

传媒繁荣长远可期，推荐影视与广告

传媒

传媒产业上有压力下有动力，未来上升空间广阔

传媒板块当前市盈率 50 倍，全部 A 股市盈率 19 倍，传媒板块估值是沪深 300 的 3.3 倍，处于近四年估值的高位。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。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。但传媒板块长期的估值溢价并不完全来自于板块业绩的增长，我们认为市场之所以长期给予传媒板块较高的估值水平，主要由于整个产业下有动力（经济高速增长，人民娱乐消费诉求不断提高），上有压力（政策管制，改制进程缓慢以及版权环境恶劣），致使产业规模长期处于一种压缩状态，随着压力的逐步缓解，整个产业未来释放的空间将非常大。

三网融合对有线网络影响暂时偏中性，须更多关注政策

由于要向电信企业租借国际互联网出口带宽，同时大量互联网内容处于电信网络中，考虑到网间结算的因素，宽带接入短期将难以成为广电的优势业务，不必过分夸大；双向化和高清互动还处于推进的过程中，难以支撑有线电视提价和收费；2011 年更多需要关注的是具有减税和补助题材的公司，跨区域收购的可能性虽然已经降低（由于国家有线网络已经开始筹建的原因），但仍值得关注。国家级有线网络公司的筹建已经提上日程，未来有望成为广电阵营参与三网融合的主体，对行业发展也将产生深远的影响。

电影产业迎来黄金繁荣期，广告公关随经济复苏，关注整合

电影市场将维持高速增长，市场集中度会进一步提高，板块内上市公司竞争力突出，受益于行业的快速增长，在未来几年将保持高于行业增速的增长；电视剧市场难以实现大幅增长，集中度亦会逐渐提高，相关业务成长性将主要取决于内容产品的竞争力。随着 2010 年宏观经济企稳，2011 年广告行业增长可期；整个广告行业（包括公共关系）集中度并不高，整合将是行业发展的趋势，看好内生增长稳定，战略扩张意识强的公司。

下调传媒行业至“低配”评级。上市公司所处子行业的成长性、受政策管制程度以及版权环境的影响是我们考虑的主要因素，根据这一逻辑，我们给出“华谊兄弟+蓝色光标+博瑞传播”的投资组合。

调低

低配

分析师：康志毅

投资咨询执业证书编号：

S0630209100142

联系信息：

010-59707103

kzy@longone.com.cn

联系人：郑永双

联系信息：

010-59707117

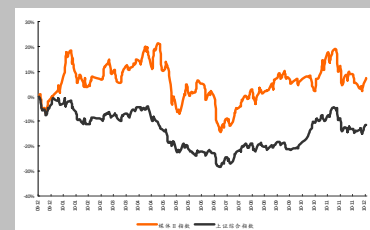
zhengys@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 12 月 24 日

调研：无

行业表现



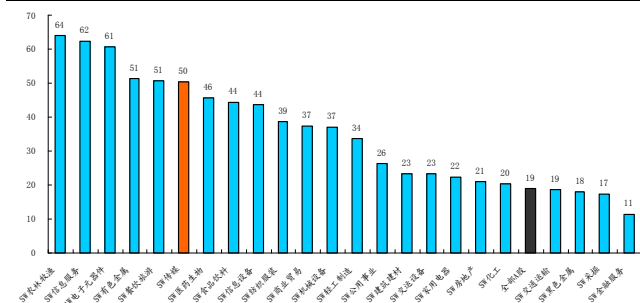
主要观点

- 文化产业受政策、版权环境因素压制，中国市场需求空间大，长期难以得到满足，未来若压力缓解，产业规模将得以释放，且具有很大弹性。
- 对传统媒体板块上市公司整体持中性态度，2010 年三网融合推进低于预期，2011 年关注政策以及国家有线网络筹建的情况，存交易性机会。
- 影视子行业增长迅速，受政策管制相对少，版权环境有持续改善迹象，看好子行业内市场竞争力突出，战略清晰的公司。
- 广告市场下半年运行符合 2010 年中期策略判断，继续看好内生与外延均存在机会的上市公司。
- 重点推荐标的：华谊兄弟、蓝色光标和博瑞传播。

高估值动因分析，投资策略

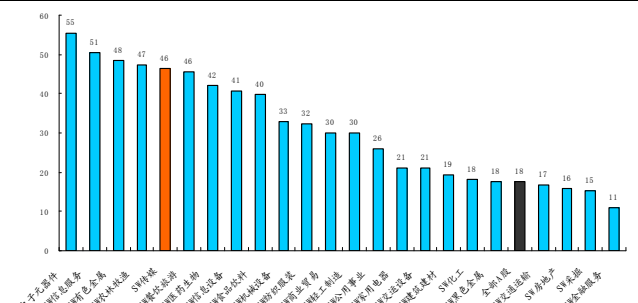
传媒板块当前市盈率 50 倍，全部 A 股市盈率 19 倍，传媒板块估值是沪深 300 的 3.3 倍，处于近四年估值的高位。在市场最悲观的 2008 年底，传媒板块市盈率大概在 34-35 倍，沪深 300 市盈率 12 倍左右，传媒板块估值达到沪深 300 估值的 2.6 倍。

图 1. 传媒板块估值横比-2010



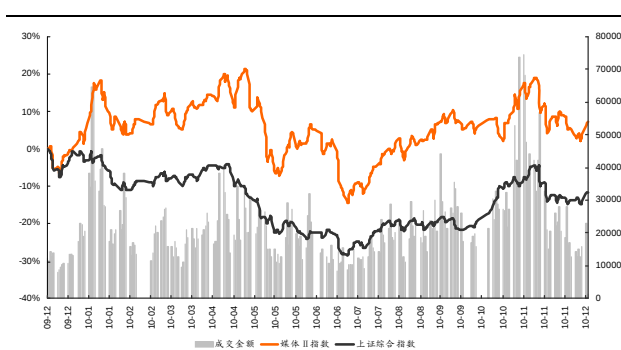
数据来源：东海证券研究所，WIND

图 2. 传媒板块估值横比-2011E



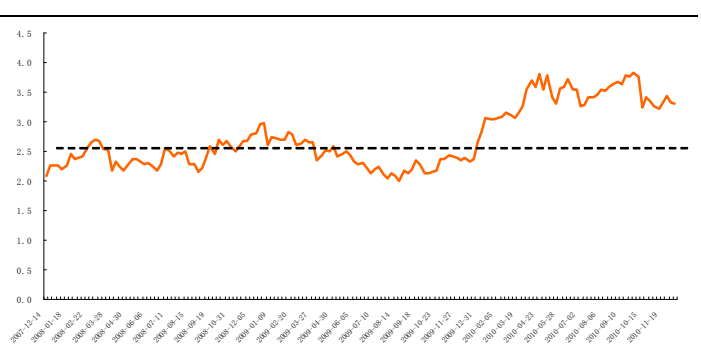
数据来源：东海证券研究所，WIND

图 3. 传媒板块相对上证综指走势对比



数据来源：东海证券研究所，WIND

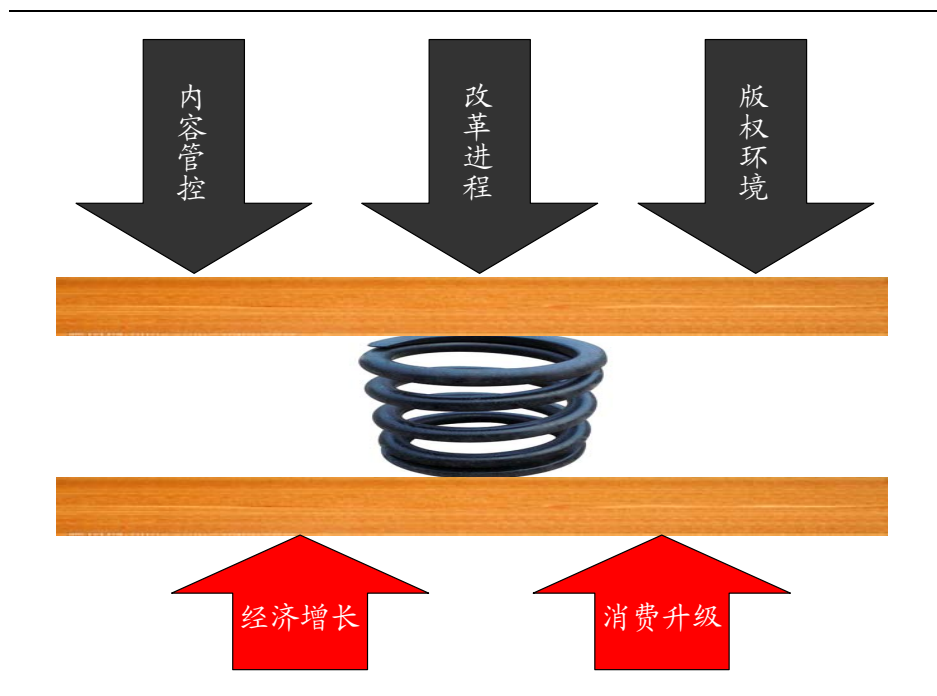
图 4. 传媒板块历史相对沪深 300 估值



数据来源：东海证券研究所，WIND

2009 年金融危机造成全球经济增速下滑，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，但传媒板块长期的估值溢价并不完全来自于板块业绩的增长，我们认为市场之所以长期给予传媒板块较高的估值水平，主要由于整个产业下有动力（经济高速增长，人民娱乐消费诉求不断提高），上有压力（政策管制，改制进程缓慢以及版权环境恶劣），致使产业规模长期处于一种压缩状态，随着压力的逐步缓解，整个产业未来释放的空间非常大。

图 5. 传媒产业未来可释放空间弹性大



资料来源：东海证券研究所

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，但整体进度仍落后于经济发展的速度。就目前看，整个传媒行业仍缺乏足够的活力，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，调整经济结构的战略。

整个文化体制的改革遵循了小步走的原则，我们认为这一原则短期难以改变，对经济利益的诉求与意识形态的管控本身就有着很深层次的矛盾，这种内在矛盾是长期阻碍体制改革的本质原因，尽管如此，我们仍然可以看到，经过 10 年的努力，对传媒的管制仍取得了一定的进展，主要体现在以下三个方面：

- 党委宣传部包办转向政府行政部门分工管理
- 法规制度相继建立，行政与市场调节并用
- 对“违规”媒介和个人惩罚措施有相对放松和逐渐软化的趋势

表 1. 涉及传媒产业刚性文件及政策

时间	发文件部门	文件名称	主要内容
1983	广播电视部	《关于广播电视工作的汇报纲要》	确定了“四级办台”的事业建设体制
1996	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于加强新闻出版广播电视业管理的通知》	按照“控制总量、调整结构、提高质量、增进效益”的原则，治理散滥，促进新闻出版和广播电视业从扩大规模数量为主向提高质量效益为主
1999	信息产业部、广电总局	《关于加强广播电视有线网络建设管理的意见》	提出了“四级办台”的广播电视改革体制
2001	中共中央宣传部、广电总局、新闻出版署	《关于深化新闻出版广播影视改革的若干意见》	提出文化体制改革要以发展为主题，以结构调整为主线，以集团化建设为突破口。第一次明确要求积极推进集团化建设，实行跨媒体、跨地区经营，把集团做大做强
2003	中共中央宣传部、广电总局、新闻出版署	《关于文化体制改革试点的意见》	将媒介业按资源、属性的不同分为公益性事业和经营性产业两类
2005	中共中央、国务院	《中共中央、国务院关于深化文化体制改革的若干意见》	强调区别对待、分类指导。公益性文化事业要增加投入、改善服务，经营性文化产业要创新体制、壮大实力
2009	国务院常务会议	《文化产业振兴规划》	强调传统媒体与数字媒体的交替、文化产业跨区跨行并且做大做强、吸引社会资本，建立中国文化产业投资基金

资料来源：东海证券研究所

从目前的业态来看，报纸和电视作为涉及意识形态较多的媒体，仍然受到最多的管控，改制阻力最大。其中报纸的发行环节由于其经营性质明显，管控较少，而编审环节仍未放开；电视媒体涉及新闻类的内容制作部分仍未放开，电视剧的娱乐属性强，部分已经逐步向民营放开，且取得了不错的市场效果；图书出版涉及意识形态相对较少，在出版、发行环节均有不同程度放开，但资源仍过多集中在国有企事业单位手中，市场活力不足，尤其发行环节，区域垄断现象严重；电影是目前管控相对最少的传统媒介类内容，无论是制作环节，还是发行环节（进口片除外），很大程度上已向民营企业放开；互联网作为新媒体，初始阶段受监管程度很低，现在有逐渐收紧的趋势；从后面的分析我们可以看到，受到政策管控最少的电影与互联网，实际也是在近年取得快速发展的子行业。

表 2. 分行业管制现状

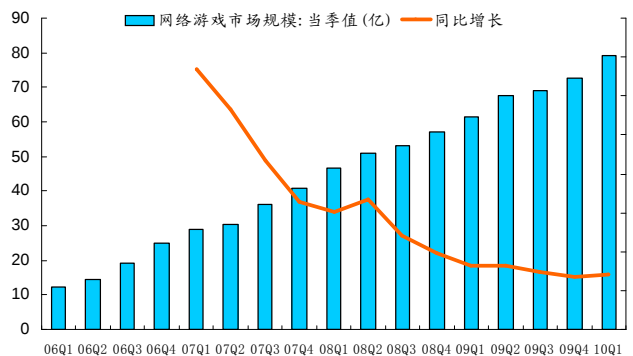
媒体	内容产生环节	流通环节
报纸	编审控制严厉	定位经营性
出版	编审控制较严，适度放开	区域垄断，部分向民营放开
电视	编审控制较严，适度放开，实行许可证制度	政府绝对控制(电视台 频道资源)
电影	编审控制较严，适度放开，实行许可证制度	进口严格控制，国产发行部分放开
互联网	难以控制	难以控制，有收紧趋势

资料来源：东海证券研究所

以网络游戏为例，有分析报告称，全球娱乐及媒体市场规模 2009 年为 1.3 万亿美元，2010 年，全球线上娱乐市场规模达到了 264 亿美元。在世界范围内来看，网络游戏市场规模仅占全部娱乐媒体产业的 2%。2009 年中国网络游戏市场规模达到 258 亿元人民币(38 亿美元)，远超国内电影和电视剧传统娱乐产业销售额之和。2010 上半年中国网游市场规模 156 亿元(23 亿美元)，全年预计达 330 亿元(48.6 亿美元)。中国已成为全球最大的网络游戏市场，占全球 2009 年收入总量的三分之一、亚太地区收入总量的 56%，网络游戏已经成为了我国当之无愧的第一娱乐产业。

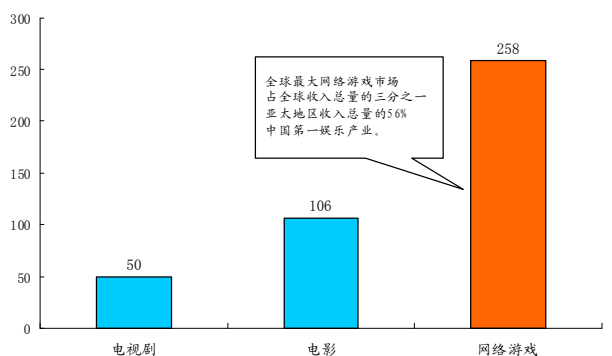
在全球仅占娱乐媒体产业的 2% 的网络游戏，在我国却成了第一娱乐产业，除了互联网用户的快速增长，低成本满足人们娱乐诉求的因素外，与早期管制宽松（一段时间管制缺位）也是有着密不可分的关系。相对宽松的管制环境使大量的竞争主体参与，繁荣了内容市场，给市场带来足够的活力。事实上，网络游戏的在中国市场体现出来的这种特殊性也侧面的反映了传统媒体在管制逐渐宽松的环境下所蕴含的巨大潜力。

图 6. 网络游戏收入规模季度数据



数据来源：东海证券研究所，WIND

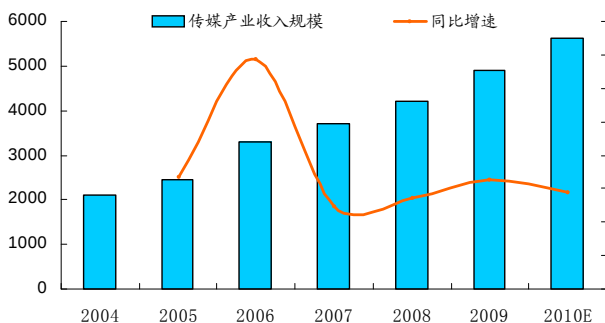
图 7. 网络游戏市场规模与电影、电视剧对比



数据来源：东海证券研究所

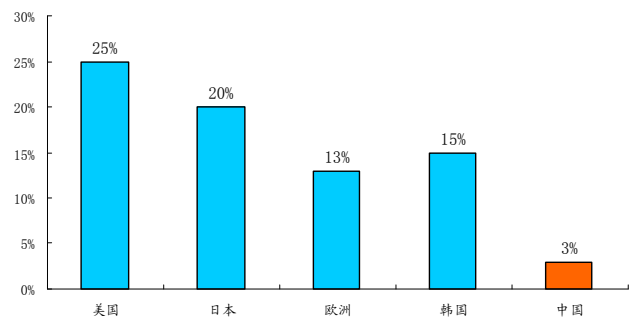
尽管中国的传媒产业保持着较高速的增长，但其整体规模仍然偏小。2009 年中国传媒产业 GDP 占比仅为 1.67%，而在日本，美国这些传媒大国，传媒产业占比 GDP 均超过 20%，甚至单独一个动漫产业，在日本都可以成为经济的第二大支柱产业，而中国众多的人口基数决定了潜在的市场非常大，一旦整个产业增长的瓶颈被打破，进入加速上升通道，增长空间会很大。

图 8. 传媒产业规模预测



数据来源：东海证券研究所，《中国传媒产业发展报告》

图 9. 中国文化产业占比相对低



数据来源：东海证券研究所

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。

一个不懂得尊重知识产权的市场和一个没有正版消费习惯的用户群是不可能造就一个文化大产业的。对于盗版消费占市场总量绝大部分份额的中国文化产业来说，要想成就文化大产业就必须寄希望于中国版权环境的根本改善。值得高兴的是近两年中国文化市场的版权意识在逐渐增强，版权事件越多可能对我们的版权环境改善越好。

图 20. 中国无线音乐与在线音乐收入占比

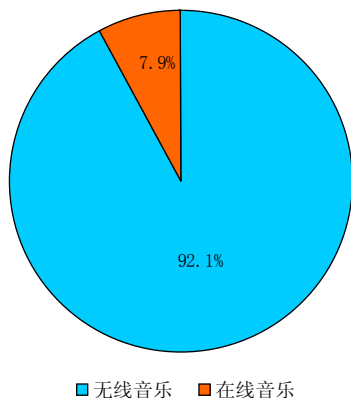
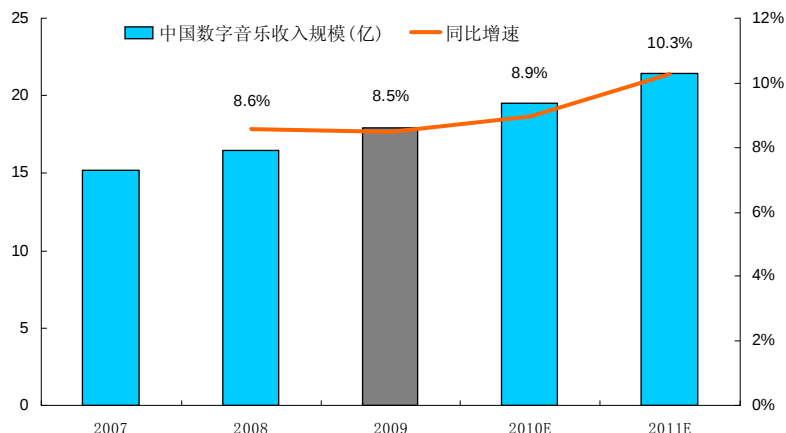


图 31. 中国数字音乐收入规模



数据来源：东海证券研究所，艾瑞咨询

数据来源：东海证券研究所，艾瑞咨询

表 3. 近年来涉及版权重要事件

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约《图书公平交易规则》正式发布
	2010.04	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、优朋普乐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

基于以上的分析，我们的投资思路是：在传媒板块中选择受经济增长推动明显，且受政策管制、版权环境影响相对小的子行业——影视娱乐和广告公关。影视娱乐目前政策环境相对来说最宽松，尤其电影市场处于黄金发展期，巨大的国内市场足以成就一个大的电影产业（至少是规模上的）；广告公关并不是一种媒介，由于其天生的经营性特质，自始至终受管制较少，加上市场集中度不高，受益于中国经济快速增长和消费升级，相关上市公司在保持高速稳定内生增长的同时，进行兼并收购，逐渐形成大型传播集团的可能性较大。传统媒体方面我们关注受“三网融合”热点影响的有线网络板块，虽然从产业结构上判断，有线网络并没有明显的受益，但是从广电与电信的博弈角度看，2010年有线网络受到政策支持的可能性仍然较大，存在交易性机会。

图 42. 传媒产业分业态收入数据

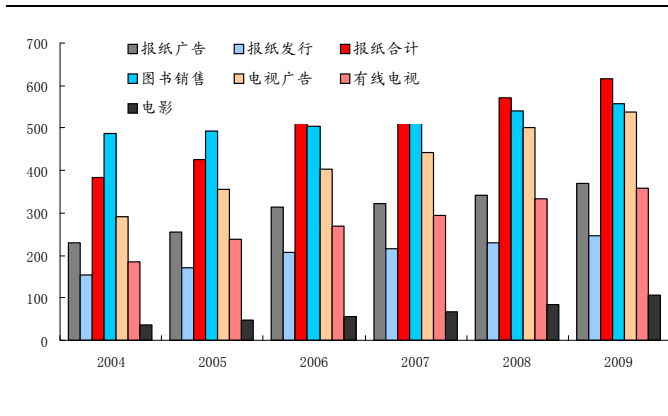
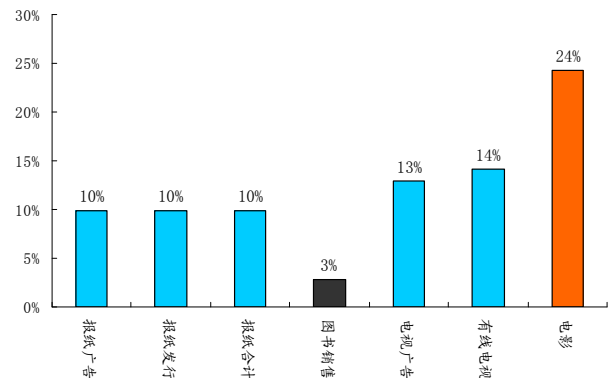


图 53. 分业态收入 5 年复合增长率对比



数据来源：东海证券研究所，CEIC

数据来源：东海证券研究所，CEIC

表 4. 传媒板块上市公司主营业务增长与行业增长数据

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

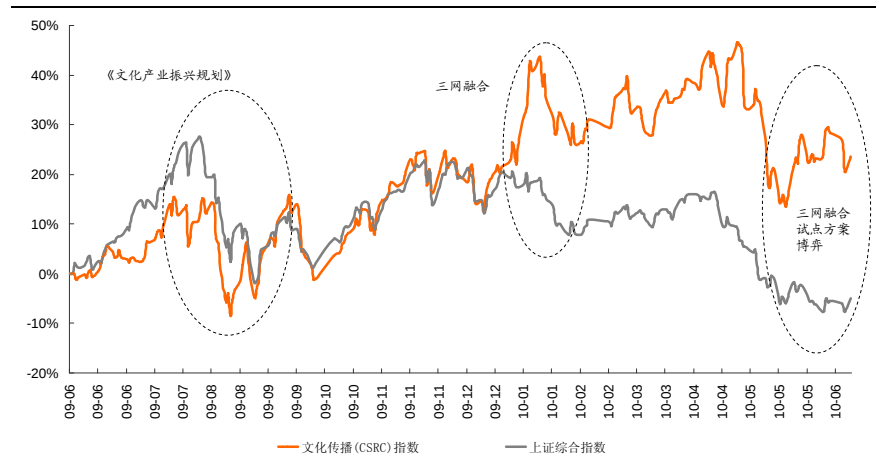
有线网络：历史关头，机会与挑战并存

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。

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，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。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。尽管试点城市与试点方案的出台，无论在时间上还是在内容上低于预期，但仍不排除 2011 年三网融合的进展会刺激有线网络板块上涨的可能性。

图 14. 近期政策对传媒板块影响



数据来源: 东海证券研究所, WIND

表 5. 近一年多重要行业政策

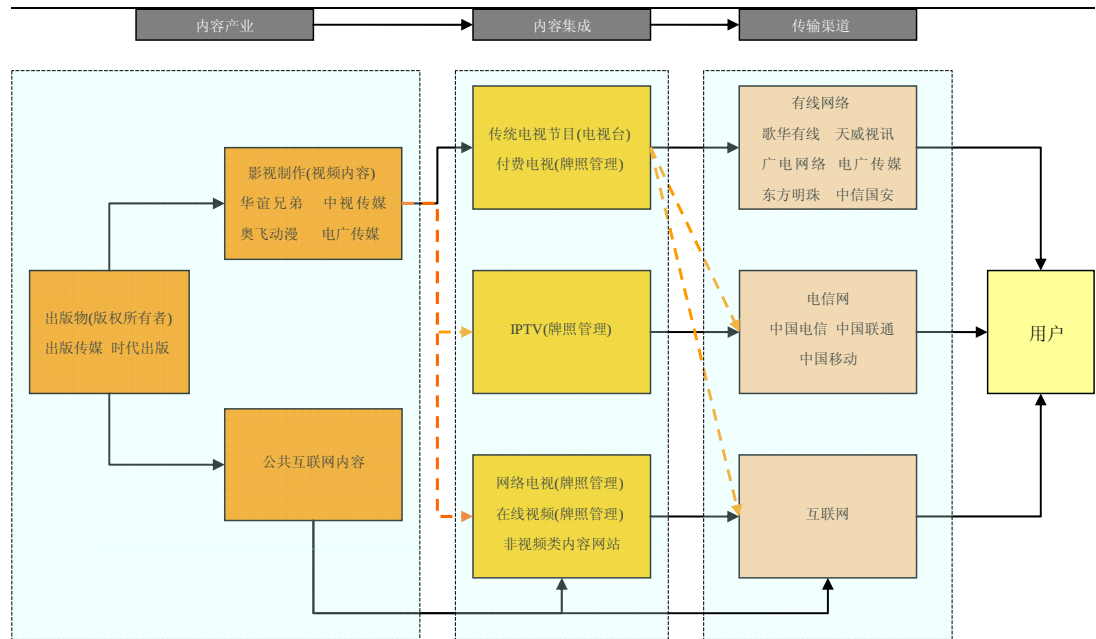
2009.04	财政部、国家税务总局《关于文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的若干税收优惠政策的通知》	主要是针对改制企业的所得税优惠，期限为2009-2013年
2009.04	财政部、国家税务总局《关于支持文化企业发展若干税收政策问题的通知》	主要涉及营业税、增值税税收优惠
2009.04	新闻出版总署《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》	积极支持条件成熟的出版传媒企业，特别是跨地区的出版传媒企业上市融资。在三到五年内，培育出六七家资产超过百亿、销售超过百亿的国内一流、国际知名的大型出版传媒企业。
2009.05	发改委发布《关于2009 年深化经济体制改革工作的意见》	明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，向面上推开，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

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

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。

图 15. 三网融合逻辑图及相关上市公司



资料来源: 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。

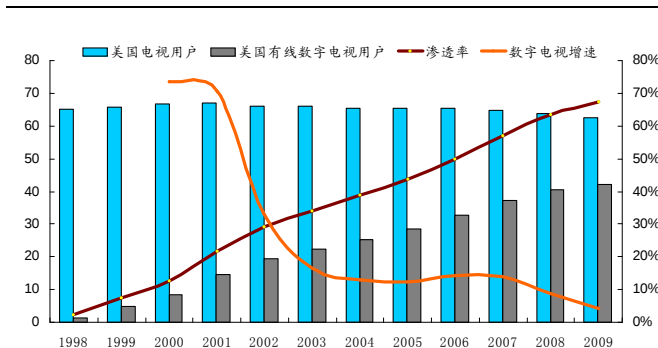
长期看，三网融合是国家推动电信、广电融合，增加市场竞争，繁荣产业发展，从而贡献新经济增长点的举措。三网融合的概念自提出至今已历经近十年，严厉的管制，广电体系的历史问题，都是摆在三网融合面前的难题，有线网络企业有机会借助政策，在历史遗留问题的解决上获得突破，这是三网融合给有线网络企业带来的机会。对有线网络企业的挑战主要来自于IPTV对传统电视的竞争，由于IPTV的集成播控平台仍然在广电企业手中（电视台或广电集团），相对来说这种威胁降低了很多，但如果有线网络不抓紧时间升级网络，提升服务质量，同时用高清节目吸引用户的话，长期来看互联网视频和IPTV仍会对有线电视产生很大的

冲击。

从美国的经验看，截止到 08 年，美国数字电视渗透率为 63.42%，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，近年来有下降的趋势，数字电视增长率也只是稳定在 10% 上下。近一段时间美国有线电视持续出现退订潮，也引发我们更多的思考，互联网、IPTV，甚至未来的 google TV 都是有线电视强有力的竞争者，有线电视如果不增强内容的互动性，受冲击将成为趋势。

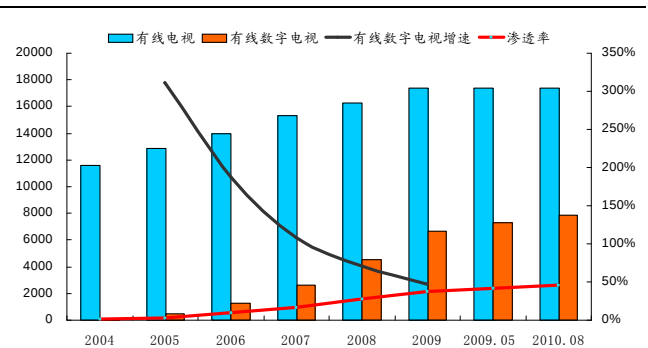
截至 2010 年，中国有线电视用户为 17398 万户，同比增长 6.7%，有线数字电视用户 6636 万户，同比增长 47.1%，渗透率 38.1%，8 月份最新数据显示，有线电视用户数达 1.74 亿，有线数字电视用户数 7880 万，渗透率达到 45.3%，预计年底，全国有线数字电视用户数将达到 9000 万户，渗透率将超过 50%。中国有线电视用户数量处于一个稳中有升阶段，数字电视则处于快速增长期，但随着数字化推进从一线发达城市向二三线城市推进，受制于经济实力与消费习惯的差异，增速会逐渐放缓。

图 16. 中国有线电视、有线数字电视数据



数据来源: 东海证券研究所, 广电总局

图 17. 美国有线电视、有线数字电视数据

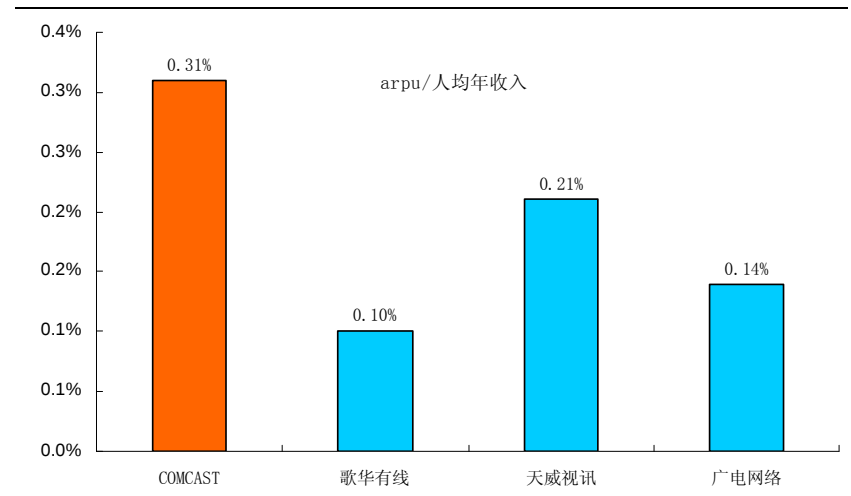


数据来源: 东海证券研究所, SNL Kagan

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，盈利空间有望逐渐打开。

(ARPU/当地人均月收入) 值与美国有线网络公司对比偏低的另一个重要原因在于，我国有线电视的基本收视费被管制，早期作为公益性事业的电视，收费标准被认为的压低，对比上世纪 80 年代，城镇居民人均可支配收入增长了 22.5 倍，而全国有线电视基本收视费平均水平到 2006 年只增长了 1.25 倍，而同期三级医院挂号费、公园门票（颐和园）分别增长了 50 倍-140 倍和 300 倍，公共交通票费增长了 19 倍，居民用自来水增长了 29.8 倍。有线电视基本收视费被长期控制在一个稳定水平的根本原因仍在于其涉及到意识形态的问题，其宣传公益性使得政府将覆盖率以及稳定播出作为第一目标，而经济目标对于传统有线网络企业来说，从来就不是最需要关心的。不过随着文化体制改革的推进，这种问题在逐渐好转，但是有线电视基本收视费要想实现市场化，从根本上还是取决于政府的决心，其难度不亚于电视台市场化。

图 68. 有线网络公司 (arpu/人均年收入) 值对比



数据来源: 东海证券研究所, Bloomberg, WIND

表 6. 收视费增长与其他日常消费增长对比

	80年代	90年代初	90年代末	2006年	增长率
食盐每公斤价	0.4元/公斤	0.9元/公斤	1.7元/公斤	1.9元/公斤	3.75倍
三级医院挂号费	0.1元/次	0.5元/次	2-8元/次	5-14元/次	50-140倍
公园门票(颐和园)	0.1元/次	2元/次	10元/次	30元/次	300倍
公共交通票价	0.05元/次	0.2元/次	0.5元/次	1元/次	19倍
居民用自来水	0.12元/吨	0.30元/吨	1.3+0.3元/吨	2.8+0.9元/吨	29.8倍
有线电视基本收视维护费	8元/月	8元/月	12元/月	18元/月	1.25倍
	1982年	1992年	1999年	2006年	增长率
城镇居民人均可支配收入	500元	1826元	5854元	11759元	22.5倍
农村居民人均纯收入	270元	784元	2210元	3587元	12.3倍

数据来源: 东海证券研究所

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 7. 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

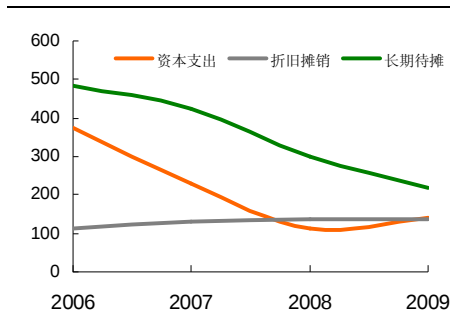
表 8. 有线网络上市公司宽带业务收入

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

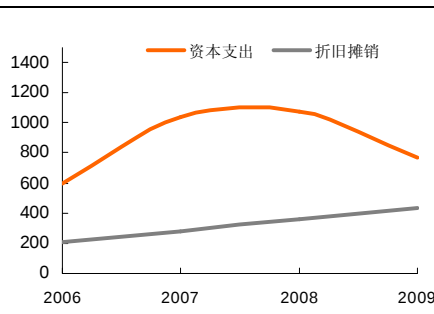
有线网络上市公司目前处于资本支出的历史高峰期, 歌华有线、广电网络的折旧摊销压力正在增加, 处于上升通道。歌华有线 2009 年资本开支开始下降, 但 2010 年、2011 年推广 260 万户高清互动机顶盒的计划将增加 10 年、11 年资本支出 12 亿元、15.6 亿元, 尽管北京市政府将给予 35% 的补助, 其余的 65% 仍会大幅增加公司折旧摊销压力; 广电网络由于 08 年完成省内资产整合, 整体网络资产数字化程度低, 09 年公司大力开展数字化整转工作, 资本支出从 08 年的 1.5 亿元陡增至 09 年的 4.9 亿元, 同样大幅增加未来几年折旧摊销的压力; 天威视讯由于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 19. 天威视讯折旧摊销



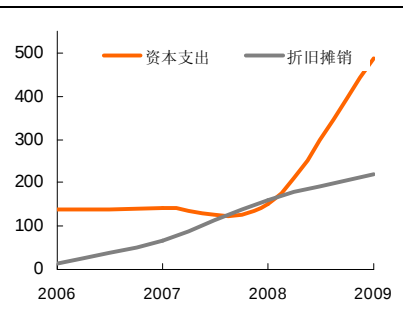
数据来源: 东海证券研究所

图 7. 歌华有线折旧摊销



数据来源: 东海证券研究所

图 21. 广电网络折旧摊销



数据来源: 东海证券研究所

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、中部地区地市以上城市要实现有线电视数字化, 东、中部地区县级城市和西部地区大部分县级以上城市要基本完成有线电视数字化。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 9. 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、中部地区地市以上城市	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

资料来源：东海证券研究所

我们对有线网络板块的判断：由于要向电信企业租借国际互联网出口带宽，同时大量互联网内容处于电信网络中，考虑到网间结算的成本因素，宽带接入中短期将难以成为广电的优势，不必过分夸大；双向化，高清互动还处于推进的过程中，难以支撑有线电视提价和收费；2011 年更多需要关注的是具有减税和补助题材的公司，跨区域收购的可能性虽然已经降低（由于国家有线网络已经开始筹建的原因），但仍值得关注。国家级有线网络公司的筹建已经提上日程，未来有望成为广电阵营参与三网融合的主体，我们有个大胆的猜测：未来各地有线网络资产将逐步进入国家有线网络公司，参考有线网络上市公司历次收购的价格，如果说国家有线网络收购上市公司的资产（网络和用户），这种可能性我们认为很低（歌华有线、广电网络和天威视讯的每户市场价值高达 3000 元-7000 元），更有可能出现的一种情况是，各地上市公司将有线网络资产置出，由各地广电集团置入其他优质资产，不过这将是一个长期的过程。

表 80. 传媒板块估值横比

公司	时间	收购资产	收购比例	收购价格(百万元)	ps	pe	pb	每户价值	用户数
歌华有线	2001年12月	北京郊区网络资产	100%	165	-	-	-	335	
	2002年2月								
	2004年9月	涿州有线网络	95%	12	3.3	12.4	1.2	459	
天威视讯	2007年9月	深圳南油广播电视站	100%	53	-	-	1.7	-	
广电网络	2006年4月	陕西11地市有线网络资产	100%	1099	2.5	14.7	0.9	388	
电广传媒	2006年4月	湖南广播电视网络	62%	62	4.4	-	3.1	-	
	2007年12月	湖南广播电视网络	38%	38	4.7	-	-	-	
东方明珠	2007年4月	东方有线	10%	160	-	12.5	2.4	364	
		太原有线	50%	220	2.4	-	1.7	677	
中信国安	2006年11月	益阳国安广播电视宽带网络	49%	36	4.2	16.1	1.0	-	
	2007年12月	安徽广电网络	19%	71	1.5	70.1	1.0	319	
武汉塑料	2010年4月	武汉广电(武汉)	100%	1050		19.3	1.4	795	132
		楚天襄樊(襄樊)	100%	260		-	1.0	1040	25
		楚天金纬(江陵/松滋/石首/监利/洪湖/荆州)	100%	410		21.2	1.3	661	62
		楚天数字(武汉/天门/潜江/仙桃)	100%	760		23.5	1.2	633	120

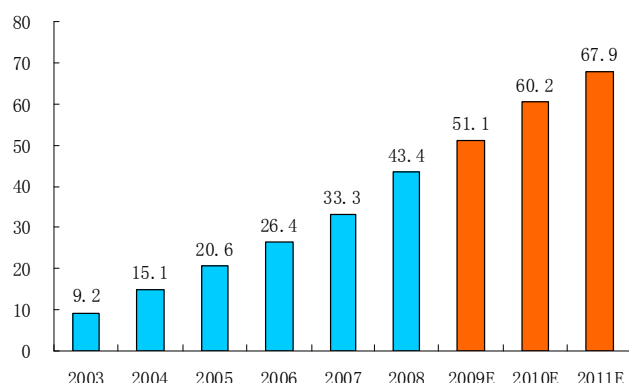
资料来源：东海证券研究所

影视：高速增长可持续，产业繁荣值得期待

在普华永道一份 2009 年的预测报告中，2009 年、2010 年和 2011 年中国电影票房收入将分别达到 51 亿元、60 亿元和 68 亿元，而 2009 年中国电影票房收入达到 62 亿元，同比增长 42%，截至今年 11 月份，国内

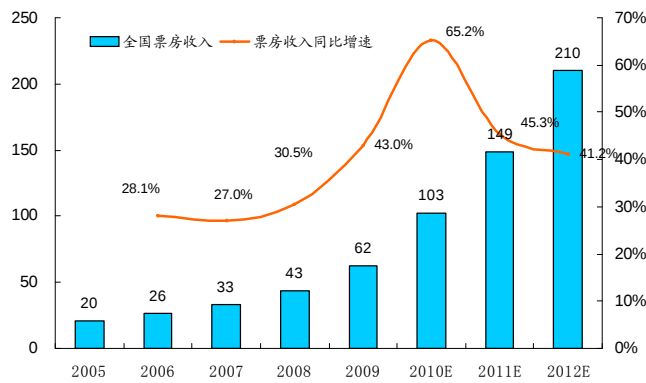
票房市场已经达到 88 亿元，市场普遍预期 2010 年中国票房收入将突破 100 亿元，中国电影市场自 2003 年进入新一轮的景气周期后，正处于爆发式增长过程中，这种爆发式的快速增长甚至超过了很多业内人士的判断。

图 22. 普华永道 09 年对中国电影票房预测



数据来源: 东海证券研究所, Entgroup

图 23. 中国票房收入



数据来源: 东海证券研究所, Entgroup

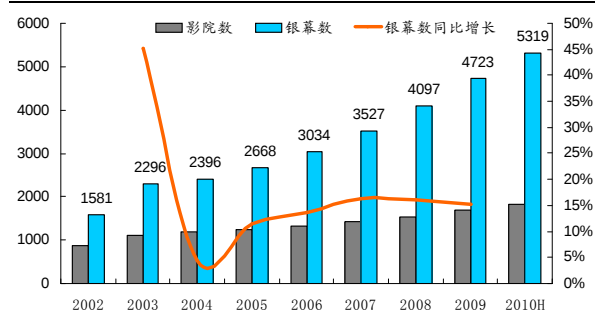
是什么原因使得中国的票房增长大大超出了市场预期，我们尝试从影院、屏幕及观影数据上对近几年中国电影市场进行分析。

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 年新增影院 142 家，总数达 1687 家，2010 年中达到 1836 家；2009 年新增银幕 626 块，总数达到 4723 块，2010 年中达到 5319 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，银幕数同比增长仅有 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，远不能满足市场需求。

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。

平均单银幕票房方面，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，表明这期间中国电影市场的增长既有外生性增长，同时也有内生性增长。2010 年中期平均单银幕收入 91 万元，出现了下降的趋势，但这主要是因为 2010 年中期电影屏幕和影院数量出现了超常规增长，半年屏幕数和影院数增长接近 09 年全年水平，这主要是影院投资过热引起，由于很多新影院还未形成规模收入，致使全国整体的单银幕收入出现下降。

图 24. 2002-2010H 影院与屏幕数据



数据来源: 东海证券研究所, Entgroup

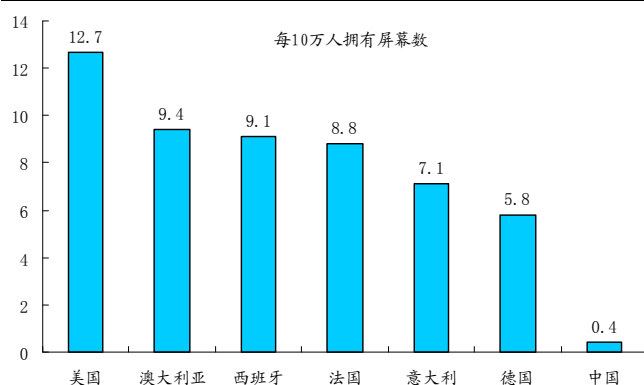
表 11. 2006-2010H 电影行业及观影数据一览

项目	2006	2007	2008	2009	2010H	3年CAGR
电影票房(亿)	26	33	43	62	48	33.6%
影院数量	1325	1427	1545	1684	1836	8.3%
单影院收入(百万)	1.96	2.31	2.78	3.68	2.63	-
荧屏数量	3034	3527	4097	4723	5319	15.9%
单荧屏收入(百万)	0.86	0.94	1.05	1.31	0.91	-
单影院屏幕数量	2.29	2.47	2.65	2.80	2.90	-
观众人次(亿次)	0.89	1.30	1.70	2.40	-	39.2%
人均观影次数(次/年)	0.15	0.22	0.28	0.39	-	37.5%
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

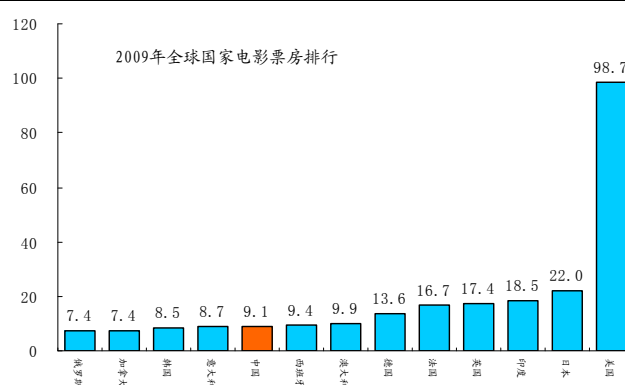
数据显示,我国每10万人拥有屏幕仅0.4块,与西方国家普遍存在很大差距,就算剔除农村人口,每10万人拥有屏幕数也没有超过1块,差距依然悬殊。从绝对数据上看,美国大概有接近4万块屏幕,我国目前屏幕数达到了5319块,大概只是美国屏幕数量的八分之一。票房上看,09年中国票房收入9.1亿美元,美国票房收入98.7亿美元,中国票房收入甚至不到美国票房收入的十分之一。长期看,中国的屏幕数量远未饱和,票房市场有着很大的提升空间,随着屏幕数量的高速增长,电影票房维持高速增长将是大概率事件。

图 25. 主要国家每10万人拥有屏幕数据对比



数据来源: 东海证券研究所

图 26. 主要国家票房收入情况



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。电影投资是典型的高风险高回报,越来越多的资本投资于电影制作将有助于繁荣市场,提升内容质量,但对于单个投资主体,如果没有足够的制作与宣发经验,很难在初期获得超额回报,而承担的风险却不低。

表 12. 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

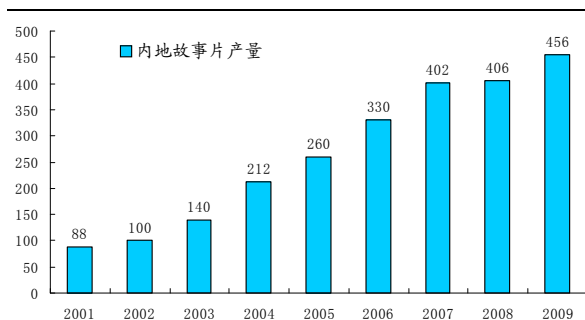
表 13. 近年新增电影投资基金

基金名称	简介
IDG中国媒体基金	2007年5月由中影集团和IDG建立,用于投资中国电影,《胡同里的阳光》是首个项目
A3国际电影基金	由香港著名制作人施南生、保利博纳总裁于冬联合日本、韩国、香港三位制片人及一名前摩根斯坦利投资银行家共同发起,预期募集资金1亿美元,计划在五年内投资30部亚洲电影,重点是中日韩合拍片
韦恩斯坦亚洲电影基金	共2.85亿美元,计划超过50%的资金投资给中国电影

资料来源: 东海证券研究所

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,制片环节有难以量化的未知风险,09 年国产故事片 456 部,成规模投放市场的只有总量的三分之一左右,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以及大导演执导的大片,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,绝大多数的不盈利影片都是中小型制片机构投资。表面上分散的市场结构,实际上集中度并不低,正因为如此,我们认为在中国电影市场如此繁荣的今天,进入制片领域仍需谨慎,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。

图 27. 国产故事片产量



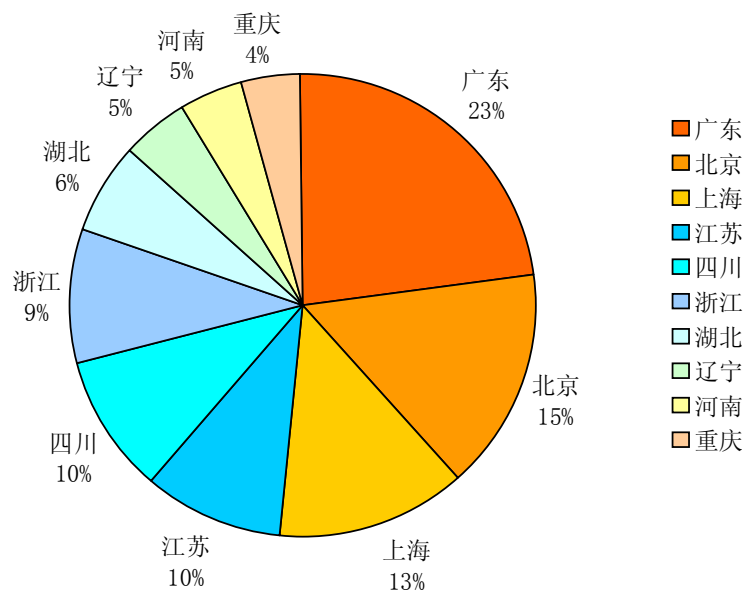
数据来源: 东海证券研究所

表 14. 三年内主要导演制作影片收入

导演	内地票房	三年内作品
1 冯小刚	122478	《集结号》《非诚勿扰》《唐山大地震》
2 吴宇森	58100	《赤壁》上/《赤壁》下
3 韩三平	42000	《建国大业》
4 黄建新	42000	《建国大业》
5 陈德森	29620	《十月围城》
6 张艺谋	26100	《三枪拍案惊奇》
7 陈嘉上	23240	《画皮》
8 高群书	22850	《风声》
9 陈国富	22500	《风声》
10 李仁港	21558	《锦衣卫》《三国之见龙卸甲》

数据来源: 东海证券研究所

图 28. 中国票房分地区收入结构



数据来源: 东海证券研究所

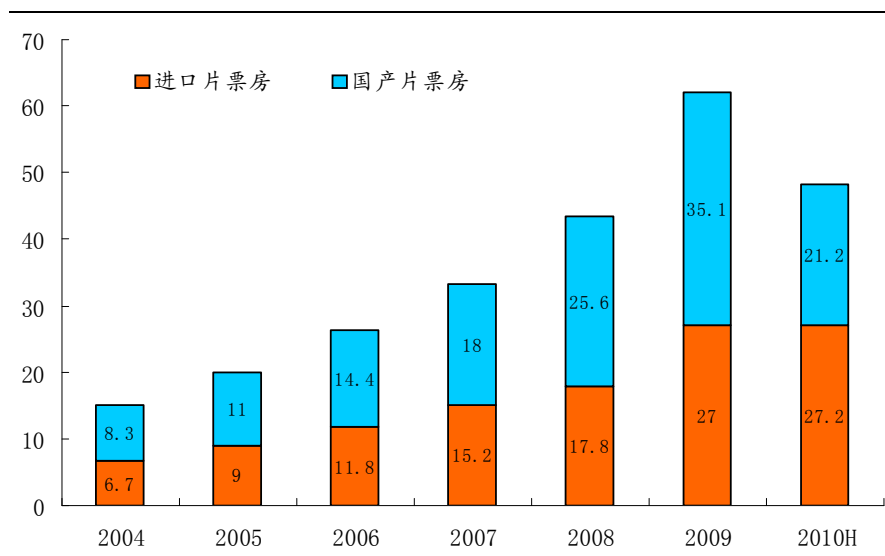
从 2009 年分地区票房收入看,广东、北京和上海仍是中国电影票房的三大票仓,这种严重的区域失衡主要有两个原因,一个是地区经济差异,另一个是影院资源差异,我们认为随着其他省份经济的快速增长(欠

发达省份经济增长往往高于发达地区)以及影院投资的推进,其他省份票房收入的增长将显著高于发达地区,这也支撑整个中国票房收入增长的一个重要因素。

2011年需要关注的另一件事情是中国接受WTO裁决,将在2011年开放娱乐产品市场,基本定于2011年3月19日以前对美进一步开放娱乐产品市场。在WTO的判决中,允许中国保留两家国有电影发行公司的进口权,并保护了中国政府对外国电影进行一定程度审查的权利,中国也无须提高每年引进20部外国电影的限额。但是,中国将不得不允许美国及其它外国企业向中国引进电影、音乐、电游和图书,并准许美中合资企业在互联网上分销音乐。

从2004年-2009年进口片与国产片票房对比可以看到,六年间国产片票房收入一直超过进口片,2010年上半年进口片票房收入超过国产片,主要因为《阿凡达》单片票房创纪录的达到了13.8亿元,剔除《阿凡达》可以看到,国产片的创收能力仍强于进口片,考虑到票房收入较高的几部国产片均集中在下半年上映,预计全年国产片票房收入仍将超过进口片。我们认为主要的原因有两个,一个是文化差异,另一个是国产片在发行上会受到一定倾斜。所以我们判断WTO的裁决在短期难以改变市场格局,不必过多忧虑。

图 29. 中国票房收入结构 (进口-国产)



数据来源: 东海证券研究所

表 9. 2010H 国产片票房前十

序号	片名	票房 (万元)
1	叶问2宗师传奇	23235
2	大兵小将	16078
3	锦衣卫	14365
4	越光宝盒	13179
5	全城热恋	13165
6	杜拉拉升职记	12881
7	喜羊羊与灰太狼之虎虎生威	12685
8	孔子	10108
9	花田喜事2010	6142
10	未来警察	6003
合计		127840

数据来源: 东海证券研究所

表 10. 2010H 进口片票房前十

序号	片名	票房 (万元)
1	阿凡达	137870
2	爱丽丝梦游仙境	22640
3	钢铁侠2	17637
4	诸神之战	17518
5	波斯王子: 时之刃	15822
6	驯龙高手	9124
7	大侦探福尔摩斯	8174
8	邻家特工	6974
9	玩具总动员3	6491
10	罗宾汉	4380
合计		246630

数据来源: 东海证券研究所

从影片实现收入的角度看，中国与美国对比，收入窗口严重匮乏。中国的票房市场基本上承担了几乎全部收入，而美国形成收入的窗口达到 9 个，每年约 100 亿美元的票房收入可以派生出 4-6 倍的下游产值。随着中国电影产业的发展，内容制作以及发行能力会不断壮大，长期趋势上，但不电影的创收能力提升空间很大。

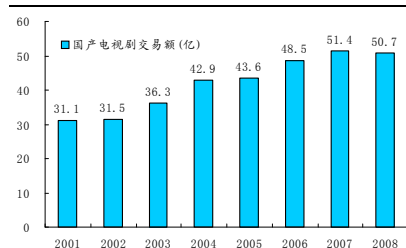
表 17. 美国电影发行窗口

1	第一个窗口-影院，业内称其为“瓶颈”，是一部影片实现利润流的第一关，美国每年约100亿美元的国内影院票房可以派生出4-6倍的下游产值，使其电影产业的收入始终保持在美国GDP0.3%的水平。
2	第二个窗口-单片付费以及辅助权利。影片在影院首映3个月之后，进入第二个发行窗口，即有线电视中的“单片付费”频道，有线电视订户点播观看每场电影，收费3.99美元（相当于影院日场票价）。
3	第三个窗口-有线付费电影频道。一部影片在单片付费频道滚动播出约3个月之后，其发行周期进入第三个窗口，即“有线付费电影频道”，此类频道有名的有HBO、Showtime和AMC等七八个。
4	从影院首映之日起6个月到一年之后，影片的发行周期开始进入第四个窗口家庭录像，美国影片单是家庭录像发行这一窗口的收入每年都在120亿美元左右。
5	第五个窗口-有线电视。影院发行一年之后，影片发行周期才会进入这个窗口，订户基本月费一般为30-50美元。
6	第六个窗口-无线电视，影院发行一年半到两年之后就进入到这个窗口。美国的无线电视业内一直有这样的“三大两小”，即ABC、CBS、NBC和FOX、WB，无线电视网一般都是从片商买断影片播映权，一般来说版权费不会低于1000万美元；
7	第七个窗-地方电视台，美国叫做“辛迪加”，这是充分发掘影片剩余价值的一种良好方式，一般是捆绑式批量卖断。
8	最新的窗口-视频点播和新媒体，VOD用机顶盒在线流媒体观看或下载到电脑、数字录像机或移动多媒体播放器观看。大多数基于有线或电信的电视服务提供商都同时提供在线流媒体观看或下载观看。
9	与所有窗口重叠和交叉并能延续多年的利润流程还包括海外发行和商品开发。所以说，一部锐意做大的影片可以开掘出一道数以十亿美元计的利润流。

数据来源：东海证券研究所

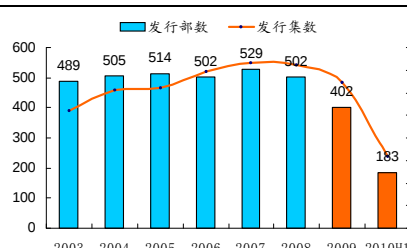
相比电影市场的快速增长，电视剧市场增长要平稳的多。预计 2010 年收入将达到 60 亿元，但整体投资总额超过 50 亿元，基本超过 2008 年交易总额，在 3000 多家影视制作机构中，真正实现盈利的不过几十家。在国内每年生产的一万多集电视剧中，能在电视台播出的不超过 3000 集，能盈利的不超过 1000 集，电视剧新规压制了市场空间，总发行部数降低，单部集数增加，单集价格上涨是趋势。行业竞争白热化，竞争力低下的制片单位生存艰难，精品路线是必由之路。

图 30. 国产电视剧交易额



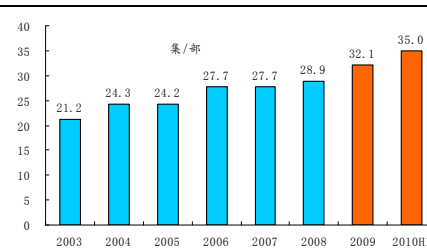
数据来源：东海证券研究所

图 31. 国产电视剧发行（部/集）数



数据来源：东海证券研究所

图 32. 电视剧单集价格趋势



数据来源：东海证券研究所

表 18. 大制作电视剧单集价格及卫视播出情况

项目	成本	售价	单集价格	卫视首播
《我的团长我的团》	3000万	5000-6000万	120万	北京、上海、江苏、云南四家卫视
《潜伏》	2000万	3000万	100万	北京、上海、重庆、黑龙江四家卫视
《手机》	2000万	5760万	160万	东方、北京、浙江、天津四家卫视
新版《三国》	1亿	1.6亿	180万	江苏、重庆、安徽、天津四家卫视
新版《红楼梦》	1.18亿	1.5亿	300万	北京、安徽两家卫视

资料来源：东海证券研究所

相比电影市场的快速增长，电视剧市场增长要平稳的多。预计 2010 年收入将达到 60 亿元，但整体投资总额超过 50 亿元，基本超过 2008 年交易总额，在 3000 多家影视制作机构中，真正实现盈利的不过几十家。在国内每年生产的一万多集电视剧中，能在电视台播出的不超过 3000 集，能盈利的不超过 1000 集，电视剧新规压制了市场空间，总发行部数降低，单部集数增加，单集价格上涨是趋势。行业竞争白热化，竞争力底下的制片单位生存艰难，精品路线是必由之路。

2011 年值得关注的另一个趋势将是电视台独播现象以及自制剧的增加。这种趋势已经在 2010 年有所体现，我们认为这主要是因为电视剧单集价格的快速上涨，成本压力迫使电视台逐渐采取独播和自制剧+外购剧的策略，对制片企业影响较大的将是自制剧的回归，这将挤压民营制片公司的市场空间，使市场集中度逐渐提高，市场资源逐渐向实力雄厚，有竞争力的制片公司集中，由于各地电视台不可能靠自制剧完全满足播出，所以对有竞争力的制片公司来说，影响偏中性。而小型制片公司将面临被市场淘汰的风险。

表 19. 各地方卫视自制剧规划

卫视	自制剧情况
湖南卫视	湖南卫视是自制剧的先行者，“丑女系列”、“流星雨系列”、《恰同学少年》，另有沈怡、陈铭章和尤小刚新作《宝贝妈妈宝贝女》、《单身公主相亲记》、《8090向前冲》三部剧集在10月期间亮相。
江苏卫视	通过电视剧《三国》的首轮热播看到了在电视剧品牌上的大有可为。江苏卫视将斥资8个亿，2011年播出的电视剧全部是自制剧、定制剧和独播剧。
安徽卫视	以“剧行天下”为宣传语的安徽卫视也高举推出自制剧，《新包青天》、《幸福最晴天》、《天涯赤子心》、《阿诚》等,11年将拍3至5部自制剧。
东方卫视	东方卫视2010年有多部自制剧将要播出或正在筹备，包括《加油！优雅》、《青春进行时》、《杜拉拉升职记》、《加油！网球王子》等。
浙江卫视	今年浙江卫视成立“蓝巨星国际传媒公司”，负责自制电视剧和做艺人经纪，投资8000万元拍摄4部自制剧：《歌舞青春》、《我的野蛮女友》、《爱上女主播》和《我爱记歌词》。预计今年第四季度开机，明年暑期档播出。
天津卫视	《阳光的快乐生活》、《一个姑爷半个儿》、《追着幸福跑》、《子丑寅卯》、《亲密的陌生人》、《小房东》

资料来源：东海证券研究所

我们对有影视板块的判断：电影市场能够维持高速增长，市场集中度会进一步提高，板块内上市公司竞争力突出，受益于行业的快速增长，在未来几年将保持高于行业增速的增长；电视剧市场难以实现大幅增长，集中度亦会逐渐提高，相关业务成长性将主要取决于内容竞争力。

广告：广告业触底反弹，增长依托宏观经济

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，致使全球广告市场规模仅为 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 33. 2008-2012E 全球广告收入增长

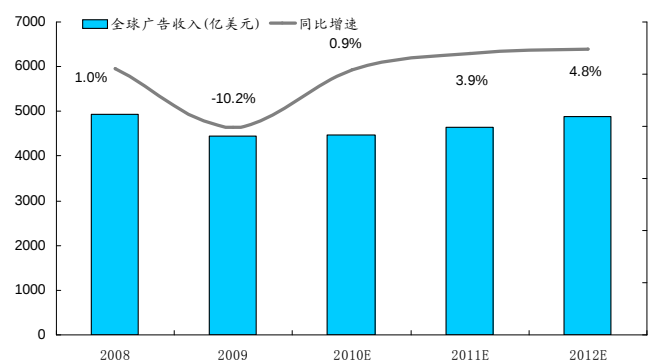
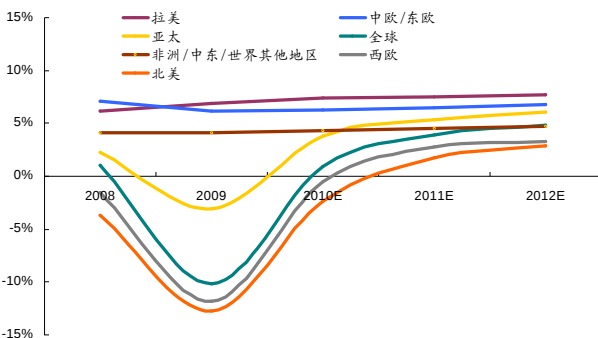


图 34. 全球分地区广告增速对比



数据来源：东海证券研究所，iResearch Inc.

数据来源：东海证券研究所，iResearch Inc.

图 35. 中国广告市场规模

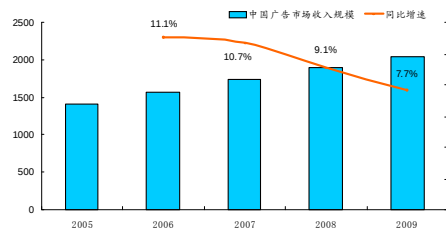


图 36. 中国 GDP 累计同比月度数据

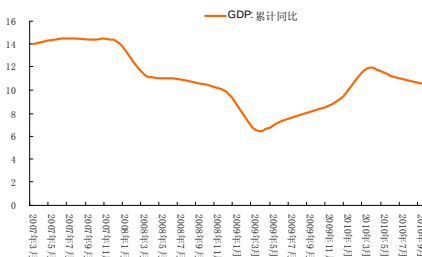
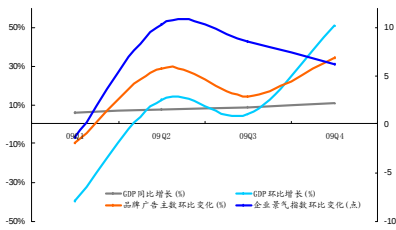


图 37. 广告业景气依赖宏观经济



数据来源：东海证券研究所

数据来源：东海证券研究所

数据来源：东海证券研究所

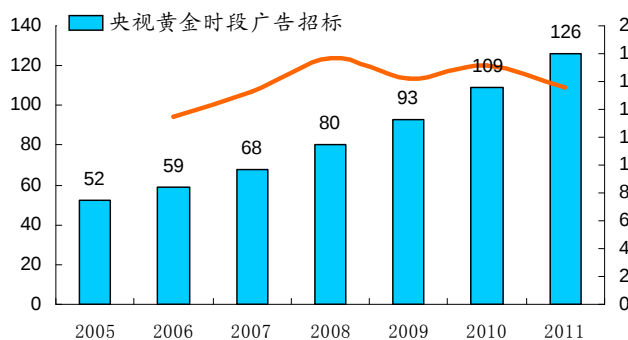
2009 年中国广告市场收入规模 2045 亿元，同比增长 7.7%，四年 CAGR 9.6%，09 年 GDP 同比增长 8.7%，四年 CAGR 接近 10%。广告市场收入规模与 GDP 高度正相关。

2009 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 个增长了 52.0%。

进入 2010 年中国宏观经济持续回暖，一季度、二季度和三季度 GDP 同比增长分别达到 11.9%、11.1%和

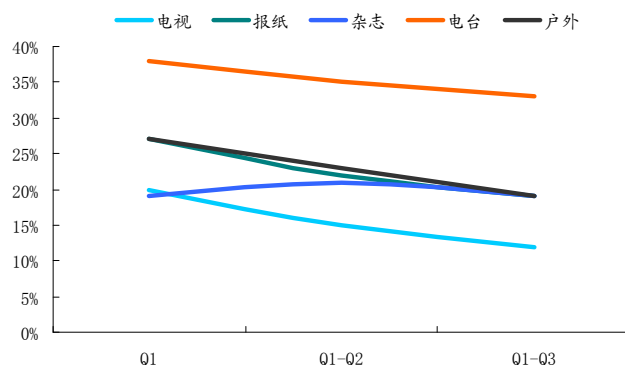
10.6%，与广告市场收入密切相关的企业家信心指数和企业景气指数等也进入一个上升通道。2011 年央视黄金时段广告招标额创出 126 亿元的新高，同比增长 15.6%；CTR 数据显示前三季度传统媒体广告均取得两位数以上的增长速度，除电视媒体外，报纸广告、杂志广告、电台广告和户外广告全年增长有望超过 20%。种种迹象表明广告主已经从 08 年-09 年的阴霾中逐渐恢复信心，对宏观经济良好的预期将支持广告市场的增长。

图 38. 央视黄金时段广告招标额



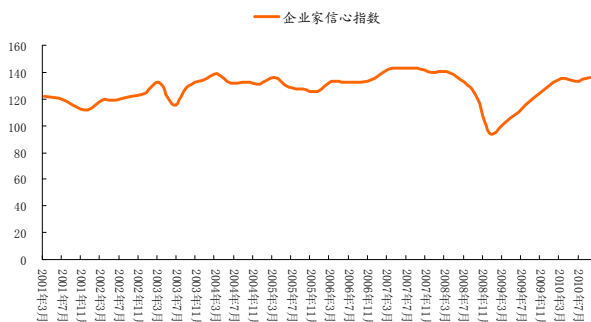
数据来源: 东海证券研究所

图 39. 2010 前三季度传统媒体广告收入增速



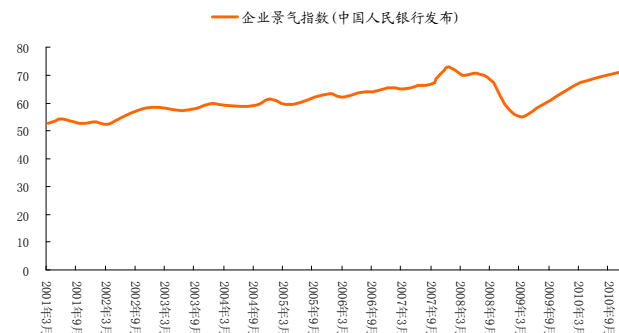
数据来源: 东海证券研究所, CTR

图 40. 企业家信心指数



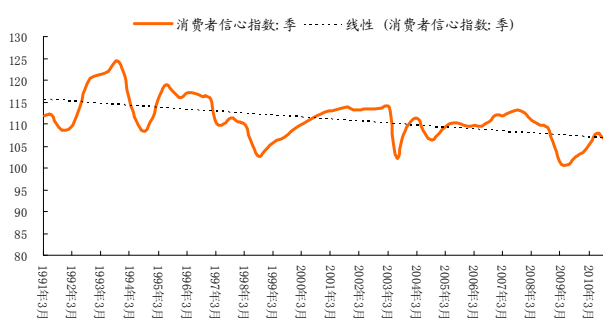
数据来源: 东海证券研究所, WIND

图 41. 人民银行企业景气指数



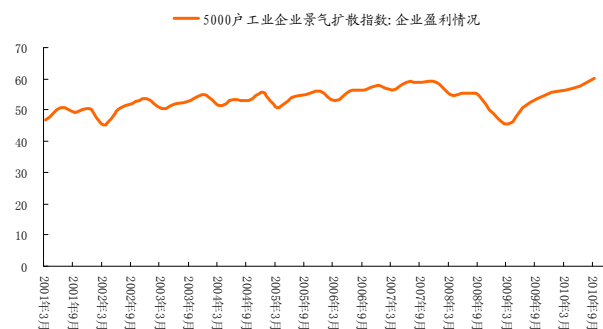
数据来源: 东海证券研究所, WIND

图 42. 消费者信心指数



数据来源: 东海证券研究所, WIND

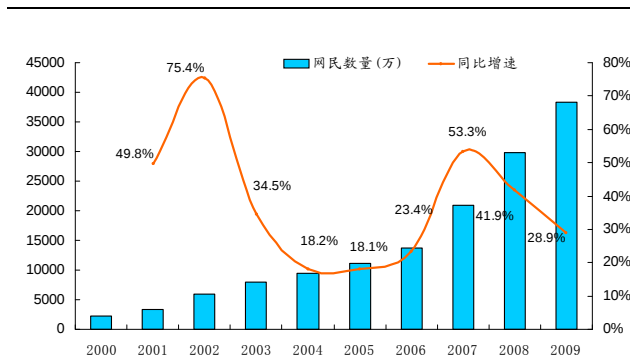
图 43. 5000 户工业企业景气扩散指数



数据来源: 东海证券研究所, WIND

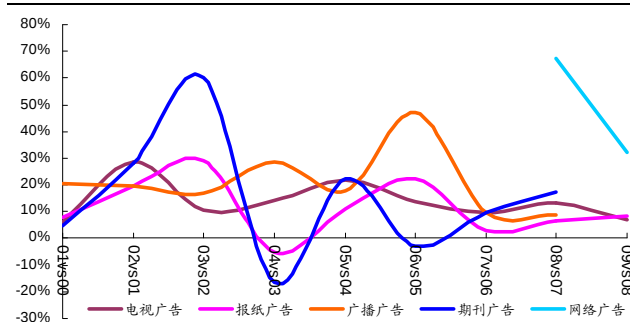
数据显示 2009 年中国网民数量已经达到 3.84 亿, 同比增长 28.9%, 渗透率 28.8%, 渗透率上与发达国家 70%-80% 的水平有很大差距, 增长空间仍然很大。随着国内网民数量的快速增长, 互联网作为一种新型媒体, 到达率持续走高, 在所有媒体中, 互联网广告保持了明显较高速度的增长, 尽管 09 年仍然受到一定影响, 但从 2010 年前三个季度的数据看, 网络广告收入的增长速度已经回到了一个较高的水平, 预计全年能够维持 40%-50% 的增长。据艾瑞咨询预测, 未来三年, 中国网络广告能维持 40% 以上的高速成长。

图 44. 中国网民数量



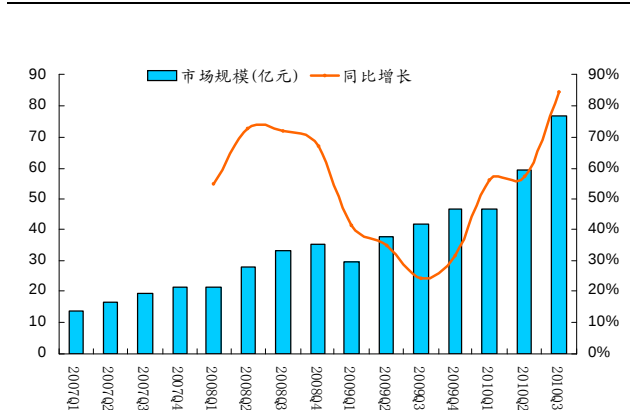
数据来源: 东海证券研究所, CEIC

图 46. 2001-2009 中国分类广告收入增长率



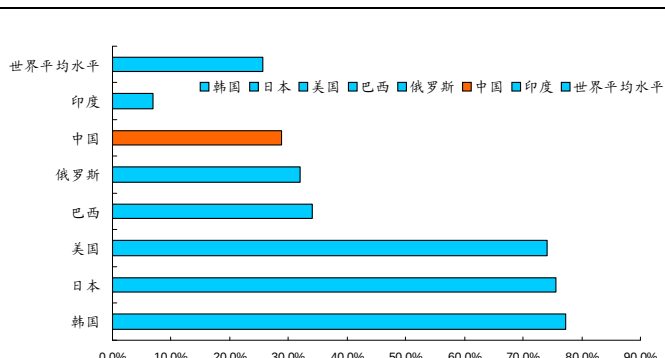
数据来源: 东海证券研究所, CEIC

图 48. 中国网络广告季度数据



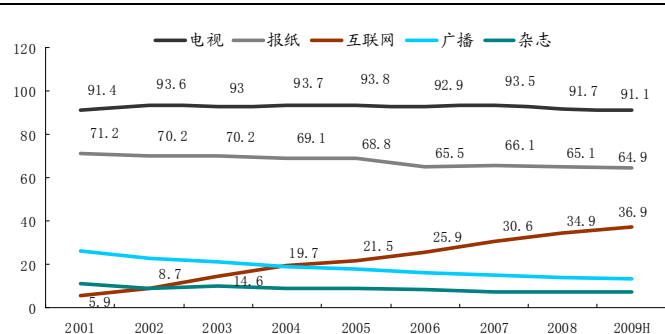
数据来源: 东海证券研究所, WIND

图 45. 各国互联网渗透率对比



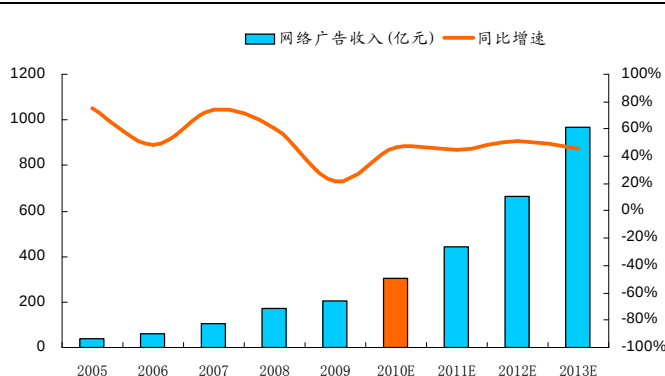
数据来源: 东海证券研究所, CEIC

图 47. 中国分类媒体到达率



数据来源: 东海证券研究所, CTR

图 49. 中国网络广告市场规模预测



数据来源: 东海证券研究所, 艾瑞咨询

我们对广告板块的判断：随着 2010 年宏观经济企稳，2011 年广告行业增长可期。整个广告行业（包括公共关系）集中度并不高，整合将是趋势，看好内生增长稳定，有战略扩张意识的公司。

重点推荐的上市公司

华谊兄弟(300027)：买入

- 三网融合使得视频内容传输渠道竞争加剧，未来视频内容有望从更多的渠道获取收入，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，公司在市场上品牌价值突出，产品竞争力有目共睹，成长速度超过行业增速。
- 公司持续布局上游娱乐资源，在 2010 年先后参股、收购了音乐类、手机游戏类和网游类公司。2011 年继续执行这种战略收购的可能性仍然很大，对上游娱乐资源的整合有助于发挥业务间的协同效应，深度挖掘公司产品的价值。
- 预计 10 年和 11 年每股收益 0.47 元、0.68 元，对应当前股价市盈率分别为 65x 和 45x，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。公司内生增长已经难以超越行业增长，收购实现成长的主要方式，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 10 年、11 年和 12 年每股收益 0.60 元、0.78 元和 0.99 元，对应当前股价市盈率分别为 60x、45x 和 36x，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。2011 年可以关注新网游项目的落地，以及公司对省内外户外广告资源的收购。

- 预计 10 年、11 年和 12 年每股收益 0.53 元、0.65 元和 0.76 元，对应当前股价市盈率分别为 35x、28x 和 24x，维持公司“买入”的投资评级。

作者简介

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。

评级定义

市场指数评级 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

行业指数评级 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

公司股票评级 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

资格说明

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，已经具备证券投资咨询业务资格。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。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897