



“全媒体”浪潮

增持(首次)

投资要点:

- 全媒体是传播形态、运营模式、受众与生产者三个层面的融合。
- 全媒体浪潮中,优质内容资源不再绝对稀缺;媒体边界打通,渠道界限模糊;消费者角色转变,用户价值的深度挖掘成为关键。
- 看好有线电视子行业、电影动漫子行业。

报告摘要:

- “全媒体”呈现为传播形态的扩展,其内核是媒介的融合。可解读为三重融合: 1.传播形态融合,传播内容以全媒介、全方位、全时化的方式传播; 2.运营模式的融合,不同媒介间各具特色的运营模式走向融合,创造出全新的商业模式。3.内容受众与内容生产者走向融合。
- “全媒体”视野下的内容、渠道与用户。全媒体浪潮中,优质内容资源不再绝对稀缺;媒体边界打通,渠道界限模糊;消费者角色转变,用户价值的深度挖掘成为关键。
- 有线电视业在全媒体浪潮中具有多种优势,且直接受益于三网融合。有线电视业在内容、渠道、用户三方面均具备优势,在全媒体布局中以电视购物、网络游戏、IPTV、网络电视台等方式开拓新的盈利模式;且直接受益于广电主导的三网融合进程,获得部分电信业务进入权后,有线电视网络的盈利空间大幅拓宽。
- 电影、动漫业持续高成长且具备多层次价值开发潜力。具备银幕价值、传媒价值、娱乐时尚价值三重开发、可开发产品类型极其丰富的潜力。当前主要受益于产业规模起点低,需求市场未饱和以及新兴娱乐消费兴起带动的高速成长。
- 出版业在全媒体出版的机遇下,行业分化将加剧。在美国 Kindle 带动下,无线阅读市场兴起。全媒体出版带来新机遇,出版单位的市场化运作程度、转企改制进程与效果、以及原有出版资源的积累等因素将加剧行业的分化。

- 投资建议: 重点推荐有线电视子行业、电影动漫子行业。公司建议:

重点公司	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	评级	变动
天威视讯	24.52	0.29	0.36	0.56	68.1	增持	-
歌华有线	16.32	0.31	0.33	0.40	49.5	买入	-
华谊兄弟	38.77	0.25	0.43	0.53	90.2	增持	-
出版传媒	13.46	0.23	0.26	0.31	51.8	增持	-

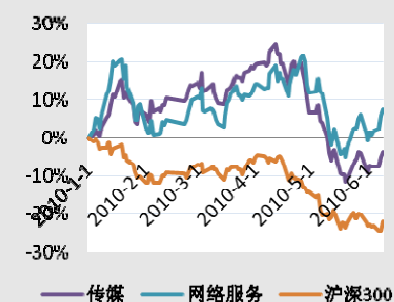
分析师

王铮

电话: 010-88085968

Email: wangzheng@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数(家)	37
总市值(亿元)	2885
流通市值(亿元)	1788
重点公司(家)	6
重点公司占行业市值比重	18%

相关研究

传媒行业 2010 年 5 月跟踪报告-广电系多领域布局三网融合,电影、数字出版迎来黄金机遇期

2010.5.6

目录

一、“全媒体”浪潮.....	5
(一) “全媒体”三重解读.....	5
1、第一重：传播形态的融合：全媒介、全方位、全时化.....	5
2、第二重：运营模式的融合：创造新商业模式.....	7
3、第三重：受众与生产者融合：观众进场了.....	8
(二) “全媒体”驱动力.....	9
1、什么是可能的——技术驱动.....	9
2、什么是允许的——政策驱动.....	9
3、什么是需要的——用户驱动.....	10
(三) “全媒体”视野下的内容、渠道和用户.....	11
1、颠覆“内容为王”的力量.....	11
2、渠道突围.....	12
3、用户为王.....	13
二、“全媒体”版图.....	15
(一) 出版：“全媒体”梦想与现实.....	15
1、“全媒体出版”的机遇.....	15
2、“全媒体出版”进程.....	16
(二) 有线电视：“全媒体”主力军.....	17
1、三网融合机遇下的全媒体布局.....	17
2、有线电视网络发展状况.....	19
(三) 电影娱乐：“全媒体”娱乐供应商.....	20
1、电影：全媒体全娱乐市场潜力.....	20
2、动漫：未来的文化支柱产业.....	21
3、网络游戏：新媒体中坚力量.....	22
(四) “全媒体”版图下的力量对比.....	23
1、有线电视在全媒体浪潮中优势明显，且直接受益于三网融合.....	23
2、电影、动漫具备多层次价值开发，面向全媒体全娱乐市场的潜力.....	23
3、全媒体出版机遇与挑战并存，加剧出版行业分化.....	24
三、投资策略.....	25
(一) 有线电视——直接受益于三网融合，具备多种优势.....	25
1、天威视讯 - 增持.....	25
2、歌华有线 - 买入.....	25
(二) 电影、动漫——高成长且具备多层次价值开发潜力.....	25
1、华谊兄弟 - 增持.....	25
(三) 出版——行业分化加剧，寻找具备竞争优势的品种.....	26
1、出版传媒 - 增持.....	26

插图

市场表现	1
图 1: 全媒介、全方位、全时化的表现手段	5
图 2: 2008-2009 年中国传媒产业各细分行业市场规模 (单位: 亿元)	6
图 3: 传媒子行业收入增速对比 (%)	7
图 4: 运营模式融合示例	8
图 5: 用户培养案例: 2005 年“超级女声”	9
图 6: 三网融合示意图	9
图 7: 接触不同数量媒体用户占比的变化 (2007-2009)	10
图 8: 每天接触不同数量媒体的用户中各类人群的比例 (2008 年 1-6 月)	11
图 9: 2008-2009 博客用户统计数据	12
图 10: 2008-2009 网络视频用户统计数据	12
图 11: 用户对视频的分享情况	12
图 12: 用户分享最多的十种视频内容	12
图 13: 2009 年中国网民获取音乐的途径	13
图 14: 2007-2011 年中国在线音乐市场规模 (亿元)	13
图 15: 全媒体浪潮的驱动力、三重解读与内容、渠道、用户	14
图 16: Kindle 销量图 (单位: 百万台)	15
图 17: 美国电子书销量图	15
图 18: 传统出版流程	15
图 19: 2009 年中国出版十大关键词	17
图 20: 1999-2009 年中国有线电视用户规模	19
图 21: 2003-2009 年中国有线数字电视用户规模	19
图 22: 2009 年全国有线电视入户率、有线电视数字化率 (%)	19
图 23: 2009 年全国有线电视网络收入、有线广播电视收视费收入、付费数字电视收入 (单位: 亿元)	20
图 24: 2003-2009 年中国电影产业综合效益 (单位: 亿元)	20
图 25: 电影产业价值与产品开发示意图	21
图 26: 动漫产业产品开发示意图	22
图 27: 中国网络游戏用户付费构成	22
图 28: 中国付费网络游戏花费结构	22

表格

行业数据	1
表 1: 2004-2009 年中国传媒产业形态	6
表 2: 2004-2009 年中国传媒产业业态 (单位: 亿元)	7
表 3: 用户对五大媒体日均接触时长及占比 (单位: 分钟, %)	10
表 4: 音像出版介质的演变历史	12
表 5: 2003-2008 年中国音像制品发行总额、发行总量和品种总量及增长率	13
表 6: 数字化出版模式	15
表 7: 图书出版社数量表	16
表 8: 图书出版社职工数量表	17
表 9: 广电系家庭购物频道案例	17
表 10: 广电系抢滩网络游戏案例	18
表 11: 广电系布局网络电视台、网络视频业案例	18
表 12: 部分广电资源重组整合案例	18

一、“全媒体”浪潮

“全媒体”是近期在传媒界频频提起的热门词汇，浓缩了在当今这个变革时代传媒产业发展的方向和趋势特点，百度上对应的相关搜索关键词包括“全媒体时代”、“全媒体战略”等等；但全媒体概念在学界尚未获得严谨的定义。本文就全媒体主题展开讨论，针对传媒业向“全媒体模式”发展的内涵、驱动力、潜在的新生态环境、以及各传媒子行业走向精耕细作的未来图景进行研究，是为“全媒体浪潮”。

“全媒体”的兴起，与高端信息技术向传媒领域渗透、开拓了多种传播方式密切相关，但绝不简单停留于传播手段的外在扩张。事实上，“全媒体”呈现为传播形态的扩展，其内核是媒介的融合。

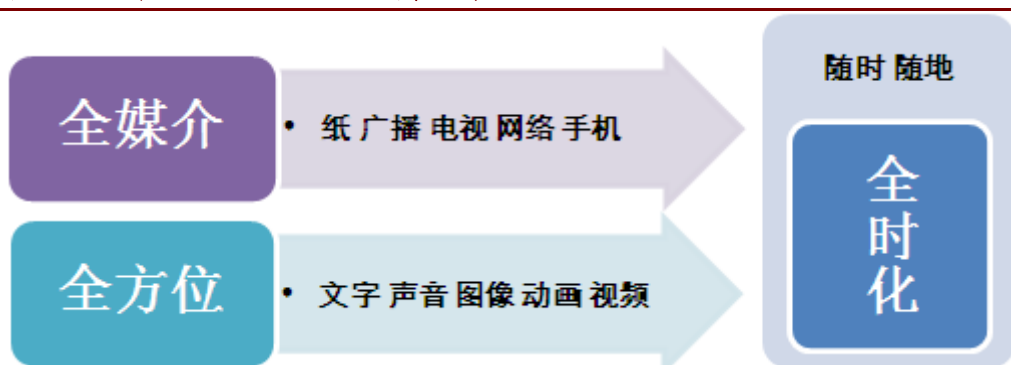
（一）“全媒体”三重解读

1、第一重：传播形态的融合：全媒介、全方位、全时化

（1）全媒体是媒介形式、内容形式以及技术平台的集大成者。

在传播媒介形式上可运用纸质媒介、广播媒体、电视媒体、网络媒体、手机媒体等载体；在传播内容形式上可涵盖文字、声音、图像、动画、视频等等，对应视、听、触觉等人们接受信息的全部感官；在依赖的技术平台上，基于广电网、互联网、电信网所支持的无所不在的终端，实现随时、随地获取所需的资讯信息。在广播、通信及网络技术条件下，各种媒介可以实现深度融合，以全媒介、全方位、全时化的表现手段进行资讯信息的传播。

图 1：全媒介、全方位、全时化的表现手段



资料来源：宏源证券

“全媒体”式传播形态的融合从 08 年开始在传媒界的应用层面崭露头角。具有创新性意义的案例包括：

奥运会期间，中国广播网实现了中央电视台所有奥运报道广播信号同步网上直播，创新了图文并茂、音视频同步多点互动的报告新模式，尝试广播频率、门户网站、有线数字广播电视、手机广播电视、平面媒体五大终端融合，全方位、全时化的传播方式。

贺岁电影《非诚勿扰》播出后，冯小刚创作的同名长篇小说《非诚勿扰》以传统图书、互联网、阅读器、手机阅读等四种形式同步上市，开创“全媒体出版”的先河。

（2）传统媒体寻求传播形态变革的愿望更加迫切。

无论文字、声音还是图像,任何一种单一的介质对应的传播手段都有不可替代的价值,但随着技术和传媒理念的发展,具备市场价值的媒体往往融合了多种传播内容。

近年来具有全方位全时化传输能力的新媒体发展迅速,2009 年移动传媒与互联网分别以 1544.2 亿、743 亿的经济规模,成为传媒产业发展的两大引擎。而传播手段相对单一的报纸、图书、电视尽管仍保持一定比例的增长,但在传媒总体产业格局中的比重正在下降,而传统的影音传输介质——音像产业在 08-09 年的发行品种、发行数量、发行金额都较前几年大幅下滑,持续低迷。

互联网、移动媒体天生具有信息科技的基因,在传播视听、动态资讯和移动便携方面有天然的优势。报刊、图书、广播等传统媒体在生存空间受到挤压之后,对于融合新的传播媒介、拓展传播的时空概念愿望更加迫切。同时,传统媒体寻求融合新的媒介资源与传播资源也需要付出更多转型成本。

图 2: 2008-2009 年中国传媒产业各细分行业市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 2010 年传媒蓝皮书, 宏源证券

表 1: 2004-2009 年中国传媒产业形态

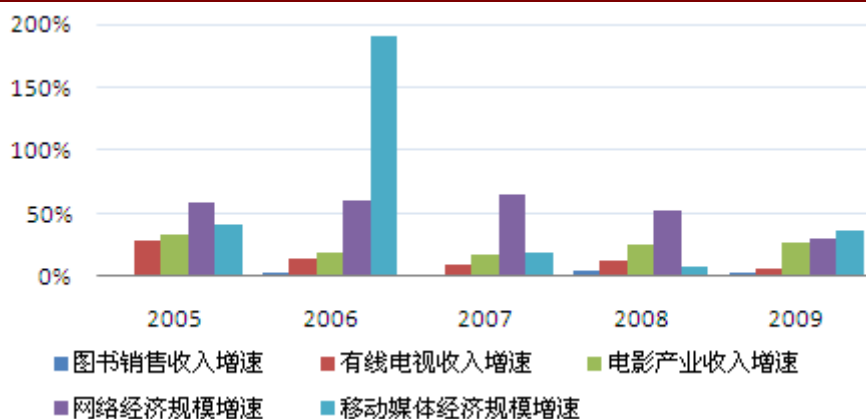
项目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
报纸种类 (种)	1922	1931	1938	1938	1943	-
期刊种类 (种)	9490	9468	9468	9468	9549	-
出版社数量 (家)	572	573	573	579	579	-
音像制品出版单位 (家)	320	328	339	363	378	-
电子出版物出版单位 (家)	162	170	198	228	240	-
广播电台数量 (家)	282	273	267	263	257	-
电视台数量 (家)	314	302	296	287	277	-
广告经营单位数量 (家)	113508	125394	143129	170000	153695	168852
www 站点数量 (个)	668900	694200	843000	1504000	2878000	3231838
域名个数 (个)	-	-	9180000	11930000	16826198	16818401
手机用户数量 (万户)	33482.4	39342.8	46109.2	54728.6	64100	75000
固定电话用户数 (万户)	31244.3	35043.3	36781.2	36544.8	34100	32375
网民总人数 (万人)	9400	11100	13700	21000	29800	33800
手机上网人数 (万人)	-	-	1700	4430	11760	18100

资料来源: 2010 年传媒蓝皮书, 宏源证券

表 2: 2004-2009 年中国传媒产业业态 (单位: 亿元)

项目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
报纸广告经营额	230.7	256.1	312.6	322.2	342.67	370.46
报纸发行收入	153.8	170.7	208	214.8	228.4	246.9
图书销售收入	486.02	493.22	504.33	512.62	539.65	557.24
网络广告收入	21	33.2	49.8	105.6	180.6	205.8
网络游戏收入	24.7	36.8	59.6	105.7	183.8	271.2
期刊广告经营额	20.3	24.9	24.1	26.5	31.02	30.37
期刊发行收入	101.5	124.5	120.5	132.5	167.1	166.3
广播广告经营额	32.9	38.9	57.2	62.8	68.34	71.87
电视广告经营额	291.5	355.3	404.2	442.9	501.5	536.2
有线电视收入	184.3	236.9	269.3	295.3	334.3	357.4
广告公司经营额	282	307	316	344	389	426
电影	36	48	57.3	67	84.33	106.65
音像制品	27.25	30	36.15	31.46	18.44	17.37
移动媒体	217	305	888	1053	1131	1544.2

资料来源: 2010 年传媒蓝皮书, 宏源证券

图 3: 传媒子行业收入增速对比 (%)


资料来源: 宏源证券

2、第二重: 运营模式的融合: 创造新商业模式

(1) 全媒体不仅是融合多种传媒媒介、传播手段的传播形态, 更是相对应新的传播形式所拥有新的运营理念, 这种理念的核心就是打破媒体媒介之间的壁垒, 实现不同媒体内容渠道的融合。

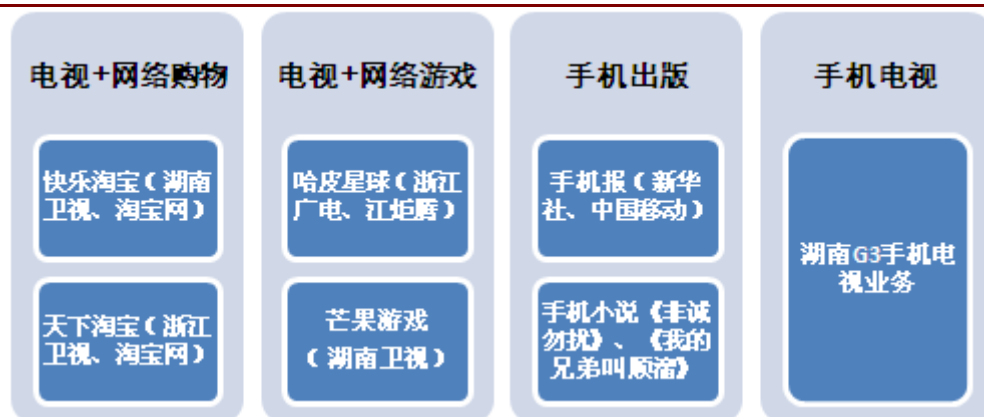
传统媒体的运作方式是“一对多、大广播”, 而互联网、移动媒体变成了“多对多、自传播”; 传统媒体的以深度、高端的文字报道, 强大的影视节目制作能力见长, 但传播渠道缺乏互动精神; 而互联网思维关注多元和互动的用户体验, 但在内容上仍缺乏传统媒体精耕细作的功力。

以电视为代表的传统媒体, 与互联网频频合作, 实现的内容渠道、运营模式的融合在市场上体现出了创造性的活力, 甚至打造出全新的商业模式。湖南卫视与淘宝网合作的“快乐淘宝”将湖南卫视的影响力、造星能力与淘宝网成熟的运营、交易、支付平台相结合, 将商务和娱乐有机结合, 同时通过电视和互联网两个渠道进行传播, 打造了新的商业模式,

也创造了新的盈利能力。浙江卫视也推出了类似的“电视+网络购物”的节目。同时，湖南卫视、浙江卫视、中国网络电视台（CNTV）已经进军网络游戏领域，并打造“电视+网络游戏”的新运营模式。浙江卫视的“哈皮星球”大型网络社交游戏，在设计中将当下的热门事件和电视节目融入游戏，是崭新的植入广电节目元素的多媒体互动网游。

第一财经是传统媒体中“全媒体战略”的先行者；今年3月，第一财经旗下数字化媒体平台“一财网”上线，打出“全媒体互动资讯平台”的口号，并联手宁夏电视台，推出第一财经制作的节目。目前第一财经旗下拥有财经电视频道和财经广播频率、《第一财经日报》、《第一财经周刊》和“一财网”等财经媒体群；也正在探索商业模式的转变——从内容传播变为内容供应，不再简单地获取广告收入，希望拓展至版税、广告分成和用户点击量收入等等，借助融合新媒体手段的机遇，以内容供应商的身份，赢得新的运营收入。

图 4：运营模式融合示例



资料来源：宏源证券

运营模式的融合还可以继续由媒介和应用层面的组合而不断延伸，但融合的关键在于内容的核心运作方式能否在新的传播模式下得以优化，跨媒体协同效应能否达到规模经济和范围经济的效果，在广告投放和品牌推广层面能否通过跨媒体运作得以增值。

（2）以数字化为基本特征的运营模式融合，使“云媒体”成为可能。

在向全媒体转型的浪潮中，新的运营模式普遍被刻上数字化的烙印。随着运营模式融合实践的进一步探索和发展，有望形成全新的数字化商业模式。“云计算”的兴起，为“云服务”、“云媒体”模式形成奠定了技术基础；真正意义上的“全媒体”或许将以“终端平台性媒体”的方式运作。

3、第三重：受众与生产者融合：观众进场了

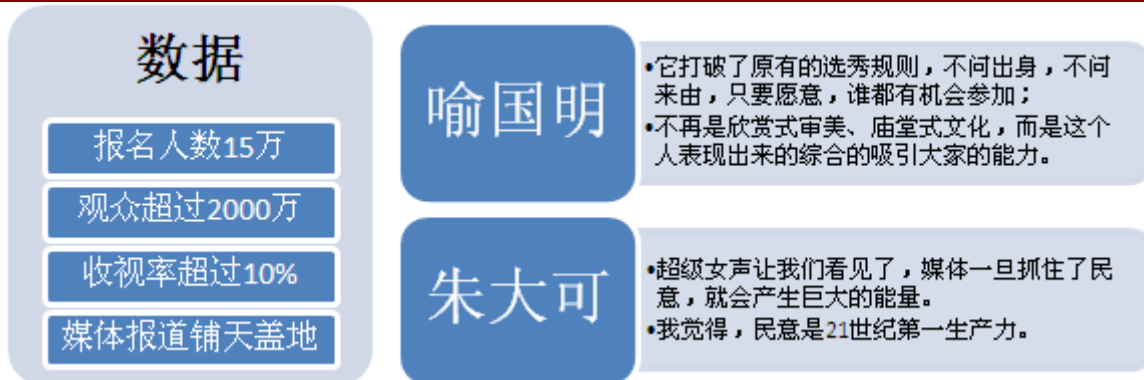
（1）从前作为受众的消费者，在媒体新传播形态和新运营模式中，能够很方便地参与内容生产，从前的观众现在在新的媒体系统中工作和表演。

这种工作和表演的情形，用 BBC 全球新闻部主管理查德·塞姆布鲁克的比喻来说，就是“观众进场了”。值得注意的是，观众的进场并非只是“双向互动”；受众有“造反”的能力，他们借助于进入门槛的降低，有能力打破原先的内容生产者和消费者的力量对比，媒体大亨默多克对此现象的描述是“他们现在想要媒体的控制权，而不是被媒体所控制”。

（2）“全媒体”浪潮中，当消费者也融合为媒体的一部分时，媒体的价值将存在于那些培养用户的公司。

传媒经济本质上是一种影响力经济，这种影响力体现在吸引到的用户的社会话语权、消费模式及消费力量；尤其在内容受众与内容生产者的角色融合的进程中，拥有“前景光明”的用户并与用户合作的媒体将体现出强大的价值。

图 5：用户培养案例：2005 年“超级女声”



资料来源：宏源证券

（二）“全媒体”驱动力

1、什么是可能的——技术驱动

技术革命对于传媒行业具有创造性的驱动作用。印刷、电影、电视，互联网、手机每一次技术进步都创造出一个市场巨大的新传媒行业。在数字技术的广泛推动下，任何信息都可以以数字信号的形式传输，传统的广电信号也从模拟转换为数字，单向传输改造为双向传输在技术上也得以实现；原本仅具有单一属性的媒介终端向视听多媒体终端进化，以往只有单一服务的网络可以不同程度地承担其他网络的职责。当“能不能”的问题被技术一个个肃清解决，所释放出来的生产力赋予媒体更强的能力和更广阔的想象空间，驱动媒体在原有的基础上融合更多的功能来扩大影响力，拓展盈利空间。

2、什么是允许的——政策驱动

2010 年 1 月 13 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，决定加快电信网、广播电视网和互联网三网融合。

图 6：三网融合示意图



资料来源：新华社，宏源证券

“三网融合”是“全媒体”进程的重要组成部分。根据国务院会议提出的阶段性目标，2010 年至 2012 年重点开展广电和电信业务双向进入试点，2013-2015 年，总结推广试点经验，全面实现三网融合发展，普及应用融合业务。加快三网融合的决定体现出“自上而下”的政策推动，我国的三网融合将迅速在三个层面发挥作用：

- (1) 对融合技术的开发以及对现有网络设施的改造和升级。
- (2) 电信、互联网与传媒产业之间的界限打破，产业格局出现大规模重组不可避免。
- (3) “三网融合”相关细则出台后，业务模式与终端产品将有众多的创新机会。

实际上，近年来在世界范围内，原本相互独立的各种媒介形式走向融合与互动，从而催生新的产业形态，并引发各国对相关产业政策的修订，已经成为国际传媒产业发展的重要趋势。

3、什么是需要的一一用户驱动

从统计角度，国内媒体用户接触最多的媒体仍然是电视，日均接触时间占到用户使用媒体的六成左右；其次为互联网，人们花费在网上的日平均时间已超过 1 小时，且接触时间在逐年增长，3 年间增长了 25.3%，报纸的接触时长则不断缩短，同时所占时间份额不断下降。具备多媒体视听能力的媒体介质占据了用户的主要注意力。

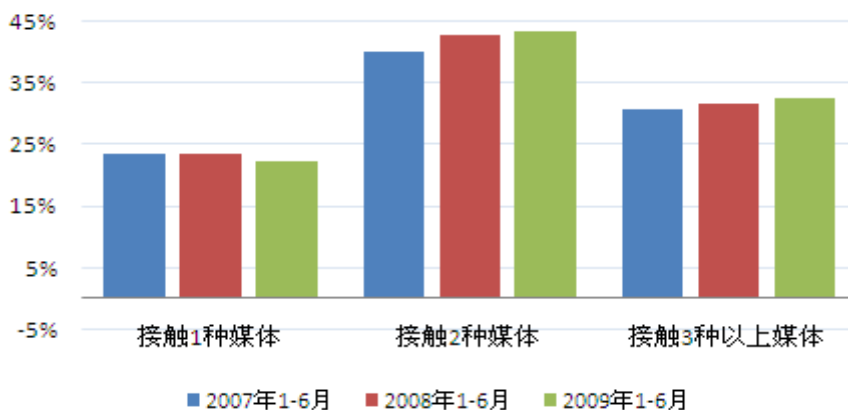
表 3：用户对五大媒体日均接触时长及占比（单位：分钟，%）

项目	2007 年 1-6 月		2008 年 1-6 月		2009 年 1-6 月	
	接触时长	占比	接触时长	占比	接触时长	占比
电视	176.3	60.3	179.5	59.4	177.1	58.6
互联网	60.1	20.5	72.2	23.9	77.9	25.8
报纸	37.8	12.9	34.7	11.5	32.9	10.9
广播	14.8	5.1	12.1	4	10.9	3.6
杂志	3.5	1.2	3.7	1.2	3.6	1.2
总计	292.5	100	302.2	100	302.4	100

资料来源：CTR，宏源证券

近三年，75%以上的用户每日接触 2 种以上的媒体，仅接触单一媒体的用户比例逐步下降，接触多种媒体的占比在逐年上升。

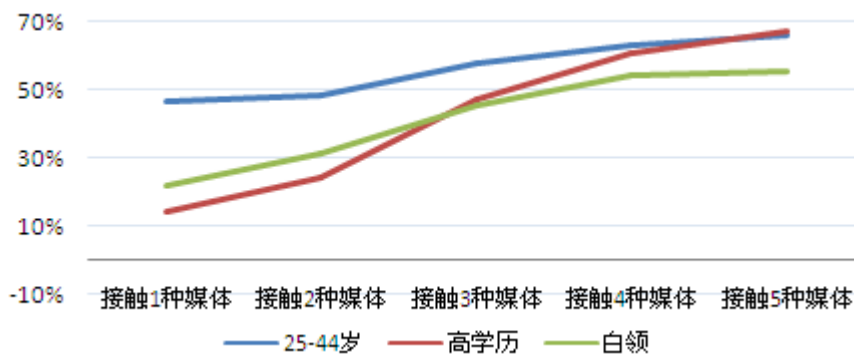
图 7：接触不同数量媒体用户占比的变化（2007-2009）



资料来源：CTR，宏源证券

接触媒体数量越多的用户中，具有较高社会影响力的人群越多，在接触 1 种媒体的用户中，高学历、白领和 25-44 岁人群占比仅约为 14%、22%和 47%。而在接触 3 种媒体的用户中，这三类人群的占比分别达到约 47%、46%和 58%。在接触 5 种媒体的用户中，这三类人群的占比更高，均在 50%以上，分别达到约 67%、55%和 66%。

图 8：每天接触不同数量媒体的用户中各类人群的比例（2008 年 1-6 月）



资料来源：CTR，宏源证券

从用户对媒体的使用统计数据角度，用户偏好能够传播丰富内容的媒体，在具有较高社会影响力的人群中尤其如此。而近年来描述传媒产业形态变迁的经济数据则验证了具备“三重融合”概念的全媒体模式的广泛市场空间。

（三）“全媒体”视野下的内容、渠道和用户

1、颠覆“内容为王”的力量

力量之一：观众进场带来的千万量级内容提供者。

传统内容产业崇尚“内容为王”是因为优质内容稀缺，优质内容受限于专业人士花费长时间酿造。但互联网正在冲击这一成规，有统计指出，整个互联网上的内容贡献活动，相当于有千万量级的全职人员在写作、编辑；内容逐渐变成海量从而分散了人们的注意力。反而是人们及时发现所需内容的难度在不断上升，数字时代吸引注意力的难易程度首先受限于搜索工具，“无人链接的内容如同森林中倒下的一棵树那样不为人知”。网络视频的崛起对传统的影视节目制造商形成竞争的势头也崭露头角，2010 年 5 月 20 日，土豆网正式宣布推出“制播合一”，提出以推出“制作水准堪比电影电视剧”的网络剧，耗资千万打造三大系列网络剧，制作真正能打动人心的“网民故事”为目标的“橙色盒子”计划，同时推出网罗人才储备的“六号仓库”计划。

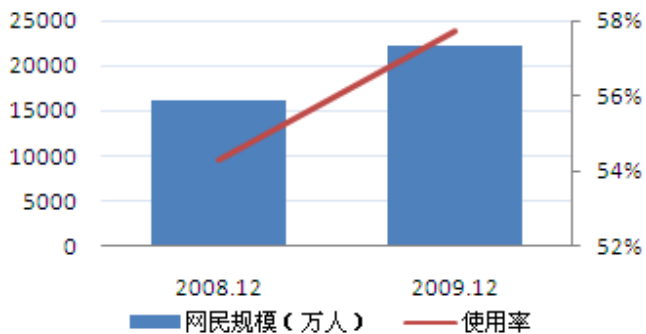
截至 2009 年 12 月，博客应用的用户规模达到 2.21 亿，使用率为 57.7%，活跃博客的规模较往年扩大，在半年内更新过博客的用户规模为 1.45 亿。2009 年还见证了“微博”的兴起并迅速成为热门应用。网络视频的受众规模在 09 年底达到 2.57 亿，相比 08 年底净增 7000 万人，增幅达 37.4%，成为互联网领域受众规模增幅最快的领域之一。接近八成的网络视频用户进行过视频分享，经常进行视频分享的用户占 22.3%。

力量之二：数字化使得内容可以无限复制。

好的内容，虽然在源头上来说仍然是一种稀缺资源，但通过无限的复制和放大，就越来越难成为经营者手中的王牌。在版权问题长期难以得到解决的状态下，抄袭与克隆的低

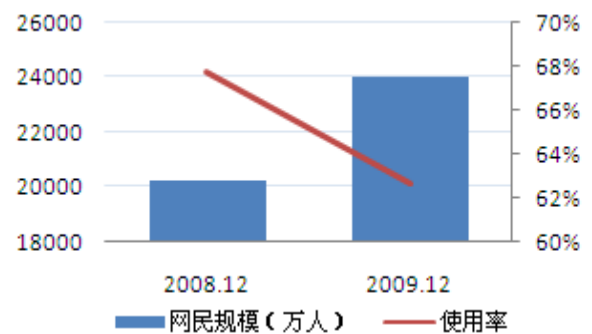
成本，使得劣币驱逐良币在内容制造领域不断重演。“内容为王”在某种程度上面临颠覆。

图 9：2008-2009 博客用户统计数据



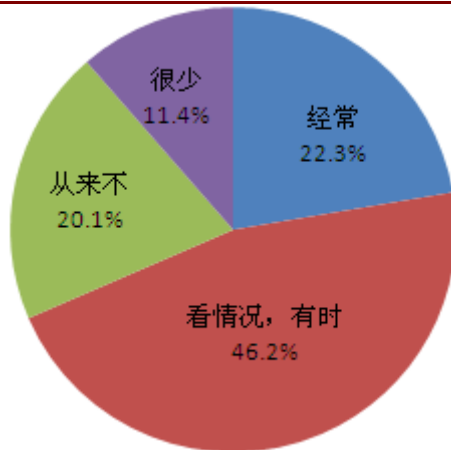
资料来源：CNNIC，宏源证券

图 10：2008-2009 网络视频用户统计数据



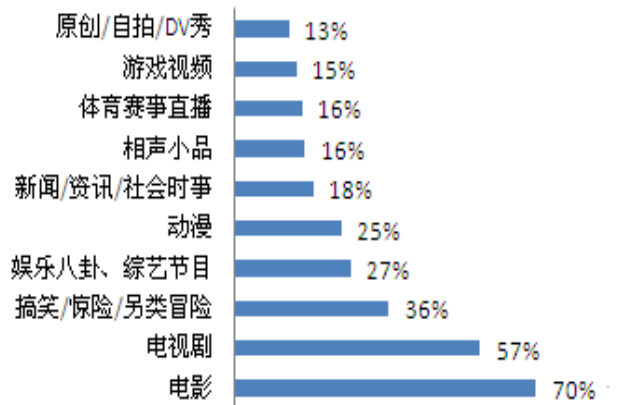
资料来源：CNNIC，宏源证券

图 11：用户对视频的分享情况



资料来源：CNNIC，宏源证券

图 12：用户分享最多的十种视频内容



资料来源：CNNIC，宏源证券

2、渠道突围

在传媒领域，渠道为王始终是个伪命题。无论信息如何泛滥，畅销书畅销书仍然只是相对少数，在电视、电影等行业也是如此。但在音乐行业，数字音乐的风靡与传统唱片公司面临倒闭的困境形成鲜明对比。看起来是网络盗版抢走了唱片公司的市场份额，更本质的问题是，传统唱片公司在过去几十年里积累的唱片发行、宣传资源等渠道已经不再适应数字化时代的传播规律，失意于渠道的弱势。

表 4：音像出版介质的演变历史

阶段	时间	代表介质
磁带时代 (起源于 20 世纪 40 年代)	20 世纪 40 年代	盘式录音带
	20 世纪 60 年代初	盒式录音带
	20 世纪 60 年代末	盒式录像带
CD 机、影碟机时代 (起源于 20 世纪 80 年代)	20 世纪 80 年代	CD 唱盘
	20 世纪 90 年代初	VCD 光盘
	20 世纪 90 年代末	DVD 光盘
	21 世纪初	EVD、HDDVD 高清光盘

网络与移动终端时代 (起源于 20 世纪 90 年代末)	21 世纪初	在线音乐
	20 世纪 90 年代末	MP3
	21 世纪初	MP4
	21 世纪初	手机

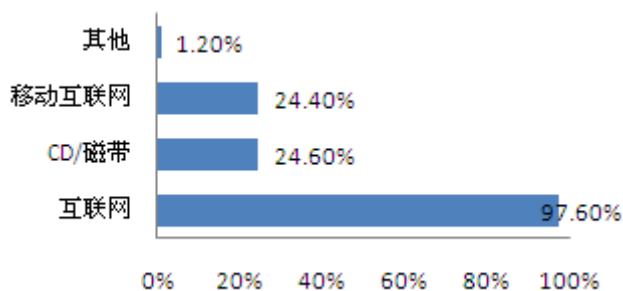
资料来源：改革开放 30 年中国音像出版业课题组，宏源证券

表 5：2003-2008 年中国音像制品发行总额、发行总量和品种总量及增长率

年份	发行总额 (亿)	增长率 (%)	品种总量 (种)	增长率 (%)	发行数量 (万)	增长率 (%)
2003	27.55	11.63	45600	21.93	28224	9.09
2004	25.10	-8.89	41700	-8.55	34300	21.53
2005	36.15	44.02	48600	16.55	34900	1.75
2006	35.17	-2.71	46100	-5.14	33700	-3.44
2007	31.46	-10.55	49100	6.51	32000	-5.04
2008	18.44	-41.39	41000	-16.5	23500	-26.56

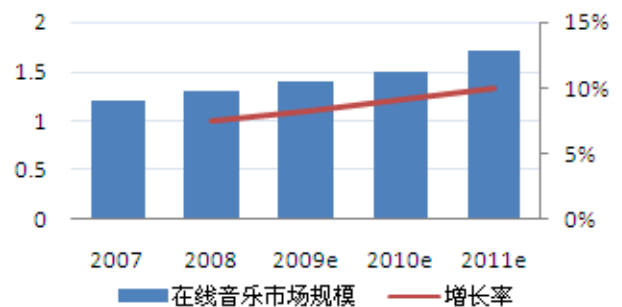
资料来源：2010 年传媒蓝皮书，宏源证券

图 13：2009 年中国网民获取音乐的途径



资料来源：iresearch，宏源证券

图 14：2007-2011 年中国在线音乐市场规模 (亿元)



资料来源：iresearch，宏源证券

3、用户为王

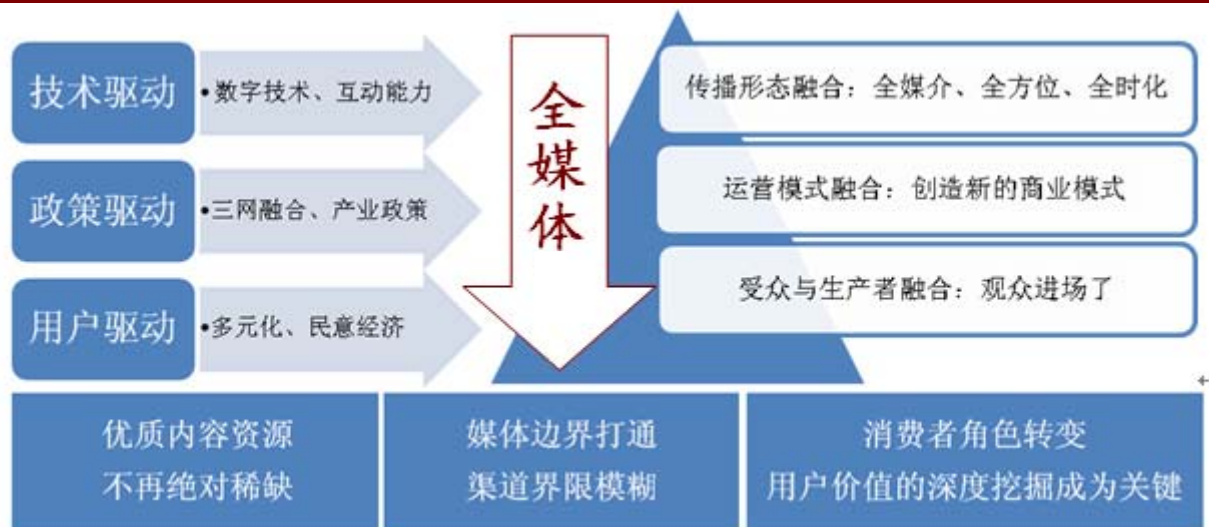
全媒体视野下，渠道边界模糊，内容由媒体和消费者共同完成，用户价值的深度挖掘成为关键。

内容、渠道相对论。渠道的价值在于，如果渠道是相对稀缺的，商业价值决定于兑换环节，即面向消费者的渠道；而内容的价值在于，如果渠道是相对过剩的，那么内容成为稀缺资源，盈利的关键变成了谁拥有更好的内容。

大众媒体在向“全媒体”发展的过程中，将不再强调某种单独的传输渠道，因为在渠道越来越多元化，而消费者总数不会大幅增加的情况下，只有打通媒体之间的边界，才能获得更大的市场，实现规模基础上的盈利。

而消费者的角色由受众变成用户，以及内容生产者。在受众时代，媒介消费基本免费，传播的内容以单向的点对面方式呈现，媒介经营很大程度上依赖争夺收视率、收听率、覆盖率而产生的广告收入。到了用户时代，消费者按自身的需要缴纳费用，通过与媒介平台、内容商、运营商的充分互动，实现点对点的传播与消费；内容的提供与定制的方式，都体现出媒体与用户共同完成的特质。媒体的影响力和经营水平将越来越多地取决于对用户价值深度挖掘的能力。

图 15：全媒体浪潮的驱动力、三重解读与内容、渠道、用户



资料来源：宏源证券

二、“全媒体”版图

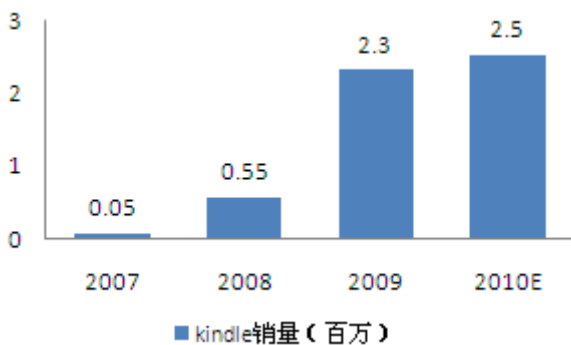
(一) 出版：“全媒体”梦想与现实

1、“全媒体出版”的机遇

(1) 无线阅读市场的兴起。

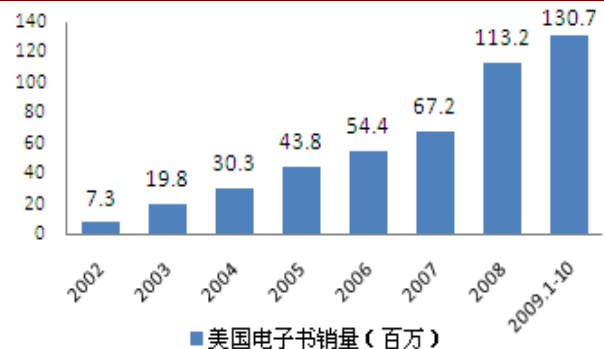
图书出版业将走向“全媒体出版”已经是出版业内的共识。“全媒体出版”简单地说就是在纸质媒体、阅读器、PC、手机等传播媒介上同步出版。事实上，几年前出版业就已经意识到了数字出版“出色的快速查询、海量的存储、低廉的成本、方便的编辑、更加环保”等种种优势，但数字出版真正成为热点却是因为美国亚马逊靠 Kindle 孕育了无线阅读的市场。过去两年美国见证了电子书市场的快速增长和 Kindle 奇迹。

图 16: Kindle 销量图 (单位: 百万台)



资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 17: 美国电子书销量图



资料来源: 公司数据, 宏源证券

(2) 新商业模式与盈利空间。

国内外出版业在数字化出版领域已经进行了种种探索, 并开发出多种出版模式和商业模式, 但目前在国内真正实现全媒体出版的书籍仍然较少, 走在前列的是“中文在线”, 从 08 年底到现在已经运作了《非诚勿扰》、《贫民窟的百万富翁》、《见证奇迹的人生》、《我的兄弟叫顺溜》、《越狱》、《十月围城》、《孔子》等全媒体出版图书。

表 6: 数字化出版模式

	出版模式	代表商
付费阅读	网上订阅报刊杂志, 付费在线阅读	国内外杂志、报刊
	签约作者在网上发布作品, 达到一定点击量进入 VIP 区, 读者继续阅读需付费	起点中文网
多功能书店	出版社在网站上发布图书信息, 并提供在线阅读与在线购买服务	国内外出版社
条目式的服务	工具书出版商将内容拆成一个个词条在线, 提供在线搜索查询	国内工具书出版商
	授权将图书部分内容扫描至网络服务器, 允许在线搜索阅读, 获取搜索广告收入分成	出版商、Google
内容再开发	将出版内容编制成音频书后发布, 并根据收听群体分类 (开车收听、休息时间收听)	国内出版商
全媒体出版	在手机、互联网、数字图书馆、手持阅读器、纸质媒体同时发布内容, 并全程与反盗版联盟进行百分之百的版权保护, 内容提供商与运营商、设备商进行收入分成	中文在线、万榕书业

资料来源: 宏源证券

图 18: 传统出版流程



资料来源：宏源证券

全媒体出版流程与传统出版流程相比更为简单，数字版书籍能够在印刷、物流、人工几个方面节省不少成本，从而降低数字出版书籍的价格。按照“番薯网”上一本书的数字版售价为纸书的 1/3，由运营商、出版商、作者三方分成按照 3:4:3 的比例分成，出版商的盈利空间与传统出版的获利空间相近。

（3）消费习惯的形成。

2010 年 4 月，中国出版科学研究所发布“第七次全国国民阅读调查”成果，2009 年 18 周岁以上成年国民数字出版阅读率为 24.6%，网络在线阅读和手机阅读时两大主要数字化阅读方式，分别有 16.7% 的国民通过网络在线阅读，14.9% 的国民接触手机阅读，另有 1.3% 的国民使用其他手持阅读器进行数字化阅读。从接触时长角度，2009 年我国 18-70 岁国民人均每天通过手机阅读的时长为 6.06 分钟，与上年相比，国民每天平均接触报纸、图书、期刊的时间有所下降，而上网和进行手机阅读的时间在增加。同时，在接触过数字化阅读方式的国民中，有 52.1% 的读者表示能够接受付费下载阅读，能够接受的一本电子图书的平均价格为 3.45 元。

2、“全媒体出版”进程

（1）版权问题是出版业走向全媒体出版的关键因素。

国内版权问题长期未能有效解决，对图书出版业造成很大的伤害，出版走向数字化后，复制成本更低，版权机制面临更大的挑战；如果内容提供商的版权利益不能得以保障，将严重打击图书出版走向数字出版的热情。

（2）市场化的运作思路决定了内容供应商的试水全媒体出版的进程。

2010 年 3 月，万榕书业总经理路金波提出要做国内第一家全媒体出版商，对旗下所有的图书都采用全媒体出版的方式出版。万榕书业是出版业市场化运作最为成功的出版商之一，08 年全年码洋约 2 亿元，税后净利率达 30%，拥有韩寒、安妮宝贝、王朔、郭妮等一线品牌签约作者。在全媒体出版兴起的阶段，能够像万榕书业一样拥有敏锐的市场感觉，且有能力在数字出版中分一杯羹的出版商仍然是少数。国内的音乐产业就是前车之鉴，没有抓住数字音乐市场，陷入持续低迷的困境。

（3）转企改制深刻影响出版业的发展。

出版社的转企改制已经开始多年，但长期因为只有路线图没有时间表，改革速度缓慢。2009 年新闻出版总署发布了《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》，中台办发布了《关于深化中央各部门各单位出版社体制改革的意见》等，出版社转企改制进程加快，市场化进程加快，产业形态的变迁，也深刻影响“全媒体出版”的进程。

表 7：图书出版社数量表

年份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
中央	205	204	204	204	220	218	219	220	219	220	220	220	220
地方	323	324	326	326	345	344	349	350	353	353	353	359	359
全国	528	528	530	530	565	562	568	570	572	573	573	579	579

资料来源：《中国新闻出版统计资料汇编》，宏源证券

表 8：图书出版社职工数量表

年份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
中央	17964	18719	20120	21082	20788	20983	21377	21520	23661	24522	25706	25730	26763
地方	21543	22333	24877	25308	25620	26145	27647	29017	29290	30083	32699	33119	34143
全国	39507	71052	44997	46390	46408	47128	49024	50537	52951	54605	58405	58849	60906

资料来源：《中国新闻出版统计资料汇编》，宏源证券

图 19：2009 年中国出版十大关键词

转企改制、金融危机、出版60年、61届法兰克福书展、民营出版“新兴出版生产力”、电子阅读器、出版社评级、公共文化服务体系建设、兼并重组、上市融资

资料来源：2010 年传媒蓝皮书，宏源证券

（二）有线电视：“全媒体”主力军

1、三网融合机遇下的全媒体布局

（1）三网融合带来业态创新机遇。

在三网融合的试点里，广电体系将提供高清电视、互动电视、在线交易、在线支付、可视电话等服务。国家广电总局科技司司长王效杰解读三网融合时提出，“广电要创造六大类业务形态：1.全媒体互动电视，即直播、点播数字电视以及各种声音广播；2.个性化服务，交互的、互动的、点播的，包括信息的发布；3.互联网和数字电视的联合；4.互联网和数字电视融合；5.通过广电网、电信网大家互联互通，广播电视的内容实现多方面的融合；6.物联网和数字电视的融合。”

业态布局一：电视购物。2010 年 6 月，中央人民广播电台斥资亿元独立筹办经营的央广购物电视频道将开播，这是广电总局批准核发的第八家全国性家庭购物电视频道。电视购物是央广传媒进军全媒体将布局的三大新媒体业务之一。

表 9：广电系家庭购物频道案例

购物频道	所属集团	经营模式
快乐购	湖南广电	电视、网站、型录、报纸、电台、手机、外呼、《我是大美人》多媒体多通路共同销售
东方 CJ	SMG	电视、网络、会刊、IPTV、WAP 多媒体多通路销售
好享购	江苏广电	电视、网络、型录、手机多媒体多通路销售
好易购	浙江广电	电视、网络、杂志多媒体多通路销售
中视购物	中央电视台	电视、网络、型录多媒体多通路销售
宜佳购物	辽宁广电	电视、网络、DM 型录多媒体多通路销售

资料来源：宏源证券

业态布局二：网络游戏。2010 年 3 月，中国网络电视台宣布与盛大网络展开全面战略合作，根据战略合作架构，双方将整合优势资源，形成全方位合作，涉及网络视频、游戏、影视、文学、音乐、无线、在线平台等业务。广电系对旗下企业频开绿灯进军网络游戏，体现出电视媒体对于利润丰厚的网络游戏行业的浓厚兴趣。

表 10: 广电系抢滩网络游戏案例

网络游戏	所属集团	经营特点
哈皮星球	浙江广电	大型网络社交游戏，以现代生活元素为背景，将当下的热门事件和电视节目融入游戏，并实现互联网、手机双平台互通
芒果游戏	湖南广电	将湖南卫视元素融合入网络游戏，包括开发主持人周边产品，设计主持人 NPC 任务，融入栏目名，设计有关湖南卫视的游戏人物与场景、关卡等
GTV 游戏竞技频道	辽宁广电	举办游戏宝贝大赛，同网页游戏结合策划电视栏目

资料来源：宏源证券

业态布局三：IPTV、网络电视台、网络视频业。2009 年底，中国网络电视台上线标志着我国网络视频产业进入国家队时代。广电系企业纷纷以网络电视台、或者网络视频门户的形式进军融合互联网、无线通信、电视网三网服务的新媒体。其中，央视、SMG、湖南广电、凤凰卫视在网络电视台、网络视频领域的布局已初见规模。

表 11: 广电系布局网络电视台、网络视频业案例

	所属集团	经营特点
中国网络电视台	中央电视台	以视听互动为核心、融合网络特色与电视特色为一体的全球化、多语种、多终端公共服务平台；不仅播放央视制作的视频，也向网民提供视频上传和分享服务
上海网络电视台	SMG	多元化视听服务、在视听内容创意与生产、交互产品研发与应用、新媒体管理几个方面均具备优势
安徽网络电视台	安徽广电	安徽网络电视台以视听互动为手段、以新闻为核心、以影视娱乐为特色，是融合网络特色与电视特色为一体的多终端、立体化综合视频门户网站
江苏网络电视台	江苏广电	以视频为重点，并参与网络影视、网络动漫游戏产业，开拓网络杂志、网络广播等业务的广电门户网站
金鹰网	湖南广电	电视湘军网络平台与新媒体，设立湖南卫视、明星、综艺、影视、音乐等专业频道，并构建视频内容集成平台，实现点播、直播高清服务；且通过 TV 手机版等跨媒体产品，面向电脑、手机、数字电视三大领域提供服务
凤凰宽频	凤凰卫视	凤凰卫视节目的直播、点播、下载，并策划制作原创视音频，支持互动与 VIP 服务，提供差异化视频产品
新蓝网	浙江广电	浙江广电整合旗下 18 个广播电视频道资源组建而成，提出“浙江第一视频门户”的定位

资料来源：宏源证券

(2) 广电资源重组整合浪潮。

2010 年 5 月 31 日，北京新成立由北京北广传媒集团、北京人民广播电台、北京电视台整合而成的北京广播电视台，业务范围将涵盖广播电视的采编、制作、播放、传输以及新媒体开发全部领域，实现广播电视和新媒体的融合发展。与此同时，华数集团、安徽、新疆、河南、云南、江西、湖南、湖北、陕西、河北、吉林、天津、重庆、山西太原、福建厦门等十余家广电网络公司，宣布筹备成立“广电联合发展公司（筹）”，预计广电联合发展公司成立后将覆盖 5000 多万有线电视用户。

表 12: 部分广电资源重组整合案例

	成立时间	重组整合资源	业务范围
广东省广播电视网络股	2010.6	南方广播影视传媒集团、19 个地级市广播电视台	广播电视采编、制作、播放、传输、

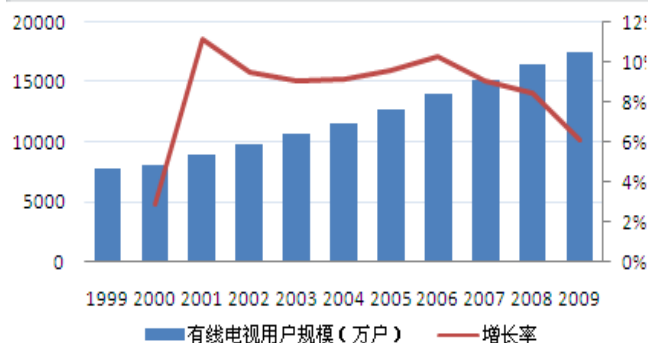
份有限公司			新媒体
北京广播电视台	2010.5	北广传媒集团、北京人民广播电台、北京电视台	广播电视采编、制作、播放、传输、新媒体
云视传媒	2010.4	云南电视台 11 家公司	传统电视、移动数字电视、网络电视、手机电视
湖南广播电视台	拟成立	湖南广播影视集团	新闻生产、节目播出、新媒体
辽宁广播电视台	2009.12	辽宁人民广播电台、辽宁电视台、辽宁教育电视台	广播电视节目制作经营、新媒体
上海广播电视台	2009.10	15 套电视频道、1 套同播高清频道、11 套广播	新闻生产、节目播出、新媒体

资料来源：宏源证券

2、有线电视网络发展状况

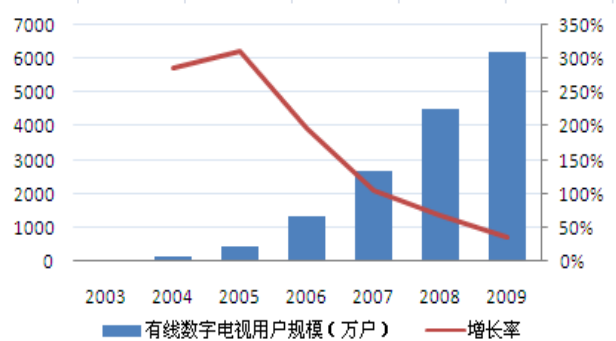
09 年数字有线电视用户数量大幅增加，付费数字电视收入快速增长。我国有线电视用户数量多年来保持稳中有升的状态。截至 2009 年，我国有线电视用户达 1.75 亿，比 2008 年增长 6.10%，其中数字电视用户达 6322 万户，占全国有线广播电视用户的 36.08%，比 2008 年增长 36.94%，这是自 2006 年发展数字电视用户以来用户数量增幅最大的一年。付费数字电视用户 713 万户，占全国有线电视户数的 4.06%，比 2008 年增长 57.02%。2009 年有线电视网络收入 419 亿元，占全国广电总收入的 22.61%，其中有线电视收视费收入 285 亿，付费数字电视收入 18 亿。广东、江苏、浙江、山东四省有线电视网络收入在 20 亿以上，付费数字电视收入均超过 1 亿，居于全国领先水平。

图 20：1999-2009 年中国有线电视用户规模



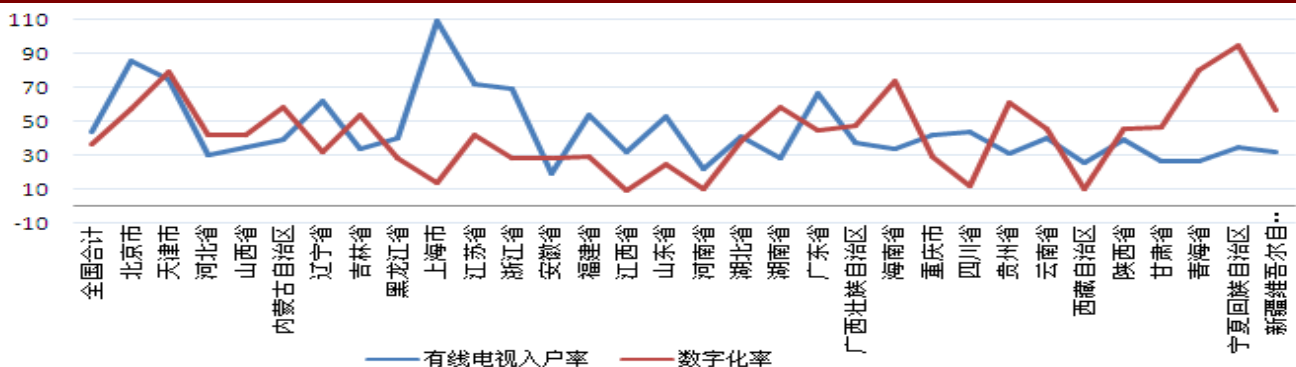
资料来源：国家广播电影电视总局，宏源证券

图 21：2003-2009 年中国有线数字电视用户规模



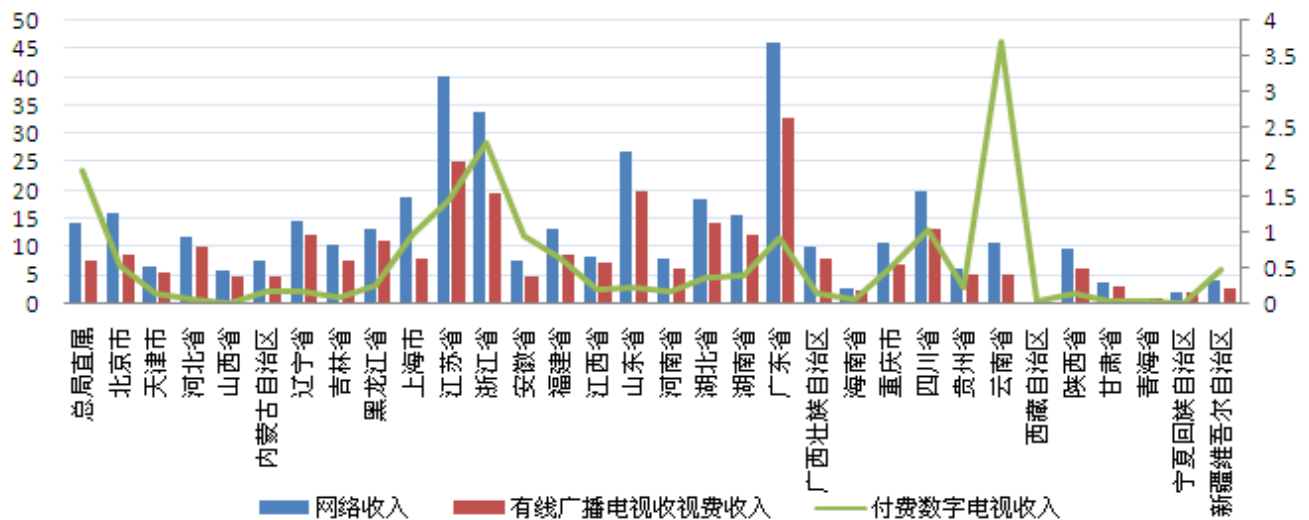
资料来源：《中国新闻年鉴》，宏源证券

图 22：2009 年全国有线电视入户率、有线电视数字化率（%）



资料来源：国家广播电影电视总局，宏源证券

图 23：2009 年全国有线电视网络收入、有线广播电视收视费收入、付费数字电视收入（单位：亿元）



资料来源：国家广播电影电视总局，宏源证券

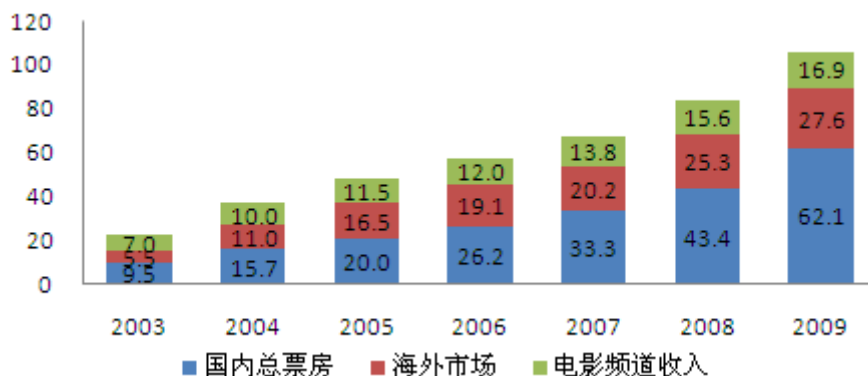
（三）电影娱乐：“全媒体”娱乐供应商

1、电影：全媒体全娱乐市场潜力

（1）国内电影产业主要收入来源为国内票房。

过去几年，我国电影产业见证了持续的蓬勃发展，09 年国内电影市场票房增幅高达 42.96%，远高于近年来全球电影市场 8% 的年平均增长幅度。09 年电影产业综合效益 106.65 亿元，突破百亿大关，同比增长 26.47%。但国内电影产业的收入来源仅有国内总票房、海外市场、电影频道收入三种渠道，市场模式较单一，且收入严重依赖国内票房；2003-2009 年，电影产业收入 40% 以上都来自国内票房，且比重不断提升，2009 年电影产业 58% 的收入来自国内票房。

图 24：2003-2009 年中国电影产业综合效益（单位：亿元）

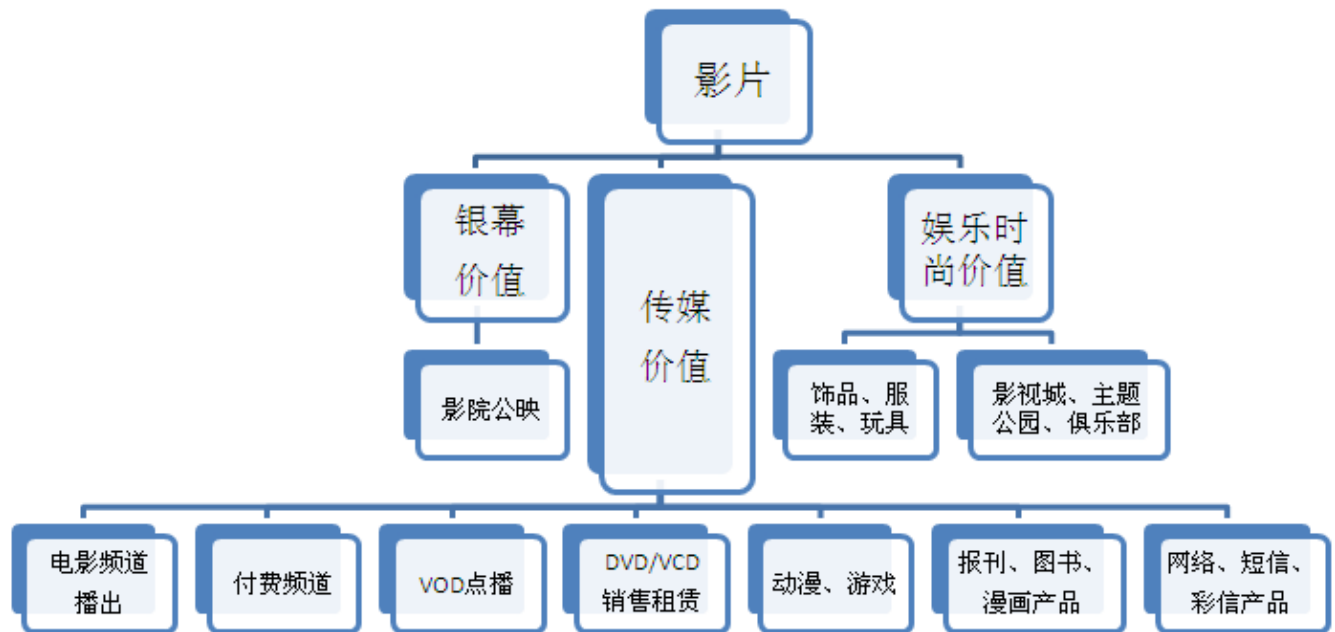


资料来源：2010 年传媒蓝皮书，宏源证券

（2）美国电影产业面向国内市场、国际市场、媒介市场、消费市场。

美国电影产业面向国内市场、国际市场、媒介市场、消费市场四大市场，在更大的空间和更长的时间开拓盈利模式；典型市场模式可以概括为“国内影院（超前放映/一线影院/二线影院）——国际影院——付费电视（点播/频道）——音像（租赁/零售）——开路电视——特许经营”，国内票房收入占美国电影产业收入 30%以下。

图 25：电影产业价值与产品开发示意图



资料来源：宏源证券；注：电影产业三重价值（银幕价值、传媒价值、娱乐时尚价值）引用自《传媒竞争力》一书

（3）电影产业价值由银幕价值、传媒价值、娱乐时尚价值构成。

银幕层面价值面向电影院线的放映，仅占全部价值的 20%，传媒价值、娱乐时尚价值面向消费市场，占全部价值的 80%。美国好莱坞有一个“火车头理论”，电影作为火车头，它本身可以不赚钱，但它可以制造示范效应开发相关产品获得收入，在投资一部片子前，广告、音像、软件、旅游、娱乐、玩具、服装等产品的老板会与制片人共同探讨相关产品的开发问题，相关产品的利润往往要超过电影发行所得到的利润。

（4）多层次开发、多渠道回收盈利模式初现；新媒体崛起带来电影产业新机遇。

国内的电影也开始多层次开发、多渠道回收盈利模式的探索，将电影的价值衍生至传媒与娱乐时尚层面；《杜拉拉升职记》是近期成功运作的典范，电影衍生产品开发中仅植入广告就为该片收回近 2/3 投资成本，发行过程中扩大宣传投放面，将影片由娱乐、电影话题上升为时尚、生活议题。有线电视向全媒体进军也给电影产业带来新机遇，付费频道、点播、家庭影院都将成为电影收入的新增长点；随着网络电视台、网络视频业的进一步发展和规范，电影作为重要的娱乐资源，传媒价值的拓展有巨大空间。

2、动漫：未来的文化支柱产业

从全球范围看，动漫是国民经济的支柱性产业，在美国居第六位，在日本居第二位，在韩国居第四位。动漫甚至比电影具有更强的衍生能力，可以开发的动漫产品形式多样且有能力从文化产品（如玩具、服装、图书）全面延伸至各类消费品（如手机、汽车、电脑、冰箱）。中国具有世界上最大的少年儿童市场，动漫以及衍生产品的需求规模可达数千亿。《文化产业振兴规划》将动漫产业列入国家重点发展的文化产业八大门类之一。

2009 年，动漫整体市场规模明显扩大，优秀的漫画刊物月发行量达到上百万册；制作完成电视动画片 322 部 171816 分钟，比 2008 年增长 31%；动画电影中《喜羊羊与灰太狼之牛气冲天》票房收入达 1 亿元；动漫衍生产业也发展迅猛，仅仅 09 年上半年“喜羊羊”的各种衍生品和图书音像产值累计超过 4000 万元；网络动漫、手机动漫也发展迅速。

图 26：动漫产业产品开发示意图



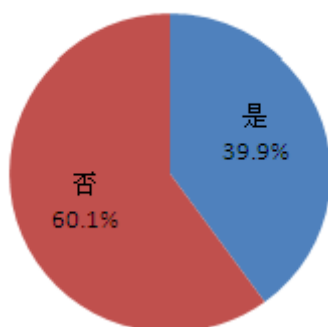
资料来源：宏源证券

3、网络游戏：新媒体中坚力量

网络游戏已经成为互联网中不可或缺的支柱产业，近五年，网络游戏一直保持着快速增长的态势。2009 年，中国网络游戏市场规模达到 270.6 亿元，占互联网经济市场规模的 36.5%，已成为网络经济中最大的蛋糕。大型网络游戏用户中接近 40% 在游戏产品使用过程中产生过花费，2009 年用户平均每月游戏花费为 165 元。

图 27：中国网络游戏用户付费构成

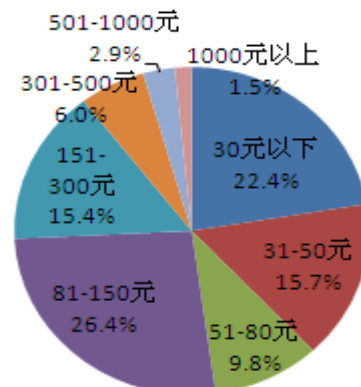
中国网络游戏用户付费构成



资料来源：CNNIC，宏源证券

图 28：中国付费网络游戏花费结构

中国付费网络游戏花费结构



资料来源：CNNIC，宏源证券

（四）“全媒体”版图下的力量对比

1、有线电视在全媒体浪潮中优势明显，且直接受益于三网融合

全媒体浪潮中，为保护正在被新媒体入侵的生存空间，传统媒体谋求变革的愿望最为强烈；而在传统媒体中，有线电视具备强大的视听传播能力，同时具备独特的资源优势，且直接受益于三网融合政策，具有最大想象空间。

（1）内容资源优势：

各级广电媒体，尤其是中央和省级媒体，在内容资源上拥有多年的巨大积累，这些内容资源经过数字化转换后，可以进行多种形态的开发和利用，成为各种媒体的原材料。且电视行业几十年的发展，已培育出具有领先的专业水准新闻资讯报道力量和多媒体节目的制作人才资源。即使在全媒体视野下，内容为王面临颠覆力量的挑战，短期内也很难撼动有线电视体系所拥有的内容资源优势。

（2）渠道与用户资源优势：

广电系统拥有最丰富的频谱资源，这是广电的特性，也是其他传媒和文化部门不具备的资源，具有很强的垄断性。在数字和宽带技术广泛应用于三网的条件下它们可以使信息从信息远端直接送达客户端，更加体现出价值。广电网的覆盖面与覆盖率居于各种媒体之首，目前全国电视人口覆盖率达 97.23%。无论在传播渠道还是用户资源上都具有强大的优势。

（3）三网融合政策广电主导：

三网融合试点方案在几经易稿，几经博弈后，工信部在国务院斡旋下做出让步，广电获得单项进入权。有线电视网由于兼具安全属性与文化属性，在国际惯例中均按特殊法规进行行业管理，英美等国在三网融合实践中也采取广电进入电信的非对称准入政策。对于有线电视网利益的保护关系到国家的文化利益。6 月 6 日三网融合试点方案的通过也印证了三网融合进程中，政策对于广电的倾斜。

（4）业态创新机遇激发新活力：

广电系企业已经多领域布局三网融合引领下的全媒体前景，在明确了广电负责 IPTV 集成播控平台建设管理后，IPTV 将拉动的巨大产业机会将向拥有牌照的企业敞开大门，目前，广电总局仅对旗下的中国网络电视台、上海文广、华数传媒、广电网络发放了相关牌照，预计今后牌照的发放仍将有利于有线电视行业。有线电视行业中，湖南卫视、上海文广、江苏广电、浙江广电等领先企业表现出来的内容原创能力和对用户的互动培养与合作能力，体现出创新能力突出的广电系企业新的媒体竞争环境中有望继续胜出。

2、电影、动漫具备多层次价值开发，面向全媒体全娱乐市场的潜力

近年来，电影与动漫经历了高速发展，这与产业规模起点低，需求市场未饱和以及新兴娱乐消费兴起有关。在内容产品的提供商，电影与动漫都具备多重层次价值开发（银幕价值、传媒价值、娱乐时尚价值）、可开发产品类型极其丰富的潜力。

创意产业的一个重要特点是，一个具体产品的成功，可以带动一系列相关产品的消费热潮。以《狮子王》为例，影片票房收入 7.6 亿美元，Video 收入 7.8 亿美元，而相关产品授权盈利则达到 60 亿美元，占总收入的 80%左右。

目前国内，以电影、动漫为代表的内容产品，盈利模式仍较为单一，与国内版权问题长期难以得到很好的解决有很大关系，随着新著作权法的颁布，近两年发布的一系列文化振兴政策，以及《金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》中提出的加强知识产权保护，都使得文化产品版权保护问题有望得以推进。

当前电影、动漫产业仍主要受益于产业规模起点低，需求市场未饱和以及新兴娱乐消费兴起带动的高速成长，但随着全媒体时代开启，各类媒体亟待拓宽发展空间，加紧对优质内容资源、新型娱乐产品的开发争夺，电影和动漫行业具备广阔的前景。

3、全媒体出版机遇与挑战并存，加剧出版行业分化

数字出版的火爆、对全媒体出版的关注和探讨，使处于转型边缘的出版行业注定无法平静。传统的大众出版正在面临毛利率走低、生存空间被新媒体挤压的考验。

面临全媒体出版带来的新机遇，出版单位的市场化运作程度、转企改制进程与效果、以及原有出版资源的积累等因素将加剧行业的分化。

而对于旗下出版资源版权的保护能力，一方面有赖于外部环境的改善，另一方面也直接考验出版单位的市场运作水平。中文在线对所策划的全媒体出版产品，均采取了全程与反盗版联盟合作的方式。国内版权保护问题在短期内仍然难以有效解决，但对出版资源版权保护的决心和投入能在很大程度上保证产品的经营利益。

三、投资策略

(一) 有线电视——直接受益于三网融合，具备多种优势

1、天威视讯 - 增持

(1) 主营业务平稳增长：公司的三大主营业务为：有线数字电视业务、有线宽频业务、节目传输业务；深圳关内除蛇口 6 万有线数字电视用户不归属天威视讯，其余各区均已纳入天威视讯范围；关内地区有线电视与有线宽频业务用户数增长空间有限，将维持缓慢增长；有线电视与有线宽频基本费用稳定，在主营业务上整体增速保持平稳。

(2) 广东省省网整合进程：2010 年 6 月 6 日，广东省广播电视网络股份有限公司成立，加快了广东省网整合之路。随着三网融合步伐的临近，广电总局要求今年内各省网络整合要基本完毕。

(3) 三网融合中，广电获得单项进入权后，公司有机会部署基础性电信业务；但电网原有的技术体系是“一对多”，要转向“点对点”传输，需要先在基础设施层面进行新的布局；如果以基础性电信业务为火车头，有线网络可以利用多余的传输通路先行展开业务，在基础设施到位后，有望开展更多的增值业务。

(4) 天威视讯的主要看点在于：1.三网融合和广东省网络整合的逼近，深圳市也将加快关内外网络的整合。2.三网融合推进后，深圳成为试点城市可能性很大，公司有望获得政策上的优惠，以及部署基础性电信业务带来的主营业务拓展空间。

(5) 预测天威视讯 10 年 EPS0.36，11 年 EPS0.56，对应 10 年 PE68x，评级“增持”。

2、歌华有线 - 买入

(1) 实际控制人更换为北京广播电视台，构筑新型台网关系。前文已分析，有线电视作为全媒体主力军，且借助三网融合的东风，具有实力的有线电视台优势明显，机会众多。北京广播电视台的成立，并成为歌华有线实际控制人，形成国内有线电视业在全媒体布局中最优企业结构，

(2) 歌华有线进军电视购物频道与新型台网关系交相呼应。歌华有线与富邦公司投资的电视购物，是把握业态创新机遇的重要布局，并与新型的台网关系交相呼应，借助北京广播电视台强大的媒体实力，该购物频道有望成长为重要的利润增长点。

(3) 获得北京市政府 2 亿高清交互电视工程补贴，对推进具战略意义的高清交互业务起到重要的促进作用。也体现出北京市政府对于歌华发展高清交互业务的大力扶持。

(4) 预测歌华有线 10 年 EPS0.33，11 年 EPS0.4，对应 10 年 PE49x，评级“买入”。

(二) 电影、动漫——高成长且具备多层次价值开发潜力

1、华谊兄弟 - 增持

(1) 受益于电影市场近几年持续的高增长。预计 2010 年，内地票房有望突破 100 亿，华谊兄弟在电影市场上的份额约 10%。冯小刚《唐山大地震》票房有望超预期。电视

剧精品倍出，出品电视剧集议价能力高。

(2) 首家华谊兄弟影院——重庆百联上海影城即将开业。目前我国票房市场为院线所主导，影院在电影票房收入中的分成达 50%，同时影院可获得食品销售收入，重庆上海城是重庆重要的商圈，华谊兄弟影院作为全国第一家全数字影院，在重庆市场获利前景可观。

(3) 华谊兄弟自 5 月底开始回购华谊音乐股权，至今购回华谊音乐 100% 股权。华谊音乐未来将以数字音乐为主战场，同时战略部署演唱会与娱乐营销市场。结合公司的影视与经纪资源，华谊音乐重回麾下，使华谊兄弟向综合影视娱乐集团又迈进一步。

(4) 预测华谊兄弟 10 年 EPS0.43，11 年 EPS0.53，对应 10 年 PE90x，评级“增持”。

(三) 出版——行业分化加剧，寻找具备竞争优势的品种

1、出版传媒 - 增持

(1) 主营业务稳定增长。公司 1 季度收入 3.72 亿元，同比增长 12%，净利润 3655 万元，同比增长 11.3%，奠定了全年 10% 以上增长的基础。

(2) 公司与盛大文学结成战略发展联盟，对推动公司数字出版，具有积极意义。盛大文学将为春风文艺出版社提供出版选题与市场渠道资源。此举动有望进一步突出公司在出版行业的分化潮中的竞争优势。

(3) 公司对蓝猫动漫的收购，为其打开动漫产业大门奠定了基础。

(4) 预测出版传媒 10 年 EPS0.26，11 年 EPS0.31，对应 10 年 PE51x，评级“增持”。

分析师简介:

王铮: 宏源证券研究所传媒行业研究员，武汉大学理学学士，中国科学院研究生院理学硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5 %
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。