



迎接文化产业大发展机遇

“十二五”规划解读

1、第一次提出：“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”。表明我国政府已经将文化产业发展放到了国家战略高度；

2、提出：“重视互联网等新兴媒体的发展”。表明新媒体有望在“十二五”期间得到政府的重点支持；

3、提出：“鼓励和引导非公有制经济进入”。表明作为政府管制较为严重的文化产业有望成为我国结构调整过程中向民营资本让利的产业，文化产业的市场化程度会逐步提高。

4、提出：“加强对外宣传和文化交流，创新文化“走出去”模式”。表明我国成为经济和政治大国后，文化大国成为下一目标。

文化产业迎来大发展机遇

从我国政府的态度、当前的经济形势分析，我们认为，文化产业的大发展阶段已经临近，其理由如下：1、所处经济阶段的必然选择；2、缓解收入分化矛盾的必然结果；3、经济变革期的内在要求；4、消费升级；5、成为世界强国的诉求。

政府推动文化产业成为国民经济支柱性产业的措施：1、财政补贴及政府投资；2、税收优惠；3、政府让利，民营资本进入。

内容产业之：电影行业——进入第二轮景气周期

我国影视行业第一轮景气周期的增长动力主要来自一线城市荧幕数和上座率的增长，第二轮景气周期的增长动力则主要来自二三线城市荧幕数和上座率的增长，由于二三线城市的人口基数远高于一线城市，其带来的增长速度将更快、增长周期更长。

内容产业之：电视剧行业——单集售价提升带来行业巨大空间

我国精品电视剧的单集销售价格已经进入快速上升通道，并带来行业的巨大上升空间，预计 2010-2016 年行业复合增长率将达到 30%。

传媒行业 2011 年投资策略

政府支持和消费升级带来我国文化产业的大发展机遇，从 2011 年投资策略来看，我们认为，投资机会应遵循以下主线：

1、影视剧行业：将成为长期热点并会产生巨大的投资机会，建议重点关注，华谊兄弟、华策影视；

2、新兴传媒业态：发展前景值得期待，高增长将持续至少 5 年以上，建议重点关注，蓝色光标、华谊嘉信等公关类上市公司；

3、数字出版：将带来新闻出版行业的革命性变革，但其大的投资机会应该在 2011 年下半年以后甚至 2012 年出现，建议重点关注 ST 鑫新、时代出版等估值偏低的出版类上市公司；

4、有线运营商：三网融合下有线运营商的变化最值得关注，建议重点关注歌华有线、光华控股、天威视讯等有线运营商。

传媒

维持

中性

高辉

gaohui@csc.com.cn

010-85130782

执业证书编号：S1440209090398

戴春荣

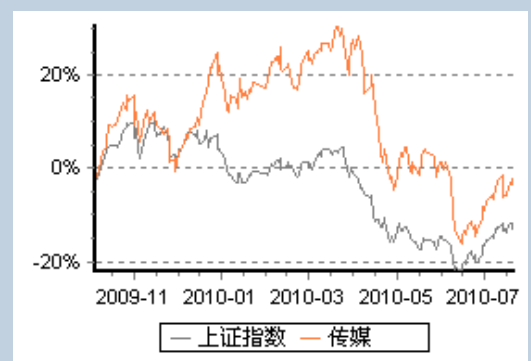
daichunrong@csc.com.cn

010-85130981

执业证书编号：S1440206070047

发布日期：2010 年 12 月 13 日

股价表现



相关研究报告

10.07.21	2010 年中期投资策略报告会之：三网融合拨开迷雾中的投资机会
10.08.19	传媒行业动态报告：三网融合下的渠道与内容之争——传媒两大投资主线



目 录

_Toc278729706

“十二五”规划解读.....	2
文化产业迎来大发展机遇.....	2
渠道与内容：事情正在起变化.....	4
内容产业之：电影行业——进入第二轮景气周期.....	4
内容产业之：电视剧行业——单集售价提升带来行业巨大上升空间.....	7
内容产业之：数字出版——新闻出版业的涅槃机遇.....	10
渠道产业之：有线运营商——三网融合下的发展方向值得关注.....	14
传媒行业 2011 年投资策略.....	19
重点推荐公司介绍	19



“十二五”规划解读

相关文件

2010年10月18日中国共产党第十七届中央委员会第五次全体会议审议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》。全会提出，“文化是一个民族的精神和灵魂，是国家发展和民族振兴的强大力量”；“推动文化产业成为国民经济支柱性产业……”。

2010年10月27日中共中央关于制定“十二五”规划的建议全文公布，在第九大点提出：推动文化大发展大繁荣，提升国家文化软实力。并重点指出：“加强重要新闻媒体建设，重视互联网等新兴媒体建设、运用、管理，提高传播能力。培育骨干文化企业和战略投资者，鼓励和引导非公有制经济进入，发展新型文化业态。加强对外宣传和文化交流，创新文化“走出去”模式，增强中华文化国际竞争力和影响力。”

政策解读

- 1、第一次提出：“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”。表明我国政府已经将文化产业发展放到了国家战略高度；
- 2、提出：“重视互联网等新兴媒体的发展”。表明新媒体有望在“十二五”期间得到政府的重点支持；
- 3、提出：“鼓励和引导非公有制经济进入”。表明作为政府管制较为严重的文化产业有望成为我国结构调整过程中向民营资本让利的产业，也表明未来政府管制会逐步放松，文化产业的市场化程度会逐步提高。
- 4、提出：“加强对外宣传和文化交流，创新文化“走出去”模式”。表明我国在成为经济和政治大国之后，文化大国将成为下一个目标。

文化产业迎来大发展机遇

从我国政府的态度、当前的经济形势分析，我们认为，文化产业的大发展阶段已经临近，其理由如下：

1、所处经济阶段的必然选择

我国从工业化后期转向后工业化时期将进入凡勃伦所讲的有闲阶级炫耀性消费的阶段，休闲娱乐消费成为提升生活质量的象征。

2、缓解收入分化矛盾的必然结果

历史总是惊人地相似。其规律之一：政府往往通过舆论压制或者引导来缓解收入分化的矛盾，文化与传媒是其惯常的工具。

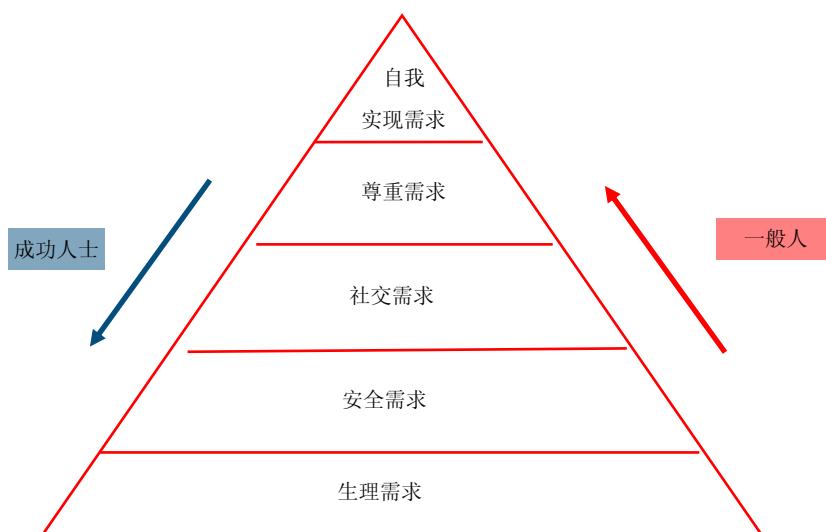
3、经济变革期的内在要求



在经济的变革期，政府必须为社会的稳定寻找对冲措施。重点关注政府通过文化、传媒等软手段来满足民众个性化需求中创造的机会，比如电影、电视剧、体育等。

马斯洛理论告诉我们，在刘易斯拐点之前，劳动者更多关注的是生存的需要——生理需求和安全需求；而在刘易斯拐点之后，生存需要已然被满足，对于社会的需求——社交需求和尊重需求的要求开始增多，而且这种需求会因为劳动者自身重要性的提升而被自我强化，精神文化需求随之上升。

图 1：马斯洛的需求层次模型



资料来源：中信建投研发部

4、消费升级

根据国际经验，人均 GDP 从 3000 美元向 6000 美元迈进，带来居民的消费升级，娱乐教育文化服务类支出比重上升。

5、成为世界强国的诉求

我国在成为经济和政治大国之后，文化大国将成为下一个目标。政府通过文化影响力提高其国际地位和话语权的需求迫切，文化产品的输出将加快（如美国的好莱坞文化输出），影视业等内容产业将迎来大发展时期。

政府推动文化产业成为国民经济支柱性产业的措施：

1、财政补贴及政府投资

政府会加大重点支持的文化领域的财政补贴（如北京政府补贴有线电视数字化推广），并参与投资，如唐山市政府投资《唐山大地震》、上海市政府投资迪斯尼乐园、北京政府投资环球影视城等。



2、税收优惠

文化企业在税收方面一直得到政府的大力支持，目前新闻出版企业、有线网络运营商已经享受免所得税政策，影视等文化企业有获得税收优惠的值得期待（目前影视类文化企业享受政府税收优惠政策很少）。

3、政府让利，民营资本进入；

在我国经历经济结构调整的艰难进程中，政府向民营资本让利将成为必然选择（主要表现为垄断行业向民营资本开发），我国文化产业有望由垄断行业向竞争行业过渡，民营资本将大量进入，为行业发展不断注入新鲜血液。

渠道与内容：事情正在起变化

在我国文化产业，以中央电视台为代表的渠道商一直保持强势地位，内容提供商往往通过依附于强大的渠道商生存。

然而随着我国文化体制改革的深入和垄断格局逐步被打破，事情正在起变化，华谊兄弟、湖南卫视、江苏卫视的崛起证明了内容的重要性正在加强，并获得市场充分认可。

我们认为，文化产业的渠道强势地位将维持较长时间，但内容为王的时代正悄然向我们逼近。建议重点关注电影、电视剧、节目制作、数字出版等以内容为主的子行业的发展前景及相关上市公司。

另外，三网融合背景下有线网络运营商前景值得关注，有线运营商向内容产业延伸、与当地电视台展开合作将成为最大亮点。

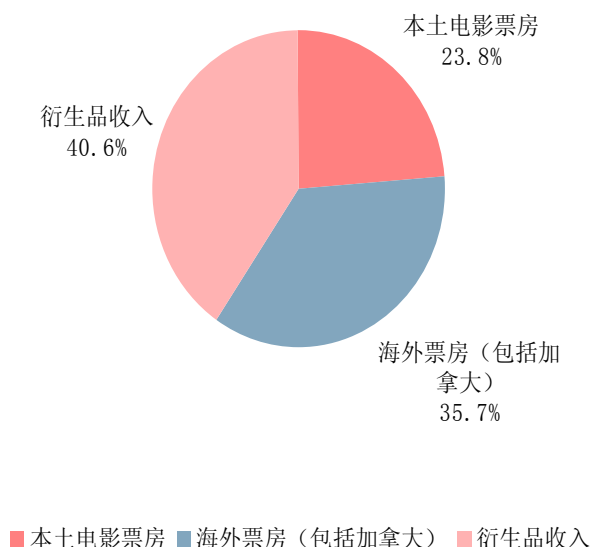
内容产业之：电影行业——进入第二轮景气周期

美国电影产业现状及发展

2009 年，美国电影市场总规模为 415.25 亿美元（估计值，包括本土票房、海外票房、版权、碟片等收入），其中本土票房 98.70 亿美元，海外票房 148.05 亿美元（按本土：海外=4: 6 测算），衍生品收入 168.5 亿美元（估计值，其中 DVD、蓝光碟片收入 87.3 亿美元）。拥有屏幕 39717 块（全球排名第一）和 3 条院线。从总收入结构来看，本土票房、海外票房、衍生品收入分别占总收入的 23.8%、35.7%、40.6%。



图 2：2009 年美国电影市场份额分布



资料来源：美国电影协会（MPAA）

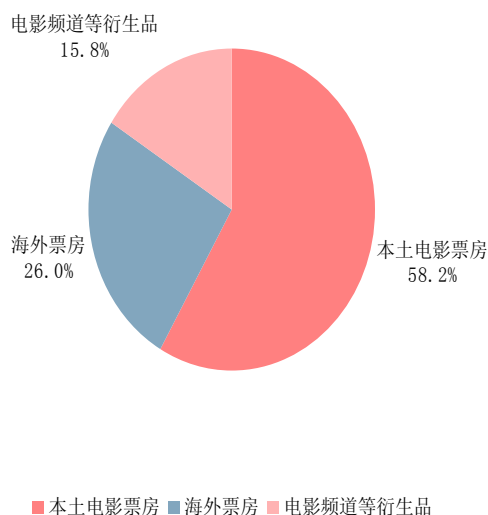
得益于《阿凡达》、《飞屋环游记》等数字 3D 电影的盛行，09 年美国电影市场取得不错表现，但整体而言，经历几十年发展的美国电影市场已经非常成熟，市场基本趋于饱和，预计未来 3-5 年内电影市场规模将保持平稳增长（平均增速低于 10%）。

中国电影产业进入第二轮景气周期

2009 年，我国电影市场总规模为 106.65 亿元，其中本土票房 62.06 亿元（居全球第九），海外票房 27.70 亿元，电影频道等衍生品收入 16.89 亿元。拥有屏幕 4723 块（全球排名第二）和 37 条院线。从总收入结构来看，本土票房、海外票房、衍生品收入分别占总收入的 58.2%、26.0%、15.8%。与美国电影收入结构相比，我国电影的海外票房、衍生品收入占比明显偏低，也将成为未来电影收入的主要增长点之一。



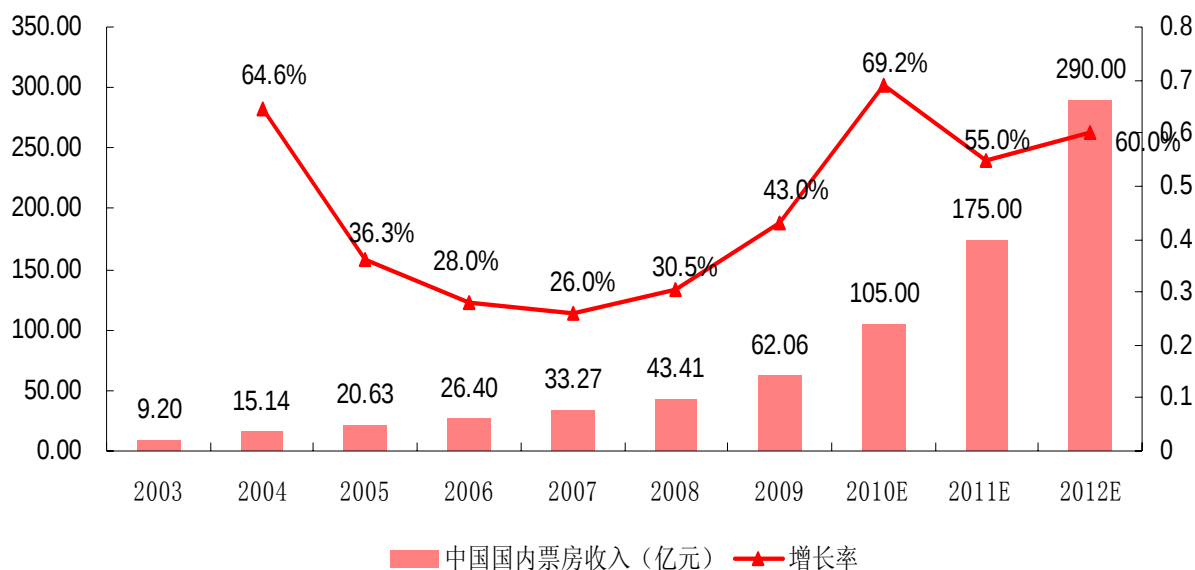
图 3：09 年中国电影市场份额分布



资料来源：中国电影市场报告

自 2003 年以来，我国国内电影票房收入一直保持快速增长，增速呈现先高增长、放缓、又高增长的微笑曲线，随着居民消费能力的上升和电影产业的完善，行业高增长将持续 5-10 年。截至 2010 年 6 月份，国内票房收入已达 50 亿元，预计全年收入将超过 100 亿。我们预测，2010-2012 年国内票房收入增速将保持在 55% 以上。

图 4：我国国内电影票房预测



资料来源：中国电影市场报告、中信建投研发部



除电影票房收入高增长以外，包括衍生品在内的整个电影市场收入增速将更快，其增长动力主要来自：

- 1、 三网融合使电影销售渠道日趋多元化，IPTV、手机电视、互联网电视等成为新销售渠道的兴起带来电影市场规模的大幅上升。另外，渠道竞争加剧使电影等内容产品议价能力上升。
- 2、 08 年我国人均 GDP 突破 3000 美元大关，标志着我国居民消费升级的开始，电影等文化娱乐类需求开始大幅上升。在人均 GDP 从 3000 美元向 6000 美元迈进过程中，我国电影消费市场的增长点开始从一线城市向二三线城市转移，而二三线城市庞大的人口基数成为未来我国电影市场高速发展的有利保障。
- 3、 随着我国视频网站的做大做强，其对影视剧版权的重视程度大幅提升（播放盗版内容的法律成本大幅上升），以电视剧为例，网络版权销售价格从 09 年的平均 2000-3000 元/集大幅攀升至 3-5 万元/集，最高甚至超过 10 万元/集的水平。我们认为，随着互联网广告价值的不断上升，影视剧网络版权价格将继续呈大幅上升态势。

整体而言，三网融合、消费升级、版权收入上升等因素将我国电影产业呈高速发展态势，加之庞大的人口基数，我国电影市场有望在 2016 年达到美国的市场规模。从目前中美数据比较可以看出，我国电影市场规模与美国差距明显，市场规模、总票房收入、本土票房收入、屏幕数分别相差 26.37 倍、18.61 倍、10.8 倍、8.4 倍。如果假设 2016 年我国到美国的市场规模，我国电影市场规模、总票房收入、本土票房收入将分别达到 2811.24 亿元、1670.50 亿元、668.0 亿元，年复合增长率分别达到 60%、52%、40%。

我们认为，我国影视行业第一轮景气周期（2004-2009 年）的增长动力主要来自一线城市荧幕数和上座率的增长，第二轮景气周期（2010-2016 年）的增长动力则主要来自二三线城市荧幕数和上座率的增长，由于二三线城市的人口基数远高于一线城市（北上广深仅 6000 多万人口），其带来的增长速度将更快、增长周期更长。

建议重点关注电影行业高成长下，华谊兄弟、中影集团、上影集团等已上市和准备上市影视公司的投资机会。

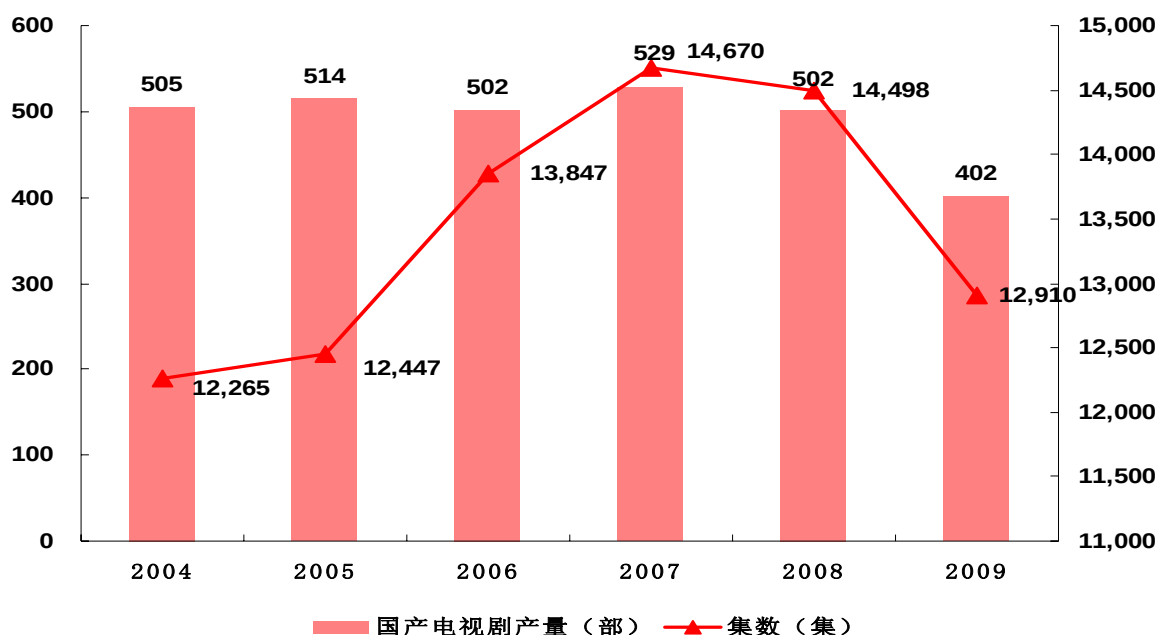
内容产业之：电视剧行业——单集售价提升带来行业巨大上升空间

整体市场容量趋于饱和 但精品剧仍是稀缺品种

2009 年度全国取得国产剧发行许可证的电视剧为 402 部 12,910 集，较 2008 年的 502 部 14,498 集有所下降，表明整个电视剧市场在数量上已经趋于饱和。从电视剧市场的结构来看，黄金时段（每天 19:20 至 22:20）每年的播出集数在 7000-8000 集之间，占总量的 60%左右；其他收视率较低时段每年播出集数占总量的 20%左右；因质量、题材等原因无电视台采购而被市场淘汰的电视剧有 20%左右。



图 5：国产电视剧产量情况



资料来源：广电总局

虽然从数量上看，我国电视剧市场已经趋于饱和，但事实上，《三国》、《西游记》、《红楼梦》等精品剧仍是稀缺品种（是各大电视台提高广告收入、拉动收视率和提升频道品牌的重要手段），成为各大电视台争夺的焦点，单集售价节节攀升，如《三国》单集售价 267 万元、《西游记》超过 300 万元/集，远高于市场平均水平（市场均价低于 100 万元/集）。

行业竞争充分 市场集中度低 民营机构有体制优势

自 1958 年中国第一部电视剧播出以来，我国电视剧市场经历了 50 多年的发展，已经发展成为一个市场竞争充分，市场化程度较高的产业。

其行业特点包括：政策准入门槛较低、企业数量众多（132 家机构持有《2010 年度电视剧制作许可证（甲种）》、4,057 家机构持有 2010 年度《广播电视节目制作经营许可证》）、市场集中度低（行业龙头市场占有率不足 3%）、竞争充分等。

以上特点决定了民营企业在电视剧产业中具备明显的机制优势，近年来，华谊兄弟、华策影视、海润影视、小马奔腾等民营制作机构发展迅猛，无论电视剧制作数量还是市场份额均快速增长，目前我国用于电视剧拍摄的资金有 60% 多来自社会，其中民营制作机构参与或独立制作的电视剧已占据 80% 的市场份额。

表 1：2009 年民营制作机构作为制作单位获得国产剧和合拍剧发行许可的排名

排名	制作机构	数量（集）		数量（部）	
		集数	市场份额（%）	部数	市场份额（%）
1	海润影视	346	2.6	10	2.4
2	华策影视	249	1.9	6	1.4



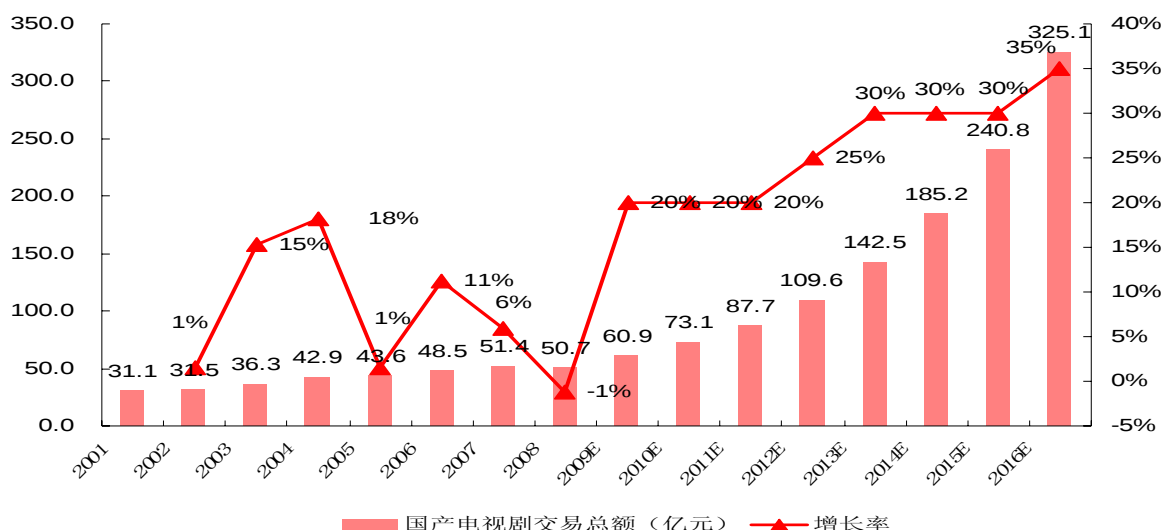
3	华谊兄弟	225	1.7	6	1.4
4	大连天歌传媒股份有限公司	122	0.9	4	1
5	上海新文化传媒投资集团	119	0.9	4	1
6	北京小马奔腾影视文化发展公司	107	0.8	4	1

数据来源：广电总局

单集售价提升带来行业巨大上升空间

我们认为，我国精品电视剧的单集销售价格已经进入快速上升通道，并带来行业的巨大上升空间，预计2010-2016年行业复合增长率达到30%，建议重点关注华策影视、华谊兄弟等电视剧制作上市公司的投资机会。

图6：国产电视剧交易总额预测



资料来源：广电总局 中信建投

行业增长的驱动因素包括：

1、地方卫视作大作强 购买能力大幅上升

央视作为国内最具影响力和购买力的电视台（2011年央视广告招标创126亿元新高），一直以来都是精品电视剧的主要购买方，然而随着近年来部分地方电视台的崛起（湖南卫视2011年预计广告收入接近50亿元，江苏卫视、浙江卫视、安徽卫视收入预计超过20亿元，预计收入超过10个亿元的卫视有十多家），这一情况正在发生变化，地方电视台正逐步成为精品电视剧的购买主力军。我们判断，地方电视台发展迅猛的趋势将持续至少5-10年，也成为未来电视剧市场收入增长的主要动力之一。

另外，目前国内电视台购买电视剧与其获得的广告收入比例约为1:10，购买内容投入明显偏低，这也会成为电视剧销售价格提升的重要因素。

2、电视剧制作成本推高单集售价 与国际比较单集售价提升空间仍然巨大



从美国好莱坞的情况来看，精品电视剧已经呈现电影化趋势，从 2001 年的《兄弟连》（10 集投资 1.25 亿美元，单集成本 1250 万美元）到 2010 年的《血战太平洋》（10 集投资 2.0 亿美元，单集成本 2000 万美元）。相应电视剧的销售价格也随着拍摄成本的上升节节攀升。就美剧而言，单集售价超过 1000 万美元（折合人民币 6640 万元）的电视剧已经不足为奇，即使我们的近邻韩国，一些精品剧的单集售价也达到了 300 万美元（折合人民币 1992 万元）。

从我国情况来看，精品电视剧的单集制作成本也呈上升态势，单集投资记录被不断刷新，2010 年上映的《三国》单集成本 163 万元（总投资 1.55 亿元，共 95 集），计划 2011 年上映的《西游记》单集成本约 200 万元（总投资超过 1.0 亿元，共 70 集），相应电视剧的销售单价也水涨船高，《三国》单集售价 267 万元，《西游记》超过 300 万元/集。

目前我国精品电视剧的均价约为 100 万元/集，与美国 1000 万美元/集相差 66.4 倍，与韩国 300 万美元/集相差 19.92 倍，提升空间十分巨大。

3、我国用户基数大，广告辐射范围广，人均收入快速增长

我国拥有 13.3 亿居民，1.63 亿有线电视用户，具备人口基数大，广告辐射范围广的特点，加之我国人均收入的快速增长，必然带来国内广告收入的大幅增长，进而提升各大电视台的电视剧购买能力。

4、网络和海外收入是新增长点

随着我国视频网站的做大做强，其对影视剧版权的重视程度大幅提升（播放盗版内容的法律成本大幅上升），电视剧网络版权销售价格从 09 年的平均 2000-3000 元/集大幅攀升至 3-5 万元/集，最高甚至超过 10 万元/集的水平。我们认为，随着互联网广告价值的不断上升，影视剧网络版权价格将继续呈大幅上升态势。

另外，海外市场需求日益增长，特别是东南亚地区及全球华语电视剧市场潜力巨大。中国文化历史对亚洲各国有着深刻的影响，这实际上为中国电视剧的输出提供了文化基础。

5、三网融合带来渠道多元化

网络点播、IPTV、手机电视、移动电视等新媒体播放平台开拓了电视剧的增量需求，交易金额也呈增长趋势，成为电视剧市场新的增长点。

内容产业之：数字出版——新闻出版业的涅槃机遇

数字出版是传统文化内容的数字传承，是依托传统媒体资源，用数字化工具进行立体化传播的方式。是建立在计算机、通讯、网络等新技术基础上的新兴出版产业。数字出版的出现，一方面，对传统纸质出版物形成巨大冲击；另一方面，则是对传统出版的继承和升华。随着人们阅读习惯的逐步变化和人类对环境保护的诉求，毫无疑问，数字出版将成为出版业的主要发展方向。

我国出版业及数字出版业的现状及发展

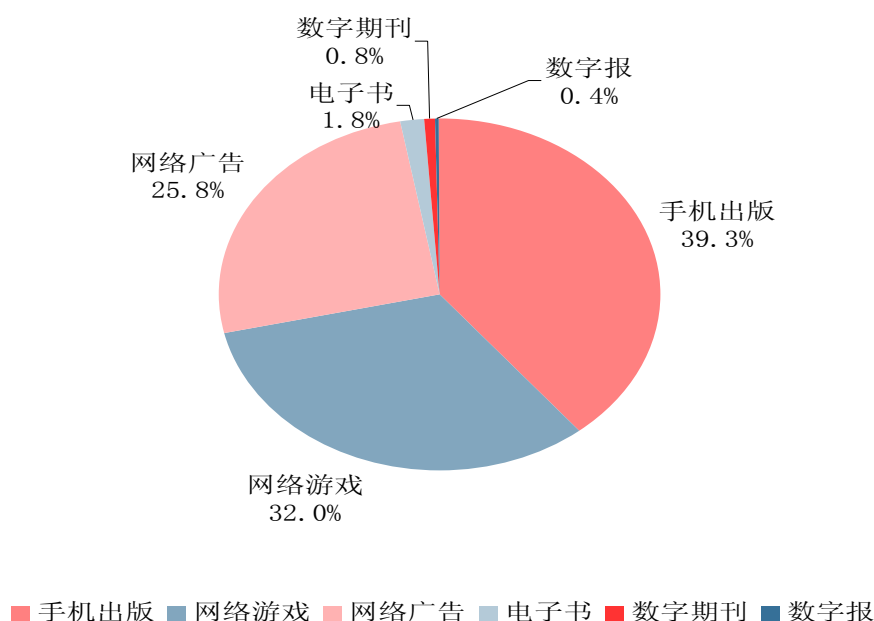
2010 年 7 月新闻出版总署发布《2009 年新闻出版产业分析报告》，报告显示，09 年我国新闻出版业总产出达 10668.9 亿元，实现增加值 3099.7 亿元，占同期 GDP 比重 0.9%；各类出版物的出版、印刷、发行及相关活



动的行业增加值超过 1660 亿元，占同期文化产业核心层增加值的 60%以上。

数字出版业的迅速发展是一大突出亮点，09 年中国数字出版产业年产值达 799.4 亿元，其中，手机出版（包括手机音乐、手机游戏、手机动漫、手机阅读）314 亿元，网络游戏收入 256.2 亿元，网络广告 206.1 亿元，电子书收入 14 亿元，数字期刊收入 6 亿元，数字报（网络版）收入达 3.1 亿元。手机出版、网络游戏和网络广告成为数字出版产业的三大主力。

图 7：09 年中国数字出版产业年产值分布情况



资料来源：新闻出版总署

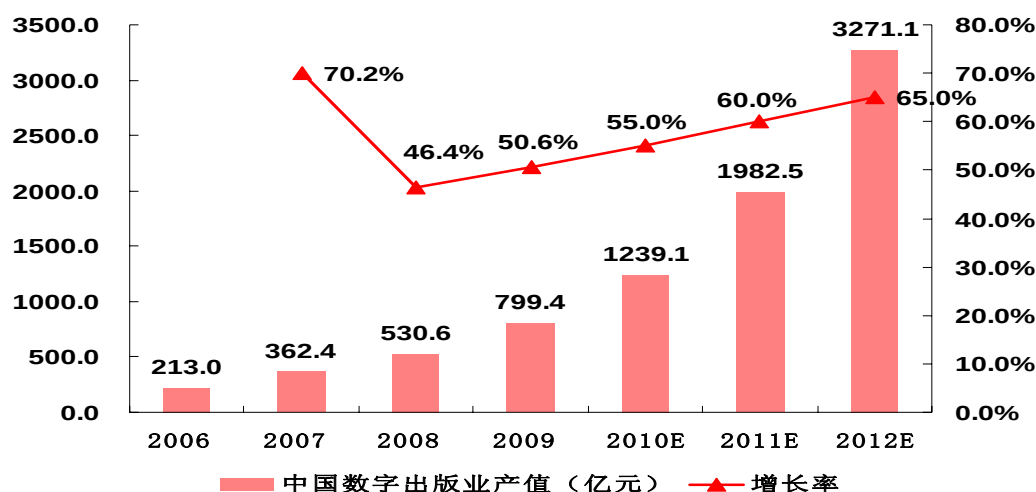
更令人关注的是，数字出版首次超越传统书报刊出版行业，并初步形成北京、上海、广东等数字出版产业集聚区。2010 年中国数字出版年会上，新闻出版总署副署长孙寿山把 2010 年称为中国数字出版的关键年，并称“新的历史时期已经到来，数字出版迎来前所未有的机遇”。

事实上，近年来我国数字出版业已经进入高速发展期，产值从 06 年的 213.0 亿元增长到 09 年的 799.4 亿元，增速分别达到 70.2%、46.4%、50.6%，我们认为，随着人们阅读习惯的逐步变化、阅读终端的成熟以及版权问题的改善，加之数字出版又与国家倡导的三网融合、移动互联网、低碳经济等主题相契合（“十一五”期间，数字出版被明确为我国新闻出版业八大发展战略重点之一），行业增速将进一步加快，预计 2010-12 年，增速分别达到 55%、60%、65%，到 2012 年我国数字出版年产值将达到 3271.1 亿元。另外需要指出的是，如果我国政府推动教科书无纸化取得突破性进展，未来 3 年内，数字出版产值增速将超过我们预期。



图 8：中国数字出版业产值及增长情况预测

单位：亿元



资料来源：新闻出版总署

教科书无纸化——数字出版的大市场

国际教科书无纸化情况及发展趋势

美国：平板电脑和电子阅读器（如苹果 iPad 和亚马逊 Kindle）的出现和流行，使得数字内容获取变得更加便利，为数字出版内容进入教学领域创造了良好条件。根据美国出版商协会统计，美国 09 年电子书下载金额年增 176.6%，已达到 1.695 亿美元，创下出版界历史新高。Xplana 教育机构研究报告显示，从 2010 年开始美国数字出版销量将以 100% 的增速逐年攀升，到 2014 年，每五本教用书中就有一本是数字版本，并带来 10 亿美元的市场商机。另外，为了解决教育经费过高问题（传统课本平均费用为 75-100 美元，电子书的成本则仅为 1/10-1/5），美国加州已经开始取消纸质课本，用电子书代替，2009 年 8 月起，高中使用在线电子版数学及科学课本；2010 年 1 月加大力度，进入推广期。

韩国：韩国教育科学技术部公布的一项教科书改革方案提出，从 2011 年开始，以光盘为载体的电子教科书将进入韩国中小学课堂。在高中阶段，一般书籍和教师自己编制的材料通过审查后也可以作为教科书使用。韩国政府计划 2011 年先发行语文、英语和数学 3 个科目的电子教科书，然后再逐渐扩大到其他科目，最快将在 2014 年把电子教科书引入小学、初中和高中的所有科目。韩国政府将免费向义务教育阶段的学生提供电子教科书，并为高中阶段的低收入家庭学生提供购书补助。

国内教科书无纸化情况及发展趋势

上海市：2010 年 6 月，上海市教委有关负责人透露，上海将于 5 年内在全国率先推广电子课本，孩子们有望告别笨重的大书包时代。

安徽省：时代出版集团作为安徽省教材市场的绝对龙头，计划与省政府展开合作，并联合电子书终端厂商，在中小学推广无纸化教学（由政府承担或者部分承担阅读终端成本）。

浙江省义乌市：2010 年 6 月，义乌市举行校本课程“电子教材”开发与应用研讨会，约 70 所小学的教导主任、教科室主任观摩了《剪纸》、《风筝》电子校本课。义乌市教育局局长表示：“开发电子课本，是面向未来教育的



通道。”

据悉，我国政府相关部门已经在着手规划实现中小学的无纸化教学。目前我国在校中小学生约 2.0 亿人，如果按电子阅读器 1200 元/台（低端采购价）测算，将带来 2400 亿元的终端需求（2.0 亿台），相当于 09 年全球电子阅读器市场 350 万台的 3.43 倍，市场空间十分巨大；如果按人均年购买数字教学出版内容 150 元/年（数字出版费用远低于纸质教科书）测算，将带来 300 亿元/年的数字教学出版消费市场，占目前数字出版产值的 37.5%。而大屏幕电子书的出现，无疑将加速出版商和终端厂商进军教育市场步伐，目前亚马逊与 Pearson、Cengage Learning 和 Wiley 等教科书出版商已达成合作协议，将推出 Kindle 版电子教科书。国内方面，汉王也致力于研发更专业的大屏电纸书终端，提升产品的核心竞争力。

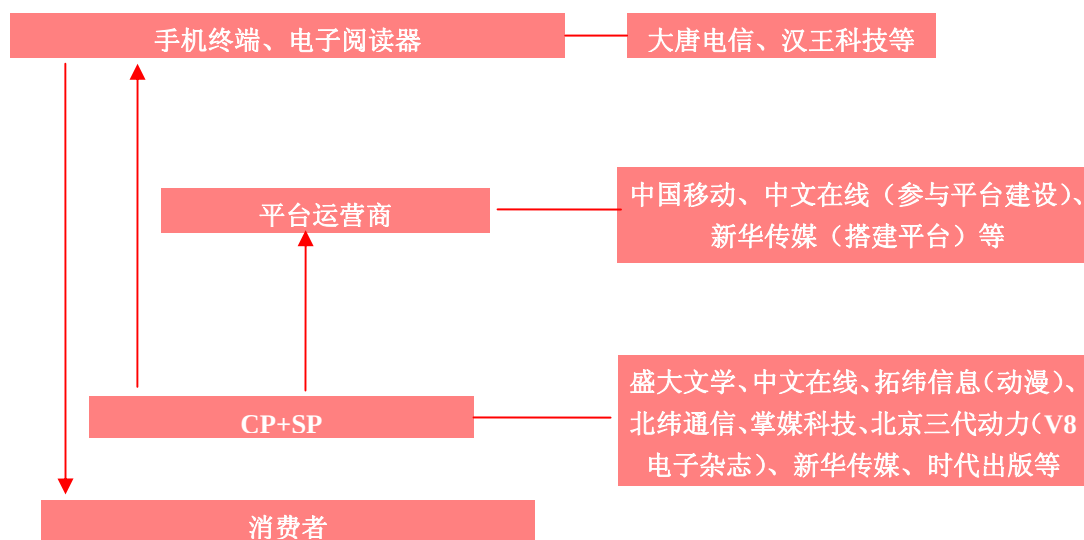
数字出版的产业结构及投资机会

从产业链分析，数字出版产业有提供阅读终端的设备提供商，包括大唐电信、汉王科技等；有负责搭建平台的中国移动、中文在线、新华传媒等；有负责提供内容和内容集成的盛大文学、中文在线、拓维信息（动漫）、北纬通信、掌媒科技、北京三代动力（V8 电子杂志）、新华传媒、时代出版等。

从发起方式分析，有电信运营商中移动发起，联合中文在线、大唐电信的方式；有内容提供商新华传媒搭建平台，吸引众多出版商参与的方式；有互联网龙头盛大集团发起的互联网小说联盟方式；有终端设备提供商汉王科技发起的以终端绑定客户的方式等。

我们认为，数字出版将成为出版业未来发展的主流方向，建议重点关注新华传媒、时代出版、ST 鑫新、汉王科技、北纬通信、拓维信息等上市公司在数字出版大发展过程中产生的投资机会。

图 9：数字出版产业链及相关公司



资料来源：中信建投研发部

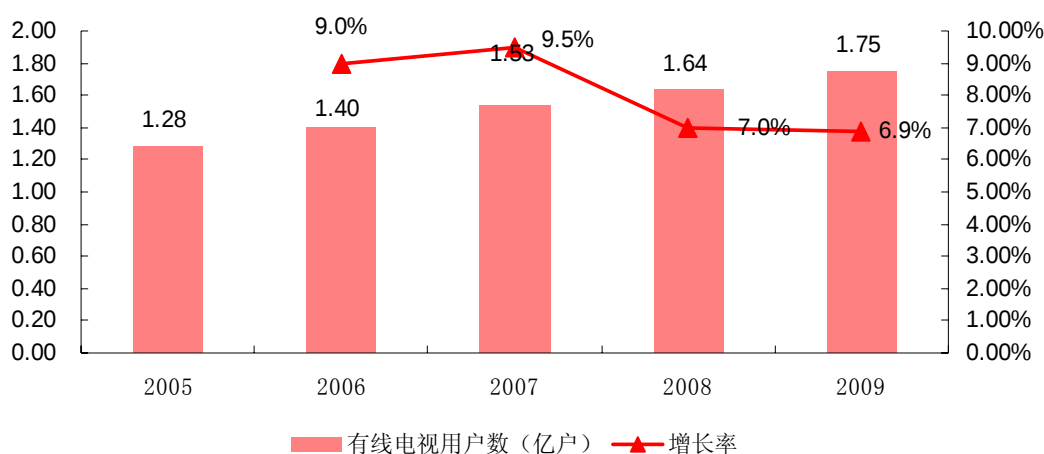


渠道产业之：有线运营商——三网融合下的发展方向值得关注

有线电视网络现状

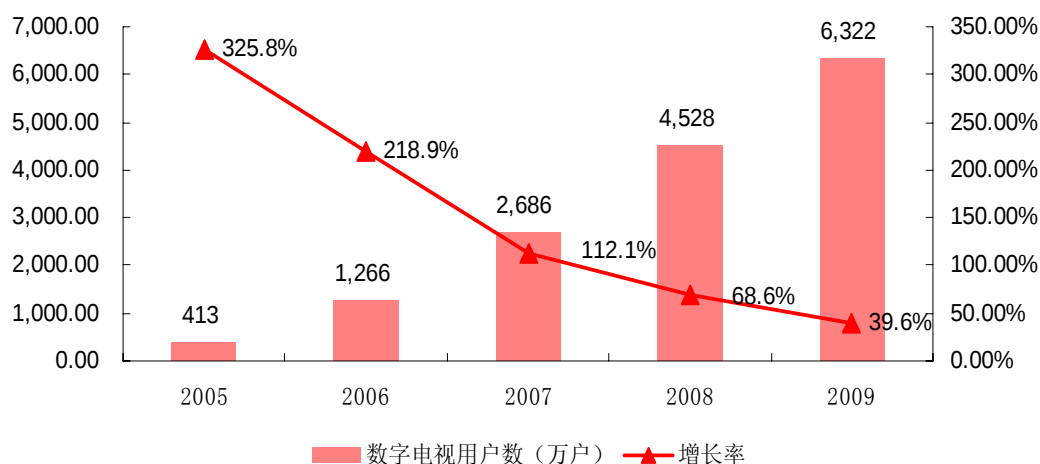
截至 2009 年年底，全国有线电视用户达 1.75 亿户，同比增长 6.86%，增速基本维持稳定。其中，数字电视用户达 6321.72 万户，同比增长 39.62%（随着基数增加，增速有所下降，但仍维持较高增速），渗透率达到 36.08%；数字付费电视用户 712.8 万户，同比增长 58.63%，增长迅猛，渗透率达 4.07%。

图 10：全国有线电视用户增长情况



资料来源：广电蓝皮书、中信建投研发部

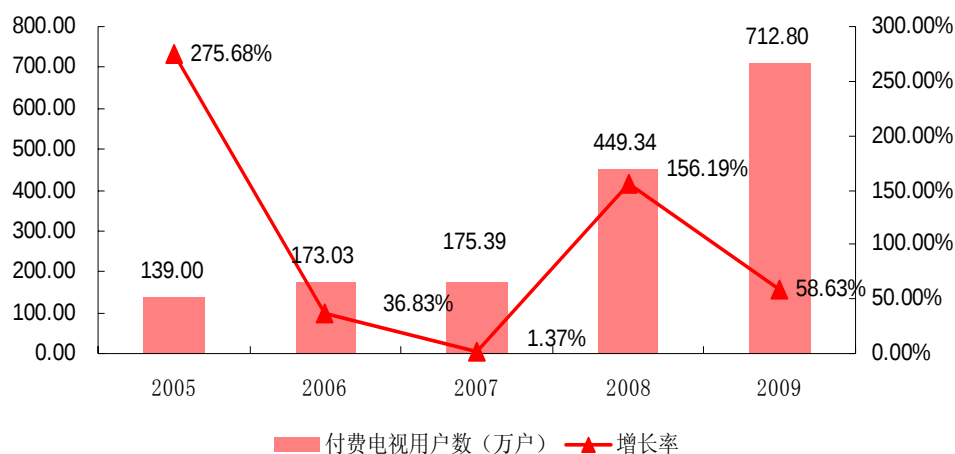
图 11：全国数字电视用户增长情况



资料来源：广电蓝皮书、中信建投研发部



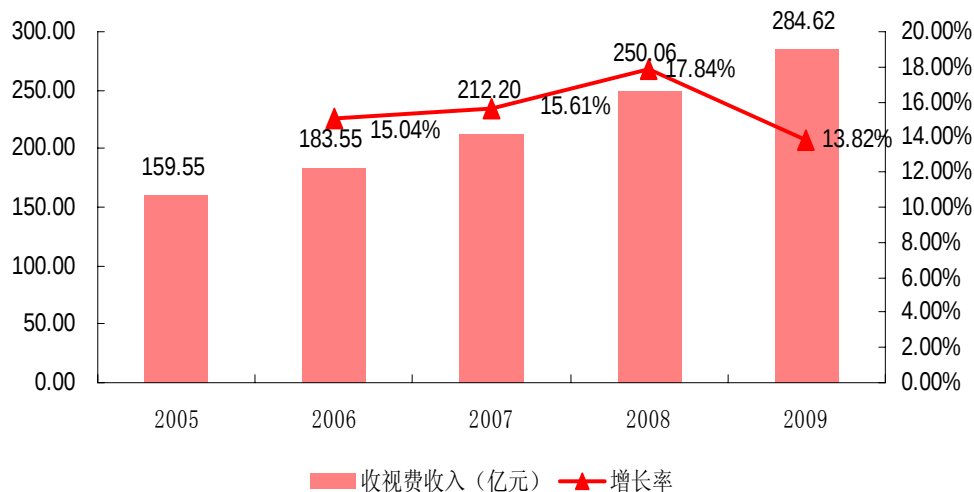
图 12：全国数字付费电视用户增长情况



资料来源：广电蓝皮书、中信建投研发部

2009 年，全国有线网络收入为 418.85 亿元，同比增长 13.36%，户均 ARPU 值为 19.95 元/月。其中，收视费收入 284.62 亿元，同比增长 13.82%，户均 ARPU 值为 13.54 元/月，受益数字化整转和收视费提价，ARPU 值逐年上升；付费数字电视收入 18.17 亿元，同比增长 27.83%，户均 ARPU 值为 21.24 元/月。由于付费频道仍处于发展初期，用户和收入增速均有较大波动，进而导致 ARPU 值有较大波动。我们预测，随着数字付费频道产业的逐步成熟，数字付费频道 ARPU 值将呈逐年上升趋势。

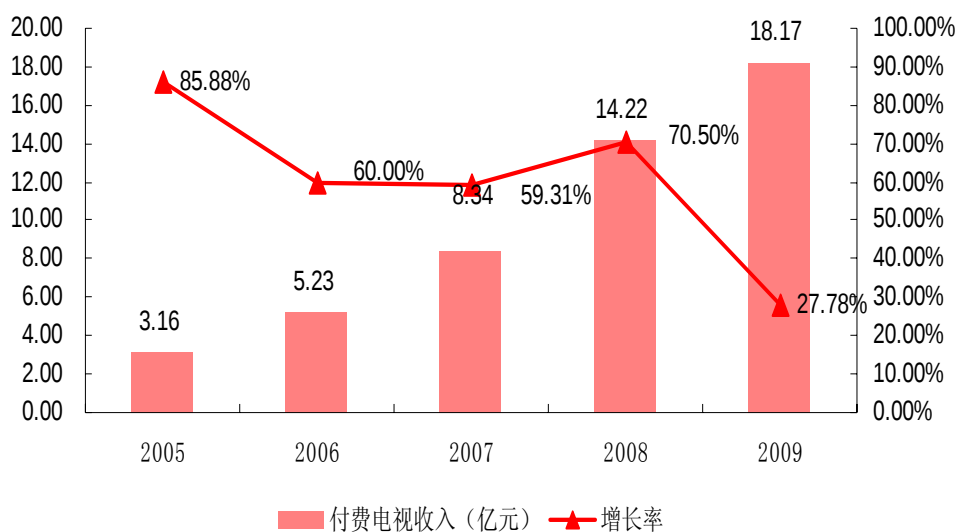
图 13：全国有线电视收视费收入情况



资料来源：广电蓝皮书、中信建投研发部

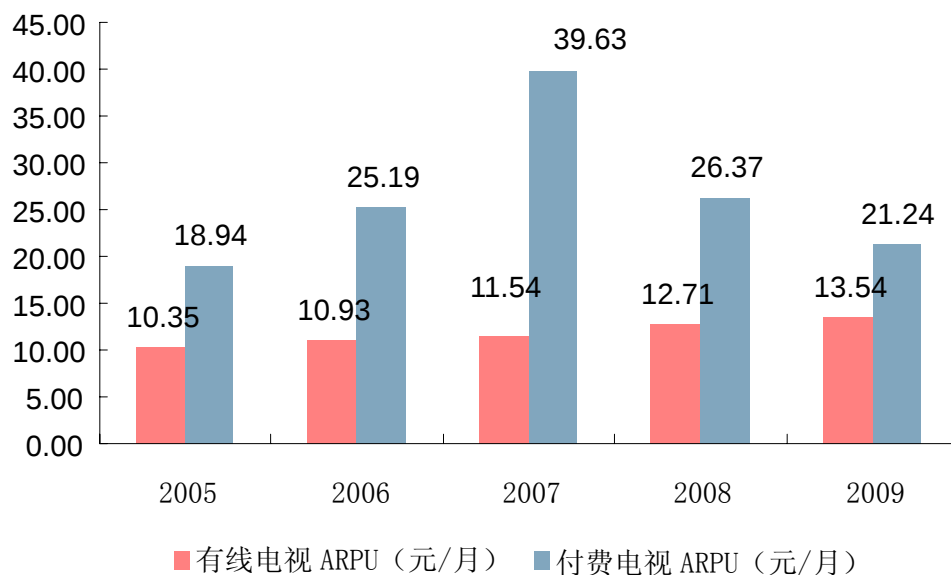


图 14：全国数字付费电视收入情况



资料来源：广电蓝皮书、中信建投研发部

图 15：有线电视和数字付费电视 ARPU 值比较



资料来源：广电蓝皮书、中信建投研发部

数字化整转速度进一步加快，截至 2009 年年底，全国有 163 个地市、459 个县（市）完成数字化整转，102 个地市和 612 个县（市）已经启动整转工作。网络双向化改造稳步进行，覆盖用户达 3000 万户，渗透率达到 17.14%。



三网融合下有线运营商的机遇与挑战

带来的机遇包括：

（1）政策支持，有望获得更多的政府补助

从国际经验和我国情况分析，我国政府采取非对称进入方式推进三网融合的可能性很大，即在政策上实力较弱的广电企业进行保护和扶持，包括财政、金融、税收等扶持政策。

（2）进入 IP 电话等电信领域，增加收入来源

IP 电话业务是政府首次允许广电企业进入的业务领域，对于有线运营商来说，IP 电话业务的开放，不仅使其提高了网络利用效率，在成本上升不大的基础上，增加了收入来源，而且使全业务打包成为可能（视频+宽带+电话）。

（3）更顺畅地进入互联网接入领域

在试点方案出台之前，广电企业已经在开展互联网接入业务（通过 Cable Modem 上网），但由于互联网接入端口控制在电信手中，一直没有大规模开展，09 年用户数仅为 300 多万户。试点方案明确广电企业开展有线互联网的权利，将有利于其更顺畅的进入互联网接入领域。

（4）通过竞争提高忧患意识，增强市场化观念

三网融合在丰富业务品种的同时也进入了竞争，面对电信行业的强势竞争，广电企业忧患意识明显增加，市场化观念也有所增强，一定程度上加快了广电企业的市场化进程。建议关注广电企业管理和运营效率提升带来的业绩增长。

（5）通过网络改造提高用户体验，进而提高 ARPU 值

数字化整转和网络双向改造，一方面提高了用户视觉体验（从模拟到标清到高清）；另一方用户从看电视向用电视转变（增加更多的交互功能）。在用户体验大幅提升的前提下，用户会倾向于购买更多的服务，进而提高 ARPU 值。

（6）通过向内容产业延伸，丰富业务结构

广电企业相对电信企业的一大优势就是对内容的掌控。随着三网融合的深入，广电系统内的合作会增加，如有线运营商与影视等内容提供商、中央及地方电视台展开合作（共同设立新频道、实现内容共享等），制播分离也使电视节目制作、广告代理等业务注入有线运营商成为可能。

面临的挑战包括：

（1）传统视频业务受到电信企业前所未有的冲击（主要是 IPTV）

视频领域是广电企业的传统领域，也是其主要收入来源。而视频领域巨大的市场潜力使其成为电信和广电双方争夺的主战场，电信企业将通过大力发展 IPTV 业务抢占这一市场，广电企业可能受到前所未有的冲击。



(2) 数字付费频道、高清、交互等新业务未来将面临电信企业的挑战

完成数字整转后，广电企业将数字付费频道、高清、交互等业务作为新的利润增长点，然而电信企业也将通过 IPTV 抢占这一市场，未来围绕着这些新业务的竞争将异常激烈。

(3) 对有线用户的垄断格局被打破，有线运营商的垄断地位将下降

作为区域性的有线运营商，对当地用户有绝对的垄断权（用户没有其他的选择），然而三网融合将电信企业进入竞争，用户选择余地增加，有线运营商的垄断地位将有所下降，未来必须提高用户体验，否则就面临用户流失的风险。

有线运营商的未来发展格局变化分析

向内容产业延伸 展开差异化竞争

单纯的渠道竞争并非有线运营商的长项，而且面临电信企业的巨大竞争压力。掌控内容则是广电企业的主要优势，也是未来广电企业与电信企业展开全面竞争的重要砝码。渠道多元化、新媒体的兴起使内容价值不断提升，广电系统内部的大量影视公司、电视台、节目制作中心等资源将成为盘活广电业务的关键因素。向内容产业延伸，展开差异化竞争，将成为有线运营商的主要出路，未来包含内容制造、有线网络、播出平台的综合媒体集团将成为主流。

与电信运营商既竞又合

有线运营商和电信运营商在竞争的同时，也存在很大的合作空间。有线运营商可以充分利用电信运营商内部的竞争关系，与在区域竞争中处于劣势的一方展开合作，如与固网资源匮乏的中移动合作，在南方与中国联通合作，在北方与中电信合作。

按媒体报道，在三网融合试点方案中提到：“基于有线电视网络的互联网接入业务和国内 IP 电话业务原则上由一家有线电视网络公司或电信广电合资企业经营。”我们判断，其合作的形式可能为：(1)以股权形式参股；(2)成立合资公司；(3)成为战略合作伙伴，在某些领域展开合作。

短期来看，这种合作可能会受到来自工信部的阻力（希望电信企业形成统一阵营）。但长期来看，随着电信和广电企业归属部门引起的天然阵营被打破，竞争和合作可能在电信与广电企业、电信与电信企业、广电与广电企业等之间展开。

成立全国有线网络公司

按媒体报道，广电总局在加紧国家有线网络公司的筹备工作，这家启动资金为 800 亿元的国家级公司将是 NGB（下一代广电网）的运营主体，负责运营整个中国的有线电视网络。按照广电总局的构想，各省有线网公司会被直接划拨为子公司，并保留一定的自管权利。我们推断，由于缺乏资金，广电可能寻求与中移动（固网资源匮乏，有合作诉求）展开合作，实现共赢。全国有线网络公司的成立，一方面有利于增强有线运营商的竞争实力；另一方面，则有利于增加与电信企业博弈中的筹码。



有线运营商在三网融合下的投资机会

有线运营商优势在于其与内容制作的天然联系（同属广电系统）和其作为媒体企业的全新定位。我们认为，仅仅定位为渠道运营商，有线运营商的战略意义并不大。利用自身优势充分挖掘媒体资源，有线运营商的价值才能得到充分体现。在媒体方面，有线运营商可利用的资源要远远多于电信运营商，可以成为文化资源的整合者和战略投资者。

三网融合将有线运营商推向市场化的道路，在市场化的过程中，必然伴随着优胜劣汰，竞争力不足的企业很有可能被市场所淘汰，而具备竞争实力，并在三网融合过程中不断壮大自身实力的有线运营商将脱颖而出。建议重点关注歌华有线、天威视讯等实力较强的有线运营商。

传媒行业 2011 年投资策略

政府支持和消费升级带来我国文化产业的大发展机遇，从 2011 年投资策略来看，我们认为，投资机会应遵循以下主线：

- 1、影视剧行业：将成为长期热点并会产生巨大的投资机会，建议重点关注，华谊兄弟、华策影视；
- 2、新兴传媒业态：发展前景值得期待，高增长将持续至少 5 年以上，建议重点关注，蓝色光标、华谊嘉信等公关活动产业的上市公司；
- 3、数字出版：将带来新闻出版行业的革命性变革，但由于目前数字出版尚未形成完善的产业链和清晰的盈利模式，其大的投资机会应该在 2011 年下半年以后甚至 2012 年出现，建议重点关注 ST 鑫新、时代出版等估值偏低的出版类上市公司；
- 4、有线运营商：三网融合下有线运营商的变化最值得关注，建议重点关注歌华有线、光华控股、天威视讯等有线运营商。

重点推荐公司介绍

华谊兄弟：解禁利空逐步消化 市场反映将趋于正面

我国电影行业成长空间巨大

2009 年，美国电影市场总规模为 415.25 亿美元（估计值，包括本土票房、海外票房、版权、碟片等收入），其中本土票房 98.70 亿美元，海外票房 148.05 亿美元（按本土：海外=4：6 测算），衍生品收入 168.5 亿美元（估计值，其中 DVD、蓝光碟片收入 87.3 亿美元）。拥有屏幕 39717 块（全球排名第一）和 3 条院线。从总收入结构来看，本土票房、海外票房、衍生品收入分别占总收入的 23.8%、35.7%、40.6%。

2009 年，我国电影市场总规模为 106.65 亿元，其中本土票房 62.06 亿元（居全球第九），海外票房 27.70 亿元，电影频道等衍生品收入 16.89 亿元。拥有屏幕 4723 块（全球排名第二）和 37 条院线。从总收入结构来看，本土票房、海外票房、衍生品收入分别占总收入的 58.2%、26.0%、15.8%。与美国电影收入结构相比，我国电



影的海外票房、衍生品收入占比明显偏低，也将成为未来电影收入增长的主要增长点。

整体而言，三网融合、消费升级、版权收入上升等因素将我国电影产业呈高速发展态势，加之庞大的人口基数，我国电影市场有望在 2016 年达到美国的市场规模。从目前中美数据比较可以看出，我国电影市场规模与美国差距明显，市场规模、总票房收入、本土票房收入、屏幕数分别相差 26.37 倍、18.61 倍、10.8 倍、8.4 倍。如果假设 2016 年我国到美国的市场规模，我国电影市场规模、总票房收入、本土票房收入将分别达到 2811.24 亿元、1670.50 亿元、668.0 亿元，年复合增长率分别达到 60%、52%、40%。

表 2：09 年中美电影市场规模比较

	电影市场总规模	电影总票房收入	本土电影票房收入
美国	414.25 亿美元（估计值）	246.75 亿美元（估计值）	98.70 亿美元
中国	106.62 亿元	89.76	62.06 亿元
相差倍数	26.37	18.61	10.77

美元兑人民币汇率按 6.77 测算

资料来源：中信建投

电影业务进入良性发展轨道 《非诚勿扰 2》值得期待

通过多年的努力和积累，公司在电影行业的龙头地位基本确定，在暑期、国庆、贺岁、春节四大档期的影片排档中，一直处于强势地位，票房收入确定性强。这一方面得益于华谊品牌的票房号召力，另一方面则得益于公司与中影、上影等国内影视龙头的良好关系（双方合作影片增多，在档期分布上相互默契）。

从 2010 年公司的影片安排上看，《唐山大地震》、《狄仁杰》、《非诚勿扰 2》等影片将成为有力的票房保障。《非诚勿扰 2》将于 12 月 22 日上映，我们预测票房收入将超过 4.5 亿元（收入结算存在跨期问题），加之可观的衍生收入（预计植入广告收入 6000-7000 万元，收入计入 2010 年），将成为继《唐山大地震》后的又一大亮点。

进入 2011 年，预计冯小刚还会有一部大片上映（低于 2010 年两部的数量），经历了电影业务大丰收的 2010 年，公司 2011 年的电影业务收入可能会有所下降，即所谓的“电影小年”，但长期来看，随着我国电影市场容量的扩大和公司上市后资金的充裕，公司电影业务的稳定性将大大增强（解决“大小年”问题），其主要增长点如下：

1、系列电影：《狄仁杰》是公司系列片的有益尝试，已经获得不错的口碑和票房收入（票房收入 2.8 亿元），公司计划借鉴《007》的成功经验，将《狄仁杰》打造成为中国的 007 系列。系列片的尝试还将包括前期票房不错影片，如风系列、非诚勿扰系列等。

2、合拍片：为应对公司影片的产能瓶颈（目前可以做到 6 部/年，其中大片 3-4 部/年的规模），公司将加大合拍片（公司作为非执行制片方，主要是财务投资）的投入，如 09 年的《功夫之王》、11 年的《新少林寺》等，合拍片的范围也将从目前的大陆和港台为主向海外扩展。

3、宣发业务：公司宣传发行团队有着丰富的市场经验和骄人战绩（成功案例包括《风声》、《全程热恋》、《唐山大地震》、《狄仁杰》等），并获得市场充分认可，进入 11 年通过公司代理发行影片将继续上升（非公司投资影片），该业务有望成为未来稳定收入来源。



电视剧业务 均价稳步提升 网络版权价格大幅攀升

从电视剧市场容量分析，公司作为电视剧行业最具实力的竞争者之一，电视剧产品主要集中在黄金档销售，我国目前黄金档的电视剧容量为 7000-8000 集/年，随着黄金档时间的拉长（人们生活和工作节奏变化，晚 10 点以后的观众人数呈上升趋势），市场容量有望继续上升。在受益市场容量扩大的基础上，公司计划通过收购制片团队方式增加其市场份额。短期来看（2-3 年内），团队数量有望从 11 个发展到 14 个；长期来看（5-10 年内），有望发展到 20 个，市场份额达到 15% 左右。

从销售价格分析，国内电视剧销售价格逐年上升，2010 年媒体报道《三国》的销售价格为 267 万元/集、《西游记》超过 300 万元/集（而 09 年销售最好的电视剧售价约为 160 万元/集）。公司电视剧售价一直高于黄金档市场均价，09 年公司销售均价为 90 万元左右/集，预计 10 年将达到 100 万元左右/集，价格稳步提升。

另外，2010 年国内网络版权销售价格大幅攀升，市场最高售价超过 10 万元/集，公司均价也达到 3-5 万元/集（09 年均价仅为 2000-3000 元/集），网络版权收入将成为公司新的利润增长点（没有成本增加，基本是纯利润），其价格仍有继续上升的趋势。

进入 2011 年，随着制片团队数量的稳步上升，有望迎来公司的“电视剧大年”，预计销售收入将有 100% 左右的增长。

艺人经纪业务 实现三大业务板块协同效益的重要一环

从数量上看，公司艺人数量超过 100 人，公司的“百星计划”已经实现。从质量上看，公司拥有李冰冰、姚晨、张涵予、王宝强等一线艺人，和众多颇具实力的二三线艺人，是国内首屈一指的艺人经纪公司。公司艺人经纪业务是实现三大业务板块协同效益的重要一环，一方面，影视业务能够为签约艺人提供宝贵的演艺机会，保证公司人才培养机制的有效运作、艺人知名度的提升和商业价值的深度挖掘。另一方面，公司丰富的演艺人才储备又可以为公司影视业务提供知名演职人员，互利的合作能够在保证影视剧质量和市场号召力的同时降低投资成本。另外，收购音乐公司后，公司艺人结构更为丰富，艺人经纪收入来源也更加多元化，为打造影视歌三栖艺人打下良好基础。

内容为王时代的主要受益者

从 10 年的情况来看，公司业绩将呈前低后高（季节性因素），三季度表现抢眼，四季度将持续优异表现，预计全年将达到 0.50 元。进入 2011 年，电视剧业务收入增长将有效对冲电影业务收入下降的影响，整体利润有望继续保持高增长。我们预测，10-12 年 EPS 分别为，0.50 元、0.80 元、1.10 元。需要指出的是，未来随着公司在电影院和新媒体领域的布局完成，业绩增速仍有望继续加快。

从行业角度分析，影视行业在我国属于朝阳行业，国内票房收入多年来一直保持 40% 左右的复合增长率，而市场规模与美国相比仍有很大的提升空间，2010-2016 年我国电影市场规模、总票房收入、本土票房收入的年复合增长率有望分别达到 62%、56%、40%。另外，三网融合将带来渠道竞争加剧，这有利于影视等内容产业的价值提升，标志着内容为王时代的逼近。

从公司角度分析，公司作为国内最优秀的影视公司之一，其电影业务收入和利润的复合增长率有望高于行业平均水平，谨慎起见（考虑电视剧业务的成长性略低于电影业务），我们预测，公司 11-16 年的业绩复合增长率为 60%。



短期来看，“小非”解禁成为公司股价向上的主要阻力（公司股权结构相对分散，解禁“小非”达到1.0亿股左右规模，占总股本的30%左右），但随着市场对解禁利空的逐渐消化，市场反映将趋于正面，未来公司股价刺激因素包括：1、业务拓展和并购整合的预期；2、《非诚勿扰2》票房超预期；3、高送配预期；4、市场对影视行业和公司业务长期高增长达成共识。我们继续维持对公司的买入评级和40.0元的目标价（按11年业绩测算，对应动态PE50倍）。

歌华有线：可转债获批 公司态度逐渐转向积极

人事变动、实际控制人变更、试点城市 打开新成长空间

从人事变动、实际控制人变更、成为试点城市分析：人事调整意味着，公司与北京市政府和市委宣传部的关系进一步密切，新老董事长的特殊经历，使公司在三网融合中占据有利位置。我们判断，北京成为试点城市后，市政府很有可能在三网融合中重点支持广电企业（非对称进入方式），而且广电部门可能将公司作为广电的标杆企业来扶持。此外，公司可以利用的资源范围将扩大，不排除公司展开跨媒体合作和并购的可能（出版、发行、报刊等非广电媒体资源），有机会成为北京文化资源的整合者。

整合后的北京广播电视台业务范围涵盖广播电视的采编、制作、播放、传输以及新媒体开发等全部领域，产业链比较完整。公司体外资源进一步丰富，北京广播电视台所拥有的制作、采编、广告等资源均有可能与公司展开合作，甚至有资产注入预期。仅北京广播电视台广告年收入规模就在40-50亿元（北京广播电视台的规模则更庞大），体量明显大于公司目前规模，歌华作为其唯一的上市公司，不排除未来在广电企业进一步市场化浪潮中，实现资产注入的可能。另外，公司有机会获得北京本地节目源的排他经营权，并可以借助该资源向内容领域拓展。

面对三网融合 在差异化竞争中寻求突破

三网融合是指电信网、广播电视网、互联网业务应用的融合。其带来的直接后果就是，电信企业和广电企业的业务交叉，有线运营商在面對市场化程度、资金实力、网络覆盖等方面都明显占优的电信运营商的强势竞争时，压力可想而知。

事实上，在信息传输渠道的竞争中，有线运营商的确压力重重，但这并不意味着其在三网融合的全业务竞争中处于下风。我们认为，有线运营商只有在差异化竞争中寻求突破，才能立于不败之地。公司作为地处首都的区域有线运营龙头企业，具备许多竞争对手所不具有的先天优势，是最具竞争实力的有线运营商之一。我们认为，公司有望在以下几方面实现突破：1、高清交互业务；2、多业务品种；3、频道的集成和开发；4、节目采编、制作；5、其他非广电的文化创意业务拓展。

核心竞争力确保占领行业制高点

核心竞争力包括：1、政府支持；2、有望成为北京文化资源整合者和战略投资者；3、高清交互为代表的多业务品种；4、区域垄断性；5、牌照资源和频道资源。

我们认为，仅仅定位为渠道运营商，有线运营商的战略意义并不大。利用自身优势充分挖掘媒体资源，有线运营商的价值才能得到充分体现。在媒体方面，公司可利用的资源要远远多于电信运营商，可以成为文化资源的整合者和战略投资者。



可转债获批 公司态度逐渐转向积极

短期来看，受高清机顶盒摊销等资本开支较大影响，公司利润增长受到一定压制，但随着未来收入的快速增长（收视费涨价，数字付费频道和增值业务快速发展）和成本下降（机顶盒摊销结束），公司业绩有望进入快速上升通道。另外，公司参股企业（茁壮网络、数码视讯等）为公司带来不错的投资回报，可以起到平滑业绩，减轻业绩压力的作用。我们预测，10-12 年 EPS 分别为 0.40 元、0.45 元、0.60 元，谨慎起见，以上预测未考虑涨价和资产注入带来的业绩增厚。

长期来看，公司未来增长的主要潜力将表现在以下方面：

- 1、每年新增 30 万左右有线电视用户；
- 2、视频业务，包括数字付费频道、交互等；
- 3、多业务品种，如宽带业务，更长期的可能还有 IP 电话业务等；
- 4、新频道开发，如电视购物频道、其他频道等；
- 5、可能的参股、并购项目；
- 6、可能的资产注入；
- 7、基本收视费的涨价预期。

我们认为北京作为三网融合的试点城市之一，三网融合对公司来说机遇大于挑战，公司面临战略性拐点，如果抓住机会，公司将成为三网融合的主要受益者（从有线运营商向媒体集团转变、从“渠道”向“渠道+内容”并重转变、从单一的运营商向综合服务信息服务商转变、从传统媒体公司向文化产业整合者迈进），有望实现跨越式发展。

公司近日公告发行 16 亿元可转换债券获证监会核准。我们判断，公司态度将逐渐转向积极，并认为目前股价已经具备吸引力（转股价 15.09 元，安全边际较高）。考虑到高清业务推广对短期业绩的影响（用户体验上升，有利于涨价）和长期的业务高增长预期（涨价预期、体外资源利用、并购整合、数字付费频道和高清业务发展等），应给予一定的估值溢价，维持增持评级及 20.0 元目标价（对应 2011 年 44 倍 PE）。

ST 鑫新：资产收购获准 价值存在低估

随着证监会的核准和公司的更名，江西出版集团借壳 ST 鑫新基本已成定局。

江西出版集团作为一家拥有三十多家全资或控股企业的综合性大型出版集团，综合实力位居全国出版发行类企业第四名，在完成改制和借壳上市后，业绩有望呈现较快增长，其驱动力包括：

- 1、经过资产、人员整合后，人员包袱减轻；
- 2、对部分不良资产进行处置后，资产减值损失将逐年递减；



- 3、实行市场化经营管理，管理出效益将逐步显现；
- 4、通过产业链上下游的相关贸易，拉动收入、利润增长；
- 5、有望通过兼并重组实现外延式发展；
- 6、打造江西物流信息港业务，带来新的利润增长点；
- 7、有几亿元资金用于 PE、融资融券、参与增发等投资项目。

我们预测 2010-2012 年 EPS 分别为： 0.60 元、0.74 元、0.91 元（按重组后 5.67 亿股本计算）。从估值角度分析，目前公司股价 2010 年动态 PE26 倍，明显低于传媒行业平均估值水平，也低于出版类公司的平均估值水平，安全边际较高，我们维持对公司的增持评级，目标价 20 元，对应 11 年动态 PE27 倍。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

高 辉，首都经济贸易大学金融学硕士，通信、传媒行业分析师，5 年 IT 行业和 3 年证券行业从业经验，对移动互联网、影视行业发展有深入研究，2009 年《新财富》通信行业最佳分析师入围，2010 年《新财富》通信行业最佳分析师第三名。

戴春荣：北方交通大学工学硕士，通信、传媒行业首席分析师。曾获《新财富》2006 年通信行业最佳分析师第二名、2007 年传媒行业最佳分析师入围、2009 年通信行业最佳分析师入围，2010 年《新财富》通信行业最佳分析师第三名。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。