

2009 年 01 月 20 日

市场数据(人民币)

市价(元)	7.62
已上市流通A股(百万股)	3,186.33
总市值(百万元)	24,279.87
年内股价最高最低(元)	12.14/5.37
沪深 300 指数	2012.46
上证指数	1986.67
2007 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《携手国际场馆经营巨头, 打造世博旅游第一股》, 2008.9.9
- 2 《中报业绩符合预期, 文化旅游或将成为发展重点》, 2008.8.22
- 3 《投资收益唱主角, 主业定位悄然转型》, 2008.5.5

传媒旅游研究小组
毛峥嵘

 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

唐建伟

 (8621)61038290
 tangjw@gjzq.com.cn

联系人: 赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

东方明珠 (600832.SH)

——投资收益波动增业绩压力, 世博概念成 09 最大变数


公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.369	0.208	0.320	0.132	0.150	0.189
净利润增长率	12.27%	12.60%	58.93%	-33.77%	13.36%	25.69%
先前预期每股收益(元)				0.132	0.150	0.189
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.151	0.162	0.200
市盈率(倍)	33.40	54.94	57.06	52.12	45.98	36.58
行业优化市盈率(倍)	33.36	60.57	93.73	56.81	56.81	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
PE/G(倍)	2.72	4.36	0.97	-1.54	3.44	1.42
已上市流通A股(百万股)	307.50	859.99	943.98	3186.33	3186.33	3186.33
总股本(百万股)	963.24	1,926.48	1,991.46	3186.33	3186.33	3186.33

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论
■ 投资收益波动将增加 08、09 年业绩压力

- ◆ 从 08 年中报就可以看出, 公司近两年的业绩已经越发地依赖上市十多年积累下来的可供出售金融资产。中报显示, 非经常性损益项目对归属于母公司所有者净利润的影响达到 8662.5 万元, 其中, 股票投资收益(减持法人股)为 9903.9 万元(税前, 下同), 若剔除非经常性收益的影响, 净利润同比将出现 26.42% 的下滑。然而, 由于受全球金融危机加剧、对实体经济冲击日益显著等因素的影响, 08 年下半年国内一度出现恐慌性下跌。即使在去年 11 月份以后市场出现一定程度的反弹, 但仍较中报前后的价格存在一定的差距(见图表 1)。
- ◆ 目前公司所持金融资产最主要的部分是海通证券, 市值高达 16.92 亿元, 账面盈利 14.62 亿元, 但根据股改及重大资产重组的相关承诺, 这部分金融资产需要到 2010 年方能解禁, 远水解不了近渴。剩余可供出售金融资产主要是浦发银行和广电网络, 现有账面盈利已不足 2 亿元, 即使相关个股在 09 年能有显著回升, 投资收益也难以恢复到 07 年的水平(出售交易性及可供出售金融资产收益达到 3.6 亿元)。在旅游主业盈利以及有线网络传输权益利润预期可能出现一定程度下滑的情况下, 投资收益的波动无疑将大大增加公司 08、09 年的业绩压力。

图表1. 东方明珠所持交易性或可出售金融资产一览(市值按1月20日收盘价计算)

证券代码	简称	期初持有数量(千股)	期末持有数量(千股)	初始投资金额(千元)	期末账面价值(千元)	期初账面价值(千元)	账面盈亏(千元)	会计核算科目
601939	建设银行	7,333.7	1,137	7,333.65	4,593.48	11,199.45	-2,740	交易性金融资产
600272	开开实业					29,728.83		可供出售金融资产
600615	丰华股份					14,879.53		可供出售金融资产
600831	广电网络	9,600.0	13,600	110,330.0	122,808.00	325,536.0	12,478	可供出售金融资产
600837	海通证券	79,814.0	159,627.9	230,000.0	1,692,055.74	379,914.36	1,462,056	可供出售金融资产
601328	交通银行	700.0	526	700.0	2,845.93	5,418.32	2,146	可供出售金融资产
600000	浦发银行	10,300.0	10,000	7,692.31	159,600.00	545,008.66	151,908	可供出售金融资产
合计		-	-	356,055.96	1,981,903.15	1,311,685.15	1,625,847	

来源：国金证券研究所

■ 东方明珠塔经营遭遇经济不景气与环球金融中心观光厅竞争双重影响

- ◆ 纵观公司各项主营业务，在媒体广告收入十分“稳定”、国内外贸易收入增长虽快但毛利率奇低以及通讯传输关联交易利润贡献有限的情况下，以东方明珠电视塔经营为主体的观光休闲旅游业务成为公司稳定的主营业务利润贡献点。
- ◆ 然而，随着全球金融海啸对实体经济负面影响逐步显现，尤其是环球金融中心“观光天阁100”自08年8月30日起正式对外开放后，对东方明珠塔的经营造成较为明显的负面影响。明珠塔在度过“十一”黄金周的客流高峰后，游客人数同比出现明显下滑。我们初步估计，4季度明珠塔接待游客人数同比至少下降10~15%左右，但由于公司今年新增了部分娱乐项目，并合理调整门票价格体系，应能部分抵消游客人数下滑带来的负面影响。
- ◆ 我们认为，经济不景气与环球金融中心竞争对东方明珠塔的不利影响很可能要一直延续到世博会开幕(2010年)，09年游客人数和营业收入“双降”的格局预计将继续维持，届时，公司现有主业中营收、现金流最为稳定的明珠塔经营业务将面临较大压力。尽管之前市场同样经历过金茂大厦观光厅开业对明珠塔经营阶段性的负面影响，但由于所处的经济环境已不可同日而语，见底回升可能只有等待世博会开幕。

■ 受房地产市场弱景气的影响，商业地产项目开发周期将延长

- ◆ 07年以后，公司陆续斥巨资投入商业地产项目 - 杨浦区渔人码头二期和太原湖滨会场改造项目，截至08年中期，两个项目公司已累计投入14.29亿元，但相较48.52亿元的总投资，目前仅是完成投资30%，未来仍存在较大的资金需求。
- ◆ 从项目实质内容来看，渔人码头二期是整合文化、旅游概念的商业地产项目，其中，文化娱乐商业建筑面积3万平方米左右，甲级写字楼建筑面积近7.5万平方米，营收以租金收入为主；而太原湖滨会场项目将涉及会议中心、五星级酒店、写字楼、商场以及二期高档住宅和商业配套等内容，项目总占地面积达到100亩。公司投资此类商业地产项目主要是出于自身积累巨额资金投向以及长期稳定现金流回报的考虑，上海高端商务写字楼需求以及山西煤炭经济所引发的强劲购买力也是公司斥巨资投入这两个项目的重要原因，但当前房地产市场不断走低的整体环境以及全球经济不断恶化对国内高端商务活动的抑制作用均形成了对公司商业地产相矛盾的负面影响。
- ◆ 我们认为，在未来市场前景不明的情况下，延长相关项目的开发建设周期应是公司较为理性的选择，因此，渔人码头二期和太原湖滨会场改造两个商业地产项目很难在2011年之前整体产生经济效益，渔人码头二期的游船码头或将赶在世博会之前建成，形成与明珠塔、世博演艺中心码头浦江游览路线的协同效应。

■ 地铁电视和地面数字电视“户户通”募股资金项目或将继续推迟

- ◆ 从 08 年中报来看，公司在今年初完成公开增发后，所筹 10 多亿资金除了迅速投入操作较为简单的收购东方有线 10%股权和太原有线 50%股权以及东方明珠塔下球体改造和增资浦江游览项目外，市场原本寄予厚望的上海地铁电视开发项目和地面数字电视“户户通”项目一分未投。我们认为，这两个项目相对不是很明确的盈利前景和商业模式是公司迟迟未予投入的重要原因。
- ◆ 地铁电视项目中，地铁运营公司的强势地位和昂贵的特许权成本让双方谈判步履艰难，而两家公司由于分属不同的行业主管部门，双方利益的协调还需要有较长的过程；地面数字电视“户户通”项目一方面受到国家标准犹豫不决的拖累，另一方面，地面数字电视对上海业已启动的有线网络数字化平移试点工作的不利影响也让有关主管部门左右为难。因此，这两个项目继续推迟的可能性极大。
- **维持盈利预测及投资评级，世博概念将成为 09 年公司市场表现最大变数**
 - ◆ 根据以上分析，我们维持公司 2008~2010 年的盈利预测，每股收益分别为 0.132 元、0.15 元和 0.189 元，动态市盈率分别为 57.7 倍、50.8 倍和 40.3 倍，需要说明的是，我们在 2010 年的盈利预测中未考虑公司可能减持海通证券带来的投资收益。
 - ◆ 尽管我们认同公司主业向文化旅游的战略转型，尤其打造世博旅游产业链的积极拓展将为公司股价提供一定支持，但目前过高的估值实难在当前的市场环境下给投资提供较好的安全边际，我们认为，考虑合理估值及潜在世博主题的影响，公司当前股价仍存在 20%以上的调整空间，建议投资者不要盲目追逐上海本地股的概念题材。我们维持对公司“持有”的投资评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1,378	1,527	1,711	2,012	2,289	2,777
增长率		10.8%	12.1%	17.6%	13.8%	21.3%
主营业务成本	-756	-818	-1,062	-1,323	-1,519	-1,860
% 销售收入	54.8%	53.6%	62.1%	65.8%	66.4%	67.0%
毛利	623	709	649	689	770	917
% 销售收入	45.2%	46.4%	37.9%	34.2%	33.6%	33.0%
营业税金及附加	-42	-52	-45	-51	-58	-71
% 销售收入	3.1%	3.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
营业费用	-23	-52	-26	-35	-40	-49
% 销售收入	1.7%	3.4%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	-147	-112	-159	-169	-187	-218
% 销售收入	10.6%	7.3%	9.3%	8.4%	8.2%	7.9%
息税前利润 (EBIT)	411	493	419	434	485	580
% 销售收入	29.8%	32.3%	24.5%	21.6%	21.2%	20.9%
财务费用	-53	-40	-37	-79	-70	-49
% 销售收入	3.9%	2.6%	2.1%	3.9%	3.1%	1.8%
资产减值损失	0	0	1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	4	0	0	0
投资收益	101	56	403	215	235	285
% 税前利润	22.1%	10.7%	50.6%	37.2%	35.9%	34.6%
营业利润	459	510	790	569	650	816
营业利润率	33.3%	33.4%	46.2%	28.3%	28.4%	29.4%
营业外收支	-1	18	7	9	5	8
税前利润	458	527	797	578	655	823
利润率	33.2%	34.6%	46.6%	28.7%	28.6%	29.6%
所得税	-60	-86	-128	-109	-123	-155
所得税率	13.0%	16.3%	16.0%	18.9%	18.9%	18.8%
净利润	398	441	670	469	531	668
少数股东损益	43	40	33	47	53	67
归属于母公司的净利润	356	401	637	422	478	601
净利率	25.8%	26.3%	37.2%	21.0%	20.9%	21.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	356	401	670	469	531	668
少数股东损益	43	40	0	0	0	0
非现金支出	153	175	188	165	176	214
非经营收益	-48	-14	-370	46	-65	-184
营运资金变动	-96	-36	61	-1,305	-4	8
经营活动现金净流	408	566	548	-625	638	706
资本开支	-170	-314	-300	-1,584	-524	-303
投资	-18	150	101	-965	-250	-370
其他	59	41	397	215	235	285
投资活动现金净流	-129	-123	197	-2,334	-539	-388
股权募资	62	25	1,051	0	0	0
债权募资	-57	43	52	1,928	-479	-120
其他	-1	-1	-50	-102	-100	-73
筹资活动现金净流	3	67	1,053	1,826	-579	-194
现金净流量	282	509	1,799	-1,133	-480	125

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	401	607	2,403	1,270	790	915
应收款项	41	227	97	152	173	210
存货	312	260	203	283	316	367
其他流动资产	21	49	44	46	48	52
流动资产	776	1,143	2,748	1,751	1,328	1,545
% 总资产	16.5%	22.7%	36.2%	19.7%	14.6%	15.8%
长期投资	350	84	1,911	2,876	3,125	3,495
固定资产	2,488	2,724	1,791	3,266	3,661	3,795
% 总资产	52.8%	54.0%	23.6%	36.7%	40.3%	38.9%
无形资产	1,095	1,092	1,061	1,012	971	933
非流动资产	3,934	3,902	4,834	7,156	7,759	8,225
% 总资产	83.5%	77.3%	63.8%	80.3%	85.4%	84.2%
资产总计	4,710	5,045	7,582	8,907	9,087	9,769
短期借款	1,157	0	100	2,028	1,549	1,428
应付款项	582	595	518	528	561	626
其他流动负债	47	1,273	1,330	140	160	513
流动负债	1,786	1,868	1,948	2,696	2,270	2,567
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	168	275	350	385
负债	1,786	1,868	2,115	2,971	2,620	2,953
普通股股东权益	3,473	3,627	5,851	6,273	6,751	7,033
少数股东权益	0	0	679	726	780	847
负债股东权益合计	5,259	5,496	8,645	9,970	10,150	10,833

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.369	0.208	0.320	0.132	0.150	0.189
每股净资产	3.606	1.883	2.938	1.969	2.119	2.207
每股经营现金净流	0.423	0.294	0.276	-0.196	0.200	0.222
每股股利	0.250	0.000	0.000	0.000	0.000	0.100
回报率						
净资产收益率	10.25%	11.05%	10.89%	6.73%	7.08%	8.55%
总资产收益率	6.77%	7.29%	7.37%	4.23%	4.71%	5.55%
投入资本收益率	7.78%	11.40%	5.18%	3.78%	4.17%	4.85%
增长率						
主营业务收入增长率	26.50%	10.76%	12.10%	17.56%	13.76%	21.35%
EBIT增长率	13.87%	19.36%	-15.19%	3.43%	11.75%	19.58%
净利润增长率	12.28%	12.61%	58.93%	-33.78%	13.36%	25.69%
总资产增长率	4.50%	4.51%	57.31%	17.47%	2.02%	7.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.9	8.8	7.4	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	98.4	127.8	79.6	78.0	76.0	72.0
应付账款周转天数	116.3	112.9	80.3	48.0	45.0	42.0
固定资产周转天数	652.5	628.1	319.1	285.7	263.1	319.9
偿债能力						
净负债/股东权益	21.76%	-16.73%	-35.44%	10.67%	9.93%	6.38%
EBIT利息保障倍数	7.8	12.4	11.4	5.5	6.9	11.9
资产负债率	33.95%	34.00%	24.47%	29.80%	25.81%	27.26%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	2
买入	0	0	0	3	8
持有	0	1	1	4	12
减持	0	0	0	3	4
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	3.00	3.00	3.00	2.79

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-07-04	持有	10.11	15.53 ~ 15.53
2 2008-05-05	持有	8.53	10.00 ~ 12.00
3 2008-08-22	持有	6.92	7.20 ~ 7.50
4 2008-09-09	持有	6.70	7.20 ~ 7.50

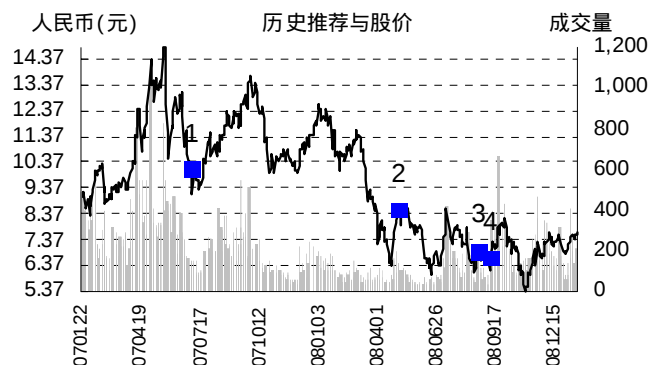
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。