

传媒

冷星星

执业证书编号: S0960209060284

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

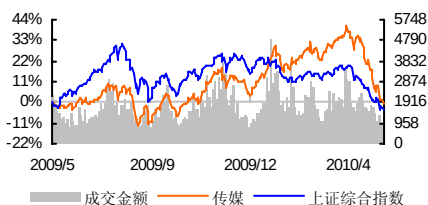
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	22
总市值(亿元)	1711
占 A 股比例(%)	0.70%
平均市盈率(倍)	57.18

行业表现

(%)	1M	3M	6M
传媒	-15.86	-3.24	3.20
上证综合指数	-17.11	-9.22	-21.45



相关报告

《传媒 2010 年二季度投资策略-关注积极应对融合与变革的公司》2010-4-12

《传媒-三网融合加速推动并严峻考验广电发展》2010-1-14

《传媒行业-踏上快乐火爆的崛起征程》2009-12-24

传媒行业 2010 年(中期)投资策略

看好

当文化产业腾飞梦想逐渐照进现实

投资要点:

- 2010 年上半年,自 1 月三网融合在国务院层面推出引发传媒行情以来,传媒板块持续跑赢大盘,符合我们在 2010 年年度策略报告中的判断。然而,近期大盘迅速向下,传媒板块亦未能幸免,整体估值下降超过 15%,估值压力得到一定释放。目前,传媒板块相对大盘的估值倍率为 2.72 倍,处于近五年估值倍率(1.5~3.7 倍)的中等水平。2010 年下半年,随着文化消费的不断升级和产业的一系列积极变化,文化产业崛起之势将继续增强,成为传媒估值可以继续向上的主要推动力。当文化产业的快速发展遇上板块估值压力的释放,我们更有理由认为 A 股传媒板块估值上涨的概率较大,维持行业“看好”评级。
- 中国文化产业在 2009 年经历了大踏步的转型发展,现已踏上快乐火爆的崛起征程。我们长期看好中国文化产业的精彩未来,目前内容产业、传统媒体和新媒体产业正积极寻求各自的发展,蕴含较大投资机会。
- 前程远大的内容产业虽处虚拟的世界却享受着真实的成长快乐:1) 电影行业快乐并快速成长着,预计 2010 年票房将达 90 亿元,同比增长 45%;2) 动漫产业已奏响“俘获人心带来巨大市场”的乐章,预计动漫制作和衍生品开发都将有所突破,产量将保持 50% 的增长;3) 网游行业将历经盘整之年,然后继续前进,未来网游产品将在内容上更广更深地融入中国文化并逐步走向繁荣。
- 体制改革下的传统行业在融合与变革中突破前行:1) 广电行业-三网融合兵临城下 有线网整合火爆上演;2) 出版行业-敢当改制先锋 寻求多元发展;3) 广告行业-阵痛中稳步成长 营销创新打造新亮点。
- 随着移动互联网时代的到来,在技术、渠道、应用和终端发展的共同推动下,新媒体行业正探索有效商业模式,开拓信息娱乐蓝海。
- 当中国文化产业腾飞梦想正逐渐照进现实,我们以较长远的投资眼光考量传媒公司的经营稳定性和可持续发展能力,看好四类公司:1) 内容产业发展的受益者;2) 新媒体产业发展的受益者;3) 拥有垄断和稀缺资源的公司;4) 拥有资产注入可能和行业整合能力的公司。
- 2010 年下半年,我们认为,在市场投资氛围不高的情况下,主题投资将不会持续扮演投资传媒板块的主角,可能只是偶尔出场。投资者应从个股估值水平出发,1) 选择基本面较好、业绩增长确定的具有安全边际的公司,我们强烈推荐“博瑞传播”,推荐“*ST 鑫新”、“华谊兄弟”;2) 密切关注三网融合试点政策出台将为经营能力较强的有线运营商带来的发展机会,推荐“天威视讯”、“歌华有线”;3) 推荐“奥飞动漫”、“东方明珠”为长线品种配置;4) 建议逢低配置“省广股份”。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600880	博瑞传播	0.43	0.57	0.68	0.82	41.93	31.41	26.18	21.91	强烈推荐
002238	天威视讯	0.29	0.30	0.52	0.57	75.64	73.01	42.86	38.91	推荐
600037	歌华有线	0.31	0.25	0.27	0.36	47.99	59.56	55.78	41.58	推荐
300027	华谊兄弟	0.25	0.54	0.77	1.12	119.73	55.93	38.94	26.92	推荐
600373	*ST 鑫新	-0.46	0.55	0.70	0.80	-34.76	29.69	23.33	20.41	推荐
002292	奥飞动漫	0.40	0.46	0.60	0.79	64.60	56.12	42.92	32.51	推荐
600832	东方明珠	0.14	0.16	0.18	0.20	64.71	58.53	52.76	46.88	推荐
600831	广电网络	0.18	0.19	0.25	0.38	58.21	55.45	41.71	27.72	中性
601999	出版传媒	0.23	0.27	0.30	0.33	49.88	43.37	39.43	35.84	中性
600825	新华传媒	0.27	0.28	0.25	0.26	38.42	36.99	40.32	39.61	中性

目 录

前言	3
1、文化行业快速发展遇上板块估值压力释放，维持行业“看好”评级	4
2、前程远大的内容产业-虚拟的世界 真实的成长快乐	5
2.1 电影行业-快乐并快速成长着	5
2.2 动漫行业-奏响“俘获人心赢得市场”的乐章	7
2.3 网游行业-盘整然后继续前进	9
3、体制改革下的传统行业-在融合与变革中突破前行	10
3.1 广电行业-三网融合兵临城下 有线网整合火爆上演	10
3.2 出版行业-敢当改制先锋 寻求多元发展	13
3.3 广告行业-阵痛中稳步成长 营销创新打造新亮点	14
4、繁荣于移动互联时代的新媒体行业-探索有效商业模式 开创信息娱乐蓝海	15
5、2010 年下半年投资策略	18
6、上市公司	19
6.1 博瑞传播-西部传媒巨星舞动新媒体风采-强烈推荐	19
6.2 天威视讯-静待行业变革 积极内外兼修-推荐	20
6.3 歌华有线-快速推广高清 延伸产业链 布局长远-推荐	21
6.4 华谊兄弟-影视娱乐先锋的飞跃发展令人期待-推荐	22
6.5 奥飞动漫-转型加速 积极抢占资源布局未来-推荐	23
6.6 东方明珠-关注长期资源价值和资源获取能力-推荐	24

前言

美国传媒产业的强大、默多克传媒帝国的发展传奇，无不向我们展示了传媒产业和传媒集团的发展原来可以如此辉煌。

种种事实也表明中国同样拥有适合媒体产业发展的土壤，传媒行业发展空间巨大（详见本作者报告《在经济下行的避风港收获确定地增长》）。在这样一个消费逐步升级、技术日新月异的时代，在文化体制改革大背景下，中国传媒产业正在积极地探索着适合自我的发展道路并努力前进着。我们坚定地相信，中国传媒行业的未来定会亮出精彩（详见作者报告《发展之路与传媒精彩》）。

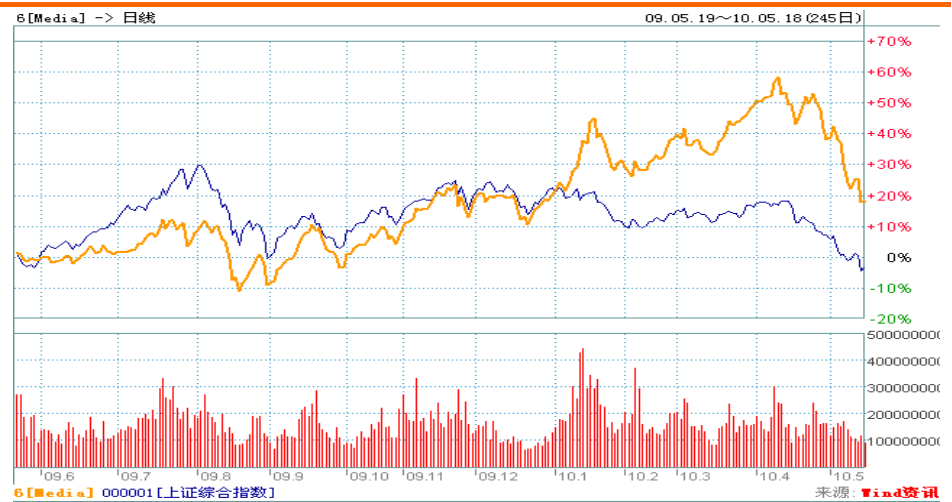
作为一个生产快乐的，并正在快速发展的，且将能够长期进步的特殊产业，在资本市场也必将是投资者追逐丰厚回报的优质投资标的。伟大股神巴菲特用事实经历证明了：投资传媒产业的超额收益，不只是个传说！

2010 年上半年，三网融合在国务院层面推出、传统媒体改制整合火爆进行、新媒体创新发展随技术狂奔、融合变革和文化消费升级促进内容产业快乐地发展，中国传媒产业踏上崛起的征程（详见作者报告《踏上快乐火爆的崛起征程》）。

2010 年下半年，国家文化体制改革将进一步深化、三网融合的政策细则将逐渐明朗、内容产业的魅力将初步释放、新媒体的发展将逐步繁荣于移动互联网时代，中国文化产业规模将有巨大提升，产业腾飞的梦想正逐渐照进现实。

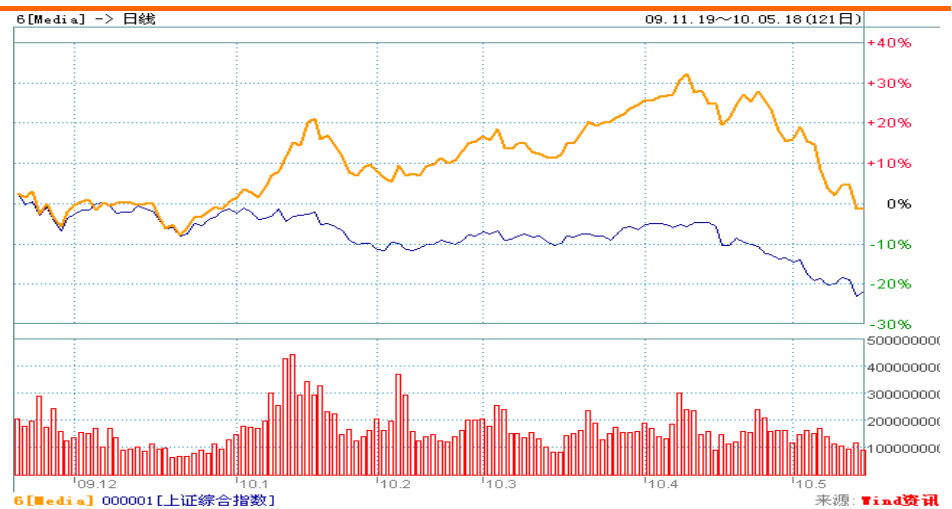
1、文化行业快速发展遇上板块估值压力释放，维持行业“看好”评级

图 1：最近一年传媒板块股价走势（2009.5-2010.5）



资料来源：Wind 资讯

图 2：最近六个月传媒板块股价表现（2009.11-2010.5）



资料来源：Wind 资讯

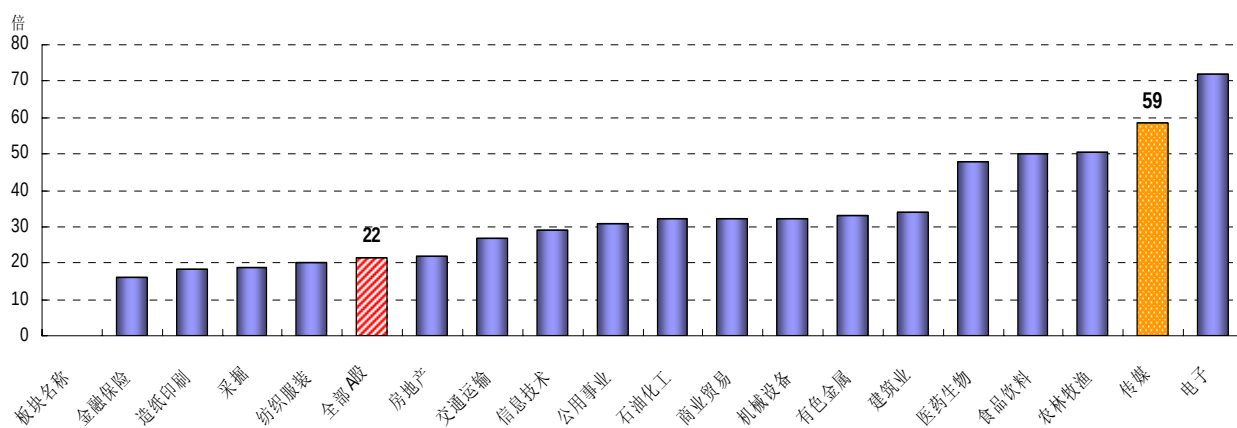
在过去的 2009 年中，传媒板块多数时候表现弱于大盘走势。自 2010 年 1 月三网融合在国务院层面推出以来，市场上对政策将推动全国有线网整合并利好广电行业的预期引发传媒板块的热烈行情，上半年传媒板块持续跑赢大盘。这一上涨走势符合我们在 2010 年年度策略报告中的判断。然而，近期随着大盘行情向下，传媒板块亦未能幸免，板块整体估值下降超过 15%，估值压力得到一定释放。

正如我们曾在 2010 年年度策略报告中做过的分析阐述，从全球来看，传媒公司拥有垄断和独特的无形资产这两大特有优势，是其高估值的重要支撑。

在美国，传媒是估值最高的行业。相较之下，如今的中国传媒产业拥有超过全球任何一个国家的巨大潜力市场，而且垄断性更强，如火如荼的改制推动企业快速地内生增长，爆发在即的整合风暴使企业的外延增长潜力难以限量。因此，我们有理由认为，A股传媒板块应享有高估值。目前，传媒板块相对大盘的估值倍率为 2.72 倍，处于近五年估值倍率（1.5~3.7 倍）的中等水平，因此还有上涨空间。

2010 年下半年，随着文化消费的不断升级和产业的一系列积极变化，文化产业崛起之势将继续增强（报告中二三四部分将深入阐释），成为传媒估值可以继续向上的主要推动力。目前当文化产业的快速发展遇上板块估值压力的释放，我们更有理由认为 A 股传媒板块估值上涨的概率较大，维持行业“看好”评级。

图 3：传媒板块的 PE 值是全部 A 股的 2.72 倍（2010 年 5 月 18 日）



资料来源：Wind 资讯

2、前程远大的内容产业-虚拟的世界 真实的成长快乐

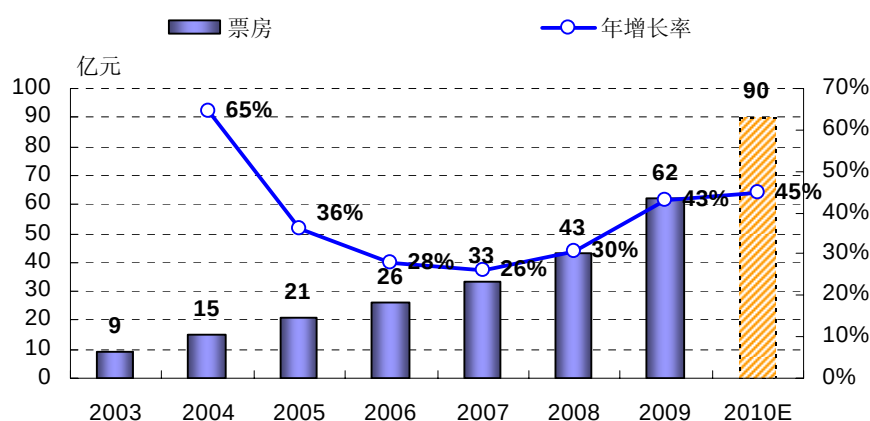
2.1 电影行业-快乐并快速成长着

2010 年中国电影行业继续快乐快速地发展。目前主要的盈利模式为票房收入，预计全年全国票房将接近 90 亿元，同比增长 45%。作为一个已步入黄金期的高速成长行业，中国电影行业的投资机会不容忽视。A 股主要投资标的为华谊兄弟。

中国电影产业正在快速成长：

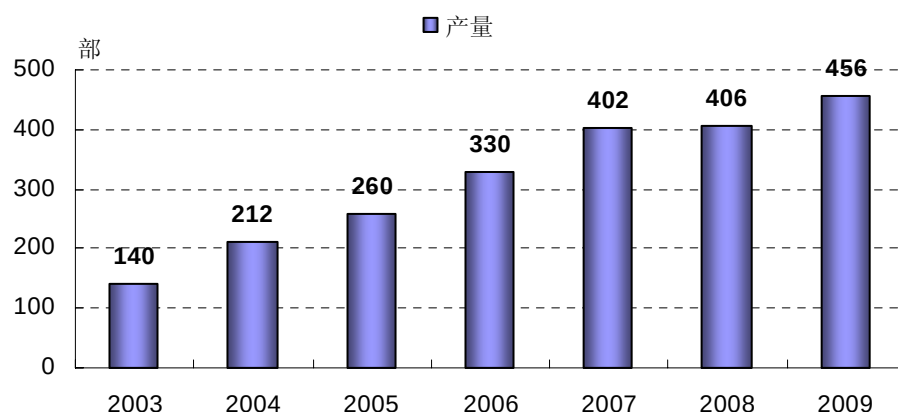
- 在过去的 6 年里，中国电影票房收入以年均 30% 的速度增长，远超过中国 GDP 增速。2009 年，全国票房高达 62.06 亿，同比增长 43%。预计 2010 年同比增幅有望达到 45%，全国票房将接近 90 亿元。同时，中国电影产量持续增长，2009 年，全国生产电影 456 部，创作数量第七年持续攀升，已步入世界电影生产大国行列。

图 4: 中国电影票房收入高速增长 (2003-2010E)



资料来源: 国家广电总局, 中投证券研究所

图 5: 中国电影产量连续连续 7 年攀升 (2003-2009)

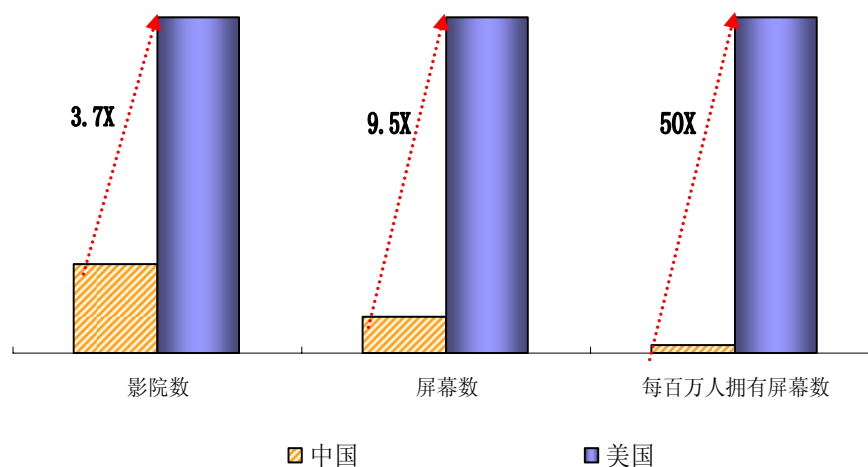


资料来源: 国家广电总局, 中投证券研究所

中国电影产业正健康快乐地成长, 未来还有巨大潜力待挖掘:

- 中国电影票房国产片逐渐占市场主导。2009 年全年累计有《建国大业》、《十月围城》等 12 部国产影片突破亿元票房, 较 2008 年 8 部国产影片票房过亿又上了一个新台阶。且获得成功的影片类型呈现多样化, 各种投资规模和票房收益的影片呈梯次分布, 以国产主流影片为支柱、以商业大片为龙头、以中小成本影片为必要补充。健康良性的市场格局正在逐渐形成。
- 据我们观察, 中国电影市场还有巨大的潜力市场有待开发: 中国票房收入仅为美国的 5% 左右。按人均 45 元票价估算, 2009 年可能只有 10% 的中国人去电影院看电影。中国的电影院还太少太少。至 2008 年底, 全国共有 1545 家影院和 4097 块电影屏幕, 相当于 35 万人拥有一个屏幕或每 90 万人共用一座影院。而在美国, 共有 5786 家影院和 38834 块电影屏幕, 分别是中国的 3.7 倍和 9.5 倍, 每百万人拥有屏幕数约为中国的 50 倍。

图 6: 电影院和屏幕总数及人均拥有量情况比较: 中国 VS 美国 (2008)



资料来源: 国家广电总局、全美影院协会 (NATO)、中投证券研究所

2.2 动漫行业-奏响“俘获人心赢得市场”的乐章

动漫产业的盈利收入主要来自动漫内容制作和衍生品。中国动漫产业已奏响“俘获人心赢得市场”的乐章，预计2010年动漫制作和衍生品开发都将继续获得突破，产量将保持50%的增长。作为一个尚处萌芽阶段但迅猛增长势不可挡的快乐产业，中国动漫产业是投资者不可忽视的又一领域。A股主要投资标的为奥飞动漫、出版传媒。

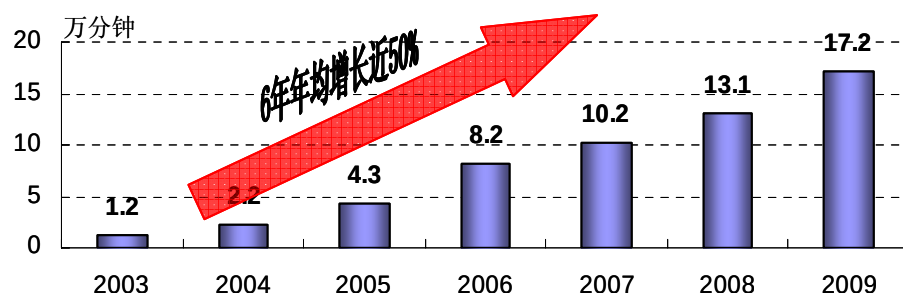
中国动漫产业尚处于萌芽阶段:

- 2008年，中国动漫产业的年销售量约为260亿元，但也只有迪斯尼公司的10%，产值仅占中国GDP的0.1%。
- 国外卡通仍是中国青少年的最爱。据《人民日报》报道，一项调查结果显示：在青少年最喜爱的动漫作品中，日本、韩国动漫占60%，欧美动漫占29%，中国内地和港台地区原创动漫的比例仅有11%。

中国动漫产业已奏响“俘获人心赢得市场”的乐章，预计动漫制作和衍生品开发都将有所突破，产量将保持50%的增长。

- 在前所未有的积极政策环境下，国内动漫产量高速增长。2009年全国制作完成的国产电视动画片共322部17.18万分钟，比2008年增长31%，7年年均增长近50%。

图 7: 国产动漫高速增长 (2003-2009)



资料来源: 国家广电总局, 中投证券研究所

- 中国动漫创作不断取得突破, 涌现出许多优秀的动漫作品和形象。在第六届深圳文博会期间, 首次评选并发布“中国十大卡通形象”(必须是 made in China and made by China), 获奖作品分别是: 喜羊羊、美猴王、猪猪侠、福星八戒、大角牛、雪娃、嘟噜嘟比、小破孩、憨八龟、蓝猫。而入围的作品中也不乏深入人心之作, 其中包括奥飞动漫的新产品电击小子。

图 8: 第六届文博会期间首次评选发布“中国十大卡通形象”



资料来源: 第六届文博会, 中投证券研究所

在政府扶持和市场需求推动下，未来将无比美好：

- 为推动中国动漫产业的发展，政府给予了高度的重视和政策上的支持。从2008年5月起，政府将国外卡通的黄金时间禁播限制从每天17:00-20:00延长到21:00。同时规定，国产动漫必须占各台每日播放量的70%以上。
- 国产卡通《喜羊羊与灰太狼》的巨大成功给予了中国动漫发展巨大的启示和鼓励，并激发了市场对国产动漫的喜爱。
- 中国现有3.67亿未成年人，他们都是动漫产业潜在的消费群体，他们中的大多数都是全家宠爱的独生子女，因此购买力较为强劲。
- 据中国政府的目标，5-10年内中国动漫产业产值在GDP的占比将从0.1%（100多亿）提升到1%。粗略估算，十年之后中国动漫产值将超过6000亿元，市场将扩大23倍，年均增幅近40%。

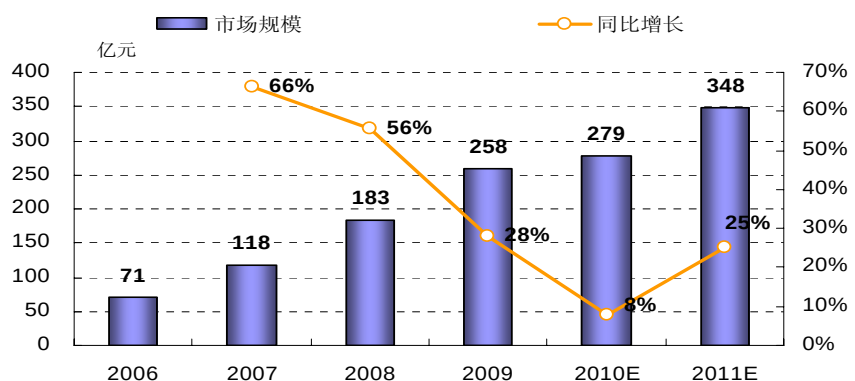
2.3 网游行业-盘整然后继续前进

中国网游产业近年来实现高速增长，2009年行业增速有所放缓，预计2010年将进入盘整期，全年增长8%左右。由于中国网游发展的推动力仍然巨大，我们认为盘整之后行业将继续前进。未来网游盈利模式将不断创新，内容上将更广更深地融入中国文化，行业将逐步走向繁荣。技术研发和运营能力强的网游公司将随行业成长为伟大的公司，如盛大。目前A股主要投资标的为中青宝、博瑞传播。

中国网游产业近年来实现高速增长，2010年将进入盘整期。

- 2009年，中国网游市场规模达到258亿元，同比增长28%。2010年第1季度，在第一梯队厂商包括腾讯、盛大的推动下，中国网络游戏市场收入规模达78.19亿元，全年完成我们此前预计的323亿规模难度可能较大。
- 易观国际分析认为，中国网络游戏市场产品供大于求、同质化严重，导致市场增长放缓至近年最低点。横向比对新产品可见，2-3季度各厂商新产品逐渐步入公测阶段，且这些产品在体验和题材上，均有一定革新性，尤其是TV-game的融合产品。产品的创新与丰富，将有效带动网游用户的增长。预计到第3季度，新产品开始稳定贡献营收。预计2010年网游市场增长率将略低于分析师预期，季度复合增长率在4%-8%，具体受产品商业化进度及政策变化影响。

图9：中国网游行业市场规模迅速扩大，2010年将进入盘整期（2006-2011E）



资料来源：Enfodesk、中投证券研究所

中国网游产业将在多方面推动下发展，未来将融入中国文化走向繁荣：

- 中国网游产业发展的具有多方面的推动力：1) 潜在游戏玩家-网民快速增长；2) 随着中国经济的发展，互联网网民的可支配收入不断增长，游戏玩家的支付能力逐步提高，有利于网络游戏 ARPU 值的提升。3) 技术进步。游戏开发技术的进步，如 3D 游戏开发技术，可以使得网络游戏玩家享受更高品质的游戏；硬件技术的创新突破，如手机或其他便携设备技术的进步，有可能使得便携设备的功能异常强大，以令游戏的运营模式发生较大的变化，带来巨大的商业机会；4) 国内游戏研发能力逐渐提高。近几年，国产游戏发展迅速，逐渐成为中国网络游戏的主流；5) 国产网游游戏策划研发水平（特别是 3D 游戏）都在不断提高，且国产游戏中融合了大量的中国文化，西方人较感兴趣，因此游戏出口市场潜力巨大。
- 未来网络游戏将与其他其他文化娱乐产业呈现多样深度融合，而且融合中国元素的产品将最为受欢迎。2009 年以来，网络游戏产业与其他文化娱乐产业呈现融合式的发展，出现诸多根据电影、电视剧、小说改编的网络游戏，一些网络游戏也在尝试改编成电视剧和电影，一些网络游戏公司参与到了电影制作而且取得了不俗的成绩，另外一些电影和电视剧行业的企业也在投资网络游戏。同时，由于中国文化博大精深且拥有大量具有丰富内涵的传统文化产品，包括小说、电影和电视剧等，近年来中国元素在全球非常流行。开发商也越来越多地考虑到结合中国文化产品去开发网游产品，这样不仅可以弥补游戏策划专业性的不足，而且大大提升了游戏的品质。同时，由于这些文化产品的用户群已对故事内容有一定的认识和兴趣，将能增加游戏的用户粘性，而且公司更易进行网游产品的市场推广，节省了营销成本。未来，融合的程度会更加深入（如剧情更贴近原著，设计成连环剧情等），融合的方式会多种多样（如题材以副本的方式嵌入已设计好的游戏中等）。

3、体制改革下的传统行业-在融合与变革中突破前行

3.1 广电行业-三网融合兵临城下 有线网整合火爆上演

2009 年是中国 广电行业发展史上具有里程碑意义的一年。这一年中，重大行业指导政策相继发布，行业发展的宏观环境逐步明晰：数字电视成为国家落实扩大内需政策的重要措施之一；促进数字电视有序竞争、和谐发展；促进有线网络的产业化和规模升级，逐步引入竞争；广电部门将继续进行内容的严格管控，确保媒体内容的喉舌属性。

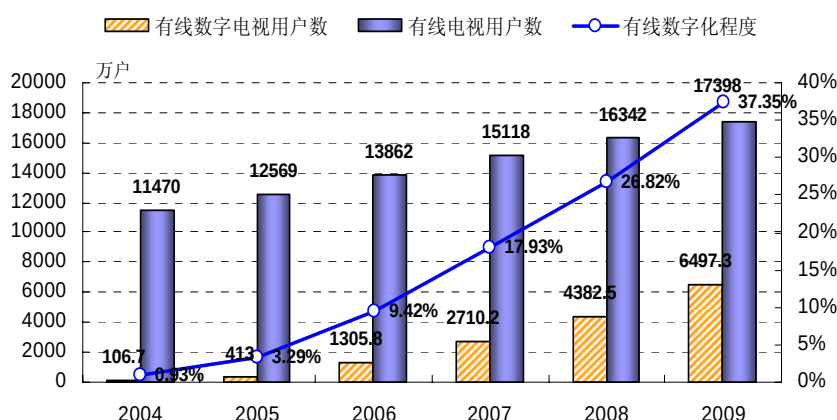
2010 年广电行业将延续以往的发展政策，并将继续贯彻中央经济工作会议确定的“保增长、促转型”的基本方针，在三网融合兵临城下之际，加速有线网整合及双向改造，推动数字化整转并推动高清电视的快速发展。目前，有关三网融合的试点方案仍在制定当中，我们期待后续政策发挥足够的魄力，推动广电的飞跃式发展。

我们密切关注并看好三网融合试点政策出台将为经营能力较强的有线运营商带来的发展机会。A 股主要投资标的为天威视讯、歌华有线、广电网络、电广传媒、东方明珠、武汉塑料（楚天网络将借壳）、中信国安。

全国有线电视数字化正全面推进：

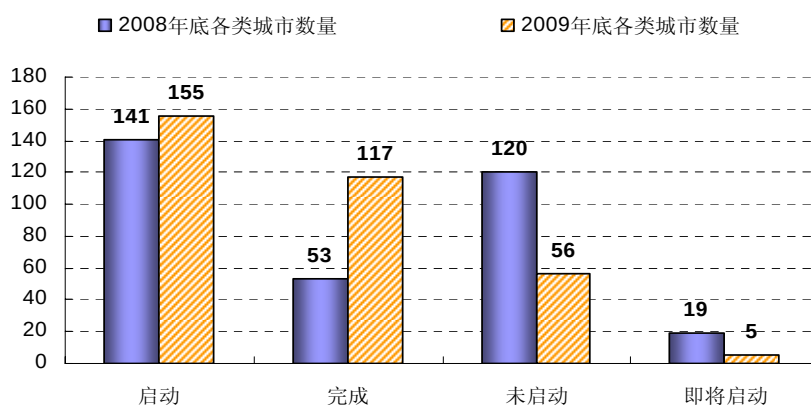
- 截至 2009 年底，全国有线数字电视用户达到 6497.3 万户，有线数字化程度达到 39.46%，较 2008 年提高了 2.36%；在全国 333 个地级市中，已经完成和正在进行整转的城市数达到 272 个，占地级市总数量的 81.68%，较 2008 年底提高了 23.42%；除了地级市外，还有很多县级城市启动了数字整转工作，全国数字化的覆盖范围正逐步扩大。

图 10：中国有线电视用户规模及数字化程度不断提高（2004-2009）



资料来源：Guideline Research、中投证券研究所

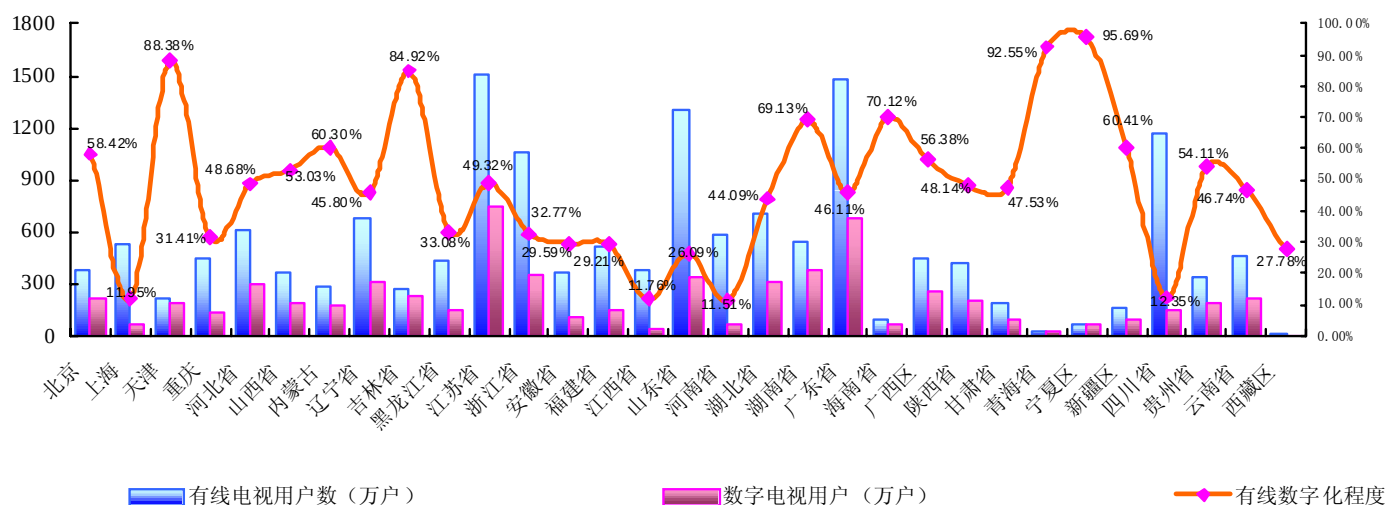
图 11：333 个地级市启动数字化整转的状况（2008 VS 2009）



资料来源：Guideline Research、中投证券研究所

- 全国有线数字化正呈现如下几个特征：1) 数字化速度较 2008 年加快；2) 多种商业模式发展并存；3) 数字化由城市向郊区、县蔓延；4) 各省市数字化程度差距仍然较大。目前，有线数字电视用户规模超过 500 万户的有江苏省和广东省，有线数字化程度超过 50% 的省级行政区域有 12 个地区，包括：宁夏、青海、天津、吉林、海南、湖南、新疆、内蒙、北京、广西、贵州、山西。上市有线运营商中，上海数字化程度仍然较低，预计 2010 年将加速前进。

图 12: 全国有线电视数字化程度各省市差距仍然较大 (截至 2009 年底)



资料来源: Guideline Research、中投证券研究所

三网融合兵临城下，为谋发展各地有线网必须打破条块分割之势，目前有线网整合正火爆上演。按文化体制改革要求，2010 年年底各省市应基本完成整合。

- 截至 2009 年底，全国大部分省份已经开始网络整合工作，其中 2 个直辖市和 14 个省份的有线电视网络已经基本完成网络整合工作，歌华所在的北京和广电网络所在的陕西已基本完成省市县三级网络整合。
- 2009 年有线网的整合主要从两个方向进行：1) 省内网络整合：江苏、四川、云南、重庆、安徽等积极推进省内网络整合，并且江苏省提前实现省、市、县三级广电网络联结成“一张网”；2) 跨区域整合：歌华增资 3000 万元加强了对河北涿州有线的控制；电广传媒计划投资近 2 亿元建立华达丰有线网络公司，并与国开行签署 197 亿框架贷款额度，主要用于跨区域有线网整合；江苏有线与昆明广电合作；陕西广电网络与广西、江西合作等等。
- 随着三网融合时间表的明确和与电信双向进入的逐步放开，有线运营商面临巨大的竞争压力，有线网整合是提升竞争力谋取未来发展的前提。预计 2010 年，有线网整合将会以省网整合为主，并主要采用行政性整合和资本性整合两种形式加速推进。

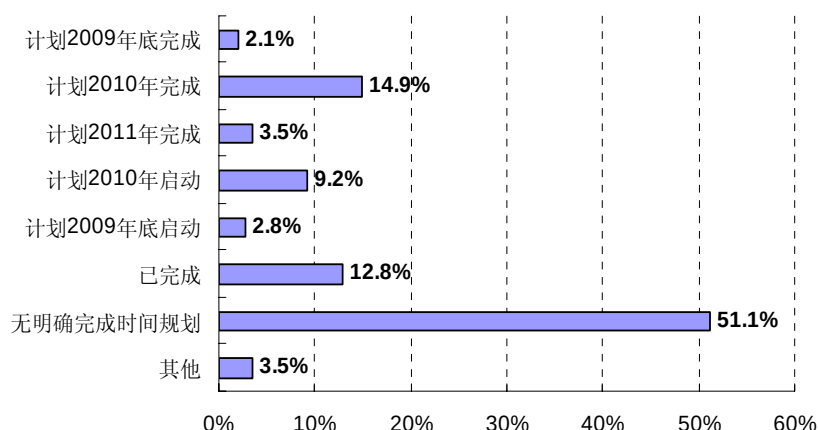
有线网的双向化是有线数字电视增值业务发展的基础条件，是提升有线数字电视竞争力的必然路径。为顺应三网融合的要求打造下一代网络，双向网改造的重要性和紧迫性愈加明显。

- 截至 2009 年底，双向网络覆盖用户超过 3000 万户，双向机顶盒用户超过 1000 万户。
- 据格兰研究统计，目前我国有超过 30% 的有线运营商已经对双向网络改造进行规划。其中，计划两年内启动双向改造的比例约为 10%，如河北省网、

内蒙古省网、济南市等地区积极进行双向网改造方案探讨；计划两年内完成双向改造的比例约为 20%。这些有线运营商在实际的改造过程中，也会考虑用户的实际需求做规划调整，如资金、改造方案的选定、领导更换等因素也都将影响双向网改造的推进。

- 同时，还有超过一半的有线运营商尚未对双向网改造进行规划。部分是因为要先完成城区的网络改造再考虑；另外部分可能正在进行技术选型，因此还没有详细推进方案。

图 13: 近一半有线运营商已有双向网改造规划



资料来源: Guideline Research、中投证券研究所

高清电视是广电行业的最大竞争优势，高清交互业务将是有线数字电视未来发展的必然趋势，也是有线运营商应对三网融合之后来自 IPTV 等竞争对手的制胜利器。

- 自 2009 年 9 月 28 日，全国 9 套卫视频道实行高标清同播之后，我国高清频道数量达到 13 套，尽管有些频道高清内容还不丰富，但从数量上已实现了较大飞跃并使高清业务的发展有了较好的开局。截至 2009 年底全国高清数字电视用户达到 53.7 万，其中北京占到约 60%。根据各地有线运营商关于高清电视开展的规划，预计 2013 年，中国有线数字高清电视订户达到 750 万户。
- 根据 2009 年 12 月底的一份监测报告，全国已经开通高清节目的地方有线网络公司占整体的 47%，即将开播或规划开播的地区占总体的 7%，预计 2010 年初，中国将有 54% 的地区开播高清数字电视。
- 目前，高清电视推广模式主要有以北京为代表的行政模式和以深圳为代表的市场模式，现在的市场下行政对于高清普及的推动力大于市场推广。而无论是哪种市场模式，有线运营商都是将高清和双向交互业务捆绑在一起发展，但从市场反馈来看，高清对于交互业务的拉动还未完全显现。

3.2 出版行业-敢当改制先锋 寻求多元发展

中国媒体市场分散，文化体制改革深化将加速行业整合重组，从而推动传媒企业的集团化发展并最终发挥规模优势。对于出版企业而言，2010 年将是其求生存而大刀阔斧积极改制的高潮年。对于已完成改制的企业和已上市的

企业，如何借着政策的东风积极进行跨区域整合以做大做强、谋求大集团的美好未来成为一个现实的追求。

除了追求规模之外，传统媒体顺势转型升级亦是其谋求未来发展的重要举措。一些优秀的上市公司已经在稳健经营的同时，开始了转型行动，如：博瑞传播收购成都梦工厂进军网游行业、参股成都全搜索试水门户网站以进军互联网行业；出版传媒公司和出版集团拟联合收购蓝猫动漫 55% 的绝对控股权，三方同时联合推出了三维精品动画片《蓝猫龙骑团》，标志着公司从传统出版产业迈入新兴的具有广阔潜力的动漫产业领域。虚拟经济的代表“蓝猫动漫”与实体经济的出版上市公司合作，或将成为国内动漫企业寻求盈利模式突破的有效途径。

我们认为，出版企业的投资机会来自改制整合带来的外延增长潜力和多元发展及传统媒体形式转型升级带来的高增长可能性。A 股主要投资标的有出版传媒、时代出版、皖新传媒、*ST 鑫新。

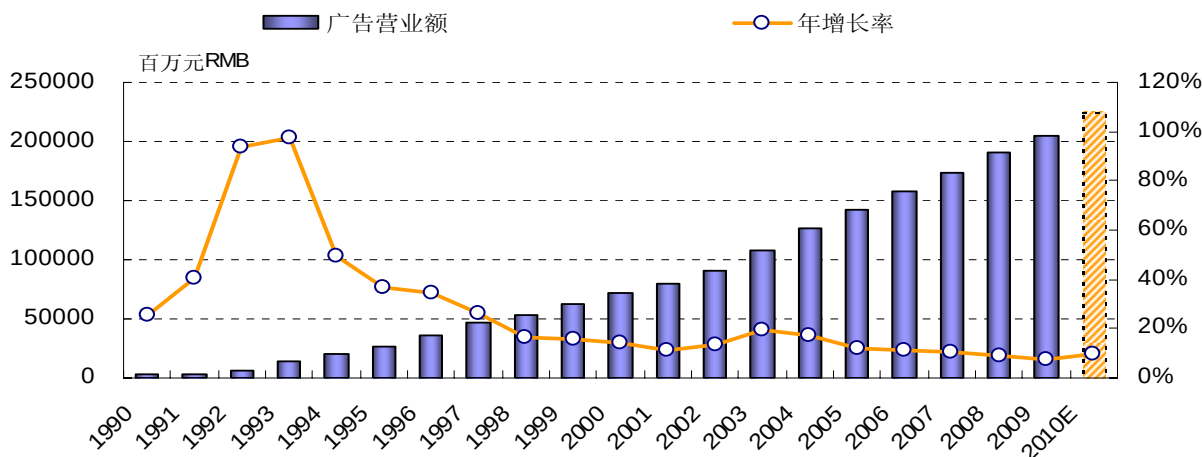
3.3 广告行业-阵痛中稳步成长 营销创新打造新亮点

广告行业是典型的周期性行业，与经济增速有较强的正相关性。2009 年，由于经济危机严重打击了广告主的信心，新旧媒体广告经营皆面临考验，广告行业同比增长 7.45%，低于全国 GDP 增速，并创近十年来历史增速新低。但是正如我们的判断，到 2009 年年底广告行业情况开始转好。基于各大机构对明年中国 GDP 增幅约为 9.5% 的判断，以及央视黄金时段广告招标额及增幅均创下新高，我们预计 2010 年广告行业将在历经阵痛后开始复苏，同比增速将达到 10%。

我们认为，2010 年广告业将全面复苏，其中新媒体广告将成为增长最亮点。预计报纸广告仍将平稳，增速约为 7-8%，各地可能有较大差异；户外广告将逐步复苏，增速约为 15-18%；新媒体广告（主要为互联网广告）增速将超过 35%，远超电视广告已经不易的 18.5% 的同比增速，成为广告增长的最大亮点。

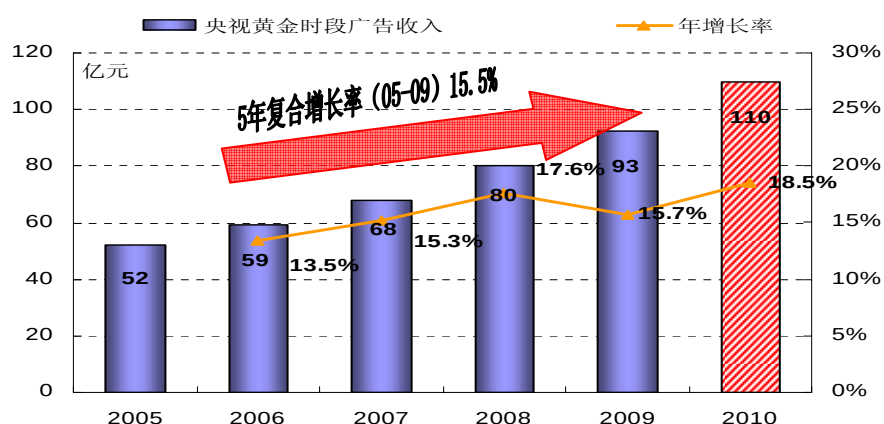
目前广告行业正处于周期向上阶段，企业经营环境驱好。A 股主要投资标的有省广股份、北巴传媒、博瑞传播、新华传媒等。

图 14：中国广告行业 2009 年经历阵痛同比增长 7.45%，预计 2010 年将回升至 10%（1990-2010E）



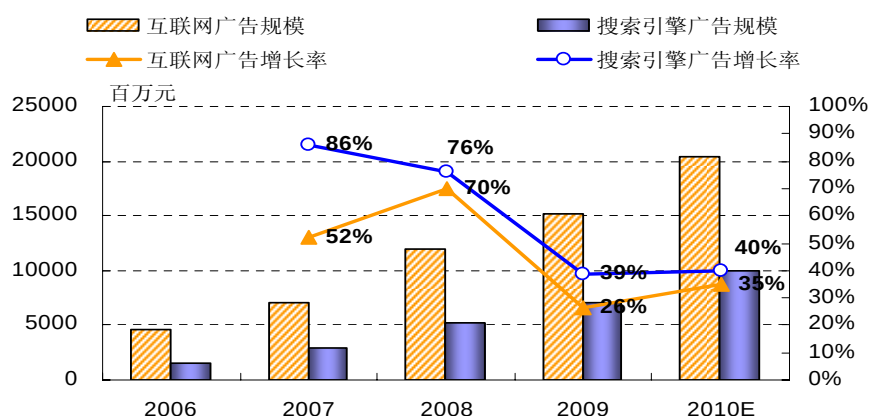
资料来源：中国工商局统计数据、中投证券研究所

图 15: 央视黄金时段广告年增长率均超 15%，2010 年创新高达 18.5%（2005-2010）



资料来源: CCTV 数据、中投证券研究所

图 16: 网络广告持续高增长，2010 年增速将达 35%，远超电视广告增速（2006-2010E）



资料来源: EnfoDesk、中投证券研究所

4、繁荣于移动互联时代的新媒体行业-探索有效商业模式 开创信息娱乐蓝海

随着移动互联时代的到来，在技术、渠道、应用和终端发展的共同推动下，新媒体行业正探索有效商业模式，开拓信息娱乐蓝海。新媒体是未来传媒发展的必然趋势，有明晰商业模式的企业拥有巨大的发展潜力。目前 A 股主要投资标的为焦点科技、东方明珠、博瑞传播等。

新媒体，是一个相对的概念，是除报刊、杂志、广播、电视等传统媒体之外的新的媒体形态。新媒体行业可以定义为：基于移动、电信和广电三大网络的，以内容服务为核心的，通过电脑、手机等多种终端向用户提供信息和服务的行业。

基于不同的盈利模式，我们将新媒体服务分为三大类：

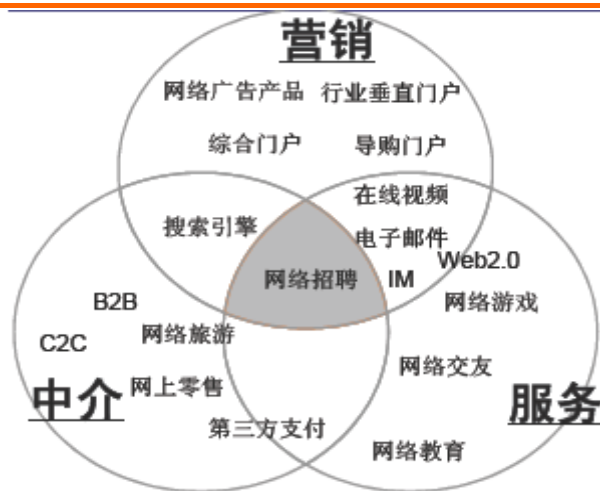
- 服务类：以互联网或移动通信网为平台，销售产品的服务，如电子商务 B2C、电子邮箱、网络游戏、移动支付、移动定位等等服务，收入

来源主要是以产品、服务等向个人客户收取相应费用。

- 广告类（营销）：基于互联网或者移动通信的相关服务平台，以提供广告服务的方式来获得收入的服务，主要是向企业类广告主收取费用。部分服务类的服务中也能够集成相应的广告服务，同时也有专门的广告类服务，如移动的短信营销等。广告是所有媒体的基础盈利模式，会在各种媒体上得到应用。
- 交易类（中介）：如电子商务 B2B、电子商务 C2C、租房网、招聘服务、交友服务等，借助新媒体的相关平台，以中介费、交易费为主要收入来源的服务。

目前新媒体企业主要盈利途径包括营销、中介、服务，他们还在不断探索着更有效的营收模式，创新模式可能将是基于以上三类的结合或融合创新。

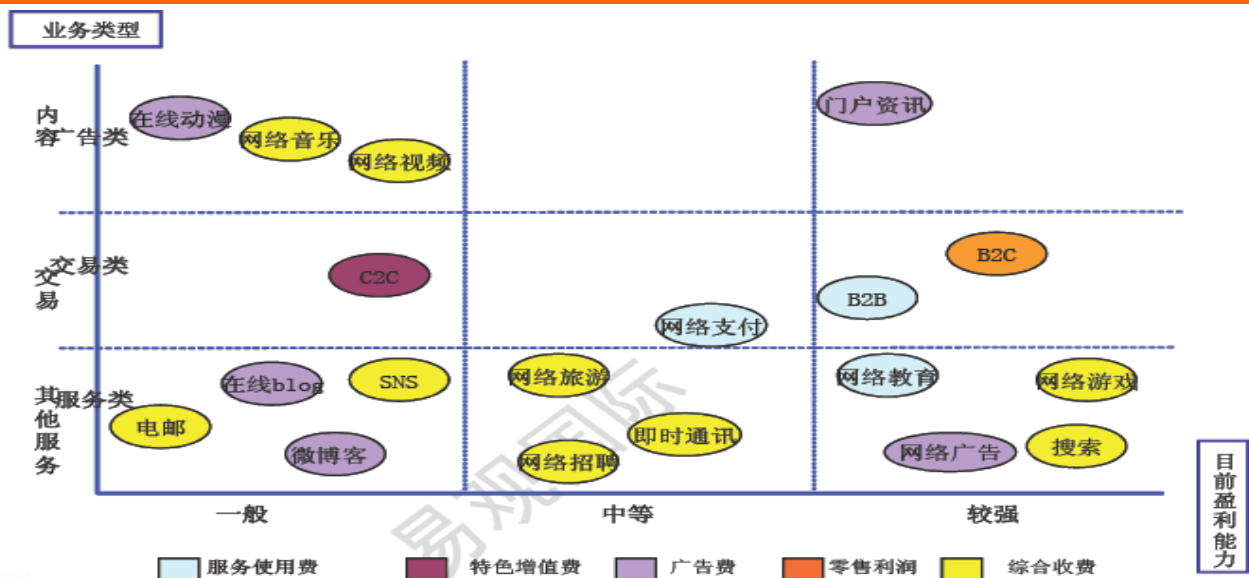
图 17：基于不同盈利途径，将新媒体分为三类



资料来源：Enfodesk、中投证券研究所

目前，新媒体应用主要涉及娱乐、商务、资讯三大领域，各类新媒体业务盈利能力差别较大。

图 18：娱乐、商务、资讯是新媒体主要涉及的三大领域，盈利能力有差异。



资料来源：Enfodesk、中投证券研究所

随着移动互联时代的到来，技术、渠道、应用、终端共同推动新媒体的发展，推动其开拓信息娱乐的广阔蓝海：

- 技术发展推动媒体通路成长。一方面，拓宽媒体受众的范围。截至 2009 年底，中国网民规模达到 3.84 亿人。宽带网民规模达到 3.46 亿人，占总体网民的 90.1%，中国手机网民规模为 2.33 亿人，占总体网民的 60.8%；另一方面，推动受众不断细分。
- 渠道延伸覆盖受众全方位生活轨迹。从受众每天接触每天的时间比例上看，网络的接触时间比例最高，达到 41%，其次是电视，用户接触的比例为 29%，然后是户外电子屏，达到 15%，高于报纸、广播、手机、杂志和其他媒体。
- 注意力稀缺加强内容与应用的不断融合。媒体内容不再具有稀缺性，受众处于注意力稀缺的状态。希望获得受众的注意力并培养受众使用习惯加速了内容向应用植入以及二者相互融合的进程。
- 终端丰富传递更加个性化的信息。多元化的终端为个性化信息推送创造可能，包括位置信息、更加真实和具体的用户信息如手机号等。

图 19：技术、渠道、应用、终端共同推动新媒体的发展



资料来源：Enfodesk、中投证券研究所

5、2010 年下半年投资策略

我们长期看好中国文化产业的精彩未来，目前各子行业正积极寻求发展，蕴含较大投资机会：1）前程远大的内容产业虽处虚拟的世界却享受着真实的成长快乐；2）体制改革下的传统行业在融合与变革中突破前行；3）繁荣于移动互联网时代的新媒体行业正探索有效商业模式，积极开拓信息娱乐蓝海。

当中国文化产业腾飞梦想正逐渐照进现实，我们以较长远的投资眼光考量传媒公司的经营稳定性和可持续发展能力，看好四类公司：

- 1) 内容产业发展的受益者
- 2) 新媒体产业发展的受益者
- 3) 拥有垄断和稀缺资源的公司
- 4) 拥有资产注入可能和行业整合能力的公司

2010 年下半年，我们认为，在市场投资氛围不高的情况下，主题投资将不会持续扮演投资传媒板块的主角，可能只是偶尔出场。投资者应从个股估值水平出发，1）选择基本面较好、业绩增长确定的具有安全边际的公司，我们强烈推荐“博瑞传播”，推荐“*ST 鑫新”、“华谊兄弟”；2）密切关注三网融合试点政策出台将为经营能力较强的有线运营商带来的发展机会，推荐“天威视讯”、“歌华有线”；3）推荐“奥飞动漫”、“东方明珠”为长线品种配置；4）建议逢低配置“省广股份”。

表 1：传媒公司盈利及估值评级情况

股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
博瑞传播	0.43	0.57	0.68	0.82	41.93	31.41	26.18	21.91	强烈推荐
天威视讯	0.29	0.30	0.52	0.57	75.64	73.01	42.86	38.91	推荐
歌华有线	0.31	0.25	0.27	0.36	47.99	59.56	55.78	41.58	推荐
华谊兄弟	0.25	0.54	0.77	1.12	119.73	55.93	38.94	26.92	推荐
*ST 鑫新	-0.46	0.55	0.70	0.80	-34.76	29.69	23.33	20.41	推荐
奥飞动漫	0.40	0.46	0.60	0.79	64.60	56.12	42.92	32.51	推荐
东方明珠	0.14	0.16	0.18	0.20	64.71	58.53	52.76	46.88	推荐
广电网络	0.18	0.19	0.25	0.38	58.21	55.45	41.71	27.72	中性
出版传媒	0.23	0.27	0.30	0.33	49.88	43.37	39.43	35.84	中性
新华传媒	0.27	0.28	0.25	0.26	38.42	36.99	40.32	39.61	中性
时代出版	0.58	0.65	0.72	0.79	29.52	26.07	23.70	21.55	中性
电广传媒	0.07	0.29	0.35	0.42	233.13	58.13	48.44	40.37	中性
北巴传媒	0.29	0.40	0.48	0.58	36.49	26.65	22.21	18.51	中性

资料来源：公司业绩公告、中投证券研究所

注：采用 2010 年 5 月 20 日收盘价

6、上市公司

6.1 博瑞传播-西部传媒巨星舞动新媒体风采-强烈推荐

- ◇ 公司的战略定位是成为“传统媒体运营服务商、新兴媒体内容提供商、文化产业内容提供者”。我们认为，公司在现有业务稳健发展的基础上，加快进军新媒体和内容领域顺应行业发展的大势，将能够打造更多盈利增长点，从而推动公司进入一个更为广阔的发展通道，并逐步确立其在全国文化企业的先行者地位，公司的投资价值将不断提升。
- ◇ 2009 年成都梦工厂净利润 7758.77 万元，同比增长 32.96%，实现了股权转让时的业绩承诺。其中，主要产品《侠义道 I》《侠义道 II》人均 ARPU 值分别较上年同期增长 10.03%和 21.14，《新侠义道》人均 ARPU 值达到 160 元以上。梦工厂良好的经营业绩及较为完善的网络游戏开发和运营体系，展示了公司网游业务未来较好的可持续发展能力，并成为博瑞最重要的盈利增长点之一。我们预计今明两年网游业务将能保持 30% 以上的增长。
- ◇ 2009 年，公司传统业务实现稳定增长，为新媒体业务的拓展及公司整体的运营发展奠定了坚实基础。报纸广告同比增长 19%，其中户外广告业务由于无新的资源并购仅实现 23%的内生增长，预计 2010 年广告业务增长势头仍将保持，户外广告将通过资源价值不断提升和更多资源的获取而成为重要增长点；印刷业务经营顺利，其中报印业务相对稳定，外接商印业务扩大产能后全年同比增长达到 50%；发行投递业务发展稳定，同比增长 4.2%，预计今年公司业务将逐步向周围二线城市拓展，以寻求更大的增长。
- ◇ 从 2010 年上半年行动来看，公司向新媒体拓展的范围和速度加大加快。未来公司将向更广阔的新媒体领域挺进，如垂直门户网站、移动互联网、影视娱乐领域等，预计明年中期“创意成都”项目建成后，将引进网游、影视等企业，形成创意产业集群。
- ◇ 维持公司“强烈推荐”评级。预测公司 10-12 年 EPS 为 0.58、0.69、0.83 元。在当前股价下（17.61 元），对应 PE 分别为 31、25、21 倍，估值较低。我们认为，由于公司将不断通过并购等方式进军新媒体领域，估值应享有溢价。我们坚定看好公司的长短期投资价值，维持“强烈推荐”评级。
- ◇ 长期关注点：通过并购方式进一步拓展多形式的新媒体业务、网游互联网业务的发展、整合户外广告资源战略的实施、与成都传媒集团的资源整合。
- ◇ 风险提示：公司业务多样化带来的业绩影响因素增多；缺乏网游企业和互联网业务的运营管理经验；梦工厂现有网游产品运营低于市场预期。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	923	1148	1363	1597
收入同比(%)	14%	24%	19%	17%
归属母公司净利润	263	351	421	503
净利润同比(%)	37%	33%	20%	20%
毛利率(%)	50.8%	55.2%	56.4%	57.4%
ROE(%)	20.2%	20.6%	19.8%	19.1%
每股收益(元)	0.43	0.58	0.69	0.83
P/E	41	31	25	21
P/B	8	6	5	4
EV/EBITDA	24	20	16	14

资料来源：公司业绩报告、中投证券研究所

6.2 天威视讯-静待行业变革 积极内外兼修-推荐

- ◇ **2009 年，公司经营管理依旧稳健，业务发展良好。**1) 全年毛利率 33.28%，同比略有增长（增 1.49%）；2) 尽管加大高清交互等业务的市场推广力度，营业费用较上年仅提升 0.48%至 5.05%；3) 管理费用控制严格，同比小幅提升 0.43%至 12.51%。截至 09 年底，公司拥有有线数字电视终端 107.85 个，交互终端 12.60 万个（其中高清交互终端 5.65 万个），付费终端 5.29 万个，有线宽频在网用户数 28.07 万个。
- ◇ **2010 年，公司将坚持走市场化道路，持续提升自我价值，加快推广高清交互业务。**同时，我们将重点关注深圳关外的网络整合和 6 月可能出台的三网融合试点名单。我们认为：1) 广东省网整合的启动和三网融合的推进，将加速推动公司整合深圳关外有线网；2) 由于天威的双向网改造基本完成且市场运营能力较强等原因，其成为国内第一批三网融合试点可能性较高，从而将享受更为开放或者说有利的试点政策。
- ◇ **维持“推荐”评级。**在考虑 2011 年机顶盒成本摊销结束的情况下，预计公司 10-12 年 EPS 为 0.30、0.52、0.57 元，在当前股价（21.61 元）下，对应 PE 分别为 71、42、38 倍；EV/EBITDA 在 15-16 倍，估值较前期明显降低。我们认可在三网融合政策尚未明朗和行业即将发生大变革之际，公司静观其变，坚持走市场化道路持续提升自我价值的战略思路，并看好高清交互业务给有能力的有线运营商带来的美好发展前景。我们认为，公司将可能成为第一批三网融合试点从而获得较好的发展契机，同时，广东省网整合的启动等将推动公司加快进行关外网络整合。维持“推荐”评级。
- ◇ **风险提示：**高清交互业务完全市场化运作，投资回收期可能较长，存在一定风险；随着省网整合的推进及全国有线网公司的建立，公司未来发展存在不确定性。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	753	828	911	1002
收入同比(%)	6%	10%	10%	10%
归属母公司净利润	78	81	138	152
净利润同比(%)	3%	4%	70%	10%
毛利率(%)	33.3%	33.0%	40.0%	40.0%
ROE(%)	6.3%	6.3%	9.6%	9.6%
每股收益(元)	0.29	0.30	0.52	0.57
P/E	74	71	42	38
P/B	5	4	4	4
EV/EBITDA	15	15	16	16

资料来源：公司业绩报告、中投证券研究所

6.3 歌华有线-快速推广高清 延伸产业链 布局长远-推荐

- ◇ 公司快速推广高清业务，未来两年业绩将受到影响：1) 公司免费发放机顶盒快速推广高清，将再次迎来资本开支高峰，影响近年业绩。考虑用户可能承担的部分成本和政府补贴，完成公司计划的三年内发放 260 万户高清机顶盒，公司将承担 16.33 亿成本，巨大资本开支将影响近五年的业绩；2) 北京市高清交互业务的用户市场仍待培育，公司的业务推广和用户服务能力还待提升，预计未来两年高清交互业务为公司 ARPU 值提升的贡献将不大。
- ◇ 公司积极延伸产业链，通过与强势合作者合资的方式进军购物频道新领域。我们看好频道购物方式在中国的巨大发展空间，并认同歌华较为谨慎的非控股合资进军方式，且合资方有丰富的购物频道运营经验使合作成功概率较高，评价正面。
- ◇ 公司增资以控股数字电视节目领域的新子公司，坚定谋求在内容领域的发展，我们认为公司正积极布局未来，向“媒介+媒体”模式转型，看好该模式的发展前景。
- ◇ 维持“推荐”评级。在快速发放高清机顶盒大幅提升成本和不考虑高清交互业务提升 ARPU 值的情况下，预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.25、0.27、0.36 元，在当前股价（14.81）下，对应 PE 为 59、55、41 倍，EV/EBITDA 为 20、17、14 倍，估值不低。我们认为，目前应重点关注公司延伸产业链的一些战略行为，购物频道和内容产业皆为我们看好的业务领域，期待公司与强势合作者共谋发展，为公司打开更广阔的发展空间。同时，考虑在三网融合背景下，公司高清和宽带等各项业务发展可能好于我们预期，且歌华仍有提价预期并有进一步获北京政府文化企业利好政策倾斜的可能性和跨区域整合可能性，维持公司“推荐”评级。

- ◇ **股价催化剂：**北京市基本收视费提价；高清交互业务提升 ARPU 值幅度超预期；公司积极延伸产业链的战略行为。
- ◇ **风险提示：**基本收视费提价迟迟不成功的风险；高清交互机顶盒的免费发放和数字平移的推进将带来摊销压力持续加大的风险。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1516	1741	1963	2249
收入同比(%)	11.5%	14.9%	12.7%	14.6%
归属母公司净利润	330.08	265.83	283.62	380.52
净利润同比(%)	0.4%	-19.5%	6.7%	34.2%
毛利率(%)	28.7%	23.8%	19.7%	20.6%
ROE(%)	7.4%	5.6%	5.6%	7.0%
每股收益(元)	0.31	0.25	0.27	0.36
P/E	48	59	55	41
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	19	20	17	14

资料来源：公司业绩报告、中投证券研究所

6.4 华谊兄弟-影视娱乐先锋的飞跃发展令人期待-推荐

- ◇ 目前国内电影行业正处于高速发展阶段，从人均消费来看，中国尚有非常广阔的市场空间；电视剧行业产量较为饱和，交易额保持持续增长，但精品电视剧仍大量缺乏；当前国内艺人具有国际知名度的明星寥寥无几，国际市场尚未开启。
- ◇ 公司将主要拍摄商业大片和精品电视剧的战略契合市场需求，且有助于提升品牌优势，培养和吸引一线名导明星。电影、电视剧、艺人经纪三大板块联动的模式有助公司发展。公司管理层执行力较强，是具有市场化运营能力和坚定创业精神的创业者。
- ◇ **2010 年，将是华谊在产量规模和品牌影响力上都实现较大飞跃的一年：**计划上映影片 8-10 部，其中包括冯小刚力作《唐山大地震》；电视剧 16 部共 495 集；计划开业影院 6-8 家；积极进行新业务的开发，包括以娱乐内容为核心的综艺节目、游戏等以及手机、互联网等新媒体内容的制作。**公司的快速发展让人期待！**
- ◇ **维持公司“推荐”评级。**预计公司 10-12 年 EPS 为 0.54、0.77、1.12 元，年同比增长均达 50% 左右。在当前价格（29.30 下），对应 PE 分别为 54、38 和 26 倍，估值水平不低。考虑到公司处于高成长的行业，自身盈利能力和成长性都较好，而且影视娱乐公司股票存在独特的阶段性投资机会，我们在非常看好华谊的影视创作能力和不断提升的品牌影响力的情况下，维持公司“推荐”评级。

- ◇ **股价催化剂：**商业影视片的宣传和上映；著名导演和超级明星的加盟。
- ◇ **风险提示：**人才管理风险；盗版风险；公司商业大片拍摄量及收入波动的风险；实际募投资金超过预计数额的运用风险。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	604	1011	1444	2067
收入同比(%)	48%	67%	43%	43%
归属母公司净利润	85	181	260	376
净利润同比(%)	24%	114%	44%	45%
毛利率(%)	46.3%	49.0%	49.1%	49.2%
ROE(%)	5.7%	11.2%	13.9%	16.7%
每股收益(元)	0.25	0.54	0.77	1.12
P/E	116	54	38	26
P/B	7	6	5	4
EV/EBITDA	73	38	26	18

资料来源：公司业绩报告、中投证券研究所

6.5 奥飞动漫-转型加速 积极抢占资源布局未来-推荐

- ◇ **2010 年公司将加速向以动漫驱动的产业链运营方向发展，计划实现营业收入同比增长 30%以上。**1) 继续强化动漫+玩具的商业模式，提高动漫项目上市成功率和盈利能力；2) 加快打造澳贝婴童品牌，培育新业务增长点；3) 强化渠道建设。
- ◇ **2010 年一季度公司业绩低于预期，但我们认同并看好公司的商业模式和发展战略，认为短期业绩波动不影响公司长期价值。**动漫行业目前正处于萌芽阶段，越来越多地得到政府的支持，并在快速地发生一系列变革。公司“动漫+玩具”的盈利模式符合动漫产业的现状及公司特点，先生存再发展的战略思路非常明智。我们认为，在中国动漫业成长初期，适时抓住机遇积极抢占资源布局未来，尤为重要。近期，奥飞果断出手收购嘉佳影视公司，获嘉佳卡通频道 30 年经营权将进一步加强公司的平台优势，推动公司更快地向以动漫驱动的玩具经营商转型。我们相信，公司在未来几年还将积极抢占和尝试发展更多优质平台和资源，其长期价值将随着动漫产业的不断成熟而逐步显现。
- ◇ **维持公司“推荐”评级。**预测公司 10-12 年 EPS 为 0.46、0.60、0.79 元，净利润年同比增长均为 30%左右。在当前股价（25.51 元）下，对应 PE 分别为 56、43、32 倍，估值不低。考虑到中国动漫产业的高成长性和政府扶持态度带来较好的行业经营环境，同时认可奥飞的经营模式和发展战略以及适时把握机会积极布局未来的进取精神将推动公司在行业的快速前行，维持公司“推荐”评级，建议作为长线品种配置。

- ◇ **股价催化剂：**股权激励方案的推出；新产品的爆发性销售（提升公司业绩和品牌影响力）。
- ◇ **风险提示：**控股股东权利过于集中；知识产权保护不力；动漫影视片未达预期效果。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	591	768	999	1298
收入同比(%)	31%	30%	30%	30%
归属母公司净利润	102	117	153	202
净利润同比(%)	56%	15%	30%	32%
毛利率(%)	37.9%	38.0%	38.0%	38.0%
ROE(%)	8.5%	8.9%	10.4%	12.1%
每股收益(元)	0.40	0.46	0.60	0.79
P/E	64	56	43	32
P/B	5	5	4	4
EV/EBITDA	49	36	26	20

资料来源：公司业绩报告、中投证券研究所

6.6 东方明珠-关注长期资源价值和资源获取能力-推荐

- ◇ **战略思路明晰-**“以观光旅游为基础，以传媒投资为发展方向”。
- ◇ **现有业务平稳发展，拥有稳定现金流。**
- ◇ **未来三年股权投资收益将逐步释放，是平滑公司业绩波动的“隐形保障”。**
- ◇ **维持公司“推荐”评级，建议长线配置。**预计 10-12 年 EPS 分别为 0.16、0.18、0.20 元。在当前股价下（12.18 元），对应 PE 分别为 56、51、45 倍，估值不低。我们看好世博会带来的品牌提升等方面的利好以及对上海文化传媒资源的垄断优势，并认为长期来看公司将成为上海旅游资源特别是人文景点资源的整合平台，新媒体业务未来的爆发亦值得关注，维持公司“推荐”评级，建议作为长线品种配置。
- ◇ **股价催化剂：**世博效应（包括提升旅游业务的经营和长期的品牌影响力）超预期；上海人文景点的发展和后续资源获取；新媒体业务超预期。
- ◇ **风险提示：**旅游业务受益世博会的程度可能低于预期；有线网络业务将大幅亏损影响全年投资收益的风险；持有股票价格受股市波动影响，投资收益有下降风险。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1926	2030	2142	2206
收入同比(%)	6%	5%	5%	3%
归属母公司净利润	455	503	558	628
净利润同比(%)	2%	11%	11%	13%
毛利率(%)	37.2%	38.4%	38.5%	38.5%
ROE(%)	5.8%	6.2%	6.5%	6.8%
每股收益(元)	0.14	0.16	0.18	0.20
P/E	62	56	51	45
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	28	25	21	18

资料来源：公司业绩报告、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

冷星星, 现任中投证券研究所传媒行业研究员, 有证券投资咨询从业资格。英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434