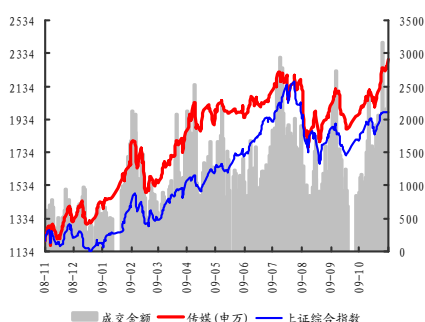


2009 年 11 月 30 日

评级：优异

传媒行业 2010 年投资策略

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

卫婵娟

电话：0510-82832380

Email: weicj@glsc.com.cn

独立性声明：

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，特此申明。

摘要：

- 目前，我国的文化产业已经是国民经济中颇具活力、对国家文化软实力提升发挥着重要作用的产业。党的十七大给我国的文化产业提供了新的发展机遇，开辟了新的发展空间，提供了强大的动力。随着社会主义市场经济体制的逐步完善、现代生产方式的不断进步、人民精神文化需求的日益增长，新文化应运而生。新文化产业发展的核心推动力在于基于互联网的数字技术的发展。进入 2009 年后，国家广电总局已发了《关于加快广播电视网络发展的若干意见》，这将引导数字电视产业的推广和深入发展。
- 模拟信号电视经过 10 多年的快速发展后，其用户增长速度已经开始减慢，从 2003 年开始，有线电视开始了其数字化发展的进程，现在的有线电视处于模拟信号衰退期，数字信号的萌芽期。
- 有线网络作为一个信息传播的平台，可以提供以家庭用户需求为导向的全方位服务。这就是未来有线网络的核心价值所在。未来有线网络的盈利将不再局限于现在的基本收视费收入，其盈利来源将扩展到三方面：家庭用户、商业合作和数据库销售。
- 有线网络 1 年从用户方面获取的收益约有 7000 万左右，其中基本收视费只占总收入的 39%，由此显示，因数字技术的发展而带动的增值业务将为有线网络运营公司带来更多的收入。而且，服务费的收入不同于收视费的公益性，这笔收入会随着用户消费水平的提高和家庭信息平台可经营业务类型的增加。根据 2000-2007 的消费支出增长情况来看，居民在高层次消费上的支出增长平均在 10% 以上。
- 综合考虑各上市公司数字化整体转换进程以及各自的 ARPU 值，我们认为天威视讯将最先受益于有线网络数字化发展。其整体转换产生的折旧将于 2010 年到期，保守估计届时业绩增长将在 50% 左右。

目 录

目 录	2
引言:	4
1. 数字化时代新纪元—政策机遇引领产业发展.....	4
2. 中国有线电视发展历程	4
3. 数字化信息时代	6
3.1 未来有线网络运营模式	6
3.2 未来有线网络盈利模式	7
3.2.1 来自用户的收入	8
3.2.2 来自商业合作的收入	9
3.2.3 来自数据库营销的收入	11
3.3 我国数字电视发展现状	11
3.4 数字电视发展进程中面临的问题及解决方案.....	14
3.4.1 点播服务片源及版权问题	14
3.4.2 区域性格局限制商业合作模式的推广.....	15
4. 数字化进程影响业绩增长	15
4.1 数字化完成进度	15
4.2 业绩压力在于折旧	16
4.3 增值业务增加ARPU值.....	17
4.4 上市公司估值比较	18
5. 重点关注公司	18

图表目录

图表 1: 有线电视用户增长情况	5
图表 2: 数字电视用户增长情况	5
图表 3: 有线电视发展历程	6
图表 4: 食品与服务类在消费支出中占比情况	6
图表 5: 有线网络运营新模式	7
图表 6: 有新网络盈利模式	7
图表 7: 家庭信息平台用户收益预估 (2008 年)	8
图表 8: 消费支出增长情况	9
图表 9: 商业合作运营模式	9
图表 10: 2002-2012 年中国 B2B 贸易额	10
图表 11: 2002-2012 年中国 B2B 电子商务交易规模	10
图表 12: 增值服务设置情况	12
图表 13: 杭州数字电视点播界面	13
图表 14: 杭州数字电视电影界面	13
图表 15: 杭州数字电视电视剧界面	13
图表 16: 杭州数字电视教育互动界面	13
图表 17: 杭州数字电视单频道价格	14
图表 18: 各上市公司数字化进度	16
图表 20: 有线网络公司折旧费用占净利润比	17

引言:

目前, 我国的文化产业已经是国民经济中颇具活力、对国家文化软实力提升发挥着重要作用的产业。党的十七大给我国的文化产业提供了新的发展机遇, 开辟了新的发展空间, 提供了强大的动力。随着社会主义市场经济体制的逐步完善、现代生产方式的不断进步、人民精神文化需求的日益增长, 新文化应运而生。

1. 数字化时代新纪元—政策机遇引领产业发展

2009 年是文化产业的新纪元时代。2006 年开始国务院发布推进文化体制改革的意见, 而进入 2009 年后, 随着金融危机的逐步恢复, 以及新能源等新经济概念产业的推出, 文化产业也不断出台相关政策大力推动新文化产业的进程。

新文化产业发展的核心推动力在于基于互联网的数字技术的发展。随着消费者对生活便捷要求的不断提高, 移动、远程的沟通模式迅速的发展起来, 不论是传统的出版产业、报纸产业抑或电视产业, 为扩大其市场份额, 都在寻求开发数字化的产业模式。然而, 传统的出版业并不具备数字化的传播平台, 因此, 它的数字化进程的发展需要仰仗具备传播平台的运营商。但是, 有线网络运营商则因其本身具备传播信息的技术, 在新文化推进进程中, 我们更看好该行业的发展前景。

2003 年是我国有线电视开始数字化的第一年, 从而为有线网络行业增值业务的发展奠定了基础。2008 年, 国务院办公厅发布的国办 08 一号文明确指出了有线数字电视的未来发展目标。进入 2009 年后, 国家广电总局已发了《关于加快广播电视网络发展的若干意见》, 这将引导数字电视产业的推广和深入发展。该意见要求到 2010 年直辖市和东、中部地区地市以上城市要实现有线电视数字化, 东、中部地区县级城市和西部地区大部分县级以上城市要基本完成有线电视数字化; 同时要求已经完成数字化整体转换的有线网络要加快网络双向改造; 尚未完成整体转换的有线网络, 网络建设和改造要直接向双向化过渡。要求 2010 年底全国大中城市城区平均双向用户的覆盖率达到 60%以上。

2. 中国有线电视发展历程

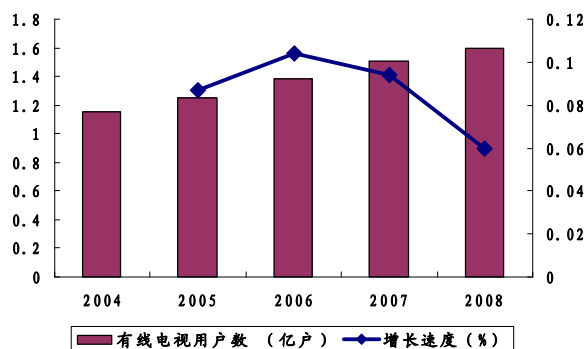
1964 年, 原中央广播事业局立项对共用天线系统进行研究, 拉开了中国发展有线电视的序幕; 1974 年, 原中央广播事业局设计院等单位在北京饭店

安装中国第一个共用天线电视系统，标志着中国有线电视的诞生；1990年11月颁布“有线电视管理暂行办法”标志着中国有线电视进入高速、规范、法制的管理轨道。

自1990年有线电视进入高速发展时期至今，其城镇用户规模已基本接近饱和，每年的增长幅度开始逐渐缓慢。截至到2008年底有线电视模拟信号用户数达到1.6亿户，同比增长5.96%。

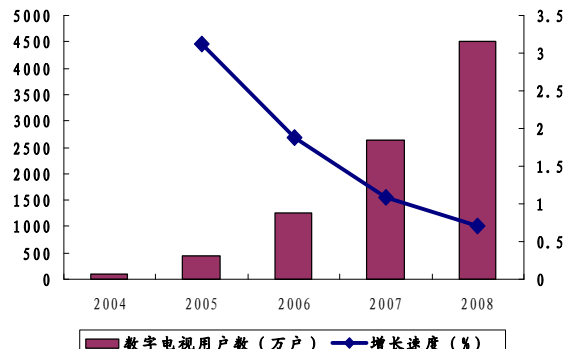
数字化整体转换是从2003年开始发展起来的，至今仅有6年历史。数字信号的用户规模从2004年的106万户，每年以翻倍的速度在迅猛发展，截至到2008年，其用户规模已达到4510万户，同比增长71%。由于前期使用数字信号的用户基数极低，因此，2005年数字信号用户数的增长幅度同比达到300%以上，随后，每年的增长幅度都在100%以上，但是随着用户数的逐渐增大，其增幅也逐渐下滑，到2008年，数字化的增长速度就降至70%。但是4510万的数字信号用户规模较之于1.6亿模拟信号用户规模，数字化的发展空间仍然巨大。目前数字信号用户数占总体有线电视用户规模的33%，而根据国家十五规划的时间表显示，有线电视的模拟信号预计于2015年全部关闭。南京、长沙的模拟信号已经关闭，南京保留了六套模拟节目，长沙保留了四套模拟信号。

图表 1: 有线电视用户增长情况



数据来源：国联证券研究所 国家统计局

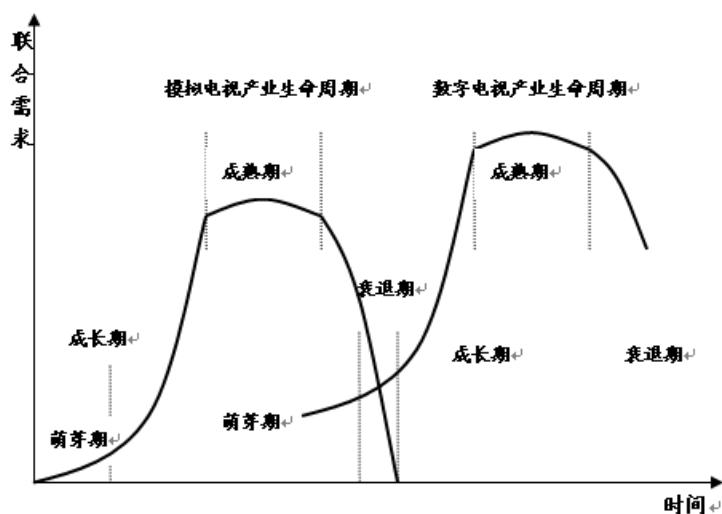
图表 2: 数字电视用户增长情况



数据来源：国联证券研究所 国家统计局

随着有线电视模拟信号用户的饱和，其业绩增长已经开始放缓，而且模拟信号不具备双向互动功能，不可发展增值业务，所以现在的有线电视开始进入模拟信号衰退期。而数字电视才刚发展，增值业务的开发亦在探索阶段。

图表 3: 有线电视发展历程



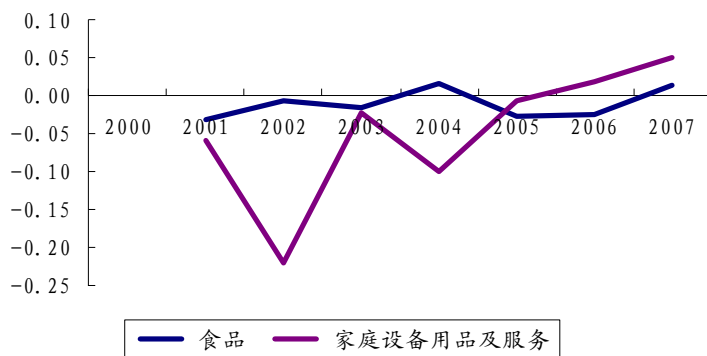
数据来源: 国联证券研究所 城市数字电视发展模式与静政策研究

3. 数字化信息时代

3.1 未来有线网络运营模式

随着生活水平和消费能力的提高,用户对于信息服务的要求也越来越高。从近年的消费结构变化来看,食品等基本生活需求比例在不断下降,而一些服务类的高层次需求则在不断增多。尤其是互联网出现后,互动型的沟通模式使得人们越来越不满足于被动式的信息接收,个性化、多样性、互动性的需求在不断增多。而有线网络作为一个信息沟通平台使消费者的互动需求成为了可能。

图表 4: 食品与服务类在消费支出中占比情况

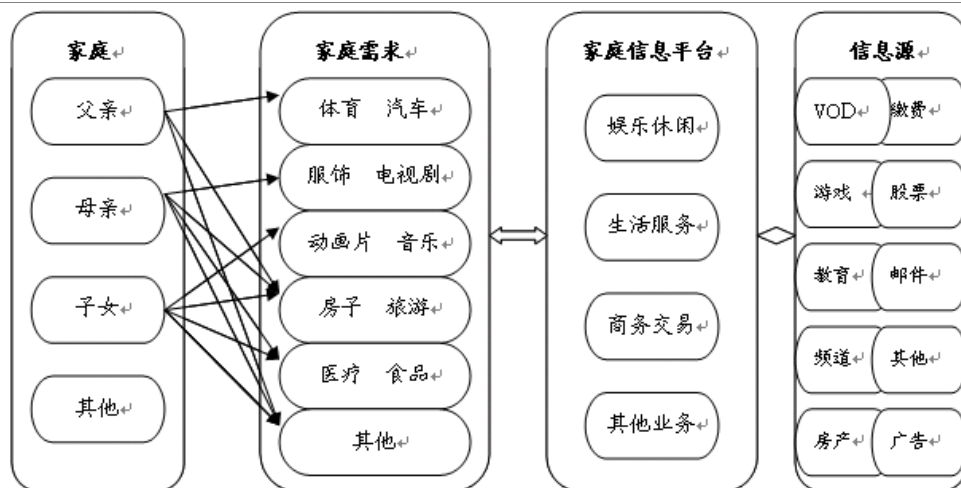


数据来源: 国联证券研究所 国家统计局

有线网络作为一个信息传播的平台,可以提供以家庭用户需求为导向的

全方位服务。在这个平台的产业链中，一边联系着各种信息源，一边联系着用户，平台运营商按照用户的需求挑选合适的信息放在平台上，用户可选择适合自己的信息，再次将需求反馈出去，从而形成内容提供商、平台运营商和用户之间信息沟通的良性循环，这就是未来有线网络的核心价值所在。

图表 5: 有线网络运营新模式

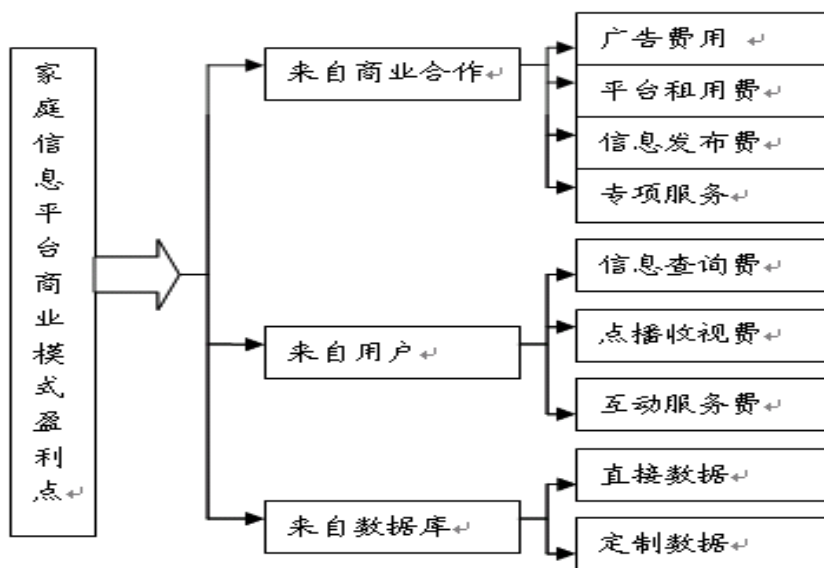


数据来源: 国联证券研究所

3.2 未来有线网络盈利模式

未来有线网络的盈利将不再局限于现在的基本收视费收入，其盈利来源将扩展到三方面：家庭用户、商业合作和数据库销售。

图表 6: 有线网络盈利模式



数据来源: 国联证券研究所

3.2.1 来自用户的收入

有线电视整体转换结束后，有线网络运营商的基本收视费将高于模拟信号的收视费，而且，整转后的数字电视具备了互动功能将有利于增值业务的推广。我们参照 2008 年数字电视经营情况以及我国城镇居民的消费水平预估用户市场的盈利空间，以 10 万户为测算依据。

基本收视费方面，整转后，各地都在原有基础上上调了价格，目前全国平均水平在 22 元/月/户左右，此项服务每年收入可达到 $10 \text{ 万户} \times 22 \text{ 元/月/户} \times 12 \text{ 个月} = 2640 \text{ 万元/年}$ 。点播收视费方面，因为杭州的增值业务开展时间较早而且模式较为成熟，我们选择杭州作为参考对象。按照杭州现行 35 元/月/户的收费标准，2008 年有 30% 的用户选择点播服务，其点播服务的市场可达 $10 \text{ 万户} \times 30\% \times 35 \text{ 元/月/户} \times 12 \text{ 月} = 1260 \text{ 万元/年}$ 。

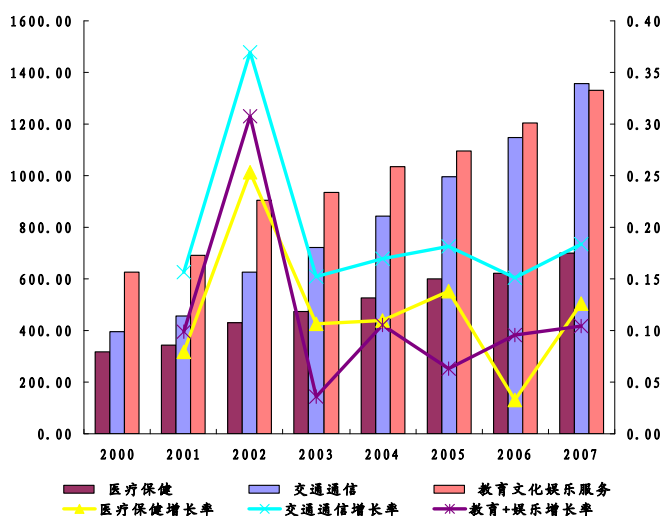
服务费方面，我们仅列举比较常见的几种业务类型进行测算。假设 10 万户的市场总量的 10% 需要进行信息投放，信息投放中的 10% 会花费在家庭信息平台。以 2008 年中国统计年鉴“城镇居民家庭平均每人全年消费性支出”的数据作为市场可开发总量进行计算，大致估算出用户愿意花费在家庭信息平台上的费用。如下表显示，一个 10 万户的市场上，目前家庭信息平台主流业务所带来的服务费潜在总收益能达到约 2892 万元。

图表 7: 家庭信息平台用户收益预估 (2008 年)			
业务类型	对应消费支出项目	人均消费支出	10 万户市场用户服务费
教育 + 传媒	教育文化娱乐	1329.16 元/年	399 万元/年
医疗保健	医疗保健	699.09 元/年	210 万元/年
交通通讯	交通通讯	1357.41 元/年	407 万元/年
房产资讯	居住	982.28 元/年	295 万元/年
美食资讯	食品	3628.03 元/年	1088 万元/年
商场资讯	衣着/家庭设备用品及服务	1643.8 元/年	493 万元/年
			服务费收入合计: 2892 万元/年
基本收视费		22 元/月/户	2640 万元/年
点播收视费		35 元/月/户	1260 万元/年
			总计: 6792 万元/年
数据来源: 国联证券研究所 国家统计局			

根据上面的预测数据显示一个 10 万户规模的市场，有线网络 1 年从用户方面获取的收益约有 7000 万左右，其中基本收视费只占总收入的 39%，由此显示，因数字技术的发展而带动的增值业务将为有线网络运营公司带来更多的收入。而且，服务费的收入不同于收视费的公益性，这笔收入会随着用户消费水平的提高和家庭信息平台可经营业务类型的增加。根据 2000-2007 的

消费支出增长情况来看，居民在高层次消费上的支出增长平均在 10%以上。

图表 8: 消费支出增长情况



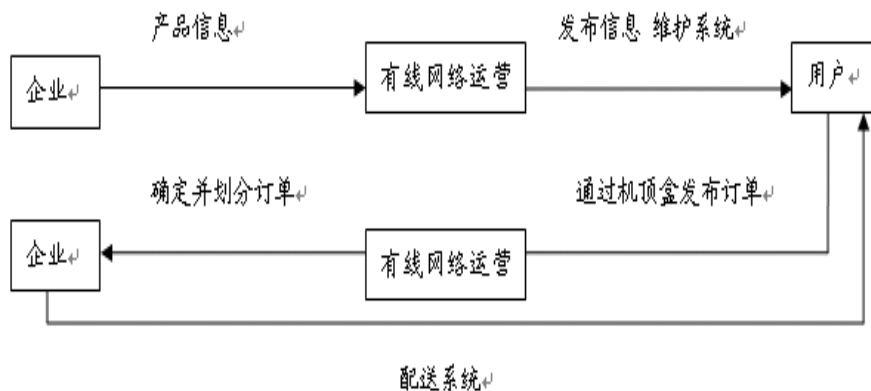
数据来源：国联证券研究所 国家统计局

3.2.2 来自商业合作的收入

除了用户市场的收入外，有线网络平台还可以通过为企业提供服务获取丰厚收益。

数字电视的技术发展推动了交互功能的进一步开发。有线网络的交互功能将推动电子商务产业的发展，消费者可以通过该网络平台在家里进行电视购物。首先企业将产品信息提供给网络运营商，运营商将信息发布至平台，用户则根据自己的兴趣通过机顶盒将购买订单发送至运营商，运营商再将订单分划给企业，最后由企业配送产品至用户。这种运营模式与电子商务类似。

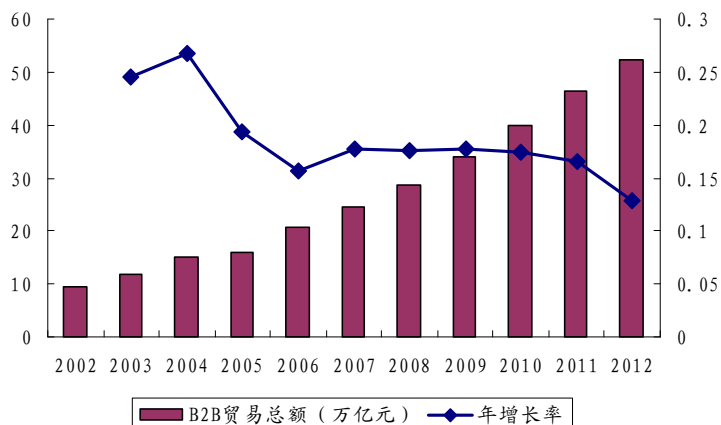
图表 9: 商业合作运营模式



数据来源：国联证券研究所

2007 年中国的 B2B 贸易总额达到 24.5 万亿，同比增长 17.8%，根据艾瑞咨询的研究显示，未来 5 年中国的 B2B 贸易总额仍将保持 12% 以上的增长，2012 年将突破 52.4 万亿元。

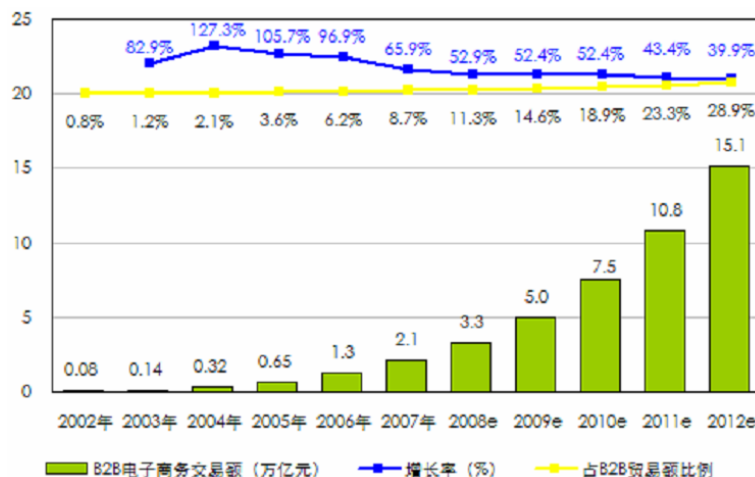
图表 10: 2002-2012 年中国 B2B 贸易额



数据来源：国联证券研究所 艾瑞咨询

而电子商务的市场规模在 2007 年占到总体 B2B 贸易总额的 8.7%，达到 2.1 万亿元，同比上涨 2.5%。随着互联网覆盖规模的不断扩大以及网络设施水平的提升，电子商务的市场规模也在迅速扩大。预计电子商务的总体规模在 2012 年将到达 15.1 万亿，占当年 B2B 贸易总额的 28.8%。

图表 11: 2002-2012 年中国 B2B 电子商务交易规模



数据来源：国联证券研究所 艾瑞咨询

假设市场总量的 10% 选择进行信息投放，而投放的信息中有 10% 选择通过有线网络平台发布，那么 2012 年有线网络电子商务的市场规模就可达到 1510 亿元。

而且，受金融危机的影响，现在越来越多的中小企业开始使用交易成本低廉、交易渠道广泛的第三方电子商务平台。因此，我们认为电子商务市场的增长速度还将加快。

3.2.3 来自数据库营销的收入

随着数字技术的发展，电视具备了互动功能，消费者可以通过网络平台根据自己兴趣定制各类资讯服务，该平台的监控功能可以有效搜集数据，为有线网络运营商提供一个庞大的数据库。另一方面，随着消费习惯的不断演变，消费者越来越需要个性化的消费，而这一数据库可以为广告商提供精准的个性化数据，从而帮助广告投放主更有效地进行产品推广。数据库营销产业也就应运而生。

目前我国数据库营销还处于初期阶段，短期内有线网络运营商尚未形成数据库，因此，此部分收入尚未被开发。但是数据库营销在西方发达国家的企业里已相当普及，在美国，1994年Donnelley Marketing公司的调查显示，56%的零售商和制造商有营销数据库，10%的零售商和制造商正在计划建设营销数据库，85%的零售商和制造商认为他们将需要一个强大的营销数据库来支持他们的竞争实力。现在，很多国内的本土企业也都与数据库营销进行了亲密接触，如阿里巴巴，百度，中邦房地产等。除了在酒店、烟草、银行领域之外，在电信、IT、医疗设备、医疗服务、零售市场、媒体、保险、软件等领域越来越多的中国本土企业已经逐步开始采用数据库营销作为新的竞争利器。

我们认为数据库营销是未来发展趋势。由于中国的数据库营销尚在开发阶段，企业选择数据库营销的比例较低，2008年仅为总广告经营额的5%，同年中国广告经营额达到1899.6亿，由此测算数据库营销市场规模2008年可达到95亿左右。随着经济的增长以及数据库营销理念的推广，该市场的发展前景广阔。

3.3 我国数字电视发展现状

络达营销的统计数据显示，截止2008年5月底，中国有线数字电视用户达到3620.37万户，有线电视数字化程度达到38.32%，有线数字电视用户最多的省份为广东、江苏、广西、浙江等地区，其次为山东、辽宁、天津、湖北、北京、湖南、内蒙古等地区，其他地区有线数字电视用户数量较少。中国有线电视数字化程度较高的省份为广西壮族自治区、重庆、海南、内蒙古自治区，有线数字化程度均达到80%以上，其次为宁夏、湖北、广东、甘肃、

天津、江苏等地区，有线电视数字化程度达到 50%以上，其他地区有线电视数字化程度较低。

目前大部分有线网络运营商以单项业务为主，已经提供互动形式增值服务的网络平台有杭州、青岛和深圳等。其中杭州的数字技术较为先进，现在杭州有线电视的业务主要有视频点播、资讯服务和互动增值业务。

图表 12: 增值服务设置情况

服务名称	试点名称
节目指南	北京、合肥、大连、贵州、河北、呼和浩特、济南、江西、绵阳、苏州、太原、无锡、武汉、陕西、新疆、银川、重庆、淄博、衡阳、常州、杭州、南通、青岛、深圳、佛山、四川、南京、安徽
股票行情	合肥、大连、贵阳、济南、苏州、太原、无锡、武汉、陕西、银川、重庆、淄博、常州、杭州、青岛、四川、安徽、绍兴
电视游戏	北京、合肥、大连、呼和浩特、济南、南京、武汉、新疆、银川、衡阳、常州、杭州、宁波、安徽
电视短信	银川、常州、佛山、南京、宁波、陕西
电视购物	绵阳、青岛、杭州
远程教育	广州、佛山
数据来源：国联证券研究所 数字电视运营模式新突破	

视频点播的盈利模式较为简单，就是向用户收取点播费。2008 年用户使用视频点播需要支付 56 元/月的基本服务费，其中 21 元为基本收视费，35 元为基本点播费。除基本服务费外，用户如电影、电视剧则需按点播次数进行收费，一般一部电影 2 元，一集电视剧 0.5 元。到 2008 年，杭州数字电视用户有 100 多万户，其中 30%选择了具有互动功能的机顶盒，从点击率来看，最高时段的点播用户达到 50%，即 15 万户。我们假设最高时段点播用户均点播一部电影，非高峰时段每天有 20%的用户选择两部电影，保守估算杭州视频点播的收入情况如下：

$$100 \text{ 万户} \times 30\% \times 35 \text{ 元/月/户} \times 12 \text{ 个月} + 100 \text{ 万户} \times 30\% \times 50\% \times 2 \text{ 元/部} \times 12 \text{ 个月} + 100 \text{ 万户} \times 30\% \times 20\% \times 4 \text{ 元/部} \times 12 \text{ 个月} = 13248 \text{ 万元/年}。$$

如果仅算基本收视费，其收入为 2.5 亿元左右，增加点播功能后，保守估计增厚收入 53%，每户 ARPU 值由原来的 21 元/月增加为 32.04 元/月。

图表 13: 杭州数字电视点播界面



数据来源: 国联证券研究所 华数数字电视网站

图表 14: 杭州数字电视电影界面



数据来源: 国联证券研究所 华数数字电视网站

图表 15: 杭州数字电视电视剧界面



数据来源: 国联证券研究所 华数数字电视网站

图表 16: 杭州数字电视教育互动界面



数据来源: 国联证券研究所 华数数字电视网站

除了视频点播服务外, 目前杭州的资讯服务盈利模式有两种: 一种与分类广告的经营模式相似, 此类内容主要以促销信息为主, 信息本身可以收费, 企业借助有线网络平台发布, 网络公司向企业收取信息发布费。另一种是根据用户需求发布的信息, 如证券信息、教育等, 此种内容向用户收取信息使用费。

资讯服务方面, 目前杭州有线网络公司向用户提供单频道服务并收取服务资费。2007 年华数新推出的欧洲足球节目, 在当年的用户数达到千人左右, 选择包年的用户享受优惠价 588 元/年。按该数据测算, 单欧洲足球一个频道的年收入达到 58 万元。另外, 为了推广付费节目, 杭州采用了组合套餐模式, 同年, 订购“央视风云”套餐的用户达到万人, 其资费为 28 元/月/终端, 该套餐产生的收入有 336 万元。

图表 17: 杭州数字电视单频道价格

英语频道	6 元/月/终端	环球奇观	10 元/月/终端
靓妆	8 元/月/终端	考试在线	15 元/月/终端
彩民在线	8 元/月/终端	电子体育	15 元/月/终端
孕育指南	8 元/月/终端	劲爆体育	18 元/月/终端
四海钓鱼	8 元/月/终端	亲亲宝贝	20 元/月/终端
世界地理	10 元/月/终端	第一剧场	36 元/月/终端
风云音乐	10 元/月/终端	欧洲足球	188 元/月/终端
国防军事	10 元/月/终端		
天元围棋	10 元/月/终端	证券资讯	120 元/月/终端
家庭影院	10 元/月/终端	高清影视	120 元/月/终端
收藏天下	10 元/月/终端	新视觉	120 元/月/终端

数据来源: 国联证券研究所 华数数字电视网站

最后, 互动增值业务的收入来源主要在于广告收入和栏目收入。如游戏栏目, 业务本身会向用户收取包月收入。至 2007 年初, 杭州互动电视游戏用户已经超过 15 万户, 同时在线人员超过 5000 人。华数互动游戏的服务资费为 360 元/年, 因此, 游戏资费将为华数提供 5400 万元收入。

根据上面三项增值服务的收入情况来看, 数字电视的开展可以使有线网络运营商的收入大幅增长, 而且增值业务的收入增长会随着经济的不断发展而逐渐增长, 其前景值得期待。

3.4 数字电视发展进程中面临的问题及解决方案

3.4.1 点播服务片源及版权问题

提供视频点播服务最基本的问题是片源问题。目前有线网络运营商的片源主要有两种, 一种是直接购买, 另一种是与内容提供商合作分成。如果选择直接购买, 一集大约 2000 元的成本, 杭州目前数字电视中有 8000 集左右的电视剧可供用户点播, 深圳的节目库中包括 200 余部影片、1500 集电视剧以及一系列主题节目。对于分成的方式, 内容提供商、内容集成商和网络运营商采取的是“三方捆绑”的运营模式, 以中数传媒为例, 其分帐模式采用 5: 4: 1 的运营比例, 有线网络运营商 50%、内容提供商 40%、内容集成商 10%。

由于媒介形态、传输渠道日益增多, 内容成了被多次使用的稀缺资源, 数字内容在多渠道多次流通中获得了新的增值。这使得内容提供商和网络运营商之间的博弈关系发生了改变, 随着内容提供商产品质量的提高, 可以向

网络运营商索取更高的价格。

另一方面，随着数字电视的发展，有线网络运营商可以充分了解消费者的个性化需求，而内容提供商却无法确切了解，内容提供商的趋同化低质量产品已无法满足消费者日益增长的对高质量节目的需求。

所以，有线网络运营商在控制了消费者个性化需求后，逐渐向上整合内容的集成环节，以获得制作互动内容的直接控制权。这将是未来网络运营商的发展趋势，这样不仅可以解决内容质量问题，同时还可以有效解决上述的内容成本问题。

3.4.2 区域性格局限制商业合作模式的推广

目前，有线网络运营商因受到区域性限制，其电视服务定位在本地，所以其分类内容提供商主要以本地的商户为主，暂时没有全国性的分类内容。以生活服务类信息的运营思路为例，此类服务涉及分类广告和电子商务等。此类服务既可以向用户收取信息查询费，又可以向企业收取信息发布费、平台租用费等。随着该平台点击率的增加，其广告价值也会大增，而点击率的增长则建立在该网络所拥有的用户数量。因此，跨区域的收购用户显得至关重要。

纵观美国有线网络发展史，美国有线电视业的集中化趋势也非常明显。截至 2004 年 9 月，美国排名前 10 位的 MSO 拥有的用户总数已占有有线电视业用户总数的 80%。另据 2003 年的统计，排名前四位 MSO 的年度总收入占整个行业总收入的 71.2%。规模最大的 MSO 已拥有 29% 的市场份额。

因此，有线网络运营商横向扩展将提高其市场议价能力，同时还可以拓展其商业合作渠道。

4. 数字化进程影响业绩增长

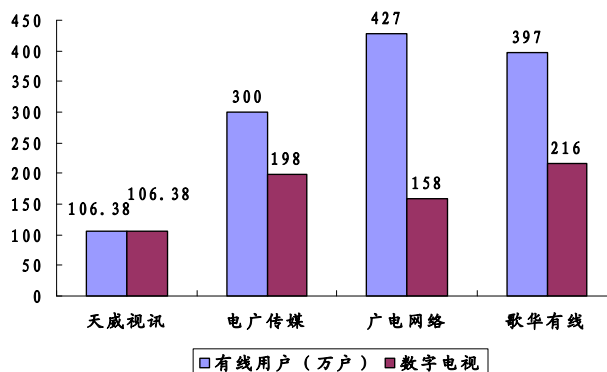
在上市公司中，共有 4 家有线网络运营商：天威视讯、电广传媒、歌华有线和广电网络。

4.1 数字化完成进度

根据上市公司披露的 2009 年中期数据显示，天威视讯的数字化进度最快，目前已完成了整体转换。广电网络的数字化进度则相对较慢，仅为 37%，电广传媒和歌华有线的数字化进度分别达到了 66% 和 54%。其中电广传媒的全省网络整合尚在进行中，如果考虑尚未整合的网络，其数字化进度将低于 66%。

根据 09 年推出的文化产业振兴规划时间表显示，到 2010 年，直辖市和东、中部地区地市以上城市要实现有线电视数字化，东、中部地区县级城市和西部地区大部分县级以上城市要基本完成有线电视数字化。这就意味着有线网络上市公司的数字化进度将大大加快。然而，数字化转型的初始投入会对公司形成巨大的资金压力。

图表 18: 各上市公司数字化进度



数据来源：公司公告 国联证券研究所

4.2 业绩压力在于折旧

由于消费者习惯了免费收看电视节目，为培育市场，目前有线运营商都采用赠送机顶盒的培育模式，此部分费用由运营商承担。通过对比上市公司新增固定资产金额，我们发现除已完成数字化转型的天威视讯外，其他三家有线网络上市公司 2009 年上半年新增网络整转的投入平均在 1.8 亿元左右。

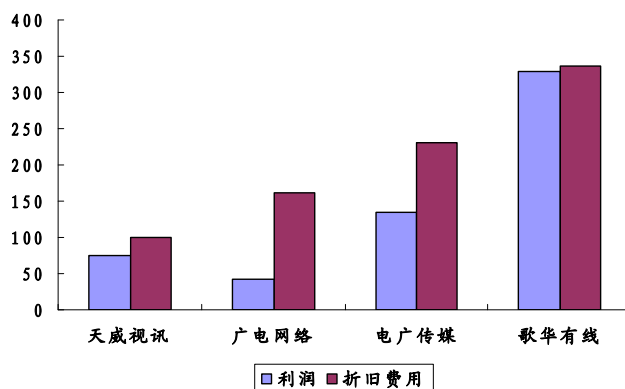
图表 19: 各上市公司新增设备投入情况 (2009 中期)

	新增用户数(万户)	新增固定资产投入 (百万元)	新增折旧(百万元)
天威视讯	-	17	2.8
电广传媒	18	206	34
歌华有线	26	204	34
广电网络	49	160	27

数据来源：国联证券研究所 公司公告

网络整转的大额初始投入形成了一笔庞大的折旧，从而吞噬了上市公司的业绩。通过对各公司 2008 年折旧与净利润的比较，我们可以看出这部分折旧基本与公司的净利润相当。如果这部分折旧到期也就意味着这笔隐藏的利润将让公司业绩得到释放，一般这部分折旧期限均在 5-6 年之间。

图表 20: 有线网络公司折旧费用占净利润比



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

由此可见, 折旧的到期对有线网络运营商业绩的释放起决定性作用。在现有 4 家上市公司中, 天威视讯的折旧将最先到期。天威视讯的数字电视整体转换工程开始于 2005 年 7 月, 根据 5-6 年的折旧期限来计算, 至 2010 年 7 月。根据公司公告披露显示, 公司 2005 年的折旧金额在 5300 万元左右, 这部分折旧将于 2010 年先行到期。以 2008 年天威视讯净利润为参考依据, 其全年净利润为 7540 万元, 考虑到天威视讯将对网络设备技术进行改进, 从而将形成一部分新增折旧, 我们保守估计 2010 年受前期折旧到期影响, 其净利润将同比增长 50% 左右。

4.3 增值业务增加 ARPU 值

在折旧压力全部释放后, 有线网络运营商业绩的增长将依赖于增值业务的开展。现在计算有线电视用户价值的标准为每户的 ARPU 值, 此方法起源于美国, 之前美国有线网络行业并购盛行时, 其并购价值就是按照每户 ARPU 值计算的。

ARPU 值注重的是一段时期内运营商从每个用户所得到的利润。高端用户越多, ARPU 值就越高, 网络运营商的盈利能力就越强。因此, 高 ARPU 值的企业, 发展前景越好, 就越有投资价值。

根据上市公司 2009 年中期披露的数据显示, 天威视讯的增值业务发展领先, 交互电视、付费频道以及宽带业务等增值业务已开始为公司创造利润, 我们可以从下表看出, 天威视讯的 ARPU 值最高。它将最先受益于有线网络数字化发展。

图表 21: 上市公司 ARPU 值比较

	有线电视用户规模 (万户)	营业收入 (百万元)	ARPU 值 (元/户/月)
天威视讯	106	366	57
电广传媒	300	408	23
歌华有线	397	679	29
广电网络	427	481	19
数据来源：国联证券研究所 公司公告			

4.4 上市公司估值比较

通过下图的比较，我们可以看出，天威视讯的 A R P U 值最高，而总市值最高的却是歌华有线。这是因为在模拟信号时期，有线网络运营商的盈利能力主要体现在覆盖的用户规模以及基本收视费的定价上。歌华有线的用户在上市公司中居第二位，同时，它的主要用户都在北京，受北京基本收视费上涨预期的影响，歌华有线的总市值位居首位。但是，通过我们上面的阐述可以了解到，进入数字化时代，真正能够体现公司未来发展潜力的是公司高端客户的发展能力，在四家公司中，天威视讯的 A R P U 值最高，显示了它未来的发展潜力。再考虑到天威视讯整合关外有线网络用户的预期增强，我们认为天威视讯的价值被低估，股价具有上涨潜力。

图表 22: 上市公司估值比较				
公司名称	公司总市值 (亿元) (截止 2009-11-11)	有线电视用户 数 (万户)	ARPU 值 (元/户/ 月)	公司现金流 (亿元)
电广传媒	78.51	300	23	17.26
广电网络	36.75	427	19	1.83
天威视讯	45.66	106	57	7.02
歌华有线	148.34	397	29	14.15
数据来源：国联证券研究所 公司公告				

5. 重点关注公司

在传媒行业中，我们看好有线网络的发展前景及其投资机会。除此之外，对于具有新媒体概念的个股，我们也看好其投资机会，对于我们看好的个股，给出投资要点概述。

天威视讯 (002238.SZ): 最先受益于增值业务 关外并购预期加强

折旧到期释放业绩。至 2010 年 7 月, 天威视讯的转换折旧将逐步结束, 天威视讯的业绩将随着折旧的结束而得到释放。根据公司公告披露显示, 公司 2005 年的折旧金额在 5300 万元左右, 此部分折旧将先于 2010 年到期。以 2008 年天威视讯净利润为参考依据, 其全年净利润为 7540 万元, 2010 年的折旧到期也就意味着其净利润将同比增长 70% 左右 (不考虑内生性增长)。

发展上下游产业, 争做有线网络门户运营商。公司于 2009 年对茁壮网络进行了增资, 还出资成立了天华国际传媒公司、天华世纪传媒公司。茁壮网络主要经营数字电视终端设备 (机顶盒); 天华国际则从事影视节目的版权引进、制作、加工集成、发行、销售等业务; 天华世纪从事广告业务、信息咨询、国内贸易等。从公司对外投资的步伐来看, 公司意欲通过对有线网络上下游业务的整合, 从而成为有线网络门户商。

关外网络收购预期加强。根据广电总局的规划要求省级整合要在 2010 年底完成, 所以我们认为深圳关外整合也将在此之前完成整合。现在关外有线网络运营商的主要股东与天威视讯的大股东为同一个, 因此, 天威视讯关外整合的预期愈加强烈。

投资建议: 预计 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.29 元和 0.43 元。基本收视费为公司提供稳定现金流, 增值业务将推动公司进入新的发展阶段。给予“推荐”评级。

电广传媒 (000917.SZ): 业务多栖发展 投资亮点频现

创投业务硕果累累。公司涉足创投业务, 其达晨创投公司在行业内排名居前, 成功上市同洲电子和拓维信息等。在本轮 IPO 重开及创业板推出之际, 达晨持有的惠州亿纬锂能公司、爱尔眼科和网宿科技都成功通过首发审核。其种种创投业绩显示出公司在创投业务上的竞争力, 现在达晨还持有 40 多个创投项目。

影视制作业务受益于产业振兴规划。公司的影视制作能力位居前列。同时, 还在拓展国际影视市场。08 年公司的美国控股子公司——美国绚艺娱乐传播公司制作了《动物王国》和《银河铁道之旅》, 这两部影片分别在美国新泽西和洛杉矶推出。随着文化产业振兴规划的推出, 动漫、影视制作等创意产业的发展被提上议程, 这将推动我国创意产业快速成长, 公司的发展将受益于产业的推进。

投资建议: 预计 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.28 元和 0.43 元。我们认为, 中短期来看创业板溢价交易旺盛, 长期而言退市企业比例得到严

格控制，创业板的健康发展等条件将成为公司股价的持续催化因素。短期我们看好公司的交易性机会。

博瑞传播（600880.SH）：区域龙头向全国迈进

垄断区域内媒体资源。公司近年在逐步调整主营业务结构，08年已将主营业务由原先的印刷、广告、投递、餐饮、学校业务收缩为印刷、广告和投递，其中广告业务的发展更是超出其他两项主营业务。公司04-08年逐步购买传统媒体及新媒体的各类资源，从报业到电视、到户外媒体、再到手机电视等等。公司将成都区域内大部分的媒体资源垄断在自己手中。

突破区域，进军全国。2009年，公司收购成都梦工厂，开始涉足网游产业；并增资全资子公司北京瑞其新传媒文化公司，将其主营改为从事拟上市项目的风险投资管理，从而涉足创投业务。通过博瑞传播的种种举措，我们认为公司在稳固了其西南区域的霸主地位后，继而开始了向全国发起进攻的路程。创投公司的成立有利于博瑞在全国范围内寻找传媒标的企业，这将有利于公司不断完善其媒体产业，而且还将可以扩大博瑞媒体的覆盖面，形成规模性效应。

投资建议：我们预测公司09、10年的EPS为0.71元和0.92元，鉴于公司新介入的网游产业属成长期产业，具有快速成长特性。而新涉足的创投业务也将为公司带来新的发展路线。我们给予公司“推荐”评级。

附录：

文化产业体制改革政策	
2006	1 月，国务院发布《关于深化文化体制改革的若干意见》
	9 月，发布《“十一五”时期文化发展规划纲要》
2008	1 月，六部委发布《关于鼓励数字电视产业发展的若干政策》
2009	1 月，发布《文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的规定》以及《文化体制改革中支持 Ze 发展的规定》
	4 月，新闻出版总署发布《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》
	5 月，发改委发布《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》
	7 月，国务院讨论并原则通过《文化产业振兴规划》，并确定今后八项重点工作
	9 月，《文化产业振兴规划》正式公布

数字电视发展政策	
2003	建立有线数字电视技术新体系的实施意见以及有线电视向数字化过渡时间表
	总局发布《有线数字电视广播条件接收系统入网技术要求和测评方法》等三项行业技术要求
	总局发布《有线数字电视频道配置指导性意见》
2004	总局发布《有线广播电视网改造指导意见》
2005	国家发展改革委、国家广电总局发布《关于印发〈有线电视基本收视维护费管理暂行办法〉的通知》
	总局发布《关于发布有线数字电视服务平台建设指导意见的通知》
	广电总局《关于推进广播电视有线数字付费频道运营产业化的意见》
	广电总局关于印发《推进试点单位有线电视数字化整体转换的若干意见（试行）》的通知
2006	广电总局关于发布《有线数字电视试点验收管理办法（暂行）》的通知
2008	国务院办公厅发布国办 08 年一号文：《国务院办公厅转发发展改革委等部门关于鼓励数字电视产业发展若干政策的通知》，通知明确指出了有线数字电视的未来发展目标，并就优化投融资环境、加强税收优惠支持等方面提出了具体的政策措施，该政策的出台对有线网络等公司形成重大利好。
2009	5 月底，国家发改委发布了《国家发展改革委办公厅关于组织实施 2009 年数字电视研究开发及产业化专项的通知》，就 2009 年数字电视发展做出方向性指导和规划，并计划为部分项目提供不低于 500 万元的投资补助资金。
	2009 年 7 月 19 日，国家广电总局召集了 24 家具备《直播卫星村村通机顶盒入网认定证书》的厂家进行研讨。会上，国家广电总局决定在直播卫星村村通技术平台上增加条件接收功能。
	8 月初，国家广电总局发布了《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》的通知（简称《通知》），对有线数字电视的发展做了重要部署。在数字化整转方面，国家广电总局制定了相关规划和时间表：到 2010 年，直辖市和东、中部地区地市以上城市要实现有线电视数字化，东、中部地区县级城市和西部地区大部分县级以上城市要基本完成有线电视数字化；到 2015 年，所有县级以上城市要基本完成有线电视数字化。
	8 月，国家广电总局发出了《关于促进高清电视发展的通知》，北京卫视、深圳卫视、湖南卫视等 9 个频道 9 月 28 日实现了高标清同播，大大提升了用户收视质量。随着越来越多高清频道和内容的推出，制约高清电视发展的节目源匮乏问题将逐步得到解决。

