

媒体 II

—政策深化孕育投资机遇

投资评级 推荐

投资要点:

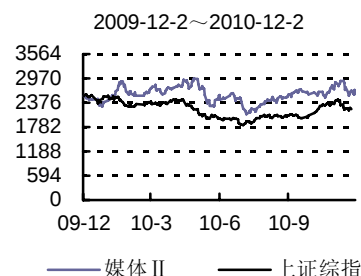
- ◆ **受益政策驱动，2010 行业表现优于大市** 传媒行业年初至今涨幅为 17.3%，位居中国证监会行业类指数涨幅排行第二位，全年跑赢全部 A 股指数。2009 年至今，国家密集出台了一系列促进传媒文化行业的发展政策，旨在促进传媒行业好快速发展。政策驱动是 2010 年传媒行业的投资主线，我们认为，2011 年政策对行业的推动作用仍将延续。
- ◆ **行业成长空间还很大，各细分子行业投资机遇显现** 据预测，未来两三年，中国传媒产业规模仍将能保持 12%以上的增速。随着 IT 技术以及社会服务多样化需求的不断增长，中国传媒产业呈现子行业断细化，新行业不断脱出，新媒体业务快速增长的趋势。传统媒体依然保持稳定增长，并逐步向新媒体拓展，新媒体快速成长。传媒类上市公司数量，2010 年同比增长 60%，随着国家文化体制改革进一步深化，传媒板块扩容速度也将加速，细分子行业投资机遇显现。
- ◆ **政策驱动与消费升级提升行业投资价值** 传媒行业的细分化，使得传媒行业整体投资机会呈现短期分散化，长期协同化效应。具体来说，传媒行业投资机会主要分为以下几点：（1）传统媒体仍将是未来传媒行业配置的重点，传统传媒龙头企业将受益国家政策的推动，实现跨地区、跨媒体、跨所有制式的兼并重组，处延式发展，与文化消费升级的内生式增长并重的发展道路；（2）新媒体将依靠 IT 技术、互联网等传播手段，继续在细分市场享高速增长与高收益的发展，且上市企业将有望成为市场整合的主导者而受益；（3）“三网融合”政策的推动，将使有线运营商成为最大的受益者，长期来看，“三网融合”将迎来内容爆发的时代，将成为传统媒体与新媒体在更大的范围内实现协同效应的必然。
- ◆ **2011 年投资策略** 2011 年，“三网融合”试点有望初见成效；跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组或将有所突破；传统媒体深耕细作，与新技术结合，发展数字多媒体内容传播，内生式增长有望保持 10%—15%的增长，并关注可能存在处延式增长；新媒体增速或将有所回落，但仍能保持 30%以上的增长，关注新媒体的扩张与外延式增长；关注三网融合给有线运营商带来的内生式增长，有线运营商增长有望提升至 10%—15%左右。我们维持行业 2011 年推荐“投资”评级。
- ◆ **重点推荐公司** 根据我们对行业 2011 年的发展趋势判断，出版发行与报业经营子行业我们推荐中南传媒、博瑞传播；有线运营媒体推荐天威视讯；新媒体行业推荐省广股份，蓝色光标。

2010 年 12 月 2 日

主要数据

行业指数	2578.31
上证指数/深圳成指	2823.45/12310.38
公司家数	25
总市值(百万元)	202452.75
流通市值(百万元)	132514.56

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	邹翠利
职业证书编号:	S0020210070005
电 话:	021-51097188-1922
电 邮:	zoucuili@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号 金穗大厦 15F (200120)

目 录

第 1 部分 行业回顾	3
1.1 行业相对上证指数表现回顾.....	3
1.2 行业政策回顾	4
1.3 上市公司经营回顾	5
第 2 部分 行业发展趋势及投资机会分析.....	5
2.1 行业发展现状及趋势	6
2.2 传统媒体受益政策推动，或将迎来内生式与外延式增长并重的投资机会.....	7
2.3 寻找快速受益“三网融合”的有线运营投资品种	8
2.4 寻找具有高速成长性的新媒体投资机会	9
第 3 部分 2011 年投资策略.....	12
3.1 行业 2011 年展望	12
3.2 2011 年行业投资策略.....	12
3.3 重点推荐上市与点评	13

图表目录

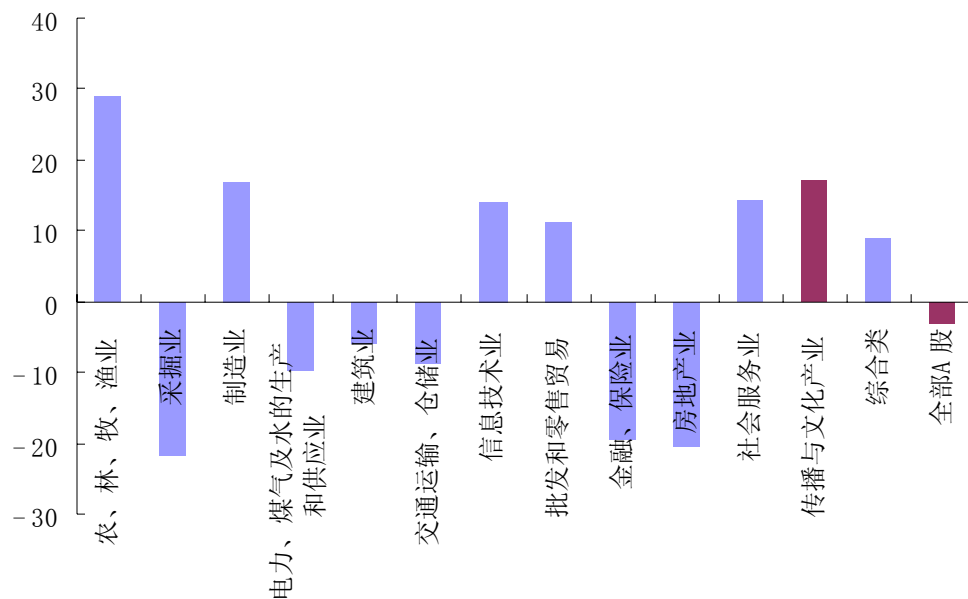
图 1 证监会行业类及上证 A 股年初至今表现情况（单位：%）	3
图 2 文化与传播行业内部各子行业年初至今表现情况（单位：%）	3
图 3 行业内上市公司 2010 年前三季度经营情况（单位：百万元，%）	5
图 4 2004-2010 年中国传媒产业规模与预测（单位：亿元）	6
图 4 2007-2008 年中国传媒产业内部各细分市场规 模（单位：亿元）	6
图 4 传媒行业市值结构情况	7
图 5 2002 年-2008 年全国图书出版规模统计（单位：亿元）	8
图 6 有线运营商的业务模式变化	9
图 7 1981—2008 年中国广告业经营额（单位：亿元）	10
图 8 2008 年广告投放额分布情况	10
图 9 2000 年至 2008 年中国公共关系年营业额比较图（单位：亿元）	11
图 10 2007 年公共行业下游需求分布	12
表 1 2009 年至今文化产业政策回顾	4
表 2 2002—2006 年美国与中国广告市场规模占 GDP 比例.....	10
表 3 重点上市公司盈利预测与估值	13
表 4 中南传媒主要财务指标	14
表 5 博瑞传播主要财务指标	15
表 6 天威视讯主要财务指标	15
表 7 省广股份主要财务指标	16
表 8 蓝色光标主要财务指标	17

第 1 部分 行业回顾

1.1 行业相对上证指数表现回顾

证监会行业分类中，传播与文化行业年初至今涨幅为 17.3%，位居证监会行业类指数涨幅排行第二位，仅次于农、林、牧、渔业。行业相对全部 A 股指数，上涨 20% 左右。传播与文化行业全年跑赢 A 股指数。

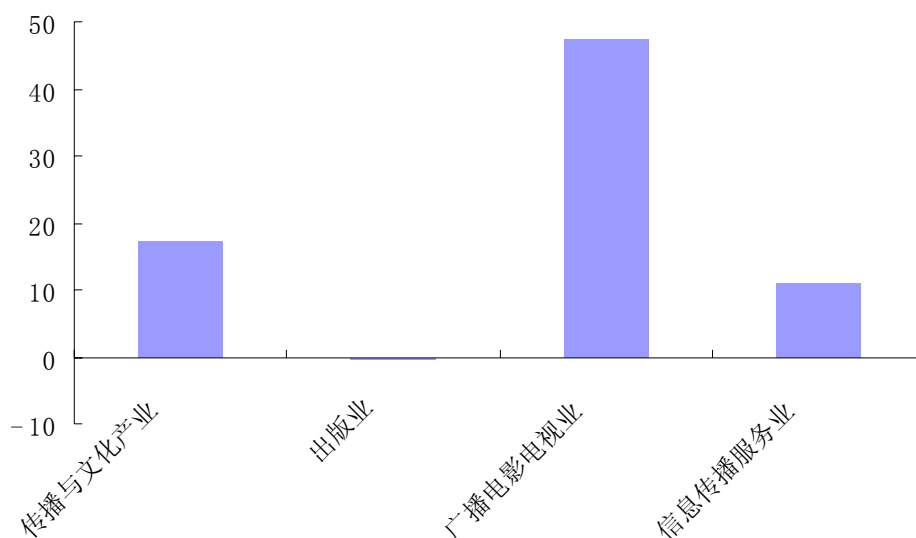
图 1 证监会行业类及上证 A 股年初至今表现情况（单位：%）



资料来源：WIND 国元证券研究中心（注：数据截至日为 2010-11-29）

证监会一级行业文化与传播行业下设三个二级子行业，分别为出版业，广播电影电视业，信息传播服务业，各子行业年初至今全部保持增长。年初至今涨幅最大的是广播电影电视业，涨幅最小的是传统出版业。我们认为，广播电影电视业上涨最大的主要原因是三网融合概念对有线网络行业的利好刺激因素。出版行业涨幅最小，信息传播服务业其次。

图 2 文化与传播行业内部各子行业年初至今表现情况（单位：%）



资料来源：WIND 国元证券研究中心（注：数据截至日为 2010-11-29）

总的来说文化与传播行业 2010 年整体表现强于大势，各个子行业的表现与行业整体表现与行业经营基本上情况基本符合。

1.2 行业政策回顾

随着我国经济的快速发展，我国文化产业的发展速度已经不能适应人们日益增长的文化需求，文化体制改革发展迫在眉睫，2009 年至今，国家密集出台了一系列促进传媒文化行业的发展政策，旨在促进传媒行业快速良好快速发展。

表 1 2009 年至今文化产业政策回顾

政策	主要内容	政策效果
2009 年 1 月《文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的规定》、《文化体制改革中支持文化企业发展的规定》	细化了事业单位转制过程中事项，将财政税收优惠政策延长到年底。	传媒公司获得了财政税收支持，尤其是五年的免所得税政策支持。
2009 年 2 月新闻出版署《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》	明确了新闻出版体制改革路线图和时间表，对大型跨地区骨干企业在出版资源配置上予以倾斜。	从试点改革向整体改革推进。
2009 年 7 月 28 日，国务院常务会议通过了《文化产业振兴规划》	其核心就是要发展内容制作产业、深化文化体制改革、推动跨地区、跨行业联合或重组，培育骨干文化企业。	文化产业已经提升为国民经济的战略产业
2009 年 8 月，总局下发了《关于认真做好广播电视制播分离改革的意见》	一是进行节目分类，明确制播分离范围。二是深入推进播出机制改革，三是深入推进制作体制改革，四是以制播分离改革带动内部管理改革，推动体制创新	这是广电总局第一次专门针对制播分离改革发布的指导性文件。
2010 年 3 月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目标。年前重点开展广电和电信业务双向进入试点。2013 年至 2015 年全面实现三网融合发展。	三网融合加速广电行业改革。
2010 年 4 月人行会同中宣部等九部委发布了《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》	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；完善授信模式；扩大文化企业的直接融资规模；	是近年来金融支持文化发展的第一个宏观金融政策指导文件
2010 年 9 月新闻出版总署发布《关于加快我国数字出版产业发展的若干意见》	到“十二五”末，国内数字出版总产值达到新闻出版产业总产值左右，到年，传统出版单位基本完成数字化转型。	加快数字出版行业发展
2010 年 10 月《中共中央关于制定第十二个五年规划的建议》关于文化产业的部分：	（1）十二五期间经济社会发展目标之一是文化事业和文化产业加快发展 （2）在政府引导下发挥市场机制积极作用，培育骨干文化企业，鼓励和引导非公有制经济进入，满足多样化社会需求，推动文化产业成为国民经济支柱性产业。	为文化产业发展提供了良好的政策环境

资料来源：国家新闻出版总署，国元证券研究中心

政策出台目的：，加快行业体制改革，突破政策的给行业发展造成的瓶颈，鼓励加快发展新媒体，以满足人民日益增长的物质文化需求，同时，提高文化产业在 GDP 中的比重，大力发展文化行业成为我国的支柱型产业。

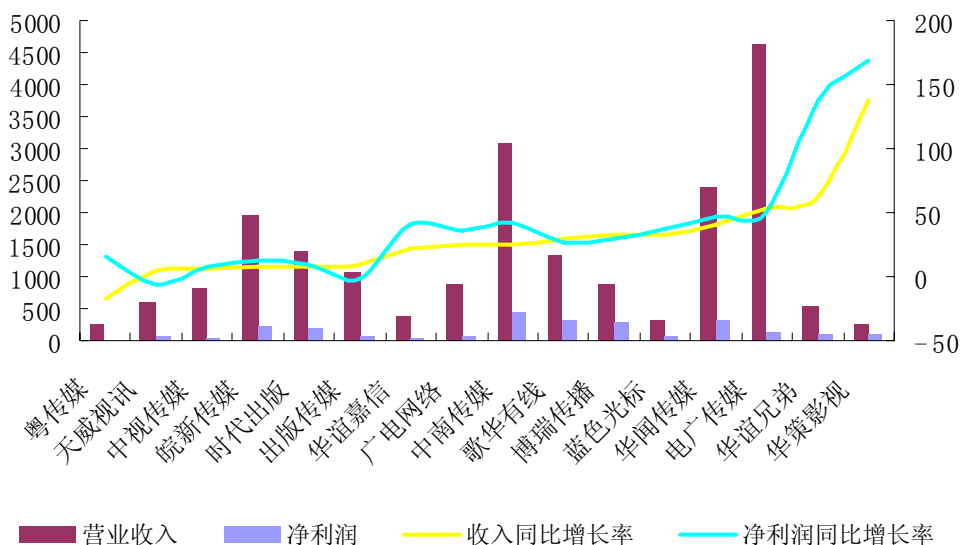
政策出台意义：一系列政策的出台，表明了国家对文化体制改革的决心，以及对发展文化产业重要性的认同，将文化产业已经提升为国民经济的战略产业，为传媒行业未来的发展提供了广阔而良好的发展空间。

政策出台效果：政策的出台，让文化企业享受到了实实在在的优惠，也为文化企业的发展方向指明了道路，虽然从短期来看，政策实施的效果并未有较为明显的显现，但未来政策的逐步放开将对文化企业的影响是巨大的。

1.3 上市公司经营回顾

文化传播行业上市公司不多，目前的规模正处于不断壮大中，从年初到现在，上市的传媒类企业，主要的蓝色光标、华谊嘉信、省广股份，华策影视，中南传媒，还有即将上市的天舟文化，按证监会传媒行业分类。从上市公司主营业务来看，2010 年新上市的文化传播类上市公司主营业务覆盖了传媒业务的各个细分子行业，从上市公司的规模来看，主要集中在创业板和中小板，当然，中南传媒上市后，无论从业务规模，还是市值的角度来看，都成为了 A 股传媒类上市公司的新龙头。随着文化体制改革的进一步深化，将会有更多的细分传媒类子行上市，传媒行业整体规模将在未来两三年迎来爆发式增长。上市公司队伍，将与行业发展一起壮大。

图 3 行业内上市公司 2010 年前三季度经营情况（单位：百万元，%）



资料来源：WIND 国元证券研究中心

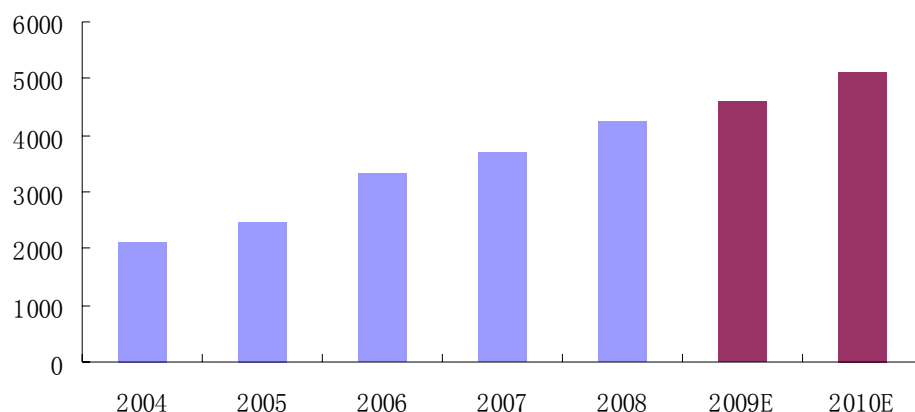
回顾今年前三季度经营情况，除粤传媒外，其他上市公司前三季度营业收入均保持同比增长，除天威视讯与出版传媒外，其他上市公司前三季度净利润增保持同比增长，全部上市公司前三季度营业收入同比增长 31%，归属上市公司股东净利润同比增长 39%。行业收入与利润增速同比大幅上升，主要得益于新媒体上市公司队伍的快速壮大。从各个细分子行业来看，传统业务出版发行业务收入与净利润同比保持 10%左右增速不变；有线运营商受税收差异化的影响，收入与利润增速水平各不相同；广告，公关、影视，网游等新媒体行业收入与利润增速保持 30%以上的高增长。

第 2 部分 行业发展趋势及投资机会分析

2.1 行业发展现状及趋势

近几年，文化传媒业蓬勃发展，已经成为我国国民经济中具有巨大活力和成长前景的新支柱产业。据清华大学传媒经济与管理中心发布的《2009 中国传媒产业发展报告》显示，2008 年中国传媒产业总产值为 4,220.82 亿元，与 2007 年相比增长 11.36%，高于当年 GDP 9.6% 的增长速度。与 2004 年相比，我国传媒产业总产值增幅达到 100.2%，5 年来的发展可谓突飞猛进。据预测，未来两三年，中国传媒产业规模仍将能保持 12% 以上的增速。

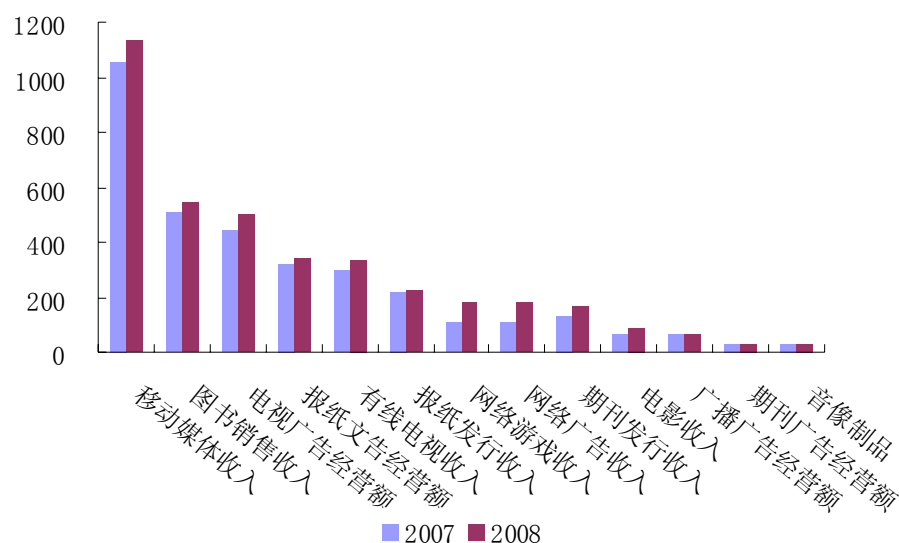
图 4 2004-2010 年中国传媒产业规模与预测（单位：亿元）



资料来源：《2009 年中国传媒产业发展报告》 国元证券研究中心

从 2008 年我国文化传媒业各细分市场来看，移动媒体对传媒总产值的贡献最大，2008 年该部分收入达 1,131 亿元，占传媒产业总产值的 26.8%；其次为电视业相关收入 2, 达 835.8 亿元，占传媒产业总产值的 19.8%；第三、第四大细分市场分别为报业和图书出版业，其中报业收入 3 达 571.1 亿元，占传媒产业总产值的 13.5%；图书出版业销售收入达 548.5 亿元，占传媒产业总产值的 13.0%。随着 IT 技术以及社会服务多样化需求的不断增长，中国传媒产业呈现子行来不断细化，新行业不断脱出，新媒体业务快速增长的趋势。

图 4 2007-2008 年中国传媒产业内部各细分市场规模（单位：亿元）



资料来源：《2009 年中国传媒产业发展报告》 国元证券研究中心

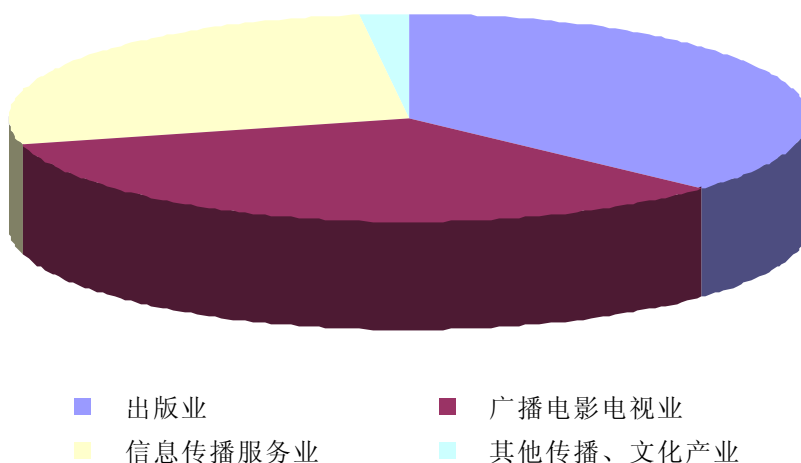
当今世界主要发达国家中，文化产业的产值占 GDP 的比值都处于相对高的比例。美国

文化产业增加值占 GDP 的 12%；日本文化产业规模在 2000 年就已经超过当年日本汽车工业的产值，占 GDP 的 17%。我国文化产业增加值占 GDP 的比重目前尚不足 3%，与发达国家相比，我国文化传媒业未来仍有较大增长空间。过去几年，传媒行业虽然经历了突飞猛进的发展，但与发达国家相比，基数依然很低，因此，我们认为，传媒行业的快速成长期还在未来。

伴随着经济的发展和居民收入的增长，我国居民家庭每年花费在教育文化娱乐服务上的金额也逐年增加。从 1999 年到 2008 年，我国城镇居民家庭平均每人全年消费性支出中，教育文化娱乐服务支出由 567.1 元增长到 1,358.26 元，年复合增长率达到 10.19%。文化消费升级将成为传媒行业快速增长的主要动力。

近几年，传媒行业呈现多元化，多业态，交叉性的发展趋势，传媒行业细分领域越来越多。我们将传媒行业简单地划分为，三个子行业：（1）传统媒体，主要是出版发行业与报业经营；（2）有线运营商，主要是各有线网络运营商；（3）新媒体，主要是广告，公关、网游、影视剧等高速成长的新媒体行业。目前已上市的行业主体市值结构情况来看，传媒行业上市公司市值结构呈现以下特点：传统图书出版与发行业务行业，仍是传媒行业上市公司的主体；新媒体领域增速较快，且市场主体队伍不断壮大；有线运营主体受益“三网融合”将迎来爆发式增长。

图 4 传媒行业市值结构情况



资料来源：WIND 国元证券研究中心

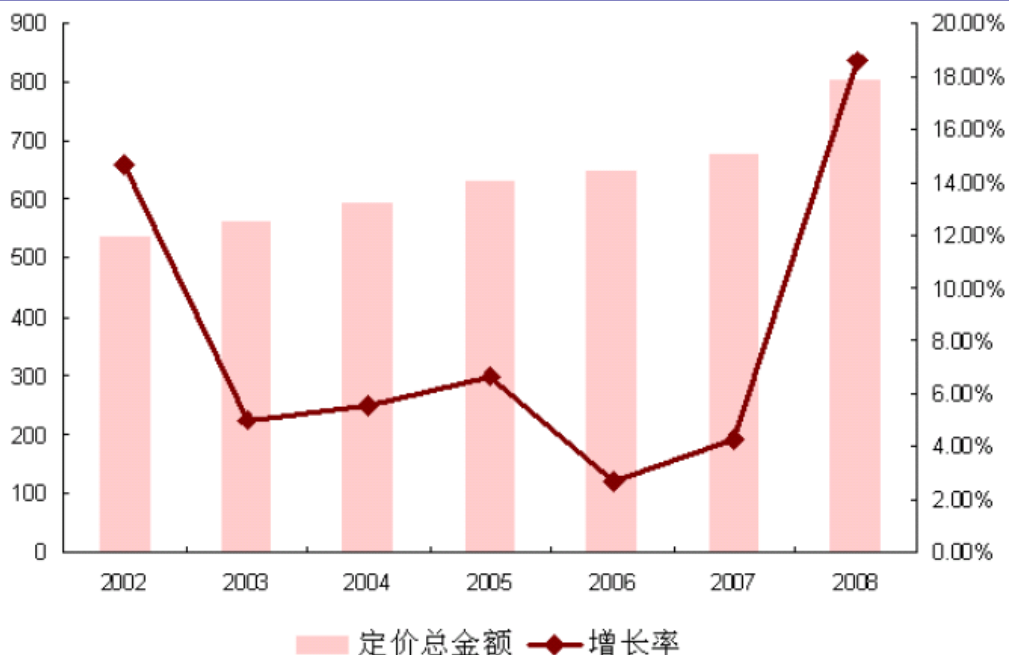
传媒行业的细分化，使得传媒行业整体投资机会呈现短期分散化，长期协同化效应。具体来说，传媒行业投资机会主要分为以下几点：（1）传统媒体仍将是未来传媒行业配置的重点，传统传媒龙头企业将受益国家政策的推动，实现跨地区、跨媒体、跨所有制式的兼并重组，处延式发展，与文化消费升级的内生式增长并重的发展道路；（2）新媒体将依靠 IT 技术、互联网等传播手段，继续在细分市场的分享高增长与高收益的发展，且上市企业将有望成为市场整合的主导者而受益；（3）“三网融合”政策的推动，将使有线运营商成为最大的受益者，长期来看，“三网融合”将迎来内容爆发的时代，将成为传统媒体与新媒体在更大的范围内实现协同效应的必然。因此，在政策与消费升级的双重推动下，传媒行业各个子行业将孕育着较多的投资机会。

2.2 传统媒体受益政策推动，或将迎来内生式与外延式增长并重的投资机遇

从全国图书出版业发展概况来看，2008 年全国共出版图书 274,123 种，其中新版图书 148,978 种，重版、重印图书 125,145 种，总印数 70.62 亿册（张），总印张 561.13 亿印张，折合用纸量 131.91 万吨，定价总金额 802.45 亿元。与上年相比，图书品种增长 10.41%，新版图书品种增长 9.36%，重版、重印图书品种增长 11.68%，总印数下降

12.21%，总印张增长 15.34%，定价总金额增长 18.58%。出版业内生式增长依然稳定，整体增速保持 10%左右。

图 5 2002 年-2008 年全国图书出版规模统计（单位：亿元）



资料来源：新闻出版总署财务司 国元证券研究中心

2008 年全国共出版报纸 1,943 种，平均期印数 21,154.79 万份，总印数 442.92 亿份，总印张 1,930.55 亿印张，定价总金额 317.96 亿元。与 2007 年相比，种数增长 0.26%，平均期印数增长 2.97%，总印数增长 1.13%，总印张增长 13.51%，定价总金额增长 3.73%。根据新闻出版总署统计，我国日报出版规模已连续 9 年位居世界首位，成为世界发行总量最大的报业市场。

国内报业经营区域性较强，报纸种类繁多。2008 年共出版省级报纸 826 种，平均期印数 13,137.3 万份，总印数 242.39 亿份，总印张 1,113.1 亿印张；占报纸总品种 42.51%，总印数 54.72%，总印张 57.66%。与上年相比种数增长 1.23%，平均期印数增长 10.81%，总印数增长 3.02%，总印张增长 15.72%。区域报业经营与区域经济发展速度息息相关，由于我国区域经济发展的不平衡性，区域报业经济差距也较大。

传统出版发行与报业经营内生式增长较慢，但增速比较稳定。出版发行与报业经营都具有高度区域性垄断的特点，竞争能力较弱。区域垄断的优点是企业可能获得较高的利润率，区域垄断的缺点是成长空间有限。受各区域内经济、文化发展状况的影响，企业经营规模与经营管理能力各不相同，区域内企业走出去的能力欠缺。随着经济与社会发展的需要以及文化消费升级驱动，国家对发展文化传媒产业的重视程度不断提高，因此，加快行业整合，最大化地发挥各区域的经济优势，提高行业的经营效率变得尤为迫切。

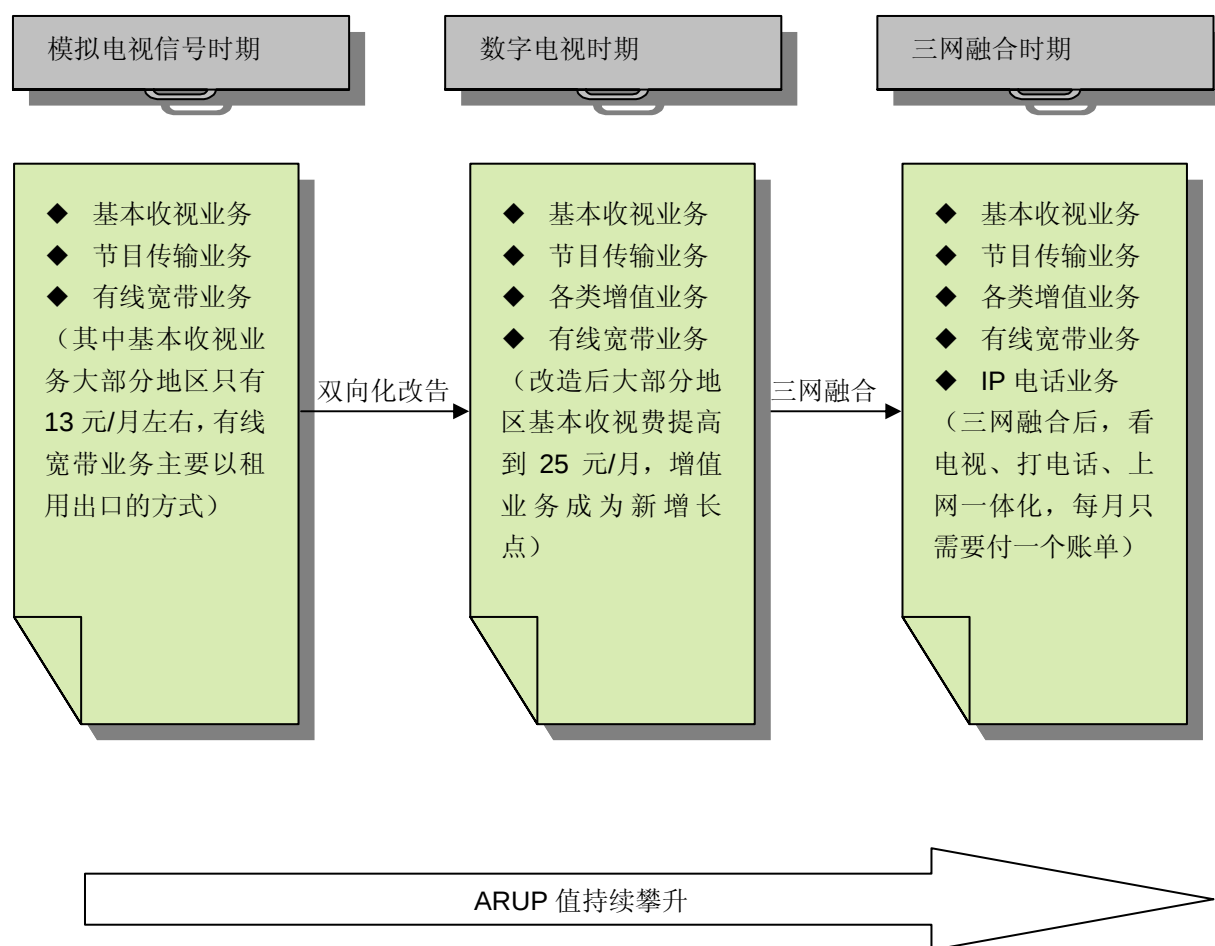
2009 年 9 月《文化产业振兴规划》的出台，标志着文化产业已经上升为国家的战略性新兴产业，文化软实力的重要性逐步体现。不断加速推进的文化体制改革，为传统出版业的发展注入活力。在各项优惠政策的支持下，出版业生态环境将发生根本改变，市场主体的活力不断得到释放，市场机制不断完善。鼓励跨地区、跨行业、跨所有制企业兼并重组，培育骨干文化企业。将行业资源整合提升到国家战略规划的高度。

跨地区、跨行业、跨所有制的兼并重组的政策将对三类企业有利：（1）目前收入与业务规模居行业前的大型出版发行类企业；（2）业务结构多元化的企业，将具有跨行业经营的丰富经验；（3）已率先实现上市的公司，拥有较高的 PE 优势；（4）对于报业经营而言，区域经济处于发展期的企业将具有较大的成长空间。

2.3 寻找快速受益“三网融合”的有线运营投资品种

三网融合对有线网络运营商的受益是直接的，目前，国内有线网络运营商基本上呈现区域垄断的形式，目前仍有一些地区有线网络区域内未完成整合，因此，我们认为，三网融合的推进，对于有线运营商的利好分为两个方面：第一、按照有线电视数字化时间的安排，三网融合将推动有区域内整合预期的有线运营商加速整合，例如深圳的天威视讯，目前深圳已将关外也纳入市区范围，天威对于关外的有线网络整合预期也将提速；第二、三网融合后，有线网络运营商将从最初单纯的节目传输服务演变成综合服务运营商，以目前有线运营商的 ARUP 值水平基本上相当于公益性质，未来 ARUP 值提升的空间将是非常巨大的，ARUP 值的提升将使有线运营商的利润率水平站上一个新的台阶。

图 6 有线运营商的业务模式变化



资料来源：国元证券研究中心

广电网络在模拟信号期，基本收视业务价格受国家控制，基本收视业务基本上属于公益性质，双向化改造完成后，有的地区将基本业务费提高到 25 元/月，如陕西的广电网络，而也有一些地区进行双向化改造后并未提价，如歌华有线，双向化改造成本主要来自于政府补贴。双向化改造后，有线运营商主要通过各类增值业务提高 ARUP 值，三网融合后，上网、打电话、看电视三者合三为一，有线运营商的 ARUP 值将进一步提高。三网融合后，运营商将不再有形式上的竞争关系，未来的竞争将主要来自于内容的竞争以及传播途径的竞争。传播途径的竞争最主要还是取决于各不同消费者的生活习惯等众多主观性因素。整个传媒产业内容竞争将成未来竞争的焦点。

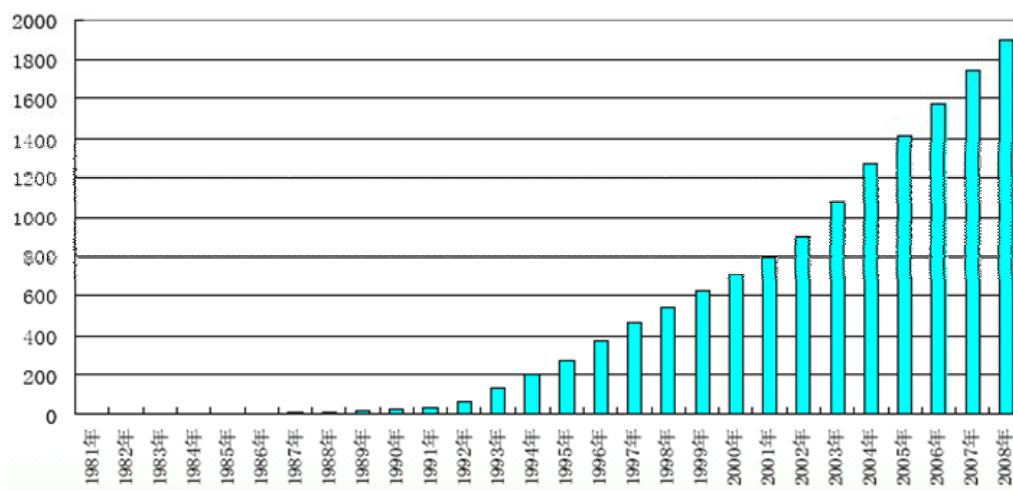
2.4 寻找具有高速成长性的新媒体投资机遇

新媒体日新月异，日趋呈现交叉性、高速成长性等特点，目前新媒体的形式主要有两种，一种是以服务实体经济为主的广告、公关行业；另一种是以娱乐性为主的网游、动漫、影视业。

经过近三十年的发展，中国广告市场迅速成长为一个充满生机和活力的市场，成为全球

广告市场增长最快的国家之一，中国广告经营额从 1981 年的 1.2 亿元增加到 2008 年的 1,899.56 亿元，增加了一千多倍，年均增长速度超过了 31%，大大高于同期 GDP 的增长比率。中国经济的快速发展，为中国广告业的持续快速发展创造了良好的条件和难得的机遇。

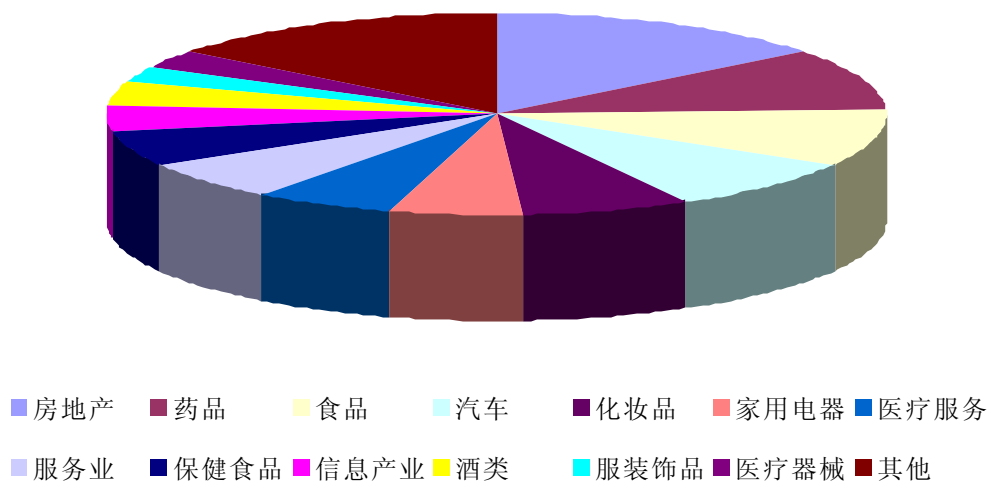
图 7 1981—2008 年中国广告业经营额（单位：亿元）



资料来源：中国广告年鉴《现代广告》 国元证券研究中心

广告服务于实体经济，广告投放额的分布与实体经济的发展有着密切的联系，广告投放额度从一定程度上反应了经济发展的景气度。广告投放额，随着各行业景气度不同，每年会略有不同。虽然各实体经济受行业发展期的不同，景气度会受到一定的影响，但中国经济整体稳步向前的趋势，决定了广告业服务于实体经济，但不受制于实体经济增长的特性。

图 8 2008 年广告投放额分布情况



资料来源：中国广告统计分析 现代广告 国元证券研究中心

在美国等发达国家成熟的广告市场中，广告市场规模占 GDP 的比例在 2% 以上，而目前中国广告市场规模占 GDP 的比例尚不足 1%。艾瑞市场咨询分析认为，未来中国广告市场的发展潜力巨大，广告市场规模将持续走高。

表 2 2002—2006 年美国与中国广告市场规模占 GDP 比例

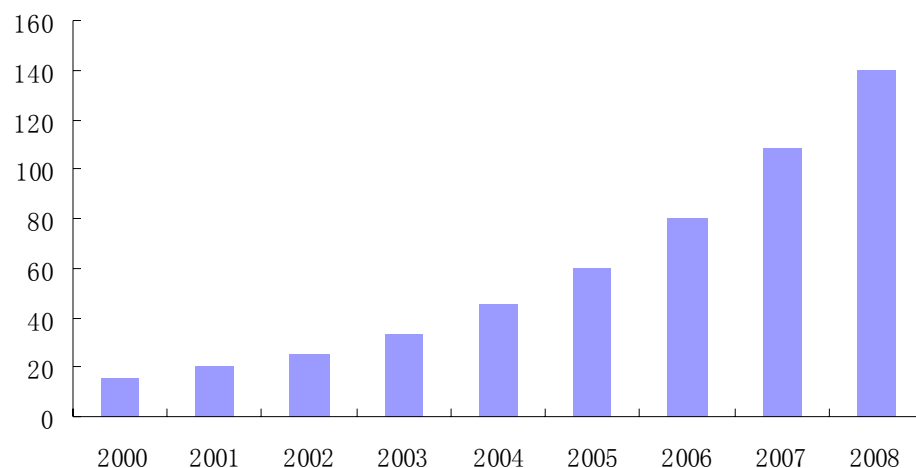
2002-2006 年美国与中国广告市场规模占 GDP 比例		
年份	美国广告市场规模占 GDP 比例	中国广告市场规模占 GDP 比例
2000	2.5%	0.80%
2001	2.3%	0.82%
2002	2.3%	0.86%
2003	2.2%	0.92%
2004	2.2%	0.79%
2005	2.2%	0.78%
2006	2.2%	0.75%

资料来源：艾瑞咨询 国元证券研究中心

广告子行业服务于实体经济，伴随着经济增长，未来仍能保持稳定的增速与较大的增长空间，投资标的复制区域成功模式，将成为高速成长的主要动力。

公共关系是社会分工的必然产物。随着市场经济的深入发展，促使社会分工向着更高的专业化程度方向演化与发展，带来了更加细化深入的社会分工，一方面要求社会组织之间要积极增加横向经济联系，利用相互合作、平等互利的良好横向网状关系，以推动和维系自身的发展，另一方面公共关系这一细化分工也由此产生了，尤其是现代商品经济，提升品牌形象，加强公众沟通，成了企业成败的关键，这就直接促成了公共关系的兴起。虽然公共关系行业在我国的发展历史不长，但公共关系市场发展迅速，公共关系已经全面渗透到我国经济生活的方方面面。经过短短二十多年的发展，公共关系行业已初具规模，市场需求逐步扩大，营业收入逐年增长，未来发展潜力巨大。

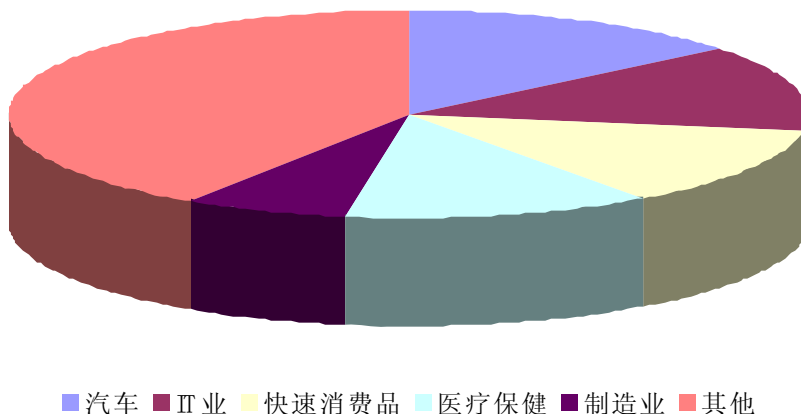
图 9 2000 年至 2008 年中国公共关系年营业额比较图（单位：亿元）



资料来源：中国公共关系业 2008 年度调查报告 国元证券研究中心

根据中国国际公共关系协会《中国公共关系业 2008 年度调查报告》，2000 年国内公共关系年营业额仅 15 亿元人民币，2004 年已达 45 亿元人民币，2006 年突破 80 亿元人民币，年增长率超过 30%，2007 年达到 108 亿元人民币，年增长率超过 35%，2008 年已超过 140 亿元人民币，年增长率为 29.6%，近三年年增长率达到 32.64%。

图 10 2007 年公共行业下游需求分布



资料来源：中国公共关系业 2007 年度调查报告 国元证券研究中心

随着我国现代经济的发展，国内对公共关系的需求也逐渐增加，目前耐用消费品、快速消费品、IT 等行业对公共关系的需求较为显著，公共关系服务的客户行业分布较为集中。根据 2007 年行业年度报告，汽车、IT、快速消费品、医疗保健以及制造业位列公共关系服务市场前五位，市场份额分别为 15%、14%、13%、8%和 7%，金融、互联网、通讯、旅游以及房地产均占有一定市场份额，公共关系服务市场有向其他行业拓展的趋势。公关行业经营的品牌性，与分散性决定了收购成熟品牌成为公共关系公司快速做大做强最有效的手段。我们看好公共关系行业未来通过外延式收购，实现外延式高速增长带来的投资机会。给予公关子行业推荐投资评级。

塑造需要较长时间的市场积累和沉淀，需要的时间和成本较多，因此通过收购合适的公司，并充分利用被收购公司的品牌，能够迅速占领市场，扩大市场份额。收购方式已经成为公共关系公司快速成长最便捷的手段。

网游、动漫、影视等新媒体行业，主要受益于娱乐文化消费升级，近几年处于行业快速成长期，但增速有所回落。投资标的的关键在于，是否以准确、快速、及时地把握市场热点，迎合消费者的品位。且随着行业高增长、高回报、以及进入门槛低的特性，竞争者越来越多，但精品匮乏；行业高度离散，水平参差不齐；消费热点的快速切换，较难成就龙头地位。因此，我们对娱乐新媒体持审慎态度。

第 3 部分 2011 年投资策略

3.1 行业 2011 年展望

回顾 2010 年，传媒行业在政策刺激驱动下，行业整体表现良好，全年跑赢指数。传统媒体保持稳定增长，新媒体依然高速增长。上市公司数量同比增长 60%。我们认为，2011 年，将是政策实施集中爆发的一年，“三网融合”试点将初见成效；跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组或将有所突破；传统媒体深耕细作，与新技术结合，发展数字多媒体内容传播，内生式增长有望保持 10%—15%的增长，并关注可能存在外延式增长；新媒体增速或将有所回落，但仍能保持 30%以上的增长，关注新媒体的扩张与外延式增长；关注三网融合给有线运营商带来的内生式增长，有线运营商增长有望提升至 10%—15%左右。

3.2 2011 年行业投资策略

通过对行业 2010 年的发展回顾，以及对行业 2011 年发展趋势的判断，我们维持对行业 2011 年“推荐”的评级。

表 3 重点上市公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	评级	EPS			PE		
			10E	11E	12E	10E	11E	12E
601098	中南传媒	推荐	0.30	0.35	0.42	41	35	29
600880	博瑞传播	推荐	0.59	0.69	0.89	32	27	21
002238	天威视讯	推荐	0.33	0.36	0.51	93	85	60
300058	蓝色光标	推荐	0.71	0.96	1.37	48	36	25
002400	省广股份	推荐	0.87	1.20	1.51	58	42	34

资料来源：国元证券研究中心

出版发行与报业：推荐

行业 2011 年投资机会主要体现在以下三点：（1）传统出版发行业务自身的业务创新，如数字出版，网上书店给行业带变革带来的机遇；（2）可能存在的行业跨区域兼并重组，带来的处延式增长机遇；（3）新媒体日新月异下，内容传播途径的多样化，带来内容价值的提升；（3）经济处于快速发展的二线城市区域报业经营企业；（4）具备新媒体拓展能力的传统媒体企业。

有线网络运营：推荐

2010 年，三网融合政策靴子终于落地，首批试点名单也已经公布，2011 年三网融合有望在部分区域首先实现破冰。可能的投资机遇主要点在于：（1）三网融合试点地区，增值业发展较好的有线运营商；（2）在三网融合政策的推动下，区域有线资产整合预期较高的有线运营商。

新媒体行业：推荐

新媒体的投资点在于：（1）寻找具有稳定增长，且积极主动寻求跨区域主业扩张的投资标的；（2）寻求有较强外延式增长预期的新媒体子行业；

3.3 重点推荐上市与点评

通过对行业的回顾，以及对 2011 年行业发展趋势的判断，我们根据上市在细分子行业中的优势，传统传媒业，推荐中南传媒、博瑞传播；有线网络媒体，推荐天威视讯；新媒体推荐省广股份、蓝色光标。

中南传媒：多介质、全流程促“新”“老”媒体共同发展

- ◆ **教育出版与发行业务仍将公司主要增长点** 根据中国教育报刊发的《2008 年度全国教材出版分析报告》，全国所有出版社中，56%都涉足教材出版，全国出版行业 70%左右的利润来自教材。公司出版和发行业务在主营业务收入中的比例高达 75%。目前，国家的多项教育体制改革对教育出版与发行业务略有影响，但中短期内仍不改教育出版与发行在公司主营业务中的地位，加大教辅出版以及数字出版等业务能有效降低政策影响，因此，教育出版与发行业务未来较长一段时间内，仍将是公司的主要增长点
- ◆ **多介质、全流程业务结构先驱者** 公司是拥有“多介质、全流程”产业业态的大型出版传媒骨干企业集团。拥有出版、印刷、发行、印刷物资供应等一套完整的出版业务产业链，还拥有报纸、网站、户外框架媒体等其他业务。成功实现了图书、报刊、电子音像和新媒体等多种介质的融合。全流程的业态使得整个产业链的效率大幅提高，最大限度地获取产业链的利润。多介质传播内容，使内容资源被多次有效利用，公司目前的业务结构是业内的先驱者。
- ◆ **收入规模与盈利能力行业居前** 图书出版必须支付较高的前期资本开支，对出版商的产业规模和资金实力提出了一定要求。规模效应使得较大的出版商能获得较高的利润率，公司超越同行的规模优势，使公司毛利率水平远高于可比上市公司，且处于行业领先水平；最新财务报表显示，公司的净利润率水平已上升可比上市公司第一

位，净利润率水平稳步上升。

- ◆ **估值与投资建议** 我们预计公司 2010/2011/2012 年每股收益将分别达到 0.3/0.35/0.42 元。近期大盘进行了大幅调整，公司的估值水平已低于行业平均水平，股价已接近发行价，以我们对公司基本面的判断，我们认为，公司目前股价被低估，给予“推荐”投资评级。

表 4 中南传媒主要财务指标

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4052	4573	5335	6257
同比(%)	14%	13%	17%	17%
归属母公司净利润	480	534	630	747
同比(%)	30%	11%	18%	19%
毛利率(%)	41.0%	41.4%	41.2%	41.1%
ROE(%)	17.9%	7.4%	8.0%	8.7%
每股收益(元)	0.34	0.30	0.35	0.42
P/E	35.48	40.92	34.70	29.26
P/B	6.36	3.02	2.78	2.54
EV/EBITDA	44	36	30	24

资料来源：国元证券研究中心

博瑞传播：传统业务地位不改，新业务多元化拓展

- ◆ **主营业务稳健性与高增长并重** 公司近三年营业收入平均增幅约 14%，扣除非经常性损益后年均增幅约为 40%，公司近三年收入与利润增速远超过行业的平均水平。作为经营传统业务的传媒企业，相对于行业内其他公司，具备了新兴产业的高增长与传统业务的稳健性的双重性。
- ◆ **受益区域经济发展提速，传统业务增长趋势不改** 我国报业经营主要具有区域垄断性，区域发展的不平衡性，决定了区域报业经营业绩的差异性。目前，沿海经济发展开始增速有所回落，报业经营发展相对饱和。相反，中西部地区经济发展提速，给区域报业经营发展创造了机遇和空间，区域报业经营增长趋势不改。
- ◆ **进入网游行业，实现主营业务的跨越式发展** 基于公司长远发展的高瞻远瞩，2009 年 6 月，公司收购成都梦工厂，实现了从平面媒体经营业务向综合性多媒体经营业务的跨越。公司进入网游行业：一方面，分享网游行业目前的高速增长，另一方面，借助网游做大做强，实现走出西南，布局全国的发展思路。为公司未来主营业务发展进入新媒体，走向全国铺平了道了。
- ◆ **“创意成都”与创投等业务使得发展更加趋于多元化** 公司 2010 年投资创意成都项目，一方面为了改变公司的轻资产结构，另一方面寻求理好的投资项目。该项目与创投业务的投资，都将在未来两三年内给公司带来较高的投资回报。
- ◆ **估值与投资建议** 我们预测公司 2010/2011/2012 年将分别实现每股收益 0.59/0.69/0.89 元。结合公司目前的股价，公司估值水平远低于行业平均水平，具有较高的安全边际。综合考虑，创意成都与创投等业务未来几年可能给公司创造的超额收益，维持公司“推荐”的投资评级。

表 5 博瑞传播主要财务指标

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	923	1190	1507	1973
同比(%)	14%	29%	27%	31%
归属母公司净利润	263	357	412	537
同比(%)	37%	36%	15%	30%
毛利率(%)	50.8%	52.7%	50.3%	50.7%
ROE(%)	20.2%	22.3%	20.4%	21.0%
每股收益(元)	0.70	0.59	0.69	0.89
P/E	26.84	31.65	27.41	21.02
P/B	5.42	7.05	5.60	4.42
EV/EBITDA	26	21	18	14

资料来源：国元证券研究中心

天威视讯：受益“三网融合”与资产整合预期加重

- ◆ **有望成为全国三网融合的示范** 公司目前关内有线网络基本上已全部实现双向化，公司目前已具备三网融合的条件，且目前已进入第一批三网融合试点名单之内，鉴于公司较高的双向网改造程度，公司对其他地区三网融合将起到示范效应。同时，深圳市已将特区范围扩大至关外以及广电总局对三网融合区域提出整合的要求，公司整合关外有线网络资产的预期加重。
- ◆ **即将迎来业绩的爆发期** 公司收入与利润增长缓慢，主要原因是，公司前期双向网改造产生较大的长期待摊费用，限制了公司的盈利能力，同时，公司目前税收优惠已到期，所得税税率在逐年上升，公司业绩释放动能不足，随着长期待摊费用的逐步摊销完毕，公司将迎来业绩的爆发期。
- ◆ **增值互动业务后续发力** 深圳特区经济发达，人们的文化消费意识较强，良好的受众群体是公司开展增值互动业务的基础，公司数字整转完成后，主要的收入来源是增值互动业务的不断推进，公司近几年 ARUP 值稳步上升，借三网融合之势，公司增值互动业务将后续发力。
- ◆ **估值与投资建议** 我们预计公司 2010/2011/2012 年每股收益将分别达到 0.33/0.36/0.51 元，对应 2010/2011/2012 年动态市盈率分别为 94/84/61 倍。公司目前估值虽然偏高，主要还是关外资产整合预期较重，公司目前已过网络前期投入摊销后期，未来超业绩超预期的可能性较大，维持公司“推荐”的投资评级。

表 6 天威视讯主要财务指标

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	753	790	838	892
同比(%)	6%	5%	6%	6%
归属母公司净利润	78	88	97	135
同比(%)	3%	12%	11%	39%
毛利率(%)	33.3%	33.0%	34.0%	38.0%
ROE(%)	6.3%	6.7%	7.1%	9.2%
每股收益(元)	0.29	0.33	0.36	0.51
P/E	104.67	93.51	84.13	60.61
P/B	6.59	6.29	5.98	5.56
EV/EBITDA	23	22	20	17

资料来源：国元证券研究中心

省广股份：依托上市平台，做优秀创意产业链整合者

- ◆ **排名第一位的综合性本土广告公司** 国内广告行业是一个高度离散的行业，且受外资广告巨头的冲击，国内大型的优秀广告公司比较少。公司扎根广东省，从 2002 年以来广告经营规模持续扩大，2002 年至 2008 年，公司占全国广告支出额比例 CAGR 达到 5%，占广告公司经营额比例 CAGR 达到 6%，公司在国内广告经营额排名中一直排在第 8 位，剔除外资广告企业，公司的广告经营额排第一位。
- ◆ **依托上市平台，做优秀创意产业链的整合者** 公司的上市对于公司及中国广告行业有着深远的影响：第一、公司作为中国广告上市第一“鼓”，承担着中国广告行业“扛旗者”的重任；第二、上市后，公司相对其他的小广告企业，资金实力与抗风险能力明显增强，且具备的较好产业链整合平台；第三、上市后，公司预备择机在全国开展自己的业务，公司经营范围扩大到全国，同时也提高了公司在全国的影响力。因此，我们认为，优秀创意产业链整合者的身份将是公司未来最大的投资亮点。
- ◆ **广告行业步入快速发展阶段** 中国经济的持续快速增长是广告行业得以快速发展的前提，1998 年之后，中国广告步入稳步快速发展期，1998—2008 年的 10 年期间，中国广告支出 GAGR 达到 13.4%，在此期间 GDP 的 CAGR 达 14%，中国广告支出的增长速度与 GDP 基本保持同步，在全球金融危机阴影逐渐消退的背景下，2009 年必将成为中国 GDP 增长的低谷，中国经济的快速成长将使得未来几年中国广告业步入快速发展的轨道。
- ◆ **估值与盈利预测** 我们预计公司 2010/2011/2012 年每股收益将分别达到 0.87/1.20/1.51 元，对应 2010/2011/2012 年动态市盈率分别为 58/42/33 倍，公司目前估值平相对合理，维持公司“推荐”投资评级。

表 7 省广股份主要财务指标

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2050	2429	2919	3501
同比(%)	13%	18%	20%	20%
归属母公司净利润	53	72	99	125
同比(%)	16%	35%	37%	26%
毛利率(%)	11.8%	12.6%	13.1%	13.3%
ROE(%)	32.6%	7.1%	8.9%	10.1%
每股收益(元)	0.86	0.87	1.20	1.51
P/E	58.18	57.50	41.85	33.19
P/B	19.00	4.08	3.72	3.34
EV/EBITDA	57	41	30	24

资料来源：国元证券研究中心

蓝色光标：股权激励加快收购步伐

- ◆ **行业优势** 公司的所处的行业特性，决定公司未来的发展道路将主要通过收购兼并的方式做大做强，公司未来资产重组与收购方面的投资题材较多；同欧美企业相比，亚洲企业的在品牌管理方面，广告投入相对较大，公关意识较差，对于亚洲企业来说，未来广告投入下降，公关投入加大将成为必然趋势。
- ◆ **地位优势** 公司目前在国内公关行业中处于行业龙头地位，（但市场份额只有不到 3%）。客户均是世界五百强企业，与国内行业内其他公司相比，龙头地位的品牌形象是公司目前的较大优势之一、在与外资传播集团进行竞争的过程中，公司有着本土化优势、以及作为上市公司能承受略高于外资收购 PE 的优势。
- ◆ **股权激励加快收购步伐** 公司近期公布了授予 700 万股股权激励的草案。公司股权激励行权条件为：以 2009 年净利润为基数，2011-2013 年相对于 2009 年的净利润增长

率分别不低于 50%、85%、130%，2011-2013 年净资产收益率分别不低于 8%、8.5%、9%。公司股权激励行权条件适度宽松，但授予的期权数量接近现有总股本的接近 6%，行权比例较高，股权激励彰显了公司管理层对未来延式增长的信心，股权激励将加快公司收购做大的步伐。

- ◆ **估值与投资建议** 我们调高对公司的盈利预测，我们预计公司 2010/2011/2012 年每股收益将分别达到 0.71/0.96/1.37 元，股权激励将使公司未来经营业务超预期的可能性更大，我们维持公司“推荐”投资评级。

表 8 蓝色光标主要财务指标

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	368	478	621	870
同比(%)	12%	30%	30%	40%
归属母公司净利润	48	78	106	150
同比(%)	12%	62%	35%	43%
毛利率(%)	55.7%	57.0%	58.0%	59.0%
ROE(%)	23.1%	8.5%	10.3%	12.8%
每股收益(元)	0.81	0.71	0.96	1.37
P/E	42.24	47.93	35.56	24.95
P/B	9.75	4.09	3.67	3.20
EV/EBITDA	56	37	27	18

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准

确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn