

广播电影电视

冷星星

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

电广传媒

000917

中性

有线网整合加速推进 整体上市尚待时日

近日，我们调研了电广传媒，与公司高层就主业经营发展情况、湖南广电整体上市相关事宜等进行了深入交流，并对公司酒店和旅游等资产进行了实地调研。

投资要点：

- **湖南广电集团整体上市尚待时日。**市场对湖南广电的整体上市预期是电广传媒股价高居不下的主要支撑因素。我们相信，未来这一预期会成为现实，但是其过程必将曲折。
- **有线网整合加速推进，数字化平移提升业务价值。**2009 年，电广传媒的有线网业务主要专注于两方面：第一是致力于湖南省有线电视网络的加速整合；第二是加快数字电视增值业务的发展。预计到 2009 年底，公司有线数字电视用户将达到 340 万户。数字电视用户规模的迅速扩大和增值业务的不断推进将有效提升有线网业务的价值。
- **广告代理业务收入持续增长，但对上市公司利润贡献不大。**近年来随着湖南广电不断发展壮大成为国内最具优势的地方媒体，其广告业务收入持续较快增长。然而，作为湖南 8 家广电媒体的独家代理，由于代理收入的分成不断下降，电广传媒无法享受广告收入快速增加带来的利润增长。
- **节目制作业务品牌优势逐步建立，但短期利润上升空间仍然有限。**08 年《上海王》最为成功，推动节目业务收入大幅增长。然而，影视节目的成功具有不确定性。当前，由于国内节目制作市场供大于求，且竞争非常激烈，预计未来两年公司的节目制作业务收入规模将难有大规模增长且毛利率将有小幅下降。
- **创投业务运营良好，逐步跻身主业。**
- **其他业务：长沙世界之窗依托媒体实现盈利；国际会展中心尚陷经营困境；房地产业务 09 年没有销售收入。**
- **给予公司“中性”的投资评级。**由于公司创投业务和其他证券收益具有较大不确定性，我们基于保守原则，预测公司 08-10 年 EPS 为 0.13、0.20、0.21 元。在当前 14.93 元的股价下，对应 PE 为 109、73 和 67 倍。由于整体上市预期是公司高 PE 的主要支撑，且这一预期将持续存在，我们给予公司“中性”的投资评级，暂不给目标价。

6-12 个月目标价： 暂无

当前股价： 14.93 元

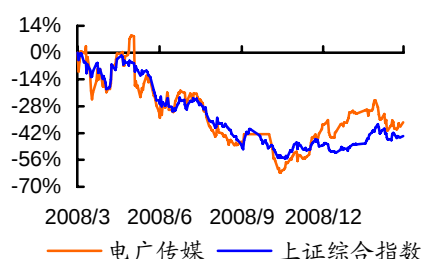
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2153.29
总股本(百万)	406
流通股本(百万)	319
流通市值(亿)	48
EPS (TTM)	0.30
每股净资产(元)	5.79
资产负债率	65.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
电广传媒	-4.29	3.61	22.78
上证综合指数	-9.88	9.03	8.39



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2650	3085	3685	4358
同比(%)	29%	16%	19%	18%
归属母公司净利润(百万元)	113	53	80	86
同比(%)	905%	-53%	50%	8%
毛利率(%)	28.0%	28.0%	29.3%	28.7%
ROE(%)	6.5%	3.0%	4.4%	4.5%
每股收益(元)	0.28	0.13	0.20	0.21
P/E	51.03	108.80	72.53	67.42
P/B	3.33	3.31	3.19	3.06
EV/EBITDA	11	15	12	11

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、整体上市尚待时日	3
二、有线网整合加速推进，数字化平移提升业务价值	3
三、广告代理业务-收入持续增长，利润贡献不大	4
四、节目制作业务-品牌优势逐步建立，但短期上升空间仍然有限	5
五、创投业务-运营良好，逐步跻身主业	5
六、其他业务	6
七、盈利预测与投资评级	6

一、整体上市尚待时日

市场对湖南广电的整体上市预期是电广传媒股价高居不下的主要支撑因素。我们相信，未来这一预期会成为现实，但是其过程必将曲折。主要的阻碍来自两方面：1）事业单位改制牵扯到的人事安排较为复杂，利益方过多且不好协调；2）整体上市将最有可能采取定向增发的方式进行操作，因此二级市场股价过高成为较大的一个障碍。

二、有线网整合加速推进，数字化平移提升业务价值

2009 年，电广传媒的有线网业务主要专注于两方面：第一是致力于湖南省有线电视网络的加速整合；第二是加快数字电视增值业务的发展。数字电视用户规模的迅速扩大和增值业务的不断推进将有效提升有线网业务的价值。

➤ 湖南省有线电视网络的加速整合

在网络整合方面，公司拥有湖南省 6000 多公里干线网络资源，约有 30% 为纯双向网。截至 2009 年 2 月，已完成整合的有 53 个市县（11 个地级市和 42 个县级市），共有有线电视用户 270 万户，其中数字电视用户 170 万户。实施投资整合的主体是电广传媒投资成立的子公司“湖南有线网络集团”，这家子公司是湖南省政府明确为湖南网络整合的唯一主体。2009 年上市公司将有线网业务作为主业的发展重点，计划在年底完成全省有线网络的整合，使有线电视用户规模达到 400 万户（湖南省大约共有 450 万用户）。我们认为，中信国安的有线网络资产收购到目前为止还并未寻求到一种令双方均可接受的收购方式，可能整合会较为困难。其拥有湖南省三个半市（拥有长沙 20 多万用户，约为全市用户的一半）和一个县的网络资产，约 60 万用户。因此，预计到年底，除了中信国安的 60 万用户，电广传媒实际将可发展的用户规模为 340 万左右。有线网络整合的同时，公司将大力推进数字电视业务的发展。计划在 2009 年底完成所有有线用户的整体平移，届时公司的有线数字电视用户将达到 340 万户左右。

关于双向网改造公司尚未有明确的规划，将在当前 30%双向化率的基础上逐步推进。然而，吸取其他省份的整转经验，公司在进行数字平移时赠送双向机顶盒，为增值互动业务的发展打好基础。目前公司采购的机顶盒 50%以上来自同洲电子，平均价格为 500 元/台，按 7 年进行摊销。

在网络整合过程中，上市公司在资金方面也作好了充足的准备。由国家开发银行和建设银行给上市公司提供了 33 亿规模的贷款，成为资金上的有力保证。

➤ 加快数字电视增值业务的发展

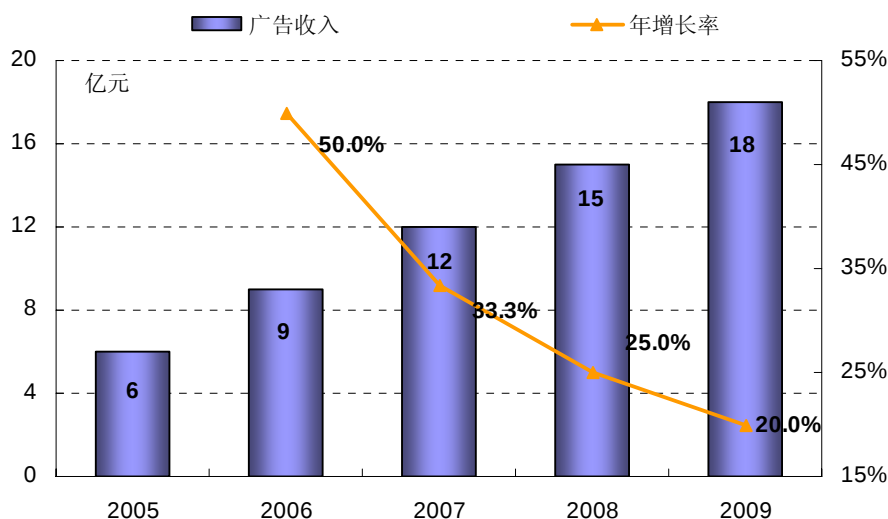
在数字化不断加大的基础上，公司将加快数字电视增值业务的发展。其增值业务主要包括视频点播、时移电视、家居银行等。目前公司认为电视教育的市场空间比较大，因此将此作为发展的重点。这个模式是跟湖南省一些重点中小学合作，将一些中小学生的课后的辅导工作与重点学校老师的讲解结合在一起，开通相应的点课业务。同时，公司也在做一些其他业务的探究，感觉市场的反应较好。

目前宽带业务大约拥有 2 万多用户，其年费为 800 元，相较电信 1000 元的年费，在价格上有较大吸引力。另外，公司的有线网均在 750 兆以上，相较电信的网络具有带宽优势。因此，我们认为公司的宽带业务还有较大的发展空间，但培育时间可能较长。

三、广告代理业务-收入持续增长，利润贡献不大

近年来随着湖南广电不断发展壮大成为国内最具优势的地方媒体，其广告业务收入持续较快增长。其中，湖南卫视单一频道就已收入可观，2008 年同比增长 25% 达到 15 亿。2009 年受到经济大环境下行的影响，整体电视广告投放量会相应受到影响。广告商将越来越关注媒体的收视率和品牌，电视广告的投放将不断向优势媒体集中。湖南卫视在省级卫视中连续 5 年收视率排行第一，基于优秀的节目创新能力，同时从 2009 年广告招标的情况来看，预计湖南卫视全年广告收入将能继续保持同比 20% 的增长，达到 18 亿元。公司代理的全部广告收入可达 20 亿元。

图 1：湖南卫视广告收入逐年快速增长（2005-2009）



资料来源：湖南卫视数据、中投证券研究所

电广传媒的广告分公司是湖南电视台和湖南经济电视台等 8 家广电媒体的独家代理，然而，由于湖南广电作为大股东持股比例较低，和上市公司之间的利益存在着难以协调的问题，因此虽然上市公司代理的业务总量很大，但代理收入的分成不断下降（具体情况如下），上市公司无法享受广告收入快速增加带来的利润增长。2008 年，广告业务总收入约为 20 亿，公司代理业务收入 3 亿，扣除运营成本费用，公司仅获 3000 万左右净利润，净利润率仅为约 1.5%。相应预计 2009 年广告业务净利润在 3000-4000 万之间。

2003-2007 年，电广传媒的广告代理采用保底分成的收入分配方式为：各媒体广告收入在 3 亿元以内的，双方按媒体 60%、公司 40% 的比例进行分配；年收入超过 3 亿元的，对超出部分按媒体 85%、公司 15% 的比例分配。从 2008 年开始，湖南广电与上市公司的广告代理协议采用一年一签的方式，且 2008、2009 年广告代理协议的内容改为：对全部媒体广告收入，双方按媒体 85%、公司 15% 的比例分配，且大量的经营管理费用等由上市公司承担。

我们认为，这一业务模式和分成比例的变化主要在于集团对上市公司的定位和在资源分配方面的战略考虑。公司广告代理业务相关条款是否能在未来有所改变，可能与集团的整体上市进程密切相关。

电广传媒在湖南省外的广告代理业务，由于不能依托强势媒体，因此经营发展更为艰难，虽收入增长逐年有所增加，但利润方面仍未有实际贡献。

四、节目制作业务-品牌优势逐步建立，但短期上升空间

仍然有限

电广传媒的节目制作业务发展秉承精品路线的原则，即采用名编剧、名导演、名演员的战略。其每年制作的节目量约为 200 部（集）左右。从上市以来做了一些有品牌的电视剧节目，如《还珠格格》、《乾隆王朝》、《雍正王朝》、《军人机密》等等，节目制作的 brand 优势已在业内逐渐建立起来。08 年公司的作品主要包括《上海王》、《生死桥》、《空镜子》以及最近一些反映中国改革开放 30 周年的节目。其中，《上海王》最为成功，推动 08 年节目业务收入的大幅增长 90%，预计全年收入可达约 3900 万。

然而，影视节目的成功与好的剧本及发行时机都有较大关系，因此收入增长具有不确定性。当前，由于国内节目制作市场供大于求，且竞争非常激烈，预计未来两年公司的节目制作业务收入规模将难有大规模增长。同时，由于对好剧本、名导演和名演员的追逐将导致成本的上升，因此节目制作业务的毛利率将有小幅下降。

现在公司在节目业务领域正在谋求转型，未来的发展思路是将节目制作业务与有线电视网络业务结合在一起，成为数字电视节目内容的集成商。

五、创投业务-运营良好，逐步跻身主业

从电广传媒上市以来的财务状况来看，巨额的投资收益一直是公司利润的重要来源，其中创投业务贡献的利润收益功不可没。公司的创投业务由全资子公司深圳达晨投资创投有限公司管理，目前它管理的资金规模大概 20 亿元，其中自有资金约 4 亿。现已投资了接近 40 个项目，这些项目主要涉及四个领域：传媒文化、现代农业、现代消费业和服务业。其中除了 2 个项目可能有问题之外，绝大多数项目运营良好。

然而，2008 年 4 月份以前，由于热钱抢项目，有些项目的收购市盈率较高。同时，随着创业板的推出预期越来越高，创投项目的收购市盈率不断提高，有些甚至达到 8-10 倍市盈率。因此，创投项目成本不断提高。

目前公司可立即获得收益的股权投资有 306 万股同洲电子，拓维信息股权也将于 2009 年解禁，公司拥有其 1715 万股，价值约 2.56 亿元。同时，公司还在积极做新的创投项目上市申请，2009 年已在证监会上报材料的有 6 家公司，包括福建圣农、华工百川、和而泰等。未来公司计划每年能成功上市 1、2 个项目，使创投业务逐渐成为公司的主业和稳定的利润来源。

在已报送上市申请材料的项目中，福建圣农排位比较靠前。这是一个做现代农业的项目，专供长江以南麦当劳和肯德基肉鸡供应商，业务发展较为稳定。公司约持有福建圣农 5000 万股，成本约为 1.4 元/股，以 2 倍左右 PE 收购，非常便宜。若上市成功，按 20 倍 PE，公司将获得 10 倍的投资回报，投资收益可达 5 亿元以上。

六、其他业务

➤ 长沙世界之窗：依托媒体实现盈利

公司持有长沙世界之窗有限公司 49% 股权，经营上委托给湖南经济电视台，托管经营期限从 2007 年 1 月 1 日至 2009 年 12 月 31 日，为期三年。在托管期内，委托方每年向受托方支付定额托管报酬 150 万元，该款于次年 1 月 1 日前一次性支付，该托管费用以预提方式计入当年费用。

2004 年以前，长沙世界之窗持续亏损。委托经营后，湖南经视文化充分利用湖南广电的媒体资源将一系列文化娱乐活动安排在世界之窗举行，吸引更多顾客，不但提升了世界之窗的名气，也使其真正开始盈利。公司持有世界之窗 49% 股权，预计 2008 年可贡献 500 万权益利润，2009 年将继续稳步发展。

➤ 国际会展中心：尚陷经营困境

国际会展中心酒店拥有 35 栋别墅，225 套客房，总投资 7.8 亿元。由于地处长沙城郊交通不便利，因此入住率较低，可能仅有 50% 左右，酒店自营业以来始终处于亏损状态（每年亏损规模在 5000 万左右），目前经营并无好转。上市公司对酒店为 100% 持股，07 年净亏损达到 6000 万以上，预计 08 年仍有 5000 万以上的亏损。我们认为，在持续亏损的情况下，公司可能会考虑剥离这部分资产，届时已飙升的地产价值（拿地成本约为 7.8 万元/亩，现已涨至约 200 万/亩）获得重估将成为最大看点。

➤ 房地产：09 年没有销售收入

目前，房地产业务仅有一些尚未开发的土地，09 没有销售收入。

七、盈利预测与投资评级

由于公司创投业务和其他证券收益具有较大不确定性，我们基于保守原则，预测公司 08-10 年 EPS 为 0.13、0.20、0.21 元。在当前 14.93 元的股价下，对应 PE 为 109、73 和 67 倍。由于整体上市预期是公司高 PE 的主要支撑，且这一预期将持续存在，我们给予公司“中性”的投资评级，暂不给目标价。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009	2010
流动资产	2705	3185	3533	3965	营业收入	2650	3085	3685	4358
现金	1315	1200	1200	1200	营业成本	1908	2223	2607	3109
应收账款	74	139	166	196	营业税金及附加	123	139	166	196
其它应收款	356	463	553	654	营业费用	166	185	221	261
预付账款	192	333	391	466	管理费用	340	386	442	523
存货	696	1000	1173	1399	财务费用	185	153	164	169
其他	71	50	50	50	资产减值损失	60	1	1	1
非流动资产	4015	4323	4482	4525	公允价值变动收益	-7	-35	-10	-10
长期投资	189	430	430	430	投资净收益	388	150	100	100
固定资产	2636	2954	3469	3288	营业利润	249	114	174	188
无形资产	215	215	215	215	营业外收入	13	12	12	12
其他	974	725	369	592	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	6719	7509	8016	8490	利润总额	256	121	181	195
流动负债	3210	3264	3529	3850	所得税	69	19	29	31
短期借款	1239	1248	1316	1371	净利润	187	102	152	164
应付账款	426	556	652	777	少数股东损益	74	48	73	78
其他	1545	1460	1561	1702	归属母公司净利润	113	53	80	86
非流动负债	1157	1837	1937	1937	EBITDA	640	457	569	616
长期借款	1133	1333	1433	1433	EPS (元)	0.33	0.13	0.20	0.21
其他	25	504	504	504	主要财务比率				
负债合计	4367	5101	5465	5786	会计年度	2007	2008	2009	2010
少数股东权益	613	661	733	811	成长能力				
股本	339	406	406	406	营业收入	29.4	16.4	19.5	18.2
资本公积	1345	1345	1345	1345	营业利润	1501.	-54.2	53.1	7.9%
留存收益	55	30	110	196	归属于母公司净利润	904.8	-53.1	50.0	7.6%
归属母公司股东权益	1739	1747	1817	1893	获利能力				
负债和股东权益	6719	7509	8016	8490	毛利率	28.0	28.0	29.3	28.7
现金流量表					净利率	4.3%	1.7%	2.2%	2.0%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	6.5%	3.0%	4.4%	4.5%
经营活动现金流	592	-269	296	314	ROIC	10.7	6.1%	7.1%	7.2%
净利润	187	102	152	164	偿债能力				
折旧摊销	206	191	231	259	资产负债率	65.0	67.9	68.2	68.1
财务费用	185	153	164	169	净负债比率	64.61	56.48	55.78	53.63
投资损失	-388	-150	-100	-100	流动比率	0.84	0.98	1.00	1.03
营运资金变动	310	-348	-151	-166	速动比率	0.63	0.67	0.67	0.67
其它	91	-216	-0	-12	营运能力				
投资活动现金流	-132	-264	-300	-200	总资产周转率	0.44	0.43	0.47	0.53
资本支出	537	400	400	300	应收账款周转率	26	26	24	24
长期投资	-67	34	0	0	应付账款周转率	7.44	4.53	4.32	4.35
其他	338	170	100	100	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-49	418	4	-114	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.13	0.20	0.21
短期借款	280	9	68	55	每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	-0.66	0.73	0.77
长期借款	262	200	100	0	每股净资产(最新摊薄)	4.28	4.30	4.47	4.66
普通股增加	0	68	0	0	估值比率				
资本公积增加	83	0	0	0	P/E	51.03	108.8	72.53	67.42
其他	-675	141	-164	-169	P/B	3.33	3.31	3.19	3.06
现金净增加额	411	-115	0	-0	EV/EBITDA	11	15	12	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

冷星星, 英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。2007 年 5 月加入中投证券研究所, 现为传媒行业研究员。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434