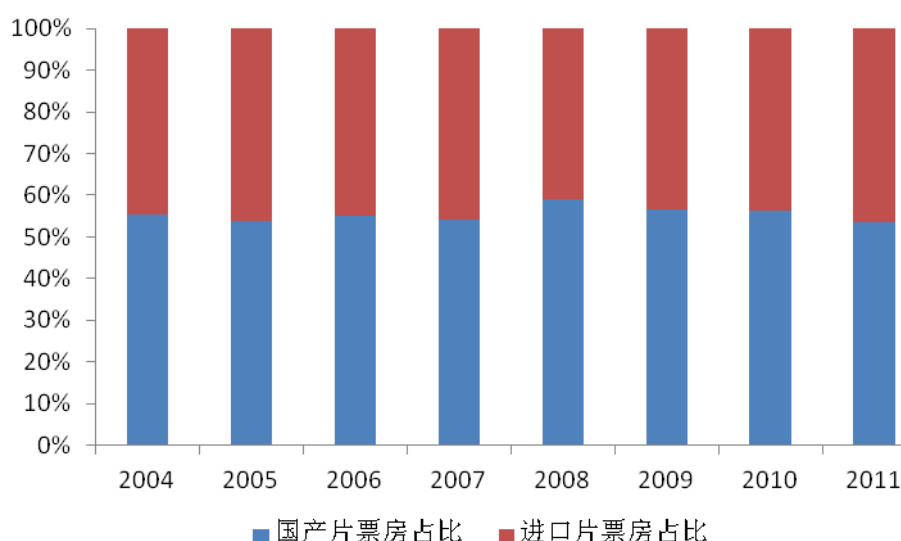
数据来源: 广电总局、东北证券

(2) 进口大片冲击加大, 国产片票房堪忧

整体票房收入增长的同时，国产电影票房市场份额自 2008 年持续下降，并且国产片单片盈利水平远低于进口片。2011 年，每年仅有 20 部海外分账电影的情况下，国产影片票房收入仅占总票房收入的 53.61%，国产片票房冠军《金陵十三钗》票房收入 4.67 亿元，仅能排在总票房榜的第四位。2012 年第一季度的数据同样如此，2012 年 1-3 月全国城市影院电影票房收入 37.17 亿元，其中国产影片票房收入 16.51 亿元，进口影片票房收入 20.66 亿元，国产影片票房第一名《大魔术师》取得票房收入 17377 万元，进口影片票房第一名《碟中谍 4》取得票房收入 67891 万元。

根据中美双方最新达成的协议，中国将在每年 20 部海外分账电影的配额之外增加 14 部 3D 电影或者是 IMAX 电影的配额，其分账比例也将由此前的 13% 提高到 25%。新增的 14 部海外电影对于单片盈利水平较低的国产电影来说，将是巨大的冲击。

图 15: 2004-2011 年国产影片票房占比变化



数据来源：广电总局、东北证券

表 8: 2011 年我国前十名国产影片和进口影片的票房收入对比

2011 年院线公司票房收入前 10 名国产影片			2011 年院线公司票房收入前 10 名进口影片		
序号	片名	票房收入 (万元)	序号	片名	票房收入 (万元)
1	金陵十三钗	46714	1	变形金刚 3	108285
2	龙门飞甲	41220	2	功夫熊猫 2	61711
3	建党伟业	42290	3	加勒比海盗: 惊涛怪浪	47627
4	失恋 33 天	35607	4	哈利·波特与死亡圣器 (下)	40441
5	新少林寺	21623	5	速度与激情 5	25775
6	窃听风云 2	21467	6	蓝精灵	25498
7	白蛇传说	21097	7	洛杉矶之战	22821
8	将爱情进行到底	19635	8	猩球崛起	20831
9	武林外传	18965	9	铁甲钢拳	14073
10	画壁	17805	10	青蜂侠	14029

资料来源：广电总局、东北证券

表 9：2012 年 1-3 月我国前十名国产影片和进口影片的票房对比

2012 年 1-3 月院线公司票房收入前 10 名国产影片			2012 年 1-3 月院线公司票房收入前 10 名进口影片		
序号	片名	票房	序号	片名	票房
1	大魔术师	17377	1	碟中谍 4	67891
2	喜羊羊与灰太狼之开心闯龙年	16473	2	地心历险记 2：神秘岛	38733
3	爱	13659	3	异星战场	22058
4	逆战	12938	4	大侦探福尔摩斯 2：诡影游戏	18643
5	我愿意	8531	5	战马	11733
6	八星报喜	8444	6	那些年，我们一起追的女孩	7683
7	桃姐	6783	7	快乐的大脚 2	5357
8	新天生一对	5262	8	晚秋	4532
9	大闹天宫（2011 版）	4935	9	王者之剑	4420
10	大追捕	4476	10	铁血精英	3339

资料来源：人民日报、东北证券

3.2. 广告营销

3.2.1. 关键驱动因素分析

广告行业的景气度整体来说与宏观经济密切相关，经历了发展早期的高成长之后，近五年来我国广告行业整体增速已经基本与 GDP 增速同步，GDP 增长成为广告需求增长的主要拉动因素。

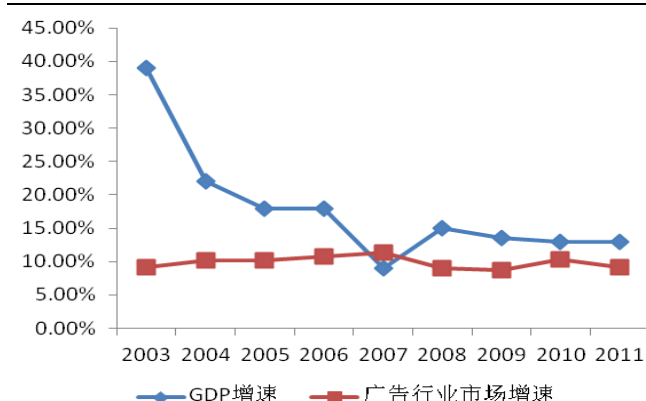
具体来说，企业营销支出是决定广告市场需求的直接因素。不同行业的广告投放策略以及比例与行业性质及其所处的发展阶段密切相关。目前来说，我国广告花费最多的五个行业分别为：化妆品/浴室用品、商业及服务型行业、食品、饮料、药品。

3.2.2. 现状

（1）新媒体对传统媒体的替代效应越来越明显

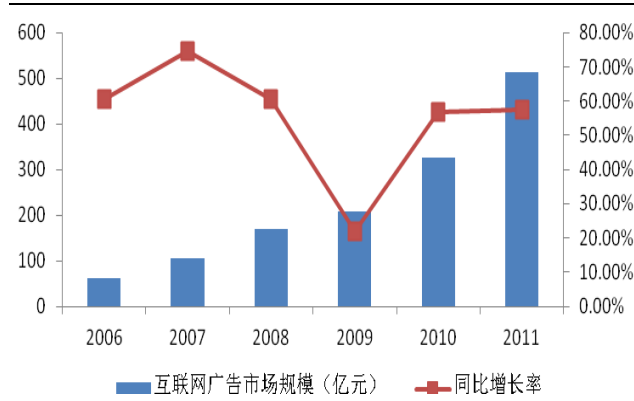
根据艾瑞咨询的数据，2011 年我国网络广告市场规模已经达到 511.9 亿元，较上年增长 57.3%，比报纸广告的 453.6 亿元高出了 58.3 亿元，网络媒体对于传统媒体的冲击越来越明显。

图 16: 2003-2011 年我国传统媒体广告刊例收入



数据来源: CTR、东北证券

图 17: 2006-2011 年我国互联网广告市场规模变化

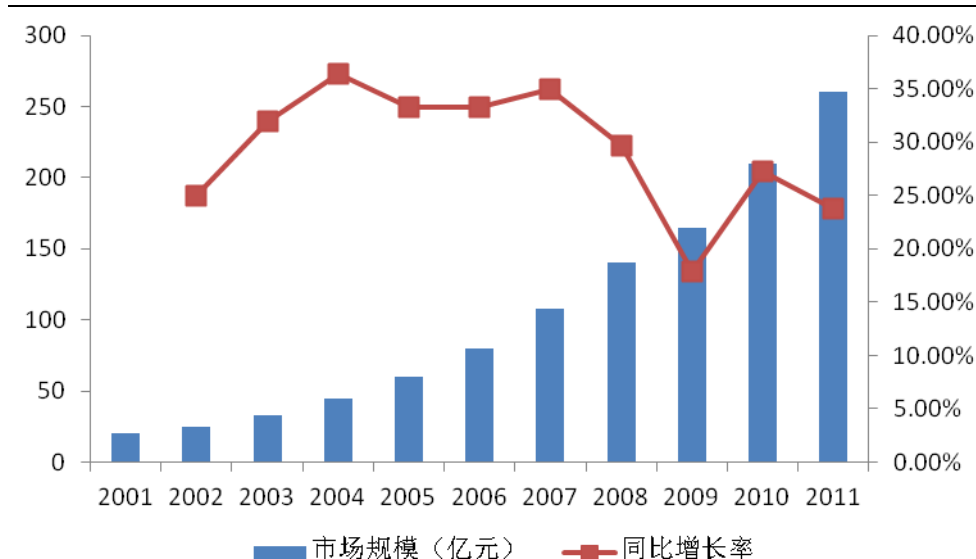


数据来源: 艾瑞咨询、东北证券

(2) 公关行业快速增长

我国公关行业增速快于广告行业整体增速，根据中国公关网的数据，2011 年我国公共关系服务市场营业规模约为 260 亿元人民币，年增长率为 23.8% 左右，市场前五位行业分布为汽车、IT、快速消费、医疗保健和金融，与去年保持一致，市场份额分别为 32.9%、11.9%、11.2%、6.9%、3.9%。

图 18: 2001-2011 年我国公关行业市场规模变化



资料来源: 中国公关网、东北证券

3.2.3. 趋势判断和预测

2012 年我国 GDP 预期低于 2011 年，因此广告市场整体增长幅度预计也将下降。根据 CTR 的数据，2011 年我国传统广告市场的刊例花费同比增长 12.9%。根据 CTR 最新发布的中国广告花费数据，2012 年第一季度，中国传统媒体刊例广告同比增长仅为 1.4%，创近五年来新低；互联网广告业受到宏观经济下滑拖累，增速也同比放缓，但整体增速预计仍将高于传统媒体；公关行业基数较小，仍处于高速增长阶段，且与宏观经济关联度稍弱。

3.3. 平面媒体：出版行业依然持续，报纸衰退已经有迹可循

3.3.1. 3.1 出版

3.3.1.1. 关键驱动因素分析

时至今日，传统出版行业已经非常成熟，英国、德国等传统出版强国纷纷陷入衰退，传统出版市场不断萎缩。我国出版行业由于行业垄断和审批制度的存在，基本保持稳定增长的趋势，并将在未来一段时间继续保持目前的发展趋势。

3.3.1.2. 现状：

(1) 增长缓慢

根据新闻出版总署的统计数据，2005-2010 年，我国图书定价总额年复合增长率达 8.16%，新华书店系统及出版社自办发行单位的出版物销售总额年复合增长率约为 7.36%，其中中小学教材及教参销售的年复合增长率约为 4.50%，大中专教材、业余教育及教参的年复合增长率约为-12.96%，出版社数量从 573 家增加到 581 家。

表 10：2005-2010 年我国图书出版行业概况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR
图书定价总金额 (亿元)	632.28	649.13	676.72	791.43	848.04	936.01	-
YoY	6.60%	2.67%	4.25%	16.95%	5.68%	10.37%	8.16%
出版社数量(家)	573	573	578	579	580	581	
YoY	-	0.00%	0.87%	0.17%	0.17%	0.17%	0.28%
新华书店系统及出版社自办发行单位 出版物总销售额 (亿元)	1229.81	1290.94	1366.67	1456.39	1556.95	1754.16	-
YoY	8.70%	4.97%	5.87%	6.56%	6.91%	12.67%	7.36%
中小学教材及教参 销售额(亿元)	462.26	481.91	466.19	488.12	497.03	576.07	-
YoY	7.75%	4.21%	-3.26%	4.70%	1.80%	15.91%	4.50%
大中专教材、业余 教育及教参	101.81	102.72	119.21	125.80	129.81	50.87	-
YoY	20.14%	0.90%	16.05%	5.53%	2.90%	-60.81%	-12.96%
其他出版物销售额 (亿元)	665.74	706.31	781.27	842.47	930.11	1127.22	-
YoY	-	6.09%	10.61%	7.83%	10.40%	21.19%	11.11%
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%	8.12%

资料来源：新闻出版总署、东北证券

(2) 教材是最重要的品种之一

根据新闻出版总署的数据，2010 年，我国课本出版种数占图书总出版种数的 20.75%，课本印数占图书总印数的 46.79%，课本印张占图书总印张的 44.59%，课本总定价金额占图书总定价金额的 33.85%。

表 11: 2010 年我国课本出版占图书出版总量的比例

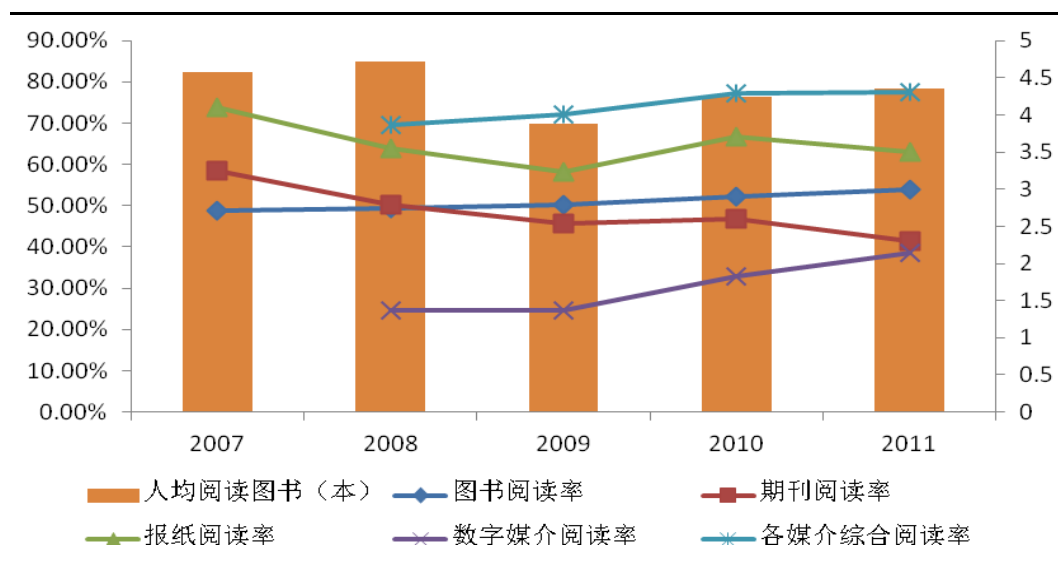
内容	种数(种)	总印数(亿册)	总印张(亿印张)	定价总金额(亿元)
中小学课本	8701	27.81	185.15	178.88
中专课本	5037	0.67	8.73	13.14
大专及以上课本	43029	3.52	61.17	97.07
业余教育课本	3782	0.32	4.50	8.75
扫盲课本	5	0.00	0.00	0.00
教学用书	7591	1.21	10.83	19.01
课本总计	68145	33.55	270.38	316.86
图书总出版	328387	71.71	606.33	936.01
课本出版占图书总出版的比例	20.75%	46.79%	44.59%	33.85%
中小学课本占图书总出版的比例	2.65%	38.79%	30.54%	19.11%

资料来源: 新闻出版总署、东北证券

(3) 图书阅读率开始回升

根据第九次全国国民阅读调查结果, 2011 年我国人均阅读图书、报纸和期刊分别为 4.35 本、100.70 期(份)、6.67 期(份), 年人均阅读电子书 1.42 本, 18-70 周岁国民包括书报刊和数字出版物在内的各种媒介综合阅读率为 77.6%, 同比增长 0.5 个百分点。其中, 图书阅读率同比增加了 1.6 个百分点, 网络在线阅读人数比 2010 年增加了 11.1%, 人均每天上网时长为 47.53 分钟, 比 2010 年增加了 4.8 分钟; 而报纸和期刊阅读率则有所下降。

图 19: 2007-2011 年中国国民阅读情况概述



资料来源: 中国新闻出版研究院组织实施的历次全国国民阅读调查

3.3.1.3. 趋势判断和预测

整体来说, 由于行业结构和行业准入政策, 未来一段时间我国出版行业还将保持稳定缓慢的增长速度, 同时随着行业改革的深化, 将逐渐向更集中、更开放、数字化程度更高的方向发展。

政策引导集中度进一步加强，但是区域垄断的割据局面短时间内难以打破。

经过上一轮的行业整合，我国出版发行行业已经基本形成了稳定格局，在政策方向和力度不变的情况下，我们认为目前这种区域垄断的地方割据局面还将维持一个较长时期，已有出版集团间的收购兼并很困难。民营出版目前整体规模都还很小，因此出版集团的整合主要考虑国有经营单位。整合的对象可能有两种：独立存在的出版社、其他地区的出版发行集团。剩余未整合的出版社基本都是大学出版社或者是国有机关附属出版社，背景过硬，盈利状况较好。跨地区收购别的出版发行集团，已经成功收购的案例中，只有凤凰收购海南是股权收购，其余基本都是战略合作，实质意义不大。本质上是由于各区域出版集团各自为政，传统业务基本以中小学教材教辅为核心利益，业务差异化不大，除了个别由于所在地区人口基数小、经济发展水平落后所以经营规模较小的出版发行集团之外，剩下的出版发行集团基本都在谋求上市，很难被收购。另外仍然存在非常市场化因素，需要审批、监管等政策方面制约，各地方出版发行集团本身就是地方政府的产业，与各地教育部门等有千丝万缕的联系，很多政策保护方面的因素。

对民营资本的进一步开放

早在 2005 年，国务院出台的《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》中，就提到了引导非公有制资本进入文化产业；2010 年，《关于进一步推动新闻出版产业发展的指导意见》首次对于非公有资本如何参与新闻出版产业进行了详细表述，即引导和规范个体、私营资本投资组建的非公有制文化企业以内容提供、项目合作、作为国有出版企业一个部门等方式，有序参与科技、财经、教辅、音乐艺术、少儿读物等专业图书出版活动。

目前我国民营出版企业的限制主要在于不能申请书号资源，只能采取与国有出版企业合作经营或者直接购买的方式获取书号资源，但在图书发行方面，受到的法律规定方面的限制较少，未来随着文化体制改革进一步深入，民营资本有望获得更多的“松绑”。

数字化转型是必然趋势

一方面，新媒体的蓬勃发展给传统的出版行业带来巨大冲击，移动互联网的发展和各种阅读终端的出现，更是已经使阅读与纸的关系不大；另一方面，传统的以教材教辅为核心的出版发行业务增长缓慢甚至有衰退的危险：这使得数字化转型成为出版企业必须面对的压力。

但是，就目前的情况来看，我国出版企业的数字化转型可能是个漫长过程，主要原因有二：其一，还没有完善的盈利模式，到目前为止，国内大部分出版社还没有找到适合自己出版资源的数字出版形态，还没有开发出适合互联网需求的数字出版产品，还没有建立起自己的数字出版产品的销售渠道，没有实现赢利但是到目前为止，国内大部分出版社还没有找到适合自己出版资源的数字出版形态，还没有开发出适合互联网需求的数字出版产品，还没有建立起自己的数字出版产品的销售渠道，没有实现赢利；其二，对教材教辅业务的垄断经营没有打破，传统出版企业仍能维持目前盈利水平。

3.3.2. 报纸

3.3.2.1. 关键驱动因素分析：

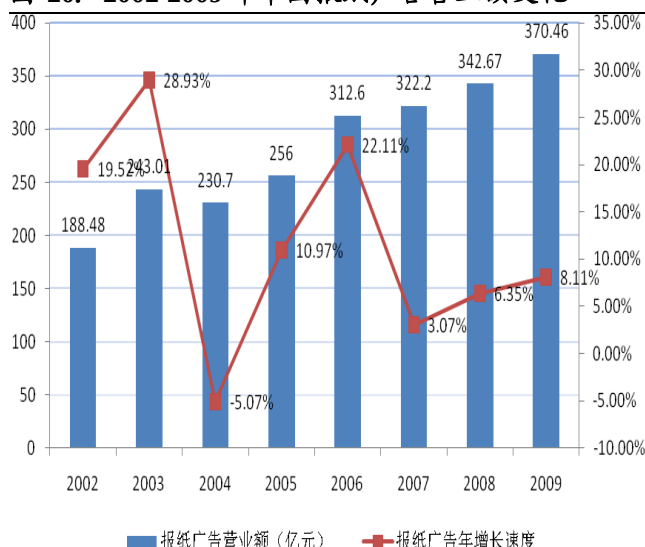
我国报纸行业主要收入来源仍是广告。如前所述，广告与宏观经济景气度密切相关，GDP 增速下滑对报纸广告影响巨大；另一方面，以报纸为代表的传统媒体受以互联网为代表的新媒体替代效应明显，互联网广告快速增长的同时，报纸广告增长乏力。

3.3.2.2. 行业现状

增长缓慢，受新媒体冲击显著。

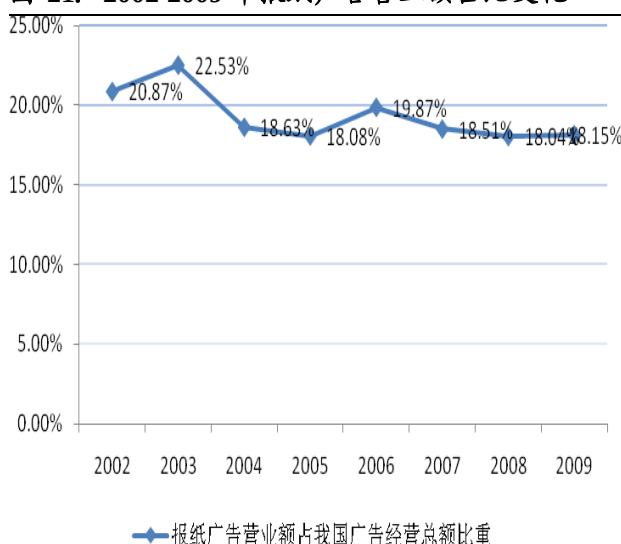
2007 年以来，我国报纸广告营业额增长速度明显放缓，但仍保持增长，2007-2010 年年复合增长率约为 5%。另一方面，报纸广告占我国广告经营总额的比重持续下降，从 20% 左右下降到 18% 左右。随着媒体环境日益复杂，越来越多的人选择通过手机、互联网等新媒体进行阅读，广告主的广告投放预算也随之大量分流，报纸的生存空间日益受到挤压。

图 20: 2002-2009 年中国报纸广告营业额变化



数据来源：国家工商总局、《现代广告》、东北证券

图 21: 2002-2009 年报纸广告营业额占比变化



国家工商总局、《现代广告》、东北证券

3.3.2.3. 趋势判断和预测

2012 年对报纸行业将是艰难的一年。根据 CTR 的数据，2012 年第一季度，报纸广告收入同比下降 6.3%，是所有传统媒体（电视、杂志、电台、户外、报纸）中唯一下降的。报纸广告最主要的收入来源包括房地产、商业在内都面临困境，导致广告投放额度大幅缩减。房地产调控导致开发商纷纷紧缩广告投放，根据我们调研的情况，地产广告下降幅度普遍在 40% 左右；另一方面，随着传统零售向电子商务转型，以苏宁、国美为代表的商业企业在纸质报纸的广告投放也都在减少。

预计随着整体经济形势好转和房地产市场回暖，2012 年下半年，报纸广告有望触底回升，但实现增长仍然比较艰难。

4. 投资策略：看好出版和广告营销，攻守兼备

4.1. 行业增速及估值分析

我们选取各子行业 2010、2011 年连续两年的净利润增速和 2011 年、2012 年市盈率作为指标分析各自行业估值和投资价值。

连续两年净利润增速在 20% 以上的子行业有四个：广告营销、影视娱乐、文化演艺、相关软件及设备，其中 2012 年市盈率最低的两个子行业为广告营销和相关软件及设备，其次为文化演艺行业。

政策预期方面，我们预计下半年不会再有重大行业政策变化。

结合政策预期、估值和行业基本面综合来看，下半年我们看好出版行业和广告营销行业的组合：出版行业业绩稳定可靠，估值水平下调风险不大，是较好的防御板块；广告营销行业业绩持续高速增长且估值水平偏低，股价上涨空间较大。

4.2. 投资建议：推荐蓝色光标、中南传媒、宋城股份

在具体公司的选择方面，我们参考上面对细分行业的分析，重点推荐蓝色光标、中南传媒和宋城股份。

蓝色光标：

- 公关行业仍然保持高速增长，内生业务增长强劲；
- 新收购公司开始全面并表，并有承诺业绩作为保底；
- 持续外延并购预期。

中南传媒：

- 出版发行行业龙头，业绩增长稳定、不确定性较小；
- 与华为合作成立天闻数媒进军数字出版，转型步伐走在行业前列；
- 估值优势明显。

宋城股份：

- 宋城景区和杭州乐园景区游客人数和人均消费持续增长保障本地业绩增长；
- 异地扩张项目将于今明两年陆续开业；
- 持续异地复制有望带来 3-5 年高成长期。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760