

高估值下甄选超越行业增长的投资机会

2010 下半年传媒行业投资策略

传媒业

推荐（维持）

深度报告

2010 年 07 月 06 日 星期二

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142
010-59707103
kzy@longone.com.cn
通信及传媒

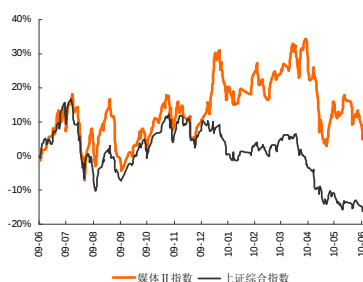
联系人: 郑永双
010-59707120
zhengys@longone.com.cn
传媒

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

行业及重点跟踪公司评级

子行业	行业 评级	上市公司	公司 评级
有线网络	推荐	歌华有线	增持
	推荐	广电网络	增持
	推荐	天威视讯	增持
影视动漫	推荐	华谊兄弟	买入
	推荐	奥飞动漫	增持
出版发行	推荐	时代出版	买入
	推荐	出版传媒	增持
平面媒体	中性	博瑞传播	买入
	中性	新华传媒	中性
	中性	华闻传媒	增持
	中性	粤传媒	中性
广告	推荐	北巴传媒	增持
	推荐	中视传媒	增持
综合	推荐	电广传媒	增持
	推荐	东方明珠	中性
	推荐	中信国安	增持

行业相对上证综指走势图



投资要点

- **板块高估值，有其合理性。**三网融合的实质性政策出台，将板块的估值推到了近四年估值水平的高位，传媒板块当前市盈率 55.7 倍，沪深 300 市盈率 15.4 倍，传媒板块估值是沪深 300 的 3.6 倍。我们认为市场给予传媒板块较高的估值有其合理性，主要基于以下两点判断：①2009 年中国传媒总产值 4908 亿元，同比增长 16.3%，四年复合增长率 14.2%，高于同期 GDP 增速；②由于中国的传媒产业长期以来受到政府较多管制，随着管制不断放松，传媒产业的上升空间也将逐渐打开。
- **三网融合，长期利好有线网络运营商、内容提供商。**2010 年 1 月 13 日，国务院决定加快推进三网融合，为整个广电业带来前所未有的发展机遇。目前有线网络运营商正加快网络改造，资本开支大幅上升，未来几年的折旧摊销压力正在加大，我们认为在试点阶段，政策会给予广电一定的支持，以达到未来可以与电信全业务竞争的格局；三网融合长期利好优质的内容提供商，使其拥有更多传输渠道，会在未来新增渠道中占据更多的份额。
- **广告市场将随宏观经济回暖。**2008 年底爆发的经济危机在 2009 继续纵深化，实体经济受到的影响不可避免地波及广告业，广告市场规模与 GDP 高度正相关。09 年中国广告市场收入规模 2045 亿元，同比增长 7.7%，低于四年 CAGR 9.6%，09 年 GDP 同比增长 8.7%，低于四年 CAGR 接近 10%。目前市场对 2010 年 Q2、Q3 和 Q4 的 GDP 同比增速的一致预期分别为 10.8%、9.0%和 9.8%，IMF 对中国全年 GDP 同比增长的预测值为 10.0%，我们认为，2010 年中国经济走出低谷将是大概率事件，相信广告市场也会随着经济的触底回升，恢复到一个正常的增长水平。
- **图书出版发行的外延式增长须关注改制重组和数字出版。**与 2008 年相比，2009 年全国新闻出版业总产值增长 20%左右，纯销售收入（实洋）增长只有 3.3%，五年复合增长率仅 2.8%，产值增长大幅高于市场规模增长，侧面反映了出版市场较快的增长，而发行市场相对疲软。出版发行行业的成长将主要来源于外延式增长，一方面，随着转企改制的推进，重组整合会加速；另一方面，随着电子阅读器、智能手机、3G 及互联网的普及率提升，数字出版也将成为推动行业成长的新引擎。
- **给予传媒行业“推荐”投资评级。**上市公司所处子行业的成长性、中长期受政策的推动是我们考虑的主要指标，根据这一逻辑，我们给出“华谊兄弟+蓝色光标+天威视讯+时代出版+博瑞传播”的投资组合。

目录

1. 板块高估值，有其合理性.....	4
2. 实质性政策推动，三网融合是 2010 年投资热点.....	5
3. 有线网络：三网融合，广电先行.....	7
3.1 三网融合，试点阶段将扶植广电，优质内容供应商长期受益.....	7
3.2 有线网络须加快改造进程.....	8
3.3 长期看好宽带业务，短期资本支出压力大.....	10
3.4 电影产业高速成长，三网融合长期利好上游内容提供商.....	13
4. 广告：广告市场将随宏观经济共同回暖.....	15
4.1 2009 年-2010 年全球广告业触底回升.....	15
4.2 网络广告一枝独秀，广告市场与 GDP 增长正相关.....	15
5. 图书出版发行：外延式增长关注改制重组和数字出版.....	17
5.1 现有产业格局下，图书出版发行难以实现内生性增长.....	17
5.2 图书出版发行业加快推行改制重组.....	18
5.3 数字出版是产业发展方向.....	19
6. 投资策略.....	21
7. 重点推荐的公司.....	23

图表目录

图表 1. 传媒板块估值横比.....	4
图表 2. 传媒板块历史估值.....	4
图表 3. 传媒板块历史相对沪深 300 估值.....	4
图表 4. 传媒产业规模及增速.....	5
图表 5. 传媒板块上市公司利润增长对比 GDP 增长.....	5
图表 6. 近期政策对传媒板块影响.....	6
图表 7. 三网融合逻辑图及相关上市公司.....	8
图表 8. 中国有线电视、有线数字电视增长情况.....	9
图表 9. 美国有线电视、有线数字电视增长情况.....	9
图表 10. 天威视讯折旧摊销.....	11
图表 11. 歌华有线折旧摊销.....	11
图表 12. 广电网络折旧摊销.....	11
图表 13. 有线网络上市公司 arpu/人均收入与 COMCAST 对比.....	12
图表 14. 天威视讯/COMCAST 业务结构收入结构对比.....	12
图表 15. 中国影院数量屏幕数量.....	13
图表 16. 中国票房收入.....	13
图表 17. 2008-2012E 全球广告收入增长.....	15
图表 18. 全球分地区广告增速对比.....	15
图表 19. 2005-2009 中国广告收入增长.....	15
图表 20. 中国分类广告收入增长.....	15
图表 21. 中国网络广告季度值.....	16

图表 22. 中国户外电子屏广告季度值.....	16
图表 23. 网络广告主增长与 GDP 增长正相关.....	16
图表 24. 2010 年中国 GDP 分季度同比增速市场一致预期	16
图表 25. 全国出版社数量与结构.....	17
图表 26. 中国出版社数量与其他国家对比.....	17
图表 27. 全国图书总印数与总印张情况.....	18
图表 28. 中小学课本总印数占比.....	18
图表 29. 图书出版企业转制路线图与时间表.....	19
图表 30. 中国及全球电子阅读器出货量.....	20
图表 31. 移动电话与互联网普及率、手机上网渗透率.....	20
图表 32. 中国数字音乐市场增长.....	20
图表 33. 数字音乐收入结构.....	20
图表 34. 投资策略.....	21

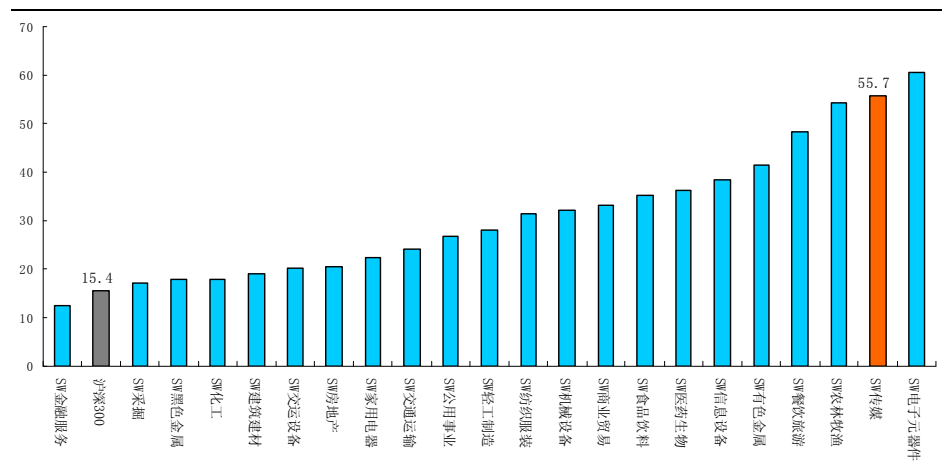
表目录

表格 1. 近一年来重要行业政策.....	6
表格 2. 美国三网融合历程.....	7
表格 3. 数字化及双向化改造时间表.....	10
表格 4. 有线网络上市公司数字化情况.....	10
表格 5. 有线网络上市公司宽带业务收入.....	10
表格 6. 2006-2009 电影行业及观影数据一览.....	14
表格 7. 2009 年新增电影投资主体	14
表格 8. 一年来涉及版权保护的行业情况.....	21
表格 9. 上市公司净利润增长与所处子行业增长对比.....	22
表格 10. 传媒板块上市公司估值表.....	22

1. 板块高估值，有其合理性

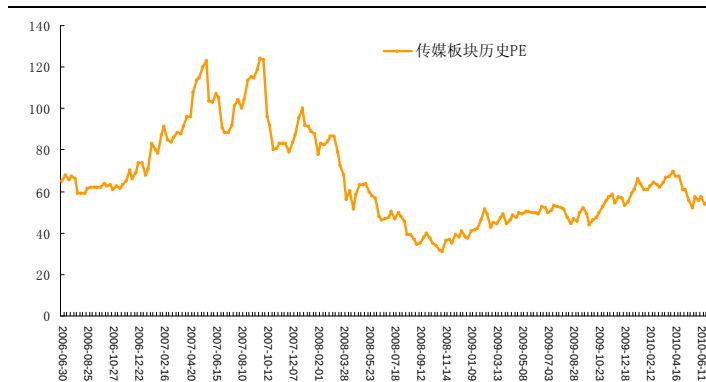
传媒板块当前市盈率 55.7 倍，沪深 300 市盈率 15.4 倍，传媒板块估值是沪深 300 的 3.6 倍，处于近四年估值的中高端，在市场最悲观的 2008 年底，传媒板块市盈率大概在 34-35 倍，沪深 300 市盈率 12 倍左右，传媒板块估值达到沪深 300 估值的 2.6 倍。

图表 1. 传媒板块估值横比



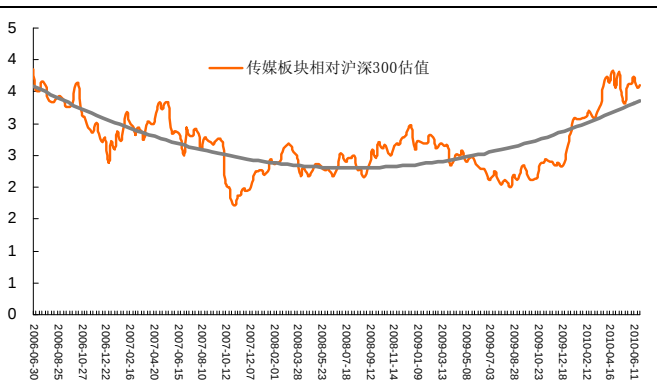
资料来源: 东海证券研究所 WIND

图表 2. 传媒板块历史估值



数据来源: 东海证券研究所, WIND

图表 3. 传媒板块历史相对沪深 300 估值



数据来源: 东海证券研究所, WIND

在 2009 年全球经济遭遇滑铁卢的情况下，中国 GDP 同比增长仍然达到 8.7%，成为世界主要经济体中唯一保持快速增长的国家。09 年中国传媒总产值 4908 亿元，同比增长 16.3%，四年复合增长率 14.2%，高于同期 GDP 增速，但这样的增长速度并不能支撑长期如此高的估值水平，我们认为市场之所以长期给予传媒板块较高的估值水平，主要源于以下两个原因：

- 中国的媒介始于政府完全控制的状态，改革开放 30 年来，传媒产业从无到有，随着国家不断放松管制，逐渐发展起来，特别是 2000 年后，

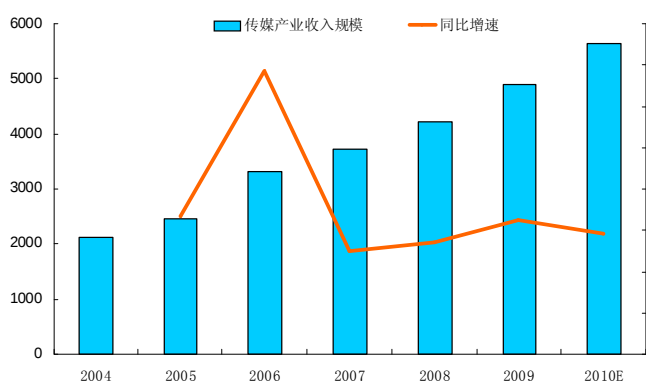
文化体制改革被提上日程，传媒产业似乎迎来了繁荣发展的机遇，尽管十年来也取得了令人瞩目的成就，但就目前看，整个传媒行业仍缺乏活力，管控的谨慎是文化体制改革最大的阻力，而从去年《文化产业振兴规划》的出台，更多文化企业登陆资本市场来看，政府是有决心将文化产业逐渐推向市场的，这也符合寻找新的经济增长点，调整经济结构的大方针。我们认为，传媒产业的增长对政策有极强的敏感性，政策的支持在未来会提高整个产业的增长速度。

- 中国的传媒产业规模过于弱小，GDP 占比仅 1.67%，而在日本，美国这些传媒大国，传媒产业占比 GDP 均超过 20%，甚至单单一个动漫，都可以成为日本经济的第二大支柱产业，而中国众多的人口基数决定了潜在的市场非常庞大，一旦整个产业增长的瓶颈被打破，进入加速上升通道，增长空间会很大。

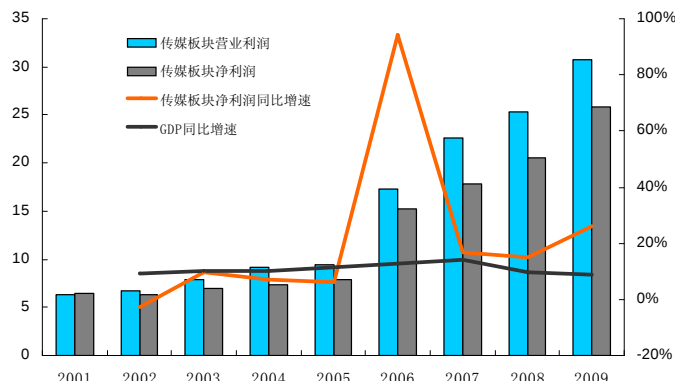
考虑到这些因素，我们认为市场在中长期内给予传媒板块较高的估值，有其合理性，而且随着政策的推动，仍将维持在一个较高的水平。

图表 4. 传媒产业规模及增速

图表 5. 传媒板块上市公司利润增长对比 GDP 增长



资料来源: 东海证券研究所, 2010 传媒蓝皮书



资料来源: 东海证券研究所, WIND

2. 实质性政策推动，三网融合是 2010 年投资热点

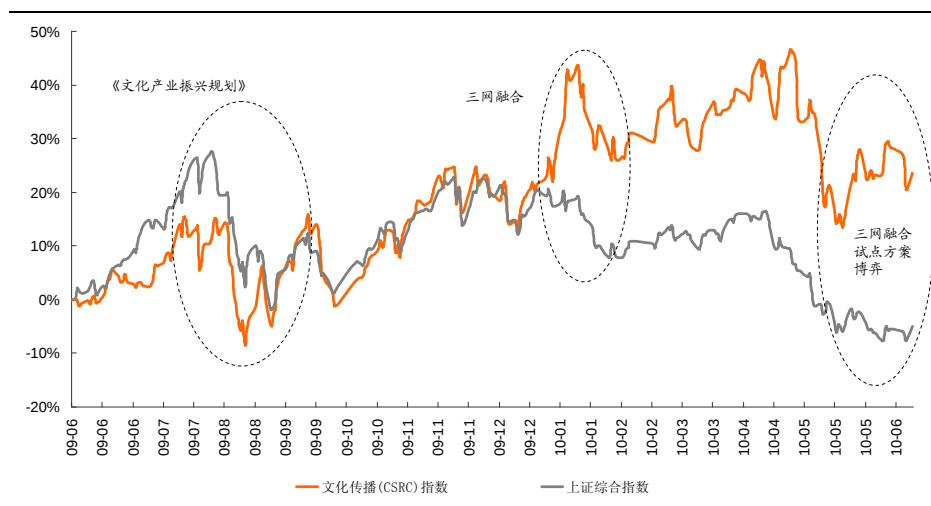
2009 年 7 月 22 日，国务院通过了《文化产业振兴规划》，9 月，国务院办公厅出台了《文化产业振兴规划》细则。今年 1 月份，国务院办公厅下发了《国务院常务会议决定加快推进电信网广播电视网互联网三网融合》，明确了三网融合的时间表。

国务院推进三网融合的政策属于实质性政策，要求工信部与广电总局联合拿出试点方案，选取试点城市并尽快开展试点工作。

在此之前出台的《文化产业振兴规划》属于纲领性的文件，需要在部委层面不断推出配套政策，其中配套政策有实质性推动的可能性更大；相对而言，二级市场对三网融合有更为明显的反应，使板块估值水平上一个台阶；虽然目前来看，三网融合的政策仍不明朗，但长期看，这是国家推动电信、广电大融合，繁荣产业发展，从而贡献出新经济增长点的举措。三网融合的概念自提出

至今已历经近十年，严厉的管制，广电体系的历史问题，都是摆在三网融合面前的难题，难题总要解，我们认为此次政策推出更具实际意义，广电系企业有机会借助政策，在历史遗留问题的解决上获得突破，从而带动整个传媒产业迈上一个新台阶。

图表 6. 近期政策对传媒板块影响



资料来源: 东海证券研究所, WIND

表格 1. 近一年来重要行业政策

2009.04	财政部、国家税务总局《关于文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的若干税收优惠政策的通知》	主要是针对改制企业的所得税优惠，期限为2009-2013年
2009.04	财政部、国家税务总局《关于支持文化企业发展若干税收政策问题的通知》	主要涉及营业税、增值税税收优惠
2009.04	新闻出版总署《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》	积极支持条件成熟的出版传媒企业，特别是跨地区的出版传媒企业上市融资。在三到五年内，培育出六七家资产超过百亿、销售超过百亿的国内一流、国际知名的大型出版传媒企业。
2009.05	发改委发布《关于2009年深化经济体制改革工作的意见》	明确指出落实国家相关规定，实现广电和电信企业的双向进入，推动三网融合取得实质性进展。
2009.07	国务院办公厅《文化产业振兴规划》	规划要求：做好推动跨区域、跨行业联合或重组，培育骨干文化企业等八项重点工作，深化文化体制改革，吸引社会资本、加大政府投入、增强税收和金融等政策支持，为文化产业发展提供有利保障。
2009.08	广电总局《关于加快有线网发展若干意见》	《意见》分为六大点14小点，主要内容包括推动有线网络整合、落实税收优惠、培育市场主体和开展多元业务等，要求2010年底以前，全国做到一省一网。
2009.08	中宣部、文化部、广电总局和新闻出版总署文化体制改革经验交流会（江苏会议）	提出文化体制改革进入攻坚克难的关键阶段，进一步推动改革向纵深发展，向上推开，加快转企改制、集团化重组、上市融资、跨区域整合的步伐。会议表彰了12个全国文化体制改革先进地区和58家先进企业。
2009.09	国务院办公厅《文化产业振兴规划》细则	振兴文化产业上升为国家战略，推动跨区域、跨行业、跨所有制的并购重组，打造一批产值超百亿的骨干文化企业。扩大国内文化消费，促进经济增长。鼓励文化出口，提升文化软实力。
2010.01.13	国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合。	会议提出了推进三网融合的阶段性目标。2010年至2012年重点开展广电和电信业务双向进入试点，探索形成保障三网融合规范有序开展的政策体系和体制机制。2013年至2015年，总结推广试点经验，全面实现三网融合发展
2010.01.21	国务院办公厅21日下发了《关于促进电影产业繁荣发展的指导意见》	解决城镇影院数字化解决看电影难问题；促进金融资本与电影资源对接；从模拟向数字化全面过渡。
2010.03.26	中国人民银行会同中宣部、财政部、文化部、广电总局、新闻出版总署、银监会、证监会和保监会等九部委联合发布了《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》。	《指导意见》是近年来金融支持文化产业发展繁荣的第一个宏观金融政策指导文件。《指导意见》要求，金融机构要根据文化企业的不同特点，积极开发适合文化产业特点的信贷产品，加大有效的信贷投放；要大力发展多层次资本市场，扩大文化企业的直接融资规模；要建立健全有利于金融支持文化产业发展的配套机制。

资料来源: 东海证券研究所

3. 有线网络: 三网融合, 广电先行

3.1 三网融合, 试点阶段将扶植广电, 优质内容供应商长期受益

2010年1月13日, 由国务院总理温家宝组织召开的国务院常务会议上决定, 加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合, 这一决定的正式对外公布, 使中国的有线网络站在了历史的岔路口, 将对整个产业产生巨大的影响。在此次三网融合新政中, 明确提出了“按照先易后难、试点先行的原则, 选择有条件的地区开展双向进入试点, 2010年-2012年, 重点开展广电和电信业务双向进入试点, 2013年-2015年对试点进行全国范围的推广”。

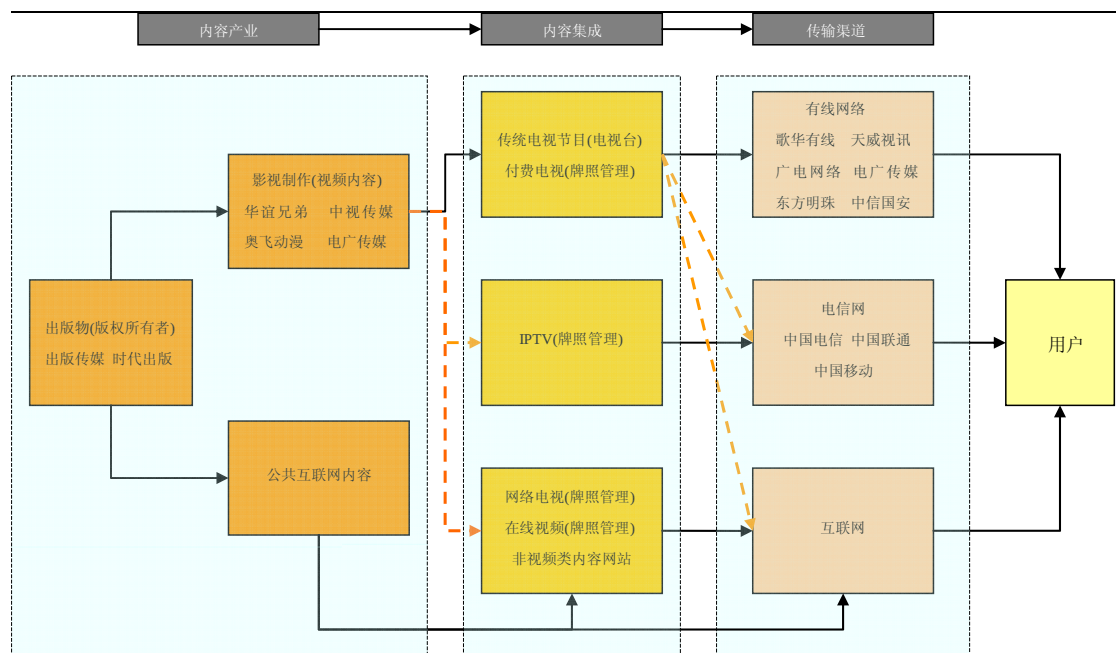
三网融合是产业发展的大趋势, 不可阻挡, 从美国三网融合来看, 我国的三网融合政策一定意义上借鉴了前人的经验, 在发展历程上, 基本都会经过互不准入-非对称进入-对称进入三个阶段, 最终形成良性的市场竞争格局, 繁荣整个广播电视业和电信业, 从长期来看是利国利民的好事; 不同的是我国的广播电视业长期受到严格监管, 四级办台的历史原因导致今天广电系统内企业众多, 事业单位为主的格局, 大大小小几千家主体处于不同级别的垄断地位, 市场化程度低, 缺乏竞争力。基于这种情况, 我们认为, 我国的三网融合试点阶段将更多的在政策上向广电倾斜, 给予充分的扶植, 以达到未来可以与电信全业务竞争的格局。

表格 2. 美国三网融合历程

互不准入	保护广电	1970年及以前	为保护新生的CATV业，防止垄断的电信公司利用交叉补贴在有线电视领域进行不正当竞争，FCC禁止电信公司跨业经营CATV。	广电发展阶段
		1982年	美国独立电话协会提请FCC撤消跨业经营规模，被驳回。	
		1983年	法院判决AT&T案，禁止电信公司进入信息服务业，包括CATV。	
		1984年	《1984年有线电视传输法》533(b)条款禁止本地电话公司给同一区域的消费者提供视频服务。	
	尝试性突破阶段	1990年	FCC认为，CATV业经过纵向整合后已发生很大变化，应允许电信公司进入视频节目服务市场与CATV竞争，以促进视频节目多样化，因而建议国会废除跨业经营的禁令。	
		1992年	参众两院提出数个草案，制定《1992年有线电视法》，但禁令仍被保留。	
1992年7月		FCC打算实行视频接驳政策，允许电话公司提供视频传输服务，前提是电话公司本身不拥有节目所有权。但该政策没有实施，因为美国上诉法院认为电话公司在其所拥有的设施上传输节目内容是违宪的。		
诉讼互相进入（非对称进入阶段）		1992年末	大西洋贝尔公司以FCC视频接驳政策侵犯其言论自由为由向联邦法院提起诉讼，1993年8月获胜。	电信与广电势均力敌，均希望进入对方业务领域
		1992-1993年	FCC在给区域电话公司松绑的同时，也允许有线电视公司经营一般性电话业务。	
		1993年	区域贝尔公司开始兼并或投资营业区外的有线电视系统，引发了有线电视与电话公司结盟的热潮。	
		1994年	有线电视公司向各州法院起诉要求放宽经营电话的限制，并取得了一些成功。	
对称进入	全面竞争	1996年	美国1996年《电信法》的立法宗旨之一是推动全面竞争，放开了所有的市场分割和限制，使得经营长话业务的公司与经营本地业务的公司之间、有线电视公司与电信公司之间能够互相进入对方的市场。新电信法进行了两大实质性改革：一是开放本地电话市场，允许各小贝尔公司和一些长途电话公司相互进入对方的领域；二是打破电信、信息和有线电视业的界限，推进通信信息业的融合。这标志着美国电信与信息业进入全面竞争时代。	产业融合阶段
		1998-2000年	FCC发出了700多份国际电话服务经营许可证。	
		2003年2月20日	FCC以投票方式通过美国电信业游戏新规则，规定本地电话市场的主导运营商(ILEC)仍然必须向竞争对手，以非绑定的方式开放其本地电话环路，但是不必以非绑定方式开放其拥有的宽带接入网。	
		2003年至今	1. 广电大举进入电信：自1996年市场开放以来，有线电视运营商开始大规模投资，对现有的有线电视网络进行改造和升级。到2003年，美国有线电视的网络升级改造已经基本完成。 2. 电信从IPTV切入广电：Qwest和RTC率先于2001年推出了IPTV业务。多家电信运营商在2002年相继试水IPTV业务。从2004年开始，美国各大RBOC都在积极地部署基于光纤接入的IPTV业务。 3. 广电与电信业的产业融合：在有线电视公司和电信公司直接进入对方核心业务市场的计划接连受挫以后，广电和电信企业开始了以兼并收购和资产重组为形式的合作。	

数据来源: 东海证券研究所

图表 7. 三网融合逻辑图及相关上市公司



数据来源: 东海证券研究所

三网融合比较关键的两个业务是视频服务和宽带接入。融合前，视频业务由广电垄断，宽带业务由三大电信运营商把持，其他宽带运营商通过向三大运营商租用带宽开展业务，本质上仍是三大运营商垄断；融合的长期目标是双方网络在技术上趋同，在业务上全面竞争，即广电获得宽带业务，电信获得视频业务；目前来看，视频业务上，内容集成平台是稀缺资源，是政策监管最关键的环节，包括传统电视节目集成平台，IPTV 集成平台，网络电视节目集成平台。传统电视节目集成由电视台负责，网络电视节目集成平台经过上半年广电总局的治理，也划归入几家实力较强的广电系企业，此次三网融合比较受关注的 IPTV 集成平台，在经过数轮试点方案博弈后也花落广电，总的来看，试点阶段，集成播控环节仍将由广电负责，这也符合市场的预期，不过这些稀缺的资源是否能在今后业务融合的过程中渗透到下游的有线网络，却是值得关注的问题；长期来讲，上游内容提供商，特别是优质内容提供商，以及下游的用户，由于传输渠道的拓宽，将确定性受益于三网融合，传输环节上，有线网络有望在短期享受政策倾斜，给予一定扶植，集成资源将成为广电与电信合作的重要筹码。

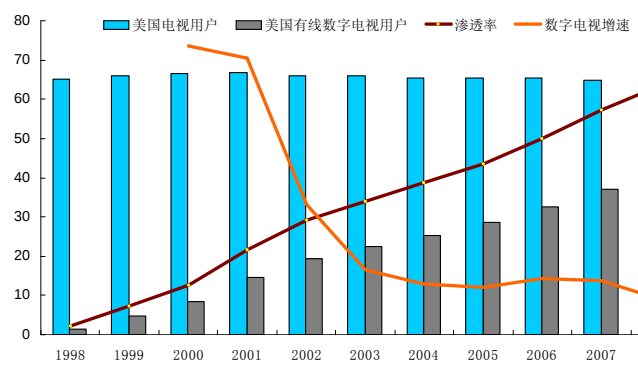
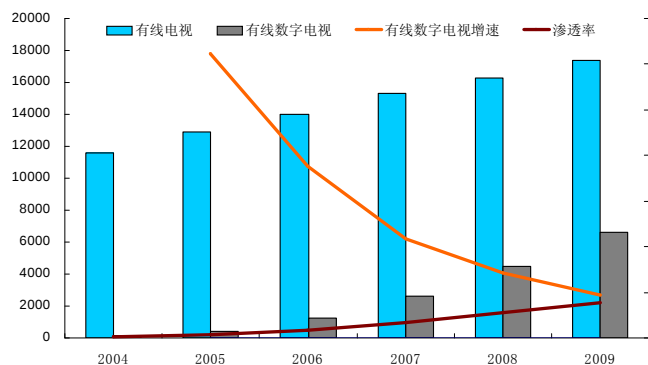
3.2 有线网络须加快改造进程

截至2010年，我国有线电视用户为17398万户，同比增长6.7%，有线数字电视用户6636万户，同比增长47.1%，渗透率38.1%，5月份最新数据显示，有线数字电视用户数达到了7286.9万户，渗透率41.88%。近期上海市、浙江省、广东省等地区积极推进有线数字化整体转换工作，这些地区有线数字电视用户增长幅度较大。预计到年底，全国有线数字电视用户数将达到9000万户，渗透率将超过50%。

截止08年，美国数字电视渗透率为63.42%，由于美国有线电视业已经趋于成熟，电视用户已经保持稳定很长时间，甚至近年来有小幅下降的趋势，数字电视增长率也只是稳定在10%上下，而中国有线电视用户数量处于一个稳中有升阶段，数字电视则处于快速增长期，但随着数字化推进从一线发达城市向二三线城市推进，受制于经济实力与消费习惯的差异，增速会逐渐放缓。

图表 8. 中国有线电视、有线数字电视增长情况

图表 9. 美国有线电视、有线数字电视增长情况



数据来源: 东海证券研究所, 广电总局

资料来源: 东海证券研究所, SNL Kagan

09年7月29日，广电总局印发《关于加快广播电视网络发展的若干意见》的通知，明确了数字化整转时间表：要求到2010年直辖市和东、中部地区地级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。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化改造，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。要求到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。一月份三网融合政策的出台，给时间表上上了一根新的发条，对于分散的各级有线网络企业来说，此前的时间表虽有压力，但仍留有余地，因为即使无法按时间表完成整转，亦不会影响生存；三网融合政策出台之后却不一样，一旦开展全业务竞争，电信运营商强大的资本及营运实力，将大大危及广大有线网络企业的生存，为了能在今后的产业融合中享有一席之地，硬件改造是最基础，最迫切的前提，有线网络运营商，无论大小，都须加快网络改造以适应全新的业务需求。

表格 3. 数字化及双向化改造时间表

有线电视网络双向化改造时间表		
截止日期	覆盖范围	平均双向用户覆盖率
2010年底	东中部市以上城市	基本覆盖
2010 年底	全国大中城市城区	60%
2011 年底	全国大中城市城区	90%
2012 年底	其他城市	80%

数字电视整转时间表		
截止日期	覆盖范围	数字化整转进度
2010年底	直辖市和东、中部地区地级以上城市	完成数字化整转
2010年底	东、中部地区县级城市和西部地区大部分县级以上城市	基本完成数字化整转

数据来源: 东海证券研究所

3.3 长期看好宽带业务，短期资本支出压力大

从几家有线网络上市公司数据可以看到，目前天威视讯完成了数字化和双向化改造；歌华有线09年数字电视渗透率58.1%，比08年提高了8.5个百分点；08年广电网络数字化渗透率最低，仅为26.6%，09年改造的速度最快，渗透率提升至45.4%，主要由于整合省内网络资产后，整体网络条件较差，基数低。

宽带业务方面，09年歌华有线录得宽带收入2.76亿元，占营业收入18.2%，天威视讯录得宽带收入1.92亿元，占营业收入25.5%，由于有线网络运营商开展宽带接入业务须向电信运营商租用国际互联网出口带宽，这部分成本大概占到宽带接入业务成本的40%，极大的压缩了有线网络开展宽带接入业务的盈利能力，我们认为，随着三网融合试点的推进，或者有线网络获得自己的国际互联网出口（可能性较小），或者通过其他业务合作（例如IPTV）提升议价能力，降低带宽租用成本。长期来看，宽带业务ARPU值要远高于有线电视业务，有线网络企业正式加入宽带业务的运营将拉低宽带接入的市场平均价格，但随着用户数量的增加，成本的下降，总体上仍会增强有线网络的盈利能力。

表格 4. 有线网络上市公司数字化情况

单位(万户)	08有线电视用户数	09有线电视用户数	08数字电视用户数	09数字电视用户数	08渗透率	09渗透率	09年数字电视同比增速
歌华有线	383.0	413.0	190.0	240.0	49.6%	58.1%	26.3%
天威视讯	105.9	107.9	105.9	107.9	100.0%	100.0%	1.9%
广电网络	410.0	444.5	109.0	202.0	26.6%	45.4%	85.3%

数据来源: 东海证券研究所, 公司数据

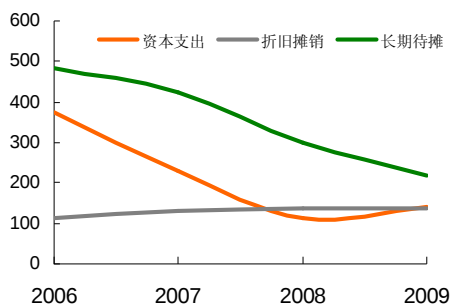
表格 5. 有线网络上市公司宽带业务收入

单位(万户)	09有线宽带用户(万)	有线宽带收入(百万)	主营业务收入	宽带收入占比
歌华有线	-	276.4	1515.9	18.2%
天威视讯	28.1	192.2	752.8	25.5%
广电网络	10.4	-	949.9	

数据来源: 东海证券研究所, 公司数据

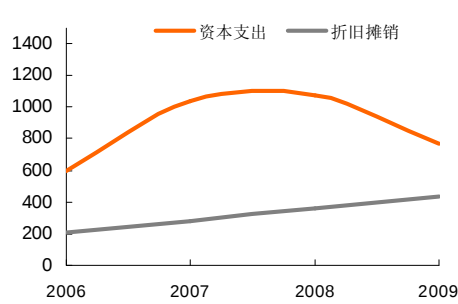
有线网络上市公司目前处于资本支出的历史高峰期，歌华有线、广电网络的折旧摊销压力正在增加，处于上升通道。歌华有线 2009 年资本开支开始下降，但 2010 年、2011 年推广 260 万户高清互动机顶盒的计划将增加 10 年、11 年资本支出 12 亿元、15.6 亿元，尽管北京市政府将给予 35% 的补助，其余的 65% 仍会大幅增加公司折旧摊销压力；广电网络由于 08 年完成省内资产整合，整体网络资产数字化程度低，09 年公司大力开展数字化整转工作，资本支出从 08 年的 1.5 亿元陡增至 09 年的 4.9 亿元，同样大幅增加未来几年折旧摊销的压力；天威视讯由于早于以上两家公司进行数字化、双向化改造，基本度过了资本开支的高峰，折旧摊销平稳，待摊费用持续下降，预计至 11 年摊销压力会大幅降低，进而释放业绩。

图表 10. 天威视讯折旧摊销



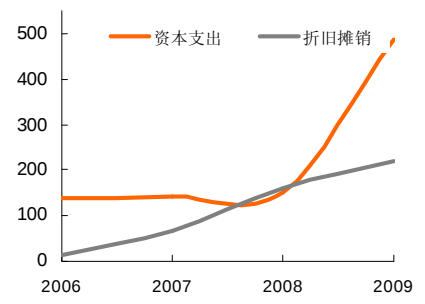
数据来源: 东海证券研究所, 公司数据

图表 11. 歌华有线折旧摊销



数据来源: 东海证券研究所, 公司数据

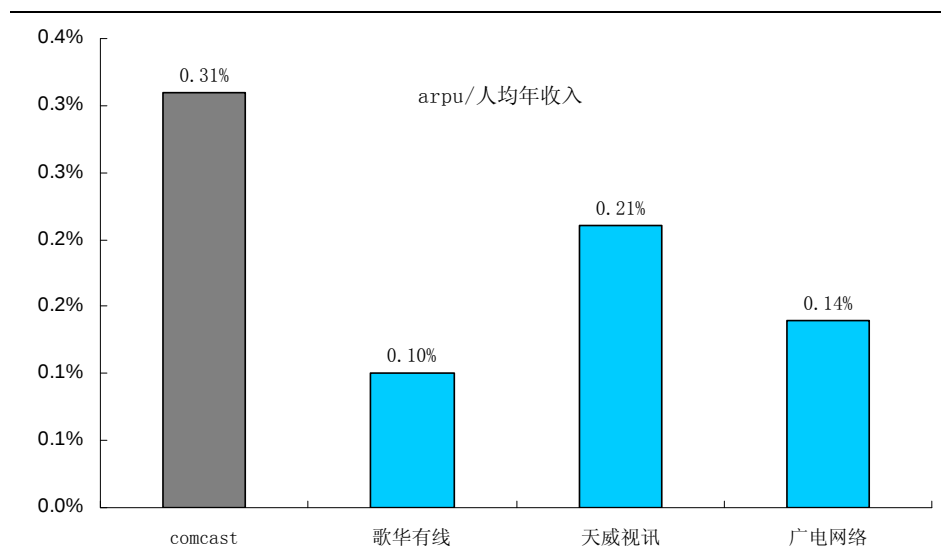
图表 12. 广电网络折旧摊销



数据来源: 东海证券研究所, 公司数据

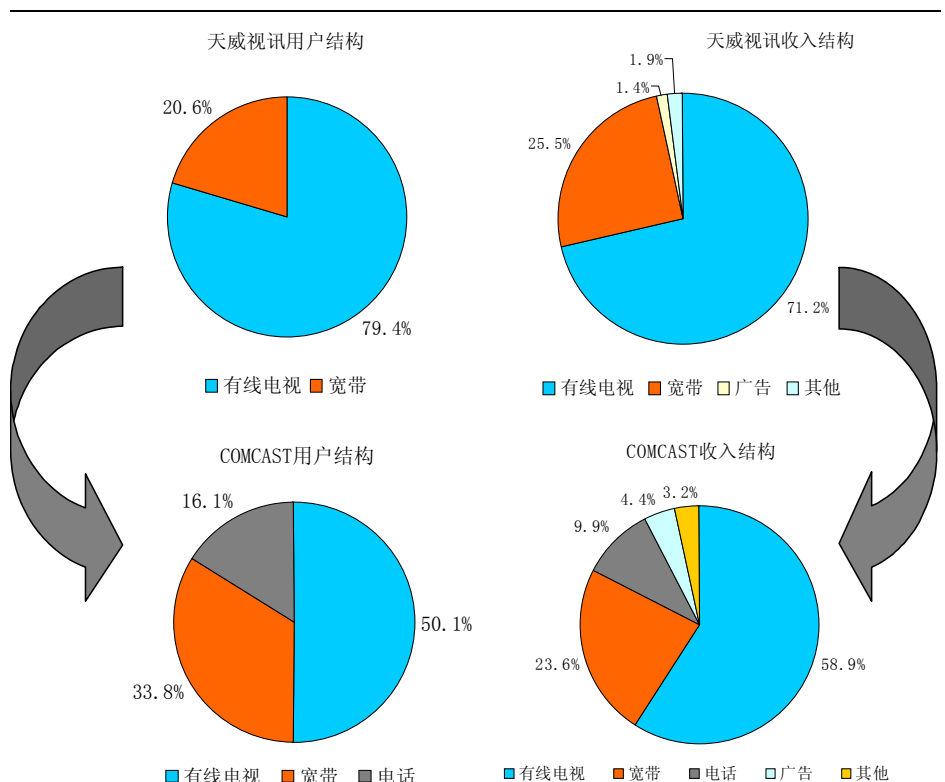
我们就 (ARPU/当地人均月收入) 值对中国的有线网络上市公司与美国最大的有线网络公司 COMCAST 做了横向对比，在这一比值上，中国有线网络上市公司的指标显著低于 COMCAST，完成网络改造的天威视讯这一比值与 COMCAST 最为接近，但仍有 50% 的差距，从用户结构和收入结构上看，天威视讯在宽带、电话用户，宽带、电话和广告收入上都有明显的差距，网络融合后，利用现有网络可以开展更多业务，边际成本低，盈利前景广阔。

图表 13. 有线网络上市公司 arpu/人均收入与 COMCAST 对比



资料来源: 东海证券研究所, Bloomberg

图表 14. 天威视讯/COMCAST 业务结构收入结构对比

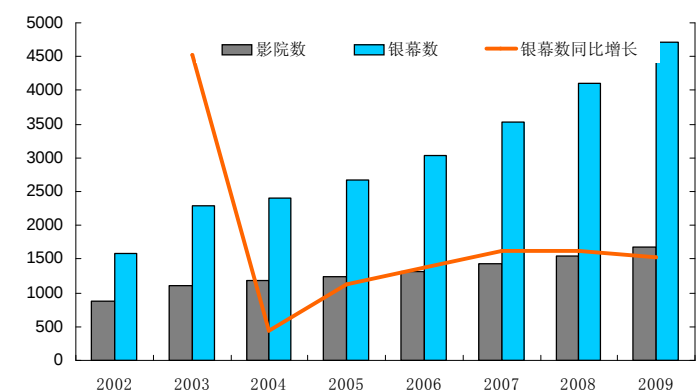


资料来源: 东海证券研究所, Bloomberg

3.4 电影产业高速增长，三网融合长期利好上游内容提供商

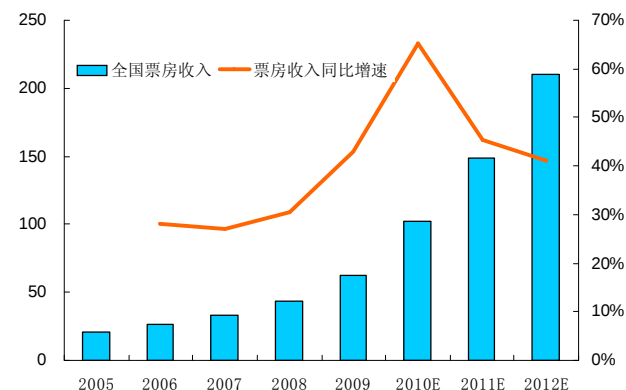
2009 年中国电影票房收入 62 亿元，同比增长 42%，市场普遍预期 2010 年中国票房收入将突破 100 亿元，中国电影市场自 2003 年进入一轮新的景气周期后，现在正处于爆发式增长过程中。

图表 15. 中国影院数量屏幕数量



数据来源: 东海证券研究所, Entgroup

图表 16. 中国票房收入



数据来源: 东海证券研究所, Entgroup

我们尝试从影业及观影数据上对近几年中国电影市场进行分析。

首先是影院及银幕数，影院作为放映终端，对产业规模影响巨大，2009 年影院新增 142 家，总数达 1687 家；银幕新增 626 块，总数达 4723 块，因为平均票价长期会是一个稳中有降的走势（2009 年平均票价与 2008 年基本持平），票房增长基本依赖观影人次的增长（观影人次同比增长 41%，基本相当于票房收入增长），票房大幅增长 42% 的情况下，荧屏数同比增长仅有 15.3%，而相对于中国广大的观众基数，中国的影院和银幕数太少了，不能满足市场需求。

其次是单片票房，2009 年票房冠军《2012》票房 4.6 亿元，《变形金刚 2》和《建国大业》票房也都超过 4 亿元 2010 年一季度的《阿凡达》更是缔造了 13 亿元的中国票房神话，单片最高票房如此之高代表着中国电影市场有最大的市场容量和市场潜力。

平均单荧屏票房方面，2009 年中国平均单银幕收入 131 万元，同比 2008 年增长 24%，继续保持继 2003 年以来的增长态势。在银幕数快速增长的情况下，单银幕票房也在同步增长，表明中国电影市场的增长既是外生性增长，同时也是内生性增长。

表格 6. 2006-2009 电影行业及观影数据一览

项目	2006	2007	2008	2009
电影票房(亿)	26	33	43	62
影院数量	1325	1427	1545	1684
单影院收入(百万)	1.96	2.31	2.78	3.68
荧屏数量	3034	3527	4097	4723
单荧屏收入(百万)	0.86	0.94	1.05	1.31
单影院屏幕数量	2.29	2.47	2.65	2.80
观众人次(亿次)	0.89	1.30	1.70	2.40
人均观影次数(次/年)	0.15	0.22	0.28	0.39
城镇人口(亿)	5.80	5.90	6.10	6.20
平均票价(元)	29.21	25.38	25.29	25.83

数据来源: 东海证券研究所, Entgroup

2009 年, 中国电影产业上升成为一个热门投资产业, 吸引着来自海内外、行业内外不同背景资金的进入, 这其中既包括传统的广电系企业, 还有诸如经营广告的 DMG, 经营网络游戏的完美时空, 经营网络视频的乐视娱乐。电影业投融资能力和资金吞吐量的提升成为产业发展的显著特征之一。经过七八年的产业化发展, 中国电影产业已经从最初“以行业内资金为主, 辅以部分政府投资”的相对单一的投资方式, 发展到包括行业内自有资金、业外资金、银行贷款、风险投资及私募、政府资助、电影基金、版权销售收入, 以及 2009 年成功开启的上市融资渠道等几大部分的电影投融资方式。

总体上看, 中国电影制片业的盈利能力还相对有限。根据五六百万元的平均制作成本估算, 2009 年电影制片行业总投资额约为 27 亿元, 制片环节难以量化的未知风险, 而且, 市场容量的有限导致国产新片成规模的市场投放量只有年产量的三分之一左右, 这其中又有相当一批影片因为档期投放、自身制作质量等原因而难以实现盈利。每年真正能够通过影院渠道盈利的影片数量与影片产量之间的不对等问题比较突出; 而且中影、华谊等大型制片机构凭借多方面的优势, 在每年能够盈利的影片中占据着相当的份额, 而绝大多数的不盈利影片都是中小型制片机构投资。正因为如此, 我们认为在中国电影市场如此繁荣的今天, 进入制片领域却需要谨慎, 进入门槛不高, 但盈利门槛很高, 三网融合为内容提供更多的传输渠道, 而真正受益的是优质、有竞争力的内容, 所以内容提供商产品的质量才是真正的核心竞争力。

表格 7. 2009 年新增电影投资主体

新投资主体	公司背景	2009 年参与投资影片
完美时空文化传播有限公司	网络游戏	非常完美、狼灾记、刺陵
乐视娱乐投资有限公司	网络视频	机器侠、决战刹马镇
小马奔腾影视文化发展有限公司	电视剧	机器侠、月光宝盒、花木兰
欢乐传媒	电视节目制作	大内密探灵灵狗、火星没事儿、刺陵
DMG 娱乐传媒	广告	建国大业、无人区、杜拉拉升职记
湖南电广传媒	广告、影视节目、有线电视网络	花木兰、赵氏孤儿
江苏广播电视总台	电台、电视台	南京! 南京!、建国大业、十月围城

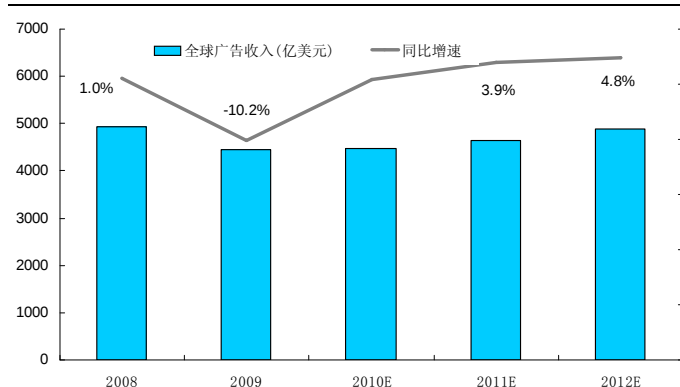
资料来源: 东海证券研究所, Entgroup

4. 广告：广告市场将随宏观经济共同回暖

4.1 2009 年-2010 年全球广告业触底回升

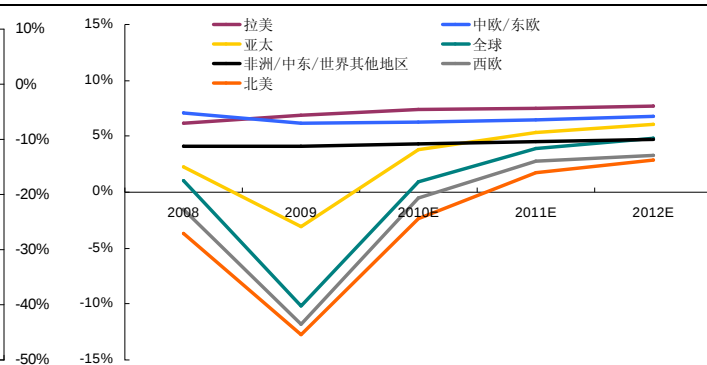
2008 年底兴起的经济危机，无论对于广告主还是媒体都是重大考验，实体经济受到的影响不可避免地波及广告业。2009 年，金融危机影响继续纵深化，全球广告市场规模为 4437 亿美元，同比下降 10.2%。除拉美市场外各地区广告市场规模均出现不同程度下滑。

图表 17. 2008-2012E 全球广告收入增长



资料来源: 东海证券研究所, iResearch Inc.

图表 18. 全球分地区广告增速对比

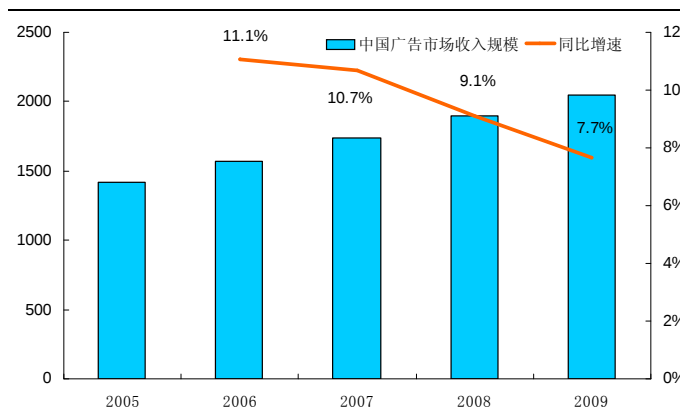


资料来源: 东海证券研究所, iResearch Inc.

4.2 网络广告一枝独秀，广告市场与 GDP 增长正相关

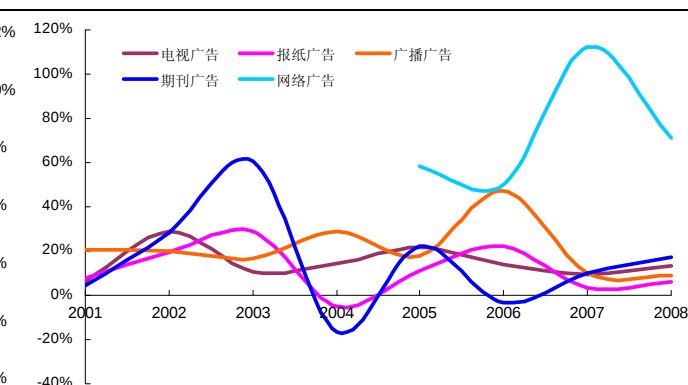
09 年中国广告市场收入规模 2045 亿元，同比增长 7.7%，四年 CAGR 9.6%，09 年 GDP 同比增长 8.7%，四年 CAGR 接近 10%。广告市场收入规模与 GDP 高度正相关。传统电视、报纸及期刊广告 08 年同比增长分别为 13.2%、6.4%和 17.2%，同期网络广告同比增长 71%。

图表 19. 2005-2009 中国广告收入增长



数据来源: 东海证券研究所, CEIC

图表 20. 中国分类广告收入增长

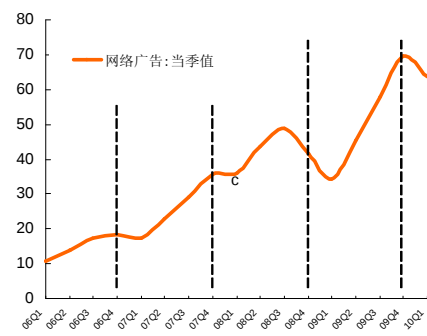


资料来源: 东海证券研究所, CEIC

09 年一季度中国国内生产总值同比增长仅为 6.1%，较 2008 年四季度下降 0.7 个百分点，同时较 2008 年一季度回落 4.5 个百分点。2009 年二季度中国国内生产总值扭转下滑颓势，环比增长 12.7%，同比增长 7.9%，全年同比增长达 8.7%。

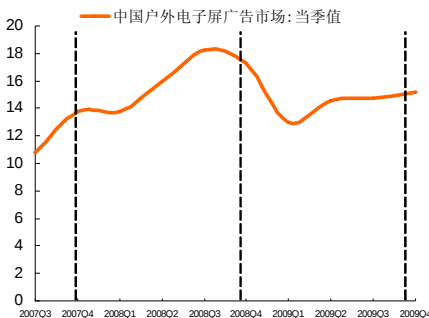
二季度企业运营情况在跌入谷底后持续好转，各行业广告主广告投放预算增长。企业运营情况与宏观经济呈正相关的关系；2009 年一季度全国企业景气指数为 105.6，较 2008 年四季度下降 1.4 点并跌入谷底，但是从二季度开始反弹，大幅上升 10.3 点；四季度全国企业景气指数为 130.6，较一季度提高 25.0 点，企业运营情况的不断好转。以网络广告为例，据艾瑞咨询数据显示，2009 年一季度中国主流网络媒体的品牌广告主数量为 3989 个，环比下跌 9.8%；二季度则迅速增长至 5138 个，环比攀升 28.8%；2009 年全年中国主流网络媒体的品牌广告主数量达 11611 个，较 08 年的 7641 个增长 52.0%。

图表 21. 中国网络广告季度值



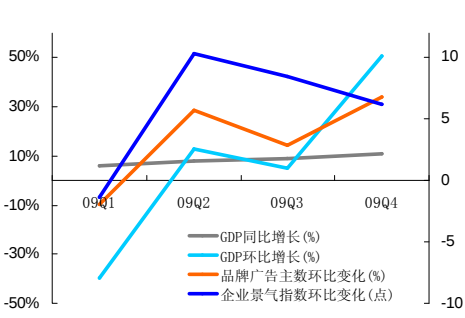
数据来源: 东海证券研究所, WIND

图表 22. 中国户外电子屏广告季度值



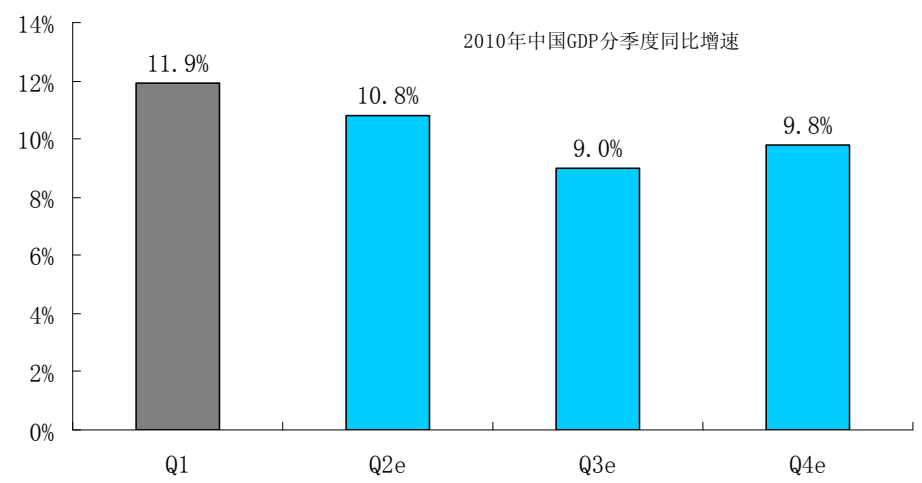
数据来源: 东海证券研究所, WIND

图表 23. 网络广告主增长与 GDP 增长正相关



资料来源: 东海证券研究所, iResearch Inc.

图表 24. 2010 年中国 GDP 分季度同比增速市场一致预期



资料来源: 东海证券研究所, WIND

目前市场对 10 年 Q2、Q3 和 Q4 的 GDP 同比增速的一致预期分别为 10.8%、

9.0%和 9.8%，IMF 对全年 GDP 同比增长的预测值为 10.0%，2010 年中国经济走出低谷将是大概率事件，相信广告市场也会随着经济的触底回升，恢复到一个正常的增长水平。

5. 出版发行: 外延式增长关注改制重组和数字出版

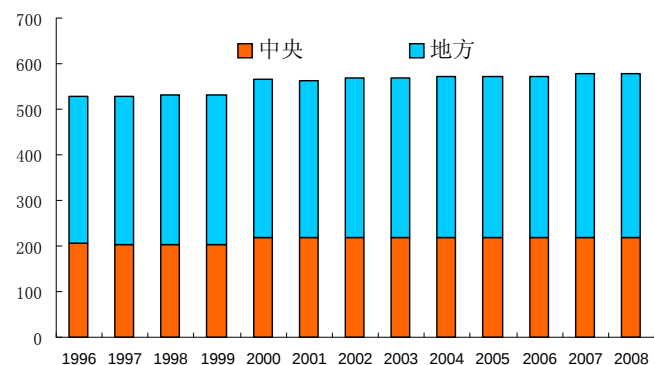
5.1 现有产业格局下，图书出版发行难以实现内生性增长

图书出版发行产业链分为三个环节：出版、印刷与发行，其中行业发展的关键环节是产业链的上游和下游，即是出版环节和发行环节。从产业链的利润构成来看，出版环节占全行业利润额的 70%以上，是图书出版发行市场的主要利润来源。

2008 年我国图书总印数为 70.62 亿册，总印张 561.13 亿张，2009 年的数据还没有公布，但是我们认为总体上总印数总印张能够保持一定的增长，据《中国新闻出版报》刊登的数据显示，与 2008 年相比，2009 年全国新闻出版业总产值增长 20%左右，但纯销售收入（实洋）增长只有 3.3%，五年复合增长率仅 2.8%，产值增长大幅高于市场规模增长，侧面反映了出版市场较快的增长，而发行市场相对疲软。

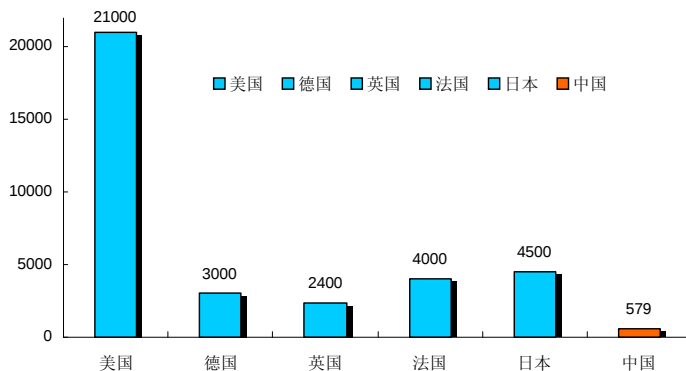
出版发行业最突出的特点是行业管制严厉。新闻出版署对出版和发行两个环节从经营主体和经营流程、经营范围都进行了严格管理。由于进入的许可管理以及没有退出机制，导致我国出版社数量长期保持稳定，发行环节则过于依托全国新华发行系统。出版社方面，横向比较来看，美国拥有 2.1 万家出版社，德国拥有 3000 多家出版社，英国拥有 2400 多家出版社，法国拥有 4000 多家出版社，日本拥有 4500 多家出版社，中国出版社总数只有 579 家。这种局面限制了出版业的活力，作为一种市场自发的弥补，大量民间的工作室在一定意义上弥补了这种缺失；发行方面，新华书店系统是全国实力最强的发行系统，经过几年的改革，基本上完成了转企改制，随着市场化程度提高，竞争力不断增强。相对而言，民营书店却面临困境，08 年与 07 年相比，集个体零售网点减少了 8.18%，如北京第三极书局等民营书店关门转业的消息不断传出，我们认为民营书店的困境主要源于新华书店与网络发行的双重夹击，前景黯淡。

图表 25. 全国出版社数量与结构



数据来源: 东海证券研究所, 新闻出版总署

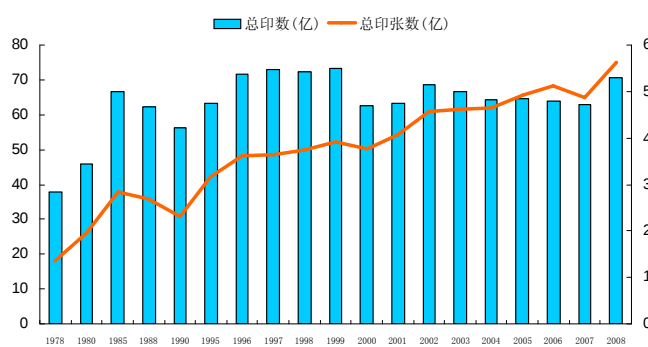
图表 26. 中国出版社数量与其他国家对比



资料来源: 东海证券研究所, 公司数据

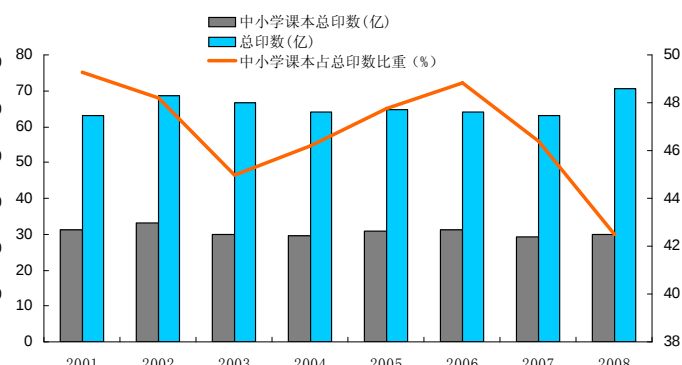
出版发行业另一个特点是对中小学教材依赖程度高，经营范围的管理导致省级出版集团和新华书店垄断当地中小学教材出版发行。中小学教材的稳定需求，使得地方垄断出版集团具有稳定的收入，当然这种防御性的代价是使得出版发行单位缺少创新的激励。从数据上看，08 年图书总印数 70.62 亿册，课本总印数 34.21 亿册，其中中小学课本就达到了 30.01 亿册，占比课本总印数 87.7%，占比图书总印数 42.50%，近两年这一占比有下降趋势。这种下降有一般图书发展的原因，也与近年我国中小学生数量逐年减少有关。所以对于出版发行，必须谋求突破，应对未来的挑战。

图表 27. 全国图书总印数与总印张情况



资料来源: 东海证券研究所, 新闻出版总署

图表 28. 中小学课本总印数占比



资料来源: 东海证券研究所, 新闻出版总署

5.2 图书出版发行业加快推行改制重组

2009 年 4 月新闻出版署公布的改制路线图是先出版社后报社，经营性报刊出版单位的转制将是逐步实行且没有明确的时间表。

在 08 年 5 月的版属会议上，新闻出版业改革路线图与时间表基本确定：今后三年，将大力推进 158 家中央在京出版社改革，计划 08 年底完成 50 家出版社转企，三年内基本完成 103 家高校出版社转企。

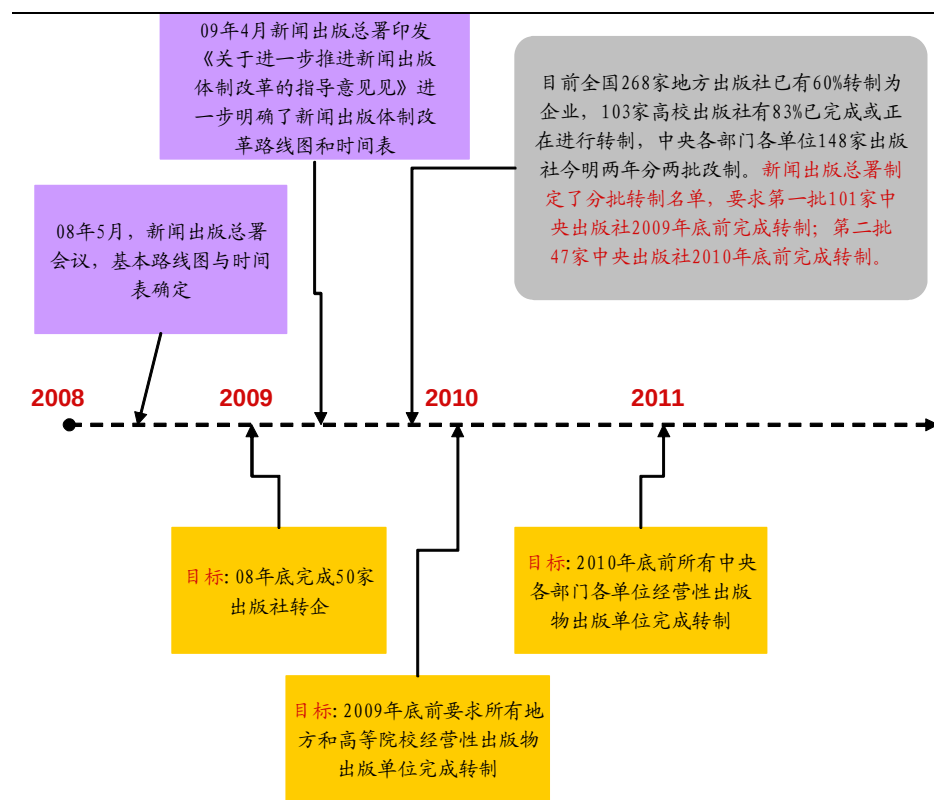
09 年 4 月新闻出版总署印发《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》，进一步明确了新闻出版体制改革路线图和时间表：要求所有地方和高等院校经营性出版物出版单位 2009 年底前完成转制，所有中央各部门各单位经营性出版物出版单位 2010 年底前完成转制。

对比前后两次时间表，09 年明确提出的时间点要提前于 08 年基本确定的时间点，说明政策上给予了改制更大的压力，愿望更加迫切。

目前，全国 268 家地方出版社已有 60% 转制为企业，103 家高校出版社有 83% 已完成或正在进行转制，中央各部门各单位 148 家出版社今明两年分两批转制。新闻出版总署制定了分批转制名单，要求第一批 101 家中央出版社 2009 年底前完成转制；第二批 47 家中央出版社 2010 年底前完成转制。

作为文化体制改革的基础，转制是前提，随着转制的推进，图书出版业将迎来整体上市与跨区域整合的高潮。

图表 29. 图书出版企业转制路线图与时间表



资料来源：东海证券研究所

5.3 数字出版是产业发展方向

数字出版，相对于传统的纸质出版而言，不仅是指传统发行渠道的数字化和出版内容的数字化，还将突破现有的出版盈利模式。广义的数字出版包括数字图书、数字报纸、数字音乐、网络游戏等，有数据表明，2009年中国数字出版收入规模达到795亿元，首度超过传统出版的收入规模，但此处所指为广义的数字出版，绝大部分收入由网络游戏贡献，数字图书的收入不足5亿元。

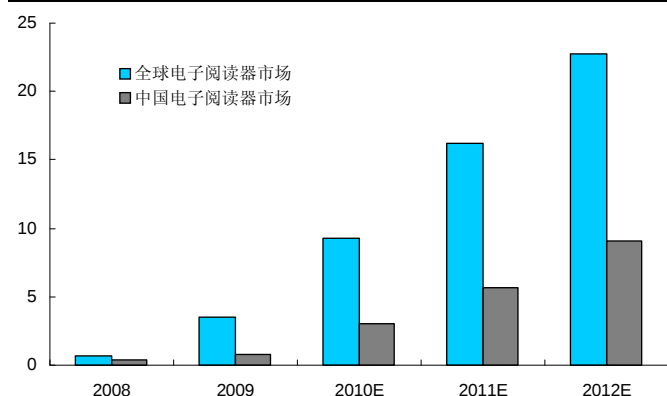
2005-2009年间，美国数字图书市场规模年均增长17%，2009年为14亿美元；据PWC预测，2009-2013年，美国数字图书市场将继续以年均22%的速度增长，2013年可达到32亿美元。中国的数字出版产业由于基数低，2005-2009年间，中国数字图书市场规模年均增长99%；据PWC预测，2009-2013年，中国数字图书市场将继续以年均73%的速度增长，2013年可达到41亿元。

对于数字出版的发展，我们认为有两个因素比较重要：

➤ 硬件产品及网络的普及程度

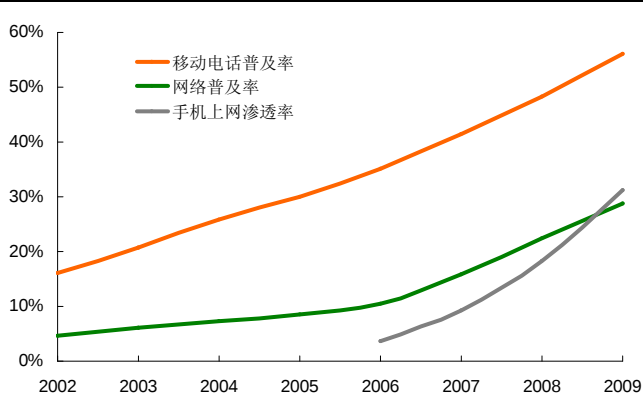
硬件产品和网络的普及率基本可以看成是数字出版市场规模的一个先行指标。据DisplaySearch统计显示，2009年全球电子阅读器出货量350万台，同比增长400%，未来三年复合增长率86.8%，2009年中国电子阅读器出货量80万台，同比增长100%，未来三年复合增长率将高达124.9%，处于快速成长期；2009年中国网络普及率达到28.8%，手机电话普及率达到56%，手机上网渗透率31.2%，增速高于网络普及率；随着3G业务的推广，智能手机的普及，辅以政策推动，数字出版的基础将基本成型。

图表 30. 中国及全球电子阅读器出货量



数据来源: 东海证券研究所, DisplaySearch

图表 31. 移动电话与互联网普及率、手机上网渗透率



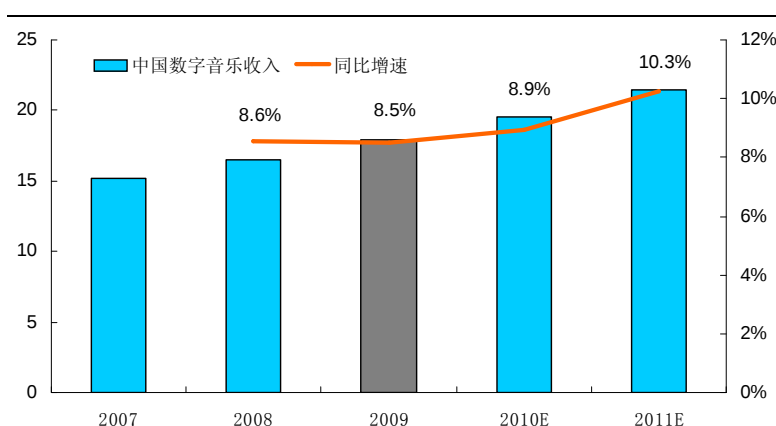
资料来源: 东海证券研究所, WIND

➤ 版权环境决定产业规模

我们尝试从数字音乐的发展来看版权环境对产业的影响. 中国数字音乐市场由在线音乐市场和无线音乐市场两部分组成. 2009 年数字音乐市场规模 17.9 亿元, 同比增长 8.2%. 其中, 无线音乐营收占 92.1%, 在线音乐营收仅占 7.9%, 原因主要是免费盗版音乐的存在, 极大的困扰了音乐服务提供商, 2007 年之后, 在线音乐服务商纷纷向用户免费提供音乐产品和服务, 营收方式从向用户收费转变为主要通过广告获得收入, 市场规模增长缓慢。

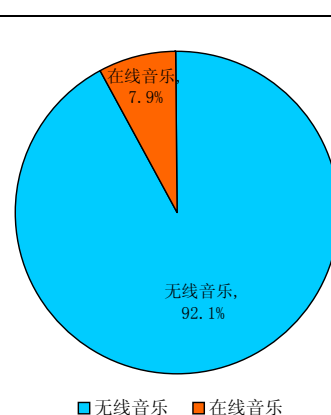
对于数字图书出版, 版权环境同样在很大程度上影响整个产业的发展, 长期看, 版权环境一定是趋好的, 09 年兴起的网络视频正版行动就是一个明显的信号, 不同的地方在于, 目前数字出版相比网络视频, 产业规模还太小, 对版权保护的重视程度往往与产业规模成正比; 而数字出版的产业规模同时又依托版权环境, 这种矛盾的突破只能依托政策或技术的变革, 中短期内, 我们认为只能靠政策的推动。

图表 32. 中国数字音乐市场增长



资料来源: 东海证券研究所, iResearch Inc.

图表 33. 数字音乐收入结构



资料来源: 东海证券研究所, iResearch Inc.

表格 8. 一年来涉及版权保护的行业情况

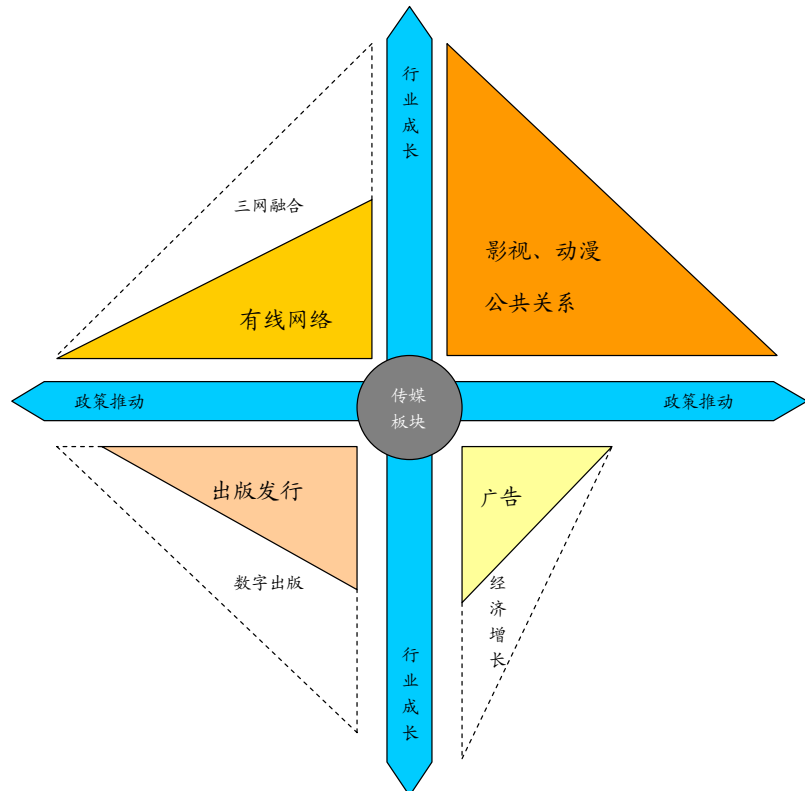
立法上	2010.10	在新闻出版总署主持下,由中国版协、中国发协、新华书店协会三个协会联合制订的第一个行规行的《图书公平交易规则》正式发布
	2010.40	新的《著作权法》开始实施,首次为保护版权和版权交易提供了正式的法律依据。同时自09年开始,中国政府对于互联网视频行业进行了较大力度的整顿,互联网视频的价值有望获得较大提升。
行业上	2008.07	凤凰网状告酷6网和中国联播网等“视频大盗”侵犯其知识产权
	2009.08	央视网凤凰网携手建立“网络视频版权保护联盟”,央视网、凤凰网、上海文广东方宽频、湖南金鹰网、北京电视台、深圳广电的诸位代表,共同签署了《2009年版权保护宣言》
	2009.09	激动网、优酷网及搜狐三家公司结成中国网络视频反盗版联盟
	2009.10	优酷网10月17日宣布正式起诉搜狐
	2009.10	中国网络视频反盗版联盟宣布对优酷网和迅雷网就版权问题提起诉讼
版权交易	2009.05	国际版权交易中心开通交易系统,发布了国内第一套完整、规范的版权交易制度体系文件,是国内首家版权交易公开市场

资料来源:东海证券研究所

6. 投资策略

在上文中我们已经分析过,市场过去中长期内给予传媒板块较高的估值,有其合理性,整个传媒产业的成长,在很大程度上取决于政策的态度;对上市公司而言,自身所处行业的成长性,中长期受政策的推动是我们考虑的主要指标,根据这一逻辑,我们给出“华谊兄弟+蓝色光标+天威视讯+时代出版+博瑞传播”的投资组合。

图表 34. 投资策略



资料来源:东海证券研究所

表格 9. 上市公司净利润增长与所处子行业增长对比

公司简称	净利润（万元）					分类指标	相关业务收入(百万)				参考行业增长速度
	2007A	2008A	2009A	2010E	CAGR		2007A	2008A	2009A	CAGR	
有线网络											
歌华有线	36,682	32,885	33,008	33,626	-3.5%	有线网络	1185	1359	1484	11.9%	有线电视增速7%,数字电视增速47%,CAGR(5) 14.2%
天威视讯	7,127	7,572	7,819	9,210	8.9%	有线网络	655	710	752	7.1%	
广电网络	4,101	4,307	7,811	9,255	31.2%	有线网络	324	779	946	21.4%	
报纸											
华闻传媒	14,849	16,628	16,419	17,531	5.7%						
图书出版发行											
时代出版	555	21,471	22,519	25,941	9.9%	出版发行	119	1465	1752	19.6%	出版发行市场增速 CAGR(5) 2.8%
出版传媒	10,474	11,554	12,933	14,342	11.0%	出版发行	1022	1171	1291	12.4%	
皖新传媒	21,170	25,228	27,647	30,476	12.9%	发行	2184	2414	2544	7.9%	
广告营销											
中视传媒	5,347	5,424	11,450	11,280	28.2%	电视广告	398	541	600	22.8%	央视广告16.3%,电视广告CAGR(5) 13%
北巴传媒	4,764	8,979	11,778	19,807	60.8%						
蓝色光标	3,356	4,335	4,845	7,283	29.5%	公关	216	327	368	30.5%	公共关系增速30%
省广股份	3,918	4,608	5,330	7,333	23.2%	广告	1520	1814	2050	16.1%	广告市场增速7.7%，CAGR(5) 8.6%
影视动漫											
奥飞动漫	12,863	6,518	10,165	13,787	45.4%	动漫	497	451	590	9.0%	动漫市场未来五年高于20%
华谊兄弟	5,824	6,806	8,455	15,922	39.8%	影视	235	409	641	65.2%	电影票房市场增速30.5%，走收入CAGR(5) 24.3%
其他											
中信国安	32,525	35,587	61,175	47,189	13.2%						
东方明珠	63,699	44,614	45,498	61,030	-1.4%						
电广传媒	11,339	2,133	2,942	12,700	3.9%	电视广告	1872	2257	3091	28.5%	电视广告CAGR(5) 13%
博瑞传播	13,538	19,167	26,291	34,173	36.2%	广告	150	237	283	37.4%	报纸广告市场增速CAGR(5) 9.9%
新华传媒	6,940	24,204	23,299	25,774	3.2%	图书发行	1090	779	781	-15.4%	出版发行市场增速 CAGR(5) 2.8%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

表格 10. 传媒板块上市公司估值表

公司简称	代码	投资 评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率		CAGR		PEG	最新 市净率
						09A	10E	11E	09A	10E	11E	08/10年		
有线网络														
歌华有线	00037.SH	增持	137.7	137.7	12.99	0.31	0.33	0.36	41.7x	39.4x	36.0x	-2.8%	NA	3.0x
天威视讯	02238.SZ	增持	46.6	18.0	17.45	0.29	0.33	0.61	59.6x	52.9x	28.6x	8.9%	6.7x	3.7x
广电网络	00831.SH	增持	48.8	48.8	8.66	0.14	0.16	0.20	62.5x	52.7x	42.8x	31.2%	2.0x	3.9x
报纸														
华闻传媒	00793.SZ	中性	68.6	68.5	5.04	0.12	0.13	0.14	41.8x	39.1x	35.5x	5.7%	7.3x	2.9x
图书出版发行														
时代出版	00551.SH	买入	68.6	24.4	16.28	0.53	0.61	0.65	30.7x	26.7x	25.0x	260.4%	0.1x	3.4x
出版传媒	01999.SH	增持	54.3	14.6	9.86	0.23	0.26	0.29	42.0x	38.1x	34.4x	10.8%	3.9x	3.6x
新华传媒	00825.SH	增持	78.9	53.5	7.55	0.22	0.25	0.27	33.9x	30.6x	28.1x	54.9%	0.6x	3.7x
皖新传媒	01801.SH	增持	99.3	12.0	10.91	0.30	0.33	0.37	35.9x	32.6x	29.5x	12.9%	2.8x	3.0x
广告营销														
中视传媒	00088.SH	中性	41.1	22.9	17.38	0.48	0.48	0.53	35.9x	36.5x	32.8x	28.2%	1.3x	4.4x
北巴传媒	00386.SH	增持	35.4	35.4	8.78	0.29	0.49	0.60	30.1x	17.9x	14.6x	60.8%	0.5x	3.5x
蓝色光标	00058.SZ	买入	32.4	8.1	27.04	0.40	0.60	0.78	67.0x	45.0x	34.7x	29.1%	2.3x	3.9x
省广股份	002400.SZ	-	28.3	5.7	34.37	0.65	0.89	1.17	53.1x	38.5x	29.5x	23.3%	2.3x	15.9x
影视动漫														
奥飞动漫	02292.SZ	增持	60.2	15.0	23.50	0.40	0.54	0.70	59.2x	43.6x	33.5x	2.3%	25.3x	4.9x
华谊兄弟	00027.SZ	买入	99.2	24.8	29.52	0.25	0.50	0.70	117.3x	59.0x	42.2x	40.2%	2.9x	6.7x
其他														
中信国安	00839.SZ	-	160.6	160.5	10.24	0.39	0.30	0.40	26.2x	34.0x	25.8x	13.2%	2.0x	2.8x
东方明珠	00832.SH	中性	246.3	246.3	7.73	0.14	0.19	0.21	54.1x	40.4x	37.7x	-1.4%	NA	3.1x
鹏博士	00804.SH	-	113.1	97.6	8.45	0.16	0.27	0.37	54.0x	30.9x	22.8x	29.6%	1.8x	3.4x
电广传媒	00917.SZ	中性	59.2	46.4	14.56	0.07	0.31	0.41	201.1x	46.6x	35.8x	3.9%	52.2x	2.8x
博瑞传播	00880.SH	买入	96.2	62.8	15.62	0.43	0.58	0.72	36.6x	26.9x	21.7x	36.4%	1.0x	7.0x

资料来源: 东海证券研究所, WIND

7. 重点推荐的上市公司

华谊兄弟(300027): 买入

- 三网融合广义的“内容方受益”在公司身上将“狭义化”,作为“优质”内容提供商,公司确定性受益于产业的融合。
- 公司所处行业本身处于高速增长期,在振兴文化产业的背景下进一步受到政策的支持,公司本身成长速度已然超过行业增速,后市可期。
- 下半年公司看点主要在影片票房是否超预期,院线投入使用后的盈利,网络视频版权环境趋紧为公司带来的额外收益等方面。
- 预计09年、10年和11年每股收益0.25元、0.50元和0.70元,对应当前股价市盈率分别为117.3x、59.0x和42.2x,维持公司“买入”的投资评级。

蓝色光标(300058): 买入

- 公司所处行业本身处于高速增长期,市场主体分散,在国内同行中公司市场占有率排名第一。公司内生增长已低于行业增长,收购是唯一出路,上市后有望借助资本市场的力量,通过收购的方式成为中国的航母级公关企业。
- 公司是唯一具有全国网络的公共关系企业,人均创收指标出色,单品牌创收稳定增长,信息系统会进一步提升公司的核心竞争力。
- 公司管理层多年植根于公共关系行业,行业经验丰富,运营能力强,有决心在行业内将企业做大。
- 预计09年、10年和11年每股收益0.40元、0.60元和0.78元,对应当前股价市盈率分别为67.0x、45.0x和37.7x,维持公司“买入”的投资评级。

天威视讯(002238): 增持

- 三网融合,公司已经确定进入试点,包袱轻,业务适应能力强,虽然预期政策支持力度相对小,但仍会在试点阶段得到保护,有望在融合变局中实现质的转变,实现超预期增长。
- 中期来看公司股价催化剂较多,包括所得税减免,广东省网整合,深圳推进关内关外一体化促使公司加速整合关外资产。
- 预计09年、10年和11年每股收益0.29元、0.33元和0.61元,对应当前股价市盈率分别为59.6x、52.9x和28.6x,维持公司“增持”的投资评级。

时代出版(600551): 买入

- 公司营收稳定增长,积极布局数字出版,跨界整合意识强烈,未来两年实现跨地域收购的可见度高,公司战略投资者的价值显现。

- 定向增发在即，将为数字出版，跨区域的收购提供资金上的支持。
- 公司作为中国出版行业仅有的两家上市公司之一，依托资本平台及政策支持，很有可能成为这一轮文化体制改革中，产业的战略投资者，实现跨越式增长。同时估值处于传媒板块低端，且明显低于可比公司出版传媒。
- 预计 09 年、10 年和 11 年每股收益 0.53 元、0.61 元和 0.65 元，对应当前股价市盈率分别为 30.7x、26.7x 和 25.0x，维持公司“买入”的投资评级。

博瑞传播(600880)：买入

- 公司大股东持续支持公司整合资源，未来《成都日报》《成都晚报》印刷业务、成都电视台的广告业务、成都有线网络资产、《每日经济新闻》报社等资产的整合预期始终存在。公司以传统类报纸印刷、报纸广告和发行业务为基础，积极拓展“新媒体+户外”业务。
- 公司广告业务收入增速大幅超越行业水平，媒体资源稀缺性+大股东支持+运营能力突显。
- 预计 09 年、10 年和 11 年每股收益 0.43 元、0.58 元和 0.72 元，对应当前股价市盈率分别为 36.6x、26.9x 和 21.7x，维持公司“买入”的投资评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务及通信设备业、广电服务及新闻广电业研究, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2009年7月加盟东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122