



2011.08.26

周期弹性下降后买什么（I）

策略札记

 **张晗**
 021-38676675
 zhanghan@gtjas.com
 编号 S0880511010055

本报告导读：

- 经济弹性下降
- 传媒股的机会

摘要：

我们认为未来经济的周期弹性将会下降，相应地，股票市场的结构和弹性将系统性变化。

- 劳动力成本将持续上升，资源与环保价格也难以下降，低价工业化难以为继。海外经济再次陷入危机，但国内拉动内需的传统方法，基础设施和房地产面临通胀和融资的硬约束。国内将依靠社会保障逐步完善，提高收入促进消费，以及发展新兴产业对冲。
- 这将导致传统周期资本品弹性下降，这些行业处于景气高点，未来将过渡到平稳增长期，估值始终保持低位，只有超跌后的交易性机会。
- 主要的投资方向是新兴的可选消费及一些新兴和高端制造业，我们将在这一系列报告中详细分析。

本次分析传媒的投资机会

- 文化产业大发展阶段临近，从美国历史看，娱乐支出与票房收入与宏观相关性不大。
- 中国电影行业正在进入第二轮景气周期，增长动力则主要来自二三线城市荧幕数和上座率的增长。
- 华谊兄弟最为受益，光线传媒的网络价值最大。

策略研究团队

钟华
 021-38674602
 zhonghua008457@gtjas.com

时伟翔
 021-38674603
 shiweixiang007983@gtjas.com

张晗
 021-38676675
 zhanghan@gtjas.com

陈思翀
 021-38674878
 chensichong010546@gtjas.com

江亚琴
 021-38674622
 jiangyaqin008083@gtjas.com

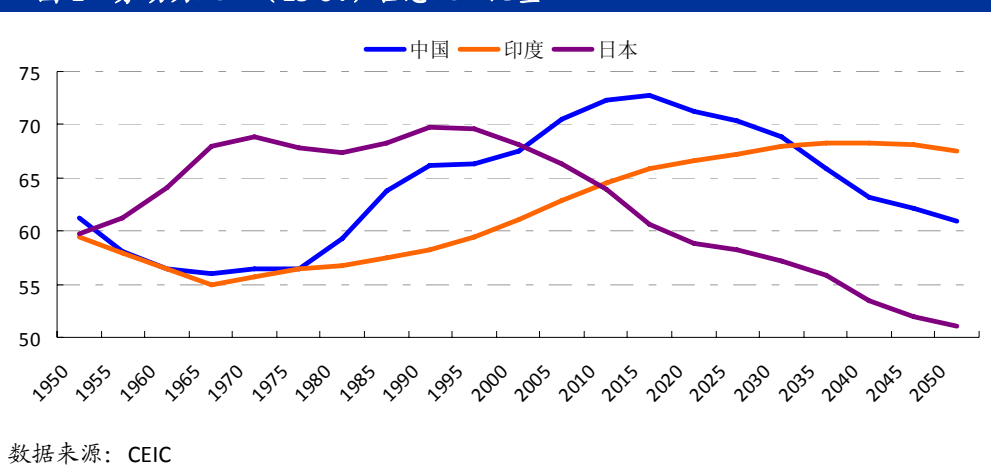
相关报告

经济弹性中枢下降

中国原有发展模式主要基于廉价获取资源进行工业化与城市化。但现在这样的模式面临越来越大的阻力。对此，宏观团队在《退一步海阔天空》（2011/6/19）中有详细阐述。

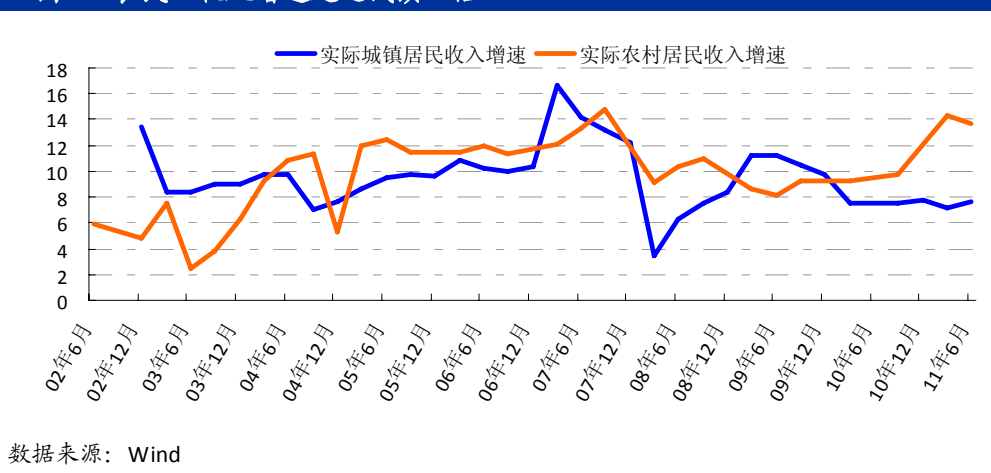
中国劳动力人口占比将在 10-15 年达到高峰，随后一路下降，类似的是，日本达到这一高峰的时间发生在 90-95 年，之后也一直下降。人口年龄结构的压力将使得低价工业化难以为继。

图 1 劳动力人口（15-64）占总人口比重



同时农民工收入增速在 10 年以来超过城镇居民收入增速 2 倍，城乡两元结构所扭曲的劳动力成本正在起着很大的变化。所以，支持低价工业化的低廉劳动力成本已经不复存在。

图 2 农民工收入增速超过城镇 2 倍

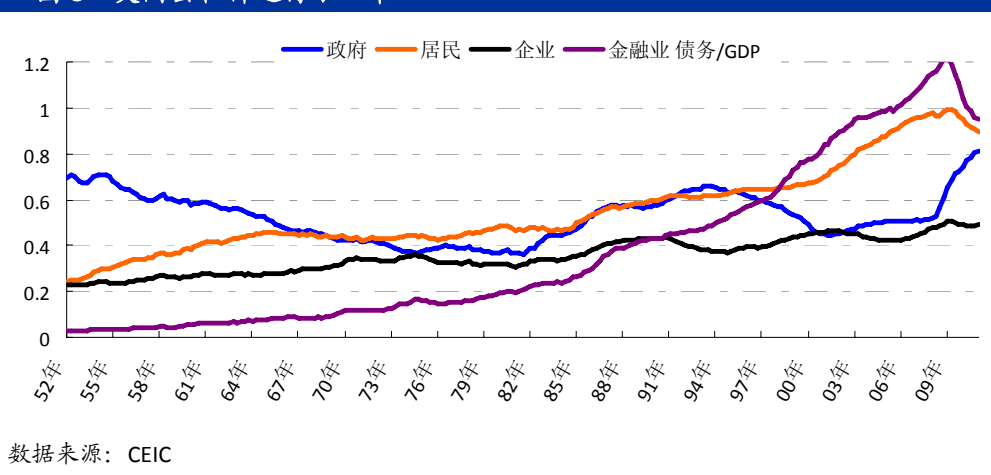


低价工业化另一基础，低廉的资源价格，也开始被削弱，一方面，大宗商品价格因为全球央行竞争性贬值而将维持高位，另一方面，因为社会压力，国内环保成本将会持续上升，例如大连 PX 项目停产搬迁。

为什么是现在？

美国与欧洲如今的债务危机打断了通过将私人部门杠杆转移到公共部门的做法，也就是说欧美必须要经历整体去杠杆这一过程。现在美国居民部门的债务占 GDP 比重从 09 年 1 季度的 100% 下降为 89%，但距离 20 年的均值 77% 仍有一半。而政府部门的杠杆从 50% 上升到 80%，财政收缩将在 12 或者 13 年对美国经济产生负面作用。正如我们在《风险消退大半》中所说，美国经济这轮复苏力度偏弱，未来数年将保持低位。欧洲与其他新兴经济体也面临衰退，例如泰国 2 季度 GDP 环比 -0.8%。

图 3 美国去杠杆进行了一半



在 08 年遭遇信用危机时，本届政府启动内需，但偏重于基础设施建设，并加快城市化。但城市化是高价，也就是需要社会保障和基础设施的大投入，城市化第一阶段是基础设施的投资，第二阶段核心支出是社保，从国际经验看，社保支出是城市化的最大支出，我们现在已经开始面临第二阶段的问题。再次面对外围经济的减速甚至一些不稳定，启动内需恐怕将逐步落脚于城市化的第二阶段，增加社会保障支出，因为诸多基建投资面临资金与通胀的硬约束。例如 09 和 10 年地方政府所有收入（包括预算内外、土地出让和发债）均在 12 万亿左右，其中土地出让金和发债占 35% 左右。

图 4 08 年内需靠的是基建，现在靠什么

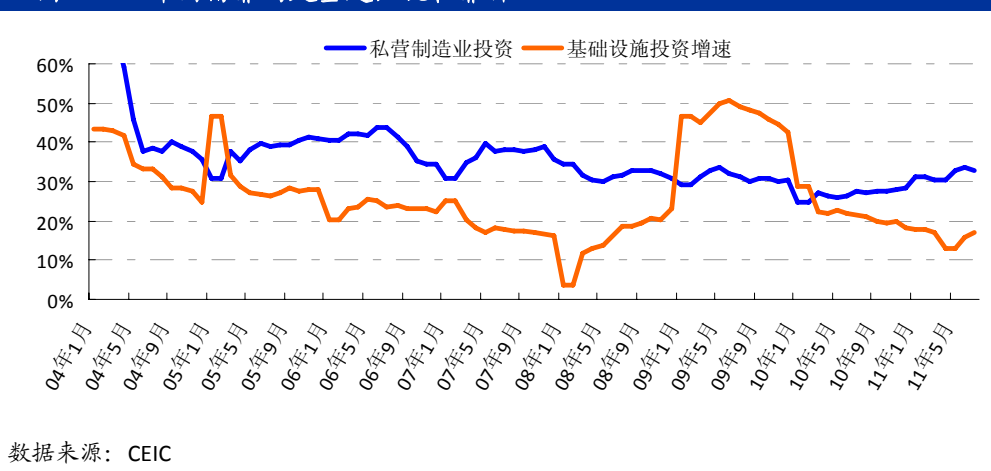
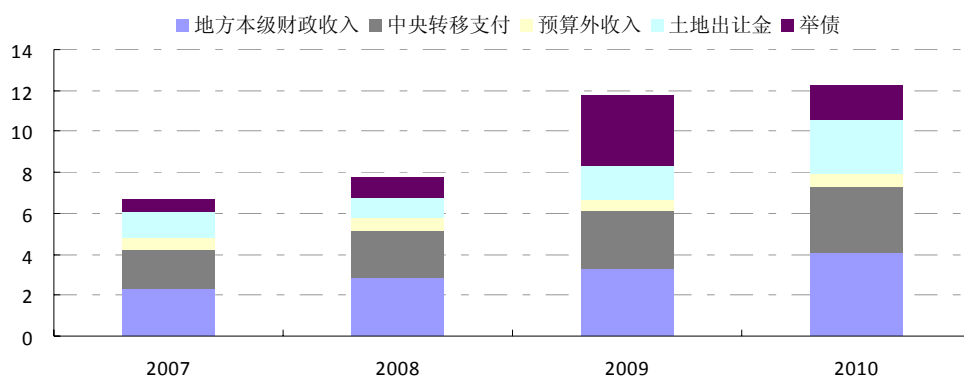
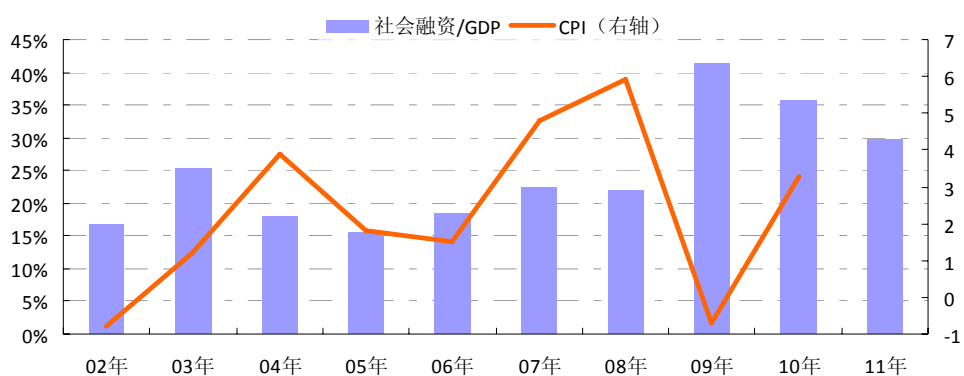


图 5 地方政府收入来源



数据来源：Wind

图 6 通胀与融资的硬约束



数据来源：Wind

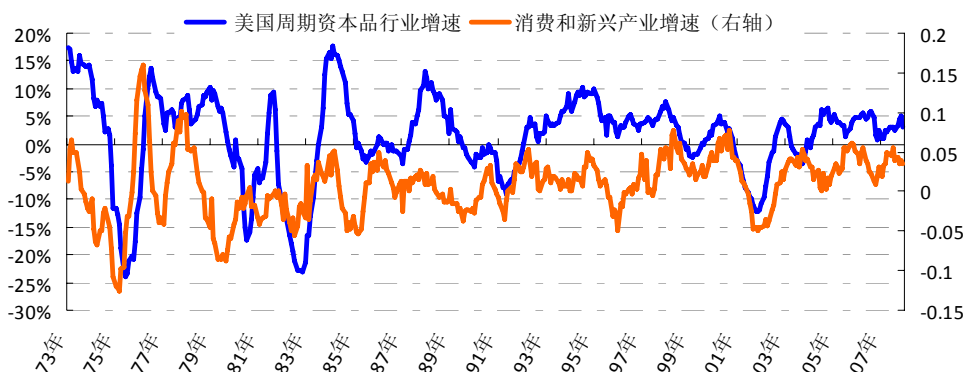
但这样导致了中央-地方-企业的目标函数不一致，并且福利赶超容易陷入中等收入陷阱，折中的方法就是新兴产业快速发展，例如 80%以上的省份把物联网作为支柱产业。尤其是在地方政府陆续换届之后，一些新兴产业的十二五规划也相继出台，对新兴产业的投资必然加大。不过由于传统工业占 GDP 比重高达 40%多，经济重心的转换势必带来增速下台阶。

并且更为重要的是，传统周期资本品行业的弹性也将出现下降。美国在 80 年代转型之后，整个周期资本品的弹性大大下降，而当时的新兴产业和消费品弹性保持或有所增强。

所以，未来投资品种的选择将不再是基于经济周期推导出的强周期品行业，这些行业的弹性来自于两个方面：供需弹性，以上分析说明未来这块弹性是下降的；货币弹性，因为通胀中枢的上升，以及土地及资源的资本化速度降低，未来出现货币高速增长的可能性很低。

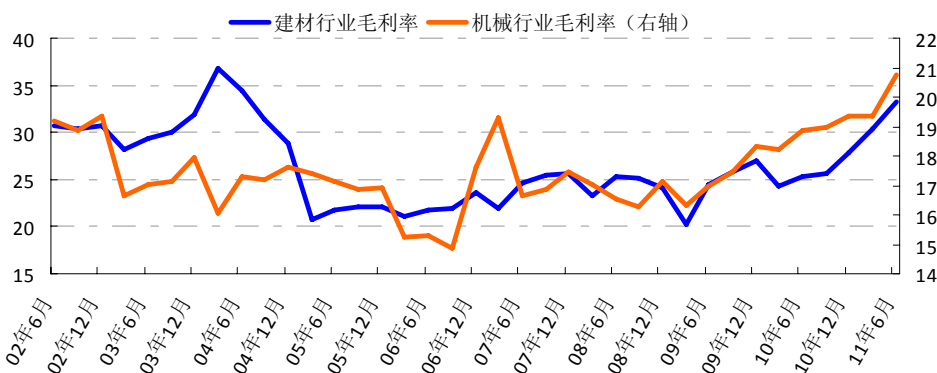
并且，一些周期资本品行业处在景气高位，未来景气再抬升的概率下降，而投资者也更加担忧景气下滑，而不是预期景气抬升。我们认为这类行业存在一些超跌之后的交易性机会，但不是中期布局的方向。

图 7 美国股票与利率同步，类似于 98-03 年



数据来源：Wind

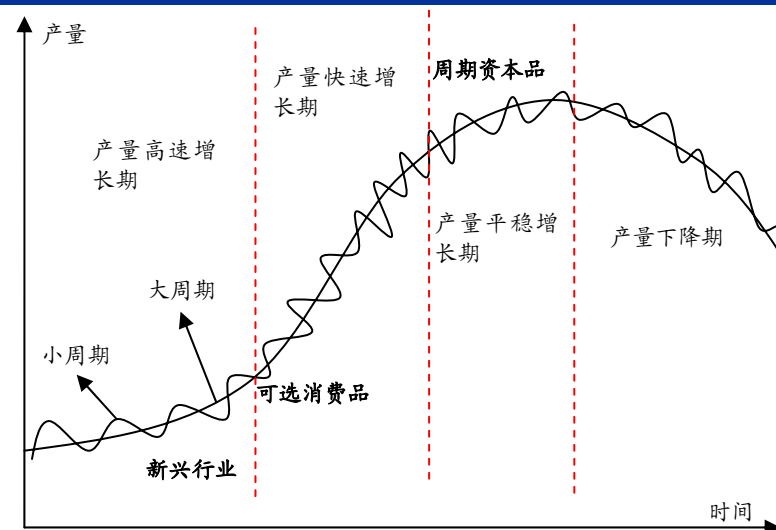
图 8 一些传统周期行业景气高位



数据来源：Wind

从产品的生命周期看，在经济弹性下降，增速下台阶之后，多数周期资本品将进入平稳增长期，依据国外经验，给予估值 10 倍左右。而一些新兴的可选消费品和制造行业可能是经济弹性改变之后投资的方向，股票市场的弹性方向也变化了。

图 9 产品生命周期



数据来源：国泰君安研究所

我们将在这一系列报告中分析周期弹性下降后，投资机会的具体方向。

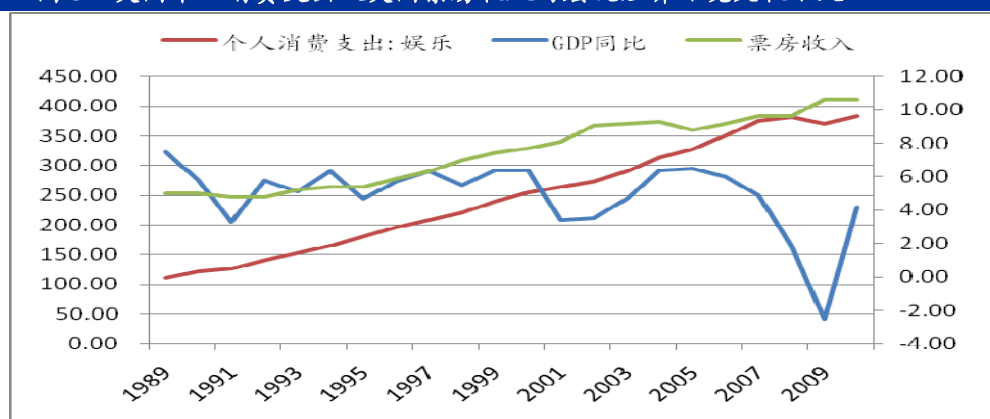
传媒股的投资机会

■ 文化产业的大发展阶段已经临近。

我国“十二五”规划，第一次提出：“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”。而同时，我国正处于经济转型期，从工业化后期转向后工业化，消费升级，即消费在目前的经济环境下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。另一方面，在经济的变革期，政府也必须为社会的稳定寻找对冲措施。政府会通过文化、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。

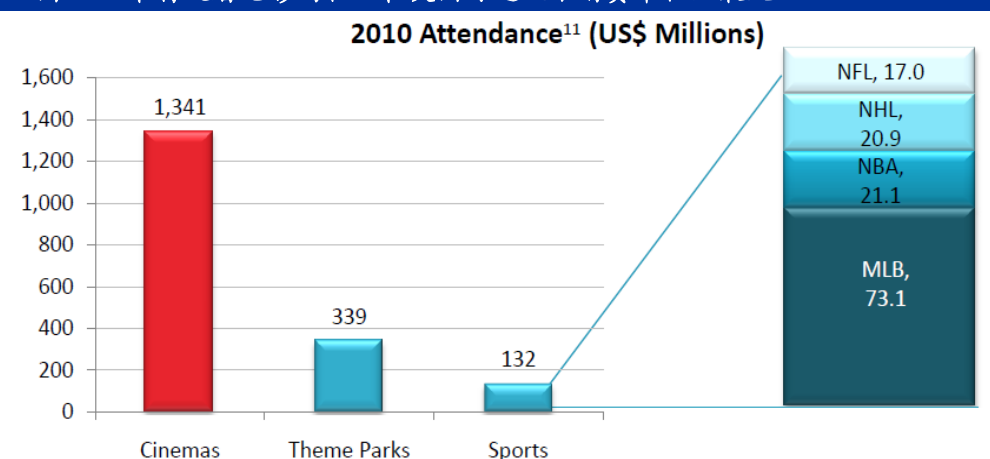
观察美国电影票房市场，可以发现，个人消费的娱乐支出和美国票房收入与宏观经济环境关联度不大，即使在金融危机的年份，美国电影票房收入也保持了增长的势头。特别是在 09 年，虽然个人消费支出略有下降，但票房收入却买入百亿时代。一方面由于电影票支出在家庭娱乐支出中占比较小，另一方面 2009 年以阿凡达为代表的 3D 数字电影，在新的电影感官感受推动下，逆势增长。

图 9 美国个人消费支出及美国票房收入与宏观经济环境关联不大



数据来源：美国电影协会

图 10 来自观看电影的收入在美国可选娱乐消费中占比最大



数据来源：美国电影协会

■ 中国电影行业正在进入第二轮景气周期。

2009 年，美国电影市场总规模为 415.25 亿美元。从目前中美数据比较可以看出，我国电影市场规模与美国差距明显，市场规模相差 26.37 倍。如果假设 2016 年我国到美国的市场规模（根据人口基数及大众消费增长计算），我国电影市场规模年复合增长率应该达到 60%。

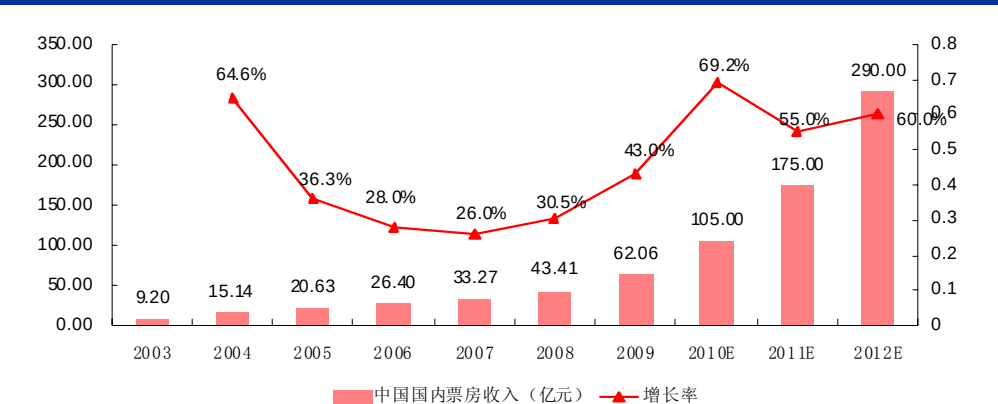
表 1 09 年中美电影市场规模比较

	电影市场总规模	电影总票房收入	本土电影票房收入
美国	414.25 亿美元 (估计值)	246.75 亿美元 (估计值)	98.70 亿美元
中国	106.62 亿元	89.76 亿元	62.06 亿元
相差倍数	26.37	18.61	10.77

数据来源：中汽协、国泰君安研究所

根据统计和分析，我们认为，影视行业的大发展阶段以 2004 年为起点，在这之前，一方面由于院线少，大剧院模式是主流，另一方面，可供大众观赏的作品少，内容不丰富，影视业处于不温不火的状态，从 2004 年开始，随着影院的大量出现，国外大片的引进速度加快，内容丰富，影视行业迎来了 5 年多的景气周期，因此，我们将 2004-2009 年划分为我国影视行业的第一轮景气周期。在此期间，虽然经历 08-09 年阶段的金融危机，但电影票房仍然维持了 30% 以上的增长速度，其增长动力主要来自一线城市荧幕数和上座率的增长。

图 11 我国电影票房预测



数据来源：中国电影市场报告

第二轮景气周期，我们预计将出现在 2010-2016 年，这轮增长动力则主要来自二三线城市荧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），其带来的增长速度将更快、增长周期更长，此轮增长

是二三线城市大众不断升级的消费需求带动的，因此，我们认为其受外围宏观环境的影响将更小。

■ 电视剧行业因单集售价的增长带来行业的上升空间

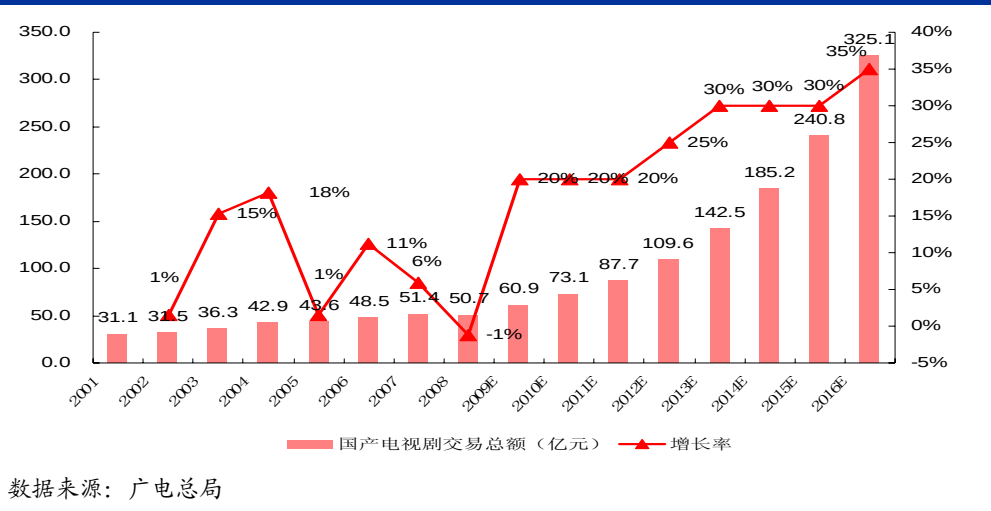
虽然目前国内电视剧发行数量趋于饱和，但是精品剧集仍是稀缺品种，抢播精品剧，是各大电视台提高广告收入、拉动收视率和提升频道品牌的重要手段。随着各地方卫视电台近年来的不断壮大发展，随着广告收入的增加，其购买力也大幅增加，2011 年，央视、安徽卫视、江苏卫视等纷纷要加大 11 年的购剧预算，预算增幅至少在 30% 以上。我们预计地方电视台这种发展迅猛的趋势将持续至少 5-10 年，将成为未来电视剧市场收入增长的主要动力之一。而与国际电视剧制作成本和售价相比，我国电视剧单集制作及售价都仍有巨大的增长空间。

表 2 主要电视台广告收入

电视台	2011 年广告收入 (E)
央视	招标创 126 亿元新高
湖南卫视	约 50 亿元
江苏、浙江、安徽等	超过 20 亿元
其他 10 多家	超过 10 个亿元

数据来源：广电总局

图 12 国产电视剧交易总额预测



综上，我们认为，随着我国经济步入转型，文化产业的大发展阶段已经来临，大众消费的增长和升级，内容为王的时代已经悄然到来，我国的电影、电视行业将迎来新一轮高增长周期，虽然宏观经济环境面临不确定性，但是以大众消费爆发带动的需求，受其影响不大。

行业研究员认为，在整个文化行业中，华谊兄弟公司是集电影、电视剧的制作、发行、艺人经纪三大业务为一体的影视娱乐企业。电影占公司营业收入比重为 56%，是收入与利润的第一大来源，06 至今公司投资拍摄的电影票房收入屡创新高，近两年复合增长率 93%。同时我们注意到电视剧已经成为公司稳定的收入来源，06-08 年公司电视剧收入复合增长率高达 111%，精品电视剧的推出直接提升公司盈利水平，为公司未来进行大成本商业电影的摄制提供保证。公司拥有 76 名

签约艺人，是国内经纪公司中签约艺人数量最多的一家。

在今后，公司将在 11 年大力制作推出精品电视剧集，12 年也将是其电影制作的大年，同时，由于其在终端渠道电影院线的布局，将在 13 年迎来高增长期，我们认为，在 12 年后能够开始进入年复合增长率 60% 的高速成长期，是文化产业大发展进程中，最为受益的公司之一。

光线传媒，采用的盈利模式是通过大量优秀的节目这一稀缺资源换取地面电视台广告，间接掌握地方电视台网络资源，而这张网带来的广告收入增长是惊人的。

以代表综艺类节目《中国娱乐报告》为起点，他已经成为国内最大的电视节目制作机构，同时也成功打造了以节目联播网为渠道的媒体运营平台。在以内容为王的时代，公司现有的工业化的电视节目生产模式，使其不仅拥有向中央以及地方卫视提供娱乐节目的能力，同时通过其节目联播网综合发行，是在提供了内容丰富的节目的同时，创造了强大的节目覆盖率。王牌节目制作+发行网络，是其核心的竞争力。广告满档率的提升，节目供应量的增加及网络覆盖范围的扩大是支撑其未来业务增长的重要动力。

作者简介:**张晗:**

执业资格证书编号: S0880511010055

电话: 021-38676675

邮箱: zhanghan@gtjas.com

解静 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110120073

电话: 010-59312730

邮箱: aaariel@gmail.com

本公司具有中国证监会核准的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		