

赵宇杰
 0755-82943293
 zhaoyj@cmschina.com.cn

2009年6月15日

沧海横流，买方付费终显英雄本色

传媒行业2009年中期投资策略（大传媒时代第五部）

信息技术

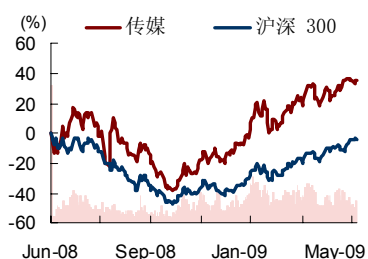
上证指数 **2790**

行业规模

		占比%
股票家数（只）	20	1.3
总市值（亿元）	1612	0.8
流通市值（亿元）	1283	1.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	11.6	61.5	31.0
相对表现	2.9	16.7	36.7



相关报告

- 1、大传媒第四部：《全民娱乐时代，传媒公司价值提升的路径研究》
12/08
- 2、大传媒第三部：《四象限模型：传媒投资因“你”随“时”而动》
6/11/2008
- 3、大传媒第二部：《三级划分，构建传媒公司价值评判标杆》
5/18/2008
- 4、大传媒第一部：《大传媒时代：新旧媒体融合，演义传媒新格局》
3/7/2008
- 5、《博瑞传播“共赢模式”是博瑞代理商报广告保持稳健的基石》
4/7/2009
- 6、《天威视讯数字化将为天威整合市网络创造有利契机》
3/1/2009
- 7、《歌华有线注重细节改善提升用户价值，后续发展值得期待》
4/29/09

传媒

推荐（维持）

本文重点回顾了传媒领域不同细分行业从去年到今年1季度的经营表现，得出判断：在宏观经济不景气的背景下，采取不同收费模式的行业及公司呈现出明显的两极分化。卖方（企业或个人）付费为主的行业及公司难言防御性，广告业整体表现疲软，网络广告与“类分众模式”的户外液晶广告业1季度更是出现明显下滑；但买方付费（消费者）为主的行业及公司，由于是小额支付，则表现出极强的抗周期性和成长性，最具说服力的就是网游、电影行业及腾讯1季度的强劲表现。

- **卖方付费模式整体表现疲软，难言防御性。**广告行业是典型的卖方付费为主的行业，整体收入在国内传媒产业中占据半壁江山。广告行业今年1季度整体表现疲软，难言防御性；同时数据表明1季度网络媒体与户外液晶媒体在广告市场的表现要逊色于传统媒体。传统媒体中，电视广告虽仍保持第一大媒体地位，但后续面临挑战加大；而传统户外广告价值则在受政府政策调控后，得到极大提升。新型媒体广告在积极应对危机时，出现新媒体间、以及新媒体与传统户外广告间尝试融合的新趋势。
- **买方付费模式由于其小额支付的特点，表现出明显的抗周期性和成长性。**买方付费包括网游、电影、有线电视网等产业，其中网游、电影1季度分别同比增长32%、48%，保持快速增长势头，与广告行业形成鲜明对比。其中最具代表性的就是腾讯08年与今年1季度超完美的年报表现，分别实现87%、75%的高速增长。我们同时选取四大门户网站进行对比，只有新浪由于主要依赖广告业务而1季度表现疲软，另三大门户网站则凭借买方付费的网游业务及社区类增值业务而取得强劲增长。
- **投资策略：自上而下选择买方付费的公司，自下而上把握商业模式有特点的公司。**首先我们认为小额支付的买方付费模式更具抗周期性和抗风险能力，收入出现下行的风险较小，A股传媒相关行业包括有线网络、图书出版发行及新近增加的网游行业。第二个投资逻辑是把握商业模式有特点的公司，理由是卖方付费模式的公司并非绝对的都表现出周期性，也有通过积极创新商业模式具备较强的抗周期性和成长性的公司，代表公司如海外上市的百度、华视传媒，A股有博瑞传播，北巴传媒也表现出弱周期的特点。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
博瑞传播	19.3	0.75	0.94	1.09	25.7	20.5	6.5	强烈推荐-A
天威视讯	14.4	0.30	0.39	0.57	48.4	37.4	3.1	强烈推荐-A
歌华有线	11.4	0.22	0.24	0.33	51.3	46.7	2.7	审慎推荐-A
北巴传媒	11.6	0.38	0.56	0.72	30.5	20.7	5.1	审慎推荐-A
广电网络	8.1	0.29	0.42	0.58	27.7	19.1	2.2	审慎推荐-A
电广传媒	15.8	0.27	0.33	0.35	58.0	48.3	3.7	审慎推荐-A
新华传媒	17.4	0.47	0.53	0.62	37.0	31.9	5.1	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、收费模式不同，决定传媒各子行业面临全球金融海啸呈现两极分化	4
二、卖方付费模式整体表现疲软，难言防御性.....	5
三、买方付费模式表现出明显的抗周期性和成长性	12
四、投资策略：自上而下选择买方付费公司，自下而上把握商业模式有特点的公司	14
五、重点公司	15
博瑞传播——网游业务推动公司业绩快速增长（强烈推荐-A）	15
天威视讯——后续三大要点值得关注（强烈推荐-A）	16
歌华有线——注重细节改善提升用户价值（审慎推荐-A）	17
广电网络——力争年底达到 200 万数字终端（审慎推荐-A）	18

图表目录

表 1、传媒行业收费模式可归纳为买方或卖方付费两大类型	4
图 1、2008 年国内传媒产业细分结构图.....	5
图 2、06~08 年国内传媒各细分产业继续保持增长态势	5
图 3、国内广告行业收入占到国内传媒产业的半壁江山	5
图 4、国内传媒产业继续保持稳健的增长态势.....	5
图 5、广告行业今年 1 季度整体表现疲软	6
图 6、传统媒体 1 季度广告花费总量增速放缓	6
图 7、网络广告 1 季度同比、环比均出现明显下滑	6
图 8、户外液晶广告 1 季度同比、环比均出现明显下滑	6
图 9、传统媒体 1 季度广告花费投放中仅电视略微增长	7
图 10、重大事件的发生明显带动观众收看时长的增加	7
图 11、08 年人均每日收视时长 175 分钟，同比增 3 分钟	7
图 12、在 08 年收视时长增长情况下晚间观众仍在流失.....	7
图 13、传统户外广告收入 08 年出现下降只是表面现象.....	8
图 14、事实是户外广告经过政府调控后广告价值显现.....	8
图 15、新浪广告 1 季度同比、环比均出现明显下滑	9
图 16、搜狐广告自去年 4 季度开始环比下滑幅度加大.....	9

图 17、腾讯 1 季度环比降幅加大，同比仅微幅增长 1 个点	9
图 18、网易广告 1 季度同比、环比均出现大幅下滑	9
图 19、搜索引擎广告整体表现好于品牌网络广告	9
图 20、百度 1 季度同比仍保持高增长，环比略有下降	9
图 21、户外液晶广告前 4 大领域仅公交地铁保持增长	10
图 22、华视传媒同比仍保持极高增长态势	10
图 23、航美 1 季度同比增速放缓，同时环比出现下滑	10
图 24、分众 1 季度同比、环比均出现明显下滑	10
图 25、新浪合并分众示意图	11
图 26、电视观众与网民平均每周上网小时数对比	11
图 27、随着网民的网龄越长，使用互联网时间越长	11
图 28、电视观众呈献老龄化特征	11
图 29、互联网用户呈现年轻化特征	11
图 30、国内网民数量保持快速增长态势	12
图 31、国内各大媒体类型广告占广告总收入的份额	12
图 32、网络经济中个人付费市场表现优于企业付费市场	12
图 33、1 季度国内网络游戏市场继续保持快速增长	12
图 34、1 季度国内电影票房继续保持强劲增长	12
图 35、腾讯凭借“虚拟价值+社区化”模式成长迅速	13
图 36、网易 1 季度依靠网游降低广告下滑对收入的影响	13
图 37、搜狐 1 季度依靠网游降低广告波动对收入的影响	13
图 38、新浪以广告为主的收费模式受宏观经济影响大	13

一、收费模式不同，决定传媒各子行业面临全球金融海啸呈现两极分化

我们在去年 12 月份的《传媒行业 2009 年度投资策略—全民娱乐时代，传媒公司价值提升的路径研究》报告中指出：传媒行业存在买方（消费者）或卖方（企业或个人）付费两种模式，并强调在宏观经济不景气时，买方付费的传媒公司，比卖方付费的传媒公司表现出更好的抗周期性和抵御风险的能力。

而此轮由美国次贷危机引起的全球金融海啸的出现，无疑提供了近距离检验我们分析判断是否正确的绝佳窗口。通过横向、纵向的对比分析国内传媒领域各细分行业从去年 4 季度到今年 1 季度的经营表现，充分印证了我们的判断：即以卖方付费为主的行业及公司难言防御性，广告行业整体表现疲软，网络广告与“类分众模式”的户外液晶广告行业 1 季度更是出现明显下滑；而以买方付费为主的行业及公司表现却异常抢眼，最具说服力的就是网游、电影行业持续的强劲增长，和腾讯公司 08 年报及今年 1 季报的超完美表现。

表 1、传媒行业收费模式可归纳为买方或卖方付费两大类型

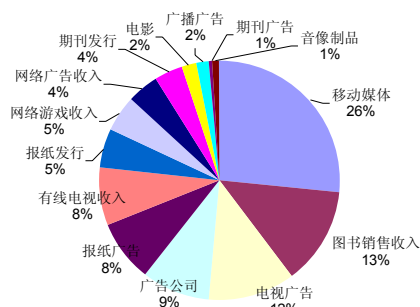
具体收费模式		举例说明	典型公司
买方 (消费者) 付费	内容提供费	电影票房收入，付费频道收入，游戏软件、音乐 CD 销售收入，报刊、杂志发行收入等	华谊兄弟、欧洲足球、电子艺界 EA、成都商报等
	功能服务费	网络游戏为玩家提供虚拟装备的收入；QQ 为用户提供虚拟服装（QQ 秀）和 QQ 空间装饰道具的收入	盛大、巨人、腾讯等
	广告收入	传媒行业最为主流的盈利模式，通过将消费者的注意力售卖给广告主从而实现其商业价值	报刊杂志、广播、电视、门户网站、百度等
	平台/通道使用费	如部分频道或内容提供商以向有线网络运营商支付平台/通道使用费，而自身靠广告收入盈利	天威视讯（NVOD-电影频道）等
卖方 (企业或个人) 付费	分成模式	有线网络运营商与内容提供商、平台集成商对付费频道收入按比例分成；游戏机厂商从相关游戏软件开发商所卖游戏软件收入中按一定比例或金额分成等	天威视讯、任天堂等
	佣金收入或增值服务	在线拍卖巨头 eBay 向卖家收取商品登陆费和交易佣金(但 eBay 的收费模式在中国受到淘宝网“免费模式”的极大冲击)等；电子商务企业阿里巴巴通过向供应商（特指有意加强对目标客户即买家进行推广的供应商）提供付费会籍计划及增值服务获取收益 强调：阿里巴巴收取的不是佣金收入，与 eBay 收费模式明显不同	eBay、阿里巴巴等
	版权费	将卡通形象、文学作品等授权给相关企业进行衍生产品开发经营，或改编成电影、游戏等	迪斯尼、时代华纳、宏梦卡通、起点中文网（鬼吹灯等）

资料来源：招商证券研发中心

二、卖方付费模式整体表现疲软，难言防御性

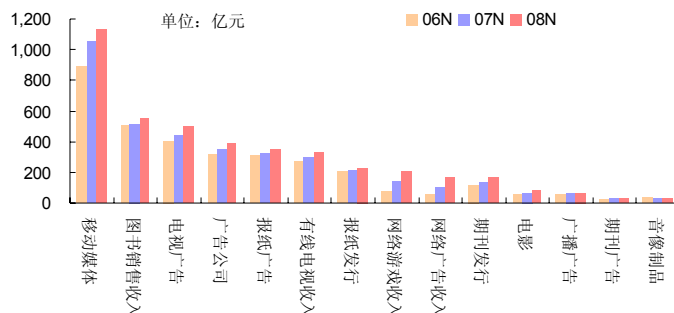
广告行业是典型的卖方付费为主的行业，也是传媒产业中最为主流的盈利模式，整体收入在国内传媒产业中占据半壁江山。虽近年来随着网络经济与手机增值服务业的快速发展，广告行业收入在国内传媒产业中的比重逐年下降，但 08 年仍占到 45% 的比例。因此，我们以广告行业作为卖方付费的典型，来分析在面临金融海啸时其具体表现。

图 1、2008 年国内传媒产业细分结构图



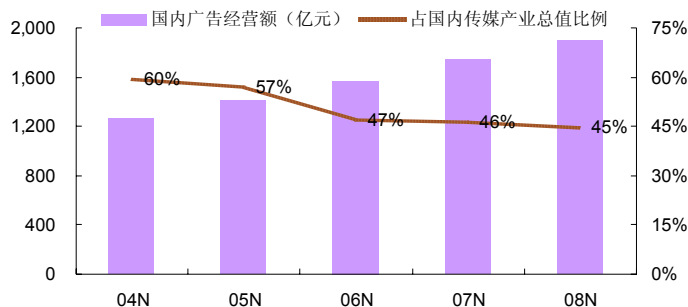
资料来源：招商证券研发中心

图 2、06~08 年国内传媒各细分产业继续保持增长态势



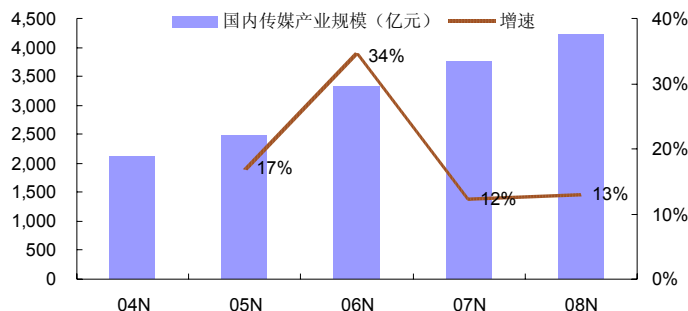
资料来源：招商证券研发中心

图 3、国内广告行业收入占到国内传媒产业的半壁江山



资料来源：招商证券研发中心

图 4、国内传媒产业继续保持稳健的增长态势



资料来源：招商证券研发中心

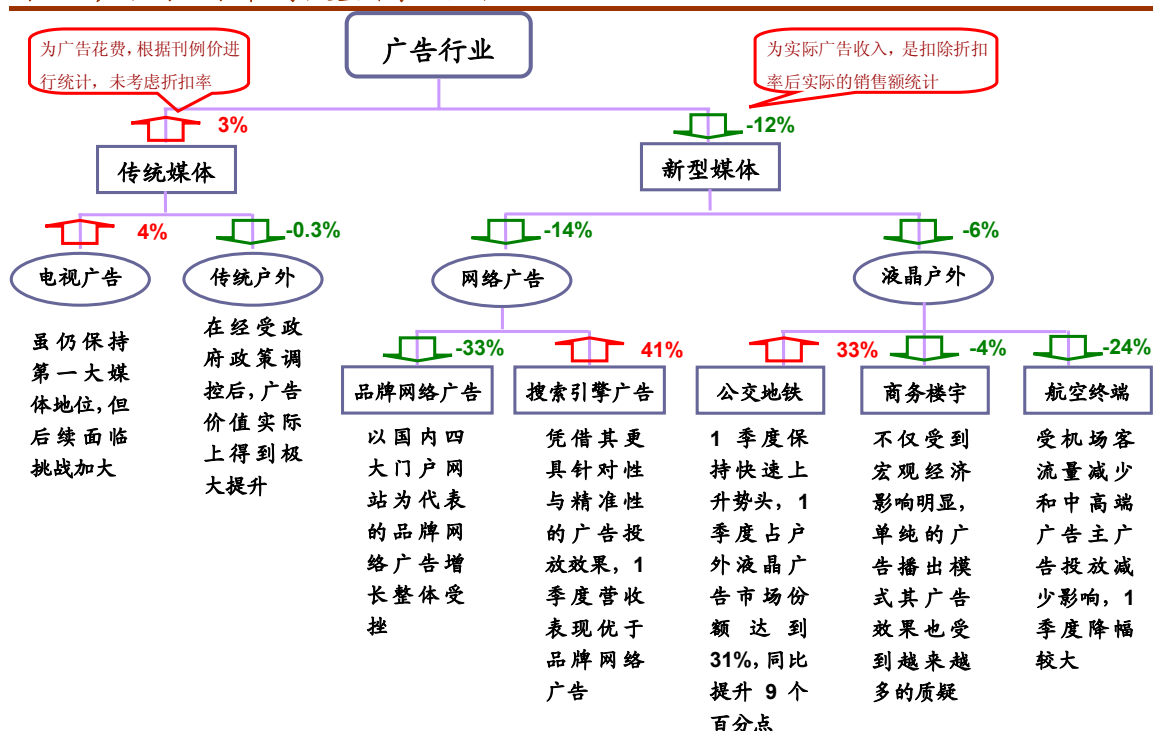
我们通过统计、分析相关行业及公司近年来的年度与季度数据表现，得出以下判断：

1、广告行业今年 1 季度整体表现疲软，难言防御性；同时与我们的感性认识相反，数据表明 1 季度网络媒体与户外液晶媒体在广告市场的表现要逊色于传统媒体

相关研究机构数据显示，今年 1 季度传统媒体广告花费总量增速放缓，仅同比增长 3%，明显低于前两年同期 12% 和 17% 的增幅。而网络广告与户外液晶广告市场更是明显下滑，分别同比下滑 14% 和 6.2%，环比下滑程度更大，下滑幅度均为 25%。

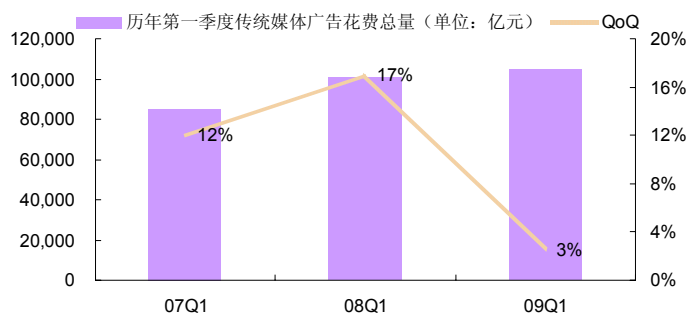
我们分析认为，在经济不景气和广告主广告预算压缩的情况下，广告主的媒介组合投放策略趋于保守、谨慎，会更加认可熟悉程度更高的传统媒体的广告价值；相反对于网络广告和户外液晶广告此类新型媒体，由于广告主对其广告价值的充分认可还需要一个长期的观察、熟悉过程；因此，最终选择适当减少在新媒体领域的广告投放，而尽量保证在传统媒体的广告投放，就成为广告主在权衡利弊后的理性选择。

图 5、广告行业今年1季度整体表现疲软



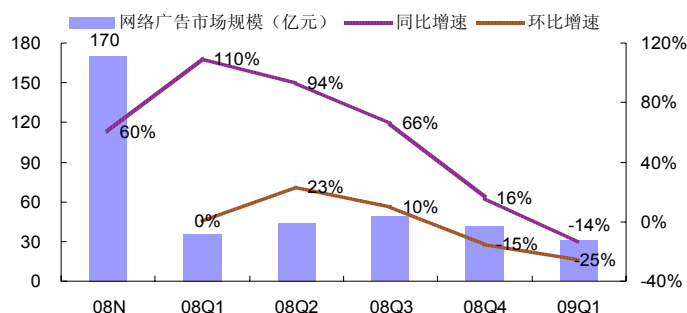
资料来源：招商证券研发中心

图 6、传统媒体1季度广告花费总量增速放缓



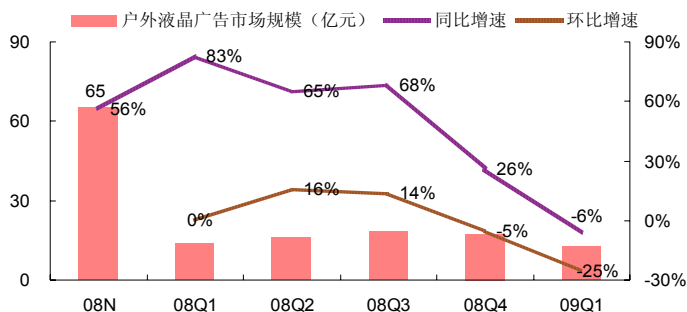
资料来源：CTR、招商证券研发中心

图 7、网络广告1季度同比、环比均出现明显下滑



资料来源：CTR、招商证券研发中心

图 8、户外液晶广告1季度同比、环比均出现明显下滑



资料来源：艾瑞、招商证券研发中心

备注：

CTR 每年的媒体监测范围会有调整，每年广告花费总量为当年绝对量，同比增长按前一年监测的基准范围计算；

广告花费不同于实际广告经营额，广告花费监测时按媒体刊例价进行统计；但在广告实际投放过程中，媒体公司均会给予广告客户一定比例的折扣，因此广告花费并不等同于广告经营额，但具有一定的参考意义；

广告经营额的统计可理解为广告资源在售卖过程中，扣除折扣率后实际的销售额统计。其中网络广告与户外液晶广告的季度数据，就是实际的广告经营额。

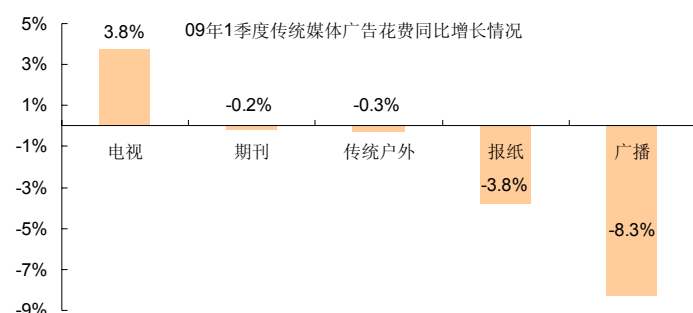
2、传统媒体中，电视广告虽仍保持第一大媒体地位，但后续面临挑战加大；而传统户外广告价值则在受政府政策调控后，得到极大提升

➤ 电视媒体短期仍将保持第一媒体地位，但长期发展将面临严峻挑战

我们从图 8 可发现，在今年 1 季度绝大部分媒体广告均出现不同程度下滑的情况下，电视广告仍保持一支独秀，实现了 3.8% 的增长。从图 9 和图 10 中我们可更为清晰的看到 08 年“汶川地震”和“奥运赛事”两大重大事件的发生，对观众收视时长增加的明显带动效应；08 年人均收视量比 07 年增加 3 分钟达到 175 分钟，表明电视媒体的公信力与权威性目前还没有其他媒体能够取代，每逢重大事件时电视媒体仍是绝大部分观众的首选媒体。

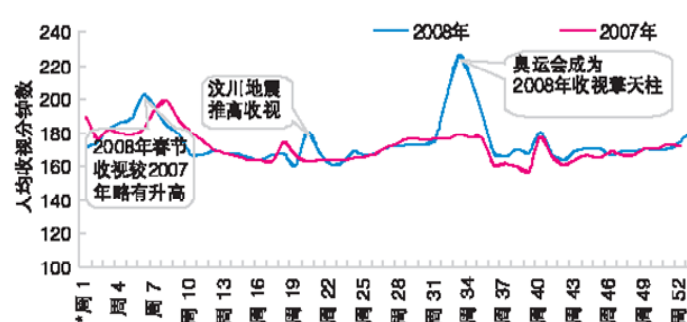
我们在看到电视媒体继续保持领先优势的同时，也应注意到后续所面临的严峻挑战。近 12 年来观众平均每日收视时长为 180 分钟，一方面表明观众常年形成的收视习惯并不会轻易发生明显的变化；但另一方面观察近年来观众人均每日收视时长的变化，可看出收视时长呈下降趋势；而更为重要的是，即使在 08 年观众人均每日收视时长增加的情况下，我们也发现晚上“黄金时段”的观众是在流失（图 11），这表明新媒体的发展（网络视频、网络游戏、网络社区等的出现和普及）、电视媒体间同质化的竞争（多数电视频道均靠电视剧来赢取收视率，真正像湖南卫视这样特色鲜明和具备持续创新能力的电视媒体少之又少），以及人们生活节奏的加快，在一定程度上压缩了观众的收视时间。

图 9、传统媒体1季度广告花费投放中仅电视略微增长



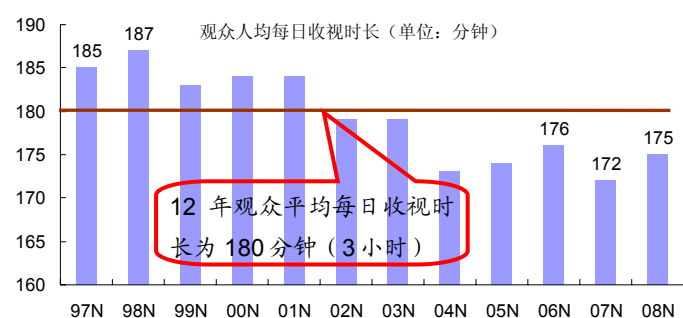
资料来源：招商证券研发中心

图 10、重大事件的发生明显带动观众收看时长的增加



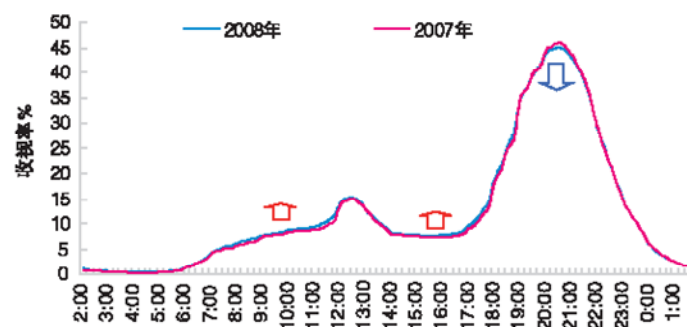
资料来源：招商证券研发中心

图 11、08年人均每日收视时长175分钟，同比增3分钟



资料来源：招商证券研发中心

图 12、在08年收视时长增长情况下晚间观众仍在流失

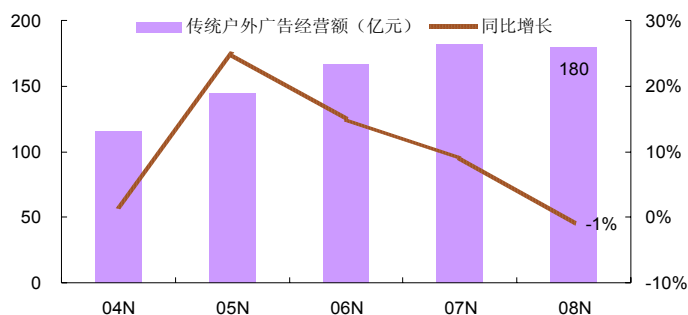


资料来源：招商证券研发中心

➤ 传统户外广告在经受政府政策调控后，广告价值实际上得到极大提升

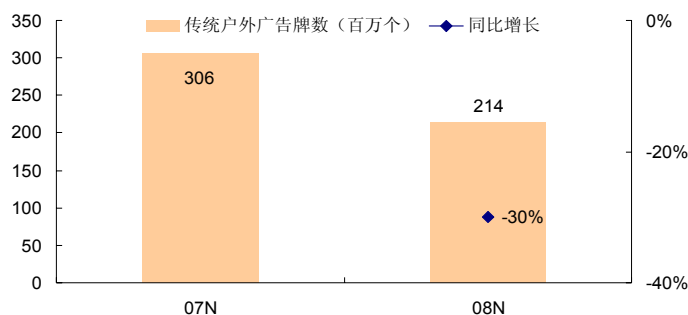
我们认为传统户外 08 年和今年 1 季度分别下降 1% 和 0.3%，仅是表象；实际情况是大部分城市的传统户外广告在经过整顿后，广告价值已得到了明显的改善和提升。08 年传统户外广告市场的广告牌数由 07 年的 306 万个，减少到 214 万，下降幅度达到 30%；但 08 年的收入仅下降 1%，表明单位传统广告牌的销售价格得到了大幅度的提升，并且广告主对规范整顿后的传统户外价值也给予充分的肯定。

图 13、传统户外广告收入 08 年出现下降只是表面现象



资料来源：招商证券研发中心

图 14、事实是户外广告经过政府调控后广告价值显现



资料来源：招商证券研发中心

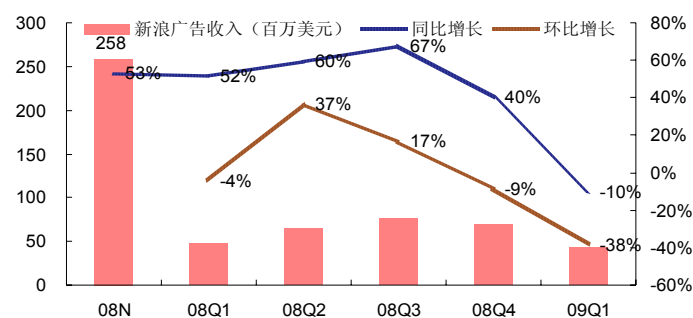
3、新型媒体广告中，网络广告和户外液晶广告在多年保持快速增长后，同样受到宏观经济影响而出现下滑；在积极应对危机时，出现两种新媒体间、以及新媒体与传统户外广告间尝试融合的新趋势

➤ 以国内四大门户网站为代表的品牌网络广告增长整体受挫，而搜索引擎广告表现则好于网络品牌广告

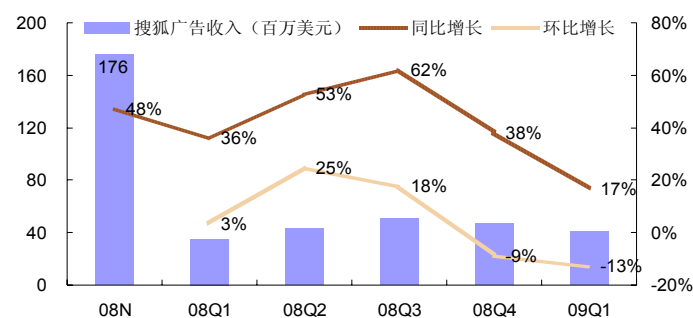
网络广告可分为品牌网络广告和搜索引擎广告；搜索引擎广告即用户通过百度、GOOGLE 等搜索引擎进行关键词搜索时，出现在搜索结果中的各类广告形式，如百度的竞价排名广告、和 GOOGLE 的 AdWords（AdWords 是面向广告客户的，而 AdSense 是 GOOGLE 与其他网站合作，并在合作伙伴的内容网页上展示相关性较高的 Google 广告，并且这些广告不会过分夸张醒目；并为合作网站带来经济效益）等；品牌网络广告进一步细分包括品牌图形广告、固定文字链广告、分类广告、富媒体广告和电子邮件广告等形式，门户网站上的广告基本上都属于品牌网络广告。

以四大门户网站为代表的品牌网络广告增长整体受挫，其中新浪、腾讯、网易 1 季度同比、环比均出现明显下滑，搜狐虽同比增长 17%，但环比也出现 13% 的下降。而搜索引擎广告则表现抢眼，1 季度仍然保持 41% 的快速发展；龙头搜索引擎企业百度 1 季度同比增速也保持与行业同样的增速。

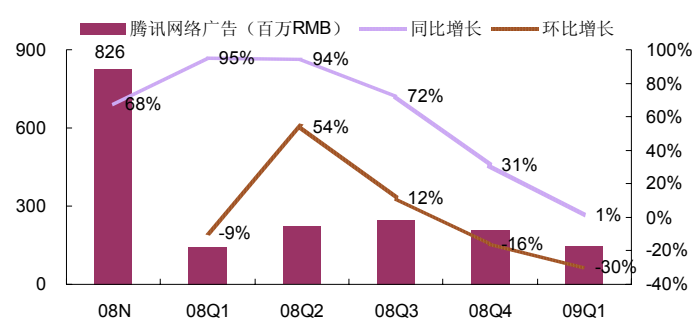
搜索引擎广告与品牌网络广告在表现上的差异，可分析为面向客户群的不同和广告主预算压缩下营销投放更重实效。搜索引擎广告所面向的广告主多以中小企业为主，此类企业广告预算并不充裕，加上处于经济困难期，中小企业更愿意积极尝试针对性和精准性更强的搜索引擎广告，从而推动搜索引擎广告 1 季度同比增长 41%；而品牌网络广告所面向的广告主则以中高端品牌客户为主，此类企业在经济环境好时，愿意进行多媒体投放（包括互联网），但在经济环境不好和企业广告预算压缩时，此类客户对传统媒体会更加信赖，从而减少在互联网上的品牌网络广告的投放。

图 15、新浪广告1季度同比、环比均出现明显下滑


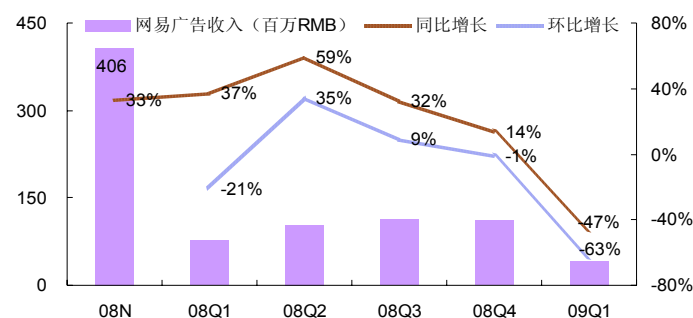
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 16、搜狐广告自去年4季度开始环比下滑幅度加大


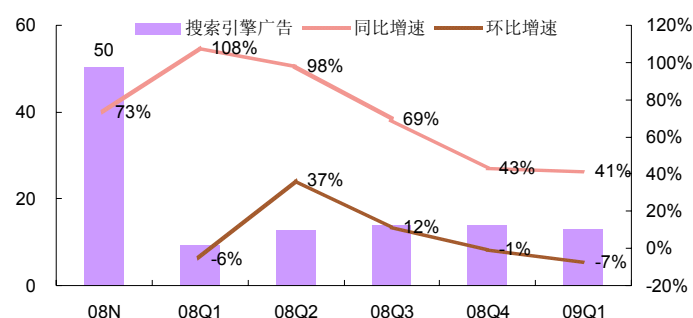
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 17、腾讯1季度环比降幅加大，同比仅微幅增长1个点


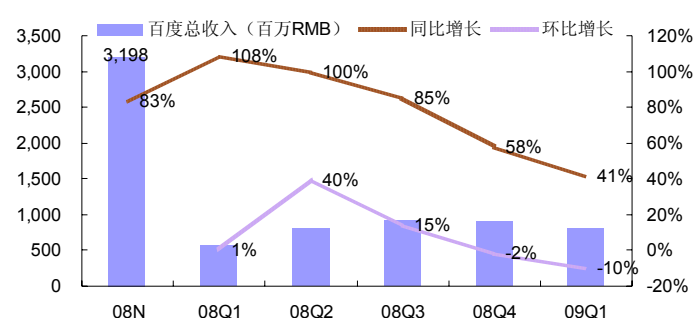
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 18、网易广告1季度同比、环比均出现大幅下滑


资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 19、搜索引擎广告整体表现好于品牌网络广告


资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 20、百度1季度同比仍保持高增长，环比略有下降


资料来源：公司公告、招商证券研发中心

➤ 户外液晶广告市场虽整体表现疲软，但各细分市场仍呈现出明显的分化趋势

国内户外液晶广告市场受宏观经济影响，该市场整体疲软，去年4季度与今年1季度分别出现环比和同比的下滑（图7）。目前的户外液晶广告市场可谓是深度细分，每个渠道的媒体都有其独特的核心价值，不过各细分市场受宏观经济影响仍呈现出明显的分化趋势；其中商业楼宇、公交地铁、航空终端作为户外液晶广告发展最为成熟的三大领域，就因为针对不同的消费人群而表现各异；其中公交地铁表现最为稳健，航空、商业楼宇市场则出现不同程度的下降。

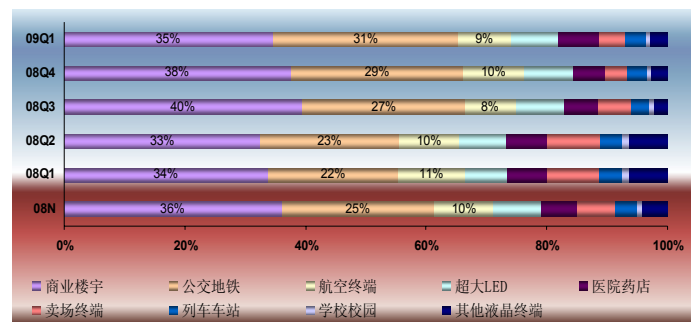
公交地铁液晶广告市场，仍保持快速上升势头，占户外液晶广告市场份额从去年1季度的22%迅速提升到今年1季度的31%。与楼宇、航空市场相比，公交地铁液晶广告主要面向的是大众消费者，该受众群人数众多，质量成阶梯型分布，能满足国内广告主的多方面需求，而且其主要行业客户快消品抵御金融危机的能力也较强。从华视传媒的收入数据也可看到，即使是去年4季度与今年1季度，同比仍保持100%以上的增幅。

航空液晶广告市场，由于受到机场客流量减少和中高端广告主广告投放减少影响，1季

度广告投放同比下降 24%。从航美传媒的收入数据也可看到, 1 季度与前几个相比, 同比增速明显放缓, 同时环比也出现 19% 的降幅。

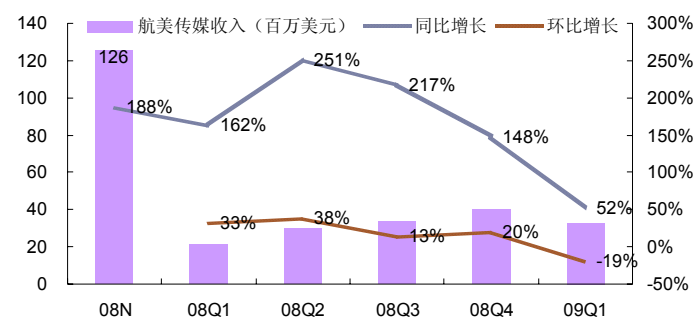
商业楼宇液晶广告市场, 不仅受到宏观经济因素的影响, 单纯广告播出模式的广告效果也受到越来越多的质疑。分众传媒 08 年下半年起疲软的营收表现就很好说明了这一点。商务楼宇广告和公交地铁、航空终端广告实际上都是充分利用人们无聊时间的眼球价值进而转化广告价值, 但当人们熟悉这种形式后, 如果没有优秀的内容作为吸引, 受众新鲜感会逐渐减少, 从而导致对媒体自身受关注度下降, 进而导致广告传播效果的降低。这也是华视传媒和航美传媒以“内容+广告”为经营模式的原因。因此我们认为以分众为代表的商业楼宇液晶广告的经营模式需改变单一播放广告的模式, 可尝试采取“内容+广告”的方式重新夺回受众无聊的眼球经济。

图 21、户外液晶广告前4大领域仅公交地铁保持增长



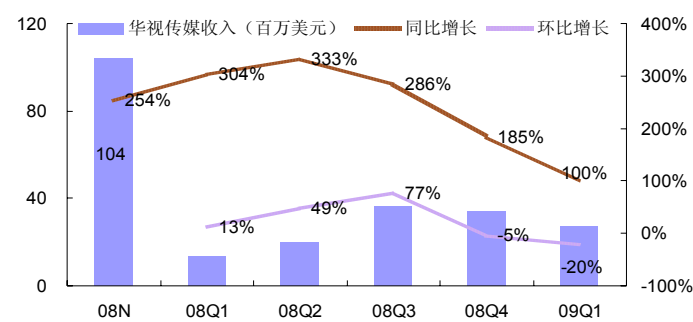
资料来源: 招商证券研发中心

图 23、航美1季度同比增速放缓, 同时环比出现下滑



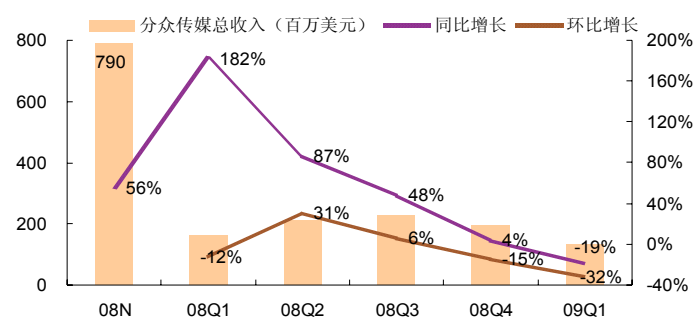
资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

图 22、华视传媒同比仍保持极高增长态势



资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

图 24、分众1季度同比、环比均出现明显下滑



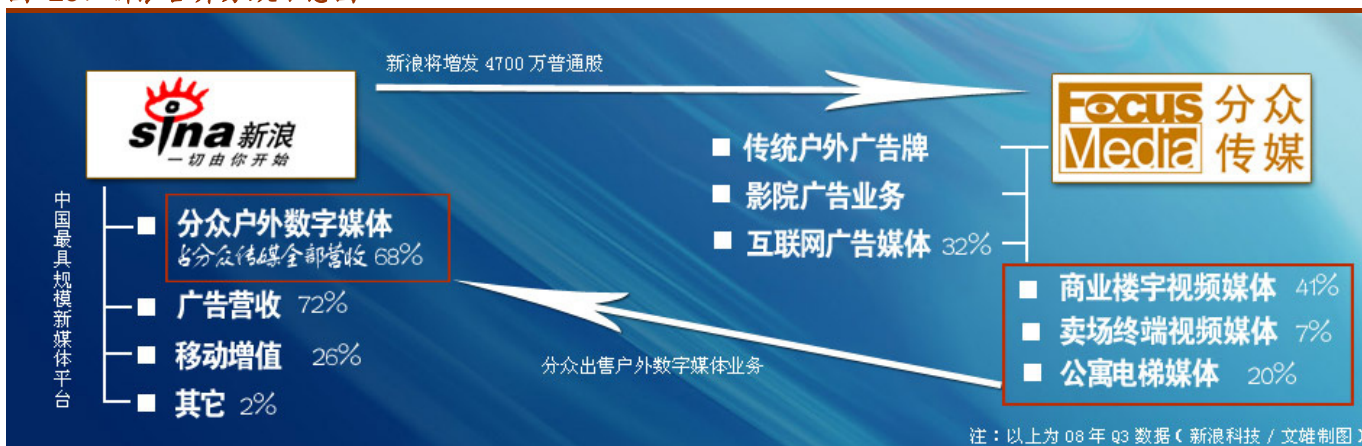
资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

➤ 在积极化解危机时, 出现以网络广告和户外液晶广告为代表的新媒体相互间、以及新媒体与同渠道的传统户外广告间尝试融合、和新媒体跨渠道拓展等新趋势

不同类型的新媒体间强强联手, 尝试深度融合。新浪与分众户外数字广告业务的合并(目前未开始合并, 仍在等待商务部的审批), 是在广告这样一个商业模式之下进行的多元化尝试, 目的在于获取不同类型的新媒体形式, 从而为广告主提供更全面的整合营销服务。

新媒体与同渠道的传统户外广告间融合扩充产品线, 跨渠道拓展扩大覆盖面。航美传媒近来开始在机场传统媒体和机场外的中高端渠道进行布局。航美传媒在传统户外媒体扩张方面已有建树, 今年 1 季度在北京、深圳机场已经取得传统媒体运营权, 这可使航美传媒通过收购同渠道的传统媒体资源, 扩充产品线; 除机场渠道外, 航美传媒近期还获得了中石化全国超过 2.8 万座加油站的媒体独家经营权, 合同期 6 年。此项合作使航美传媒对中高端人群的触媒频次有较大增加, 与机场形成互补, 巩固了其在触及中高端人群上的优势。

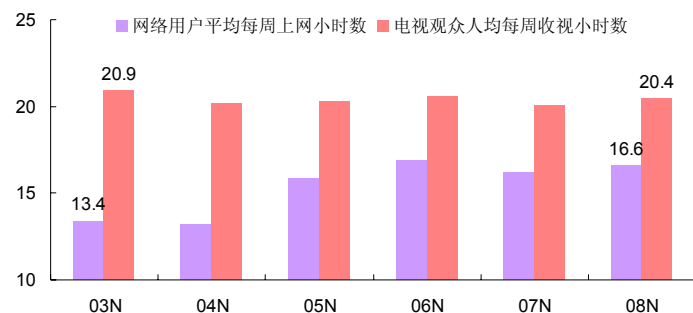
图 25、新浪合并分众示意图



资料来源：新浪、招商证券研发中心

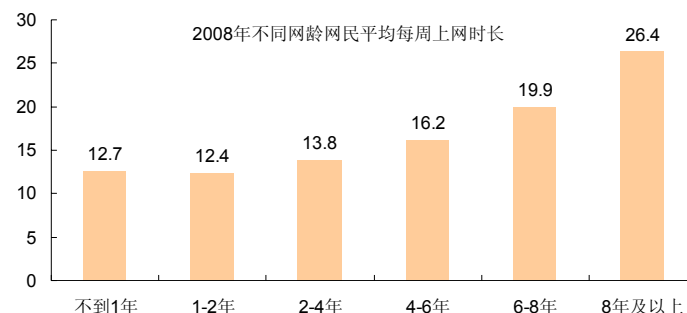
- 4、最新的四大广告媒体格局分别是电视、报纸、户外（包括传统户外与液晶户外广告）和互联网；对于未来 5~10 年的媒体广告竞争格局演变分析判断，我们认为报纸将不可避免的被户外广告与网络广告所超越，未来第一大媒体的争夺战将在电视与互联网中展开。

图 26、电视观众与网民平均每周上网小时数对比



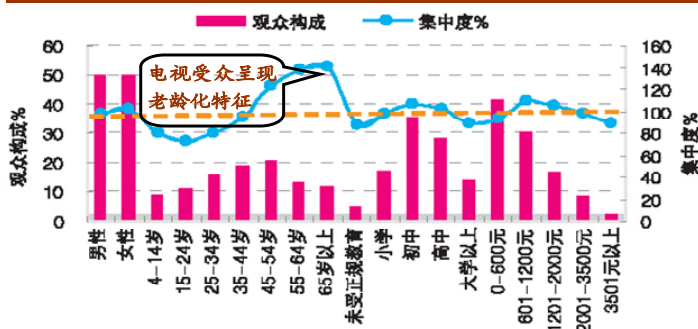
资料来源：招商证券研发中心

图 27、随着网民的网龄越长，使用互联网时间越长



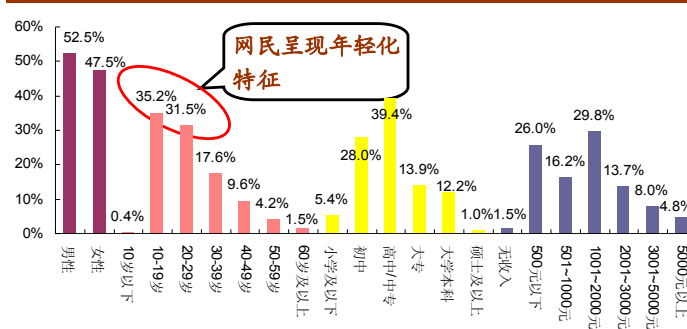
资料来源：招商证券研发中心

图 28、电视观众呈献老龄化特征

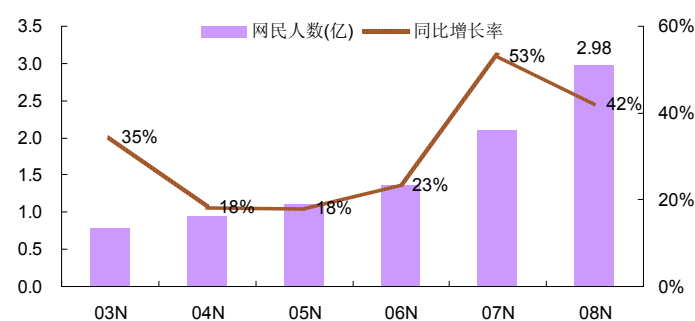


资料来源：招商证券研发中心

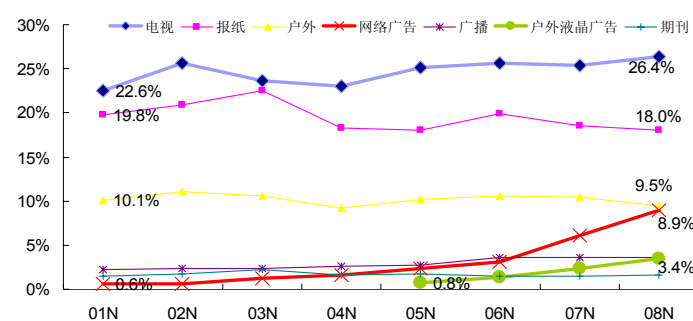
图 29、互联网用户呈现年轻化特征



资料来源：招商证券研发中心

图 30、国内网民数量保持快速增长态势


资料来源：招商证券研发中心

图 31、国内各大媒体类型广告占广告总收入的份额


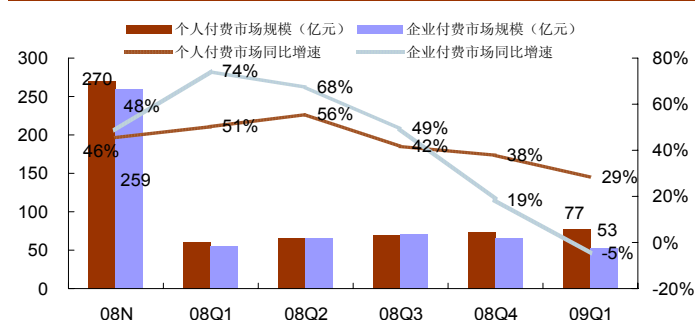
资料来源：招商证券研发中心

三、买方付费模式表现出明显的抗周期性和成长性

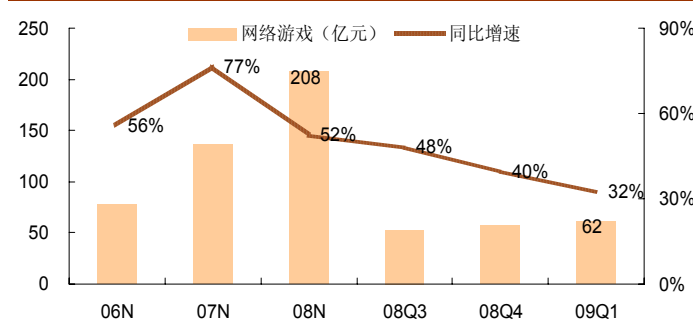
买方付费即传统公司通过向消费者提供内容或功能服务，从而收取内容或功能服务费；如网游、电影、有线电视网等产业均属于买方付费。我们从图 31~33 可以明显看到该领域受宏观经济影响较小，仍保持着快速增长势头，表现出明显的抗周期性和成长性，与广告行业形成鲜明的对比。

今年 1 季度网络经济中个人付费市场、网络游戏、电影票房仍保持快速发展：

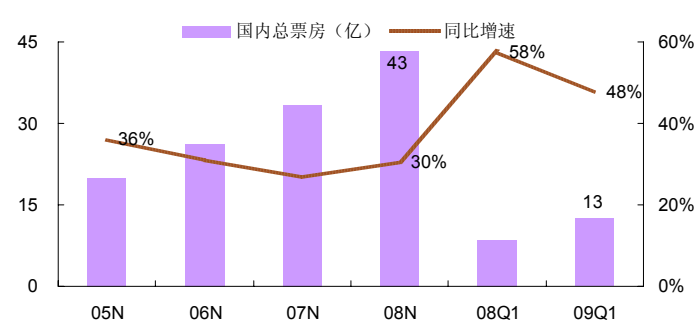
- 网络经济中个人付费市场与企业付费市场形成明显的对比，个人付费市场同比增长 29%，企业付费市场却同比下滑 5%；
- 国内网游市场规模同比增长 32%，游戏收入达到 62 亿元；
- 国内电影票房同比增长 48%，总票房达到 13 亿元；

图 32、网络经济中个人付费市场表现优于企业付费市场


资料来源：广电总局、招商证券研发中心

图 33、1 季度国内网络游戏市场继续保持快速增长


资料来源：艾瑞、招商证券研发中心

图 34、1 季度国内电影票房继续保持强劲增长


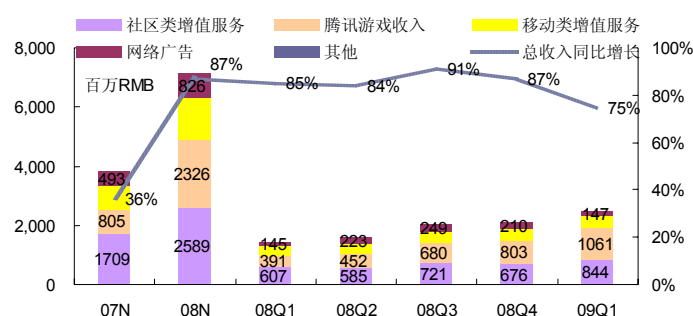
资料来源：艾瑞、招商证券研发中心

备注：互联网经济中按收费模式不同，可分为个人付费市场与企业付费市场，个人付费市场主要包括网络游戏、旅行预订、网络社区互联网增值服务等；企业付费市场主要包括网络广告、网上招聘、B2B 电子商务等

我们在此选取四大门户进行对比,可直观地发现买方付费为主的公司比卖方付费为主的公司更具抗周期性和抗风险能力。

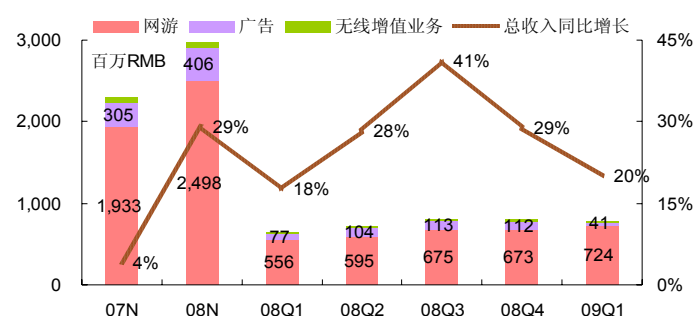
- 网易、搜狐作为传统的门户网站,近年来网游业务已成为其中流砥柱,在广告业务普遍受宏观经济影响的情况下,同比仍然保持快速增长,抵御风险能力大大加强;
- 腾讯凭借其“虚拟价值+社区化”的发展模式,买方付费业务包括社区类增值服务、游戏业务和移动增值业务;卖方付费的广告业务占总收入比例极小,今年1季度仅占总收入的5.9%。腾讯在表现出抗周期性的同时,也表现出极强的成长性,08年与今年1季度收入同比增速分别为85%、75%;
- 与此对应的新浪一直坚持“门户+广告”的发展模式,近来也加强网站社区化建设,但收费模式上仍以广告为主;因此此次受宏观经济影响比较,具有明显的周期性。

图 35、腾讯凭借“虚拟价值+社区化”模式成长迅速



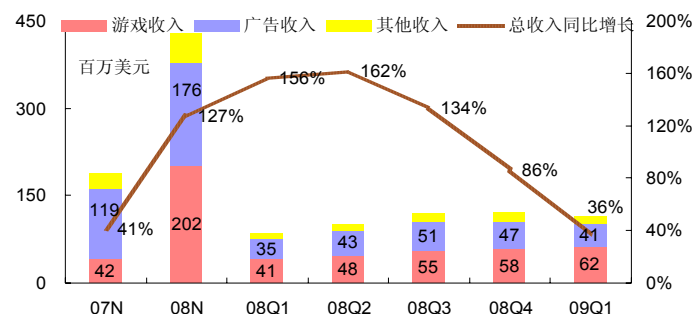
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 36、网易1季度依靠网游降低广告下滑对收入的影响



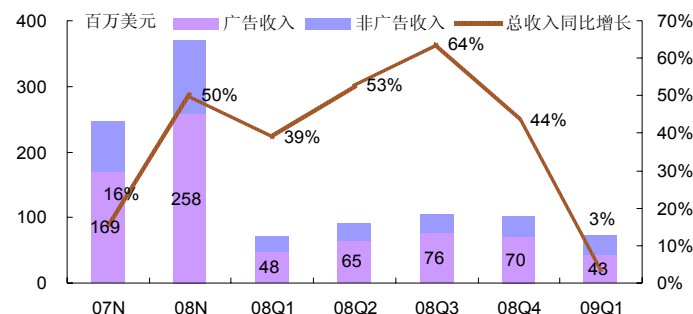
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 37、搜狐1季度依靠网游降低广告波动对收入的影响



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 38、新浪以广告为主的收费模式受宏观经济影响大



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

四、投资策略：自上而下选择买方付费公司，自下而上把握商业模式有特点的公司

我们的投资策略是一种自上而下与自下而上相结合的选股思路。自上而下的选股方法好处在于可极大简化我们判断行业及公司投资价值及发现潜在风险的难度，不足之处有可能会遗漏掉部分优秀公司；自下而上的选股方法好处在于能针对具体公司就其价值与风险点进行充分的评估后作出投资判断，不足之处是需要投入较大的时间与精力。而我们在自上而下基础上，再结合自下而上的方法就个别公司进行分析判断，则在保持效率基础上，大大提高了选股的准确度。在此简单说明下，商业模式是一个很复杂的生态系统，涉及到产业链上各利益相关者之间的交易结构，其中收费模式是商业模式中很重要的组成部分。

首先第一个投资逻辑是选择买方付费的传媒公司。基于我们对以买方、卖方两种不同收费模式为主的代表行业及公司在面临金融海啸冲击时，全面而深入的数据对比、分析，我们认为买方付费模式更具抗周期性和抗风险能力，收入出现下行的风险较小。落实到A股传媒行业，以买方收费付式为主的行业主要是有线电视产业、图书出版发行产业、新近增加的网游行业（博瑞收购梦工厂），相关公司分别是有线网络运营商天威视讯、歌华有线、广电网络、电广传媒和东方明珠，图书出版集团包括时代出版、出版传媒，涉及图书发行业务的是新华传媒。

第二个投资逻辑把握商业模式有特点的传媒公司，是一种自下而上的选股思路。理由是卖方付费模式为主的公司并非绝对的就呈现出明显的周期性，如果通过积极创新商业模式，仍然具备较强的抗周期性和成长性。代表公司就是百度和华视传媒，虽以广告经营为主，但分别凭借独特的搜索引擎广告、和大众化的受众群覆盖，从而表现出弱周期性和成长性。国内也有类似的公司，以博瑞传播和北巴传媒为典型；博瑞广告业务已形成“利益相关者共赢模式+整合营销”的发展模式，这种模式对博瑞自身广告经营来说具有一定的抗周期性和成长性；北巴传媒与华视传媒类似，也是大众化的受众群覆盖，具有一定的弱周期性，同时独家垄断北京市车身广告经营权，未来极有可能与具有丰富户外广告运营经验的白马户外进行优势互补，构建北京市区域具有垄断优势的车身广告发布平台，该平台模式还有机会在全国范围复制。

综合分析，我们继续给予博瑞传播、天威视讯“强烈推荐-A”的投资评级，给予歌华有线、广电网络、电广传媒、新华传媒、北巴传媒“审慎推荐-A”的投资评级，建议可密切关注电广传媒与北巴传媒的投资机会。

五、重点公司

博瑞传播——网游业务推动公司业绩快速增长（强烈推荐-A）

网游业务：博瑞完成梦工厂收购后，将使自身的收费模式趋于合理，改变过去卖方付费业务（广告、印刷）在整体收入中占比过大的局面，加大买方付费业务（如网游）的比重，进而增强其抗风险能力；同时网游行业普遍较高的净利率，也将整体提升博瑞的盈利能力。

广告业务：增长动力主要来自商报代理广告与户外广告

➤ **商报广告：**将通过积极、有效的市场化开拓手段，促进代理商报广告保持增长。

通过降低折扣率的方式来增加客户数量；依托丰富媒体资源，积极为客户提供整合营销推广，有效引导客户压缩在其他媒体的广告投放，进而加大在商报和自身其他媒体的广告投放；并新增加部分相对较为强势、利润率较低的行业客户作为开发、服务的客户。同时商报也将通过在更多领域积极搭建“共赢模式”，促进博瑞代理商报广告增长：未来除了保持每月推出大型房地产活动的惯例外；还将此套路复制到 3C、汽车、通讯、医疗保健等领域；为买卖双方搭建起有效稳定的交易平台，从而加强博瑞广告与广告主间紧密的业务合作关系。

➤ **户外广告：**今年仍将加大力度积极获取优质户外广告资源

业绩影响上仍以收入贡献为主。公司今年将准备充分把握成都市大规模拍卖户外广告的机会，完成“机场、机场收费站、高速路、市区黄金商业地段”的战略布局，从而形成区域资源垄断和网络覆盖优势，进而在成都地区获取户外广告定价权优势；同时公司对存量户外广告资源也进行了充分开发，以此带动户外广告的快速成长。

发行业务：受益于商报提价与代理发行费率提升，全年实现快速增长实属正常。

印刷业务：增长动力来自商业印刷。商印技改项目将于今年 6 月投产，预计除去代理商报印刷的业务收入将达到 1.1 亿，同比大幅增长 71%。商印订单主要来自大卖场印单、企业彩印广告宣传单、精装图书与期刊等；公司表示此类业务受宏观经济影响较小，同时与公司的发行、广告业务存在协同效应。

我们维持博瑞合并梦工厂后 09~11 年 EPS 分别 0.75 元、0.94 元和 1.09 元的盈利预测。同时我们需要提请投资者注意的是梦工厂今年净利润做到 0.8 亿的可能性极大，因为这将使袭新转让博瑞的股权价值溢价幅度达到 24%，在这种情况下，博瑞 09~11 年的 EPS 将分别为 0.77 元、0.96 元和 1.11 元。同时我们将博瑞目标价上调到 28~30 元，对应 10 年 PE 为 29~32 倍；继续维持“强烈推荐-A”的投资评级。

天威视讯——后续三大要点值得关注（强烈推荐-A）

公司 1 季度业绩符合我们预期。1 季度实现收入 1.79 亿元，同比增长 5.4%；归属母公司净利润 0.18 亿，同比略微增长 1.5%；每股盈利（摊薄后）0.07 元。

受制于关内用户规模有限，收入增长更多来自于对现有用户持续的精耕细作，提高有线宽频、（高清）互动业务、付费频道及第二副终端销售等业务在现有用户的渗透率；并通过细分市场、积极拓展商企客户。公司在税收方面支出明显增加，是导致净利增速慢于收入增长的主要原因：公司数字电视基本收视费营业税优惠于去年底到期，同时所得税税率由 18% 提高到 20%。但受益于公司毛利率提升和财务费用下降，公司 1 季度业绩仍实现小幅增长：1 季度毛利率为 33.9%，同比增加 2.5 个点，其中营业成本仅增长 1.5%，表明公司成本控制有力（08、09 两年机顶盒摊销额均为 1.13 亿），同时也反映电视业务及有线宽频户均 ARPU 值提升对毛利率的改善作用。

后续公司价值判断，有三大关注要点：1、近三年是天威完成市网络整合的关键时期，此前的深度报告中（参见 3 月 1 日报告）已给出对网络整合的三阶段划分；如公司在年底或明年初完成对规模较小的区域运营商的整合，无疑将极大提升市场对后续整合的关注和期待。2、在电信全业务竞争加剧的背景下，电信与广电运营商合作的可能性大大提升；继泉州移动和广电在宽带业务上展开合作后（参见 3 月 17 日报告），近期又有新疆移动与广电在合作的深度与广度上更进一步，双方将在宽带业务、渠道共享、增值业务等方面展开合作。3、我们认为公司宽频业务仍有较大潜力可挖，即使不考虑新增用户，通过进一步提升现有宽频用户的在网率及使用率，将带来宽频业务盈利能力的提升，并将有助于公司业绩的提升；公司去年报已反映此种改善（参见 3 月 30 日报告）。

盈利预测与估值：预测 09~11 年 EPS 为 0.3、0.39、0.57 元/股；综合 DCF 与完成市网络整合后对应的股价范围，我们认为合理股价区间 12.7~15.7 元。

投资建议：在市场普遍预期公司今年增速趋缓的背景下，我们认为有两个关键因素将对公司股价产生重大影响：一方面是 2011 年公司折旧大幅下降带来业绩确定性增长，我们认为 11 元以下（对应 11 年 PE20 倍左右）股价会有一定支撑；同时市场和我们普遍预期公司在近三年内完成市网络整合的可能性较大，通过用户价值法测算出天威完成市网整合后对应的合理股价范围，我们认为股价在 17 元以上（对应 11 年 PE30 倍左右），股价波动风险加大，建议投资者可根据对公司市网整合进程快慢的判断，进行相应的波段操作。

歌华有线——注重细节改善提升用户价值（审慎推荐-A）

公司 08 年报与 09 年 1 季报业绩均符合我们预期。08 年收入 13.6 亿元，增长 15%；归属母公司净利润 3.29 亿，同比下滑 10%；盈利下滑原因是巨额资本开支而增加了相应折旧。公司拟按每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）。1 季度收入增长 10.4%，保持平稳增长；归属母公司净利润 0.4 亿，大幅下滑 27%，折旧压力与所得税优惠终止，继续拖累业绩表现。

09 年经营展望：资本开支有所下降，互动业务是亮点。全年预计资本开支 6.8 亿，计划完成 1 千公里光缆入地，发展 70 万数字用户并完成 30 万双向网改造，与 08 年相比有 20%降幅，也低于我们此前预期。即将上线的互动业务包括视频点播、电视购物、卡拉 OK、电视相册、互动游戏和电视邮箱等七大功能。

付费频道方面希望公司能尽快进行商业化运营。我们出发点并不是希望通过销售付费频道创造收入，而是在国内付费频道整体内容质量一般、并不能创造多少增量收入的情况下，公司可通过多业务捆绑营销方式将付费频道资源用足，促进互动业务、宽带业务发展。

公司在数字电视、宽带业务、网站建设、客户服务等细节方面持续改善，以此提升用户价值。我们始终认为有线运营商本质是服务行业，因此是否注重对用户体验价值的提升与创造，是否具有足够开放合作的心态、市场营销意识的薄弱、以及在内容方面的引进与建设等，是考量运营商是否具有长期竞争力与投资价值的关键因素。而歌华在业绩下滑的背景下，更加注重对细节的重视和改善，让我们看到歌华在建品牌、树立新形象的长远战略眼光，也让我们对歌华有了全新的认识 and 了解。

盈利预测：在不考虑数字用户基本收视费提价、和所得税率为 25% 的情况，预测 09~11 年的 EPS 为 0.22 元、0.24 元、和 0.33 元。

估值与投资评级：通过 DCF 估值得到合理股价区间为 11.6~13.2 元；当前股价处于合理股价区间的下端，安全价值显现。同时我们预计公司在明年实现基本收视费提价的可能性极大（今年由于是建国 60 周年，出于保证信息安全传输的重任，提价可能性相对较小），进一步如按公司在年报里说的“继续积极争取相关的政策支持”并成功申请到税收优惠的话，则业绩还有较大幅度的提升空间。我们维持公司“审慎推荐-A”评级，以反映我们对公司后续发展持乐观态度。

广电网络——力争年底达到 200 万数字终端（审慎推荐-A）

公司 1 季度业绩符合我们预期。1 季度实现收入 2.22 亿元，同比增长 12%；归属母公司净利润 0.23 亿，同比下降-40%；每股收益（摊薄后）0.07 元。

公司 09 年 1 季报与去年同期相比，除了收入有可比性，成本与三项费用并无可比性。原因在于公司去年初完成陕西省网络整合后，当年 1 季度的收入与成本费用并没实现完全配比，导致当期销售费用率与管理费用率偏低，后又将 1 季度少计的部分费用计入在去年的 2 季度；这是直接导致公司今年 1 季报业绩大幅下降-40%的主要原因，市场对此已有预期。其中收入同比增长 12%，表明公司数字化平移进展顺利。

虽今年 1 季度成本、费用与去年同期缺少可比性，但与去年全年却有一定的可比性：原因在于公司今年在没突发事件影响的情况下，会比较注重避免各季度财务指标出现异常波动。公司 1 季度的成本、三项费用与去年全年相比，保持稳定；如从营业总成本与收入的比值看，还略有减少，下降 1 个百分点。

公司 09 年收入增长点主要是：加快推进数字电视整转和副终端销售、网内挖潜增收、付费节目营销、数据业务推广四大增长点。

公司最新表示计划到年底新增数字终端 89 万，达到 200 万数字终端；我们预计其中主、副终端数分别为 81 万、和 8 万个。

对于付费频道业务，公司上下均比较重视：不仅新引入 DOXTV、中华美食等付费频道；同时为激发员工的积极性，将开展“销售明星公司”（节目运营分公司）和“销售明星个人”竞赛评比活动，对评出的明星公司和明星个人进行奖励，并通过明星公司和明星个人的示范带动作用，在全网掀起付费节目销售高潮。

盈利预测与估值：根据 1 季报情况，略微上调 09 年营业成本，并下调了销售和管理费用率，进而下调 09 年业绩 1 分钱。09 年~11 年 EPS 分别为 0.29 元、0.42 元和 0.58 元/股；综合 DCF 与 EV/EBITDA 估值，认为合理的股价区间为 10.4~12.1 元。

投资建议：我们认为公司近三年业绩将保持较快增长态势，同时潜在的所得税率减免与政府贴息贷款如在今年落实，将使 09 业绩大幅提升。维持“审慎推荐-A”的投资评级。

参考报告:**1、大传媒第四部：《全民娱乐时代，传媒公司价值提升的路径研究》12/08**

深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

2、大传媒第三部：《四象限模型：传媒投资因“你”随“时”而动》6/11/2008

传媒产业本质是：吸引消费者注意力并将其转化为商业价值。前提是需要消费者付出时间与投入心力，由此衍生出“停留时间长、短”及“心理距离远、近”二维指标，创新性构建四象限模型。将传媒产业进行合理划分，形成三种各具特色的公司类型；并结合“三级”划分，可发现不同类型公司商业模式各有特点与侧重。

3、大传媒第二部：《三级划分，构建传媒公司价值评判标杆》5/18/2008

从“内容 — 渠道 — 消费者”产业链上下游角度出发，进行商业模式对比分析，将传媒公司按产品、平台（或网络）、社区三个进行合理划分。并提出处于不同层级的企业其投资要点具有差异性，但处于低层级的企业必须不断通过商业模式的变革，实现向高层级的提升，才能长久保持核心竞争力，而其中积极打造社区化的商业模式，将是企业的终极修炼，这样的企业才能真正成为伟大的传媒公司。

4、大传媒第一部：《大传媒时代：新旧媒体融合，演义传媒新格局》3/7/2008

跳脱传统媒体分析框架，引入电信、互联网两大产业，创新性、创新性构建大传媒分析框架；强调以融合视角，在更加宏观领域，突出三大产业核心竞争力，审视“传媒汇流”所孕育的巨大投资机会；并在此基础上对行业内不同公司的投资价值进行深入、系统的研究。

5、《博瑞传播“共赢模式”是博瑞代理商报广告保持稳健的基石》4/7/2009

本文突出贡献是以商报房地产广告研究为切入点，对商报的“利益相关者共赢模式”进行深入分析：指出该模式在宏观经济不景气时越能体现出大股东对博瑞广告的大力支持，是保证博瑞代理商报广告保持平稳态势的“基石”，在帮助博瑞广告获取商报更大广告份额中也表现出的极大潜力。

6、《天威视讯数字化将为天威整合市网络创造有利契机》3/1/2009

对天威完成深圳市网络整合给出三阶段的合理、分析判断，测算出对应的股价区间

7、《歌华有线注重细节改善提升用户价值，后续发展值得期待》4/29/09

深入分析歌华在数字电视、宽带业务、网站建设、客户服务等细节方面的持续改善，并指出歌华对用户价值的重视

分析师简介

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位。2006 年加入招商证券研发中心，现为招商证券文化传媒行业分析师。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 5 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。