

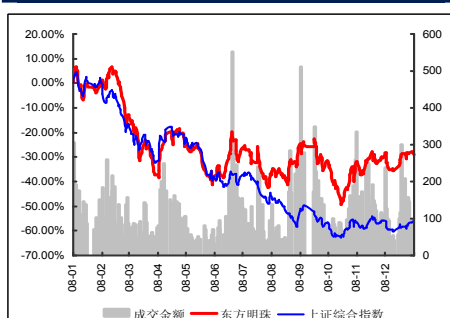
公司研究

东方明珠 (600832)

文化传播行业

2008 年 1 月 22 日

谨慎推荐

最近 52 周走势:

相关研究报告:
报告作者:

行业研究员 卫婵娟

联系方式

电话: 0510-82833337

 Email: weicj@glsc.com.cn
独立性申明:

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。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

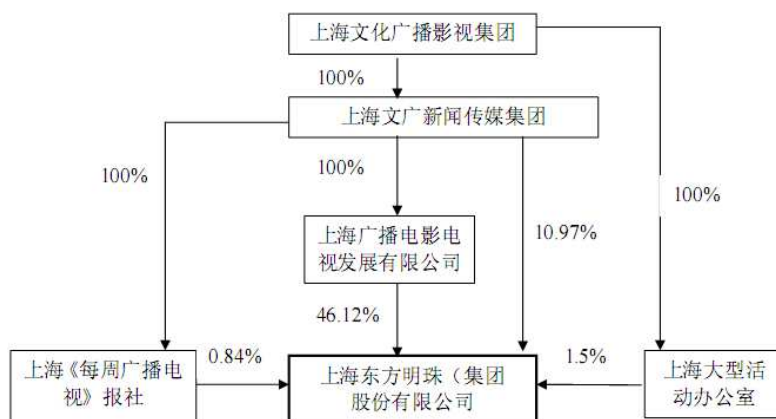
只为了腾飞的 2010 年

- 受金融危机影响, 2008 年东方明珠塔的观光人次同比下降 10-20%, 奥运会签证政策的限制也使得公司旗下国际会展中心的使用率下降, 公司为了保证其滨江大酒店的入住率下调价格, 由原来的平均 1300 元下调至 1100 元, 下降幅度达到 15%。因此, 我们预计公司 2008 年此业务业绩下滑将超过 20%。
- 媒体广告业务拥有传统媒体和新媒体。传统媒体每年可以为公司带来总计 2 亿元的稳定收入。进入 2009 年, 公司将开始运营医院和银行的移动电视, 地铁电视也将进入铺设期。我们通过对航美传媒公司业务分析, 预计医院、银行的移动电视业务的发展空间很大。因为 2009 年是公司该项产业的初始发展阶段, 需要一定的市场接受期, 再加上大量设备的铺设, 预计 09 年此项业务为公司带来的利润比较有限, 但未来前景看好。
- 公司用 2.3 亿的成本持有 1 亿多股的海通证券将于 2010 年解禁。根据目前的股票价格, 这可为公司带来 8 亿元的投资收益, 由于股市的波动较大, 但是鉴于目前的股市处于下行空间, 预计 2010 年以后, 公司持有的海通证券可带来较为客观的投资收益。
- 2010 年的世博会将为公司的旅游业起到拉动作用, 有助于业绩的增长, 同时, 我们预计公司的新媒体业务也将在 2010 年得到进一步的发展, 公司 2010 年的业绩有可能会井喷现象。但鉴于目前公司主营业务对宏观经济敏感性较强, 加上投资收益的大幅度减少和期间费用的增加, 短期内公司净利润受到一定影响。我们对公司给予“谨慎推荐”评级。

一、公司历史沿革

东方明珠的实际控制人是全国第二大传媒集团——上海文广集团。上海文广通过上海广播电影电视发展有限公司、上海文广新闻传媒集团、上海精文投资有限公司、上海大型活动办公室和上海《每周广播电视》报社合计持有东方明珠 63.28% 股权。

图表 1：公司股权结构



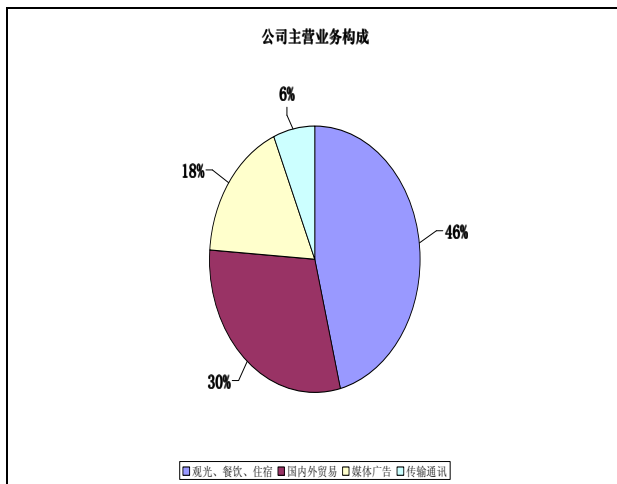
数据来源：公司公告 国联证券研究所

截至 2007 年，公司的总资产为 86.45 亿，负债总计为 21.15 亿，资产负债率仅为 24.47%。

二、公司主营分析

根据公司前四年的收入构成分析，我们发现公司的营业收入及利润主要是由观光和餐饮业贡献；国内外贸易的收入虽然占总收入的 30%，但其为公司提供的利润却是最小的，因此，该项产业对公司业绩影响不大；媒体广告的利润贡献率则远大于其收入占比，由此可见，媒体的盈利能力是最强的，正因为这样的盈利结构，公司将其主营业务战略定位为以观光旅游为基础，以传媒投资为发展方向。

图表 2：公司主营业务构成



数据来源：公司公告 国联证券研究所

图表 3：公司 2004-2007 年收入及利润构成图

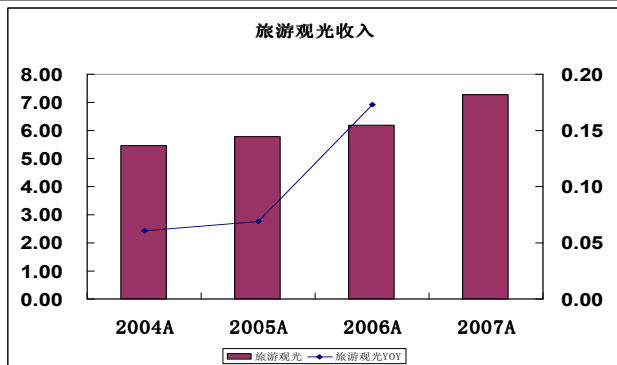
	2004	2005	2006	2007
观光、餐饮、住宿 (%)				
收入占比	55%	47%	51%	46%
利润占比	48%	46%	46%	52%
国内外贸易 (%)				
收入占比	12%	22%	18%	30%
利润占比	2%	2%	3%	4%
媒体广告 (%)				
收入占比	24%	23%	23%	18%
利润占比	36%	38%	38%	32%
传输通讯 (%)				
收入占比	10%	8%	8%	6%
利润占比	14%	13%	13%	12%

数据来源：公司公告 国联证券研究所

1、旅游产业：增长平稳

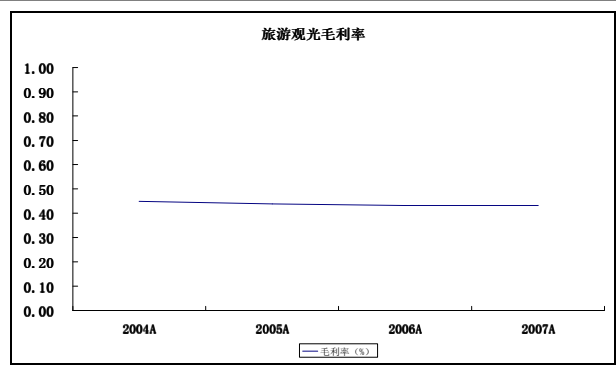
如下图显示，旅游观光业务增幅稳定，在 2007 年增速加快，达到 17%，这主要是国际旅行社开拓出境旅游和会展业务所取得的成绩。而且，公司该项产业的毛利率基本维持在 43%，主要收入来自于景点门票、宾馆住宿、酒店餐饮和会场收入。

图表 4：旅游观光收入



数据来源：公司公告 国联证券研究所

图表 5：旅游观光毛利率



数据来源：公司公告 国联证券研究所

旅游观光业务的主要收入来源于东方明珠塔和国际会议中心。东方明珠作为上海标志性建筑和旅游热点，年均旅游人数达到 360 万人次，成为仅次于巴黎埃菲尔铁塔的高塔景点。近四年收入在旅游观光收入中占比达到 51%，成为公司旅游观光产业的主要收入来源。但是在 2007 年东方明珠塔的收入增速有所下降。国际会议中心作为公司旅游产业的第二支柱，每年为该产业提供 35% 的收入。国际会议中心

拥有上海目前最大的无柱形多功能厅，可同时容纳 3000 人，曾举办过 APEC 和上海合作组织峰会等高级别国际性会议；旗下拥有五星级东方滨江大酒店，如下图显示，收入呈稳定增长形势。

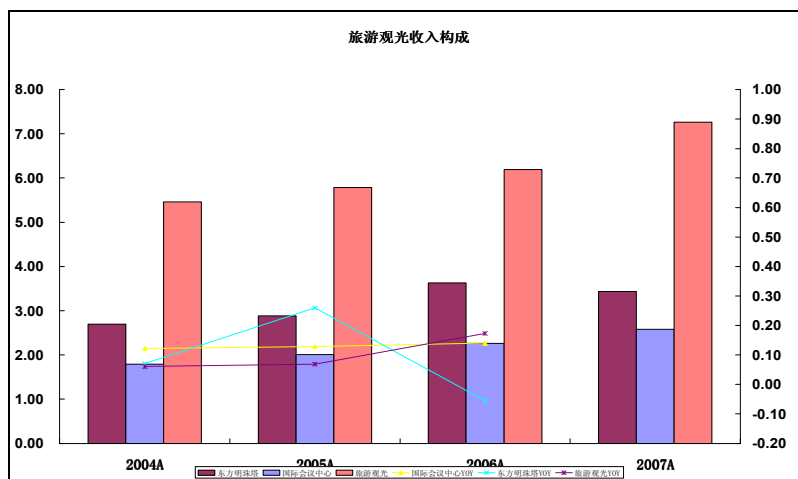
:

图表 6: 东方明珠旅游观光主要收入构成

	2004	2005	2006	2007
观光旅游总收入	5.46	5.79	6.19	7.26
东方明珠塔	2.69	2.88	3.62	3.43
国际会议中心	1.79	2.01	2.26	2.58

公司来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 7: 旅游观光业务收入构成



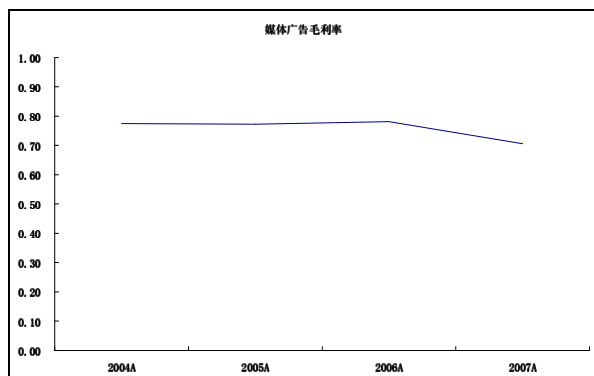
数据来源: 公司公告 国联证券研究所

据了解, 由于金融危机以及 1-3 季度各类事件的影响, 东方明珠塔 2008 年的登塔人数较上一年下滑 10%-20%。再加上奥运会期间的签证管制, 导致国际会议中心的大型会议也有所下降。同时公司为了保证滨江酒店 80% 的入住率, 在 2008 年下调价格, 由原来的 1300 元下降至 1100 元。我们预计 2008 年收入增长缓慢。

2、媒体广告: 新媒体的舞台

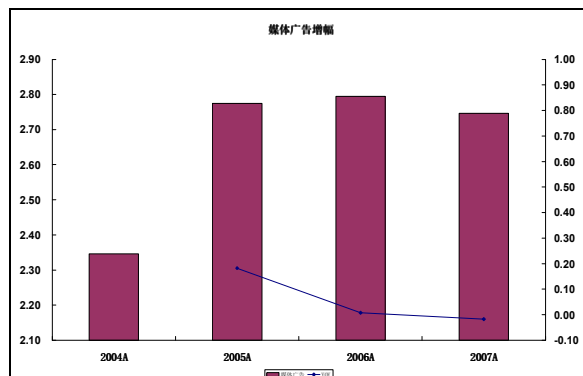
媒体广告业务的毛利率基本可以维持在 76%, 与无线传输业务成为公司盈利能力最好的产业之一。但是, 媒体产业的收入增幅有所放缓。主要下降原因在于楼宇广告模式的竞争力不强。因为东方明珠楼宇广告采用的内容是新闻加广告, 但是在楼宇间行动的人流一般滞留时间不会很长, 因此, 这类型的广告模式不敌分众传媒的完全广告侵占模式。

图表 8：媒体广告毛利率



数据来源：公司公告 国联证券研究所

图表 9：媒体广告增幅

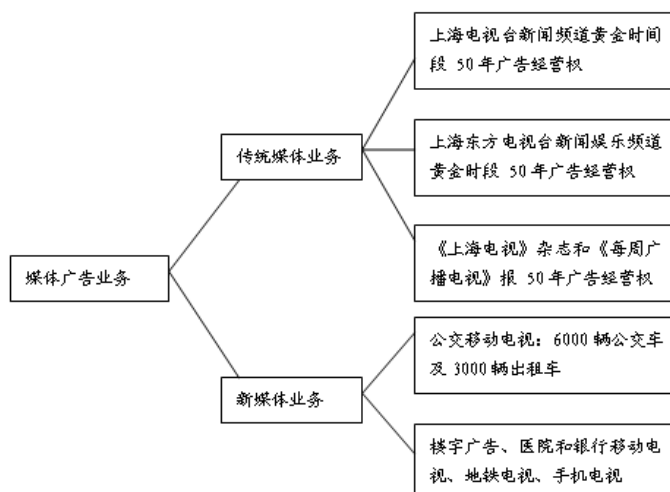


数据来源：公司公告 国联证券研究所

东方明珠的媒体产业主要有媒体广告和无线传输业务。无线传输业务收入稳定但是发展有限。媒体广告业务分为传统媒体业务及新媒体业务。公司于 2001 年购得上海电视台新闻综合频道黄金时段 4 分 30 秒广告播映时段的 50 年广告经营权和上海东方电视台新闻娱乐频道黄金时段 4 分 15 秒广告播映时段的 50 年广告经营权，每年平均营业收入约 14000 万元，这为公司带来一个稳定的收入。

另外，公司下属上海广播电视报业经营有限公司买断了《上海电视》杂志和《每周广播电视》报 50 年的广告独家经营权，每年的广告收入约在 6000 万左右。

图表 10：媒体广告业务构成



数据来源：国联证券研究所

目

目前我国的传媒行业运营模式是“内容”与“经营”两分离，经营类传媒业务已可以进行市场化管理，而媒体的主要产业“内容”仍

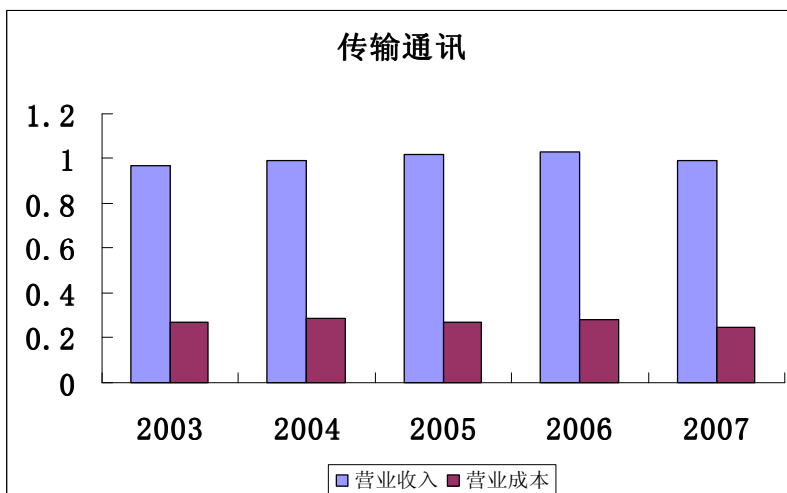
受到国家的监管，不得市场化，东方明珠母公司文广集团拥有大量的优质资产，可是这些资产大部分属于内容类产业，因此，资产注入缓慢，传统媒体业务的拓展受到限制。

所以，公司将媒体发展的重点转移至发展迅速、市场化高的新媒体领域。通过发展移动电视、手机电视及地铁电视，从而构建全方位覆盖移动人群的数字新媒体网络，成为涵盖所有上海重要市区交通网络的立体数字电视平台。公司在 08 年上半年完成了全市主要的三级甲等医院以及 32% 的招商银行网点的布点安装工作。手机电视目前开通了视频信号 5 套、音频信号 3 套。

3、无线传输业务：提供稳定收入

公司是上海唯一一家无线广播电视传播经营者，垄断了上海的无线发射业务。主要为上海地区的广播电台、电视台发射无线信号，收取信息传输费。根据公司历年的业绩显示，该项业务每年稳定的为公司带来 1 亿左右的收入，10 年来几乎没有太大变化。毛利水平也是维持在同一水准，平均为 73%。因为该项业务主要是关联方交易，因此，发展空间有限。

图表 11：传输通讯业务



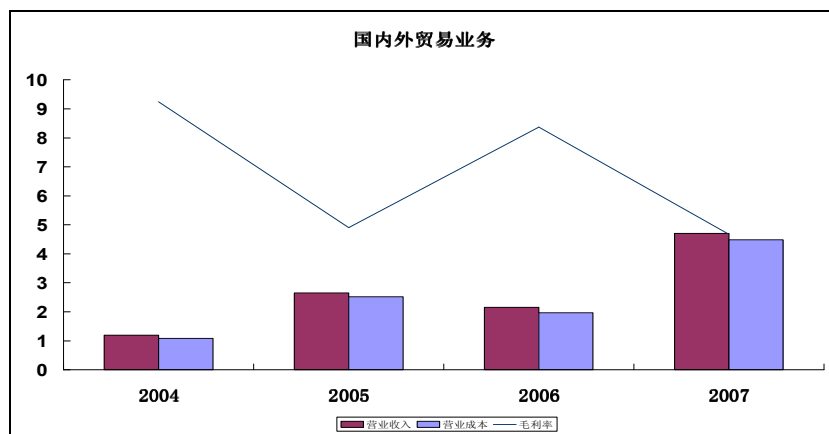
数据来源：公司公告 国联证券研究所

4、国内外业务：对公司业绩影响不大

公司的国内外贸易产业主要为房地产开发、物业管理和进出口贸易业务。进出口业务的营业收入在此产业中占比最高，达到 64%，但是其毛利率非常低，对公司业绩影响很小。物业管理主要是松江大学

城公寓的物业管理业务，公司还在积极引入天佳等职业教育学校的师生入住率，从而提高学生公寓的使用率及入住率，此项收入可稳定增长，但在该产业中的占比不多，影响不是很大。房地产业务的经营主体是东方明珠置业有限公司，开发项目包括松江大学城公寓和华馨花园等，拥有丰富的项目运作经验。

图表 12：国内外贸易业务



数据来源：公司公告 国联证券研究所

目前公司的主要发展方向放在两块业务上，即旅游观光和媒体广告。2010 年的世博会将为旅游观光带来直接的利益增长。

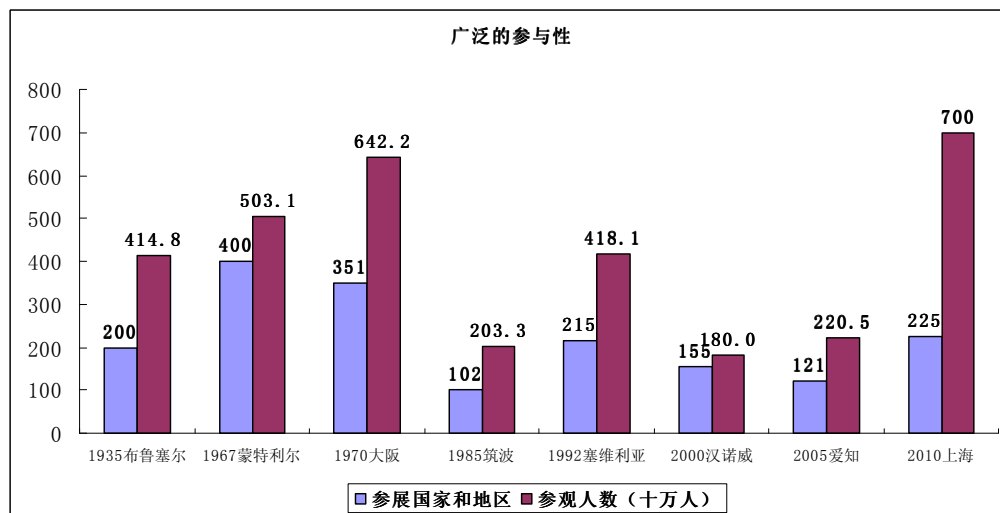
三、世博下的公司旅游分析

世博会是由一个国家的政府主办，有多个国家或国际组织参加，以展现人类在社会、经济、文化和科技领域取得的成就的国际性大型展会，是一项世界性的非贸易性的大规模的产品展示和技术交流活动。世博会有着近 150 年的历史，被誉为世界经济、科学技术界的“奥林匹克”盛会。

2010 年上海世博会展期从 5 月 1 日到 10 月 31 日，持续 184 天。

从历届世博会的参与人数来看，都吸引了超过当地居民数倍的参观者，其中以 1970 年大阪世博会的 6422 万人次为最。

图表 13: 历届世博会参与情况



数据来源: BIE 国联证券研究所

一般而言,世博会的参观人次与举办城市所处的经济区域高度相关,主要涉及到人口总量及城市化率、经济及社会发展程度等变量。上海是长三角经济圈的龙头,腹地经济雄厚。且和日本的大阪世博会一样,是在成功举办本国第一次奥运之后,首次举办世博会。通过对比相关举办国的变量数据,我们认为上海世博会在参观人次上超越大阪的可能性非常大。

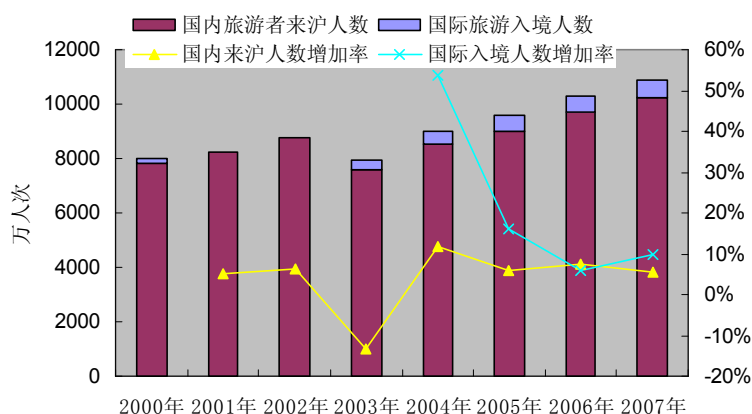
图表 14: 日本韩国举办奥运和世博会期间经济数据与长三角对比

地区	人口 (万)	城市化率	GDP	人均 GDP (美元)
上海 2007	1858.08	88.70	12 188.85 亿元	约 9000
江苏 2007	7625	53.20	25741.2 亿元	约 4430
浙江 2007	5060	57.20	18638.4 亿元	约 4880
日本 1964	9718.2	67.89	295413 亿日元	约 3000 (90 年代物价)
日本 1970	10466.5	72.06	733449 亿日元	约 4700 (90 年代物价)
韩国 1988	4198	72	4841028 亿韩元	约 4400
韩国 1993	4305	79	2906756 亿韩元	约 8180
德国 2000	8216	87.50	20625 亿欧元	约 23000

数据来源: IMF WIND 国家统计局 国联证券研究所

而且,从上海自身以往的旅游人数来看,世博期间达到 7000 万的参观人次,是大概率事件。根据上海统计局的数据,按到沪旅游的自然性增长,到 2007 已超过 1 亿人次。

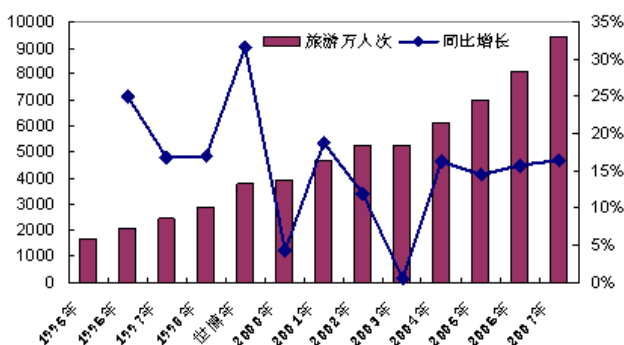
图表 15: 上海近年旅游人数稳步上升



数据来源: 上海市统计局 国联证券研究所

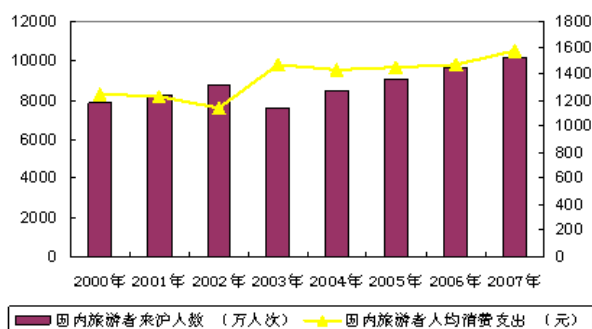
我们再参考 1999 年昆明世博会 (专业性), 其当年的旅游人数的增长率超过 30%, 考虑到当前上海旅游人数及增长情况和腹地经济, 我们预期其 2010 年的人数增长将超过 30%。

图表 16: 昆明世博会前后旅游人数变化



数据来源: 昆明市统计局 国联证券研究所

图表 17: 上海国内旅游人数及人均消费



数据来源: 上海市统计局 国联证券研究所

世博会对举办地旅游业具有巨大的拉动作用。就上海而言, 东方明珠是仅有的 2 个 5A 景点中的一个, 而且相较于东方明珠塔周边的金融中心, 其客流量占有很大优势, 公司在塔周围拥有 3 个大型停车场。公司已开始改建下球体增多旅客的观光项目, 同时在 2009 年还将改建中球体, 将 263 米高的中球体外围打开, 增设一个空中漫步项目, 让旅客们切身体会到在空中漫步的感受, 预计此项改造将于 2009 年下半年完成。这将成为东方明珠塔吸引游客的一个热点。另外, 根据公司的规划, 将把东方明珠塔和世博演艺中心通过浦江旅游连接成一条旅游路线。

图表 18: 上海旅游景点分布

地区	旅游景点	2007 年	主要内容
上海	5A	2	上海东方明珠广播电视塔有限公司、上海野生动物园
	4A	19	上海博物馆、上海豫园、金茂大厦、上海动物园、上海科技馆、枫泾古镇等
	全国红色旅游基地	4	中国共产党第一次全国代表大会会址纪念馆，龙华革命烈士陵园，宋庆龄陵园，陈云故居暨青浦革命历史纪念馆

数据来源：各旅游局 国联证券研究所

在黄浦江中运营油轮生意的共有 10 家公司 6000 个座位。东方明珠在 2008 年已有 1 艘 400 座的游轮下水，在世博期间确定将另外增加两艘游轮，共计 1200 座。假设游船费用为每人 50 元，参会的 7000 万人次中有 10% 登船，共产生的收入为 3.5 亿。东方明珠占有 7200 个座位中的 1200 座，占比为 17%，仅游轮一项业务即可为公司带来 6000 万的收入。相较于 2008 年的收入就有 15% 的增幅。再加上东方明珠塔在世博期间本身观光项目以及观光人次的增多和世博演艺中心的加入，我们预计 2010 年的世博会将为公司旅游业务带来 30% 以上的收入增长。

四、公司未来亮点

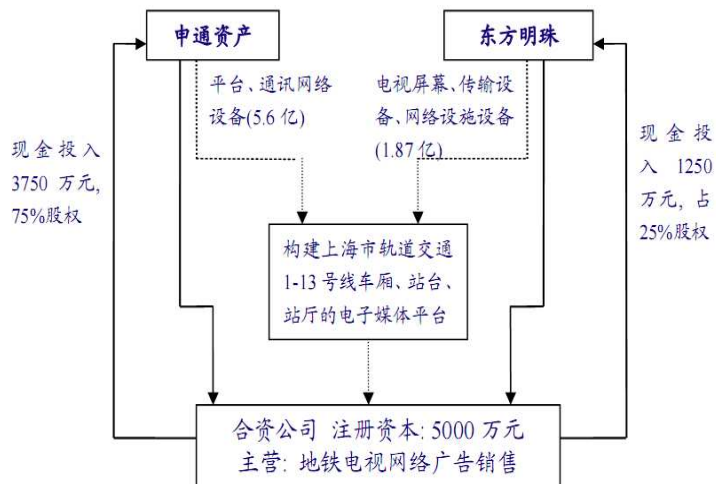
根据各类广告在媒体支出上的比较，传统媒体的比例仍占主导地位，但已开始呈现下降趋势。根据 Zenith Optimedia 的报告，从 1999 年到 2003 年，电视广告在中国整体广告支出中所占的份额从 45.4% 下降到 40.2%，而包括户外广告在内的非传统广告媒体在中国广告市场中所占的份额逐步上升。根据 AC 尼尔森的统计数据，2004 年，中国户外广告市场规模到达 160 亿元，比 2003 年的 130 亿元增长 23.1%。

医院、银行移动电视、地铁电视：将提升公司的广告价值

根据年报披露，公司在 08 年上半年完成了全市主要的三级甲等医院以及 32% 的招商银行网点的布点安装工作。我们通过调研了解到，公司目前拥有 300 多家医院的资源，而且这些医院和银行均提供了零入场费的优惠。

另外，公司与申通资产共同投资开发上海地铁电视项目，合资公司的主要业务为依托上海市轨道交通 1-13 号线车厢、站台、站厅的电子媒体平台，建设和经营以电视屏为接收终端、以音频、视频内容传送为主的各类增值服务。

图表 19: 地铁电视运营模式



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

上述两个方案都将于 2009 年进入运营, 由于这些场所的开发时间较短, 目前并没有一个成熟的模式可以直接用来作为预算参考。而我们在发现新媒体中, 与这两个业务最为接近的是航空传媒, 航美的传媒模式已受到部分广告投放主的认可, 因此, 我们通过对航美传媒的财务状况的分析来预测公司该业务的未来发展空间。

图表 20: 医院、银行移动电视、地铁电视与航空传媒的相同点与不同点

相同点:	不同点:		
- 都是受众所在环境中的唯一多媒体来源, 不存在换台的选择	医院、银行的移动电视	地铁电视	航空电视
	- 受众群体属中低档消费者	- 受众群体属中低档消费者	- 受众群体属高档消费者
- 受众在该环境中停留的时间都比较长	- 受经济周期影响较小	- 受经济周期影响较小	- 受经济周期影响较大
- 都是客流量比较集中的场所	- 无季节性波动	- 无季节性波动	- 受季节波动影响
	- 受众停留时间最长	- 受众停留时间在 20 分钟	- 受众停留时间中等

数据来源: 国联证券研究所

航美传媒成立于 2005 年, 于 2007 年 11 月在美国纳斯达克上市。由于 2005 年的业绩是从 8 月开始计算, 再加上该类场所的传播模式为新模式, 未被广大广告投放主认可, 而铺设液晶屏等设备的初始成本较高, 导致 2005 年的营业利润为负。进入 2006 年后, 随着营业收入的上涨, 航美取得了 41% 毛利率的优异成绩, 并在 2007 年将毛利

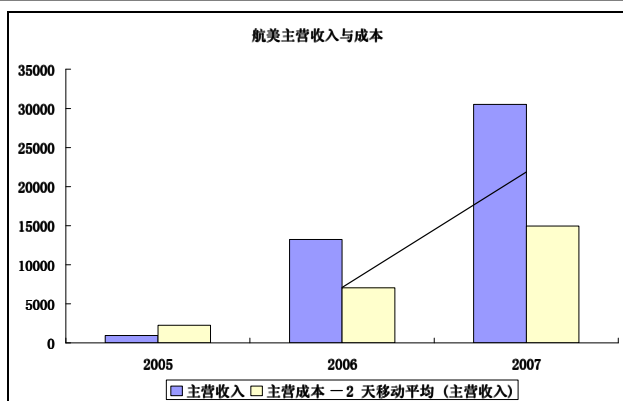
率提高到了 46%，我们从下表中也可以看到，航美收入的增长幅度持续保持在 1 倍以上。净利润的增幅也相当可观。在 2007 年，因为航美支付了 1 亿元左右的股票红利，导致该年的净利润为负，剔除该因素，我们发现航美的净利润较 2006 年有 2 倍多的增幅。

图表 21：航美利润情况

	2005 年 8 月 7 日-12 月 31 日	2006	2007
主营收入（万元）	945	13230	30527
主营成本（万元）	2233	7028	14959
营业税及其他税费（万元）	1.4	672	1386
营业利润（万元）	-1288	5530	14182
销售费用（万元）	322	1925	3367
管理费用（万元）	266	903	15386
净利润（万元）	-1680	2849	-3577
去除股票红利后的净利润（万元）	-1680	2849	9793

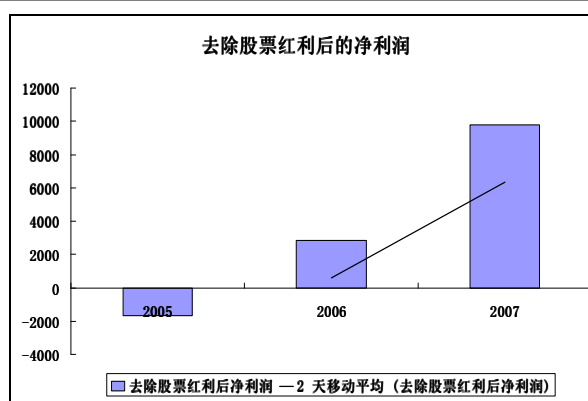
数据来源：国联证券研究所

图表 22：航美主营收入与成本



数据来源：国联证券研究所

图表 23：去除股票红利后的净利润



数据来源：国联证券研究所

航美传媒 2005-2007 年的广告销售时间和广告时间段的使用率持续上升。2007 年较 2006 年航美的可售广告时间上涨 81%，同时售出广告时间段的增幅达到 96%。由此可见，市场对于该类广告媒体的需求呈上升趋势。

图表 24：机场广告销售率：

	2005	2006	2007
可售时间（30 秒）	14800	42800	77574
实际售出时间（30 秒）	1139	14409	28359
时间使用率	7.7%	33.7%	36.6%

数据来源：公司年报 国联证券研究所

综合航美的收入、利润以及售出广告时间段的不断增长，我们可以认为在客流量多的场所，移动电视的盈利模式是可以成功的。

根据航美传媒披露的信息显示，航美目前拥有 52 家机场以及 9 家航空公司的经营权，已经进入运营的有 37 家机场，航美公司为取得这些经营权要将营业收入的 34% 支付给机场占营业成本的一半以上。

航美的主要收入来源于 5 大机场和 3 大航空公司。这五大机场的客流量如下图所示。2007 年全国各机场总计吞吐量达到 3.8 亿，这 5 大机场的客流量为 1.6 亿，几乎占到总量的半数。

图表 25:2007 年 5 大机场的旅客吞吐量

	北京国际	上海虹桥	上海浦东	广州白云	深圳宝安
客流量(万人次)	5360	2263	3500	3096	1836

数据来源：公司网站、中国民航总局网站 国联证券研究所

上海统计网的数据显示,截至 2007 年,上海全市有医疗机构 2571 个,医院有 288 家、社区卫生服务中心 232 个。医院的诊疗人次达到 6844 万人次,社会卫生服务中心的诊疗人次为 4739 万。据了解,目前,东方明珠已经拥有 300 多家医院的移动电视运营权。综合上述数据,我们预计公司现有的医院资源可以提供近 1 亿人次的受众。

根据 DMG 公司(目前上海地铁电视的运营商)的信息显示,2007 年上海地铁 1-4 号线的客流量达到 306 万人次,有效覆盖受众几乎达到 100%,收视率可到 16%。据上海城市交通规划部门预计,到 2010 年,上海市每天将有 600 万人次借助轨道交通出行。根据 CTR 的调查,乘客在地铁车厢内逗留的平均时间为 20 分钟,而且还将随着地铁的发展继续增加,较长的收看时间使得受众能够接触到更多的广告。

另外,航美公司的主要受众为高层次、高消费人群,因此,其广告投放主要来源于高档消费品,这就局限了其选择范围。而东方明珠地铁和医院的受众大部分属于中等收入群体,因此,东方明珠的广告投放主定位在中档消费品。中档消费品的市场占有率相对而言更大,东方明珠广告投放主的选择范围更有利,同时也可以减少公司该业务对经济周期的依赖性,甚至在经济不景气的背景下可以继续保持广告收入的增长。

航美的年报披露,其客户是通过第三方中介进行维系的,为此航美要支付总营业收入的 16% 给第三方中介,再加上先前提及的经营权

取得费的 34%，而东方明珠进入医院和银行的费用为零，同时，他们还可以拥有自己的客户来源，这就意味着东方明珠移动电视的毛利率可以维持在目前 70% 的水平甚至更高。

因此，我们认为东方明珠的新媒体业务具有广阔的发展空间，2009 年将是其该业务的铺设期，可能对公司业绩的贡献比较有限。但是，2010 年在该业务发展成熟后，公司的业绩将会有突破性的增长。

五、投资收益——并购有线网络

1.1 太原有线：平移期结束 进入丰收期

从公司的战略角度来看，除了逐步占领上海本地的有线网络外，还在积极谋求异地有线网络，如收购太原有线网络的股权。太原全市有线电视覆盖率达 90% 以上，拥有用户 65 万，其中 2 万户为非居民用户，全市数字化平移进展快速，截至 2006 年 9 月市区已完成 42 万户平移，平移进度达到 96%。目前已进入平移后的丰收期。根据山西省物价局正式发布的《关于有线数字电视基本收视维护费标准的通知》，确定太原有线数字电视基本收视维护费标准为居民用户主机 23 元/卡每月，非居民用户 27 元/卡每月。根据太原有线 2006 年的业务收入，视听费收入可达到 1.19 亿元。根据太原市人口增长及水、电、煤用户数的增长情况，未来几年预计太原有线用户每年以 4-5 万户的数量增长。同时，随着数字电视的发展，数字频道增多，卫星电视落地费也会相应稳步增长。该项长期股权投资可以每年为公司带来 500 万左右的投资收益。

1.2 海通证券 2010 年解禁

根据公司年报披露，公司用 2.3 亿的成本持有 1 亿多股的海通证券将于 2010 年解禁。根据目前的股票价格，这可为公司带来 8 亿元的投资收益，由于股市的波动较大，但是鉴于目前的股市处于下行空间，预计 2010 年以后，公司持有的海通证券可带来较大空间的投资收益。

六、利润预测

预测基本假设：

1) 旅游观光业：根据之前的盈利分析，我们预计 2008 年收入增长缓慢。据公司介绍今年元旦的黄金周游客较往年有减少，我们预

期 2009 年的收入将与 08 年持平。但 2010 年的世博会将为公司带来 30%以上的增幅。

2) 广告: 目前广告中的大部分收入来源于传统媒体, 这部分收入受经济影响幅度不是很大, 预计 08、09 年传统媒体的收入可保持在 2 亿元左右。2009 年公司的医院、银行的移动电视和地铁电视将投入运营, 因为该类模型较新, 市场需要一定的观察期去接受该类新媒体传播方式, 我们预计 2009 年的此项收入不会增长过快, 预计与 2008 年相当。进入 2010 年, 我们预计移动电视、地铁电视会有大幅增长, 根据航美的增幅作为参考, 我们估计公司此项业务也会有 1 倍以上的增幅。

3) 传输信息: 由于此项业务主要为关联方交易, 因此, 每年的收入基本维持在 1 亿元左右。

4) 主营成本: 由于 2008 年上半年 CPI 上涨, 导致公司的主营业务成本增长快于收入的涨幅, 而且, 公司每年人工费用的涨幅都在 7%-10%左右, 我们下调 08 年的毛利率。因为金融危机的影响, 公司为保持销售量会采取促销手段, 从而压缩成本, 我们预计 2009 年的毛利率将维持在 2008 年的水平。

5) 投资收益: 2007 年公司的净利润中有 4.03 亿的利润来源于投资收益, 占比达到 50%。而其中 3.95 亿的投资收益是因为售出交易性资产取得的。据了解公司 2008、2009 年的投资收益将大幅下调。但到 2010 年公司持有 159627884 股海通证券的解禁可能为公司带来较高的投资收益。

6) 公司历年的销售费用和管理费用控制较好, 基本维持在销售收入的 2%和 10%。

7) 税收: 公司 08、09、10 年的企业所得税税率分别为 18%、20%和 22%。

图表 26: 主营业务构成

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
观光、餐饮、住宿(亿元)							
主营收入	5.46	5.79	6.19	7.26	6.86	7.34	10.28
主营成本	3.01	3.25	3.52	4.13	4.46	4.77	5.86
毛利率(%)	0.45	0.44	0.43	0.43	0.35	0.35	0.43
营业利润	2.45	2.54	2.67	3.13	2.40	2.57	4.42

国内外贸易(亿元)							
主营收入	1.19	2.65	2.15	4.71	5.46	5.68	5.91
主营成本	1.08	2.52	1.97	4.49	5.19	5.40	5.61
毛利率(%)	0.09	0.05	0.08	0.05	0.05	0.05	0.05
营业利润	0.11	0.13	0.18	0.22	0.27	0.28	0.30
媒体广告(亿元)							
主营收入	2.35	2.77	2.79	2.75	3.00	3.27	4.50
主营成本	0.53	0.63	0.61	0.81	0.99	1.31	1.80
毛利率(%)	0.77	0.77	0.78	0.71	0.67	0.60	0.60
营业利润	1.82	2.14	2.18	1.94	2.01	1.96	2.70
传输通讯(亿元)							
主营收入	0.99	1.02	1.03	0.99	1.00	1.00	1.00
主营成本	0.29	0.27	0.28	0.25	0.25	0.25	0.25
毛利率(%)	0.71	0.74	0.73	0.75	0.75	0.75	0.75
营业利润	0.70	0.75	0.75	0.74	0.75	0.75	0.75

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业总收入	10.9	13.78	15.37	17.11	16.32	17.29	21.69
营业成本	5.46	7.56	8.27	10.62	10.89	11.73	13.52
营业税金及附加(亿元)	0.36	0.42	0.53	0.45	0.38	0.39	0.57
总营业利润	5.08	5.8	6.57	6.04	5.05	5.17	7.6
销售费用(亿元)	0.17	0.23	0.52	0.26	0.27	0.29	0.36
管理费用(亿元)	1.38	1.47	1.11	1.59	1.65	1.75	2.19
财务费用(亿元)	0.46	0.53	0.4	0.37	0.76	0.5	0.5
资产减值损失(亿元)			0.01	-0.01			
公允价值变动净收益(亿元)				0.04	-0.06		
投资净收益(亿元)	0.36	1.01	0.8	4.03	1.67	1.00	4.00
营业外收支	0.47	-0.04	0.16	0.07	0.08	0.08	0.08
利润总额	4.09	4.58	5.49	7.97	4.06	3.72	8.62
FEIT 税率					18%	20%	22%
FEIT	0.61	0.6	0.86	1.28	0.73	0.74	1.90
净利润(亿元)	3.48	3.98	4.63	6.7	3.33	2.97	6.72
减: 少数股东损益(亿元)	0.31	0.43	0.39	0.33	0.27	0.24	0.54
归属于母公司所有者的净利润	3.17	3.56	4.24	6.37	3.06	2.74	6.19
每股收益			0.22	0.331	0.10	0.09	0.21

七、公司估值

我们预计公司 2008-2010 年的每股收益为 0.10、0.09 和 0.21。

从公司的利润影响来看,主要有旅游观光产业和媒体广告产业,因此,

我们通过比较旅游行业和传媒行业的平均 PE，结合世博会的影响将使公司的旅游业务提升到一个新的平台，我们给出 25-28 倍的 PE 值。

图表 27: 旅游行业 PE 比较

证券名称	2008PE	2009PE
西安旅游	62.50	44.74
三特索道	32.98	18.88
中青旅	18.97	14.15
首旅股份	18.41	18.78
行业平均 PE	33.21	24.14

数据来源：国联证券研究所

图表 28: 传媒行业 PE 比较

证券名称	2008PE	2009PE
博瑞传播	25.05	20.77
歌华有线	30.16	29.31
新华传媒	28.89	24.90
广电网络	32.07	26.57
电广传媒	45.62	33.10
北巴传媒	44.05	24.55
东方明珠	44.34	40.33
行业平均 PE	35.74	28.49

数据来源：国联证券研究所

另外，公司的以下几方面值得我们对其股价给出一定的估值溢价：

- 1) 公司在传统的旅游业务上掌控优势资源，具有一定的垄断性，有稳定的收入和现金流。
- 2) 公司在新媒体领域处于发展初期，而且通过比较其它同类公司，我们认为其新媒体业务具有很强发展潜力。
- 3) 公司的主要控股股东为文广集团，文广集团传媒资源丰富，同时东方明珠又是文广集团下目前在资本市场上的唯一一个窗口。
- 4) 公司已经取得世博演艺中心 40 年的经营权，从而可以分享世博会带来的发展机遇。

八、主要风险

- 东方明珠塔周围的金融中心将成为分流明珠塔的客流。
- 新媒体尚未被多数广告主所接受，对其发展仍有待观望，因此，医院、银行、地铁电视有可能低于预期。
- 医院、银行移动电视的合约到期后，续签可能会带来成本的增多或者有竞争者出现而失去续签的机会。
- 渔人码头二期和太原湖滨广场项目都将延长开发时间，受房地产低迷的影响，再加上渔人码头二期所处地区为杨浦区，仍处在开发中，该项目的回报可能要比预期的低。
- 有线电视收费因为政策原因难以提价，而数字化平移的高成本将使得东方有线的流动性下降，这可能使上海的有线网络数字化程度放缓，从而放缓后续增至业务的开展。

- 有线网络的整合可能因为政策原因而进展缓慢,这将延缓公司的获利时间。

九、投资建议

2010 年的世博会将为公司的旅游业起到拉动作用,有助于业绩的增长,同时,我们预计公司的新媒体业务也将在 2010 年得到进一步的发展,预计公司 2010 年的业绩会有井喷现象。但鉴于目前公司主营业务对宏观经济敏感性较强,加上投资收益的大幅度减少和期间费用的增加,短期内公司净利润受到一定影响。我们对公司给予“谨慎推荐”评级。

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

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和询价。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。本报告版权归国联证券所有,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。