

融合与开放决定 2012 年传媒产业投资价值

谨慎推荐

维持评级

新媒体: 推荐 维持评级
 广电设备: 推荐 维持评级
 影视剧: 谨慎推荐 调低评级

投资要点:

- 2020 年, 文化产业占 GDP 比重、文化类上市公司占 A 股市值比重都将提升到 5% 以上, 文化产业年均复合增长率达到 26%。
- 最根本的产业驱动因素是政府投资和引导下居民文化消费支出的提升, 其次是融合与开放带来的规模经济和范围经济, 再次是文化与科技结合带来新的娱乐应用。
- 2012 年 A 股传媒板块的投资机会取决于政策层面“融合”与“开放”的进程。
- “三网融合”不可避免, 政策阻力只能是“温水煮青蛙”, 上游内容产业、新媒体渠道和设备企业将获得视频产业更多利润, 而传统渠道商业增长将来自规模效应和新业务带来的 ARPU 提升。
- 我们对 2012 年产业监管开放持谨慎乐观态度, 全国性的文化资产管理委员会成立和副省级以下城市“三局合一”是可预期的重要政策。
- 基于横比和纵比, 我们认为传媒板块的估值已经跑在业绩的前面, 短期内已经被高估。高估值与产业振兴政策将会交织影响传媒板块, 使得行业走出“先下后上”的“N”型走势。
- 短期建议关注三网融合受益板块, 长期我们建议“淡化估值, 着重成长”, 推荐 6 家细分子行业有代表性的有潜力成长的龙头企业: 广电信息(600637)、乐视网(300104)、数码视讯(300079)、宋城股份(300144)、省广股份(002400)和华谊兄弟(300027)。
- 2012 年预计传媒企业将会扎堆上市, 这些新上市企业的投资机会也将是我们关注的重点。
- 主要风险在于 1、媒体意识形态职能和市场化职能的矛盾; 2、三网融合停滞不前

分析师

许耀文, CFA

电话: (8610) 6656 8589

邮箱: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

田洪港

电话: (8621) 2025 2607

邮箱: tianhonggang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511100003

特此鸣谢

孙 津 (8610) 6656 8846

(sunjin@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

1. 传媒行业深度报告: 看好新媒体和影视动漫内容产业 2010.12
2. 中美影视剧产业深度报告: 量升价涨, “多元”创造价值 2011.06
3. 传媒行业深度报告: 传媒板块有望成为 A 股“主流”投资板块 2011.10

重点公司

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE (X)			10-12EPS	合理估值
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	CAGR	区间 (元)
广电信息	600637	0.23	0.33	0.51	65	45	29	49%	20 - 21
乐视网	300104	0.32	0.54	0.96	91	53	30	73%	38 - 39
宋城股份	300144	0.44	0.63	0.85	53	37	28	39%	29 - 30
数码视讯	300079	0.67	0.94	1.40	39	28	18	45%	35 - 37
华谊兄弟	300027	0.25	0.30	0.54	66	54	30	47%	22 - 23
省广股份	002400	0.46	0.69	1.17	51	34	20	59%	33 - 35

资料来源: 中国银河证券研究部

投资概要：2012 年传媒行业投资机会在于“融合”与“开放”

驱动因素、关键假设及主要预测：

最根本的驱动因素是在政府引导下居民文化消费支出的提升，其次是融合与开放带来的规模经济和范围经济，再次是文化与科技结合带来新的娱乐方式。

2020 年，文化产业占 GDP 的比重将从目前的 1.2% 提升到 5% 以上，文化产业年均复合增长率达到 26%，文化类上市公司占 A 股比重也将从目前的 1.2% 提高到 5% 以上。

我们与市场不同的观点：

我们认为政策层面的“融合”与“开放”将决定 2012 年传媒板块的投资价值，政策趋势向好，但是进程具有很大的不确定性，需要实时跟踪观察。

与部分市场观点不同，我们认为三网融合不可避免，政策阻力只能是“温水煮青蛙”，渠道多元利好上下游产业链和互联网渠道。

我们对 2012 年产业监管开放持谨慎乐观态度，全国性的文化资产管理委员会成立和副省级以下城市“三局合一”是可预期的重要政策。

历史经验表现，传统媒体只有持续的跨媒体跨领域收购扩张才能做大做强，出版发行和有线网络的投资价值取决于 2012 年监管政策放松的程度。

行业估值与投资建议：

基于横比和纵比，我们认为传媒板块的估值已经跑在业绩的前面，短期内已经被高估。高估值与产业振兴政策将会交织影响传媒板块，使得行业走出“先下后上”的“N”型走势。

短期关注三网融合相关板块，长期我们建议“淡化估值，着重成长”，推荐 6 家细分子行业有代表性的龙头企业：广电信息（600637）、乐视网（300104）、数码视讯（300079）、宋城股份（300144）、省广股份（002400）和华谊兄弟（300027）。

2012 年预计传媒企业将会扎堆上市，这些新上市企业的投资机会也将是我们关注的重点。

行业表现的催化剂：

- 1、三网融合进一步开放的政策
- 2、政府支持文化产业的财税和投融资细则
- 3、全国性的文化资产管理委员会成立
- 4、三局合一进程加快
- 5、政府厘清文化事业和文化产业界限的政策

主要风险因素：

- 1、意识形态宣传职能和市场化之间的矛盾加剧
- 2、三网融合停滞不前

目 录

一、2020 年文化产业占 A 股市值将超过 5%.....	2
(一)、文化产业的主要领域.....	2
(二)、十七届六中全会《决定》的原因和意义.....	2
(三)、中国文化产业至 2020 年的年均复合增速为 26%.....	3
二、“融合”：渠道多元，利好上下游产业链和互联网渠道.....	4
(一)、三网融合不可避免，政策阻力只能是“温水煮青蛙”.....	4
(二)、网络视频平台和 OTT TV 成为传统电视的现实挑战.....	8
(三)、驱动因素未变，影视剧价格仍有上涨空间.....	15
(四)、广电上游：“高清”、“双向”双轮驱动.....	18
三、“开放”：从单一区域、单一媒体向跨区域、跨媒体转型.....	19
(一)、事业企业不分、监管条块分割给国有传统媒体带上沉重“枷锁”.....	19
(二)、传统媒体唯有跨区域跨媒体收购扩张才能做大做强.....	19
(三)、传统媒体在 2012 年潜在政策突破.....	21
(四)、市场化媒体的开放融合趋势更加明显.....	21
四、估值已经跑在业绩的前面.....	23
(一)、横向比较.....	23
(二)、纵向比较.....	23
五、结论：市场判断与短期、长期策略.....	24
(一)、2012 年“N”型走势.....	24
(二)、短期、长期策略.....	24
六、重点上市公司.....	25
(一) 广电信息 (600637.SH): IPTV 面临历史发展机遇.....	25
(二) 乐视网 (300104.SZ): 限娱令、限广令和宽带反垄断调查最大的受益者.....	26
(三) 宋城股份 (300144.SZ): 演艺与旅游相结合，异地扩张，复制“万达”模式.....	27
(四) 数码视讯 (300079.SZ): 见证广电设备商的崛起.....	28
(五) 华谊兄弟 (300027.SZ): 最具底蕴的综合性传媒集团.....	29
(六) 省广股份 (002400.SZ): 大资本时代广告行业的领头羊.....	30
附录 1: 传媒行业重要数据.....	31
(一)、出版发行.....	31
(二)、电影和电视剧.....	31
(三)、广告市场.....	34
附录 2: 关于文化发展的决定细节及解析.....	35
附录 3: 美国市场传媒板块估值.....	37

中国银河证券传媒团队介绍



许耀文

中国人民大学经济学学士、英国约克大学经济学硕士
传媒与互联网行业研究员
6年证券从业经验，曾就职于华西证券投资研究总部



田洪港

武汉大学工学学士、工学硕士
传媒行业研究员
2年多证券从业经验，3年多传媒及互联网行业经验，曾就职于广州报业集团、湘财证券研究所；



孙津

香港科技大学商学院金融学士
传媒行业研究员
2年多证券从业经验

2011年成功推荐中视传媒、数码视讯、宋城股份、省广股份、天舟文化和华谊兄弟。

代表作品：

1. 中美影视剧产业深度报告：量升价涨，“多元”创造价值
2. 传媒行业深度报告：看好新媒体和影视动漫内容产业
3. 中视传媒深度研究报告：《认识一个崭新的中视传媒》
4. 数码视讯深度研究报告：《广电软件和设备商的崛起》
5. 宋城股份深度研究报告：《吹响中国旅游演艺产业蓬勃发展的号角》
6. 天舟文化深度研究报告：《双轮驱动，挖掘青少儿文化产业“蓝海”》
7. 乐视网深度研究报告：《三屏合一，抢占先机》
8. 省广股份深度研究报告：《稳步迈向整合营销集团》
9. 华谊兄弟：布局九大业务板块，向综合性娱乐集团转型
10. 数码视讯：业绩增长强劲，受益三网融合

本文主要贡献：原创性定量分析文化产业的规模和未来增长趋势；原创性提出和剖析 2012 年传媒行业两大趋势“融合”与“开放”以及带来的投资机会；对传媒板块估值进行系统性分析；64 张图表，数据丰富。

一、2020 年文化产业占 A 股市值将超过 5%

（一）、文化产业的主要领域

文化产业，是以“文化创意”为核心，通过技术的接入和产业化的方式制造、营销不同形态的文化产品的行业。目前的文化产业的主管部委包括：文化部、广电总局、新闻出版署、工信部、国新办等。

国家统计局将以下 8 类列为“文化产业”的范围：

- 新闻服务
- 出版发行和版权服务
- 广播、电视、电影服务
- 文化艺术服务
- 网络文化服务
- 文化休闲娱乐服务
- 其他文化服务
- 文化用品、设备及相关文化产品的服务

（二）、十七届六中全会《决定》的原因和意义

10 月 18 日，中央十七届六中全会通过了《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》。我们认为《决定》出台主要基于两个原因：

● 中国经济持续增长的新引擎

经济增长的三个引擎：投资、出口、内需。当前经过持续 30 多年的高速增长，人均 GDP 在 2010 年达到 44 美元，出口劳动力成本和汇率优势逐步减弱，投资的政府支出和房地产业发展增长趋缓，必须有新的增长引擎。根据从美国、日本和英国等发达国家的经验，人均 GDP 达到 3000 美元后，文化产业消费需求有一个快速增长的过程，一直持续到人均 GDP 迈向 3 万美元之后才有所放缓。发展文化产业是扩大内需、推动经济增长的必然选择。

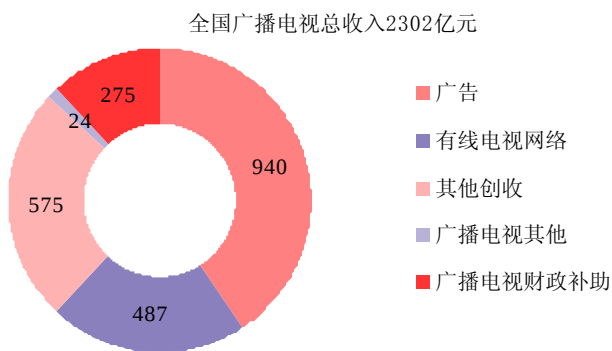
● 文化产业加强管理的内在需求

文化产业是涉及到人民精神需求的产业，是政府强化管理的重要产业。一方面社会健康向上的道德体系需要主流媒体有意识的引导，另一方面互联网时代，新媒体客观上形成民众自我表达自我传播的平台，急需进行扶优限劣、抓大放小、加强管理、重点优先等政府引导发展。

(三)、中国文化产业至 2020 年的年均复合增速为 26%

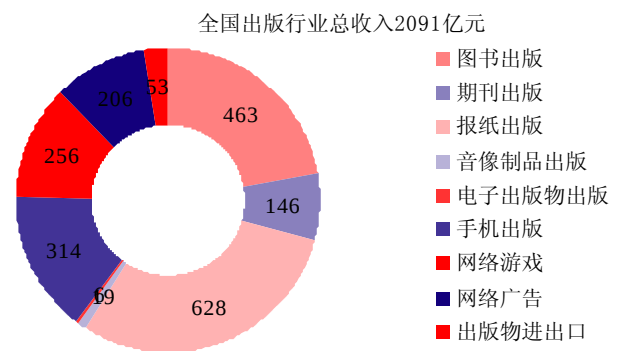
根据最新监管部门的统计，文化产业的两大主要子行业的数据为：1）、广电 2010 年收入 2300 亿；2）、新闻出版 2009 年收入 2100 亿（包括网络广告和网络游戏，不包括印刷），如果再加上演艺等其它子行业，我们估测 2010 年文化产业的产值在 5000 - 6000 亿之间，占到中国 GDP（397983 亿元）比例约为 1.2%-1.5%。

图 1：2010 全国广播电视收入情况（单位：亿元）



资料来源：广电总局，中国银河证券研究部

图 2：2009 全国出版行业收入情况（单位：亿元）



资料来源：新闻出版总署，中国银河证券研究部

表 1：2010 国内互联网子行业情况（单位：亿元）

网络游戏	339
网络广告	275
互联网在线支付交易额	10,858

资料来源：网络游戏数据来自 Deloitte 2010 年中国网络游戏行业投资研究报告；网络广告数据来自 DCCI 2009-2010 中国网络广告与互动营销市场数据播报；网络在线支付交易额数据来自易观智库预测值

根据十七届六中全会的规划，到 2020 年，文化产业将成为国民经济支柱性产业—文化产业产值将占 GDP 的 5% 以上，假设未来 9 年 GDP 的复合增速为 8%，那么中国文化产业未来 9 年的复合增长率为 26%。

随着上市公司数量和规模的扩大，传媒板块有望成为 A 股主流的投资板块。根据 bloomberg 的最新统计，美国传媒类企业市值（包括互联网）占美国资本市场的比例约为 5.13%，预计 2020 年 A 股传媒板块达到中国资本市场市值 5% 以上也将是大概率事件。

表 2：传媒产业产值测算

	2011	2020E	产业规模 CAGR
传媒产业占 GDP 比重	1.2%	》5%	26%
传媒板块占 A 股市值比重	1.2%	》5%	

资料来源：中国银河证券研究部

传媒产业增长的驱动因素在于三个方面：最根本的驱动因素是在政府引导下居民文化消费支出的提升，其次是融合与开放带来的规模经济和范围经济，再次是文化与科技结合带来新的娱乐方式。

二、“融合”：渠道多元，利好上下游产业链和互联网渠道

(一)、三网融合不可避免，政策阻力只能是“温水煮青蛙”

“融合”与“开放”是2012年中国文化产业的两大大主题，其中“渠道融合”是我们能明确看到的会对整个文化产业产生根本性影响的趋势。

十七中全会发布的《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》中明确指出：“推进电信网、广电网、互联网三网融合，建设国家新媒体集成播控平台，创新业务形态，发挥各类信息网络设施的文化传播作用，实现互联互通、有序运行。”

市场部分观点认为三网融合在过去的2年受到非常大的政策阻碍，进展缓慢，但是我们认为互联网的加入使得渠道之争不可避免。互联网渠道是没法控制的，不管是广电还是电信都必须正视视频传输IP化的挑战和机遇，开放拖得时候越长，实质是“温水煮青蛙”，尤其是对有线网络而言。

广电在视频传输的垄断是由于网络视频的崛起而被迫改革，而电信在宽带接入垄断的放松则是来自竞争对手和民众日益增多的质疑。

表 3：政策推动力度逐步加大

时间	三网融合相关事件
1997 年	《计算机世界》第一次系统介绍了“三网融合”的理念
1998 年 3 月	92 号文《印发国家广播电影电视总局职能配置内设机构和人员编制规定的通知》是推动三网融合的第一次努力
1998 年 3 月	提出《中国电信产业的发展战略》研究报告，引发了“三网合一”还是“三网融合”的大辩论
1998 年	广电启动全国有线电视省级、国家级干线网建设
1999 年	国务院 82 号文出台，明确规定电信部门不得从事广播电视业务，广播电视部门不得从事通信业务
2000 年 10 月	“十五计划”明确提出促进电信、电视、计算机三网融合，“三网融合”首次在国家规划中得到确认
2000 年	电信第一次分拆，电信业进入“战国七雄”时代
2001 年 10 月	中国电信再次南北分拆，网通集团成立，电信七雄变成“5+1”格局
2003 年 8 月	免费赠送机顶盒、快速推行整体转换的“青岛模式”出现，开始成为广电全行业推进数字化的模式标杆
2005 年	“十一五规划”再次提到“三网融合”，即加强网络基础设施建设，推进三网融合
2006-2007 年	随着 IPTV 等竞争对手的出现，广电数字化进入到一个快速发展期，交互与增值成为有线业界广为讨论的主题词
2007 年 12 月	广电总局与信息产业部联合发布 56 号令，即《互联网视听节目服务管理规定》
2008 年	《关于鼓励数字电视产业发展的若干政策》提出加强网络基础设施建设，推进三网融合，
2008 年 12 月 4 日	科技部与广电总局正式签署“部局合作”协议，NGB 开始成为下一代广电网的风向标
2009 年 1 月	第三次电信业大重组方案公布，中国移动、中国电信和中国联通均成为全业务运营商
2009 年 5 月 19 日	国务院 26 号文公布，即《关于 2009 年深化经济体制改革工作意见》，“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 年 7 月 22 日	国务院常务会议原则通过《文化产业振兴规划》
2009 年 7 月 29 日	广电总局发出《关于加快广播电视有线网发展若干意见》，明确提出至 2010 年底实现“一省一网”的整合时限
2009 年 8 月	《广电总局关于促进高清电视发展的通知》下发；9 月 28 日，9 套免费高清频道落地开播
2009 年 8 月	发布《广电总局关于加强以电视机为接收终端的互联网视听节目服务管理有关问题的通知》

2009 年 9 月	发出《广电总局关于互联网视听节目服务许可证管理有关问题的通知》，启动新一轮关于互联网视听服务的管理
2009 年 8 月 15 日	全国文化体制改革经验交流会在南京举行，此后掀起了“制播分离”的新高潮
2009 年 12 月	中国网络电视台、芒果 TV 等网络视频“国家队”集体发声，广电播出机构全面进军互联网
2010 年 1 月 13 日	国务院常务会议明确提出推进三网融合，提出阶段性目标；第一阶段是 2010-2012 年，重点开展广电和电信业务双向进入试点；2013-2015 年，总结推广试点经验，全面实现三网融合发展
2010 年 6 月	国家三网融合协调小组在召开的会议中通过了试点方案
2010 年 7 月	国务院办公厅正式印发了第一批三网融合试点地区（城市）名单，北京、上海、大连、哈尔滨、南京、杭州、厦门、青岛、武汉、长株潭城市群、深圳、绵阳共 12 个城市和地区入围
2010 年 9 月	包括北京、上海在内的首批 12 个三网融合试点城市提交了具体的试点方案
2011 年 5 月	北京市政府提交的三网融合试点方案获国务院三网融合工作小组审批通过，有望从今年 6 月开始正式实施

资料来源：中国数字电视，中国银河证券研究部

三网融合的本质，不仅仅是物理网络的融合，更多的是业务层面上的融合。

图 3：三网融合前后情况概述

	网络	运营实体	技术	业务	市场状况	监管
三网融合前	广电网	电广传媒, 东方有线等各地有线电视运营商	多为单向传输的网络	广播电视节目生产制作和传输	近乎封闭, 进入门槛高	广电总局为主
	电信网	中国移动、中国联通、中国电信三大运营商为代表的电信运营商	双绞线双向传输	基础电信业务、增值电信业务	国资为主	工信部 国资委
	互联网	内容提供商 (CP) 和服务提供商 (SP)	依附电信运营商网络, 主要面向用户提供业务供应	丰富、多样化	开放市场, 优胜劣汰	根据业务不同分属不同部门
三网融合后	互联互通资源	内容提供商 (CP) 和服务提供商 (SP)	有线电视网络数字化和双向化升级改造, 提高业务承载和支撑能力; 电信宽带网络建设, 推进城镇光纤到户, 扩大农村地区宽带网络覆盖范围	广电和电信运营商可以进入对方的领域	移动多媒体广播电视、手机电视、数字电视宽带上网等业务将更发达	基本建立适应三网融合的体制和新型监管体系

资料来源：中国银河证券研究部

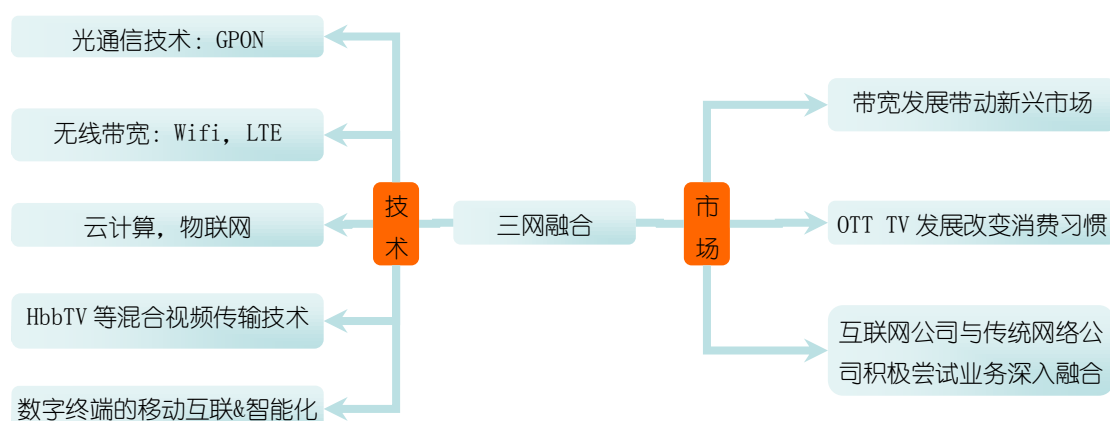
图 4: 三网融合的结果



资料来源: 中国银河证券研究部

三网融合不仅是国内传媒行业发展的趋势,也是全球传媒行业的大趋势。近两年来,多个国家都开始了关于产业政策的重要议题,包括:带宽国家的全球性建设浪潮;产业监管中的网络中立性问题;电视台与有线网络公司的转播协议争执问题;数字红利和无线频谱争夺的问题。这些议题对产业未来走向有重要影响。

图 5: “三网融合”体现的技术、市场趋势

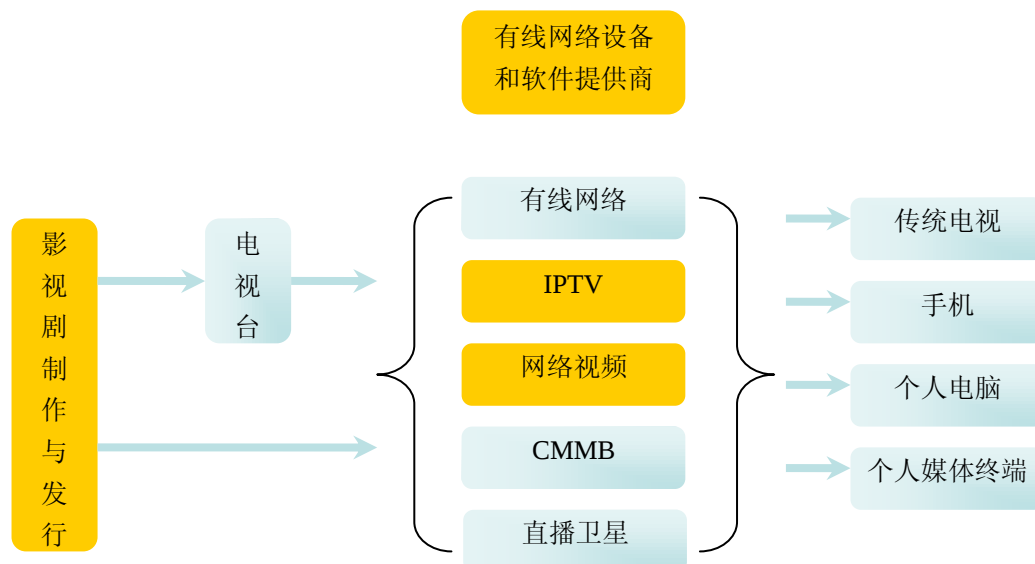


资料来源: 中广互联, 中国银河证券研究部

在这个重新“切蛋糕”的过程中，由于“渠道多元化”，必然导致：1.对上游内容的争夺会日趋激烈；2.渠道商被迫投入更多的资本开支；3.新媒体渠道商获得更多的市场份额。

上游内容产业、新媒体渠道和设备企业将获得产业更多的利润，而传统渠道商业绩的增长将来自规模效应和新业务带来的 ARPU 提升。

图 6：三网融合有利于利好上下游产业链



资料来源：中国银河证券研究部

* 橙色部分为我们看好的子行业

图 7：单向、单屏向多向、多屏的智能化演变



资料来源：中国银河证券研究部

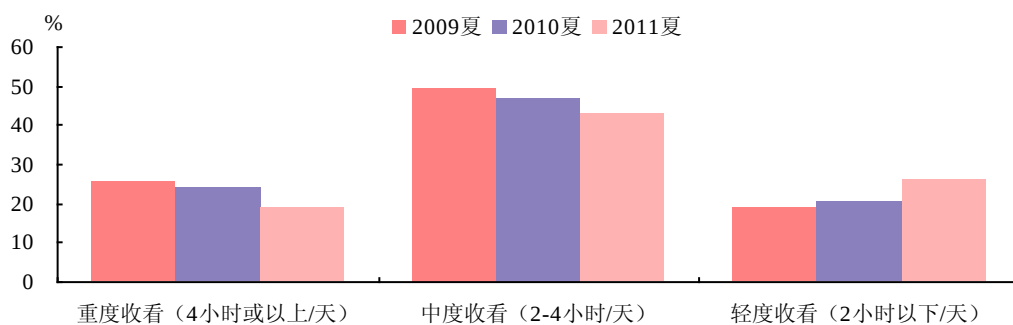
(二)、网络视频平台和 OTT TV 成为传统电视的现实挑战

互联网正在“消灭”报纸，那么下一个会是传统电视吗？

我们认为传统电视作为主流媒体的地位还将持续，但是网络视频和 OTT TV 正以不可阻挡之势成为市场的重要参与者。

从近期的调查数据中可以看出，中国消费者收看传统电视的时间正逐渐缩短，轻度收看（小于 2 小时/天）的观众比例越来越大。

图 8：中国消费者收看传统电视习惯

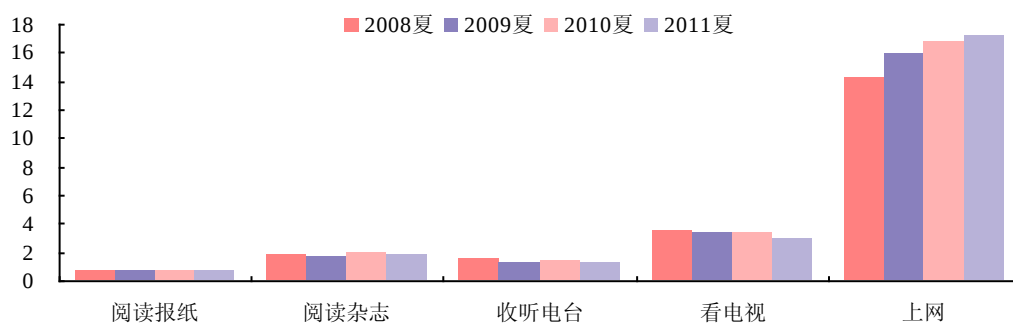


资料来源：中国市场与媒体研究，奇艺网，中国银河证券研究部

居民通过网络浏览信息、社交，以及观看视频。通过传统电视观看视频的生活习惯已经在改变，如今居民可通过网络点播的方式，享受更自主，更便利的视频娱乐。

图 9：中国消费者人均媒介消费时间

单位：小时



资料来源：中国市场与媒体研究，奇艺网，中国银河证券研究部

目前最受关注的两种技术是网络视频和 OTT TV。

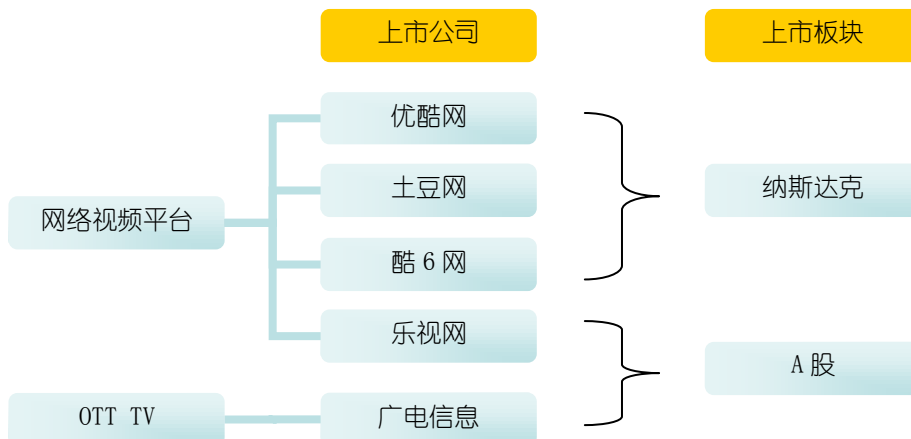
网络视频平台通常指视频网站，即在完善的技术平台支持下，让互联网用户在线流畅发布、浏览和分享视频作品的网站，其接收终端主要是电脑端。

OTT TV (Over The Top TV) 指通过公共互联网面向电视传输的 IP 视频和互联网应用融合的服务。其接收终端为互联网电视一体机或机顶盒+电视机。目前主要是电信运营商推出的 IPTV 业务，未来有发展前景的是互联网电视业务。

与传统有线电视相比，网络视频平台与 OTT TV 的特点在于：（1）、用户享有自主点播权；（2）、视频内容通过宽带网络传播。

网络视频平台可以看做基于互联网的内容平台；OTT TV 可以被看做基于电视的 IP 传播渠道，用户通过电视机及宽带网接收来自网络视频平台的内容。

图 10：网络视频平台及 OTT TV 上市公司

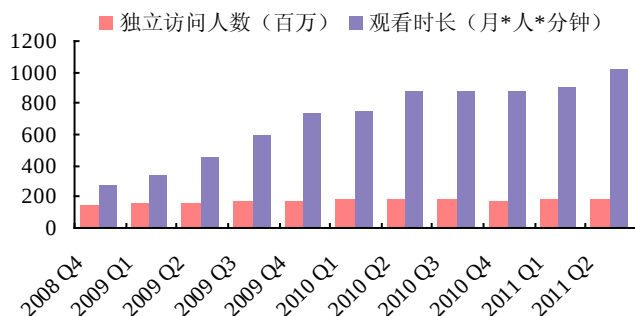


资料来源：中国银河证券研究部

1、美国网络视频和 OTT TV

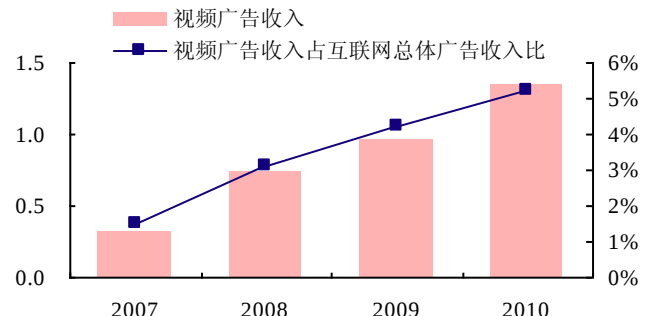
近几年，美国的网络视频行业已经呈现爆发性增长的趋势，其独立访问人数至 2011 年第二季度已上升至 1.78 亿人，在全美人口占比约为 57%。4 年内，网络视频的广告收入由 2007 年的 3.24 亿美元急速增长到 2010 年的 13.54 亿美元，复合增长率高达 61%。

图 11：2008 Q4-2011 Q2 全美在线视频行业发展情况



资料来源：comScoreI，中广互联，中国银河证券研究部

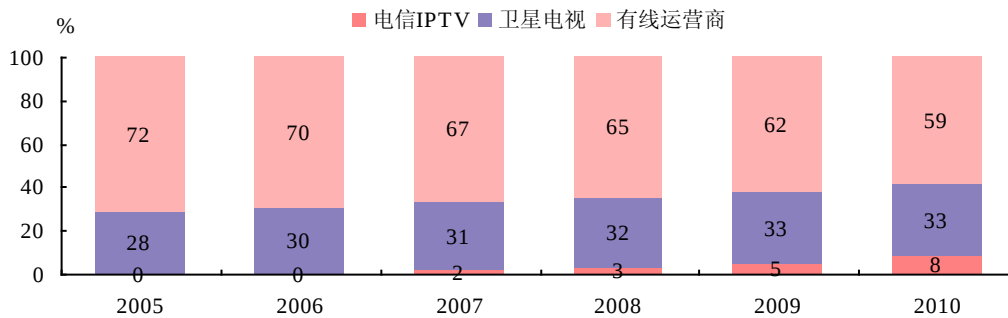
图 12：2008 Q4-2011 Q2 全美在线视频行业发展情况



资料来源：IAB Internet Advertising Revenue Report, PWC

在电视端，2007 年才刚刚起步的 IPTV，至 2010 年已经占领了原本属于有线运营商的 8% 的市场份额。

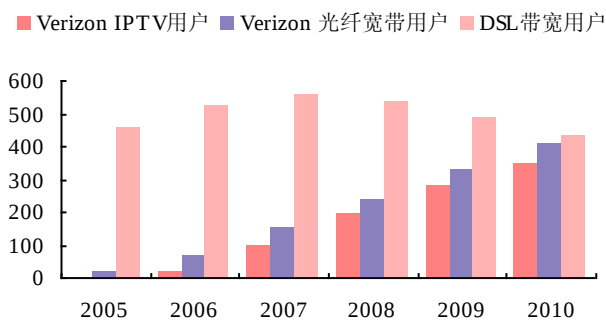
图 13: 美国过去 6 年电视传输市场份额



资料来源: BuddeComm 和 IBB 分析, 中国银河证券研究部

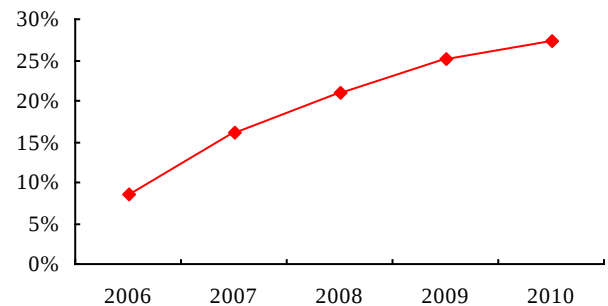
以美国第二大电信运营商 Verizon 为例。Verizon 建立的光纤网络不仅带动了光纤宽带用户的增长, 亦带动了 IPTV 用户的增长, 短短五年内, Verizon 的 IPTV 用户由 2005 年的 0.3 万户急速增长到 2010 年的 347 万户, 光纤宽带用户则由 17 万户增长到 408 万户, 复合增长率分别达到 310%、89%。

图 14: Verizon 带宽与 IPTV 用户发展情况 (单位: 万户)



资料来源: Verizon 财报, 中广互联, 中国银河证券研究部

图 15: Verizon FiOS 对覆盖家庭的电视市场占有率



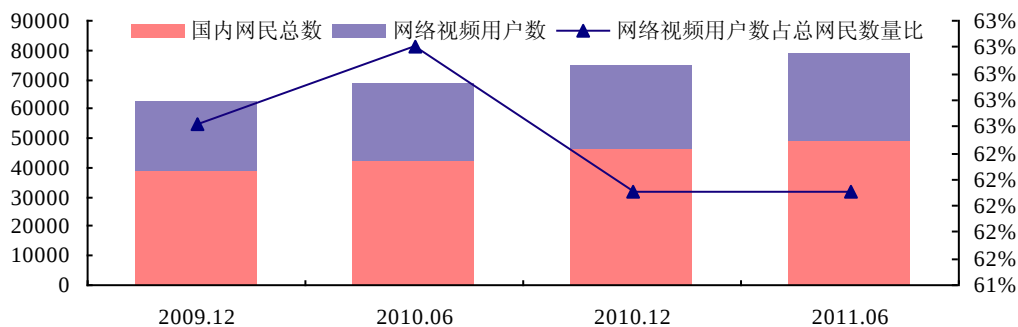
资料来源: BuddeComm 和 IBB 分析, 中国银河证券研究部

2、国内网络视频发展现状

国内网络视频的用户数量基本是随着互联网用户数量的增长, 保持在总网民数量的 62% 左右。截止 2011 年 6 月, 其用户数大约为 3.01 亿。

图 16: 网络视频用户数量

单位: 万人



资料来源: CNNIC 中国互联网络发展状况统计报告, 中国银河证券研究部

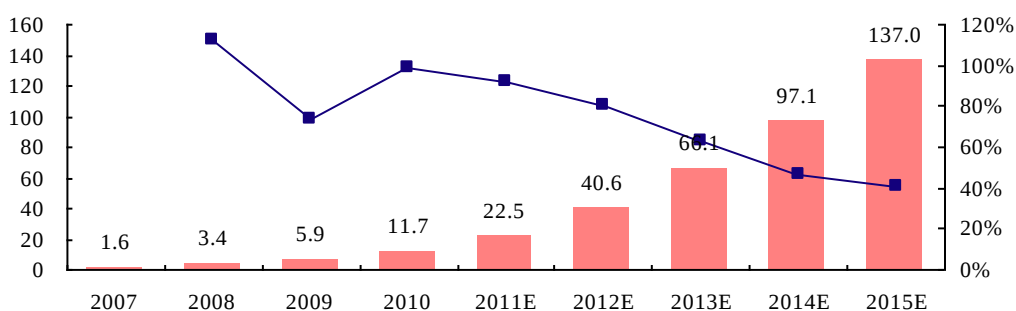
基于竞争策略, 国内视频网站处于“跑马圈地”的阶段, 带宽成本和内容成本高, 经营亏损, 但是用户基数在不断的扩大。

- 2011 年第三季度, 优酷净亏损 4750 万元, 较 2010 年同期降低 11%, 其中带宽成本占净收入 35%, 内容版权成本占净收入 26%。
- 土豆网三季度净利润计入股权激励支出以及认股权证公允价值变动后净亏损 5560 万元, 环比降低 30%, 其中带宽成本占净收入 29.5%, 内容版权成本占净收入 28.4%。

从视频网站现阶段情况来看, 广告商仍处于向视频网站转移的过程中, 相比传统电视 800 亿的市场规模, 视频网站广告投放规模还很小。

图 17: 国内独立视频网站及播放平台广告规模统计及预测及增长率

单位: 亿元



资料来源: DCCI 互联网数据中心, 中国银河证券研究部

2011 年第三季度:

- 优酷净收入 2.625 亿元, 同比增长 129%。净收入增长主要来自客户平均广告投放以及客户总数增加。
- 土豆网净收入 1.497 亿元, 同比增长 28.3%, 其中广告收入占比达 84.5%。
- 乐视网收入 1.328 亿元, 同比增长 86.82%。

用户付费也将成为视频网站的一个发展趋势。美国 Netflix 公司已经拥有 2000 多万的互联

网视频付费包月用户，股价在过去 3 年翻了 10 倍。中国目前由于用户习惯和盗版的原因，付费服务规模还很少，但是未来也是重要的方向。

3、国内 OTT TV 发展现状

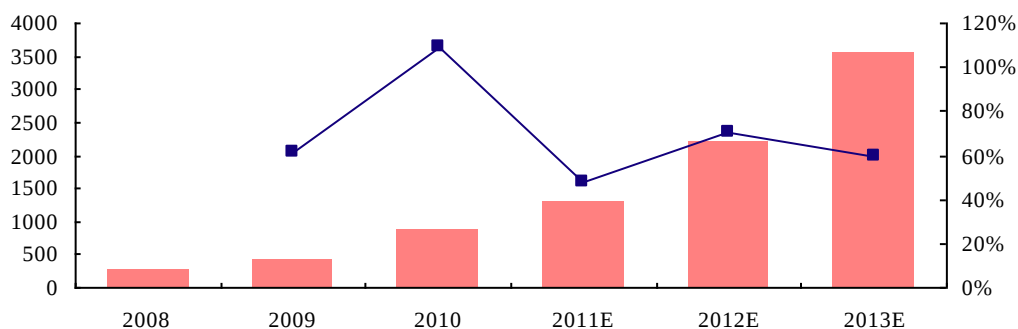
在国内，目前 OTT TV 的发展还受到广电局的诸多限制。根据规定，OTT TV 的播出平台必须由获得牌照之集成服务商提供，而一般家电厂家不得涉足播控平台；内容来源必须由获得互联网内容服务牌照的广电播出机构提供，非广电机构无法获得。

由于现阶段国内的互联网电视业务还未正式开展，OTT TV 仍然以 IPTV 业务为主。

随着试点城市三网融合方案的陆续出台以及各地对于具体融合业务的具体实施，国内的 IPTV 的发展步伐有望加速，根据第三方权威机构预测，截止 2013 年，国内 IPTV 用户数量将突破 3500 万户，占目前全国有线电视用户比例约为 37%。

图 18: 国内 IPTV 用户数量及增速

单位: 万户



资料来源: 格兰研究, 中国银河证券研究部

4、视频网站和 OTT TV 在中国发展面临的三大有利因素

1.)、电信运营商主导的光纤接入战略

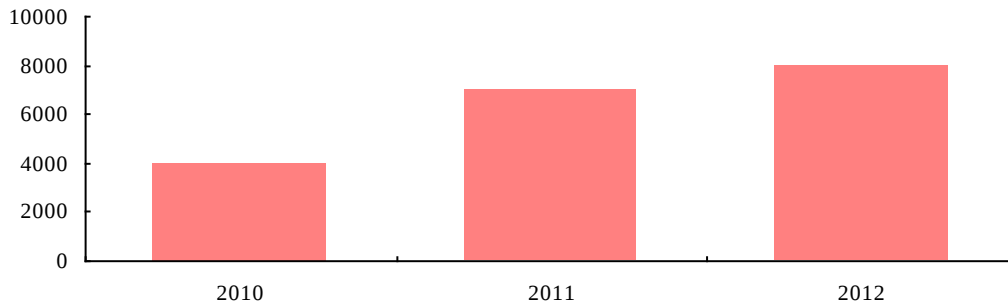
与美国市场 Cable 接入占据市场份额首位不同，中国的电信运营商几乎垄断宽带接入市场，而且三大运营商制定雄心勃勃的光纤接入计划。

根据咨询公司 Ovum 在预计，中国 FTTx 用户数将于 2016 年达到 1 亿，约占全球光纤用户数的半数以上。光纤的快速建设将加速 OTT TV 的推广和网络视频的用户体验。

电信在宽带的强势使其可以推出类似“triple play”的视频、语音和宽带三合一业务，在光纤接入和政策放松的背景下，IPTV 将实现爆发性增长。

图 19: 国内三大电信公司 2010-2011 年光纤建设投入 (或计划投入)

单位: 万条



资料来源: 中国银河证券研究部

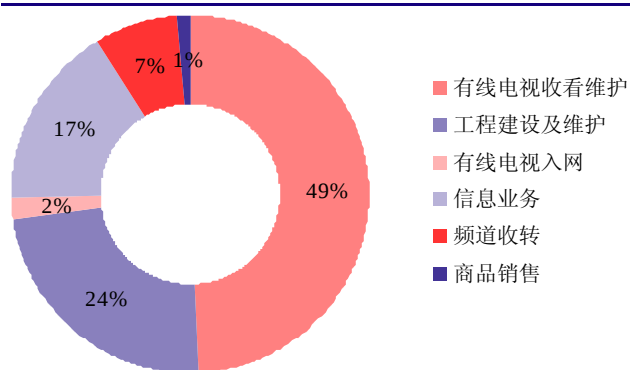
2.)、台网分离削弱了有线运营商的竞争实力

在中国, 由于电视台与有线运营商分开独立运营, 两者利益并非一致。从经济利益考虑, 电视台实质上欢迎更多的渠道, 因为渠道越多, 电视台拥有的话语权就更强。

渠道多寡对电视台和有线网络运营商造成截然不同的效果。

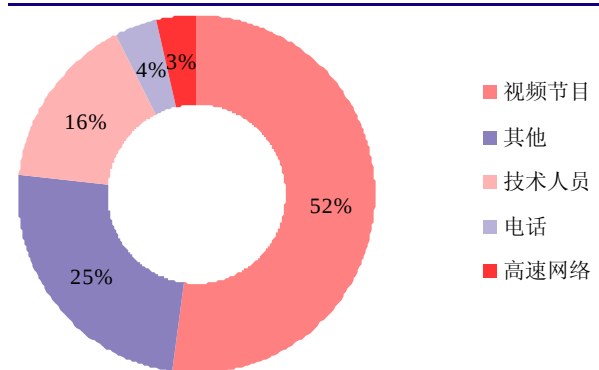
以国内的歌华有线与美国的康卡斯特为例: 歌华有线 2010 年的收入中有 7% 来自于节目频道缴纳的“落地费”; 与此同时, 由于多渠道竞争, 康卡斯特不仅没有向节目频道收取费用, 反而向节目频道缴纳费用, 其 2010 年成本中的 52% 均为此项成本。

图 20: 歌华有线 2010 年主营业务收入



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

图 21: 康卡斯特 2010 年主营业务成本



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

在台网合一的环境下, 比如英国, 有线网络可以凭借对上游内容的控制来制约 IPTV 的发展, 但是在中国这种台网分离的环境下, OTT TV 和网络视频要获取电视台内容的门槛并不高。

3)、“限娱令”、“限广令”和宽带反垄断调查均有利于网络视频和 OTT TV 的发展

基于公益化，近期广电总局先后颁布“限娱令”、“限广令”，同时电信面临宽带反垄断调查，这三个重要的行业性事件均有利于网络视频和 OTT TV 的发展。

- **限娱令：**今年下半年，广电总局对于电视娱乐节目过多，且跟风现象严重、内容质量不高，有些还起到了不好的舆论作用很是担忧，因此下发了“限娱令”，要求各地方卫视在 17:00 至 22:00 黄金时段，娱乐节目每周播出不得超过三次。
- **限广令：**近日，广电总局正式下发《〈广播电视广告播出管理办法〉的补充规定》，主要对《广播电视广告播出管理办法》进行了修改。更改内容为：播出电视剧时，不得在每集（以四十五分钟计）中间以任何形式插播广告。改规定将于 2012 年 1 月 1 日起正式实施。
- **电信反垄断调查：**国家发改委日前对中国电信和中国联通展开反垄断调查。如果事实成立，将对两家企业处以上一年度营业额的 1%至 10%的罚款，约为数亿至数十亿元。据有关部门初步估算，如果能推动市场形成有效竞争，未来五年可以促使上网价格下降 27%至 38%，至少可为消费者节约上网费用 100 至 150 亿元。

11 月中旬，中国电信上海公司针对全市家庭光网用户进行免费提速。本次提速针对已经完成光纤入户的上海电信城市光网用户，已免费倍增到 2M、3M、4M 的用户，将再免费提速到 10M；已免费倍增到 2M、3M、4M 并已使用天翼固移融合业务的用户，将再免费提速至 20M；已免费倍增到 10M 的用户将再免费提速至 20M；16M、20M 的用户升至 30M。据了解，北京电信运营商也正在制订类似的网络提升计划。

对网络视频平台：

- 电视台限娱会让一部分年轻观众流向网络视频，因为网络视频不限娱；
- 限广令会挤出广告商，而这部分广告投入大部分也会流向网络视频；
- 宽带反垄断有利于降低网络视频网站的运营成本。

对 OTT TV：

- 电视台限娱也会推动 IPTV 用户的增长，因为 IPTV 拥有双向互动的功能，可以选择更多的娱乐节目；
- 宽带反垄断形势下，电信为了争取舆论和用户，倾向于加速提升宽带接入速率，降低每兆带宽资费，使得 IPTV 拥有更优越的宽带环境（上海已经提速）；
- 宽带反垄断形势下，电信迫于压力，有可能对广电开放骨干网牌照，即使不开放，也会降低出口带宽资费，而作为对等开放，广电对 IPTV 的政策管制也会放松。

5、监管：广电总局的牌照管理政策

表 4：国内互联网电视、IPTV 牌照

	牌照内容	取得牌照单位
互联网电视	互联网电视集成牌照	央视国际
		百视通
		杭州华数
		南方传媒
IPTV	取得互联网电视集成牌照的平台建设权	湖南电视台
		中国国际广播电台
		中央人民广播电台
	全国性运营牌照(并不能在全国随意开展 IPTV 业务,如想在当地开展 IPTV 业务,必须向广电总局另行审批)	上海文广
		央视国际
		南方传媒
		中国国际广播电台
	地方牌照(只能在规 定地域内开展相关业务)	杭州华数
		江苏电视台
	行业牌照(限制了运营商的节目运营内容)	北京华夏安业科技有限公司(非广电体系的民营企业,目前只被允许在电视机终端上运营教育行业的内容)

资料来源：中国银河证券研究部

互联网电视方面，7 月 19 日，广电总局发布《关于严禁通过互联网机顶盒向电视机终端提供视听节目服务的通知》，依然对互联网电视采取严格管制的政策。

(三)、驱动因素未变，影视剧价格仍有上涨空间

“限广令”出台使得市场对 2012 年的影视剧价格能否继续上涨产生疑虑，我们坚定看好未来影视剧价格继续上涨的潜力。

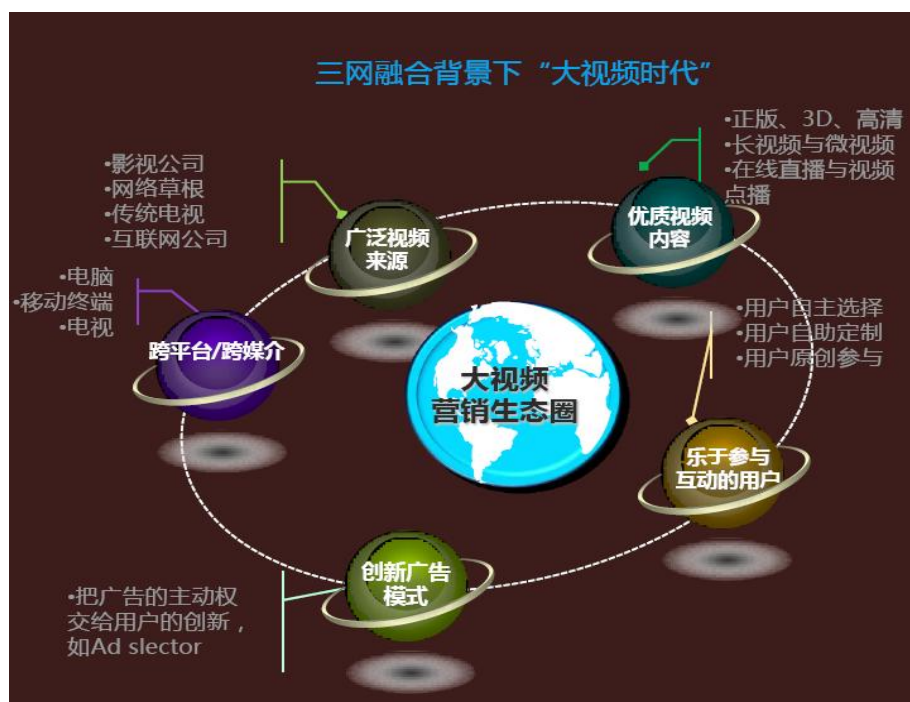
影视剧价格上涨的三大基本驱动因素并未发生变化：1.渠道多元带来的对优质内容的争夺；2.打击盗版；3.收入多元。

1、“三网融合”为影视剧提供多元化销售渠道

视频网站和电视台之间的边界日趋模糊，视频网站对自制节目的投资规模越来越大，乐视网计划 2012 年投资 1 亿元自制节目，搜狐视频已经把自制节目卖给海南卫视。

一旦实现全面开放，有线网络、IPTV、卫星电视和 CMMB 也将对优质内容产生需求，而这方面的购买潜力还刚刚开始。(最近百事通高价购买《海洋》的版权)

图 22: 三网融合下“大视频时代”为影视剧提供更多销售渠道



资料来源: DCCI

2、打击盗版及限娱令直接有利于影视剧价格提升

《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》强调“加大知识产权保护力度，依法惩处侵权行为，维护著作权人合法权益”。

2009 年年末起，国家对盗版视频内容开始重拳出击。

- 2009 年 12 月份起，红极一时的 BT 下载遭禁，国内大批 BT 网站陆续关停；
- 2010 年 11 月 12 日，广电局正式下发《广播影视知识产权战略实施意见》
- 2010 年年底，迅雷看看、土豆网等多家视频网站开始全面下线美剧。

正版化催生网络视频价格的飙升，过去 4 年网络视频版权价格上涨了 50 倍。

表 5: 电视剧网络版权价格

时间	电视剧	网络播映版权价格(集)	网络播映版权价(部)
2006	《武林外传》81 集	1235 元	10 万元
2008	优秀电视剧平均	3 千元 - 1 万元	N/A
2009	优秀电视剧平均	2 - 5 万元	N/A
2010	《旗袍》约 40 集	8 万元	320 万元 (估计值)
2010	新版《红楼梦》50 集	20 万元	1000 万元
2010	新版《三国》95 集	15 万元	1425 万元
2010	新版《西游记》60 集	28 万元	1680 万元
2010	《一不小心爱上你》(30 集)	18 万元	540 万元

2011	《宫锁心玉》(35集)	32 万元	1120 万元
2011	《新还珠格格》(98集)	30 万元	3000 万元
2011	《浮沉》(30集)	100 万元	3000 万
2011	《宫锁心玉 2》	185 万元	

资料来源：中国银河证券研究部

3、单片价格：版权保护和收入多元还能支撑制作成本继续上涨

在版权价值得到充分开发的情况下，电影/电视剧制作成本和收入规模还有提升空间。

a). 电视剧

目前，国内电视剧制作成本远低于美国电视剧。美国一般剧集（40-60 分钟）的制作成本一般在每集 200-400 万美元左右，情景喜剧（20-30 分钟）则在每集 100 万元左右，是中国电视剧制作成本的 13-25 倍。而美国例如《急诊室的故事》这类的昂贵剧集的制作成本则在 1300 万美元/集，相当于一部电影的制作成本。

目前，中国的优质电视剧收入约在 200-300 万/集左右，按照近几年上升速度，预计明年有可能升至 400 万元/集的水平。毛利率维持在 50-60%左右。

b). 电影

从电影来看，阿凡达全球票房达到 27 亿美元，中国票房达到 14 亿元，而中国目前票房最好的电影收入也未超过 7 亿元。

在过去国内电影制片方在票房分账方面一直处于劣势，只能分到 43%的票房比例。比起其他国家 55-65%的份额，分账比例偏低。

表 6：电影制片分账比例

中国	43%-45%
美国	60%-65%
韩国	60%
印度	60%
欧盟	55%-65%

资料来源：商报，艺恩资讯，中国银河证券研究部

国内电影制作方 90%的收入来自于票房收入，而美国电影制作方从票房所得仅占其全部收入的 30%，剩余有 50%来自碟带市场，20%来自电视，还有其他如附属产品的销售收入等等，但占比例较小，可忽略。

近期中国电影制片分账比例有提高的趋势。即将于 12 月中旬上映的《金陵十三钗》的片方单方面宣布将该片的最低票价由原来的 35 元提高到 40 元，同时与院线分账则由原来的 43%提高到 45%。这虽然引来了国内八大院线的联合抵制，然而电影局介入后出现“一边倒”的情况，以八大院线的“完败”告终。

(四)、广电上游：“高清”、“双向”双轮驱动

面临网络视频和 OTT TV 竞争，无论是电视台还是有线网络都必须加大资本投入，将内容和渠道转向高清和双向。实践证明，高清电视和宽带接入是广电的杀手级应用。

我们认为县级以上有线网络在资金层面并不存在大的问题，实际上社会资金参与有线网络融资的热情很高，比如神州泰岳和风华高科都入股广东省网。目前最大的障碍是没有骨干网和 IDC 牌照，即使进行双向网改，也面临租用出口带宽高成本的问题。

近期电信宽带反垄断调查为有线网络带来一丝曙光。中国电信和中国联通已经承认互联网专线接入价格歧视，同意降低互联网专线接入价格，未来能否有进一步打破垄断的政策将对有线网络的资本开支投入产生决定性的影响。

表 7：广电设备产业市场规模分析

	市场规模	驱动因素	爆发时点	受益上市公司
双向网络改造	900 亿	蔡赴朝强调 2015 年之前完成 80%有线网络用户的双向接入,驱动因素取决于电信骨干网放开的程度	2012 - 2013	数码视讯、初灵信息
前端系统	160 亿	高清和增值业务	2013 - 2014	数码视讯、佳创视讯
数字化	446 亿	模拟转标清，县级以上基本完成	高峰已过	数码视讯、金亚科技、同洲电子、四川九州
中间件	20 亿	增值业务	2013 - 2014	数码视讯
电视台高清媒资管理系统	n/a	高清频道增加	2013 - 2014	捷成股份、大恒科技

资料来源：中国银河证券研究部

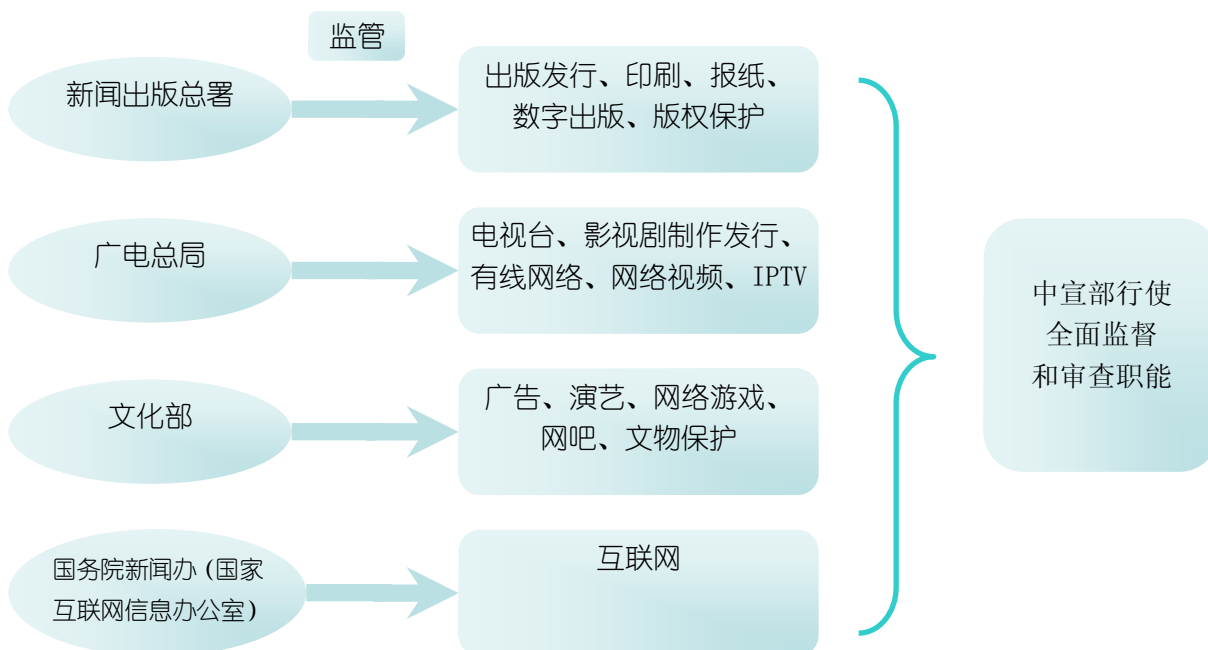
三、“开放”：从单一区域、单一媒体向跨区域、跨媒体转型

(一)、事业企业不分、监管条块分割给国有传统媒体带上沉重“枷锁”

近期的“限娱令”、“限广令”体现电视台“公益性”和“商业化”之间的冲突和矛盾，而在这传统媒体各个领域都存在，并成为影响传媒企业经营的重大不稳定因素。

由于历史原因，我国文化管理格局由文化、广播影视、新闻出版等多个部门组成，职能的交叉和重叠，导致政出多门、重复管理和缺位，这也直接限制传媒企业的做大做强。

图 23：中国文化产业监管现状



资料来源：中国银河证券研究部

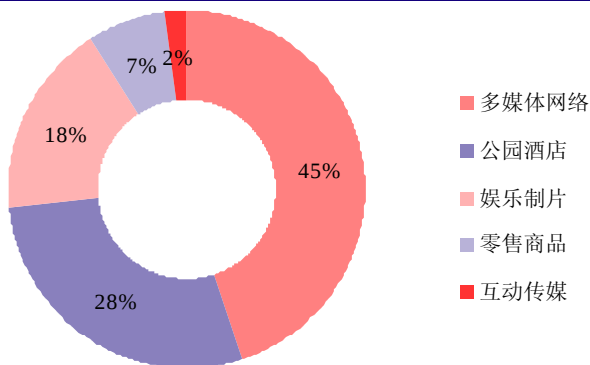
(二)、传统媒体唯有跨区域跨媒体收购扩张才能做大做强

传媒行业的重要特点就是规模经济和范围经济。

- 规模经济：产业规模扩大，成本不变（比如电视台覆盖 100 万和 1000 万人口，内容制作成本并没有区别）
- 范围经济：同一创意产品可以用到多个产业链环节（比如图书可以拍成电视电视剧，电影电视剧可以刻成光盘销售、可以融入主题公园、网络游戏、玩具等领域）

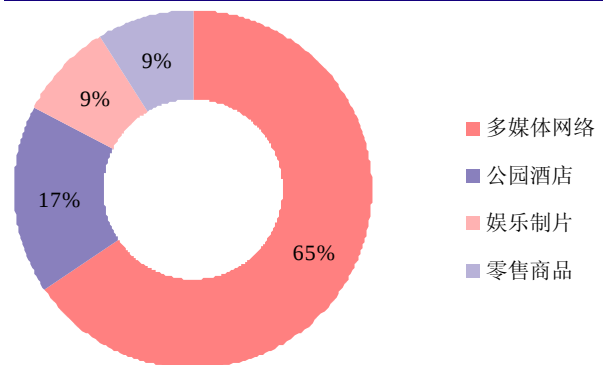
全世界大型媒体集团都是通过收购扩张成长为跨媒体跨地域的综合性传媒集团。以新闻集团和迪斯尼的收入结构为例：

图 24: 沃尔特迪斯尼 2010 年收入结构



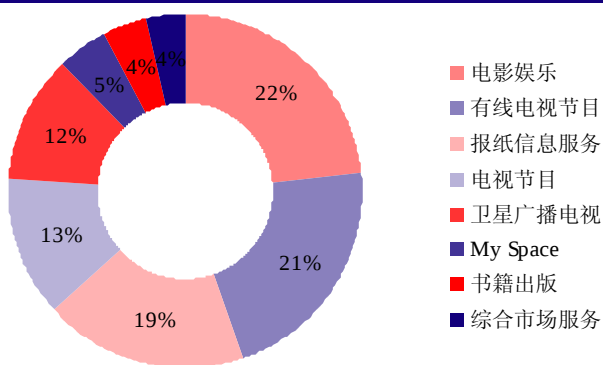
资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

图 25: 沃尔特迪斯尼 2010 年利润结构



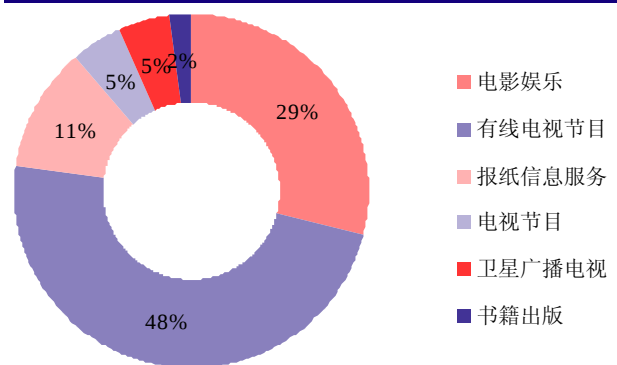
资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

图 26: 新闻集团 2010 年收入结构



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

图 27: 新闻集团 2010 年利润结构



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

Comcast 从一个区域性的小网络发展成为美国最大的有线网络运营商，它的发展是一个经典的靠收购扩张做大做强的案例。2011 年 2 月 Comcast 收购美国五大电视网之一的 NBC 环球，打造出一个同时控制内容和分销、规模达 300 亿的媒体巨头。

图 28: 美国最大的有线网络公司 Comcast



资料来源：中国银河证券研究部

(三)、传统媒体在 2012 年潜在政策突破

由于牵涉到意识形态问题，传媒行业未来的改革充满不确定性，但是如果不严格区分文化事业和文化产业，不打破部门之间监管的隔阂，那么振兴文化产业面临根本性的制度障碍。

我们认为 2012 年有两方面存在制度突破的可能，而这方面政策突破的进程将是决定传媒板块尤其是传统媒体估值水平的最重要信号。

1、成立全国性的文化资产管理委员会（“文资委”）

11 月 18 日，北京市十三届人大常委会第二十八次会议上，北京市率先提出建立“文资委”的提议。报告提出，成立首都文化建设统筹协调机构，统筹文化改革发展中的各种关系，形成合力；按照管人管事管资产管导向相结合的原则，拟组建文化资产管理委员会，统筹规划和实施文化改革和发展的相关工作。拟设立文化发展基金，在整合资源的基础上，每年集中拿出 100 亿元文化专项资金，进行集中管理，统筹支持文化领域的发展建设。

为了配合 2020 年将文化产业建设成支柱产业的战略目标，我们认为设立全国性的文资委具有现实意义。

2、推动全国范围副省级以下城市实现“三局合一”

十七届六中全会中涉及监管方面的精神主要是“健全文化市场综合行政执法机构，推动副省级以下城市完善综合文化行政责任主体。”

目前国内已经有广州、南京、厦门、沈阳、洛阳、佛山、东皖、昆明、合肥、汕头、绍兴、常州、张家港、晋城、宁波、舟山、丽水等城市三局合一，成立专门的文化广电新闻出版局。

根据全会精神和文化产业发展的需要，我们认为 2012 年省级以下城市“文化局，新闻出版局、广电局”三局合一的进程会加速在全国推开，但是在国家层面的三局融合预计要等到十八大之后。一旦监管层实现融合，那么广电和新闻出版之间资本要素流动的隔阂将被打破。

(四)、市场化媒体的开放融合趋势更加明显

十七届六中全会《决定》中用一段强调“推进文化科技创新”。文化与科技结合、文化与其它消费形式的结合正在成为日益重要的趋势，苹果商店就是一个最好的例子。

市场化的传媒细分行业，如网络视频在开放融合方面走得更远。我们可以期望，象宋城股份（300144）这种“演艺+主题公园”，华谊兄弟和华策影视的“影视+主题公园”等跨界融合的经营案例会越来越多。

表 8: 市场化媒体的开放融合

开放融合类型	例子
跨产业链整合, 提升资源的垄断性和竞争力	✓ 影视剧网络版权价格大幅上升, 促进视频网站加大自制剧、自制栏目的比例, 出现视频网站向内容供应链条整合的趋势;
	✓ 腾讯视频 4 月成立了 5 亿元的投资基金, 5 月投资 4.5 亿元入股华谊, 最近又花巨资购买《宫 2》独家网络版权;
	✓ 乐视网每年将投入 1.2 亿元打造微电影“圆梦计划”。
不同业务的融合驱使不同类型企业合作、互补和强化	✓ MSN 门户即时通讯工具将与搜狐视频绑定;
	✓ 英国 BBC 与设备生产商、网络服务商等广泛合作推广 iPlayer;
	✓ BBC、CNN、ABC 等, 都与 Facebook、Twitter 等知名社交网站进行行业整合。
新媒体与传统媒体的融合	✓ BBC 的《你来说》, 同时在网络、手机、广播、电视平台播出;
	✓ CNN 的“我报道”平台, 让用户通过互联网、手机等多种方式提供新闻时间与线索;
	✓ 到今年 9 月, 在这个平台上注册的市民报道者达 83.7 万人, 有价值内容会在 CNN 电视平台播出;
跨平台的业务融合	✓ Fox 新闻频道的 UReport、ABC 新闻频道的 iCaught 等, 都成为用户参与传播平台体系建设的重要品牌。
	✓ 新闻集团的新闻策划都必须考虑广播、电视、网络不同平台的需求;
	✓ CNN 按照新闻采集、制作、播出等功能划分, 已建立国际国内总服务台;
互补式整合带来视频网站之间的深度合作	✓ 福克斯 (Fox) 新闻频道在大编辑部的统一管理下, 统一策划选题, 统一调度记者, 所有新闻稿和线索都通过内部网络供不同平台和部门各取所需;
	✓ 深圳广电集团正在建立的融合新闻中心;
	✓ CNTV 的 P2P 云播出系统目的就是跨电脑、手机、机顶盒、互联网、平板电脑等终端。
互补式整合带来视频网站之间的深度合作	✓ 土豆网与乐视网达成战略合作, 共同打造新的视频合作平台, 土豆网用户可以欣赏到乐视网影视剧节目;
	✓ 土豆网具备 UGC、版权和自制剧的综合性视频平台, 与乐视网领先的版权库和付费平台以及视频终端设备合作, 能够得到互补性的发展。

资料来源: 中国银河证券研究部

四、估值已经跑在业绩的前面

经过 2011 年十月份和十一月份两个月的上涨，当前 A 股传媒板块出版发行和有线网络的动态 PE 均值已经超过 30 倍，影视剧和新媒体的动态 PE 已经达到 40-50 倍的水平。

A 股传媒板块相对 A 股的估值溢价已经超过历史中值水平。平均相对 PE 也远高于美国同类企业的平均估值。

(一)、横向比较

美国传媒板块中，综合类互联网服务商、电子商务两大以互联网为依托的子行业 2010 年静态市盈率最高，其他传统媒体静态市盈率则处于较低水准。

表 9：美国资本市场各传媒子行业估值

P/E	2010A	2011E	2012E
电子商务	178.38	42.39	24.19
综合类互联网服务商	56.16	32.67	26.04
网络游戏	16.00	24.76	20.09
网络视频&音乐	--	--	--
移动互联网	14.79	12.17	13.26
影视动漫	10.70	11.65	44.76
纯广告	12.50	12.20	85.49
有线网络	14.60	12.54	11.18
出版发行	14.52	15.49	13.61

资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究部

(二)、纵向比较

历史上传媒板块一直是一个高估值的行业，当前传媒板块相比 A 股的估值溢价已经高于历史中值。

图 29：2005 年以来传媒板块 A 股静态 P/E 波动情况



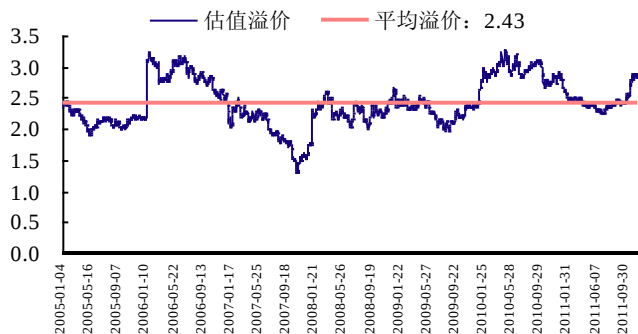
资料来源：Wind 资讯，中国银河证券研究部

图 30：2005 年以来传媒板块 A 股动态 P/E 波动情况



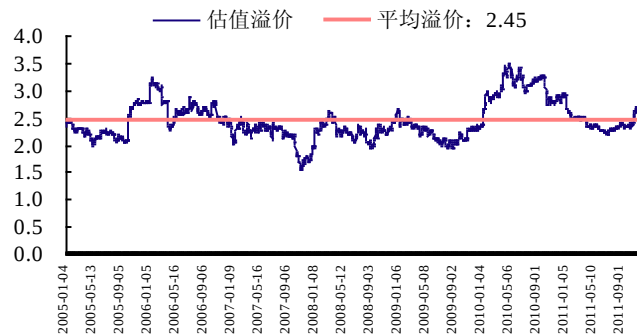
资料来源：Wind 资讯，中国银河证券研究部

图 31: 传媒板块与全部 A 股估值溢价情况 (静态)



资料来源: Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 32: 传媒板块与全部 A 股估值溢价情况 (动态)



资料来源: Wind 资讯, 中国银河证券研究部

五、结论: 市场判断与短期、长期策略

(一)、2012 年 “N” 型走势

我们认为，传媒板块在 2012 年最有可能走出“先下后上”的 “N” 型走势。原因如下：

- 1)、高估值制约短期上涨
- 2)、2012 年有望出台更多政策细则

Eg: 三网融合、新闻出版市场化、创意产业减免税负和财政补贴。

这两个因素将会交织影响传媒板块。

(二)、短期、长期策略

短期策略:

- 1、推荐新媒体渠道和广电设备商，主要包括广电信息（600637）、乐视网（300104）和数码视讯（300079）
- 2、对影视剧内容板块持谨慎态度。主要原因并非不看好影视剧价格上涨和相关公司基本面，而是估值偏高，未反映单片波动风险
- 3、出版发行类公司作为保守型、防御性的配置品种

长期策略: 淡化估值，追求成长

基于估值、成长的确定性和潜力，我们推荐六家在各自领域具有代表性的领军企业：广电信息（600637）、乐视网（300104）、数码视讯（300079）、宋城股份（300144）、省广股份（002400）和华谊兄弟（300027）。

此外，2012 年预计传媒企业将会扎堆上市，这些新上市企业的投资机会也将是我们关注的重点。

六、重点上市公司

(一) 广电信息 (600637.SH): IPTV 面临历史发展机遇

表 10: 广电信息关键指标预测 (单位: 百万元)

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	591	692	925	1213	1695
增长率(%)		17.10%	33.60%	31.10%	39.74%
归属母公司股东净利润	61	186	255	370	569
增长率(%)		205.70%	37.40%	45.10%	53.78%
每股收益(EPS)	0.05	0.17	0.23	0.33	0.51
销售毛利率	40.50%	45.80%	50.30%	58.70%	65.40%
销售净利率	10.32%	26.88%	27.57%	30.50%	33.57%
市盈率(P/E)	298	88	65	45	29

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

- 1、电信光纤接入的推动; 2、三网融合在全国范围铺开。预计百视通在 11 年底的 IPTV 用户有望突破千万, 2012 年用户规模还将增长 40%以上。

我们与市场不同的观点:

- 1、市场担心公司 IPTV 业务拓展可能受到三网融合进度放缓以及地方广电排斥的负面影响, 我们认为随着三网融合第二批试点的即将公布以及国家对于发展文化传媒产业的高度重视, IPTV 有望成为三网融合推进受益最明显的业务之一。
- 2、市场担心央视 IPTV 全国播控平台以及互联网电视对于公司业务发展的负面影响, 我们认为不管从市场能力还是技术实力来看, 百视通的 IPTV 业务在最近几年都具备明显优势, 未来不排除与央视加强合作来拓展 IPTV 业务; 另外, 互联网电视短期不会对 IPTV 产生影响, 而且公司也具备互联网电视播控平台牌照, 也将受益于行业发展。
- 3、市场担心公司 IPTV 业务太依赖于电信运营商, 我们认为随着电信宽带资费下滑预期以及电信运营商对于 IPTV 战略地位的重视, 作为增强电信宽带用户粘性的 IPTV 业务将迎来快速发展期。

公司估值与投资建议:

我们预计公司未来两年 EPS 分别为 0.33、0.51 元, 给予“推荐”评级和半年期 20 元的目标价 (对应 12 年 40 倍市盈率)。

股票价格表现的催化剂:

三网融合第二批试点城市公布

主要风险因素:

三网融合进度低于预期、互联网电视的威胁

(二) 乐视网 (300104.SZ): 限娱令、限广令和宽带反垄断调查最大的受益者

表 11: 乐视网关键指标预测 (单位: 百万元)

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	73.61	145.73	238.26	479.35	841.51
增长率(%)	99.38%	97.98%	63.49%	101.19%	75.55%
归属母公司股东净利润	30.25	44.47	70.1	120.26	210.2
增长率(%)	105.92%	47.01%	57.63%	71.55%	74.79%
每股收益(EPS)	0.138	0.202	0.319	0.547	0.96
销售毛利率	79.83%	66.00%	66.34%	59.73%	55.32%
销售净利率	41.09%	30.52%	29.42%	25.09%	24.98%
净资产收益率(ROE)	29.13%	23.70%	11.14%	11.40%	16.91%
市盈率(P/E)	210	144	91	53	30

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

假设 2012 年网络高清视频服务业务收入同比分别增长 30%, 视频平台广告发布业务收入同比增长 100%, 视频分销收入增长 50%, 公司综合毛利率为 65%。

我们与市场不同的观点:

- 1、市场担心公司的会计政策。我们认为相比会计政策, 未来网站能否存活是决定估值更重要的因素, 而我们认为经过 2 年管理团队的努力, 乐视网已经具备在未来视频网站激烈竞争中脱颖而出的综合实力。
- 2、市场担心影视剧版权价格滞涨会影响公司版权分销业务, 根据我们在本文中的分析, 我们认为影视剧价格还将继续上涨。
- 3、市场担心公司网站流量与其最大竞争对手优酷相差悬殊的问题。我们认为, 乐视网通过与土豆、凤凰新媒体等视频网站的合作, 流量有明显的上升趋势。

公司估值与投资建议:

我们预计公司未来两年 EPS 分别为 0.54、0.96 元, 重申“推荐”评级和 38.4 元的目标价格区间 (对应 12 年 40 倍市盈率)。

股票价格表现的催化剂:

- 1、网络广告销售超预期
- 2、获得超清播放机销售权
- 3、与其他视频网站共建内容平台

主要风险因素:

- 1、影视剧版权价格下滑
- 2、公司无法获得超清播放机销售权
- 3、宏观经济放缓影响广告投入

(三) 宋城股份 (300144.SZ): 演艺与旅游相结合, 异地扩张, 复制“万达”模式

表 12: 宋城股份关键指标预测 (单位: 百万元)

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	445	507	659	923
EBITDA	305	356	469	640
归属母公司股东净利润	163	234	316	433
每股收益(EPS)	0.44	0.63	0.85	1.17
市盈率(P/E)	53	37	28	20
EV/EBITDA(X)	7	20	15	11
PB(X)	1.6	3.3	3.0	2.7
净资产收益率(ROE)	10.95%	8.53%	10.49%	13.11%

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

1)、杭州地区 2012-2013 年客流量增速保持 12%-15%; 宋城景区明年保持 15%的客流增速; 杭州乐园保持 20%以上的客流增速; 2)、《吴越千古情》第一年客流规模 100 万; 3)、杭州乐园提价 20 元以上; 4)、《三亚千古情》、烂苹果乐园 2012 年四季度如期推出

我们与市场不同的观点:

市场普遍担心公司明年业绩增速低于市场预期, 我们认为“景区+演艺”的杭州本地复制扩张能够支撑公司明年的业绩高增长, 《吴越千古情》与杭州乐园结合的经营模式将成为明年新的经营亮点。

公司估值与投资建议:

我们看好宋城“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式, 其有望在演艺行业复制“万达模式”, 是一家具备长期投资价值的公司。杭州本地项目将支撑公司 2012 年业绩高增长, 异地扩张项目将于 2013 年陆续贡献业绩。预计 2011-2013 年营业收入分别为 5.07、6.59、9.23 亿元, 增速 14%、30%、40%; 净利润为 2.34/3.16/4.33 亿元, 增速 43.5%/34.6%/37.3%;, 每股收益分别为 0.63、0.85、1.17 元, 对应 2012 年 PE 为 30x, 维持“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂:

- 1、《吴越千古情》明年三月份推出
- 2、宋城景区与杭州乐园客流超预期
- 3、杭州乐园提价

主要风险因素:

- 1、异地复制扩张进程低于预期;

(四) 数码视讯 (300079.SZ): 见证广电设备商的崛起

表 13: 数码视讯关键指标预测 (单位: 百万元)

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	285.4	350.13	427.18	785.28	1125.27
增长率(%)	32.97%	22.68%	22.01%	83.83%	43.30%
归属母公司股东净利润	98.13	149.17	209.55	313.94	467.73
增长率(%)	15.85%	52.09%	40.48%	49.82%	41.77%
每股收益(EPS)	0.44	0.67	0.94	1.40	2.09
销售毛利率	59.10%	68.60%	81.70%	72.00%	68.60%
销售净利率	34.40%	42.60%	50.70%	42.00%	41.60%
净资产收益率(ROE)	24.90%	7.00%	9.30%	12.50%	15.30%
市盈率(P/E)	59	39	28	18	12

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

我们预计在“三网融合”推动下, 有线网络运营商每年的资本开支将提升 3-10 倍, 主要的资本开支集中在双向网络改造、数字电视转换、前端设备和中间件系统。

公司在前端设备和 CAS 条件接收系统领域分别拥有 35%和 20%的市场份额, 预计前端设备收入在未来 2 年保持 70%以上的增速, 条件接收系统增速在 20%-35%之间。

公司在超光网和中间件领域获得成功, 保守估计公司在 2011-2013 年获得 1 万、20 万和 40 万双向网络用户改造订单。

我们与市场不同的观点:

市场在三个方面存在疑虑: 1.三网融合进展缓慢 2.有线网络运营商的投资实力 3.华为、中兴等通信设备商的竞争。

我们认为: 1.三网融合将在 2013 年全面铺开, 其对有线网络运营商的压力只可能会不断增强; 2、有线网络有政策层面的优势, 浙江、湖北、吉林和广东等省有线网络运营商 PE 融资和上市、财政注资国家有线等都将增强有线网络运营商的资本实力; 另一方面不可否认广电 HFC 网络的价值 (全世界最大的同轴电缆接入网, 也是最密集的光接入网络) 3、数码视讯的超光网技术综合 CMTS 和 EPON - EoC 的优点, 拥有技术优势, 同时, 广电还是一个封闭的系统, 数码视讯与运营商有更好的关系。

公司估值与投资建议:

我们预计公司未来两年 EPS 分别为 0.94、1.40 元, 给予“推荐”评级和 35 元的目标价 (对应 12 年 25 倍市盈率)。

股票价格表现的催化剂:

- 1、三网融合第二批试点敲定, 电信和广电双向进入业务许可证开始发放
- 2、公司超光网业务拿到订单

主要风险因素:

- 1、4 季度经营性收益和政府补贴收益低于预期
- 2、超光网技术风险

(五) 华谊兄弟 (300027.SZ): 最具底蕴的综合性传媒集团

表 14: 华谊兄弟关键指标预测 (单位: 百万元)

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	409.35	604.14	1071.71	1311.01	2003.86
增长率(%)	74.35%	47.59%	77.40%	22.33%	52.85%
净利润	68.06	84.55	149.21	181.78	328.26
增长率(%)	16.86%	24.22%	76.46%	21.83%	80.58%
每股收益(EPS)	0.113	0.14	0.247	0.30	0.54
销售毛利率	53.74%	46.25%	47.23%	48.62%	49.68%
销售净利率	16.63%	13.90%	13.92%	13.87%	16.38%
净资产收益率(ROE)	27.44%	5.71%	9.61%	12.08%	17.59%
市盈率(P/E)	145	117	66	54	30

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

假设 2011 和 2012 年电影业务收入同比分别增长-30%和 103%, 电视剧及衍生品业务同比增长 47%和 69%, 艺人经纪同比增长 18%和 15%, 公司综合毛利率分别为 47%和 48%。

我们与市场不同的观点:

- 1、 电影业务是华谊兄弟的强项, 2012 年电影大年, 业绩加速增长是大概率事件。
- 2、 市场担心公司多元化, 我们认为公司多元化布局使得公司在全媒体方面抢占先机, 最大限度的实现优质内容的价值。

公司估值与投资建议:

我们预计公司未来两年 EPS 分别为 0.30、0.54 元, 给予“推荐”评级和 22 元的目标价 (对应 12 年 40 倍市盈率)。

股票价格表现的催化剂:

- 1、 2012 年电影票房超预期

主要风险因素:

- 1、 小非持续减持
- 2、 单个电影或者电视剧销售不理想
- 3、 核心团队流失
- 3、 4 季度业绩继续高增长

(六) 省广股份 (002400.SZ): 大资本时代广告行业的领头羊

表 15: 省广股份关键指标预测 (单位: 百万元)

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1815	2050	3079	4069	5422
增长率(%)	19.38%	12.98%	50.16%	32.16%	33.27%
归属母公司股东净利润	46	53	68	102	173
增长率(%)	17.62%	15.66%	27.15%	51.13%	69.20%
每股收益(EPS)	0.31	0.36	0.46	0.69	1.17
销售毛利率	12.38%	11.84%	10.14%	9.97%	10.14%
销售净利率	2.5%	2.6%	2.2%	2.5%	3.2%
净资产收益率(ROE)	38.03%	32.65%	6.68%	9.28%	13.57%
市盈率(P/E)	75.36	65.15	51.24	33.90	20.04

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

我们预计公司未来三年内生业务收入同比分别增长 32%、33%、35%，综合毛利率分别为 9.97%、10.14%、10.15%，内生业务归属母公司净利润分别增长 39%、42%、35%，预计明后两年收购支出分别为 2 亿元和 2.5 亿元，假设收购 PE 为 10 倍，当年收购企业合并下半年报表。

我们与市场不同的观点:

对于收购: 市场担心公司收购速度过慢从而失去先发优势，随着蓝色光标收购战略的快速推进以及公司品牌管理核心业务增长趋缓，尤其是国内营销行业集团化的大趋势愈加明显，我们认为公司后续在内外多重驱动因素下将加快收购步伐。

对于现有业务: 市场担忧汽车行业下滑对公司盈利的负面影响，我们认为，汽车作为消费品，行业竞争逐年加剧，每年都有大量新车型推出，为了保证销量，厂商需要在各类广告渠道进行宣传；国内汽车消费在二三线城市还存在巨大市场空间，各类汽车厂商为了保住并扩大市场份额，势必会持续保证广告宣传以及活动营销力度，同时汽车较快的更新周期也将推动销量的持续增长。

另外，日本大地震造成了日系车在国内市场份额的较快下滑，我们认为厂商为了夺取失掉的市场份额，也会加大力度进行广告宣传及活动营销，公司客户日系车居多，将受益于此。

对于小非: 公司小非已减持超过六成，后续小非减持压力不大。

公司估值与投资建议:

我们预计公司未来两年 EPS 分别为 0.691、1.169 元，重申“推荐”评级和 33 元的目标价（对应 12 年 28 倍市盈率）。

股票价格表现的催化剂:

- 1、收购取得突破
- 2、数字化系统有效提升公司竞争力
- 3、新客户拓展进度超预期。

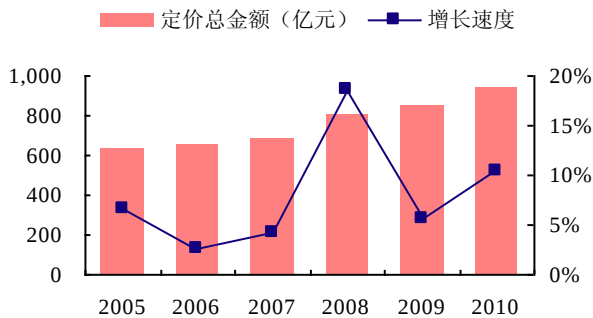
主要风险因素:

- 1、汽车行业持续下滑对业绩影响
- 2、收购进度低于预期
- 3、收购后的管理整合风险。

附录 1: 传媒行业重要数据

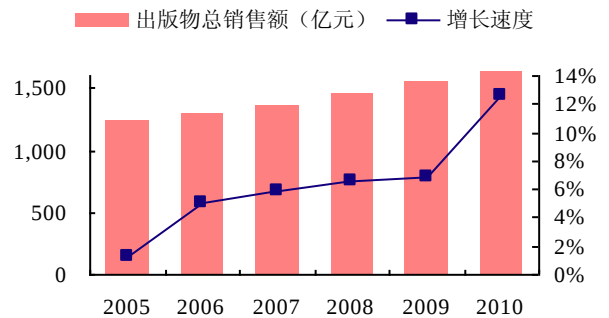
(一)、出版发行

图 33: 全国图书出版规模统计



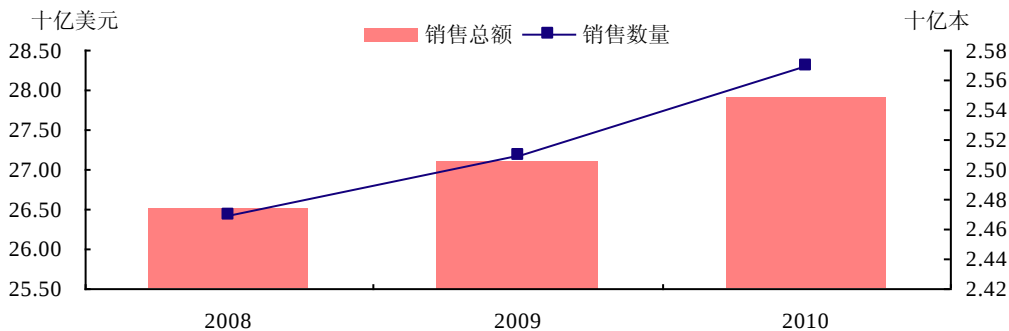
资料来源: 新闻出版总署, 中国银河证券研究部

图 34: 全国出版物销售情况统计



资料来源: 新闻出版总署, 中国银河证券研究部

图 35: 美国图书销售情况

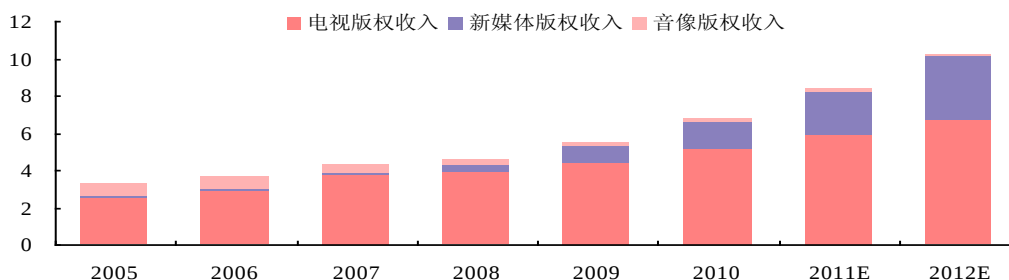


资料来源: 中国银河证券研究部

(二)、电影和电视剧

图 36: 2005-2012 年中国电影版权收入

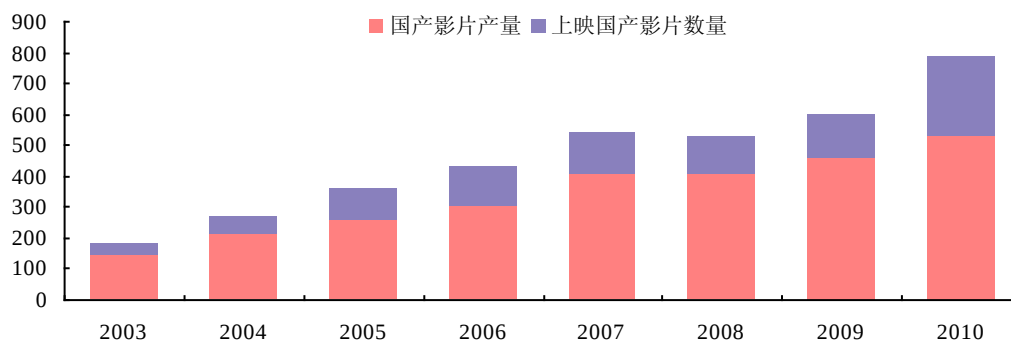
单位: 亿元



资料来源: 中国银河证券研究部

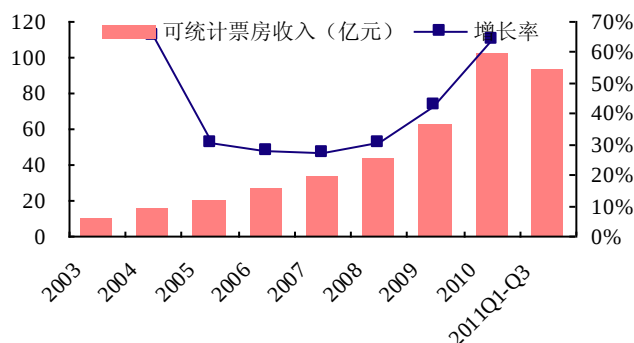
图 37: 2003-2010 年中国电影产量和上映国产片数量

部



资料来源: 国家广电总局, 中国银河证券研究部

图 38: 国内票房收入



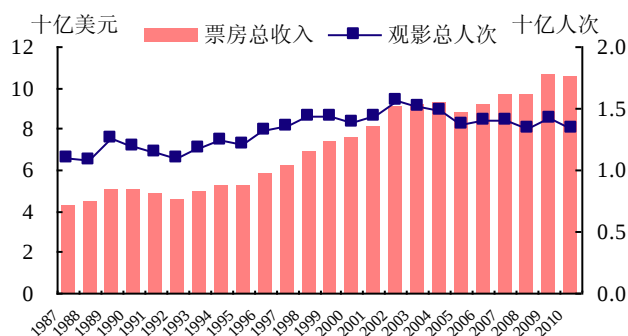
资料来源: 国家广电总局, 中国银河证券研究部

图 39: 国内影院平均票价



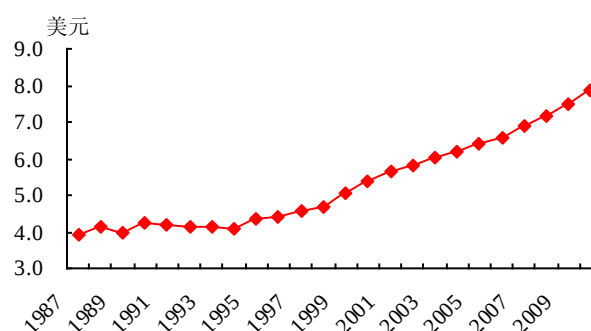
资料来源: 中国银河证券研究部

图 40: 北美地区票房收入、观影人次



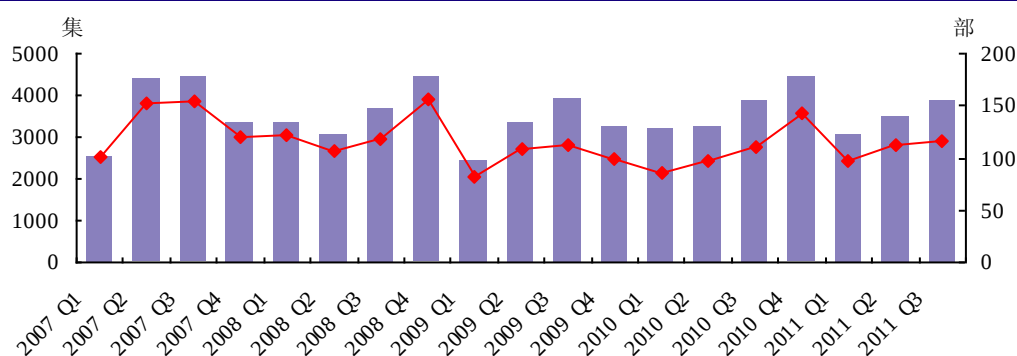
资料来源: 中国银河证券研究部

图 41: 北美地区平均电影票价



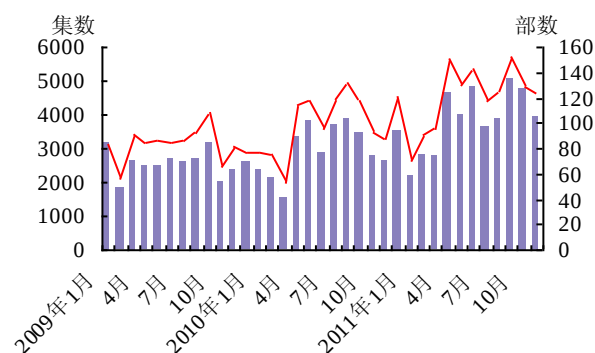
资料来源: 中国银河证券研究部

图 42: 国内电视剧发行许可证颁发数量



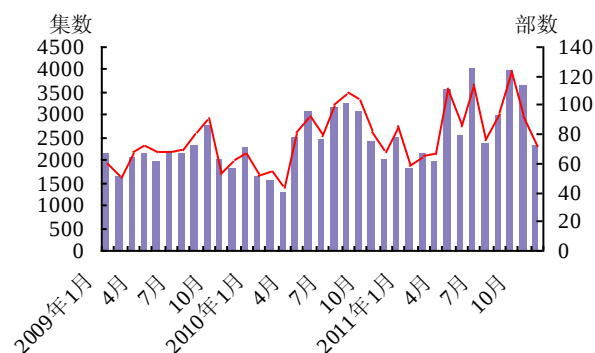
资料来源: 国家广电总局, 中国银河证券研究部

图 43: 国内申请公示的电视剧数量



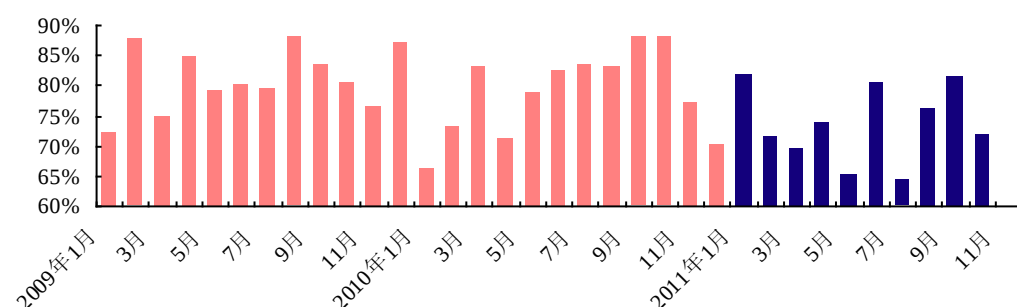
资料来源: 国家广电局, 中国银河证券研究部

图 44: 国内获得同意公示批示的电视剧数量



资料来源: 国家广电局, 中国银河证券研究部

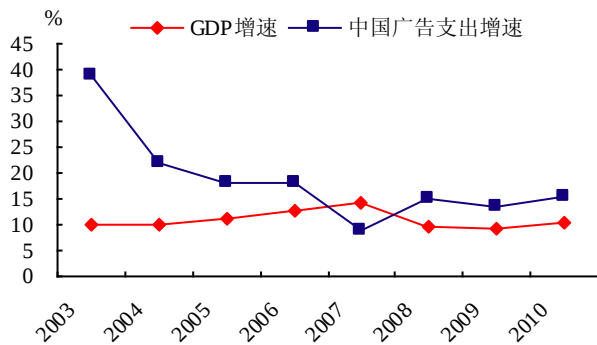
图 45: 获得同意公示批示电视剧在申请公示电视剧中占比



资料来源: 国家广电局, 中国银河证券研究部

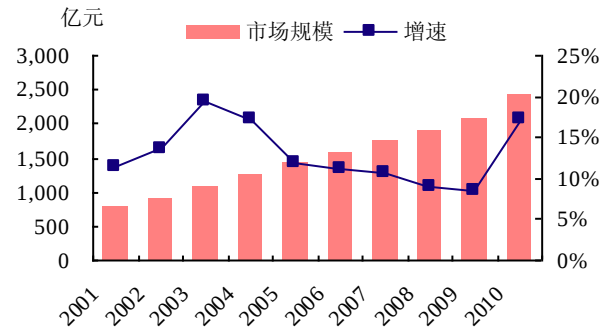
(三)、广告市场

图 46: 中国广告市场变化 2003-2010



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 47: 中国广告市场规模



资料来源: 中国银河证券研究部

附录 2：关于文化发展的决定细节及解析

表 16：关于文化发展的决定细节及解析

“决定”重点关注部分原文	银河解析观点
文化越来越成为民族凝聚力和创造力的重要源泉、越来越成为综合国力竞争的重要因素、越来越成为经济社会发展的重要支撑，丰富精神文化生活越来越成为我国人民的热切愿望。	推动社会主义文化大发展大繁荣的原因
到 2020 年，社会主义核心价值观体系建设深入推进，良好思想道德风尚进一步弘扬，公民素质明显提高；适应人民需要的文化产品更加丰富，精品力作不断涌现；文化事业全面繁荣，覆盖全社会的公共文化服务体系基本建立，努力实现基本公共文化服务均等化；文化产业成为国民经济支柱性产业，整体实力和国际竞争力显著增强，公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局全面形成；文化管理体制和文化产品生产运营机制充满活力、富有效率，以民族文化为主体、吸收外来有益文化、推动中华文化走向世界的文化开放格局进一步完善；高素质文化人才队伍发展壮大，文化繁荣发展的人才保障更加有力。	文化改革的发展奋斗目标，2020 年，文化产业成为支柱性产业，必然有相当体量的文化企业匹配。
坚持把社会效益放在首位，坚持社会效益和经济效益有机统一	正如此次限娱令的出台，国有新闻媒体将更加强调公益性的属性，市场化和非市场化媒体将分得很清楚。
发展健康向上的网络文化。加强和改进网络文化建设和管理，加强网上舆论引导，唱响网上思想文化主旋律。实施网络内容建设工程，支持重点新闻网站加快发展，打造一批在国内外有较强影响力的综合性网站和特色网站，发挥主要商业网站建设性作用，培育一批网络内容生产和服务骨干企业。加强对社交网络和即时通信工具等的引导和管理。加大知识产权保护力度，依法惩处侵权行为，维护著作权人合法权益。	对互联网的监管将趋严，海外上市互联网企业需要考虑更多的政策风险
把主要公共文化产品和服务项目、公益性文化活动纳入公共财政经常性支出预算。采取政府采购、项目补贴、定向资助、贷款贴息、税收减免等政策措施鼓励各类文化企业参与公共文化服务。鼓励国家投资、资助或拥有版权的文化产品无偿用于公共文化服务。	全行业利好，尤其是影视内容动漫企业
整合有线电视网络，组建国家级广播电视网络公司。推进电信网、广电网、互联网三网融合，建设国家新媒体集成播控平台，创新业务形态，发挥各类信息网络设施的文化传播作用，实现互联互通、有序运行。	政府支出加大，全行业利好
扶持文化企业以连锁方式加强基层和农村文化网点建设，推动电影院线、演出院线向市县延伸，支持演艺团体深入基层和农村演出。中央、省、市三级设立农村文化建设专项资金，保证一定数量的中央转移支付资金用于乡镇和村文化建设。	利好三网融合板块（IPTV 和广电上游产业链），包括广电信息、数码视讯和天威视讯等
构建现代文化产业体系。加快发展文化产业，必须构建结构合理、门类齐全、科技含量高、富有创意、竞争力强的现代文化产业体系。要在重点领域实施一批重大项目，推进文化产业结构调整，发展壮大出版发行、影视制作、印刷、广告、演艺、娱乐、会展等传统文化产业，加快发展文化创意、数字出版、移动多媒体、动漫游戏等新兴文化产业。鼓励有实力的文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，培育文化产业领域战略投资者。优化文化产业布局，发挥东中西部地区各自优势，加强文化产业基地规划和建设，发展文化产业集群，提高文化产业规模化、集约化、专业化水平。加大对拥有自主知识产权、弘扬民族优秀传统文化的产业支持力度，打造知名品牌。	政府农村文化投入利好出版发行类公司、电影院线企业和演艺企业
	本段阐述了政府支持的主要文化产业，应该说目前已上市的文化产业龙头企业都涵盖在这个范畴里面，全面利好，尤其象广告、演艺和动漫游戏类也放入支持的行业名单。
	在目前多头监管的情况下（中宣部、广电总局、新闻出版署、文化部、地方国资委等），如何实现并购重组是一个待解的难题，我们认为“大部制”是根本的解决办法。

发掘城市文化资源，发展特色文化产业，建设特色文化城市。规划建设各具特色的文化创意园区，支持中小文化企业发展。推动文化产业与旅游、体育、信息、物流、建筑等产业融合发展，增加相关产业文化含量，延伸文化产业链，提高附加值。

形成公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局。加快发展文化产业，必须毫不动摇地支持和壮大国有或国有控股文化企业，毫不动摇地鼓励和引导各种非公有制文化企业健康发展。要培育一批核心竞争力强的国有或国有控股大型文化企业或企业集团，在发展产业和繁荣市场方面发挥主导作用。在国家许可范围内，引导社会资本以多种形式投资文化产业，参与国有经营性文化单位转企改制，参与重大文化产业项目实施和文化产业园区建设，在投资核准、信用贷款、土地使用、税收优惠、上市融资、发行债券、对外贸易和申请专项资金等方面给予支持，营造公平参与市场竞争、同等受到法律保护的体制和法制环境。加强和改进对非公有制文化企业的服务和管理，引导他们自觉履行社会责任。

健全以企业为主体、市场为导向、产学研相结合的文化技术创新体系，培育一批特色鲜明、创新能力强的文化科技企业，支持产学研战略联盟和公共服务平台建设。

推进一般国有文艺院团、非时政类报刊社、新闻网站转企改制，拓展出版、发行、影视企业改革成果，加快公司制股份制改造，完善法人治理结构，形成符合现代企业制度要求、体现文化企业特点的资产组织形式和经营管理模式。

创新投融资体制，支持国有文化企业面向资本市场融资，支持其吸引社会资本进行股份制改造。

健全文化市场综合行政执法机构，推动副省级以下城市完善综合文化行政责任主体。加快文化立法，制定和完善公共文化服务保障、文化产业振兴、文化市场管理等方面法律法规，提高文化建设法制化水平。坚持主管主办制度，落实谁主管谁负责和属地管理原则，严格执行文化资本、文化企业、文化产品市场准入和退出政策，综合运用法律、行政、经济、科技等手段提高管理效能。深入开展“扫黄打非”，完善文化市场管理，坚决扫除毒害人们心灵的腐朽文化垃圾，切实营造确保国家文化安全的市场秩序。

保证公共财政对文化建设投入的增长幅度高于财政经常性收入增长幅度，提高文化支出占财政支出比例。扩大公共财政覆盖范围，完善投入方式，加强资金管理，提高资金使用效益，保障公共文化服务体系建设和运行。加大财政、税收、金融、用地等方面对文化产业的扶持力度，鼓励文化企业和社会资本对接，对文化内容创意生产、非物质文化遗产项目经营实行税收优惠。设立国家文化发展基金，扩大有关文化基金和专项资金规模，提高各级彩票公益金用于文化事业比重。继续执行文化体制改革配套政策，对转企改制国有文化单位扶持政策执行期限再延长五年。

切实担负起推进文化改革发展的政治责任。各级党委和政府要把文化建设摆在全局工作重要位置，把文化建设纳入经济社会发展总体规划，与经济社会发展一同研究部署、一同组织实施、一同督促检查。把文化改革发展成效纳入科学发展考核评价体系，作为衡量领导班子和领导干部工作业绩的重要依据。

资料来源：中国银河证券研究部

文化与其它产业结合将受到鼓励，宋城股份等跨领域公司将受益

本段非常重要，一方面强调培养主导的国有文化企业，另一方面也强调给予民营资本公平待遇，而且还给出支持的范畴，这对国有媒体和民营文化企业都是重大长期利好。

利好广电上游的软件和设备企业，如捷成股份和数码视讯

传统文化企业转企改制速度还会加快

文化企业上市和融资面临历史机遇。最近长江和凤凰出版上市是这一政策的体现。

文化产业在政府政策中的地位将大大加强。

这段也非常重要，政府对文化产业的投入会增加，文化企业获得政府补贴的力度也会提升。财政、税收、金融、用地这些领域都将获得支持，同时特别强调对文化内容创意生产领域实行税收优惠，华策影视和华谊兄弟等获得 15% 所得税的概率最大。

文化建设将被纳入各级政府重要的政绩考核！

附录 3：美国资本市场传媒板块估值

表 17：纳斯达克传媒行业股票

公司	货币	股价	PE			PB	市值	股本	净资产
			2010A	2011E	2012E		(亿)	(万)	(万)
综合类互联网服务商									
百度	USD	126.81	84.84	42.95	28.20	34.65	441.46	34,850	127,557
雅虎	USD	15.35	16.31	18.97	17.75	1.59	190.39	130,884	1,259,641
网易	USD	42.95	16.49	11.21	9.82	3.79	55.88	13,009	147,328
新浪	USD	59.73	--	--	47.93	2.97	36.90	6,178	124,053
狐	USD	47.77	12.22	9.71	8.33	1.86	18.19	3,803	97,456
搜房网	USD	12.01	57.90	32.63	25.73	29.79	9.14	30,426	12,267
前程无忧	USD	44.11	35.03	21.09	16.21	4.97	12.46	2,824	25,074
金融在线	USD	1.81	21.26	--	--	0.39	0.40	2,303	10,584
世纪佳缘	USD	7.36	--	33.05	16.54	16.81	2.30	2,727	1,194
人人网	USD	3.60	--	--	73.38	1.77	18.98	21,138	43,057
奇虎 360	USD	15.67	205.19	91.75	16.47	15.38	18.38	7,156	7,292
网络游戏									
任天堂	USD	18.59	23.20	17.63	63.27	1.36	210.69	113,335	1,547,581
盛大互动娱乐	USD	40.23	48.65	109.87	55.03	2.77	22.74	11,252	163,452
巨人网络	USD	3.85	7.14	6.43	5.27	0.90	9.08	22,802	97,086
畅游	USD	21.30	6.34	5.10	4.52	2.68	11.08	5,204	41,435
第九城市	USD	5.07	--	--	3.61	0.55	1.27	2,512	23,297
盛大游戏	USD	4.43	6.59	6.02	5.46	1.94	12.76	28,341	64,628
完美时空	USD	10.10	4.08	3.48	3.49	0.99	5.07	5,020	50,982
网络视频&音乐									
酷 6	USD	1.17	--	--	--	0.56	0.59	2,200	4,564
优酷	USD	16.86	--	--	--	6.12	19.21	10,531	29,007
土豆	USD	12.00	--	--	--	7.51	3.40	1,200	1,917
移动互联网									
空中网	USD	4.67	14.79	12.17	13.26	0.82	1.75	3,777	21,394
掌上灵通	USD	1.18	--	--	--	0.32	0.50	4,208	15,371
影视动漫									
沃尔特迪斯尼	USD	34.07	12.81	12.97	11.68	1.56	612.07	180,800	3,945,300
梦工厂动画	USD	17.35	8.59	14.36	12.80	1.16	14.49	8,444	125,887
狮门娱乐	USD	8.53	--	--	149.65	9.15	11.72	13,684	12,755
博纳影业	USD	4.00	--	7.62	4.92	0.73	2.35	2,935	16,007
纯广告									
分众传媒	USD	16.99	12.50	12.20	9.04	1.92	23.72	13,559	120,144
航美传媒	USD	3.08	--	--	239.54	0.73	2.02	6,595	27,672

华视传媒	USD	1.18	--	--	7.89	0.47	1.21	8,489	21,525
电子商务									
携程网	USD	26.96	24.30	22.68	19.83	4.11	38.70	14,312	93,787
艺龙网	USD	14.25	115.21	62.10	28.55	2.11	4.80	2,464	16,615
当当网	USD	4.53	555.32	--	--	1.65	3.59	7,821	21,428
麦考林	USD	1.43	18.68	--	--	0.61	0.82	5,788	13,569
有线网络									
康卡斯特	USD	21.75	16.61	14.51	12.00	1.35	591.02	277,650	4,457,700
CBS	USD	24.39	22.91	12.87	11.28	1.69	163.53	68,020	982,060
VIACOM	USD	50.71	13.25	13.14	12.03	3.22	249.78	55,830	878,500
DIRECTV	USD	45.70	16.81	14.65	12.93	1231.53	322.45	80,845	3,000
时代华纳	USD	33.31	14.20	12.20	11.84	1.11	333.39	109,900	3,294,500
DISH 网络	USD	24.03	10.82	7.96	8.93	-9.40	107.20	44,323	(113,344)
新闻集团	USD	16.50	15.82	15.16	12.92	1.43	435.87	262,684	3,032,600
Sinclair Broadcast	USD	9.43	9.95	9.79	7.50	-4.82	7.63	8,037	(15,708)
Nexstar Broadcasting	USD	7.65	--	--	--	-1.24	2.20	2,845	(17,517)
Gray Television	USD	1.66	11.05	--	--	0.57	0.94	5,714	16,659
出版发行									
麦格希	USD	41.20	15.31	14.69	13.66	5.53	120.88	30,762	229,139
培生集团	USD	17.14	6.97	16.03	15.05	1.60	139.79	81,557	873,876
John Wiley & Sons	USD	45.40	16.03	15.75	13.76	2.82	27.64	6,071	97,789
Scholasti	USD	25.13	19.76	--	11.97	1.05	7.84	3,097	74,000

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 2010 全国广播电视收入情况 (单位: 亿元)	3
图 2: 2009 全国出版行业收入情况 (单位: 亿元)	3
图 3: 三网融合前后情况概述	5
图 4: 三网融合的结果	6
图 5: “三网融合”体现的技术、市场趋势	6
图 6: 三网融合有利于利好上下游产业链	7
图 7: 单向、单屏向多向、多屏的智能化演变	7
图 8: 中国消费者收看传统电视习惯	8
图 9: 中国消费者人均媒介消费时间 单位: 小时	8
图 10: 网络视频平台及 OTT TV 上市公司	9
图 11: 2008 Q4-2011 Q2 全美在线视频行业发展情况	9
图 12: 2008 Q4-2011 Q2 全美在线视频行业发展情况	9
图 13: 美国过去 6 年电视传输市场份额	10
图 14: Verizon 带宽与 IPTV 用户发展情况 (单位: 万户)	10
图 15: Verizon FiOS 对覆盖家庭的电视市场占有率	10
图 16: 网络视频用户数量	11
图 17: 国内独立视频网站及播放平台广告规模统计及预测及增长率 单位: 亿元	11
图 18: 国内 IPTV 用户数量及增速 单位: 万户	12
图 19: 国内三大电信公司 2010-2011 年光纤建设投入 (或计划投入) 单位: 万条	13
图 20: 歌华有线 2010 年主营业务收入	13
图 21: 康卡斯特 2010 年主营业务成本	13
图 22: 三网融合下“大视频时代”为影视剧提供更多销售渠道	16
图 23: 中国文化产业监管现状	19
图 24: 沃尔特迪斯尼 2010 年收入结构	20
图 25: 沃尔特迪斯尼 2010 年利润结构	20
图 26: 新闻集团 2010 年收入结构	20
图 27: 新闻集团 2010 年利润结构	20
图 28: 美国最大的有线网络公司 Comcast	20
图 29: 2005 年以来传媒板块 A 股静态 P/E 波动情况	23
图 30: 2005 年以来传媒板块 A 股动态 P/E 波动情况	23
图 31: 传媒板块与全部 A 股估值溢价情况 (静态)	24
图 32: 传媒板块与全部 A 股估值溢价情况 (动态)	24
图 33: 全国图书出版规模统计	31
图 34: 全国出版物销售情况统计	31
图 35: 美国图书销售情况	31
图 36: 2005-2012 年中国电影版权收入 单位: 亿元	31
图 37: 2003-2010 年中国电影产量和上映国产片数量 部	32
图 38: 国内票房收入	32
图 39: 国内影院平均票价	32

图 40: 北美地区票房收入、观影人次.....	32
图 41: 北美地区平均电影票价.....	32
图 42: 国内电视剧发行许可证颁发数量.....	33
图 43: 国内申请公示的电视剧数量.....	33
图 44: 国内获得同意公示批示的电视剧数量.....	33
图 45: 获得同意公示批示电视剧在申请公示电视剧中占比.....	33
图 46: 中国广告市场变化 2003-2010.....	34
图 47: 中国广告市场规模.....	34

表 格 目 录

表 1: 2010 国内互联网子行业情况 (单位: 亿元)	3
表 2: 传媒产业产值测算.....	3
表 3: 政策推动力度逐步加大	4
表 4: 国内互联网电视、IPTV 牌照.....	15
表 5: 电视剧网络版权价格.....	16
表 6: 电影制片分账比例.....	17
表 7: 广电设备产业市场规模分析.....	18
表 8: 市场化媒体的开放融合	22
表 9: 美国资本市场各传媒子行业估值.....	23
表 10: 广电信息关键指标预测 (单位: 百万元)	25
表 11: 乐视网关键指标预测 (单位: 百万元)	26
表 12: 宋城股份关键指标预测 (单位: 百万元)	27
表 13: 数码视讯关键指标预测 (单位: 百万元)	28
表 14: 华谊兄弟关键指标预测 (单位: 百万元)	29
表 15: 省广股份关键指标预测 (单位: 百万元)	30
表 16: 关于文化发展的决定细节及解析	35
表 17: 纳斯达克传媒行业股票	37

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

许耀文，CFA、田洪港，传媒行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn