

把握外延扩张和抗周期投资机会

——传媒行业 2009 年度投资策略

分析师:

刘月平, CFA

☎ 0755-83515203

✉ lyp@cgws.com

要点:

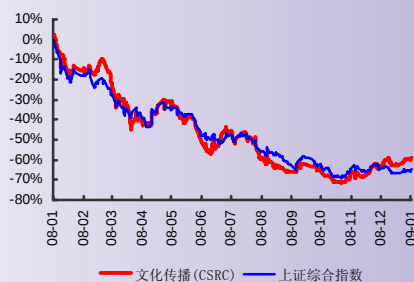
- **行业体制改革和经济减速是影响传媒行业 09 年发展的主要因素。**体制改革影响行业上游产业链（内容），经济周期影响行业中下游产业链。由于传媒公司业务的相对垄断性，其对经济减速具备天然的防御性。子行业中，抗经济周期性最强的板块依次是有线网络、出版、广告代理。传媒行业发展空间来自于上游业务体制突破和下游的衍生消费品开发。
- **出版业 09 年展望：**尽管中小学教材改革导致垄断利润逐渐减少，依赖于大中专课本和一般图书增长，09 年图书出版定价和销售仍有望持续低速增长，批发和城市零售仍占主导地位。作为文化体制改革的先行者，09 年出版行业体制改革将全面展开，其对资本市场的影响主要体现在三个方面：资本市场传媒上市公司数目增加，有利于传媒公司的充分定价；鼓励跨地域、跨媒体合作的政策导向将打开上市公司成长的空间；体制改革有利于上市公司持续享有税收优惠政策。
- **报业 09 年展望：**（1）报纸经营状况好转，印数和销量 09 年有望低速增长，而纸张成本较 08 年下降 10% 左右，09 年报业将受益于 08 年报纸市场整体提价；（2）由于报纸广告最大的客户是房地产行业和商业服务业，且其首选的媒介广告形式都是报纸广告，使得报纸广告与宏观经济的周期性特征并不明显，09 年报纸广告增速将出现地域性分化。
- **有线网络 09 年展望：**（1）全国数字电视整体转换加速，推动因素包括基本收视费提价且到期有望延续的政策支持、机顶盒单价下降和降息都将减轻运营商的资金压力；（2）借助资本和股份的力量，09 年全国省级网络整合进程加快，但付费数字电视业务仍难以形成规模化发展。
- **电视广告 09 年展望：**尽管电视广告受宏观经济的周期性和自身的波动性影响，但主要广告客户的弱周期性决定了电视广告的周期性特征并不显著，09 年央视广告招标依然强势增长，预计电视广告媒体 09 年将出现分化，强势电视媒体的广告受经济减速影响小。
- **行业评级和投资策略：**基于行业的防御性和外延式扩张机遇，我们上调传媒行业的投资评级为“谨慎推荐”。09 年行业投资的基本策略是立足子行业，精选个股。子行业中，我们给予出版业和有线网络“谨慎推荐”的投资评级，给予广告业“中性”的投资评级。我们推荐的个股顺序是：博瑞传播（推荐）、电广传媒（谨慎推荐）、时代出版（谨慎推荐）、广电网络（谨慎推荐）、新华传媒（谨慎推荐）。

投资评级：谨慎推荐（上调）

重点公司盈利预测及评级

股票简称	08EPS	09EPS	08PE	09PE	投资评级
博瑞传播	0.47	0.56	27	23	推荐
电广传媒	0.19	0.29	78	52	谨慎推荐
新华传媒	0.44	0.41	32	34	谨慎推荐
歌华有线	0.32	0.25	34	43	中性
东方明珠	0.15	0.1	50	76	中性

行业表现



相关报告

传媒行业 粗放型的外向扩张——传媒 2008 年中报汇
总点评 2008 年 9 月

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



正文目录

一、传媒行业格局与盈利模式分析	3
(一) 传媒行业格局与发展	3
1、传媒行业继续增长	3
2、广告营业额平稳增长	3
3、传媒上市公司业绩增速趋缓	4
(二) 传媒上市公司的产业链与盈利模式分析	5
1、传媒上市公司的盈利模式分析	5
2、体制改革和经济周期对传媒行业的影响	6
二、平面媒体 09 年展望	6
(一) 出版业 09 年展望	6
1、出版定价和销售持续低速增长	6
2、新闻出版行业的发展	8
3、图书出版体制改革：文化体制改革的先行者	10
4、出版行业上市公司 09 年展望	12
(二) 报业 09 年展望	12
1、报纸经营：受益于 08 年报纸市场整体提价	12
2、报纸广告：09 年增速将出现地域性分化	14
3、报业上市公司 09 年展望	15
三、广电媒体 09 年展望	17
(一) 有线网络 09 年展望	17
1、全国数字电视整体转换加速	17
2、省级网络整合全面推进	18
3、增值业务缓慢发展	19
4、有线网络上市公司 09 年展望	20
(二) 电视广告 09 年展望	21
1、电视广告的周期性特征并不显著	21
2、电视广告 09 年出现分化，央视广告强者恒强	22
3、电视广告相关上市公司 2009 年展望	23
四、传媒行业 09 年投资评级和投资策略	25
1、行业投资评级	25
2、2009 年度行业投资策略	25



一、传媒行业格局与盈利模式分析

（一）传媒行业格局与发展

1、传媒行业继续增长—出版业份额最大，有线网络收视费增速最快

根据《中国传媒产业发展报告》，2007年中国传媒行业总产值4811亿元，同比增长13.6%。各板块中（见图1），图书出版所占份额最大，达到25%，移动媒体和电视广告份额次之。就增速而言（见图2），图书出版和电视广告的增速较低，增长幅度为5%-7%，拉动传媒行业07年总产值增长的驱动力量来自于新媒体（18%增速）、有线网络收视费增长（29%增速）和报业广告（23%增速）三个因素，其中，新媒体业务和有线网络收视费两项业务有望持续增长。

图1：中国传媒产业2007年各板块构成

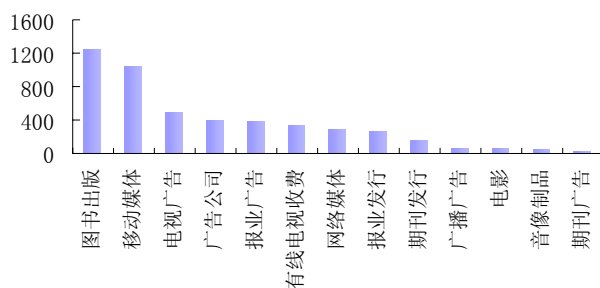
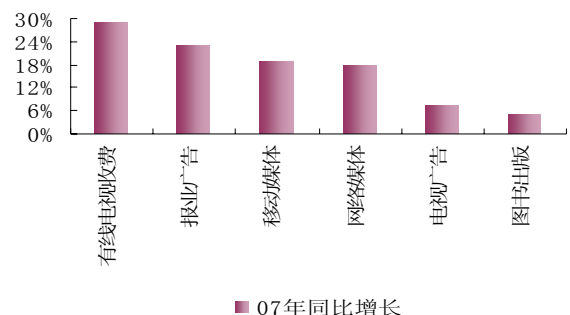


图2：传媒子板块07年增速

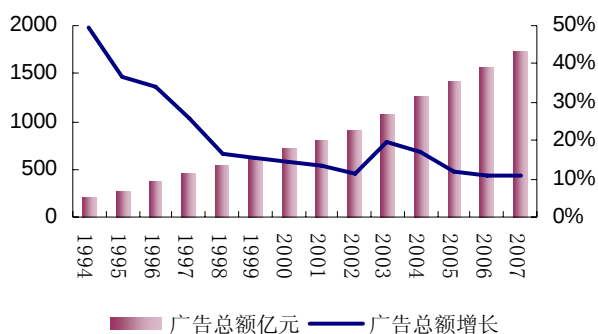


数据来源：《中国传媒产业发展报告》，长城证券研究所

2、广告营业额平稳增长—电视广告份额占绝对优势

广告是传媒行业主流的盈利模式。自1998年开始中国广告营业总额从高速增长阶段进入到平稳增长阶段。近10年中国广告总额的增长一直维持在十几的增速（见图3），超过全球广告总额的5%-6%的增速。2007年中国广告营业总额达到1741亿元人民币，在全球广告市场排名第五（见图4）。从广告媒介来看（见图5），随着互联网和商务楼宇等新型媒介的兴起，传统媒介的广告营业额占比微幅下降，但电视广告仍以74%的比例占据绝对优势，报纸广告额占比次之，达到13.5%，其他媒介的广告份额占比仅为个位数。从广告花费的增速上来看（见图6），电视广告增速最为平稳，2008年前三季度的增速（14%）较07年12%的增速稍有上升，报纸广告在经历三年的低迷后于08年前三季度增速达到20%，户外广告自07年开始受整顿影响增速下降，08年前三季度下降幅度达到20%。展望2009年，经济减速背景下广告主对投放媒体的选择更为谨慎，电视媒介作为传统媒体的主流媒介，凭借对核心受众的高覆盖率预计仍占据市场份额首位，而新媒体则会出现分化，预计广告投放精准、规模优势明显的新媒体受到经济减速的影响较小，而需后续融资支撑以及未具备规模优势的新媒体将受到明显冲击。由于新媒体在整个广告市场占的比例不太高，故经济减速从根本上不影响媒体格局和广告市场的格局。

图 3: 中国广告总额及增速



数据来源: 国家工商统计局, 实力传播, 长城证券研究所

图 4: 全球主要广告国家 2007 年市场规模排名

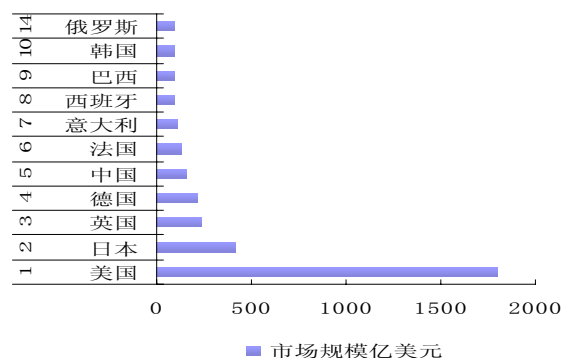
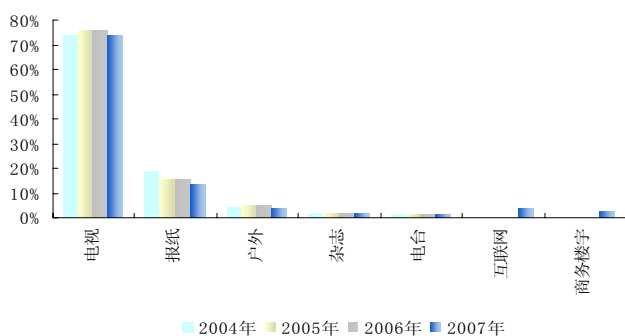
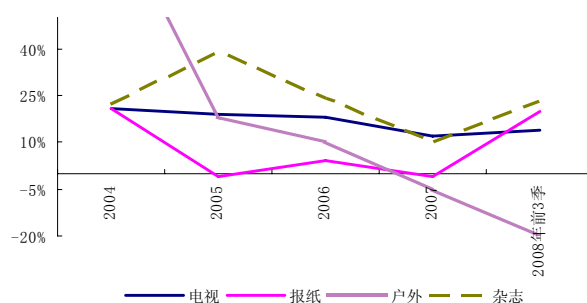


图 5: 各媒体广告花费占总广告比例



数据来源: CTR, 长城证券研究所

图 6: 各媒体广告花费历年增速



3、传媒上市公司业绩增速趋缓

08 年前三季度 14 家传媒上市公司的平均每股收益 0.16 元, 营业收入和净利润增速分别是 32% 和 13.7% (见表 1), 收入增速高于 07 年增速以及行业增速, 外延式扩张是业绩增长的主要原因, 依赖于内生性增长的公司业绩平稳。14 家公司中, 上涨公司数目多于下降公司数目, 亏损的公司有 2 家 (粤传媒、赛迪传媒), 都集中在平面媒体的报刊类资产, 亏损的经营因素来自于纸张成本上涨和平面广告收入下滑。单季度来看 (见图 5 和图 6), 收入增速逐步下降, 净利润增速则在第三季度出现负增长 (受歌华有线和东方明珠两家公司影响), 毛利率也是微幅下降, 我们预计第四季度这一趋势仍将延续, 并继续表现为收入增速高于净利润增速, 预计全年业绩增速趋缓。

表 1: 传媒上市公司 2008 年前三季度业绩概览

财务指标	金额	同比	14 家公司的同比表现	备注数据
营业收入合计 (亿元)	151.5	32.6%	12 家增长, 2 家下降。若扣除 4 家外延式扩张公司, 收入增速是 22%	07 年增速 5.3%, 08 年上半年增速 35%
净利润合计 (亿元)	16.1	13.7%	9 家增长, 5 家下降。若扣除 4 家外延式扩张公司和 2 家亏损公司, 净利润增速是 5.8%	07 年增速 47.6%, 08 年上半年增速 26.2%
平均 EPS 元	0.161	-0.04	4 家公司上升, 10 家公司下降。	2 家公司亏损 (粤传媒、赛迪传媒)

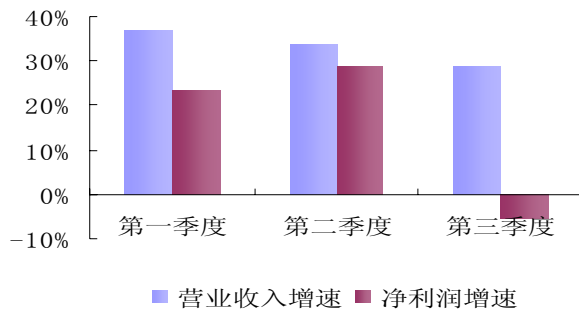


迪传媒)

平均毛利率 29.92% 0.13% 4家公司上升, 10家公司下降。 上升的4家公司都是业务转型或者外延式扩张公司

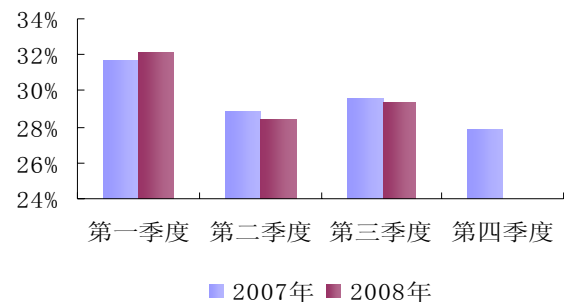
资料来源: WIND, 长城证券研究所, 备注: 净利润指的是归属于母公司的净利润。

图 7: 传媒上市公司 08 年单季度平均业绩增速



数据来源: WIND, 长城证券研究所

图 8: 传媒上市公司 08 年单季度平均毛利率微幅下降



(二) 传媒上市公司的产业链与盈利模式分析

1、传媒上市公司的盈利模式分析

依据传媒行业的产业链(内容、渠道、消费者),我们可以将传媒行业的盈利模式分为基本盈利模式和衍生盈利模式,前者来源于为消费者提供内容或者功能服务,后者来源于将消费者的注意力转化为经济效益(广告、衍生消费品)。目前 15 家传媒上市公司中(新增加 08 年 9 月完成重组的时代出版),除北巴传媒属于户外媒体外,其余 14 家公司分属于平面媒体和广电媒体,且盈利模式各异(见表 2)。

表 2: 传媒上市公司的产业链与盈利模式框架

媒介形式	基本盈利模式		衍生盈利模式	相关上市公司
	内容	渠道	消费者注意力经济(广告、衍生品)	
平面媒体-出版	有	有	很少	出版传媒、时代出版
平面媒体-报刊	无	有	有	博瑞传播、新华传媒、华闻传媒、粤传媒、赛迪传媒
广电媒体	无	有	有	广告商: 东方明珠、中视传媒、电广传媒 有线网络运营商: 歌华有线、天威视讯、广电网络、电广传媒、中信国安(参股)、东方明珠(参股)

数据来源: 长城证券研究所



2、体制改革和经济周期对传媒行业的影响

体制改革影响行业上游产业链（内容）。从产业链上的内容环节看，传媒行业体制改革是影响上市公司产业链完整的主导因素，随着 07 年出版行业体制改革的突破，两家出版公司的产业链最为完整，出版发行类资产整体上市，不仅囊括了盈利能力强的出版环节，而且还增强了出版公司的核心竞争力。报刊和广电媒体受制于传媒行业体制改革，这两个子行业的采编业务都游离在上市公司资产外，上市公司的业务涉及的都是除采编业务外的经营性资产，包括渠道环节的发行业务以及衍生的广告业务。

经济周期和信息技术影响中下游产业链。从产业链上中下游环节看，无论是图书报纸的出版发行，还是有线网络，或者是上市公司代理的广告资源，都具有相对垄断性，这种垄断性使得传媒行业对经济减速具备天然的防御性特征。几个子行业中，有线网络的垄断性更为显著，抗经济周期性最强；出版行业的部分消费者需求是刚性需求（如教材等课本），抗经济周期性次之；广告环节的经济周期性特征相对较强。信息技术是影响传媒行业发展的另一因素，首当其冲的是有线网络行业的数字电视转换，其次是网络书店冲击现有的图书发行渠道以及新媒体广告的盛行。

行业发展空间来自于上游业务和下游的衍生消费品开发。将非时政类的采编业务注入到上市公司，从而实现产业链完整和增强上市公司的核心竞争力，是上市公司竞争实力迅速扩张的重要途径，但此途径的实现依赖于传媒行业体制改革和大股东的发展战略。下游的衍生消费品开发应不仅仅局限于广告业务，还可包括跨媒体业务的运作，如将卡通形象、文学作品改编成电影游戏等，国际传媒巨头如迪斯尼更侧重于衍生消费品的开发。当然，衍生消费品开发依赖于版权所有和内容业务开发，进而依赖于传媒行业体制改革。中国传媒行业体制改革正在缓慢的进行，但一旦行业体制改革有所突破，传媒行业将迎来巨大的发展。

二、平面媒体 09 年展望

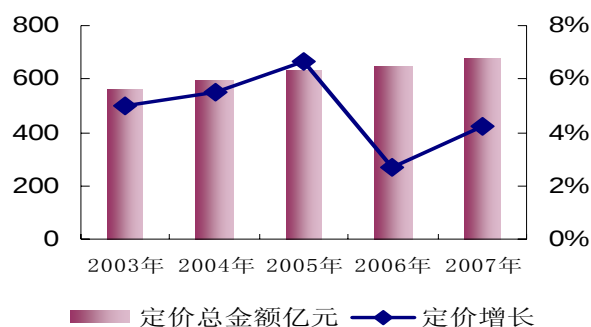
（一）出版业 09 年展望

1、出版定价和销售持续低速增长

图书出版数量稳定，定价金额低速增长。尽管图书出版种类小幅增长，但图书出版印数比较稳定（见图 10），反映了图书出版多品种、小批量的发展趋势。2003-2007 年，图书出版的定价金额平均增速是 5%（见图 9），增速稳定。从图书的两类构成（书籍和课本）来看（见图 11、图 12），课本印数占图书印数的 53%，由于定价偏低，课本定价占图书定价金额的 38%。尽管自 2006 年开始课本印数和课本定价都有下降趋势，且课本印数下降幅度高于课本定价幅度，但由于书籍定价占比达到 62%且增速为 7%，图书出版总定价仍能保持 5%的稳定增速。展望 09 年，市场对图书的需求稳定，原材料成本较 08 年有 10%的下降，我们预计 09 年图书出版数量和定价金额仍将延续前几

年的基本趋势。

图 9: 中国图书出版历年定价总金额及增长



数据来源: 新闻出版署, 长城证券研究所

图 10: 中国图书出版历年总印数及增速

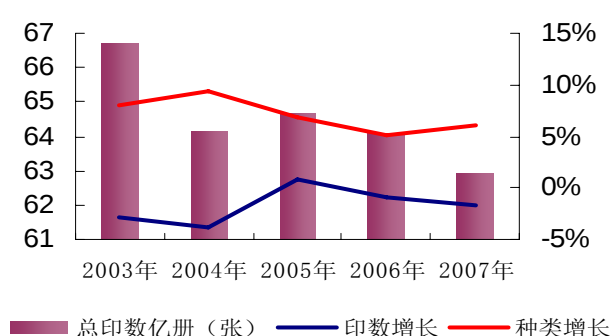
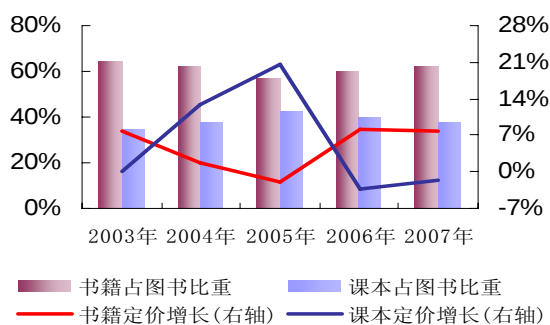
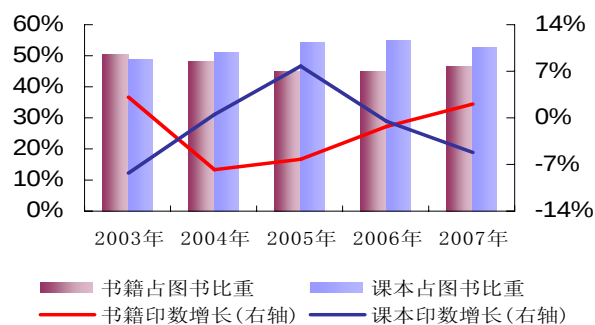


图 11: 中国图书定价的结构性分析及增速



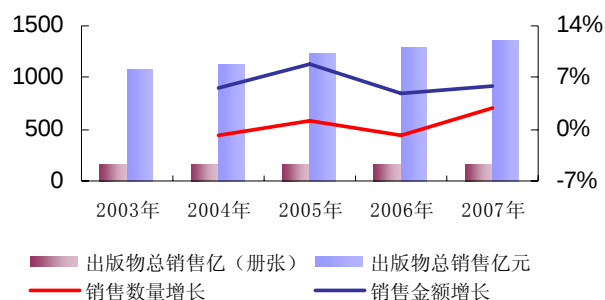
数据来源: 新闻出版署, 长城证券研究所

图 12: 中国图书印数的结构性分析及增速



出版物销售额稳定增长, 库存量持平, 批发和城市零售占主导地位。出版物销售金额近几年保持 6% 的增速 (见图 13), 超过图书定价总金额的增速, 也超过出版物销售数量的增长, 并进而导致库存数量增速为零, 库存数量比较稳定 (见图 14)。批发是主要的销售渠道, 占比达到 68%, 且保持 7% 的增速, 超出零售 3% 的增速 (见图 15)。零售中城市零售占比达到 79%, 增速为 4%, 农村零售占比 21%, 基本零增长 (见图 16)。目前出版行业的销售渠道以及城乡居民的书籍需求未发生重大改变, 尽管经济周期下行, 出版物销售属于弱周期性行业, 我们预计 2009 年出版行业的销售仍是个位数的增长, 库存压力稍大于往年, 城市居民仍是消费主力。

图 13: 中国出版物销售数量和销售金额及其增速



数据来源: 新闻出版署, 长城证券研究所

图 14: 中国出版物库存数量及增长

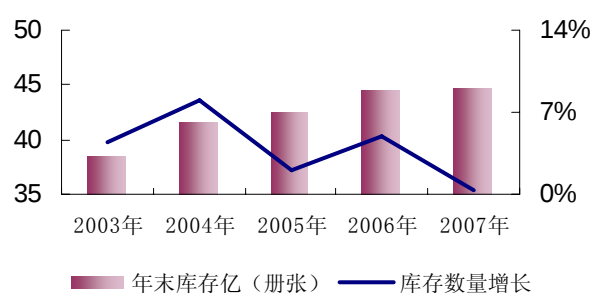
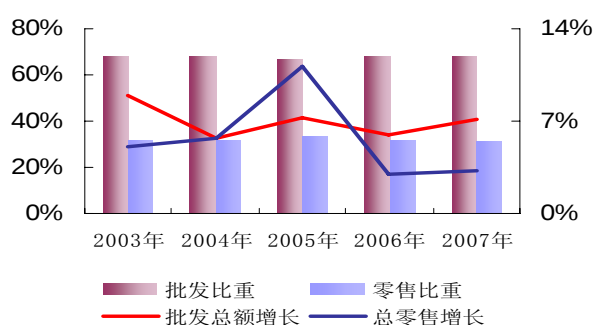
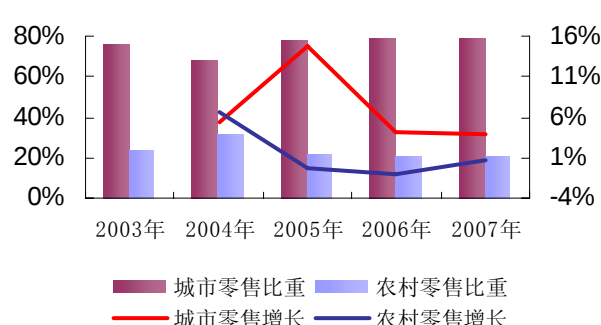


图 15: 出版物批零销售比重及增速



数据来源: 新闻出版署, 长城证券研究所

图 16: 出版物城乡零售比重及增速



2、新闻出版行业的发展—中小学教材改革导致垄断利润逐渐减少，一般图书竞争加剧，跨媒体创新衍生产品将是未来发展方向

中小学教材出版与发行改革 09 年进入纵深发展。图书出版发行行业因为政府指令性的《中小学教学用书目录》和准入限制在中小学教材出版发行领域存在垄断利润，这部分利润占 32%左右。国家自 2002 年开始试点改革、引入竞争，以降低中小学生学习负担。中小学教材招投标实际上是对中小学教材的印制供货权和总发行权进行招标投标，从实施的两次改革来看（见表 3），各省出版发行集团仍是主要的中标者，但在中标价格上都有低于 10%的让利幅度，而非试点地区的中小学教材价格按照新的教材中准价后平均下调了 11%，反映了教材价格下降的大势所趋。2008 年教材实行全面招投标和政府采购，江西、浙江、江苏、辽宁等省率先实行义务教育阶段中小学生教材全部由政府统一采购、免费发放，随着国家对教材的定价和成本控制更加严格，我们预计各省出版发行集团在当地教材出版领域仍是主要中标者，但中标价格仍将继续延续 10%左右的降幅。2008 年开始的教材循环使用将逐渐降低教材需求量，而全国中小学生人数继 2003 年和 1997 年分别达到高点后正逐渐减少（见图 17、图 18），我们预计教材需求量的减少也在缓慢进行，教材垄断领域的量价减少将降低出版发行公司的垄断利润，迫使其寻找新的利润增长点。

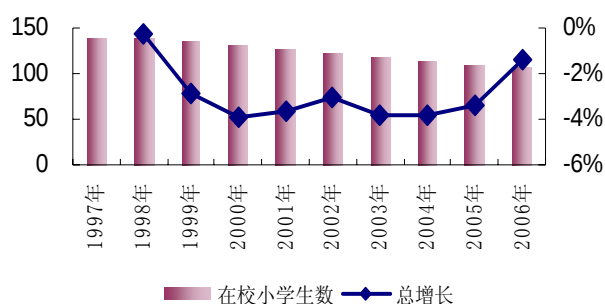
表 3: 中小学教材出版发行领域的改革进程



文件日期	文件名称	文件内容	试点省份	改革成效
2001 年 10 月	《中小学教材出版招标投标试点实施办法》、《中小学教材发行招标投标试点实施办法》	中小学教材出版、发行招标投标试点工作从 2002 年开始, 中标有效期是原则上为两学年。	安徽省、福建省、重庆市	三省平均教材让利幅度 4.7%, 发行让利 1%
2005 年 6 月	《中小学教材发行招标投标试点实施办法(修订)》、《中小学教材出版招标投标试点实施办法(修订)》	扩大了试点范围和招投品种。从 2008 年秋季开始, 中小学教材出版发行招投标将在全国范围推行。	福建、安徽、重庆、浙江、江西、山东、广东、广西、四川、云南、陕西共 11 个省	11 省出版平均让利 8.8%, 发行平均让利 4.3%
2007 年	《关于全面实施农村义务教育教科书免费提供和做好部分教科书循环使用工作的意见》	明确要求从 2007 年秋季开始, 对全国农村地区义务教育阶段学生全部免费提供教科书。2008 年春季学期开始, 中央财政按每年生均小学 90 元、初中 180 元负责提供国家课程教科书资金。		
2008 年 1 月	教育部在京召开“落实农村中小学免费教科书工作会议”	从 2008 年春季开始, 全国 1.5 亿名农村义务教育阶段的学生用的教科书全部免费。建立循环使用制度, 3 年为一个循环周期, 同时鼓励地方课程免费教材也实行循环使用。		

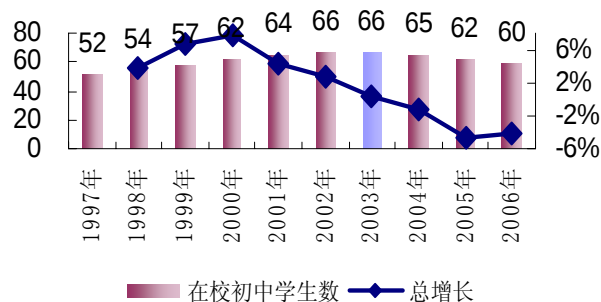
资料来源: 长城证券研究所

图 17: 中国在校小学生数近 10 年微幅下降



数据来源: 教育部, 长城证券研究所

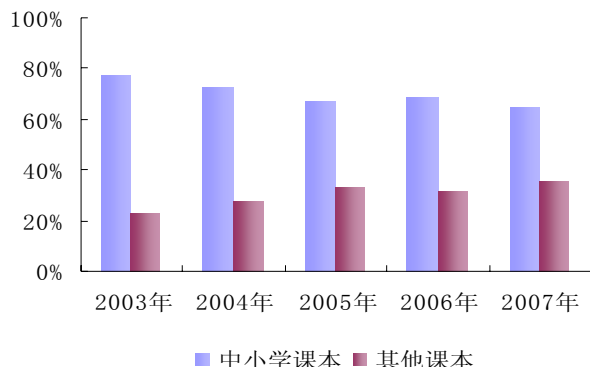
图 18: 中国在校初中学生数自 03 年开始微幅下降



大中专课本和一般类图书成为出版发行公司的突破口。尽管中小学课本印数占课本总印数的比重达到 88% (见图 20), 由于其价格的下降趋势, 中小学课本 07 年定价占比 64% (见图 19), 较 03 年下降了 14%。而大中专课本定价占比则上升到了 36%, 并且在 2007 年无论是印数还是定价都实现 9% 左右的增速 (见图 21、图 22), 也正是由于大中专课本的增长, 课本总定价和总印数只是小幅度下降 (见图 11、图 12)。一

般图书是出版发行商竞争的主要市场，其全国总定价占图书比重达到 62%且 07 年增速为 7%，并进而拉动图书出版总定价保持 5%的稳定增速。2009 年出版发行公司除了加强大中专课本和一般类图书市场的开拓外，跨媒体创新衍生产品将是未来发展方向，如在实体书基础上将畅销书拍摄电影、推出网络电子书、推出衍生品牌等，08 年底的电影《非诚勿扰》等已经率先进行这种跨媒体的探索，而传媒行业体制改革进程的加快将为跨媒体创新衍生产品提供更好的土壤。

图 19: 课本定价的结构性分析及增速



数据来源：新闻出版署，长城证券研究所

图 20: 课本印数的结构性分析及增速

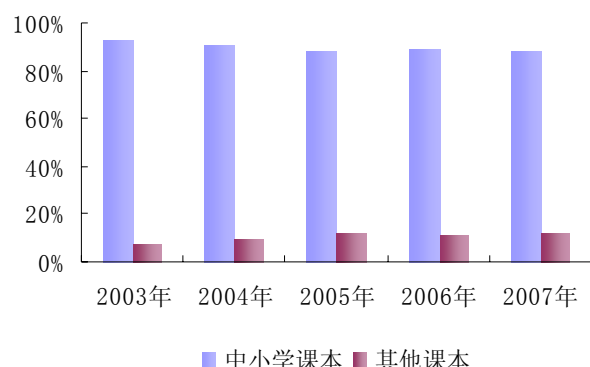
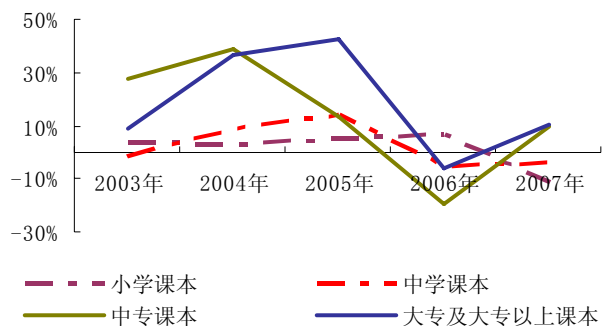
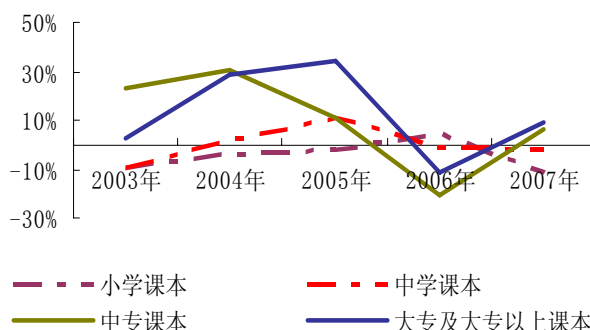


图 21: 各类课本历年定价增长



数据来源：新闻出版署，长城证券研究所

图 22: 各类课本历年印数增长



3、图书出版体制改革：文化体制改革的先行者

09 年体制改革全面展开。出版发行行业由于意识形态较弱，其改革走在中国文化体制改革前列。2009 年是新闻出版体制改革主题年，新闻出版总署特地新建了出版产业发展司这个职能部门，专门负责拟订新闻出版领域改革发展的方针政策和方案。从近期新闻出版行业的政策动向来看（见表 4），09 年也将是新闻出版行业全面改革的一年，从中央到地方都会出现经营性出版单位转制为企业的普遍现象，并且优先采取股份制形式进行改制。2008 年的最后一天山东四大传媒公司（报业、出版、发行、影视）挂牌成立，且改制目标齐指上市即是反映了新闻出版业改制的趋向。2009 年 1 月 1 日开始实施的 114 号文更是为行业改制和发展提供了指引和税收优惠支持。



表 4: 近期新闻出版行业政策动向

时间	公开采访或文件	采访或会议文件的主要内容
2008 年 5 月	新闻出版总署召开党组中心组理论学习(扩大)会议	披露今后三年新闻出版改革时间表和路线图。在图书出版方面,今后三年将大力推进 158 家中央在京出版社(含副牌)改革,计划年底完成 50 家出版社的转企改制;三年内基本完成 103 家高校出版社转企改制,今年任务是 20 多家。报刊业改革将分三步走,国有企业主办的报刊社改革排在第一阶段,依次是行业协会等社会团体主办的报刊社、部委所属报刊社,目标是培育 10 至 15 家大型综合性传媒集团;整合行业、学科等多种资源,培育强势期刊群。
2008 年 12 月	新闻出版总署出版产业发展司司长和改革办主任接受采访	除新闻出版署明确的公益性出版单位之外,其他经营性出版单位在 2010 年底将全部完成转制,而 2009 年的改制重点在于中央部委所属的出版社的转企、脱钩、改制与重组,以及中央部委的出版社、报社、杂志社转制为传媒集团、出版集团,归入行业并独立运行。2009 年,争取打造 3 个左右销售和资产超百亿的“双百亿”大型新闻出版传媒集团,
2009 年 1 月	《文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的规定》、《文化体制改革中支持文化企业发展的规定》	2009 年 1 月 1 日开始实施的“114 号文”,涉及的内容主要有:(1)细化了事业单位转制过程中的国有文化资产管理、资产和土地处置、人员社保与安置等;(2)减轻转制后的文化企业税收负担、鼓励文化企业多渠道融资、鼓励文化企业开发高新技术、设立文化产业专项资金;(3)是 2003 年 105 号文的延续,执行期限截止到 2013 年 12 月 31 日止。

资料来源:长城证券研究所

新闻出版行业体制改革对 09 年资本市场的影响主要体现在三个方面:(1) **资本市场传媒上市公司数目增加,有利于传媒公司的充分定价。**出版文化单位转制形式将首推股份制形式,并且改制后的目标是通过资本市场做大做强,如江苏新华发行集团等多家公司已启动 IPO 程序。无论是首发上市还是借壳上市,传媒上市公司的数目增加,将有利于资本市场对上市公司进行充分定价;(2) **鼓励跨地域、跨媒体合作的政策导向将打开上市公司成长的空间。**传媒公司具备资源垄断优势和地域垄断优势,这种优势也阻碍着传媒公司的规模化发展,而只有打破地域垄断、打破传媒媒体界限,进行跨地域、跨媒体的合作,传媒公司才能做大做强。面对改制过程中产生的大量重组并购机会,新闻出版行业的政策是鼓励和支持中央和地方出版集团公司对中央各部门(单位)所属出版单位进行重组并购,也支持大型出版传媒企业跨地区、跨行业、跨媒体经营。2008 年 5 月 9 日,由江苏新华发行集团以现金并购海南新华发行资产,共同组建了海南凤凰新华发行有限责任公司,成为首个跨地区战略重组的大型发行企



业。09年体制改革的全面铺开为现有的传媒上市公司提供了重组并购机会，上市公司将较容易的实现外延式扩张；（3）**体制改革有利于上市公司享有税收优惠政策**。国家对转制企业以及转制后的文化企业发展提供若干税收优惠政策，对现有的两家出版上市公司来说，其享有的税收优惠政策有望继续延续（免征企业所得税、对中小学学生课本、科技图书实行增值税先征后返）。根据2009年1月1日开始实施的“114号文”，两家出版上市公司的税收优惠政策有望自2009年起持续5年。

4、出版行业上市公司09年展望

目前图书出版行业共有两家上市公司，分别为出版传媒和时代出版（见表5），这两家公司的主营业务在各自的省域范围占据绝对优势，由于资产产业链完整，来源于大股东的资产注入的可能性很小，上市公司的增长模式都是以内生性增长模式为主。09年新闻出版署推进的行业体制改革将为两家上市公司提供税收优惠政策和外延式扩张机遇，这种外部环境的改善将成为两家公司股价的良性催化剂。

两家出版上市公司09年的业绩增长点来自于：（1）纸张成本下降带来的毛利率上升。由于纸张成本占出版总成本的45%，占印刷总成本的40%，若纸张价格下降10%，将带动出版毛利率上升4.5%、印刷总成本上升4%。两家公司中，时代出版的出版和印刷业务占营业收入的90%，而出版传媒的出版业务占营业收入的33%左右，故时代出版的毛利率提升将更为显著。（2）一般图书的增长，其也取决于图书出版的策划能力，是核心竞争力所在，尽管两家出版传媒公司的图书策划实力位居行业前列，但一般图书增长缓慢。故我们判断两家出版上市公司09年盈利稳定增长在10%左右。

表5：图书出版上市公司09年增长模式与投资要点

公司名称	业务及竞争力	09年外延式扩张机遇	09年业绩增长点	股价催化剂
出版传媒	出版、发行业务，在辽宁省占据绝对优势	借行业改制契机，对中央各部门所属出版单位进行重组并购以及跨地域并购	（1）纸张成本下降导致毛利率上升1.5%左右；（2）一般图书的增长	税收优惠政策正式落实、传媒行业体制改革推进
时代出版	出版、印刷业务，在安徽省占据绝对优势		（1）纸张成本下降导致毛利率上升4%左右；（2）一般图书的增长	

资料来源：长城证券研究所

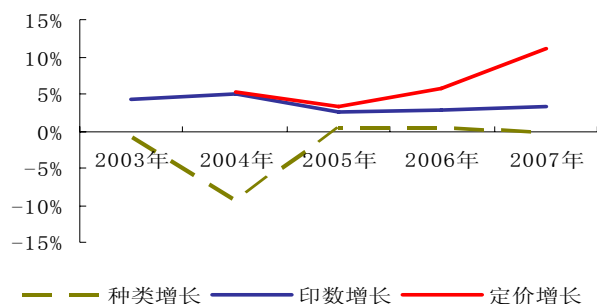
（二）报业09年展望

1、报纸经营：受益于08年报纸市场整体提价

印数低速增长，报纸地域性特征明显。全国共1938种报纸，报纸种类非常稳定，印数小幅增长，保持3%的增速（见图23）。按地域划分，省级报纸占半壁江山，且保持3%的增速（见图25），而全国发行报纸印数逐渐萎缩，反映报纸的地域性特征明显。按报纸类别划分，综合性报纸占70%的份额，专业性报纸占30%，且都是3%的增速

发展（见图 26），各省的日报系列报纸在当地报业市场占据最大份额。

图 23：报纸行业总的量价变化



数据来源：新闻出版署，长城证券研究所

图 24：纸张成本决定报纸定价

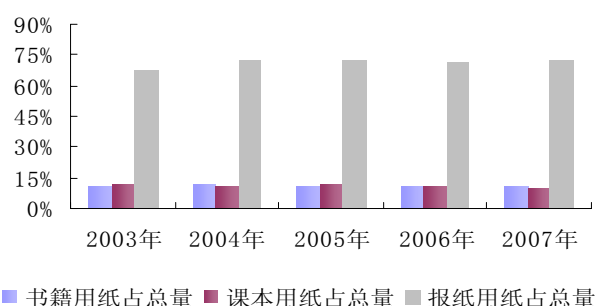
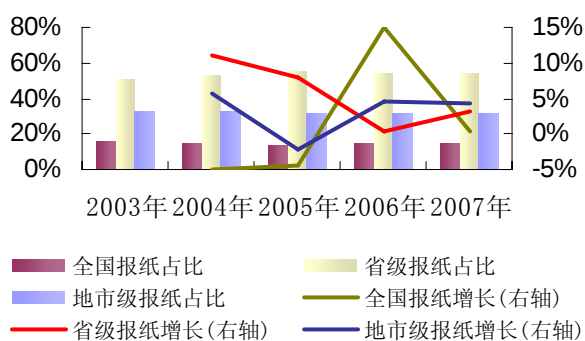
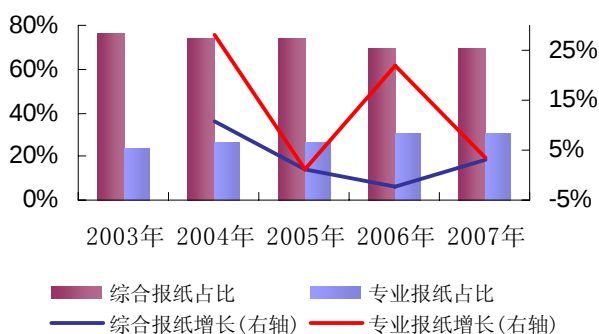


图 25：省级报纸印数占比大且低速增长



数据来源：新闻出版署，长城证券研究所

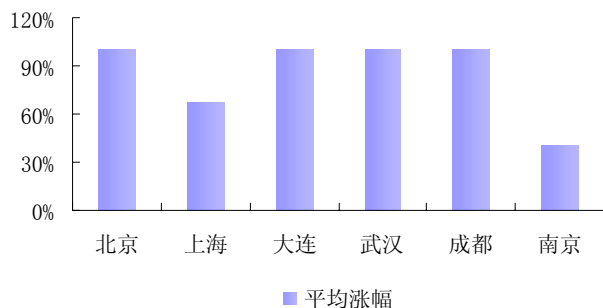
图 26：综合性报纸印数占比大且低速增长



09 年报业将受益于 08 年报纸市场整体提价。报纸定价在 06 年前保持与印数相当的增速，07 年则迅速上升到 11%（见图 23），系报纸纷纷提价应对纸张成本上涨所致。07 年下半年开始，报纸纸张成本逐渐上升，由于报纸用纸是新闻出版行业第一用纸大户（见图 24），纸张成本上涨导致报社经营压力加大，2007 年报纸开始提价的有南方都市报、中国经营报等报纸，提价幅度分别为 100%、50%。2008 年北京、上海、南京、成都、武汉等全国各地纷纷采取同城报纸集体提价的举措来应对纸张成本上涨，涨价幅度区间为 40%-100%（见图 27），我们预计全国 08 年报纸定价涨幅达到 30%-40% 左右。尽管报纸提价，但 08 年邮局订销报纸数量增长 8%，超出往年-3%的平均幅度（见图 28）。展望 09 年，报纸的纸张成本有望下降 10%，而售价和销量稳定，预计 09 年报业的经营状况要优于 08 年。

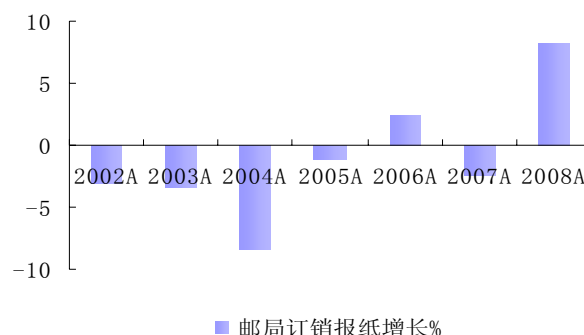


图 27: 各地日报价格平均涨幅



数据来源: WIND, 长城证券研究所

图 28: 08 年邮局订销报纸数量上涨 8%

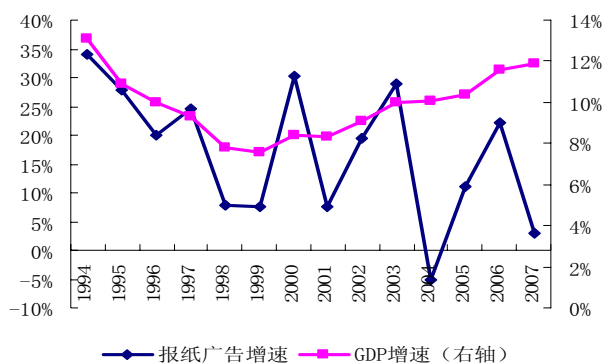


备注: 08 年数据为 08 年前 10 个月数据

2、报纸广告: 09 年增速将出现地域性分化

报纸广告与宏观经济的周期性特征并不明显。报纸是广告的第二大媒介, 仅次于电视 (见图 5)。从报纸广告增速与 GDP 增速的比较来看 (见图 29), 报纸广告与宏观经济的周期性特征并不明显, 相反, 报纸广告自身的周期性特征明显, 基本呈现两年好一年差的典型特征, 我们认为这与报业广告客户的广告投入相关。从报纸读者关注的报纸广告类型来看 (见图 30), 商业服务业广告、房地产和药品广告是报纸读者最为关注的, 但从报纸广告花费行业和增速最快的行业来看 (见图 31、图 32), 房地产行业是报纸广告最大客户, 商业行业次之, 药品行业排名第五。2007 年投资市场的持续火热使金融投资保险成为报纸广告花费增长最快的行业, 报纸广告花费份额较高的交通行业也以 14% 的增长速度进入前 5 位。2007 年排行首位的房地产行业的报纸广告投放仍保持个位数的增长, 而前 5 个行业中有 3 个行业广告投放出现大幅削减, 导致当年报纸广告整体市场增速仅为 3%。

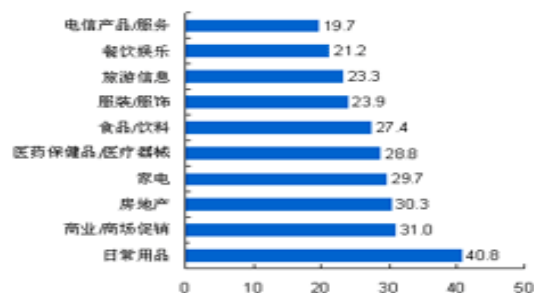
图 29: 报纸广告自身的周期性特征明显



数据来源: CEIC, CTR, 长城证券研究所

图 30: 报纸读者关注的报纸广告类型排序

对不同行业报纸广告的关注度 (单位: %)

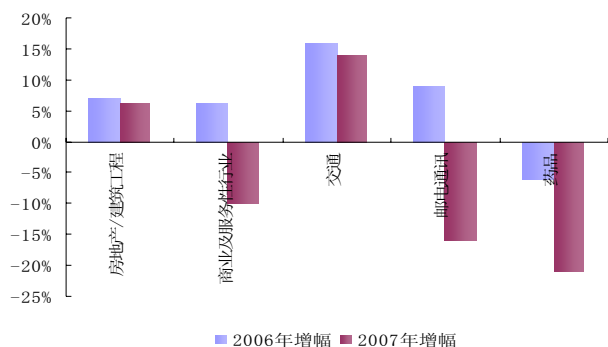


数据来源: 全国读者调查 (CNRS) 2007 年 16 月数据

CTR 媒介与品牌研究

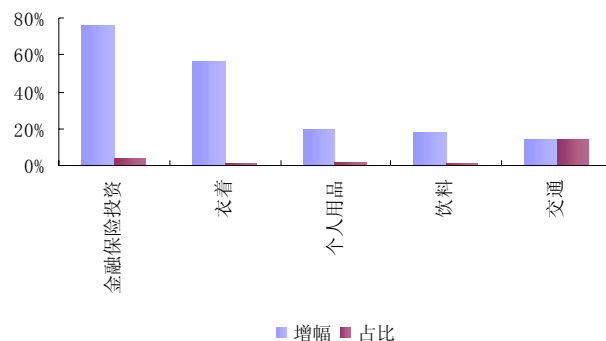
www.ctrchina.cn

图 31: 2007vs2006 报纸广告花费 TOP5 行业



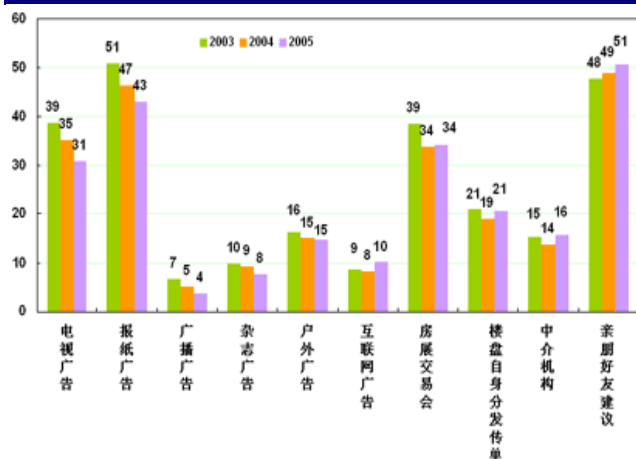
数据来源: CTR, 长城证券研究所

图 32: 2007 报纸广告花费增幅最快的五大行业



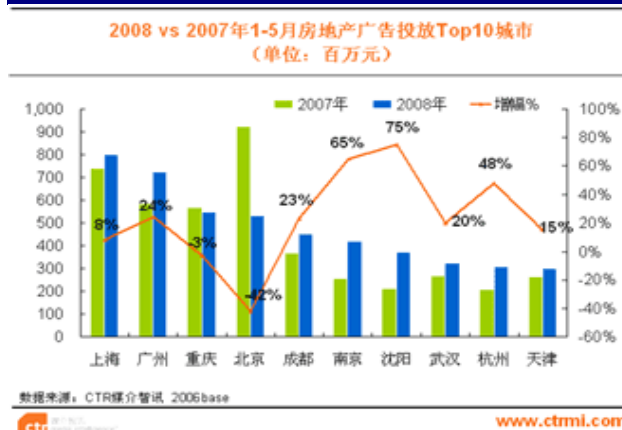
09年报纸广告增速将出现地域性分化。报纸是个地域性很强的行业，省级报纸和综合性报纸份额最大也反映出报纸的地域性特征。报纸广告花费前五个行业中，房地产行业和商业服务业首选的媒介广告形式是报纸广告，服务于当地经济和用户使得这两个行业的报纸广告投放超过电视广告投放（见图33），而药品和交通工具等其他行业首选的广告媒介是电视，其次才是报纸。2009年经济下行背景下，广告客户的广告媒介将会更集中，报纸广告的增速取决于房地产行业和商业服务业广告投放的增速。由于经济减速，商场促销活动加大，且日用品消费基本不受经济减速的影响，我们预计商业服务业的报纸广告投放将有所增长。而房地产广告的广告投入花费，则呈现明显的地域性特征。从房地产广告投放的前10大城市来看（见图34），除了北京和重庆出现下降外，其余8个城市均为上涨，整体上表现为增长。展望2009年，尽管房地产行业步入下行周期，由于消费者刚性需求和开放商资金回流需求的存在，预计房地产广告投放整体仍保持低速增长，但将出现地域性差异。

图 33: 2003-2005 年住房预购者房源信息渠道分析



数据来源: CTR, 长城证券研究所

图 34: 各地房地产广告的增幅各异



数据来源: CTR媒介资讯 2006base

ctr

www.ctmi.com

3、报业上市公司 09 年展望

大股东对报业上市公司的支持力度较大。A 股市场目前共有 5 家报业上市公司，受限于传媒行业对“事业性资产和经营性资产”的界定，采编业务属于事业性资产，不能进行产业化运行，这 5 家公司的业务范围涉及的是报业的经营性资产，包括了印刷、发行和广告代理，而采编业务游离在上市公司资产之外，也因此形成了关联交易。



由于采编成本的补偿或者广告代理成本是双方协商达成协议，代理成本的高低也反映了大股东对上市公司的支持力度。从5家报业上市公司的代理成本来看（见表6），华闻传媒的代理成本最小（仅为35%-55%），而粤传媒的代理成本最高（达到85%），平均代理成本位于60%左右，低于电视广告80%的平均代理成本，反映了大股东对上市公司的支持力度较大。由于代理年限较长，上市公司支付的成本比较固定，增长取决于自身的经营实力。

表6：报业上市公司获得的代理权/经营权和广告代理成本

公司名称	主要媒体广告代理权	广告代理期限	广告代理成本/资产经营成本	大股东的支持评价
博瑞传播	成都商报的首席代理	1999 年 -2018 年	广告代理收入的 60%	较大
	成都日报独家代理	2005 年 -2009 年	保底分成方式,以 2005 年的 3100 万为定额,每年在此基础上增长 5%,超过部分对半开。	
新华传媒	《申江服务导报》、《I 时代报》等五报一刊的经营权	2007 年 -2027 年	《申江服务导报》、《I 时代报》按收入的 13%-11%支付采编成本	较大
	《解放日报》总代理;《新	2007 年 -2027 年	广告代理收入的 75%	
	闻晨报》工商广告总代理			
华闻传媒	证券时报的独家经营权	2006 年 -2036 年	按经营收入的 35%且不低于 6600 万元	大
	华商报的独家经营权	2007 年 -2036 年	按广告收入的 55%且不低于 27000 万元	
粤传媒	广州日报招聘广告的独家代理	2001 年 -2011 年	广告代理收入的 85%	小
赛迪传媒	中国计算机报的独家经营权	2000 年 -2050 年	专户核算实际为编辑部支付的各项费用,核定费用总额 1408 万。	较大

资料来源：长城证券研究所

报业上市公司的增长前景依赖于区域垄断优势。15家传媒上市公司中2008年亏损的是两家上市公司（粤传媒和赛迪传媒），都集中在报业上市公司中。区域垄断优势不突出和受互联网网络广告冲击是这两家公司亏损的主要原因。2009年经济减速背景下，纸张成本的下降将提高上市公司的毛利率，但抗经济减速的根本力量在于上市公司的区域垄断优势（见表7），博瑞传播、新华传媒、华闻传媒三家公司竞争优势突出，预计09年营业收入仍将有所增长。从增长模式来看，5家公司均以内生性增长为主，外延式扩张依赖于传媒体制改革的突破和大股东的资产注入，其不确定性较大。

表7：报业上市公司的资源优势与09年展望

公司	主要媒体资产和竞争优势	09年外延式	2009年展望
----	-------------	--------	---------



名称	扩张机遇
博 瑞 传播	盈利主要来源于《成都商报》的印刷业务资产整合、收购户外广告和成都电视台广告代理资源，具备区域垄断优势。
新 华 传媒	盈利主要来源于解放报业集团旗下报纸的广告代理业务和上海新华图书发行业务，是上海区域平面媒体广告代理龙头，图书发行业务上有垄断竞争优势。
华 闻 传媒	盈利主要来源于《证券时报》和《证券时报》的广告营收受 09 年资本市场波动影响，《证券时报》广告代理的区域竞争优势较强，以稳定为主，再加之燃气业务稳定，预计 09 年公司营业收入稳定为主，小幅增长。
粤 传 媒	盈利主要来源于印刷业务和《广州日报》招聘广告代理业务，竞争的印刷业务优势将继续出现收入和毛利率双双下降的趋势。依赖于印刷业务，预计公司 09 年有望扭亏。
赛 迪 传媒	盈利来源于《中国计算机报》的广告、印刷和发行业务以及光磁存储产品销售，《中国计算机报》在 IT 领域竞争优势突出，但广告代理受互联网等新媒体的冲击明显。

资料来源：长城证券研究所

三、广电媒体 09 年展望

(一) 有线网络 09 年展望

1、全国数字电视整体转换加速

截止到 08 年 11 月，全国已有 33 个城市完成了数字电视的整体转换，预计到 08 年底全国数字电视用户可达 4800 万户（国家广电总局数据），数字电视用户占有有线电视用户的比率由 07 年的 18%将上升为 30%。展望 2009 年，数字电视整体转换将加速发展，我们预计数字化比率将接近 50%（见图 35）。推动数字电视 09 年整体转换加速发

展的因素有二:

- (1) 政策支持: 根据 08 年 1 月国家六部委联合颁布的《关于鼓励数字电视产业发展的若干政策》提出的 2010 年县级以上城市的有线电视基本实现数字化的目标, 09 年和 10 年将是实现目标的关键年。目前全国大部分省市都出台了数字化转换后基本收视费提价的基本政策, 再加之转换后第二台电视机新增的收费, 预计全国数字电视用户和收视费收入在 09 年将继续延续稳定增长的态势, 且伴随着基本收视费的提价, 收视费收入的增速将高于用户数量的扩张 (见图 36)。另外, 广西有线数字电视基本收视维护费试行标准已于 2008 年 8 月 31 日到期, 政策支持上是仍维持转换后收费标准不变, 将有利于调动全国各省数字电视转换的积极性。
- (2) 转换所需资金压力的减轻: 数字电视整体转换采取的是给用户免费配备机顶盒的方式进行, 无论政府采取的是提高基本收视费 (8-10 元) 还是财政补贴 (100 元/户) 的方式, 有线网络运营商对用户进行整体转换的基本商业模式都是一次性巨额投入资本和分月回收收益。巨额资本投入导致运营商的资金压力大, 但机顶盒降价将有效减轻这种资金压力。根据天威视讯的公告, 2008 年单向机顶盒的单价是 338 元, 双向机顶盒的单价是 540 元, 两者较 05 年单价分别下降了 35% 和 25%, 平均年下降幅度接近 10%。由于机顶盒生产竞争激烈从而使得有线网络商更处于有利地位, 我们预计 09 年机顶盒单价的下降趋势仍将延续, 下降幅度预计在 10% 左右。另外, 数字电视转换所需的投入资本都是通过间接融资取得, 08 年央行大幅度降息以及预期 09 年的进一步降息都将降低运营商的资金成本。资本投入和资金成本的降低都将推动数字电视整体转换的加快。

图 35: 数字电视 09 年整转加速

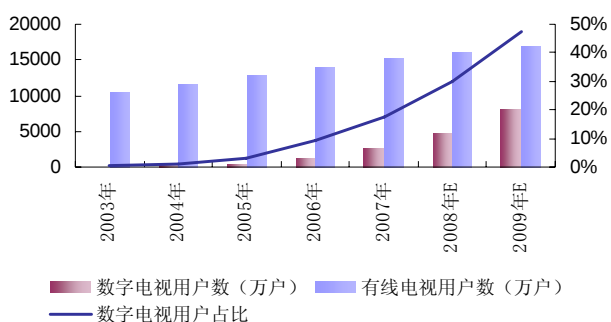
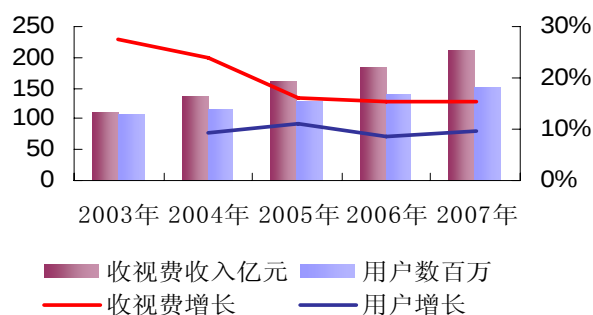


图 36: 全国有线用户和收视费收入稳定增长



数据来源: 国家广电总局, 长城证券研究所

2、省级网络整合全面推进

全国各地的有线电视网络是根据上世纪 80 年代“四级办广电”的方针由各级地方自筹资金投资建设的, 县级和地市级有线网络的收视费收入在全国有线网络收入中占比最大 (分别占比 39%、33%), 而广告收入占比最小 (见图 37、图 38), 故有线电视收视费收入是县级和地市级广电系统的主要收入来源。由于有线网络地域分割、分散运营的现状不利于行业形成规模优势, 行业整合势在必行。整合的步骤分为三步: 一是组建中央传输网络公司和省级网络公司; 二是中央和省级干线网整合; 三是省级对地



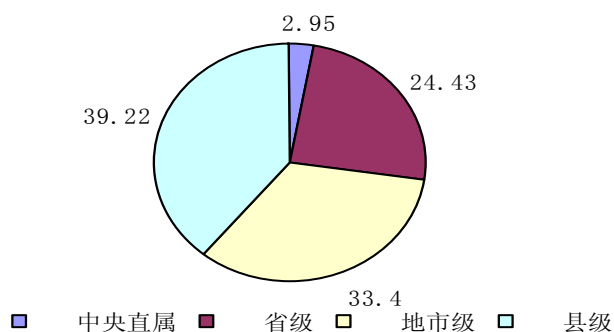
市、县级网络进行整合。整合的目标是将有线电视网从中央、省、地、县四级行政事业管理变为中央和省两级传输网络公司管理。2003 年开始的数字电视整体转换为有线网络整合提供契机，最初的 49 个试点城市借整体转换的机会将县网完成了整合。2004 年开始，广西率先实行行政划拨模式整合全省网络，但这种“行政推动、市场运作”的手法遭到了强势地级市的抵制，直到 2007 年各省网络采取资产入股的方式，典型代表的如湖南省（见表 8），再到 08 年陕西省的买断模式，各省网络整合进程加快。借助资本和股份的力量，我们预计 09 年全国省级网络整合将全面推进，为有线数字电视的整体转换和增值业务的开展奠定基石。

表 8：省级网络整合的三种模式

时间	整合模式	代表省	事件
2004 年	行政划拨	广西、海南	通过行政划拨方式完成网络整合和网络管理体制变革,组建了“广西广播电视信息网络股份有限公司”
2007 年	资产入股	湖南	电广传媒出资 7.8 亿元，占 57.26% 股权，而各地市网络资产则折合相应股份。原有存量收入归地方广电，未来增量收入主要由省广电或双方共享
2008 年	买断	陕西	广电网络将以 8.8 亿元现金一次性买断 11 地市的有线网

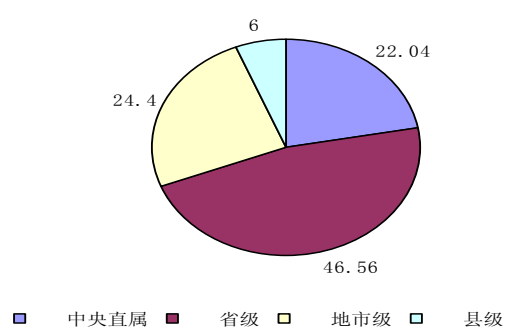
资料来源：长城证券研究所

图 37： 县级网络的收视费收入占比最大



数据来源：国家广电总局，长城证券研究所

图 38： 省级和中央的广告收入占比最大



3、增值业务缓慢发展

数字电视转换完成后，有线网络运营商的发展方向是成为信息服务提供商，依赖网络提供服务，盈利模式除收取基本收视费外，还可收取增值业务费用。目前数字电视最基本的商业模式就是付费电视，2004 年全国开办的付费电视业务经过试行后，部分地区开始收费，但发展到 2007 年，付费电视用户规模仅为 175 万，付费电视收入仅为 8 亿元，占有线网络收视费收入的比重不到 4%（见图 39、图 40），缺乏高质量有特色的节目内容以及众多公共免费频道的存在使得付费电视业务发展缓慢。展望 09 年，受限于内容瓶颈以及公共节目体制的存在，付费数字电视业务难以形成规模化发

展。

图 39: 付费电视收入规模小

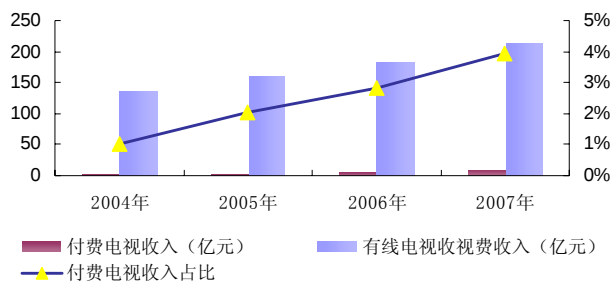
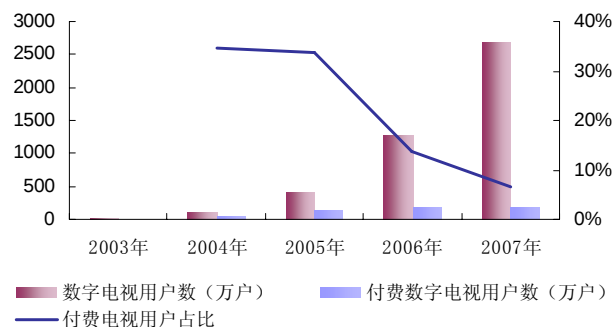


图 40: 数字电视用户中的付费电视用户小



数据来源: 国家广电总局, 长城证券研究所

中国有线电视数字化也是数字转换和网络改造的过程, 目前网络的双向改造滞后于整体转换, 而经过双向化改造的有线电视网能为有线电视用户提供视频、语音、宽带等多种双向数据服务, 真正实现多种业务融合。只有全国双向化改造渗透率大幅度提高, 运营商的增值业务才会进入到规模化发展阶段, 中国才会缩小与美国有线网络用户月度 ARPU 差距, 才会依赖于现有的用户规模都可以实现有线电视收入的稳定增长 (见图 41、图 42)。

图 41: 美国有线电视行业-用户规模下降但收入增长

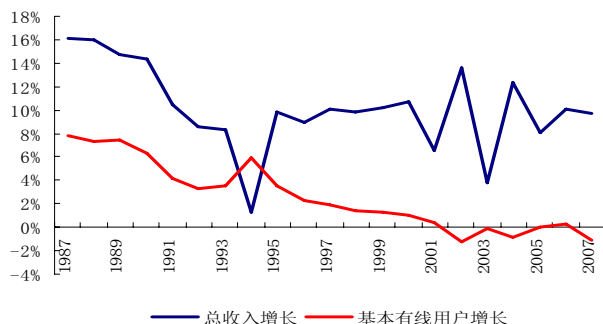
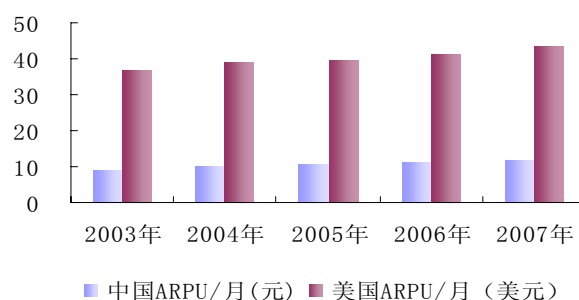


图 42: 中美有线网络人均用户月度 ARPU 差异大



数据来源: SNL Kagan, 长城证券研究所

4、有线网络上市公司 09 年展望

目前 A 股市场共有四家有线网络运营商, 分别垄断经营北京、深圳、陕西和湖南的有线网络 (见表 9), 除此之外, 东方明珠和中信国安两家公司都属于有线网络参股商, 参股的比例集中在 39%-49%。4 家网络运营商中, 除广电网络已完成网络整合外, 其他三家公司将进行横向或纵向的外延式扩张。从 09 年的业绩增长点来看, 天威视讯的规模最小但其最早完成整体转换, 财务负担最轻, 业务重心在发展增值业务。其余三家公司 09 年的业务重心都在加快数字电视整体转换, 都处于资本投入期。歌华有线由于收视费不变, 资本投入导致毛利率下降进而导致业绩下降; 广电网络和电广传媒依赖于收视费的提高, 整体转换将拉动收视费收入增长, 但都面临财务压力。09 年机顶盒价格下降以及降息都将减轻整体转换公司的资本压力。

表9: 有线网络运营商规模与09年展望



公司名称	有线电视用户	数字电视用户	宽带上网用户	09年外延式扩张机遇	09年业绩增长点
歌华有线	365	163	8	参股上下游产业链，进行产业布局	尽管信息业务收入是公司业务增长亮点，由于资本投入导致公司毛利率水平的下降以及09年所得税率的调整，预计09年公司净利润下降20%。
天威视讯	103.5	103.5	29.5	收购深圳关外150万用户	商企客户是公司新的利润增长来源，交互电视、付费电视、高清电视等数字电视增值业务缓慢发展，公司业绩稳定。
广电网络	392	66	10	很少	数字电视转换后基本收视费的提高带动有线网络传输收入增长，尽管财务费用急剧上升，但机顶盒价格下降以及降息都将减轻公司09年的财务负担。
电广传媒	410	170	0	收购大股东非新闻类资产	(1)数字电视整体转换的用户新增基础收费8元/月导致网络传输收入增长；(2)公司对未并入有线网络集团的县市网络公司整合，预计09年有线网络收入快速增长。

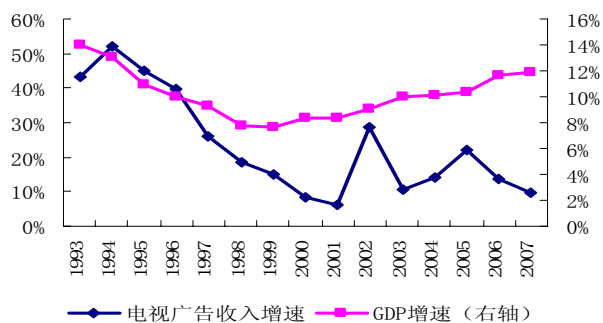
资料来源：长城证券研究所 备注：数据截止到2008年中期，用户规模的单位数为万。

(二) 电视广告 09 年展望

1、电视广告的周期性特征并不显著

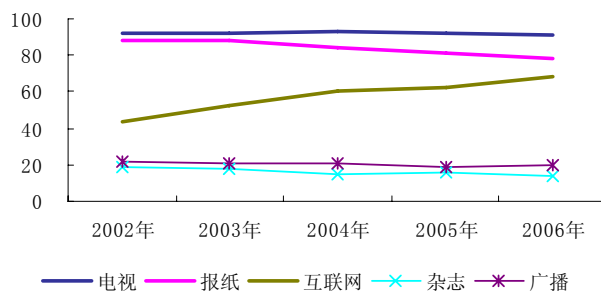
电视广告受宏观经济的周期性和自身的波动性影响。电视广告是广告媒介之首，尽管互联网广告覆盖率上升迅速但其冲击的首先是报业广告，电视广告对核心受众的覆盖率最高且稳定（见图 44）。从电视广告的周期性特征来看（见图 43），96 年以前电视广告由于低基数处于高速发展期（增速超过 30%），97 年以后电视广告增速的低点分别出现在 2001 年、2003 年和 2007 年，反映了电视广告的周期性特征，但其高点分别出现在 2002 年、2005 年，也反映了电视广告自身的反弹特征和波动性。

图 43：电视广告增速稍滞后于宏观经济



数据来源：CEIC, CTR, 长城证券研究所

图 44：电视对核心受众覆盖率最高且稳定



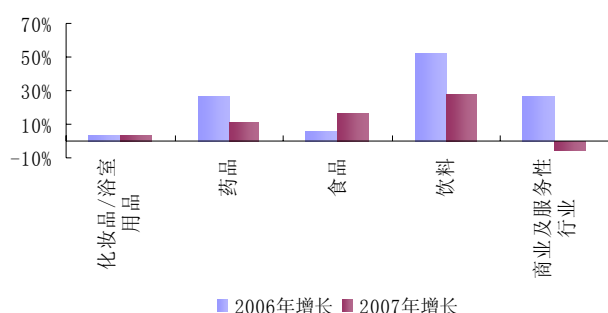
备注：核心受众：24-45 岁，大专以上学历，个人月收入 2000+

主要广告客户的弱周期性决定了电视广告的周期性特征并不显著。电视广告的前



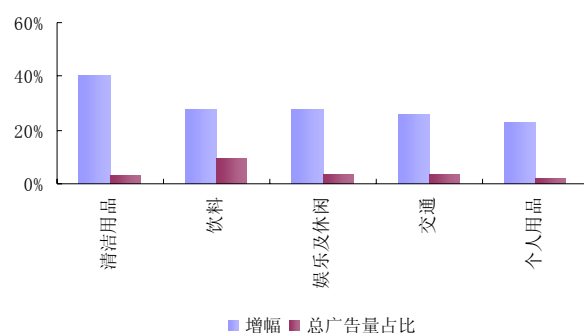
五大广告客户都集中在化妆品、药品、食品、饮料以及商业服务业中（见图45），07年除食品行业增长快于同期外，其它行业增长速度均有所放缓，并进而导致07年电视广告增速放缓。2007电视广告花费增幅最快的五大行业分别集中在清洁用品、饮料等消费服务行业（见图46），反映了日用消费品行业不仅占比最大，而且增速最快，而日用消费品行业属于弱周期行业，故电视广告的周期性特征并不显著。2008年金融和汽车是广告投放增速最快的两个行业，但与07年轿车广告四处出击抢占各大媒体的情况相比，08年除电视广告外，平面、电台和户外媒体的轿车广告投放增速全部放缓。展望09年，尽管经济下滑，但基于主要广告客户的弱周期性特征以及广告媒介之首的特征，我们预计09年电视广告受经济下滑的影响小，广告增速趋缓。

图 45： 2007vs2006 电视广告花费 TOP5 行业



数据来源：CTR, 长城证券研究所

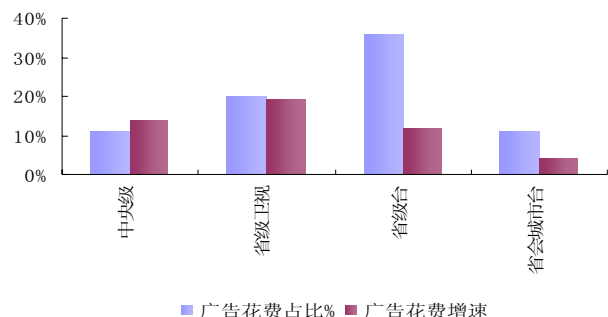
图 46： 2007 电视广告花费增幅最快的五大行业



2、电视广告 09 年出现分化，央视广告强者恒强

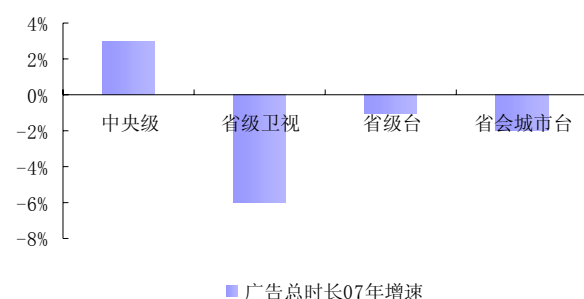
央视竞争优势突出。电视广告的地域性特征并不明显，尽管数量众多的省级卫视和省级台合计收入占到56%（见图47），但从广告增速来看，面对全国广告受众的省级卫视和央视频道的广告花费增幅最大，分别达19%和14%。尽管央视频道只有12个，但广告收入占比达到11%，且是07年各级电视频道中唯一广告总时长保持增长的频道（见图48），央视的竞争优势突出。

图 47： 2007 年各级电视频道广告占比及增速



数据来源：CTR, 长城证券研究所

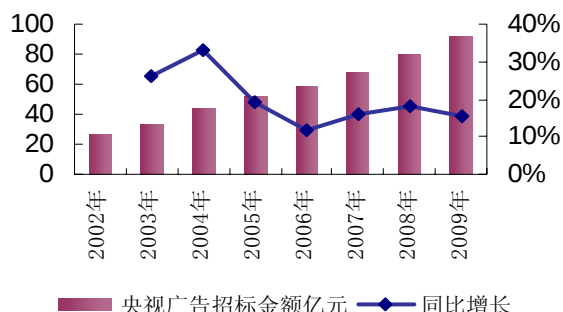
图 48： 2007 年各级电视频道广告总时长增速



央视广告招标依然强势增长。尽管预期09年经济减速，2009年CCTV黄金时间广告招标总额依然比去年上升了15.4%，中标总额达到92.5627亿元（见图49），中标客户突破了130家，同比增长10%以上，招标总额的增长主要归因于中标价格上涨，反映了

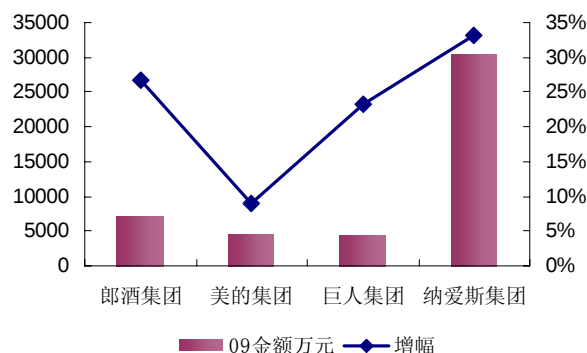
稀缺媒体的定价能力。从中标公司的广告花费上看（见图50），中标公司的广告花费普遍上涨，广告花费超过1亿元的公司达到34家。食品饮料、金融保险和日化行业占据中标行业前三名，反映了服务内需为主的企业广告投放意愿强烈。

图 49：央视 09 年广告招标金额增长 15%



数据来源：中央电视台, 长城证券研究所

图 50： 09 年中标央视企业的广告增幅



电视广告媒体 09 年将出现分化，强势电视媒体的广告受经济减速影响小。从央视 09 年招标会可以推断出：（1）09 年中小企业的广告投放意愿相对 08 年增加。2008 年因奥运会大企业的广告投放很猛，不少全球知名企业都在中国做广告，所以中小企业采取回避策略，广告投放比较保守。09 年经济减速下的广告投入更能给位于产业链中端的经销商和下游消费者信心，此次招标会吸引了如九阳等中小企业参与，且近 1/3 的竞标者是首次参加招标，显示了中国广告需求好于预期；（2）两极分化的现象更明显，强的媒介、大的媒介会吸纳更多资源，做大做强，弱的媒介会出现困难。广告商在预算紧张的情况下会集中投放到诸如央视等被广告主认为是最有效的媒体平台，弱势媒体将面临更加困难的境地，这就是广告界的“马太效应”。故 09 年强势电视媒体的广告受经济减速影响小，而省级台以及地市电视台的广告空间将受到明显挤压。

3、电视广告相关上市公司 2009 年展望

目前 A 股上市公司中从事电视广告代理业务的上市公司主要是东方明珠、中视传媒和电广传媒，由于广电类资产严格区分事业性资产和经营性资产，广电系统上市公司获得的只是电视广告的代理权，而节目制作业务游离在上市公司资产之外，也因此形成了关联交易。广告代理权的获得分为买断模式和分成模式（见表 10），分成比例的高低体现了大股东对上市公司的支持力度。与平面媒体比较，广电媒体上市公司支付的代理成本相对较高。展望 2009 年（见表 11），广告收入仍是这三家公司重要的利润来源，09 年经济下滑对这三家强势媒体的广告代理影响较小，公司依赖于内生性增长获得的业绩比较稳定，外延式扩张取决于大股东的战略和体制改革的进展，其不确定性大。



表 10: 广电系统上市公司获得的代理权/经营权和广告代理成本

公 司 名称	主要媒体广告代理权	广告代理期 限	广告代理成本/资产 经营成本	大股东的 支持评价
东 方 明珠	东视新闻娱乐频道黄金时段 4 分 15 秒的广告经营权;	1998-2048 年	出资 4.08 亿元买断	平面媒体 和新媒体 广告的支持 力度大
	上视新闻综合频道黄金时段 4 分 30 秒的 50 年广告经营权	2001-2051 年	出资 6 亿元买断	
	《上海电视》杂志和《每周广播电视》周报的广告独家经营权	2001-2051 年	出资 4 亿元买断	
	上海移动电视、城市电视、地铁电视等新媒体的广告经营权	无固定期限	参股经营, 股权比例 25-43%	
中 视 传媒	独家代理 CCTV-10 科教频道的全部广告, 代理 CCTV-1、8 套黄金时段电视剧片尾标版广告	2004-2011 年	一年一签的保底分成模式	较小
电 广 传媒	代理湖南广电集团下属媒体(含湖南电视台卫星频道、经视频道、都市频道、生活频道、娱乐频道、影视频道、金鹰卡通频道、广播电视报社)的广告经营。	一年一签	支付 85% 的代理费	较小

表 11: 电视媒体上市公司 2009 年展望

公 司 名称	盈利来源和竞争优势	09 年外延式 扩张机遇	2009 年展望
东 方 明珠	盈利主要来源于旅游和传媒广告业务, 08 年公司投资的有线网络业务、地铁广告业务和世博会相关项目将成为公司 09 年和 10 年的增长点。	购买东方有线剩余 10% 股权	09 年是公司业绩增长低谷, 尽管现有业务小幅增长, 由于投资收益的减少、财务费用增加以及所得税率逐渐上升, 预计 2009 年净利润将下降 32%。2010 年世博会将带动公司业绩快速增长。
中 视 传媒	盈利主要来源于影视制作和央视广告代理业务。	介入央视新媒体业务的发展	央视广告代理业务和影视制作业务预计 09 年仍稳定增长, 但广告代理成本的高低影响公司毛利率, 是影响业绩的重要因素。
电 广 传媒	盈利主要来源于有线网络业务和湖南广电广告代理业务。	收购大股东非新闻类资产	有线网络业务的增速将快于广告代理业务, 由于投资收益的不确定性, 公司业绩波动大, 预计公司 09 年业绩在 08 年下降的基础上将快速增长。

资料来源: 长城证券研究所



四、传媒行业 09 年投资评级和投资策略

1、行业投资评级

行业体制改革和经济减速是影响传媒行业 09 年发展的主要因素。由于传媒公司业务的相对垄断性，其对经济减速具备天然的防御性。子行业中，受经济减速影响最小的板块依次是有线网络、出版、广告代理，而在经济减速过程中，传媒行业将受益于纸张原材料价格的下降、机顶盒价格下降以及降息带来的资本压力减轻，09 年行业经营环境相对 08 年较为宽松，而行业体制改革的深化将为上市公司提供外延式扩张机遇，显著提升上市公司的业绩。基于传媒行业的防御性和外延式扩张机遇，我们上调传媒行业的投资评级为“谨慎推荐”。

2、2009 年度行业投资策略

15 家传媒上市公司的业务范围和垄断优势各异，故 09 年行业投资的基本策略是立足子行业，精选个股。子行业中，我们给予出版业和有线网络“谨慎推荐”的投资评级，给予广告业“中性”的投资评级。我们推荐的个股顺序是：博瑞传播（推荐）、电广传媒（谨慎推荐）、时代出版（谨慎推荐）、广电网络（谨慎推荐）、新华传媒（谨慎推荐）。

出版业：展望 2009 年，出版业在中小学教材出版发行依然具备垄断优势，尽管中小学教材改革导致垄断利润逐渐减少，但依赖于大中专课本和一般图书的增长，09 年图书出版定价和销售仍有望持续低速增长，09 年新闻出版署推进的行业体制改革将为两家上市公司提供税收优惠政策和外延式扩张机遇，这种外部环境的改善将成为两家出版公司股价的良性催化剂，我们给予出版行业“谨慎推荐”的投资评级。两家出版上市公司中，时代出版的估值优势更为明显。

有线网络业：09 年全国数字电视整体转换和省级网络整合进程加速，尽管付费数字电视业务仍难以形成规模化发展，除歌华有线外的有线网络运营商依靠提价后的基本收视费将保持收入的稳定增长，而机顶盒单价下降和降息又将减轻运营商的资金压力。除此之外，有线网络运营商进行的横向（收购县级网络）或纵向（向上下游业务延伸）的外延式扩张将提升公司的价值，我们给予有线网络行业“谨慎推荐”的投资评级。4 家网络运营商中，我们看好电广传媒的成长性，而广电网络具备估值优势。

广告代理业：无论是报纸广告还是电视广告，受限于传媒行业对“事业性资产和经营性资产”的界定，采编或节目制作业务属于事业性资产，游离在上市公司资产之外，我们预计 09 年行业体制改革在内容产业链上突破的可能性很小，而广告受宏观经济的周期性相对明显，我们给予广告行业“中性”的投资评级。09 年经济减速将导致广告代理商出现分化，报业上市公司的增长前景依赖于区域垄断优势，而强势电视媒体的广告受经济减速影响小。相关上市公司中，我们看好博瑞传播和新华传媒的区域垄断优势，而东方明珠、中视传媒和电广传媒代理的是强势媒体广告，受经济减速影响较小。

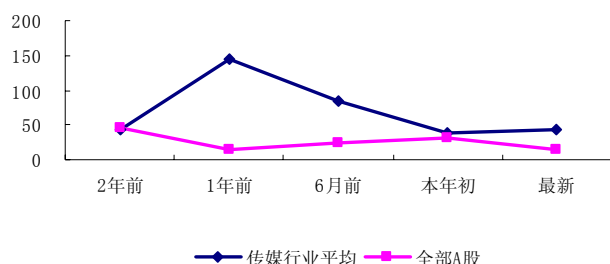


表 12: 重点跟踪公司投资评级和投资要点

公司名称	09 年业绩预测	投资评级	投资要点
博瑞传播	每股收益 0.56 元, 业绩增长 17.9%	推荐 (维持)	现有的媒体经营业务具备区域垄断优势, 外延式扩张来自于户外广告业务和印刷资产的整合, 资产盈利能力强, 盈利稳定增长 20% 左右。
电广传媒	每股收益 0.29 元, 业绩增长 49.8%	谨慎推荐 (上调)	有线网络业务增长来自收入增长、整转资本压力减轻以及县市网络公司的整合, 广告代理业务预计仍保持增长, 公司 09 年业绩在 08 年下降的基础上将快速增长。由于投资收益的不确定性, 公司业绩波动大。
新华传媒	每股收益 0.41 元, 业绩增长-7%	谨慎推荐 (维持)	公司是上海区域平面媒体广告代理龙头, 报纸广告定价能力强, 预计 09 年受经济减速影响小, 但外延式扩张机遇少。
歌华有线	每股收益 0.25 元, 业绩增长-19.3%	中性 (下调)	尽管信息业务收入是公司业务增长亮点, 由于资本投入导致公司毛利率水平的下降再加之 09 年所得税率的调整, 预计 09 年公司净利润下降 20%。股价催化剂在于提高收视费。
东方明珠	每股收益 0.10 元, 业绩增长-34%	中性 (维持)	09 年是公司业绩增长低谷, 尽管现有业务小幅增长, 由于投资收益的减少、财务费用增加以及所得税率逐渐上升, 预计 2009 年净利润将下降 32%。世博会给公司股价带来想象空间。

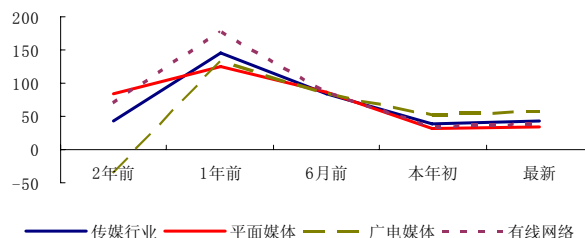
数据来源: 长城证券研究所

图 51: 传媒行业滚动市盈率下降到 42 倍



数据来源: WIND, 长城证券研究所

图 52: 传媒子行业的滚动市盈率—平面媒体 PE 最低



备注: 股价取自 2009 年 1 月 14 日

表 13: 重点传媒公司市盈率

20090114							
股票代码	公司名称	评级	股价	08EPS	09EPS	08PE	09PE
600880	博瑞传播	推荐	12.94	0.47	0.56	27	23
000917	电广传媒	谨慎推荐	15.15	0.19	0.29	78	52
600825	新华传媒	谨慎推荐	14.13	0.44	0.41	32	34
600037	歌华有线	中性	10.8	0.32	0.25	34	43
600832	东方明珠	中性	7.57	0.15	0.10	50	76

数据来源: 长城证券研究所

研究员介绍:

刘月平: 特许金融分析师, 中国注册会计师, 上海财经大学会计学硕士, 8年证券行业从业经历, 任旅游、传媒行业研究员。

研究员承诺:

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券研究所
地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层
邮编: 518034
传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编: 100044
传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com/gws.com>