

政策和市场是未来发展主旋律

——传媒行业 2011 年二季度投资策略

2011 年 4 月 19 日

中性/下调

传媒

季度报告

投资摘要:

- **二季度行业整体上涨概率不大，但可关注细分子行业投资机会。**二季度政策层面超预期概率不大，在市场谨慎气氛下，传媒行业需要时间来消化高估值。建议投资者关注整合随时可能启动的有线网络板块，同时关注行业持续高增长的新媒体、公关、影视娱乐等细分子行业的投资机会。
- **有线网络短期看整合，中长期关注智能电视引爆的电视“IT”化所带来的有线网络运营商价值提升。**我们认为相比于省网整合后再全国整合自下而上的整合，最终的整合很有可能是自上而下“各个击破”，因此国家网络公司年中能否挂牌成立将是重要驱动事件。同时智能电视将加速改变传统电视在家庭娱乐中的地位，在电视娱乐中心化的过程中，屏幕背后的运营商价值迎来转机。
- **新媒体、公关、影视娱乐等细分行业确定高增长。**IPTV 作为三网融合最典型应用，在广电以及电信两大部门的利益博弈中步履维艰，但 IPTV 的价值不能低估，全国已发展用户近 800 万，在上海，江苏，广东等经济发达地区已经成超百万的用户规模。网络游戏在去年年中经历增速触底后开始反弹，2011-2013 年网络游戏增速有望保持在 20% 以上。公关行业 2010 年增速为 25%，且 11 年仍将保持增速在 25% 以上，社会传播形态的剧烈变化，公众注意力碎片化使得公关行业获得新的发展机遇。中国影视娱乐业受益于影视院线基础设施的大规模扩张以及二三线城市高涨的观影热情。
- **投资策略：**有线网络重点关注具有关内外整合预期的天威视讯。新媒体关注博瑞传播、蓝色光标和广电信息。
- **风险提示：**1) 文化产业后续政策低于预期。2) 创意产业存在不确定风险。

传媒行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	10A	11E	12E	10A	11E	12E		
博瑞传播	0.52	0.72	0.92	32	23	18	6.3	强烈推荐
天威视讯	0.32	0.66	0.74	76	37	33	5.0	推荐
广电信息	0.15	0.36	0.55	83	35	23	6.8	推荐
蓝色光标	0.52	0.8	1.19	57	37	25	4.0	推荐

王玉泉

TMT 行业分析师

执业证书编号：S1480210100001

联系人：陈虎

电话：010-66507331

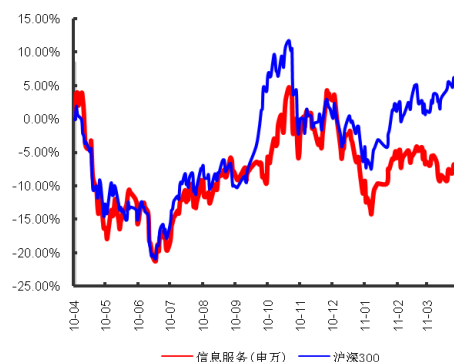
邮箱：chenhu@dxzq.net.cn

行业基本资料

占比%

股票家数	29	1.52%
重点公司家数	16	0.84%
行业市值	1600.8 亿元	0.48%
流通市值	1044.2 亿元	0.49%
行业平均市盈率	44	/
市场平均市盈率	18	/

传媒行业指数走势图



资料来源：wind

相关研究报告

1. 《渠道，指引未来》 2010.11.08
2. 《蓝色光标调研快报：收入增长稳定，新媒体营销有望提升毛利率》 2010.11.16
3. 《数字出版蓄势待发，新兴传媒璀璨依旧 -2011 年传媒行业》 2010.12.03

目 录

1. 传媒行业：二季度缺乏整体催化剂，细分行业有机会	3
1.1 文化产业长期增长，政策与需求是核心因素	3
1.2 预计二季度政策平淡，有线网络等待时机	4
1.3 影视、公关以及新媒体等细分行业高增长可期	7
2. 重点公司推荐	10
2.1 博瑞传播：具有安全边际的转型者	10
2.2 广电信息：国内 IPTV 行业领跑者	10
2.3 蓝色光标：本土公关龙头享有巨大增长空间	10
2.4 天威视讯：网络整合带来规模价值提升	11

表格目录

表 1：上市有线网络公司整合可行性	5
-------------------	---

插图目录

图 1：十二五末期文化产业要成为国民支柱产业	3
图 2：政策驱动型企业主要受主管部门影响	4
图 3：影视、公关等行业更多受市场需求驱动	4
图 4：三星最新推出智能电视 D8000	6
图 5：百视通 IPTV 用户界面	6
图 6：吉林有线数字电视用户界面	6
图 7：央视黄金广告招标连年上涨预示电视广告价值不断提升	7
图 8：2004-2012 年国内电影荧幕数量	8
图 9：2001-2012 年国内电影市场规模	8
图 10：2000-2012 年国内公关业市场规模	9
图 11：2010 年公关行业市场结构	9

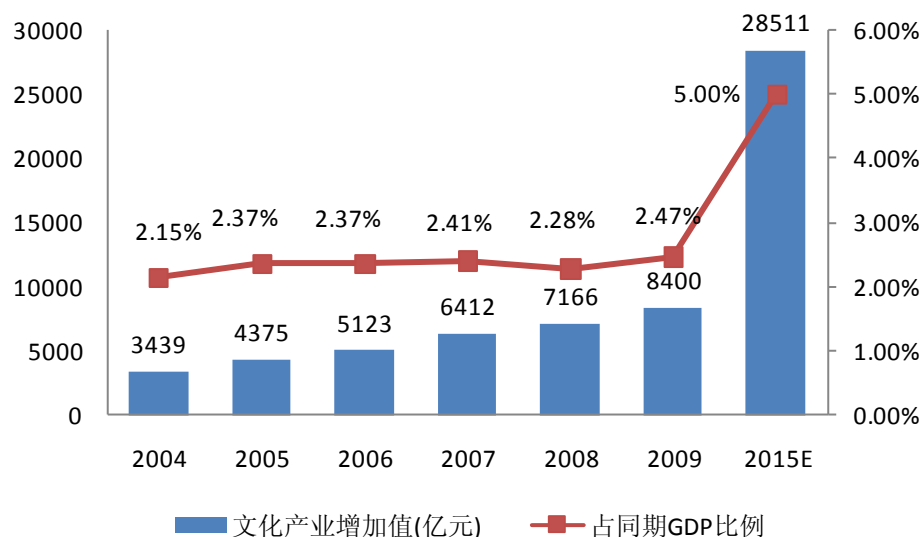
1. 传媒行业：二季度缺乏整体催化剂，细分行业有机会

1.1 文化产业长期增长，政策与需求是核心因素

继文化产业定位为战略产业不到一年的时间，《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》中首次明确提出“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”，从战略产业到支柱产业，文化产业在国民经济中的定位愈发具体清晰。

支柱产业的定位，意味着在十二五的末期，文化产业规模将由目前占 GDP 中的 2.5% 的比重上升至 5% 以上。若按照 GDP 年均增速 9% 来计算，到 2015 年文化产业增加值占比翻番则意味着届时文化产业规模达到 2.85 万亿，是 2009 年末的 3.4 倍

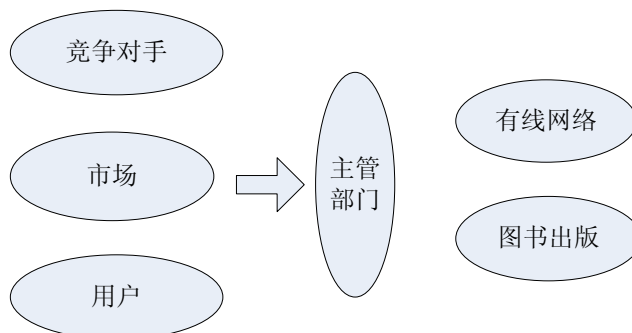
图 1：十二五末期文化产业要成为国民支柱产业



资料来源：东兴证券研究所

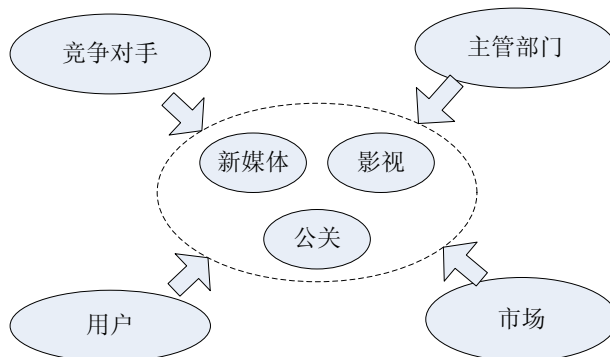
政策推动和消费需求是文化产业确立支柱地位的两条发展路径。

政策推动主要分为市场主体的培育以及市场秩序的建立两方面，在 A 股市场中尤其是有线网络和出版行业为典型行业。对于政策监管严格的行业，市场，用户以及竞争对手的影响往往是通过监管部门相应政策以及调控手段对公司产生影响。2010 年一省一网目标未能实现以及国家广播电视网络公司的推迟挂牌，使得我们认为相比自下而上的整合程序，自上而下的倒置顺序将是更加有效的手段。有线网络将继续以完善市场竞争主体为第一要务，网络整合将是 2011 年继续推动的重点。出版行业的主管部门制定政策将更侧重于建立良好的市场秩序，例如保护版权等方面。但是鉴于数字出版带给整个出版行业的影响巨大，全球范围内对于传统出版企业而言，也没有一个很好的兼顾传统出版与数字出版利益的解决方案，同时用户的阅读习惯和版权意识需要长期的培养与改变，我们判断出版行业政策短期内不会有大的改变，政策拐点的出现很可能是新兴数字出版严重威胁到传统出版行业的生存。

图 2：政策驱动型企业主要受主管部门影响

资料来源：东兴证券研究所

受消费需求驱动的主要是电影、公关和新媒体等细分行业。对于这一类公司，监管部门仅仅担当裁判的角色，并不参与市场，对于公司而言，用户以及市场与主管部门的影响的重要性是等同的。影视行业受益因素较多：1)院线投资热情高涨，电影荧幕迅速增加。2)观众消费能力增加，观影热情浓厚。公关行业则受益于用户观念转变，尤其是传播形式多样化的时代，事件营销，危机公关等将大大提高用户对于公关行业重要性的认识。

图 3：影视、公关等行业更多受市场需求驱动

资料来源：东兴证券研究所

1.2 预计二季度政策平淡，有线网络等待时机

2011 整合进程将以自上而下为主。2010 年一省一网未能实现以及国家广播电视网络公司的推迟挂牌，使得亟需政策进一步推动的有线网络陷入沉寂。我们认为相比自下而上的整合程序，自上而下的倒置顺序将是更加有效的手段。因此，我们判断国家广播电视网络公司的挂牌将是有线网络今年及其重要的一件事。媒体报道国家有线有望今年 7 月挂牌。国家有线作为广电国家层面的运营主体，挂牌成立后将逐渐改变广电行业弱势局面，不再是地方广电集团与电信运营商不同层面的竞争，不但可以进一步促进各地区有线网络的整合，如果能够代表广电向工信部申请互联网出口带宽，将是

对于广电运营商业务转型的极大帮助。同时我们认为，去年一省一网未能实现，意味着目前各地有线网络处于非稳态，国网的挂牌很可能作为催化剂，随时推动地方有线网络公司的进一步整合。

表 1：上市有线网络公司整合可行性

公司	已有用户	潜在注入用户规模	整合可行性分析
天威视讯	110 万	深圳关外 150 万用户以及广东省网约 900 万用户	关内整合确定性很强，以天威为平台整合广东省网存在可能性，但是前景不确定
武汉塑料	约 300 万（整合进行中）	湖北省其他地市约 500 万用户	公司明确承诺将尽快注入集团拥有的 160 万用户，湖北省其他地区近 400 万用户后续被整合可能性很大
电广传媒	约 360 万（停牌整合中）	中信国安 5 县市 90 万用户	有可能，但取决于两公司在交易用户过程中对于政策与市场的对价商议结果
歌华有线	448 万	已完成省网整合	跨省整合概率很低
广电网络	470 万	已完成省网整合	跨省整合概率很低

资料来源：东兴证券研究所

家庭娱乐中心向电视转移，三屏融合中电视价值迅速提升。当电视不再是单一的视频播放机，拥有与电脑越来越接近的功能后，电视很有可能成为家庭未来的娱乐中心，原因如下：

- 1) 电视所具有的后仰文化，比起电脑的前倾文化的私人娱乐属性，更适合家人共同分享。
- 2) 大屏幕，高清晰度的电视使得音乐，视频，图片浏览，游戏等等将成为电视应用的主流，将拥有远超电脑的视觉音响感受。
- 3) 电视控制输入手段多样化使得电视使用体验出现革命性变化。采用智能系统的智能电视可以与智能手机、平板电脑进行通信，从而通过手机、平板电脑对电视进行控制。Kinect 等体感外设使得对电视的操作可以更人性化。语音控制也同样是非常具有前景的一种控制方式。

近期各大家电厂商相继推出智能电视，而智能手机操作系统在跨越手机登陆平板后，下一站便将是三屏融合中最后一块，也是最大一块屏幕：电视。如三星最新推出的智能电视，采用 android 操作系统，由百视通提供内容集成，同时拥有丰富的互联网功能并可以在官方商店进行软件下载。

图 4：三星最新推出智能电视 D8000



资料来源：东兴证券研究所

广告收入是有线网络仍未开发的金矿。后向收费是有线网络运营商相比于电信运营商最大的不同，也是有线网络公司作为广电系一员靠近内容的最大资源所在。电视广告不仅仅是广播电视台的专利。作为有线运营商运营商，意味着对于电视这个终端，有线网络运营商比电视台的控制能力更强。掌握播控权的 IPTV 运营商也是如此。通过控制用户界面，拥有成片的数字电视用户，其广告价值与平面媒体，网络媒体相比远远超出。各地卫视频道黄金时段广告收入的连年攀升，则也意味着有线网络运营商在广告营收上的大好前景。

图 5：百视通 IPTV 用户界面

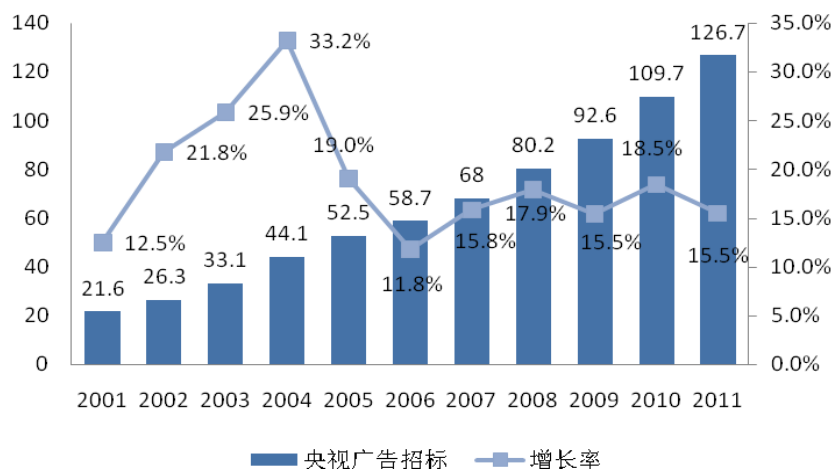


资料来源：东兴证券研究所

图 6：吉林有线数字电视用户界面



资料来源：东兴证券研究所

图 7：央视黄金广告招标连年上涨预示电视广告价值不断提升


资料来源：东兴证券研究所

增值业务需待双向网络改造进一步深入。增值业务有着很大的提升空间，但是短期内受到内容贫乏，双向互动渗透率低的限制，其中互动能力不足是我们认为限制增值业务发展的最大瓶颈。但我们长期强烈看好有线网络增值业务的盈利前景，至于当前没有很好的盈利状况，一如互联网对于微博，360 等平台型社区的态度，只要有线网络平台搭好，双向互动改造完成，增值业务盈利不是问题。

1.3 影视、公关以及新媒体等细分行业高增长可期

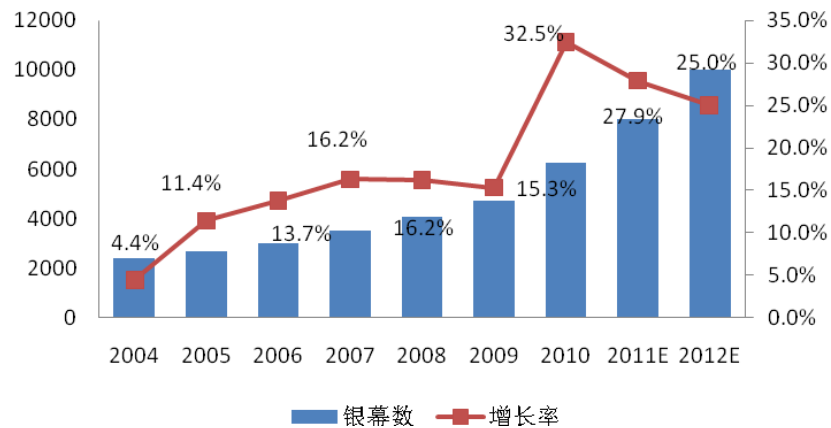
电影行业，站在腾飞的新起点。

电影行业处在人口红利阶段，消费潜力正在被挖掘。2010 年，我国新建电影院 313 座，新增屏幕 1533 块达到 6256 块，相比 2009 年增加 142 家影院和 626 块屏幕，国内电影院线的建设明显开始提速。艺恩咨询预测 2011 年我国电影荧幕数将突破 8000 块。

市场需求方面，消费者观影兴趣浓厚，市场仍有很大空间。即使经历了 2010 年电影院线投资热，我国人均拥有荧幕数仍远远低于发达国家，近 20 万人才拥有一块电影荧幕，而美国每 7000 人便拥有一块荧幕，日本大概 20000 人便拥有一块荧幕。如果考虑到一线、二线、三线城市在电影院线数量上的巨大落差后，我国电影市场仍然有极大的提升空间。

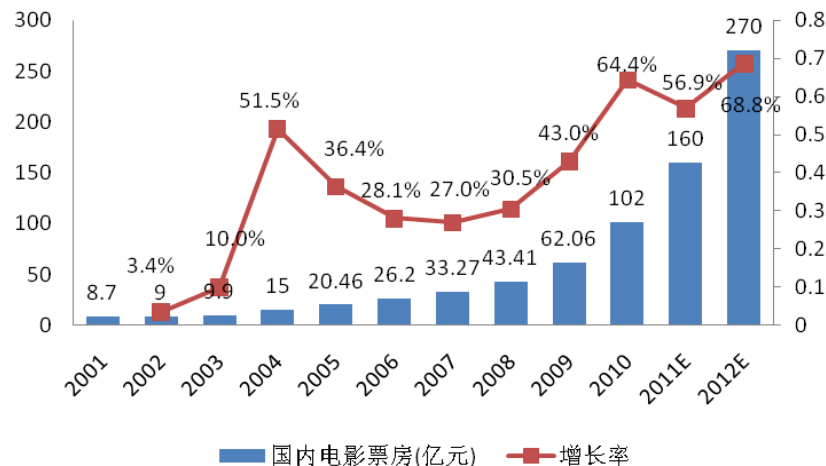
电影行业及周边将为文化产业上升为支柱产业的高度做出大的贡献。电影产业可以拉动影视院线投资，作为商业地区的催化剂或直接带动商圈周边人气。购票观看电影作为最纯正的文化消费已经被国内消费者所接受，从许多地区的热门电影票紧缺的现象便可看出端倪。此外，作为内容产业，监管部门通过审核进行一定的规范后，产业几乎不受额外的制约，也是产业将来迅速提升的快速路径。

图 8：2004-2012 年国内电影荧幕数量



资料来源：广电总局，东兴证券研究所

图 9：2001-2012 年国内电影市场规模



资料来源：广电总局，东兴证券研究所

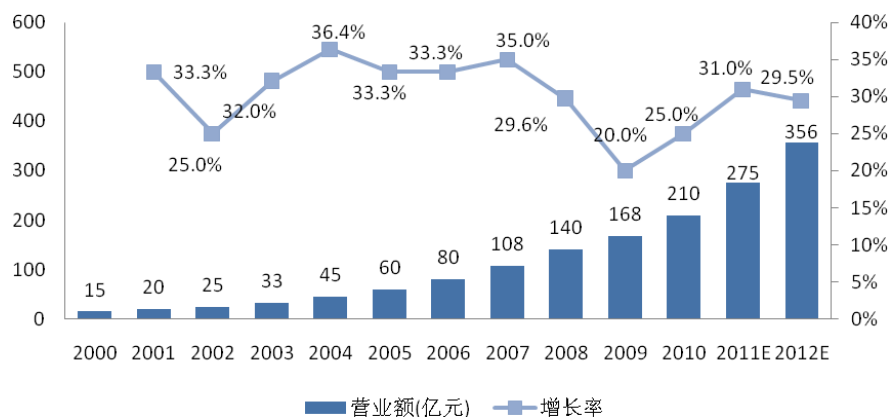
公关行业需求增长有望受新媒体推动。

公关行业在未来企业的宣传方面有着和广告一样重要的作用。美国公关协会的定义是：公共关系是一个组织为获得公众的信任与好感，借以迎合公众之兴趣而调整其政策与服务的一种持续工作；公关是一种专业技术，这种技术在于激发公众对一个组织的了解并产生信任。我们认为获取公众信任是一个长期持续的过程，而面对舆论话语权不断分散，微博等新兴媒体拉近企业与用户距离的背景下，公关行业有望迎来新一波增长高峰。

自 2000 年期，我国公共关系业常年保持着 30% 以上的增速。中国国际公共关系协会（CIPRA）最新公布 2010 年我国公关行业发展情况，2010 年整个行业营业额约为 210 亿元，年增长率为 25%。汽车、IT、快速消费、医疗保健和金融位居市场份额的

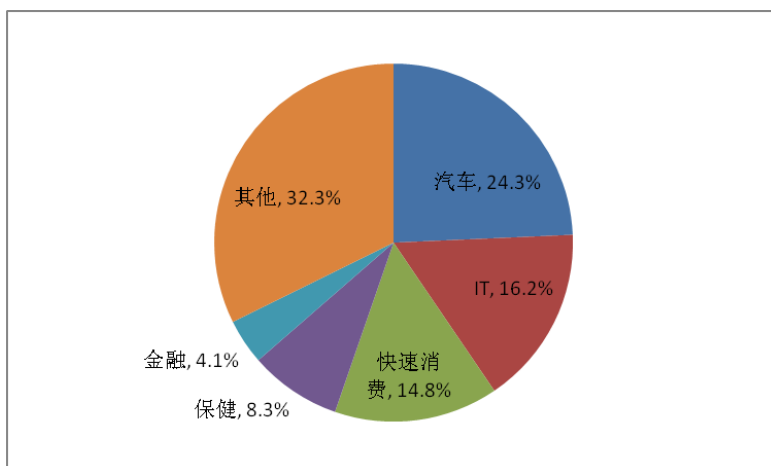
前五位，分别为 24.3%、16.2%、14.8%、8.3%和 4.1%，其他如通信、房地产、制造业、旅游、体育、文化等占 32.3%左右。网络公关、事件营销、危机管理、世博公关以及企业社会责任等成为 2010 年度增长最快的业务。城市营销业务开始受到普遍关注。

图 10: 2000-2012 年国内公关业市场规模



资料来源: CIPRA, 东兴证券研究所

图 11: 2010 年公关行业市场结构



资料来源: CIPRA, 东兴证券研究所

2. 重点公司推荐

2.1 博瑞传播：具有安全边际的转型者

公司于 2009 年和 2010 年先后大手笔收购梦工厂以及晨炎信息，进军游戏行业，在传统媒体长期增长前景遇到瓶颈后，公司果断选择了进军新媒体。公司目前业务中，传统媒体增长稳定，其中广告业务以及印刷业务具有弹性。新媒体中梦工厂去年网络游戏业绩低于预期，今年作为对赌协议最后一年，新推出的侠义世界和即将推出的圣斗士 2 将有望帮助网游业绩回升。手机游戏业务虽然体量小，但是我们看好公司手机游戏的竞争策略，同时公司有望推出手机社交/网络游戏，将打开更大的成长空间。

去年梦工厂业绩低于预期后，市场对与博瑞新媒体业务产生怀疑，股价表现低迷，具有安全边际。我们预测公司 2011-2012 年业绩分别为 0.72, 0.92, 1.15 元，对应 PE 分别为 23 倍，18 倍和 14 倍，处于传媒行业底端，目标价 24 元，相比于目前 16.6 元的价格有超过 40% 的涨幅，给予“强烈推荐”评级。

2.2 广电信息：国内 IPTV 行业领跑者

东方传媒将旗下 IPTV 运营公司百视通注入广电信息后，广电信息成为国内最大 IPTV 运营商。IPTV 目前最主要的收入来自于与电信宽带业务捆绑销售后的收入提成。公司从 2006 年开展 iptv 业务后，用户复合增长率超过 90%，2011 年公司用户增长主要分为与电信合作推广以及与电视厂商合作销售的互联网电视。我们看好互联网电视销售超预期带来百视通用户数的超预期。同时，作为运营商，百视通所拥有的播控平台具有很强的广告价值，将来具有很大的升值空间。

我们预测广电信息 2011 年-2013 年业绩分别为 0.36, 0.55 和 0.78 元，对应 EPS 分别为 35 倍，23 倍和 16 倍，目标价 16 元，我们看好 IPTV 业务的长期成长性，给予“推荐”评级。

2.3 蓝色光标：本土公关龙头享有巨大增长空间

公司是国内最大的本土公关公司，从 1996 年成立至今，公司业务领域从擅长的 IT 领域延伸至电信，金融，医疗，快消等领域，提供包括品牌传播，媒体关系，危机管理等诸多专业服务内容。公关行业相比广告行业效果不够明显，因此长期受到企业客户的忽视。但是随着社会媒体的多元化，仅仅依靠广告的效果已经大不如前，而这正是公关行业再一次发展的契机。蓝色光标作为国内最大的本土公关公司，拥有一流的品牌，丰富的媒介资源以及强大的媒体监控能力，将超越行业平均增速，享有巨大的增长空间。

我们预测蓝色光标 2011-2013 年 EPS 分别为 0.8 元, 1.19 元和 1.6 元，对应 EPS 分别为 37 倍，25 倍和 19 倍，目标价 34 元，给予“推荐”评级。

2.4 天威视讯：网络整合带来规模价值提升

天威视讯传统有线网络业务增长稳定，公司 2005-2006 年进行的数字化整转的摊销高峰期在 2010 年结束，今年摊销的减少将提升公司业绩，但是由于公司于去年加快了高清互动业务的推广，因此仍会对今年业绩造成一定影响。关外 150 万用户的整合概率非常大，但是涉及到多方利益的协调，需要强有力的行政手段来推动，今年年中如果国网公司挂牌，将对天威整合是一个促进。我们以天威视讯为平台整合广东省网存在可能性，但是最终能否成功尚不确定，可重点关注。

我们预测公司 2011-2013 年业绩分别为 0.66 元，0.74 元和 0.8 元，对应 EPS 分别为 37 倍，33 倍和 30 倍，考虑到关外整合可能性很大，整合后用户将增厚公司业绩，目标价 30 元，给予“推荐”评级。

分析师简介

王玉泉

清华大学博士，2008 年加盟东兴证券研究所，从事 TMT 行业研究。

联系人简介

陈虎

复旦大学硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事传媒与家电行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。