

证券研究报告—深度报告

传媒

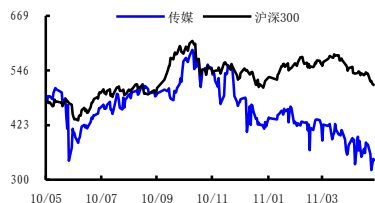
传媒行业 2011 年下半年投资策略

中性

(维持评级)

2011 年 5 月 30 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《传媒行业 2011 年投资策略：优选确定性增长下的并购预期》——2010-12-24

《央视招标金额再创新高，广告增长势头延续》——2010-11-9

《三网融合专题研究：通往“3+1”之路》——2010-9-20

《三网融合试点方案快评：三网融合试点方案利好广电，超出预期》——2010-6-8

证券分析师：陈财茂

电话：021-60933163

E-mail: chencm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120040

行业半年度投资策略

估值压力释放进入后期

● 维持传媒行业“中性”评级

传媒行业相对沪深 300 估值溢价率达 157%，未来 1-3 个月跑输的概率超过 70%，维持行业“中性”评级。并维持互联网、有线设备、报刊杂志、出版发行、影视动漫等子行业“中性”的投资评级

● 维持有线运营行业“推荐”评级

1、跨省整合难度加大带来的不利影响已被市场消化；2、国网公司对上市有线网络资产的评估方案一旦确定，溢价收购是大概率事件；3、国网公司的组建促使了各省、各市区域内网络整合提速；4、有线网络经营宽带业务的出口成本有望下调；5 有线网络低 ROIC 和经营现金流充沛的特点，使得这些公司很容易通过对外投资提高业绩增速。

● 维持广告营销行业“推荐”的评级。

1、2011 年央视黄金广告资源招标，显示的同比增长率为 15.5%，可比增速为 19.6%，预示 2011 年的广告营销开支将延续强劲增长的势头。蓝色光标、省广股份 2011 一季报已经显示内生增长依然强劲。2、整合营销公司通过并购打造“综合传播集团”的战略并未发生改变，但 2010 年并购未果，部分原因为被收购标的 2009 年业绩增速下滑导致估价偏低，从而惜售，而在分享了 2010 年的快速增长后，将有更多公司愿意出售。省广股份收购重庆年度，蓝色光标收购华艺百创、SNK 等都证明了收购正在加速。

● 推荐组合：“天威视讯+腾邦国际”

结合当前估值，我们的推荐组合为“天威视讯+腾邦国际”，谨慎推荐组合为“奥飞动漫+武汉塑料+蓝色光标+博瑞传播+天舟文化+数码视讯”。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘(元) 2011-5-27	EPS 2011E 2012E	PE 2011E	投资评级
002238	天威视讯	6,020.85	22.55	0.55 0.63	41.3	推荐
300178	腾邦国际	2,169.50	18.17	0.86 1.19	21.2	推荐
002292	奥飞动漫	7,249.92	17.70	0.44 0.60	39.8	谨慎推荐
000665	武汉塑料	2,176.01	12.26	0.37 0.41	33.1	谨慎推荐
300058	蓝色光标	3,762.00	31.35	0.64 0.81	49.1	谨慎推荐
600880	博瑞传播	8,383.50	13.41	0.53 0.56	25.2	谨慎推荐
300148	天舟文化	1,268.48	13.01	0.38 0.45	34.3	谨慎推荐
300079	数码视讯	4,907.84	21.91	0.83 1.00	26.3	谨慎推荐
300027	华谊兄弟	8,830.08	14.60	0.22 0.28	65.0	中性
600037	歌华有线	11,579.14	10.92	0.20 0.21	54.6	中性

资料来源：公司资料和国信证券预测

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

维持行业“中性”评级	3
策略回顾：1H2011 传媒行业跑输 12.3%，低于“中性”评级	3
维持行业“中性”评级	3
化解估值压力：增长的四条路径	5
路径之一：需求增长，广告营销行业在下半年仍将快速增长	5
路径之二：业绩改善，有线宽带出口成本有望下调	8
路径之三：并购整合，报业和电视改革有望取得突破	10
路径之四：业务转型，投向“高回报、高增长”的业务	12
投资策略：安全边际+并购预期	13
天威视讯：迎来历史最快增长期，推荐	14
腾邦国际：打造在线综合商旅运营商，推荐	14

图表目录

图表 1: 1H2011 年传媒行业跑输大盘 12.3%.....	3
图表 2: “推荐”和“谨慎推荐”组合表现不佳	3
图表 3: 传媒行业估值溢价走势	4
图表 4: 相对溢价率与未来 1 个月超额收益的关系	4
图表 5: 相对溢价率与未来 2 个月超额收益的关系	4
图表 6: 相对溢价率与未来 3 个月超额收益的关系	4
图表 7: 中国传媒行业 Big Picture-更新	5
图表 8: CCTV 黄金资源广告招标金额的真实增长率：19.64%.....	6
图表 9: 央视黄金资源广告招标：强势媒体增强	7
图表 11: CCTV-1 电视剧特约剧场招标，三年复合增长 18.4%.....	7
图表 12: 新闻联播报时组合更好诠释广告行业的真实情况.....	7
图表 13: 人工成本投入及其创造利润不相匹配	8
图表 14: 费用率高企制约净利率提升	8
图表 15: 诸多传媒媒体公司存在业绩改善的空间	8
图表 16: 电信卡住广电宽带的国际出口和 IDC.....	9
图表 17: 天威视讯宽带出口月租占宽带收入比重持续增加.....	10
图表 18: 全国有线电视网络资产的整合路径	11
图表 20: A 股有线电视网络资产历次收购定价	11
图表 21: 南方国际传媒控股有限公司之股权架构	12
图表 22: 广东省有线用户规模名列前茅（单位，万户）	12
图表 24: A 股传媒行业重点公司估值表	13

维持行业“中性”评级

策略回顾：1H2011 传媒行业跑输 12.3%，低于“中性”评级

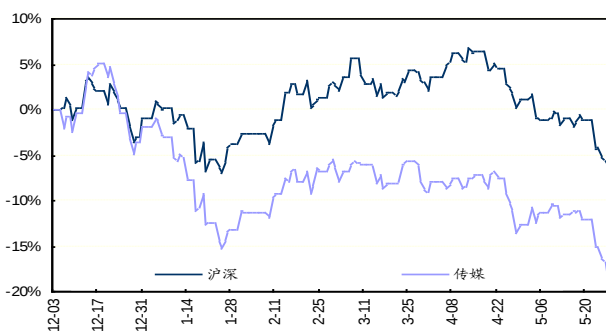
简要回顾近期的行业策略《2011 年传媒行业投资策略：优选确定性增长下的并购预期-101224》，其表现有以下几个要点：

1H2010 传媒行业跑输市场 12.3%，差于维持行业“中性”评级的判断。自 12 月 24 日开始，截止 5 月 27 日，传媒行业累计收益率为-18.5%，相对沪深 300 的-6.2%，跑输 12.3%，跑输幅度超出 5%（国信对行业“回避”的定义），差于维持行业“中性”的判断。

“推荐”组合跑输市场 15.7%，未达“推荐”标准。推荐组合（天威视讯+武汉塑料+蓝色光标）累计收益率-21.9%，跑输大盘（以沪深 300 作为基准）15.7%，未达到“推荐标准”（处于“回避”区间）。

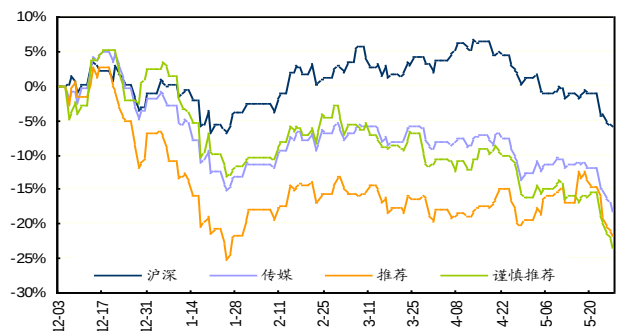
“谨慎推荐”组合跑输市场 17.6%，表现差于“推荐”组合。谨慎推荐组合（奥飞动漫+博瑞传播）累计收益率为-23.8%，跑输市场 17.6%，表现差于“推荐”组合，同样未达到“谨慎推荐”的标准（处于“回避”区间）。

图表 1：1H2011 年传媒行业跑输大盘 12.3%



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

图表 2：“推荐”和“谨慎推荐”组合表现不佳



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

维持行业“中性”评级

我们维持传媒行业“中性”的投资评级，维持有线运营和广告营销行业“推荐”的投资评级，维持有线设备、报刊杂志、出版发行、影视动漫和互联网行业“中性”的投资评级。主要理由为：

传媒行业估值溢价率达 157%，未来三个月跑输的概率超过 70%。基于过去 6 年的经验（2005 年至今），传媒行业相对沪深 300 一直存在估值溢价，最低为 59%，最高为 284%，平均为 173%，当前（5 月 27 日）为 157%，略低于平均值，同样参照过去的经验，当传媒行业估值溢价率在 140-160%之间时，未来 1 个月跑输的概率超过 70%，未来 2 个月和 3 个月跑输的概率超过 80%。

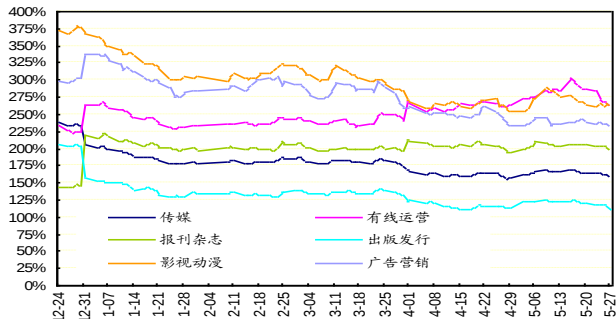
有线设备、报刊杂志、出版发行、影视动漫、互联网等子行业的增长无法化解现有估值压力。（1）有线电视数字化进入中后期，设备公司需要寻求转型以自救。（2）报刊杂志广告受到新营销方式的冲击，长期增长堪忧，另外，“依附于媒体端”的特点阻碍了扩张。（3）出版发行行业并没有改变依赖于教材教辅的现状，学生数量

的下降趋势并未改变，另外，各地出版发行集团、民营策划公司逐渐上市，降低了已上市公司“跨区域、跨所有制”整合预期带来的估值溢价。(4) 影视动漫行业具备良好的内生增长，但内容制作高风险的特点将导致利润的剧烈波动，市场对这一部分估值折价估计不足。(4) 互联网各细分行业“赢家通吃”的特点尽显无遗，但 A 股中众多的互联网公司言过其实，苍白的业绩“答卷”将使得这些公司的估值打入原形。

维持有线运营行业“推荐”的评级。(1) 跨省整合难度加大带来的不利影响已被市场消化。(2) 国家网络公司对上市有线网络公司资产的评估方案一旦确定，溢价收购是大概率事件。(3) 国家网络公司的组建促使了各省、各市区域内网络整合提速。(4) 三网融合关于有线网络经营宽带业务的 IDC、国际出口问题将逐渐明朗，将显著提升有线网络的业绩。(5) 有线网络低 ROIC 和经营现金流充沛的特点，使得这些公司很容易通过对外投资提高业绩增速。

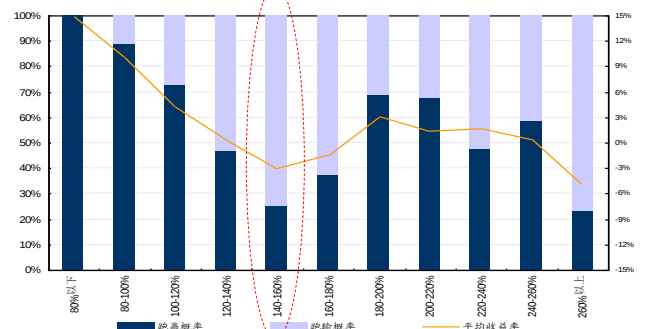
维持广告营销行业“推荐”的评级。理由包括：(1) 2011 年央视黄金广告资源招标，显示的同比增长率为 15.5%，看似和金融危机爆发后 2009 年的增速相当，但却存在较大的区别，2011 年的可比增速而 19.6%，而 2009 年的可比增速为负增长。央视广告招标增长预示 2011 年的广告营销开支将延续强劲增长的势头。蓝色光标、省广股份 2011 一季报已经显示内生增长依然强劲。(2) 整合营销公司通过并购打造“综合传播集团”的战略并未发生改变。省广股份收购重庆年度，蓝色光标收购华艺百创、SNK 等都证明了收购正在加速。

图表 3：传媒行业估值溢价走势



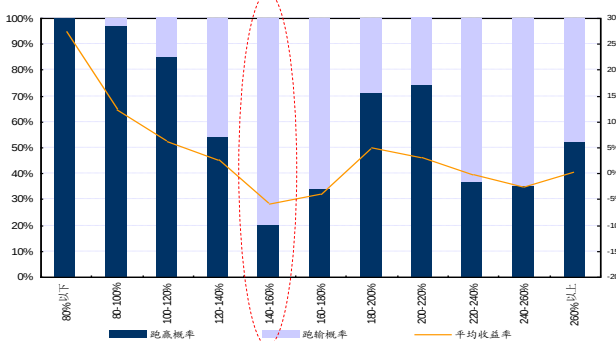
资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

图表 4：相对溢价率与未来 1 个月超额收益的关系



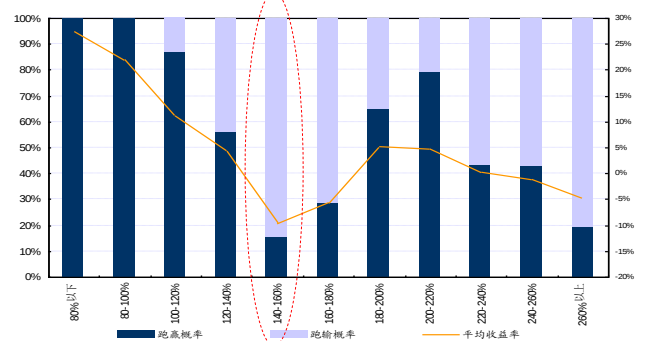
资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

图表 5：相对溢价率与未来 2 个月超额收益的关系



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

图表 6：相对溢价率与未来 3 个月超额收益的关系



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

化解估值压力：增长的四条路径

以相对 PE 溢价率衡量的估值压力，已近剔除了贴现率的影响，只能通过业绩的增长来化解。我们在《2011 年传媒行业投资策略：优选确定性增长下的并购预期-101224》中提出了化解估值压力的四条路径，在这里，我们仍旧维持这一看法。

路径之一：需求增长，广告营销行业在下半年仍将快速增长

回顾过去 5 年的经验（2005-2009），我们发现，中国传媒的各子行业并非都是高速增长行业。

有线电视：数字化带来高增长的假象。以收入衡量，全国有线网络收入从 2005 年 160 亿元，增加到 2009 年 420 亿元，5 年 CAGR 达到 27.3%，不过这只是数字化提价带来的假象，数字用户 5 年 CAGR 达到 100%。而若以用户规模增长来衡量，有线用户 4 年的 CAGR 仅为 8.1%，从 2005 年 1.28 亿户增加到 2009 年 1.75 亿户。

出版发行：仍旧低增长。2009 年全国图书纯销售 581 亿元，4 年 CAGR 仅为 4.2%。一方面，学生数量下降使得中小学教材教辅 5 年 CAGR 仅为 1.8%，另一方面，尽管文化体制改革使得一般图书销售短期增长（9.5%）超过过去 5 年的复合增长（8.4%），但并未改变低增长的大局。

电影行业：持续高增长。过去 5 年票房的 CAGR 为 32%，从 2005 年的 20.5 亿元，增加到 2009 年的 62.1 亿元。全国屏幕数从 2005 年的 2668 块，增加到 2009 年的 4723 块，CAGR 为 15.3%。票房的增长正是人们娱乐需求快速膨胀的体现。

广告行业：缓慢增长。2009 年，全国广告总额 2045 亿元，相对 2005 年的 1416 亿元，5 年 CAGR 为 9.6%，这一增速甚至低于同期名义 GDP 的增速。

公关行业：高增长的新兴行业。2009 年，国内公关营业额 168 亿元，5 年 CAGR 为 29.4%，增速远远高于广告行业。主要原因在于公关对传统广告营销的替代。

图表 7：中国传媒行业 Big Picture-更新

	单位	2005	2006	2007	2008	2009	YoY	CAGR
用户付费型	亿元	673.2	714.1	757.9	952.6	1061.9	11.5%	12.1%
有线电视	亿元	159.6	183.6	212.0	369.5	418.8	13.4%	27.3%
有线用户	万户	12,842.0	13,995.0	15,279.0	16,397.9	17,522.7	6.9%	8.1%
数字用户	万户	397.0	1,266.0	2,347.0	4,527.9	6,321.7	39.6%	99.8%
ARPU	元/户/月	10.4	10.9	11.6	18.8	19.9	6.1%	17.8%
图书纯销售	亿元	493.2	504.3	512.6	539.7	581.0	7.7%	4.2%
图书总销售	亿元	1,229.8	1,290.9	1,366.6	1,456.4	1,557.0	6.9%	6.1%
中小学教材	亿元	462.5	481.9	466.2	488.2	497.0	1.8%	1.8%
一般图书	亿元	767.4	809.0	900.4	968.2	1,059.9	9.5%	8.4%
出版社数量	家	573	573	578	579	580	0.2%	0.3%
出书数量	万种	22.2	23.4	24.8	27.4	30.2	10.1%	8.0%
电影票房	亿元	20.5	26.2	33.3	43.4	62.1	43.0%	32.0%
影院数	家	1,243	1,325	1,427	1,545	1,687	9.2%	7.9%
荧屏数	块	2,668	3,034	3,527	4,097	4,723	15.3%	15.3%
电影产量	部	262	330	402	406	456	12.3%	14.9%
企业付费型	亿元	1,476.3	1,653.0	1,849.0	2,039.6	2,213.0	8.5%	10.6%
广告总额	亿元	1,416.3	1,573.0	1,741.0	1,899.6	2,045.0	7.7%	9.6%
电视	亿元	355.3	404.0	443.0	501.5		13.2%	12.2%
广播	亿元	38.9	57.2	62.8	68.3		8.8%	20.7%
报纸	亿元	256.0	312.6	322.2	342.7		6.4%	10.2%

杂志	亿元	24.9	24.1	26.5	31.0		17.2%	7.7%
广告公司	亿元	615.4	631.3	688.5	778.3		13.0%	8.1%
互联网	亿元		18.7	25.2	27.8		10.2%	21.7%
公关行业	亿元	60.0	80.0	108.0	140.0	168.0	20.0%	29.4%
蛋糕分享型	亿元				18.4	25.8	39.9%	
电视剧销售	亿元				16.4	21.7	31.8%	
电视剧部数	部				666	557	-16.4%	
电视剧集数	集				18,729	16,928	-9.6%	
动画片销售	亿元				2.0	4.2	105.7%	
动画片部数	部			186	337	292	-13.4%	
动画片集数	集				10,562	15,571	47.4%	
动画片分钟数	分钟			101,900	131,042	171,816	31.1%	

资料来源：广电总局，新闻出版总署，艺恩咨询，CEIC，CIPRA，国信证券经济研究所整理

2011 年下半年，我们认为广告营销行业仍将强势增长，并且确定性更高。

央视 2011 年黄金资源广告招标，可比增长率为 19.6%。由于央视每年黄金资源招标的内容并不一样，因此，总额其实并不具有可比性，例如今年春晚报时广告取消，而世界杯、奥运期间的广告资源也存在很大差异。根据可比口径计算（我们统计了其中 33% 的招标份额），同比增长率 19.6%，高于 15.5% 的总额增长率。

央视招标是广告行业的领先指标而非滞后指标，其成功预示行业强劲增长的势头将得以延续。统计 2002-2009 年的样本发现，央视广告招标增速与广告行业的增速的相关系数达到 0.816，而若把央视广告招标作为滞后指标测试，相关系数下降至 0.700，因此，我们倾向于认为，央视广告招标结果是 2011 年广告行业增长的领先指标。

2011 年广告行业增速将超过 2009 年 7.7%，达到 12-15% 的水平。若按照央视招标总额 15.5% 的增速来看，则相当于金融危机后 2009 年 15.4% 的增速，而广告行业 2009 年的增速也下滑至 7.7%，为过去 7 年最低。对于这一点，我们认为新闻联播报时组合更加能真实反映广告行业的情况，2011 年招标总额 5.53 亿元，同比增长了 122%。即使按照可比口径计算，2011 年央视招标总额的可比增长率也达到了 19.6%，超过 2005 年时的水平，而 2005 年广告增速为 12%，我们认为 2011 年广告行业增速也将超过 12% 的水平，预计为 12-15%。

公关行业：未来 5 年 CAGR 预计为 25-30%。现在公关营业额 168 亿元，对应 84 亿元营业收入（按照 50%）计算，按照其他国家的经验，公关行业收入约占广告收入的 15%，若未来 5 年达到这一规模，则公关行业的营业额将达到 600 亿元，CAGR 约为 29%。

广告营销上市公司 1 季报已经证明了行业的强势增长。蓝色光标和省广股份 2011 年 1 季度同比都取得了快速增长，这也印证了我们对央视广告招标结果的解读和理解，我们认为 2011 年下半年仍将持续这一增长势头。

图表 8：CCTV 黄金资源广告招标金额的真实增长率：19.64%

单位，万元	2010	2011	较上年增长	标底价	较标底增长
CCTV-1 黄金剧场中插广告	27,822	31,116	11.84%	12,100	157.15%
CCTV-1 晚间新闻十点整报时组合	16,676	26,338	57.94%	9,638	173.28%
CCTV-1 新闻联播后标版广告	244,846	282,552	15.40%	178,266	58.50%
CCTV-1 电视剧特约剧场	33,240	38,050	14.47%	19,800	92.17%
CCTV-1 天气预报特约收看广告	22,582	34,914	54.61%	24,241	44.03%
合计	345,166	412,970	19.64%		
占央视招标总额比例	31.5%	32.6%			

资料来源：央视历次招标，国信证券经济研究所整理

图表 9：央视黄金资源广告招标：强势媒体走强

单位：亿元，%	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
名义 GDP	120333	135823	159878	183217	211924	257306	300670	335353		
yoy		12.9%	17.7%	14.6%	15.7%	21.4%	16.9%	11.5%		
社会消费品零售总额	48136	52516	59501	67177	76410	89210	108488	125343		
yoy		9.1%	13.3%	12.9%	13.7%	16.8%	21.6%	15.5%		
公关营业额	25.0	33.0	45.0	60.0	80.0	108.0	140.0	168.0		
yoy		32.0%	36.4%	33.3%	33.3%	35.0%	29.6%	20.0%		
公关/广告	2.8%	3.1%	3.6%	4.2%	5.1%	6.2%	7.4%	8.2%		
广告总额	903.1	1078.7	1264.6	1416.3	1573.0	1741.0	1899.6	2045.0		
yoy		19.4%	17.2%	12.0%	11.1%	10.7%	9.1%	7.7%		
广告/名义 GDP	0.75%	0.79%	0.79%	0.77%	0.74%	0.68%	0.63%	0.61%		
广告/零售	1.88%	2.05%	2.13%	2.11%	2.06%	1.95%	1.75%	1.63%		
电视广告	231.0	255.0	291.5	355.3	404.0	443.0	501.5			
yoy		10.4%	14.3%	21.9%	13.7%	9.6%	13.2%			
电视广告/广告	25.6%	23.6%	23.1%	25.1%	25.7%	25.4%	26.4%			
央视黄金资源广告招标	26.26	33.15	44.12	52.48	58.69	67.96	80.20	92.56	109.66	126.69
yoy		26.2%	33.1%	18.9%	11.8%	15.8%	18.0%	15.4%	18.5%	15.5%
央视/电视广告	11.4%	13.0%	15.1%	14.8%	14.5%	15.3%	16.0%			
央视/广告	2.9%	3.1%	3.5%	3.7%	3.7%	3.9%	4.2%	4.5%		

资料来源：国家统计局，CEIC，CIPRA，央视历次招标，国信证券经济研究所整理

图表 11：CCTV-1 电视剧特约剧场招标，三年复合增长 18.4%

单位：亿元		2008	2009	2010	2011	YoY	CAGR(2008-11)
CCTV-1 电视剧特约剧场	金额	2.29	3.05	3.32	3.81	14.5%	18.4%
上半年	中标企业	纳爱斯	纳爱斯	蒙牛	蒙牛		
	金额	1.38	1.81	2.04	2.31	13.0%	18.6%
下半年	中标企业	纳爱斯	纳爱斯	纳爱斯	纳爱斯		
	金额	0.91	1.24	1.29	1.50	16.7%	18.1%

资料来源：央视历次招标，国信证券经济研究所整理

图表 12：新闻联播报时组合更好诠释广告行业的真实情况

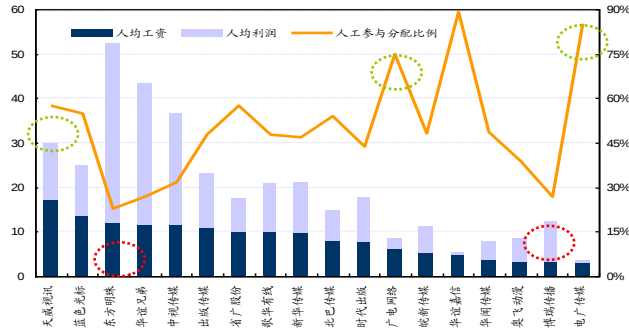
单位：亿元，%	2008	2009	YoY	2010	2011	YoY
央视黄金资源广告招标总额	80.20	92.56	15.4%	109.66	126.69	15.5%
新闻联播报时组合	2.84	1.98	-30.4%	2.49	5.53	121.9%
1 和 2 月	0.55	0.51	-7.3%	0.56	0.95	71.0%
3 和 4 月	0.31	0.34	9.4%	0.33	0.89	168.3%
5 和 6 月	0.37	0.26	-29.7%	0.30	0.75	147.3%
7 和 8 月	0.66	0.25	-61.9%	0.46	0.73	57.1%
9 和 10 月	0.45	0.32	-28.8%	0.35	0.99	185.9%
11 和 12 月	0.50	0.30	-41.0%	0.49	1.22	148.7%

资料来源：央视历次招标，国信证券经济研究所整理

注：2010 年 1 月和 2 月组合根据 2 月资料乘以 2 计算。

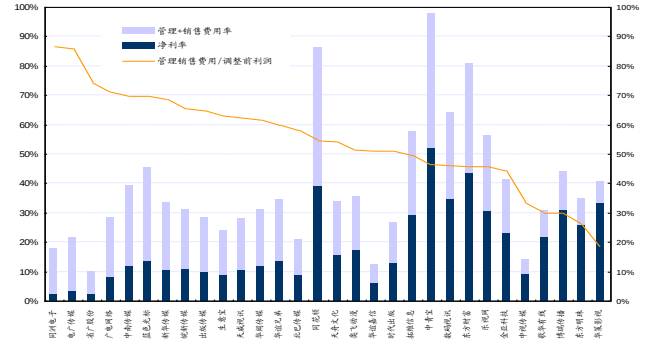
路径之二：业绩改善，有线宽带出口成本有望下调

图表 13：人工成本投入及其创造利润不相匹配



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

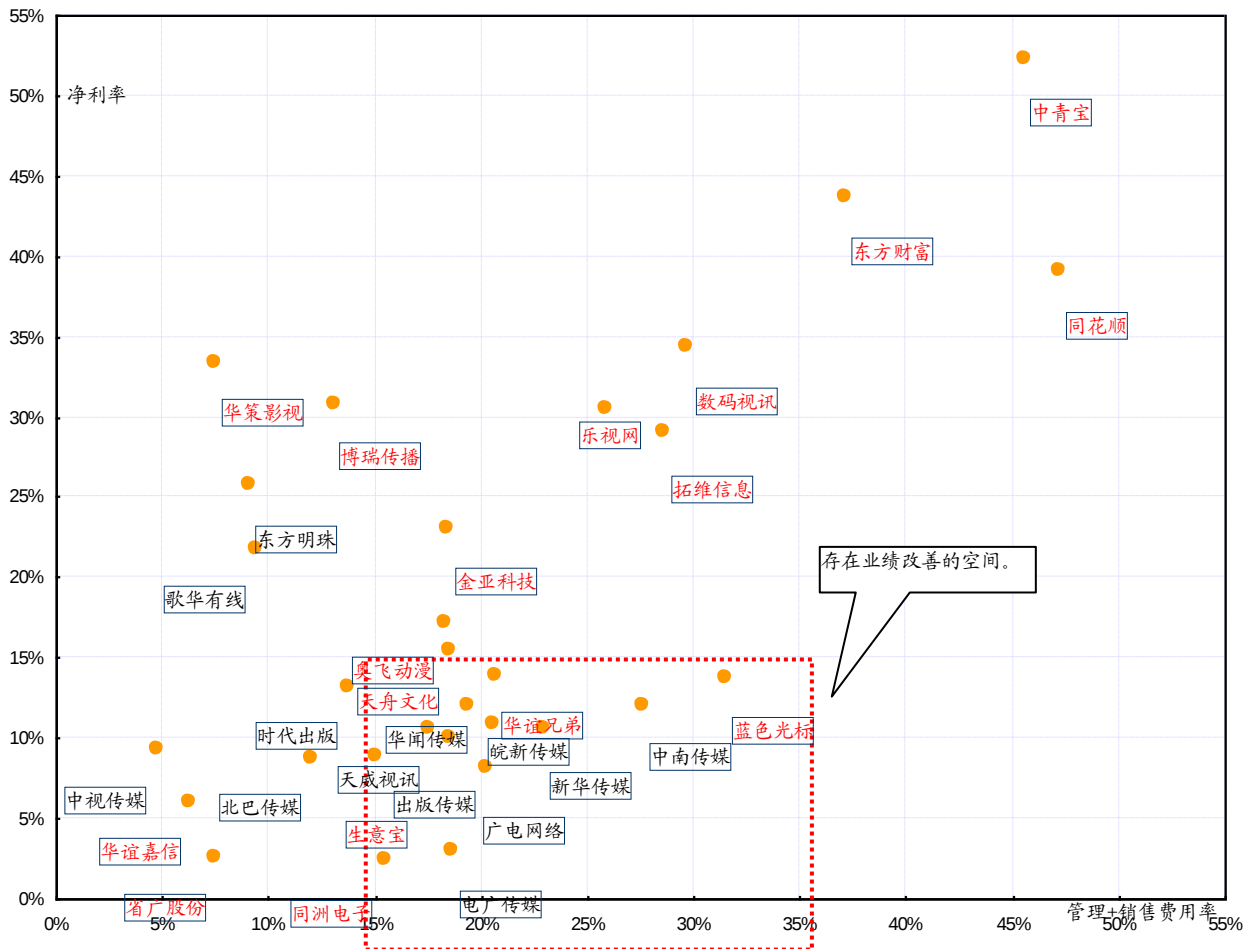
图表 14：费用率高企制约净利率提升



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

这里所说的业绩改善，主要关注上市公司 EBIT margin 的提高，我们认为，2011 年重点应关注两点，一是传统媒体（有线运营、出版发行、报刊杂志等）管理效率的提升，以降低成本开支；二是三网融合推进阶段，有线宽带出口成本有望下调。

图表 15：诸多传媒媒体公司存在业绩改善的空间



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

注：红色字体代表存在管理层持股。

降本增效：激励不到位的传统媒体存在很大空间。

尽管在跨子行业比较的时候，我们很难直接评价 A 股传媒公司的管理效率。但是，一个成本控制不到位的公司往往表现为低净利率，并伴随较高的费用率。从 2009 年财报看，这些特点在激励不到位的传统媒体公司上表现无遗。

人工成本和利润创造不相匹配。2009 年人均成本排在前列的分别为天威视讯、蓝色光标、东方明珠、华谊兄弟和中视传媒。若以人工成本/(利润总额+人工成本)来衡量人工参与分配的比例，则通常表现为人才密集型公司，这一比例会比较高，蓝色光标和华谊嘉信就是很好的例证；而资本密集型的公司，这一比例就会很低，例如东方明珠。但是，天威视讯、广电网络和电广传媒这些资产偏重的公司，人工成本却很高。相反，资产较轻的博瑞传播，人工成本却相对较低，我们认为这和激励机制相关。

大多数传统媒体公司都落在“高费用率、低净利率”的象限中。我们按照 2009 年的净利率和销售管理费用率两个维度将 A 股传媒公司分类，发现华闻传媒、天威视讯、皖新传媒、中南传媒、新华传媒、出版传媒、广电网络和电广传媒等公司均落入“高费用率、低净利率”的象限（费用率超过 15%，净利率低于 15%）。

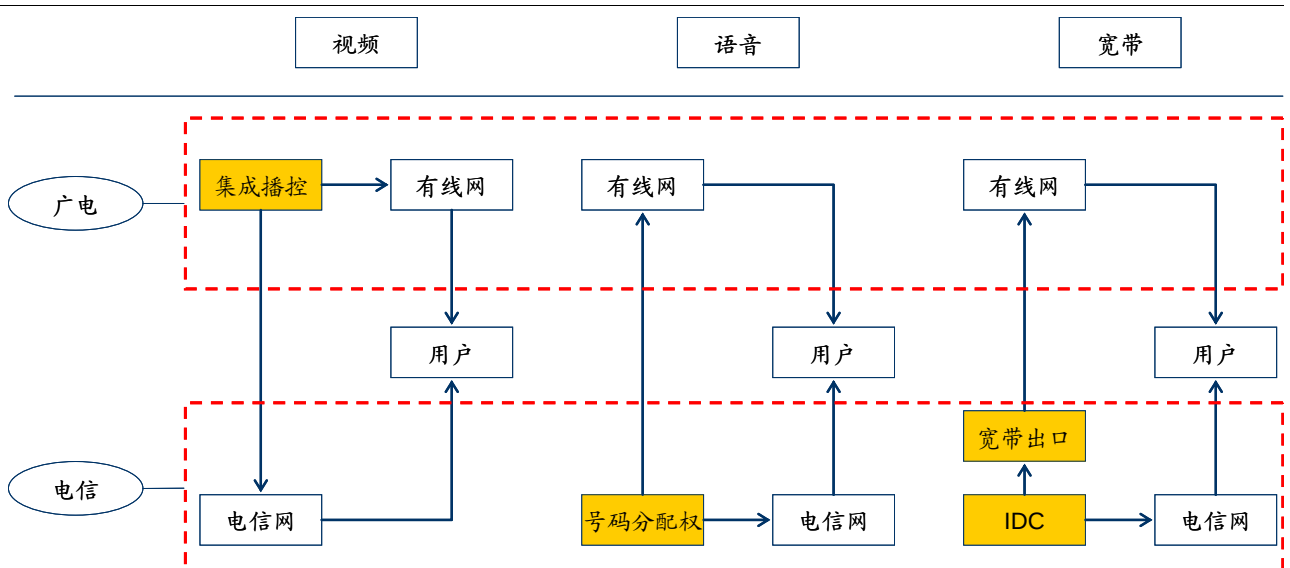
一旦激励到位，传统媒体公司存在业绩改善的空间。利润分成的方案并非有效激励措施，其原因在于节省下来的费用，导致利润增加的部分，管理层只能按比例与股东分配。而股权激励则是有效的激励方式。

业绩改善弹性最大的公司排序为：电广传媒、广电网络、出版传媒、天威视讯、新华传媒。费用率节省 1%，净利率低的公司的具备最大的改善弹性。

有线宽带出口成本有望下调。

国务院自 2010 年 1 月份开始推进三网融合试点后，允许有线网络运营商经营宽带业务，但是有线网络城域网的特点决定了其既没有国际出口也没有 IDC，从而必须向电信运营商缴纳出口月租费。这本来就是一个悖论，电信和广电在同一个区域经营宽带业务，处于竞争关系，但是电信却卡住广电的出口费，从而使得广电经营宽带业务本质上是为电信打工，并无利润可言。

图表 16：电信卡住广电宽带的国际出口和 IDC



资料来源：广电总局，工信部，国信证券经济研究所整理

这一点从天威视讯 2005-2008 年的经验可以看出，其宽带出口月租费从 2005 年的 33.4% 增加到 2008 年的 37.5%，目前估计已经达到 40% 左右。但是，我们认为 2011 年，这部分成本下调的可能性很大。

电信和广电相互掣肘不符合三网融合的大前提。解决国际出口和 IDC 的问题刻不容缓，要不然试点阶段在试点城市的业务根本无法推行。其解决方案包括两个：一是给国网公司出口权，各有线运营商与国网公司结算；二是直接确定出口月租结算标准。不管采取何种方式，出口月租下降都是大概率事件。

出口月租下调直接提升有线运营商的业绩。以天威视讯为例，若其出口月租费从占收入的 40% 下调到 30%，则 2009 年将增加利润总额 1920 万元，增幅 20%，相当于增厚 EPS0.06 元。

出口月租下调同样有助于有线网络公司扩大宽带市场份额。以天威视讯为例，目前拥有宽带用户 29.26 万户，占到深圳关内约 30% 的市场份额，而若出口月租成本下调，天威视讯的市场份额有望进一步提升到 40%，甚至 50%。

图表 17：天威视讯宽带出口月租占宽带收入比重持续增加

	2005	2006	2007	2008	CAGR(05-08)
有线宽频	97.3	127.5	160.6	183.4	23.5%
宽频出口月租	32.5	43.0	57.6	68.9	28.4%
占比	33.4%	33.7%	35.9%	37.5%	1.4%
宽带用户		17.0	21.8	25.4	22.4%
每户成本		254	264	271	3.4%

资料来源：天威视讯公告，国信证券经济研究所整理

路径之三：并购整合，报业和电视改革有望取得突破

这里所讨论的并购和整合，是指对同一业务或者相关业务的并购和整合，这几乎涉及到传媒行业的所有子行业。主要包括以下几个方面：

有线网络：市网、省网整合加速。首先，广电总局要求各省截止 2010 年底基本完成省网整合，达到一省一网，留给各省的时间已经不多；其次，国家网络公司已经逐渐，通过整合各省网，从而最终形成“3+1”的网络竞争格局（移动、电信、联通+国家有线网络公司），在这一过程中，国网公司对已上市网络资产的评估约为非上市资产的 5 倍，这促使各省、市网抓紧上市，湖北借壳、吉林 IPO 就是例证。在省、市网整合的过程中，武汉塑料和天威视讯最为受益，湖北省网用户规模达 830 万户、广东省网用户规模达 1572 万户。

报纸：都市报和专业报的采编业务将逐渐放开。目前报业上市的都是其经营性资产（包括广告、印刷和发行业务），但在 2009 年，博瑞传播投资《每日经济新闻》报社 35% 的股权，其实已经给采编业务上市开了一道口子。但是 2011 年报刊改革的进程将加快，采编业务也有望上市。首先，报纸广告受到了新型营销媒介的强力冲击，从纸质媒体逐渐走向电子报的趋势明显，报业经营公司的生存现状堪忧，报社的采编资产有望上市。其次，都市报、专业报对意识形态的影响较小，先行放开未尝不可。若此，则受益排序为华闻传媒、博瑞传播、粤传媒和新华传媒。

电视：专业类频道也将上市。其实在 2010 年初，奥飞动漫就取得嘉佳卡通 60% 的股权，已经给专业频道上市打开了的一道缺口。而今，在望台分离、制播分离的大背景下，与意识形态相关度较低的专业类频道将逐步上市。可能利好的公司包括电广传媒、中视传媒和东方明珠。

广告营销：通过持续并购打造综合类传播集团的战略并未改变。尽管在即将过去的 2010 年，蓝色光标、华谊嘉信和省广股份等公司并未在收购中有所斩获，但是 2011 年成功的可能性依旧很大。首先，被并购的标的在享受了 2010 年行业复苏后，报价提高吸引了更多的卖家。其次，上市公司在执行了 1 年并购战略后，积累了更加丰富的经验。

动漫：打造运营平台过程中同样需要并购。一个好的运营平台，需要能够将内容制作、播出、衍生品制作、销售渠道很好协调。每个环节都存在大量的并购机会。

图表 18：全国有线电视网络资产的整合路径

步骤 1: 3+2000 2010 年之前	步骤 2: 3+31 截止 2010 年底	步骤 3: 3+ “1+X” 截止 2012 年底	步骤 4: 3+1 2012 年开始
● 成因：“国家、省、市、县”四级投资、四级建网的结果； ● 跨区域案例：歌华收购涿州有线、东方明珠收购太原有线 50% 股权、中信国安参股多处资产；	● 政策：2009.7《文化产业振兴规划》，2009.08《关于加快广播电视有线网络发展意见的通知》，规定 2010 年基本完成省网整合； ● 案例与进展：陕西、江苏、湖南、浙江、广西、广东、贵州等地已基本完成省网整合；	● 政策：2010.1《推进三网融合总体方案》提出组建国家网络公司； ● 进展：2010.8 国家有线电视网络公司筹备小组成立，由张海涛挂帅任组长，公司名称确定为“中国广播电视网络公司”。 ● 后续进展：整合的将采取“先易后难”的整合策略，后续将出台具体方案，先中西部后东部，先非上市公司，后上市公司。	● 背景：2013-2015 年为三网融合全面推行的阶段，国家级网络公司将作为广电的主体参与竞争，届时将真正形成“3+1”的竞争格局； ● 3+1 之后：国网公司将获得宽带出口权和建立自己的 IDC，语音、宽带、视频业务全面推进，并真正迈入 NGB 时代。

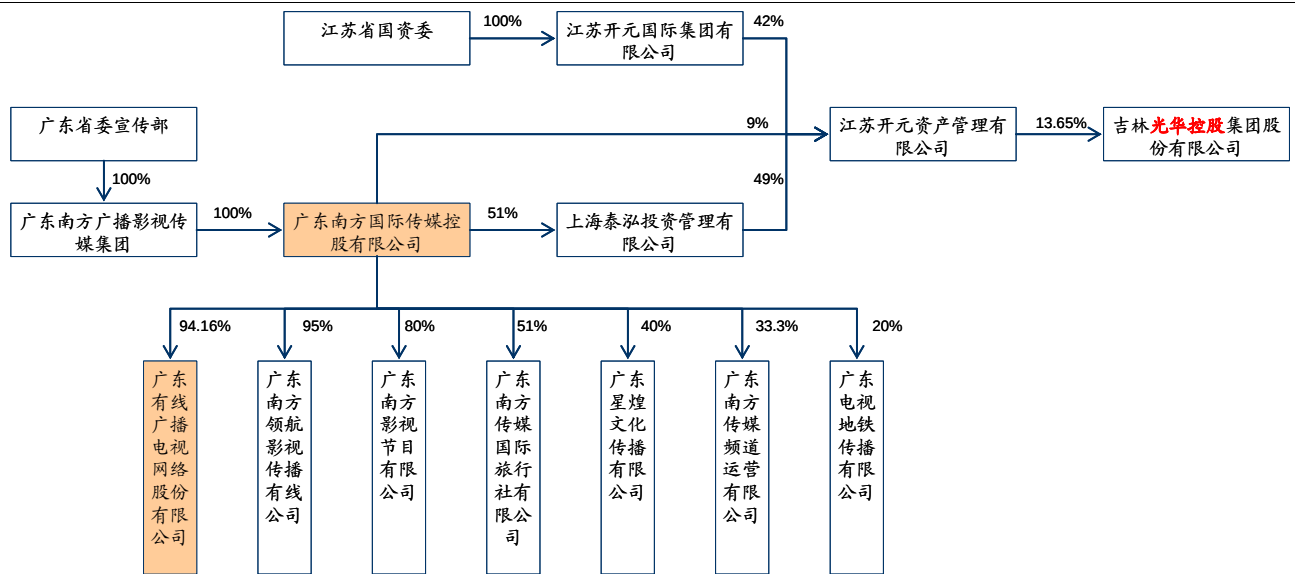
资料来源：广电总局，工信部，国信证券经济研究所整理

图表 20：A 股有线网络资产历次收购定价

公司	公告时间	收购资产类别	收购比例	收购价格 (百万)	PS	PE	PB	每户 价值
东方明珠	2007-4	东方有线	10%	160		12.5	2.4	364
		太原有线	50%	220	2.4	..	1.7	677
歌华有线	2001-12/2002-2	北京远郊有线网络资产	100%	165	..	..	..	335
	2004-9	涿州有线网络	95%	12	3.3	12.4	1.2	459
广电网络	2006-4	陕西 11 地市有线网络资产	100%	1099	2.5	14.7	0.9	388
中信国安	2006-11	益阳国安广播电视宽带网络	49%	36	4.2	16.1	1.0	
	2007-12	安徽广电信息网络股份有限公司	19%	71	1.5	70.1	1.0	319
电广传媒	2007-12	湖南广播电视网络有限责任公司	38%	38	4.7	..	..	
	2006-4	湖南广播电视网络有限责任公司	62%	62	4.4	..	3.1	
天威视讯	2007-9	深圳南油广播电视台站	100%	53	..	..	1.7	
武汉塑料	2010-5	湖北武汉、荆州、襄樊等地资产	100%	2480	3.8	19.7	1.5	732
mean					3.4	24.3	1.6	467.7
median					3.6	15.4	1.5	388.0

资料来源：各公司公告 国信证券经济研究所整理

图表 21: 南方国际传媒控股有限公司之股权架构



资料来源：光华控股公告，国信证券经济研究所整理

图表 22: 广东省有线用户规模名列前茅（单位，万户）

地区	2005	2006	2007	2008	2009	CAGR (05-08/09)	地区	2005	2006	2007	2008	2009	CAGR (05-08/09)
全国	12,872	13,995	15,325	16,398	17,523	8.0%	黑龙江	305	353	394	446	498	13.0%
江苏	1,076	1,235	1,452	1,569	1,722	12.5%	重庆	431	430	431	446	455	1.4%
广东	1,122	1,248	1,346	1,494	1,572	8.8%	陕西	300	349	389	419		11.8%
深圳	171	197		217		8.1%	北京	282	320	345	383	408	9.7%
其他	951	1,052		1,277		10.3%	江西	329	353	367	382	407	5.5%
山东	1,008	1,162	1,371	1,371		10.8%	安徽	300	317	337	372	390	6.8%
四川	1,014	1,062	1,120	1,169	1,214	4.6%	山西	350	328	343	368	386	2.4%
浙江	890	948	1,009	1,057	1,110	5.7%	贵州	280	325	335	338		6.5%
湖北	508	576	650	730	803	12.1%	内蒙	213	233	260	283	292	8.2%
辽宁	516	526	594	678	783	10.9%	吉林	255	270	278	274	294	3.6%
河北	475	541	570	616	625	7.1%	天津	194	200	213	222	243	5.8%
河南	481	506	545	584	640	7.4%	甘肃	173	178	184	188	195	3.1%
湖南	428	470	510	544	606	9.1%	新疆	140	154	162	164		5.3%
广西	450	467	487	539		6.2%	海南	58	66	76	93	107	16.6%
上海	435	477	499	527	558	6.4%	宁夏	40	44	67	67	66	13.1%
福建	423	447	491	516	527	5.6%	青海	31	31	34	36		5.2%
云南	320	364	404	461		12.9%	西藏	12	14	15	16		9.5%

资料来源：国家广电总局，国信证券经济研究所整理

路径之四：业务转型，投向“高回报、高增长”的业务

我们按照 2009 年的 ROIC 和净利润增长率（g）两个维度对 A 股传媒公司进行分类，发现传统媒体公司多为“低增长、低回报”的业务，有线运营、有线设备、出版发行、报刊杂志、户外广告皆如此。但是，也正因此如此，这些公司通过业务转型，有望实现跳跃式增长。

传媒媒体公司往往具备充沛的现金流。有线运营、出版发行、报刊杂志等均能产生大量的现金流入，而资本开支却很小，由于原有业务的回报率不高，因此，稍微对外投资均为产生很好的回报，从而提升业绩。2010 年，很多公司都进行了大量的

类似投资，天威视讯增资天华世纪传媒、新华传媒投资数字出版平台、时代出版投资影视等等。

新媒体的投资门槛并不高，而传统媒体则多为垄断行业。我们看到高回报的营销、互联网、图书策划等行业，进步壁垒并不高。这给了传统媒体投资一个机会，不论是通过并购还是项目投资进入，均可行，博瑞传播投资户外广告、手机游戏、网络游戏就是很好的案例。

传统媒体若采取股权激励，将在业务转型上形成巨变。我们同样发现一个现象，“低增长、低回报”公司大多没有必要的股权激励，股权激励的重要性，可以从两个案例看出，一个是博瑞传播，同样是传统媒体，其“成长性、ROIC”远远好于其他公司；另外一个同洲电子，尽管目前处于“负增长、低回报”行列，但是管理层正在酝酿从机顶盒提供商向“端到端”解决方案提供商的转型。

投资策略：安全边际+并购预期

我们对于 2011 年下半年的投资策略为：“安全边际+并购预期”。因行业前期大幅杀跌，大部分公司的估值压力都得到了很大的释放，尽管我们认为短期内估值压力仍将继续释放，但是这种压力的释放已经进入后期，价值投资者的春天已经临近，我们也将估值溢价下降到 100-120% 的区间内，上调行业评级。

结合当期估值，我们的推荐组合为“天威视讯+腾邦国际”，谨慎推荐组合为“奥飞动漫+武汉塑料+蓝色光标+博瑞传播+数码视讯+天舟文化”。

图表 24：A 股传媒行业重点公司估值表

名称	行业	股价 (5/27)	EPS				P/E				投资评级	
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E	当前	变化
奥飞动漫	动漫	17.70	0.32	0.44	0.60	0.79	55.4	39.8	29.5	22.4	谨慎推荐	维持
华谊兄弟	电影	14.60	0.25	0.22	0.28	0.35	59.2	65.0	52.0	41.6	中性	维持
蓝色光标	广告营销	31.35	0.50	0.64	0.81	1.03	62.3	49.1	38.6	30.4	谨慎推荐	维持
华谊嘉信	广告营销	12.18	0.32	0.40	0.48	0.58	37.7	30.2	25.2	21.0	中性	维持
省广股份	广告营销	17.31	0.46	0.57	0.70	0.85	37.9	30.3	24.8	20.4	中性	维持
中视传媒	广告营销	14.33	0.24	0.26	0.28	0.29	59.6	54.1	51.6	49.1	中性	维持
北巴传媒	广告营销	8.73	0.34	0.40	0.46	0.53	26.0	21.7	18.9	16.4	中性	维持
天威视讯	有线运营	22.55	0.32	0.55	0.63	0.72	70.2	41.3	35.9	31.2	推荐	维持
歌华有线	有线运营	10.92	0.33	0.20	0.21	0.22	33.5	54.6	52.0	49.5	中性	维持
广电网络	有线运营	11.24	0.20	0.26	0.33	0.37	56.0	43.1	34.4	30.8	中性	维持
武汉塑料	有线运营	12.26	0.06	0.37	0.41	0.46	214.0	33.1	29.6	26.4	谨慎推荐	下调
数码视讯	有线设备	21.91	0.67	0.83	1.00	1.20	32.9	26.3	21.9	18.3	谨慎推荐	维持
时代出版	出版发行	11.50	0.49	0.53	0.58	0.63	23.5	21.6	19.8	18.1	中性	维持
出版传媒	出版发行	8.70	0.24	0.25	0.26	0.27	36.9	35.2	33.5	31.9	中性	维持
皖新传媒	出版发行	13.26	0.35	0.42	0.47	0.53	37.6	31.3	28.0	25.0	中性	维持
中南传媒	出版发行	9.99	0.33	0.38	0.43	0.48	30.2	26.3	23.5	20.9	中性	维持
天舟文化	出版发行	13.01	0.32	0.38	0.45	0.53	41.1	34.3	29.1	24.6	谨慎推荐	维持
新华传媒	报刊经营	7.07	0.19	0.21	0.22	0.23	36.9	33.5	31.9	30.4	中性	维持
华闻传媒	报刊经营	5.68	0.17	0.18	0.19	0.20	33.3	31.7	30.2	28.8	中性	维持
粤传媒	报刊经营	11.29	0.05	0.40	0.44	0.48	237.2	28.2	25.7	23.3	中性	维持
东方财富	互联网	33.89	0.48	0.43	0.41	0.45	71.1	79.0	83.1	75.6	中性	维持
腾邦国际	互联网	18.17	0.68	0.86	1.19	1.68	26.6	21.2	15.3	10.8	推荐	维持
电广传媒	综合	24.40	1.01	1.45	0.21	0.24	24.2	16.8	116.2	101.7	中性	维持
东方明珠	综合	7.76	0.20	0.16	0.17	0.18	38.9	48.6	45.9	43.3	中性	维持
博瑞传播	综合	13.41	0.51	0.53	0.56	0.59	26.4	25.2	24.0	22.8	谨慎推荐	维持

资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

天威视讯：迎来历史最快增长长期，推荐

我们前期测算，天威视讯 2011 年 EPS 将达到 0.944 元，内生贡献 0.320 元，2005-07 年形成的机顶盒和智能卡摊销结束贡献 0.269 元，母公司免税贡献 0.179 元，收购关外资产（天隆、天宝和天明）贡献 0.107 元，关外资产免税贡献 0.069 元。这一 EPS 水平相对于 2009 年的 0.293 元，增长了 220%，将成为天威视讯上市以来最大一次增幅。但是，公司在 2010 年年报中指导性预测为同比增长 50% 左右，我们的理解是：（1）这一盈利略显保守，这也是国有企业一贯的风格；（2）在业绩大幅增长的情况下，管理层可能增加成本开支，这一点我们无法控制。

因此，我们将 2011 年的 EPS 从 0.77 元，调整为 0.55 元（主要是出于成本可能大幅上升的考虑）。另外，天威视讯对关外资产的收购、广东省网的整合都将提速，原因之一为国家要求 2010 年底各省完成省网整合；原因之二为免税和摊销结束对业绩的贡献即将体现，支撑股价，从而不利于增发。建议投资者现价买入，长期持有，6-12 个月目标价 33 元。股价表现的催化剂包括：（1）关外资产收购启动；（2）省网整合预期加强。而投资风险表现为收购和整合具有一定不确定性。

腾邦国际：打造在线综合商旅运营商，推荐

我们认为，腾邦国际的价值已经被严重低估，理由如下：

属于创业板公司估值最低的 4.2%。我们对创业板 215 家公司（不含新近上市的公司）按照 2010 年扣非和不扣非的 PE 进行排序，腾邦国际扣非和不扣非的 PE 分别为 28/30 倍，处于估值最低的 4.2% 和 2.3% 行列。

不可忽视的账面净现金，扣除账面净现金，2010/11 年的 PE 仅为 20/16 倍。截止 5 月 23 日，腾邦国际总市值 22.61 亿元，但是截止 2011 年一季度末，其账面净现金为 6.25 亿元（货币资金-有息负债），占到市值的 27.7%，扣除这一部分，腾邦 2010/11 年的 PE 仅为 20/16 倍。

相对在 Nasdaq 上市的携程、艺龙，存在 33% 和 89% 的折价。从静态 PE 看，携程、艺龙 2010 年的 PE 分别为 41 和 260 倍，而腾邦为 28 倍，相对折价分别为 33% 和 89%。而从总市值看，携程和艺龙分别为 396 亿元和 40 亿元，腾邦目前总市值仅 23 亿元，仅相当于携程和艺龙的 6% 和 56%。

腾邦国际已经破发 14%。破发对于创业板公司已经是家常便饭，但是考虑到腾邦发行期间在 2011 年 1 月份，当时新股发行已经极为艰难，询价结果仅为 21.9 元，价值已经被低估，这一点从腾邦上市第一天最高涨幅 62.4% 就可以看出。

其投资要点为：（1）即使只做传统机票分销业务，腾邦国际也还有很大的增长空间，目前腾邦的份额极为 1.6%，而其通过跨区域扩张，将业务复制到西安、成都、上海、北京和广州等地，就很可能取得快速增长。（2）腾邦进入在线商旅的战略不可逆转，凭借目前积累的散客、集团客户和合作销售方，腾邦在酒店和度假产品上的扩展值得期待，目前市场显然低估了这些。

我们预计，腾邦国际 2011-13 年的 EPS 为 0.86 元、1.19 元和 1.68 元，当前股价对应的 PE 分别为 21/15/11 倍，若扣除账面 6-7 亿元的净现金，腾邦国际目前的估值仅为 15/11/8 倍，价值已经被严重低估。我们按照 1 倍 PEG 对其估值，其业务价值为 24 元，账面现金约 5 元/股，从而给予 6-12 月目标价 29 元。股价表现的催化剂包括：（1）二季度业绩超市场预期（目前市场仍旧预期 2 季度下滑）；（2）异地扩张时不排除采取并购的方式进行。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	0755-82131528			秦 波	010-66026317
				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	罗 洋	0755-82150633	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
		梁 丹	0755- 82134323	谭权胜	0755-82136019
				胡博新	0755-82133263
				刘 勍	0755-82130833-1845
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
		邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
欧阳仕华	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材				建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		余 辉	0755-82130741	周 琦	0755-82133568
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	数据与系统支持	
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	赵斯尘	021-60875174
刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165	徐左乾	0755-82133090
潘小果	0755-82130843			李扬之	0755-82136165
				陈爱华	0755-82133397
				袁 剑	0755-82139918

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	