

2009 年 05 月 03 日

 市价(人民币): 16.35元
 目标(人民币): 12.81-15.62元

长期竞争力评级: 等于行业均值
市场数据(人民币)

 已上市流通A股(百万股) 318.94
 总市值(百万元) 6,644.29
 年内股价最高最低(元) 20.86/8.62
 沪深 300 指数 2622.93
 深证成指 9502.52

相关报告

- 1 《业绩大幅低于预期,网络业务成主业最大亮点》, 2009.4.16
- 2 《创投概念引领近期走势,资产注入窗口渐行渐窄》, 2009.1.23

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: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@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)

电广传媒 (000917.SZ)

——有线网络为主业最大亮点, 股价成“双刃剑”

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.048	0.279	0.052	0.162	0.341	0.426
净利润增长率	148.27%	483.84%	-81.19%	208.61%	110.50%	24.94%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.260	N/A	N/A
市盈率(倍)	133.56	74.06	257.00	100.93	47.95	38.38
行业优化市盈率(倍)	60.57	93.73	56.81	56.81	56.81	56.81
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
股息率	N/A	0.12%	N/A	0.20%	0.42%	0.78%
PE/G(倍)	0.90	0.15	N/A	0.48	0.43	1.54
净资产收益率	1.18%	6.52%	1.27%	3.79%	7.50%	8.80%
每股净资产(元)	4.85	5.14	4.14	4.27	4.54	4.84
市净率(倍)	1.58	4.83	3.26	3.83	3.60	3.38
每股经营性现金流(元)	0.21	1.75	0.91	1.73	1.74	1.87
已上市流通A股(百万股)	255.36	263.98	316.78	316.78	316.78	316.78
总股本(百万股)	338.65	338.65	406.38	406.38	406.38	406.38

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、价值评估与投资建议
■ 关键假设: 有线网络整合持续进行, 数字化平移效益显现; 创投项目套现需服从公司战略目标

- ◆ 经过近 3 年的收购、整合, 公司已完成全省 78 个市县中 55 个市县有线网络的收购整合工作, 截至 08 年底, 公司拥有湖南省近 300 万户有线网络用户, 公司计划 09 年内完成湖南省除中信国安参股 3 个半市 70 万用户以外全部有线网络的整合工作, 届时, 公司通过有线网络集团以及控股参股市县有线网络公司将拥有近 400 万用户, 网络运营规模效应进一步显现。
- ◆ 截至 08 年底, 公司已完成 180 万有线电视用户的数字化平移工作, 在获得基本收视维护费提价的基础上, 公司借鉴其他地区有线网络早期平移过程中的经验、教训, 自平移之初便采取赠送双向机顶盒的平移方式, 避免将来全面开展基于双向网络之增值业务的机顶盒配比问题, 并根据业务发展需要推进网络双向化改造, 导致折旧摊销成本相对较低, 平移后有线网络的盈利能力将持续提高。
- ◆ 电广借道达晨创业介入创业投资领域已成为资本市场的经典案例, 在基本抛售完毕同洲电子后, 目前公司可供出售金融资产则主要集中在拓维信息, 鉴于拓维在 3G 网络推出后具有广阔的发展空间, 并与电广传媒主业存在一定的关联性, 在产业发展初期便大规模抛售显得极不理智。而且, 更为重要的是, 公司未来可能重新启动的湖南广电集团

电视媒体经营性资产注入、省内有线网络全面整合乃至有线网络跨区域收购都需要一个相对理想的股价，过高的股价显然无助于公司传媒主业的加速发展，在此背景下，在 09 年大规模套现对公司具有重要意义的拓维信息显然缺乏合理的逻辑，电广套现创投项目实现投资收益的进度需要服从于公司的战略目标。据此，我们对未来 3 年创投项目套现收益进行了较为谨慎的估计。

■ 我们与市场观点的不同之处：有线网络整合模式构筑核心竞争力；创投收益套现谨慎

- ◆ 我们注意到，当前市场上对公司的关注更多集中在创投项目进展以及集团电视媒体资产注入的可能性，但我们认为，公司在省内有线网络切合实际且富有成效的整合模式已经日渐成为公司的核心竞争力，而且，公司已经意识到这一模式对于系统外网络资源乃至跨区域有线网络整合的重要意义，很可能利用多种多样的资本运作手段对有线网络资源进行更大范围的整合。
- ◆ 随着创业板的正式推出，市场对于公司创投项目的盈利前景越来越多地给予了很高的热情，但我们认为，创投项目收益的套现力度需满足公司战略发展的需求，在电视媒体资产尚未注入、有线网络整合仍有巨大空间等情况下，大规模套现创投项目实现盈利，进而导致股价居高不下，这对公司长远发展将产生不利影响，因此，我们总体对创投收益套现持较为谨慎的态度。

■ 估值与投资建议—维持“持有”评级

- ◆ 我们预测，电广传媒 2009~2011 年每股收益分别为 0.162 元、0.332 元和 0.408 元，按照最新的收盘价计算，09~2011 年动态市盈率分别为 110.93 倍、49.25 倍和 40.07 倍，处在行业估值的高端。
- ◆ 结合相对估值和绝对估值的评价结果，我们认为，电广传媒未来 12 个月合理的股价区间为 12.81~15.62 元，公司当前股价由于受创业板等因素的影响已经高于合理估值区间，同时考虑到股价上涨对集团传媒主业资产注入可行性的抵消作用，我们仍维持对公司的“持有”投资评级，投资者可根据自己的风险偏好关注交易性投资机会。

■ 股价表现的催化剂—集团媒体资产注入再次启动、有线网络扩张超预期

- ◆ 如果上市公司股价在未来一段时间内回落到理想水平，湖南广电可能再次启动通过定向发行股份收购资产的工作，由于有了前次停牌中止后更为充分的沟通，再次停牌重组成功的可能性将大大提高，届时，将对公司股价短期产生十分显著的积极影响。
- ◆ 从年报中反映的发展规划来看，公司不仅将在年内完成对湖南全省有线网络资产的整合，还有可能适时推动省外有线网络资源的整合，如果有线网络的扩张进程超出市场预期也将对股价产生催化作用。

■ 主要风险—广告经营受经济影响恶化，创投项目对估值影响的巨大波动性

- ◆ 尽管我们在预期广告业务恢复性增长时已基于谨慎原则，但本轮中国经济所面临的困难是前所未有的，不排除经济恶化程度超出预期，进而对广告投放产生更大的负面影响，这将导致公司业绩存在大幅低于预期的可能。
- ◆ 从历史经验来看，创投项目对于公司估值的影响极具波动性，在资本市场高涨时往往给予过高的估值，在市场低迷时似乎又变得“一文不值”，公司当前股价受创业板即将推出信息的刺激处在历史高位，我们不排除资本市场转向时，市场关于创投项目评价大幅下降将对公司估值又将产生强烈的压制作用。

内容目录

1. 公司盈利预测及说明.....	4
2. 估值.....	5
2.1. PE 估值.....	5
2.2. 分部门企业价值(EV)估值.....	5
2.3. DCF 估值.....	6
3. 数字化平移加速, 全省网络整合稳步推进.....	7
3.1. 有线网络整合稳步推进, 资本运作提升外延式扩张可行性.....	7
3.2. 2009~2010 年: 数字化平移效益进一步显现.....	9
4. 创投业务: 发展迅猛, 盈利套现需服从战略目标.....	11
4.1. 借道达晨创业平台, 打造上市公司参与创投业务经典案例.....	11
4.2. 账面盈利虽丰厚, 但套现进度需服从战略目标.....	12
5. 广告代理增长, 分成条款调整盈利影响显著.....	12
6. 酒店巨额亏损依旧, 影视制作等其他业务影响有限.....	13
7. 集团媒体资产注入尚待时日, 股价成“双刃剑”.....	14
附录: 三张报表预测摘要.....	15

图表目录

图表 1.电广传媒盈利预测详表(2007~2011F)	4
图表 2.传媒行业相对估值比较(2009.4.27).....	5
图表 3.电广传媒分部门企业价值估计	6
图表 4.DCF 估值假设条件.....	6
图表 5.DCF 估值表.....	7
图表 6.电广传媒所属有线网络用户持续增长.....	8
图表 7.湖南省有线电视用户分布(2008 年末)	8
图表 8.湖南有线网络集团股东一览(2009.1.13).....	8
图表 9.电广传媒有线网络资产分布及营收(截至 2008 年末)	9
图表 10.湖南省有线数字电视平移基本收视维护费调整方案.....	10
图表 11.电广旗下有线网络用户 ARPU 持续提高	10
图表 12.电广有线网络收入持续增长	10
图表 13.电广传媒旗下创投项目一览	11
图表 14.电广传媒投资收益分析及预测(2001~2012F).....	12
图表 15.电广传媒广告代理收入增长变化.....	13
图表 16.湖南电视台广告收入增长变化	13
图表 17.电广传媒广告代理业务毛利率变化(1998~2008)	13

1. 公司盈利预测及说明

鉴于公司目前主营业务架构未发生较大变化，仍将维持以有线网络运营、广告代理为主体的营收结构，而创业投资项目上市后可能实现的投资收益仍将是影响公司业绩走向的决定性因素。

图表1. 电广传媒盈利预测详表(2007~2011F)

(单位：千元)	2007	2008	2009F	2010F	2011F	2012F
营业收入	2,649,818	3,351,138	3,683,667	4,133,158	4,431,067	4,731,651
广告策划制作代理	1,871,500	2,257,421	2,392,866	2,680,010	2,894,411	3,111,492
影视节目交换制作发行	20,631	54,761	62,975	91,314	77,617	97,021
网络传输服务	576,567	857,826	1,017,600	1,130,500	1,206,200	1,250,200
旅游业	126,760	145,204	169,163	188,616	208,421	225,095
房地产业	114,290	20,480	22,528	21,402	20,332	21,348
其他	10,791	15,446	18,535	21,315	24,086	26,495
营业总成本	2,781,435	3,329,034	3,566,515	3,974,849	4,227,454	4,483,930
营业成本	1,907,986	2,328,958	2,513,069	2,800,045	3,004,237	3,210,388
广告策划制作代理	1,552,644	1,934,278	2,055,472	2,300,789	2,483,405	2,668,104
影视节目交换制作发行	17,705	36,051	45,027	56,158	51,615	62,288
网络传输服务	214,631	313,804	353,107	380,979	404,077	411,316
旅游业	15,698	28,871	31,295	34,328	37,516	39,392
房地产业	104,805	19,973	21,402	20,332	19,315	20,281
其他	2,505	5,746	6,765	7,460	8,310	9,008
综合毛利率	28.00%	30.50%	31.78%	32.25%	32.20%	32.15%
营业税金及附加	123,124	152,583	171,291	192,192	206,045	220,022
营业税金及附加比率	4.65%	4.55%	4.65%	4.65%	4.65%	4.65%
主营业务利润	618,708	869,597	999,308	1,140,920	1,220,785	1,301,241
销售费用	165,770	181,249	215,495	266,589	281,373	295,728
销售费用率	6.26%	5.41%	5.85%	6.45%	6.35%	6.25%
管理费用	339,721	412,168	464,142	516,645	549,452	581,993
管理费用率	12.82%	12.30%	12.60%	12.50%	12.40%	12.30%
财务费用	185,022	226,933	192,700	192,457	181,866	172,794
资产减值损失	59,812	27,143	9,820	6,922	4,481	3,004
其他经营收益	380,518	154,346	166,858	251,859	264,630	269,738
公允价值变动净收益	(7,028)	11,190	3,000	3,000	3,000	3,000
投资净收益	387,546	143,156	163,858	248,859	261,630	266,738
其中：对联营、合营企业的投资收益	0	0	26,040	27,040	22,580	17,063
营业利润	248,902	176,450	284,010	410,168	468,243	517,459
营业利润率	9.39%	5.27%	7.71%	9.92%	10.57%	10.94%
加：营业外收入	12,590	20,490	15,000	13,500	12,000	11,000
减：营业外支出	5,513	10,379	5,500	6,000	6,500	6,700
利润总额	255,979	186,561	293,510	417,668	473,743	521,759
利润率	9.66%	5.57%	7.97%	10.11%	10.69%	11.03%
所得税	68,789	51,334	80,715	114,859	127,911	140,875
实际所得税率	26.87%	27.52%	27.5%	27.5%	27.0%	27.0%
净利润	187,190	135,226	212,795	302,809	345,832	380,884
减：少数股东损益	73,796	113,896	146,828	168,059	179,833	186,633
少数股东损益比例	39.42%	84.23%	69.00%	55.50%	52.00%	49.00%
归属于母公司所有者的净利润	113,394	21,331	65,966	134,750	166,000	194,251
净利润率	4.28%	0.64%	5.78%	7.33%	7.80%	8.05%
增长	7174.01%	-27.76%	57.36%	42.30%	14.21%	10.14%
摊薄后每股收益	0.279	0.052	0.162	0.332	0.408	0.478

来源：国金证券研究所

根据我们的测算，电广传媒 2009~2011 年营业收入将分别达到 36.84 亿元、41.33 亿元和 44.31 亿元，每股收益将分别为 0.162 元、0.332 元和 0.408 元。

2. 估值

2.1. PE 估值

根据传媒行业相对估值比较(见图表 2)，公司 2009~2010 年动态市盈率高达 99.63 倍和 48.91 倍，远高于行业 39.76 倍和 29.68 倍的平均水平，处在行业相对估值水平的高端，目前公司股价明显不具有估值安全边际。然而，由于公司传媒主业的利润大部分主要来自于有线网络，这部分资产估值更为适合 EV/EBITDA 或 DCF 的估值方法，加上出售(交易性或可供出售)金融资产实现收益对业绩的重大影响，PE 估值主要作为公司相对估值的一个参考。根据 2010 年 30 倍的平均行业动态市盈率测算，公司合理价值为 9.90 元。

图表2. 传媒行业相对估值比较(2009.4.27)

代码	简称	收盘价	总市值 (亿元)	每股收益				市盈率PE				市净率 PB	市现率 PCF	投资 评级
		2009-4-27		TTM	2008	2009E	2010E	TTM	2008	2009E	2010E			
行业均值		13.50	74.39	0.35	0.35	0.41	0.49	95.11	61.02	39.76	29.68	3.60	13.21	
行业中值		13.06	57.89	0.26	0.28	0.30	0.39	46.79	38.67	32.93	27.16	3.31	12.75	
000839	中信国安	11.920	185.95	0.23	0.26	0.31	0.42	52.26	45.44	38.46	28.38	3.62	45.10	持有
600037	歌华有线	10.150	107.62	0.34	0.31	0.26	0.29	29.62	32.74	39.04	35.00	2.54	-165.31	持有
600825	新华传媒	17.120	99.38	0.59	0.47	0.53	0.66	28.87	36.66	32.30	25.94	5.31	100.18	买入
000917	电广传媒	16.140	65.59	0.03	0.06	0.16	0.33	520.65	269.00	99.63	48.91	3.90	15.19	持有
000793	华闻传媒	4.350	59.17	0.11	0.13	0.16	0.18	82.96	33.54	28.06	24.17	2.81	198.63	持有
600551	时代出版	28.990	56.62	1.10	1.06	1.20	1.29	30.42	27.34	24.16	22.47	3.26	-110.35	买入
600880	博瑞传播	15.010	56.33	0.51	0.52	0.61	0.68	77.97	28.81	24.66	22.07	5.42	92.20	买入
601999	出版传媒	8.320	45.84	0.22	0.20	0.25	0.26	41.33	40.68	33.55	31.63	3.35	-47.19	持有
002238	天威视讯	14.200	37.91	0.28	0.30	0.30	0.40	32.98	46.91	47.49	35.59	3.18	10.30	买入
600831	广电网络	8.840	29.47	0.08	0.18	0.29	0.39	54.05	49.08	30.22	22.67	2.56	-6.65	买入

来源：Wind，国金证券研究所

2.2. 分部门企业价值(EV)估值

在公司资产架构未发生重大变化的情况下，未来 3 年的利润构成中非主营业务的投资收益贡献了相当部分的比重，我们基于对公司旗下不同资产、业务板块产业价值的判断，进行企业价值的重估。据此，我们从有线网络、影视会展中心—世界之窗、广告代理—电视节目合作、创业投资、房地产 5 个板块对公司企业价值加以判断、估计，并扣除付息净债务和少数股东权益后，测算的每股股东价值为 12.18 元(见图表 3)。

图表3. 电广传媒分部门企业价值估计

分部门价值评估	金额(百万)	比例
有线网络	3,500.0 ^注	42.17%
影视会展中心-世界之窗	1,000.0	12.05%
广告代理-电视节目合作	1,000.0	12.05%
创业投资	2,500.0	30.12%
房地产	300.0	3.61%
企业价值	8,300.0	
减：付息净债务	3,250.0	
少数股东权益	100.0	
股东价值	4,950.0	
总股本(百万股)	406.4	
每股股东价值(元/股)	12.18	

来源：国金证券研究所

注：有线网络资产的价值已按照公司在湖南有线网络中权益比例进行计算。

2.3. DCF 估值

随着国内资本市场的大幅调整，市场逐渐回复理性，现金流 DCF 估值方法已能够较好应用上市公司合理价值的评估上，因此，我们在确定公司合理估值区间时重点参考了 DCF 估值的结果。

图表4.DCF 估值假设条件

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	0.96	股本总额(百万股)	406.38
无风险利率	3.80%	股价	16.10
风险溢价	6.75%	股票市值	6,542.69
资产贴现率Ka	10.27%	债务总额	3,992.51
加权平均资本成本WACC		债务利率	6.80%
		实际税率	27.50%
D/(E+D)	37.90%	股票Beta	1.10
E/(E+D)	62.10%		
WACC	8.84%	股票贴现率Ke	11.22%

来源：国金证券研究所

我们分别使用 APV、WACC、FCFE 三种 DCF 估值方法对公司进行估值，测算结果分别为 9.84 元、15.62 元、12.81 元。据此，我们认为，公司合理股价区间为 12.81 元~15.62 元

图表5.DCF 估值表

估值方法	每股价值	估值方法	每股价值									
APV	9.84	FCFE	12.81									
WACC	15.62											
I、APV												
每股价值	9.84	TV增长率	2.5%									
企业值	8,725.23	Ka	10.27%									
股票价值		债务	3,992.51									
		投资	984.87									
股票价值	4,000.15	少数股东权益	732.57									
会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合计
FCF	-51.18	168.66	387.90	421.30	717.37	771.66	858.89	893.42	927.53	963.56	12,718.81	18,777.91
ITS	58.69	60.54	55.13	51.81	42.37	35.08	25.62	22.25	20.86	19.48	257.09	648.92
PV(FCF)	-46.41	138.72	289.33	284.99	440.10	429.33	433.38	408.83	113.63	116.96	4,786.94	7,395.80
PV(ITS)	53.23	49.79	41.12	35.05	25.99	19.52	12.93	10.18	0.00	0.00	96.76	344.57
II、WACC												
每股价值	15.62	TV增长率	2.5%									
企业值	11,073.98	WACC	8.84%									
股票价值		债务	3,992.51									
		投资	984.87									
股票价值	6,348.89	少数股东权益	732.57									
会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合计
FCF	-51.18	168.66	387.90	421.30	717.37	771.66	858.89	893.42	927.53	963.56	15,587.19	21,646.29
PV(FCF)	-47.02	142.38	300.88	300.26	469.76	464.28	474.81	453.80	432.88	413.18	6,683.90	10,089.11
III、FCFE贴现												
每股价值	12.81	TV增长率	2.5%									
企业值	5,207.42	Ke	11.22%									
股票价值		债务	3,992.51									
		投资	984.87									
股票价值	5,207.42	少数股东权益	732.57									
会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合计
FCFE	459.99	-45.47	-117.90	-61.89	534.47	-156.28	460.69	746.67	784.95	825.13	9,699.06	13,129.41
PV(FCFE)	413.59	-36.76	-85.69	-40.45	314.06	-82.57	218.84	318.91	301.43	284.90	3,348.88	4,955.13

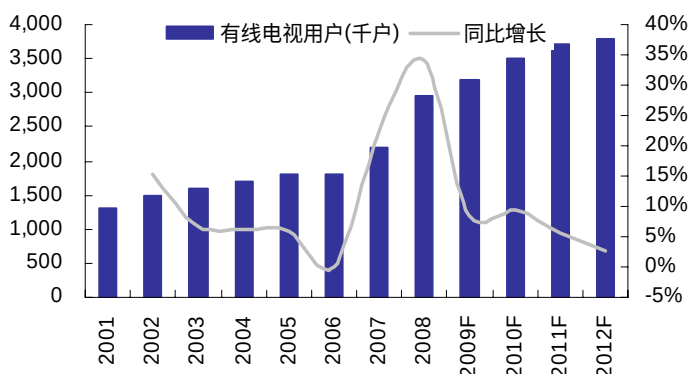
来源：国金证券研究所

3. 数字化平移加速，全省网络整合稳步推进

3.1. 有线网络整合稳步推进，资本运作提升外延式扩张可行性

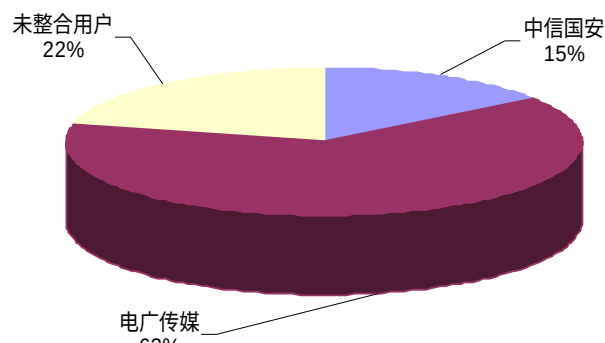
经过近 3 年的收购、整合，电广传媒已完成全省 78 个市县中 55 个市县有线网络的收购整合工作，截至 08 年底，公司拥有湖南省近 300 万户有线网络用户，仅 08 年一年就整合有线电视用户 80 万户，增幅高达 34.09%，为过去 8 年间用户数增长最快的一年(见图表 6)。而且，通过 08 年一年的努力，公司已与全省大部分县市区广电局达成有线网络整合意向，除中信国安(000839.SZ)参股之 3 个半市(岳阳、湘潭、益阳、长沙一部分)的 70 万户有线电视用户(数字化平移过程中用户数亦有所增加)外，其余 100 万户都将本着“政府主导、市场化运作”的原则加以整合(见图表 7)。

图表6. 电广传媒所属有线网络用户持续增长



来源：国金证券研究所

图表7. 湖南省有线电视用户分布(2008 年末)



截至 08 年底，电广传媒现已形成以湖南有线网络集团为主、控参股市县有线网络公司为辅的有线网络资产业务架构。09 年 1 月 13 日，公司公告其下属控股子公司——湖南有线网络集团拟对干线网公司、桃江电广等 14 家网络公司股东进行增资扩股。藉此，电广传媒在对湖南有线网络集团控股比例进一步提高到 62.9849%的同时，整合进入湖南有线网络集团这一整合平台的有线城域网达到 44 家(见图表 8)；在湖南有线统一平台以外，电广传媒还通过控、参股的方式参与 11 个有线城域网的经营，由此形成电广传媒完整的有线网络运营架构。根据 08 年报披露，营业收入合计达到 88095.52 万元，净利润也累计达到 29688.56 万元，净利润率为 33.70%(见图表 9)，处在国内已启动数字化平移省份的较高水平。

图表8. 湖南有线网络集团股东一览(2009.1.13)

序号	股东名称	股份数	持股比例
1	湖南有线网络集团	99,444,854	62.98%
2	株洲市广播电视台	4,036,918	2.56%
3	衡阳市广播电视台	8,856,109	5.61%
4	常德市广播电视台	2,711,758	1.72%
5	郴州市广播电视台	4,388,463	2.78%
6	永州市广播电视台	4,292,680	2.72%
7	怀化市广播电视台	3,677,447	2.33%
8	湘西自治州广播电视台	2,419,672	1.53%
9	张家界市广播电视台	1,847,525	1.17%
10	娄底市广播电视台	1,095,042	0.69%
11	邵阳市广播电视台	2,017,764	1.28%
12	冷水江市广播电视台	1,347,473	0.85%
13	耒阳市广播电视台	1,382,166	0.88%
14	石门县广播电视台	1,408,748	0.89%
15	邵阳县广播电视台	810,150	0.51%
16	桃源县广播电视台	1,047,647	0.66%
17	洞口县广播电视台	911,926	0.58%
18	洞口县广播电视台	964,160	0.61%
19	澧县广播电视台	874,981	0.55%
20	汉寿县广播电视台	879,148	0.56%
21	安化县广播电视台	827,847	0.52%
22	津市市广播电视台	558,396	0.35%
23	常德市广播电视台	714,627	0.45%
24	怀化市广播电视台	710,303	0.45%
25	安乡县广播电视台	437,907	0.28%
26	华容县广播电视台	645,418	0.41%
27	平江县广播电视台	654,270	0.41%
28	邵阳县广播电视台	574,286	0.36%
29	临澧县广播电视台	575,698	0.36%
30	桃源县广播电视台	570,522	0.36%
31	新化县广播电视台	513,111	0.33%
32	宁乡县广播电视台	745,890	0.47%
33	桃江县广播电视台	557,136	0.35%
34	南县广播电视台	572,458	0.36%
35	沅江广播电视台	828,508	0.52%
36	沅陵县广播电视台	293,423	0.19%
37	芷江广播电视台	318,954	0.20%
38	江华县广播电视台	185,792	0.12%
39	蓝山县广播电视台	385,617	0.24%
40	双牌县广播电视台	305,559	0.19%
41	祁阳县广播电视台	682,050	0.43%
42	新田县广播电视台	229,450	0.15%
43	东安县广播电视台	506,105	0.30%
44	双峰县广播电视台	453,051	0.29%
45	涟源市广播电视台	625,875	0.40%
合计		157,886,882	100%

来源：公司资料，国金证券研究所

图表9. 电广传媒有线网络资产分布及营收(截至2008年末)

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	净利润率
合并报表					
湖南省有线网络(集团)股份有限公司	134,702.31	61.03%		28,847.61	
湖南省广播电视网络有限责任公司	10,000.00	100.00%			
桃江电广网络有限公司	1,380.00	60.00%			
双峰电广网络有限公司	995.55	55.00%			
南县电广网络有限公司	1,255.55	55.00%			
炎陵电广网络有限公司	587.76	51.00%	85,782.60		34.05%
祁阳电广网络有限公司	1,700.00	60.00%		365.06	
江永电广网络有限公司	610.00	70.00%			
新田电广网络有限公司	750.00	70.00%			
绥宁电广网络有限公司	702.50	60.00%			
屈原电广网络有限公司	650.00	55.00%			
权益法核算					
望城广达广播电视宽带信息网络有限公司	1,530.00	49.00%	840.44	328.92	39.14%
涟源电广网络有限公司	1,215.70	49.00%	348.48	117.60	33.75%
双牌电广网络有限公司	588.24	49.00%	159.30	1.99	1.25%
蓝山电广网络有限公司	740.00	49.00%	166.87	7.85	4.70%
临湘电广网络有限公司	1,610.00	49.00%	200.26	25.41	12.69%
江华电广网络有限公司	610.00	49.00%	147.25	1.88	1.28%
东安电广网络有限公司	980.39	49.00%	225.28	0.09	0.04%
云溪电广网络有限公司	400.00	49.00%	18.40	-8.35	-45.38%
永顺电广网络有限公司	1,128.00	49.00%	95.41	0.41	0.43%
汨罗电广网络有限公司	1,600.00	49.00%	111.23	0.09	0.08%
永兴电广网络有限公司	1,800.00	49.00%			
慈利电广网络有限公司	1,833.00	49.00%			
新化电广网络有限公司	1,520.00	49.00%			
新宁电广网络有限公司	800.00	49.00%			
泸溪电广网络有限公司	882.00	49.00%			
合计	170,571.00		88,095.52	29,688.56	33.70%

来源：国金证券研究所

根据 08 年报中披露的发展计划，09 年电广传媒在进一步推进对湖南省其他尚未完成之市、县、区有线网络整合工作的同时(我们在公司调研时有线网络集团所有主要领导都在奔赴各地洽谈网络整合事宜)，将适时启动省外网络的投资。与此同时，公司拟积极引进实力强大、特别是具有同业资源的战略投资者，通过强强联合，实现优势互补。而且，从中信国安以其持有的南京、常州、武进、金坛有线电视项目权益资产及现金参与江苏有线(占股 20%)整合成立的“前车之鉴”来看，我们认为，不排除电广传媒以湖南有线网络集团为平台实现湖南省有线网络全面整合的可能，依托巨大的用户群，发展、壮大有线网络，以获得良好的规模综合效益。

此外，我们认为，以中信系公司偏好资本运作的产业经营模式来看，如若换位思考，中信国安可能更倾向于以其在湖南的有线网络资产换取可直接流通的上市公司股权，而不仅仅是一个有线网络集团小股东的参股权益。

3.2. 2009~2010 年：数字化平移效益进一步显现

湖南作为全国最早被列为开展数字电视的 13 个试点省市之一，从 2005 年便开始了数字电视整体平移的各项准备工作：2005 年 7 月，湖南省物价局就调整全省有线数字电视用户收视费标准成功举行了听证会，该调整方案于 2006 年 3 月获得湖南省政府的正式批准(见表 9)；2005 年 9 月，《湖南省有线数字电视技术规范》通过专家论证，由湖南省广电局正式颁布。基于此，湖南省已经为推动全省有线电视用户数字化整体平移，打造湖南数字电视产业发展平台，奠定了良好的基础。截至 08 年底，公司已完成 180 万用户的数字化平移。

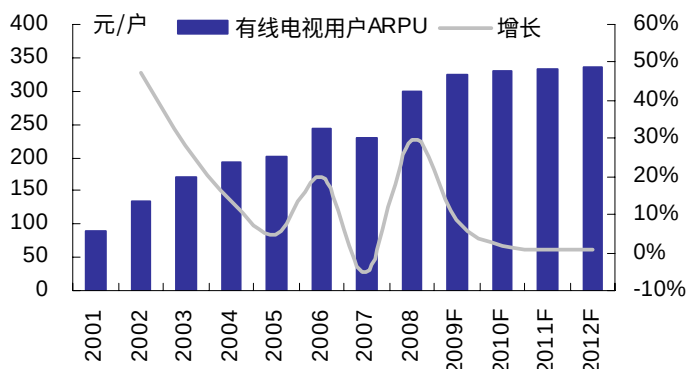
图表10. 湖南省有线数字电视平移基本收视维护费调整方案

同户同址电视机	长沙、株洲、湘潭三市城域网(元/月)	其他城市、县城(含长、株、湘的县级市、县城)(元/月)	国家和省级贫困县(元/月)
第 1 台	24.5	24	23.5
第 2 台	10	10	10
第 3 台	10	10	10
第 4 台	24.5	24	23.5

来源：国金证券研究所

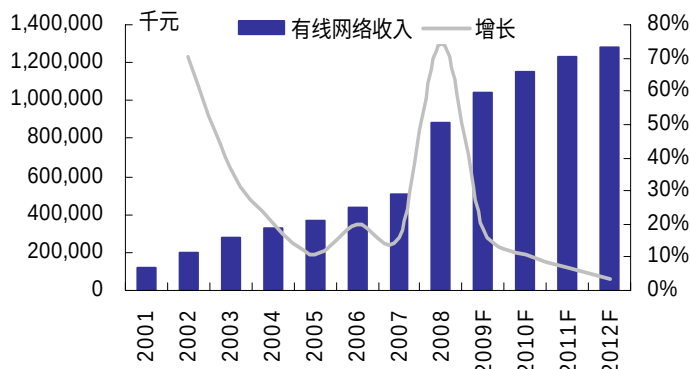
鉴于其他地区有线网络早期平移过程中的经验、教训，公司自平移之初便采取赠送双向机顶盒的平移方式，避免将来全面开展基于双向网络之增值业务的机顶盒配比问题。公司旗下有线网络在通过数字化平移实现提高基本收视维护费的同时，对有线网络业务资本支出占比最大的机顶盒成本采取转固定资产进行折旧的方式摊销，折旧年限长达 8 年。而且，考虑到湖南省大多数地区的经济发展水平，公司并没有急于进行网络双向化改造，截至 08 年底，完成双向改造的用户不足 2 万户，由此导致折旧摊销成本相对较低，使得电广平移后有线网络的盈利能力相对较高。随着有线数字电视渗透率的进一步提高，有线电视用户 ARPU 值持续提高(见图表 11)，并在各市县网络不断整合、用户数增长的推动下，公司有线网络业务收入保持了良好的增长势头，尤其是 08 年，增幅高达 74.15%(见图表 12)。而且，由于数字电视用户快速增加过程中收入、利润滞后反映的特点，数字化平移的经济效益将进一步显现。

图表11. 电广旗下有线网络用户 ARPU 持续提高



来源：国金证券研究所

图表12. 电广有线网络收入持续增长



4. 创投业务：发展迅猛，盈利套现需服从战略目标

4.1. 借道达晨创业平台，打造上市公司参与创投业务经典案例

从公司近几年资产变化以及国内资本市场的变化趋势来看，投资收益已经成为公司盈利十分重要的组成部分。虽然未来对湖南有线网络、电视媒体资源的整合应是公司主业最为重要的发展方向，但如果能够对投资进行策略性的有序架构，将成为主业尚未架构完整情况下盈利和运营资金的有效补充。

自荣涵投资于 06 年 10 月收购达晨创业 75%股权以来，公司以达晨创业为主要运作平台的创投业务板块日渐清晰，并在此基础上成立达成创投管理公司，藉此一并解决达晨公司管理团队、电广传媒相关管理人员(合计占股 45%)的激励机制，逐步发展成为国内创业投资领域的知名品牌。近年来，公司创投业务发展迅猛，不进已有同洲电子、拓维信息两个项目实现上市(同洲电子已全部套现)，还投资 30 多家具有良好发展前景的优质项目，其中，福建圣农、华工百川、郑州威科姆、爱尔眼科等项目已进入上市程序。我们根据公司年报以及达晨创业网站的不完全统计，公司及其子公司投资或管理的创投项目达到 34 个(见图表 13)，直接投资金额 1.75 亿元(达晨创投管理之创投基金投资的金额不在其列)。就我们所能了解到的不完全信息来看，创投项目全部上市后形成的市值将成为公司价值十分重要的组成部分。

图表13. 电广传媒旗下创投项目一览

序号	项目名称	主营业务	原始投资金额 (万元)	持股比例	上市进程
深圳市达晨创业投资有限公司			持股比例	100%	
1	深圳同洲电子	中国目前最大的数字电视机顶盒生产企业	960	7.47%	已全部抛售。
2	广州华工百川	高分子材料特种制品及核心设备	40	7.75%	进入上市辅导期
3	深圳金百泽	PCB设计、生产、服务	40	12.50%	07年拟股改
4	福建圣农发展	标准化作业的肉鸡加工	2,116	4.20%	进入上市辅导期
5	湖北武大有机硅	精细有机硅新材料的研发、生产	499	6.28%	进入武汉三板上市辅导期
6	四川中汇医药	中成药、保健食品、中药提取物	230	0.77%	已上市
7	浙江华友钴镍材料	钴镍材料加工	510		已进入上市辅导期
8	爱尔眼科集团	眼科医疗服务	90		已上报上市材料
9	东方广视	有线网络双向互动数字电视系统	995		尚未进入上市程序
10	天派电子	信息、GPS、DVD等车载多媒体系统	576		尚未进入上市程序
11	广州宏昌电子材料工业公司	电子级环氧树脂	2,295		已报上市材料
12	深圳市时代赢客网络	专业数字广告提供商	1,000		尚未进入上市程序
13	雅鹿集团	羽绒服、休闲服、西服、衬衫、毛衫、女式时装等生产基地	2,025		尚未进入上市程序
14	瑞达信息安全产业公司	可信信息产品及安全解决方案提供商	406		尚未进入上市程序
15	湖南多喜爱保健科技公司	床上用品	900		尚未进入上市程序
16	北京拓尔思信息技术有限公司	搜索技术和内容管理技术供应商	513	2.86%	已上报上市材料
17	辽宁优格生物科技有限公司	优格乳、乳酸菌、清火茶	20		尚未进入上市程序
18	郑州威科姆电子科技有限公司	宽带网络多媒体	805		已上报上市材料
深圳市荣源投资有限公司			持股比例	99.62%	
19	深圳和而泰	家电智能控制系统设计制造	673	20%	进入上市辅导期
20	广州科密汽车	汽车制动零部件的研发、生产	643	7.50%	尚未进入上市程序
21	湖南湘云生物	中国工程院刘钧院士项目	300	15%	尚未进入上市程序
22	深圳西风科技	基本失败	173	0.50%	基本失败
电广传媒			直接持有		
23	湖南拓维信息	手机动漫等增值业务	1,715	28.65%	已上市
达晨创业投资管理有限公司			持股比例	55.00%	管理团队 45.00%
24	惠州亿纬电源科技有限公司	一次锂电池的开发和制造			已上报上市材料
25	上海网宿科技发展有限公司	互联网业务平台提供商			进行上市申报工作
26	深圳市茁壮网络技术有限公司	数字电视软件开发商			尚未进入上市程序
27	北京恒泰艾普石油勘探开发技术有限公司	石油勘探与开发综合技术研究、软件研发、产品销售、技术培训、技术服务、技术咨询		5.88%	尚未进入上市程序
28	深圳市大富豪实业发展有限公司	家具品牌连锁店		2.31%	尚未进入上市程序
29	现代后勤产业集团	企业后勤服务			尚未进入上市程序
30	广东同望科技股份有限公司	项目管理、数字交通、电子政务三大产业领域相关管理业务研究和信息化技术开发			尚未进入上市程序
31	北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司	整合营销传播		6.25%	尚未进入上市程序
32	广州移盟数字传媒科技有限公司	新型互动传媒公司			尚未进入上市程序
33	深圳好家庭事业有限公司	体育健身器材和体育用品的研发、设计、制造、经销			尚未进入上市程序
34	北京数码视讯科技股份有限公司	数字广播电视基础网络设备的研制与开发			尚未进入上市程序
合 计				17,523	

来源：公司资料，达晨网站，国金证券研究所

4.2. 账面盈利虽丰厚，但套现进度需服从战略目标

据 08 年报显示，公司之前所持同洲电子股份已基本全部套现，目前公司所持能够在今年套现的可供出售金融资产则主要集中到拓维信息。截至 08 年底，公司持有拓维信息(002261.SZ)1715 万股，按照 4 月 30 日收盘价计算，这部分股权价值高达 6.7 亿元。尽管公司在拓维信息上的投资早就通过分红收回，但由于对可供出售金融资产采用上期末账面价值作为成本，则按照目前市值和 08 年底的账面价值计算，这部分股权账面盈利预计在 5.6 亿元左右。而且，随着创业板的正式启动，由于创业板对企业资产、盈利规模要求相对较低，电广旗下创投项目的上市套现进程有望提速，不仅创投项目套现实现的投资收益能够长时期维持相当规模，而且，还将推动创投板块的估值迅速向其市值靠拢。

然而，对于 09 年创投项目可流通后电广的套现进程，我们却有与市场不尽相同的观点。拓维信息主业从事移动增值服务，其重点发展的手机动漫业务一方面与电广的传媒主业存在一定关联性，属新媒体业务，另一方面，随着 3G 网络业务的全面启动，无线宽带增值业务将拥有巨大的发展空间，在 3G 市场启动初期便大规模套现拓维信息无疑是十分不理智的。而且，更为重要的是，公司未来可能重新启动的湖南广电集团电视媒体经营性资产注入、省内有线网络全面整合乃至有线网络跨区域收购都需要一个相对理想的股价，过高的股价显然无助于公司传媒主业的加速发展，在此背景下，在 09 年大规模套现对公司具有重要意义的拓维信息显然缺乏合理的逻辑。电广套现创投项目实现投资收益的进度需要服从于公司的战略目标。

鉴于公司减持可供出售金融资产对公司业绩的影响显著，同时考虑到公司有线网络、传媒主业未来长期发展目标，我们对未来 3 年此部分收益进行了较为谨慎的估计(见图表 14)。

图表14. 电广传媒投资收益分析及预测(2001~2012F)

投资收益(千元)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F	2012F
交易性金融资产收益	0	2,862	17,010	23,261	(18,125)	(52,996)	75,246	85,312	(8,265)	10,000	10,000	10,000	10,000
可供出售金融资产收益								219,024	80,393	65,342	138,701	153,571	157,452
持有到期投资持有期间收益	43,235	59,115	46,205	36,190	36,190	36,190	36,540	56,419	52,005	50,300	51,200	52,100	53,000
股权转让收益						30,000	23,522	4,884					
权益法下核算实现的收益	313	(3,320)	18,164	28,592	41,742	39,922	30,019	21,461	18,906	26,040	27,040	22,580	17,063
成本法核算被投资单位分红	10,000	0				25	(9)		118				
股权投资差额摊销	0	(578)	(798)	(912)	(1,326)	(1,479)	(5,705)						
计提长期投资减值准备					(5,000)	(25,000)	(3,333)						
其他								447					
合 计	53,548	58,079	80,581	87,131	53,481	26,662	156,280	387,547	143,157	151,682	226,941	238,251	237,515

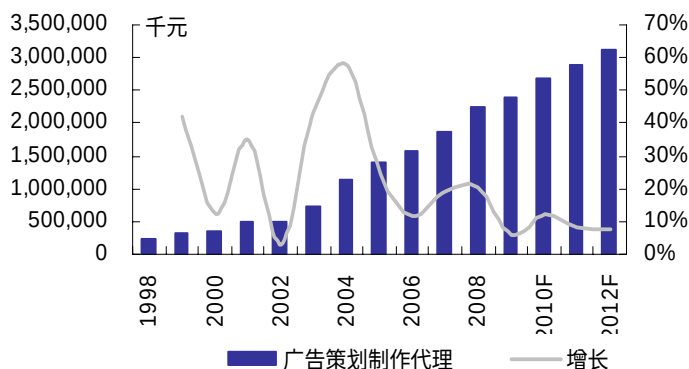
来源：公司资料，国金证券研究所

5. 广告代理增长，分成条款调整盈利影响显著

公司的广告业务以代理湖南电视台广告为主，并通过广州韵洪这一平台进行省外广告的代理。08 年，公司广告代理收入达到 22.57 亿元，同比增长 20.62%(见图表 15)，其中代理湖南电视台广告估计在 20.8 亿元左右，亦实现了 14.29%的增幅(见图表 16)，仅湖南卫视单频道广告收入就突破 15 亿元，成

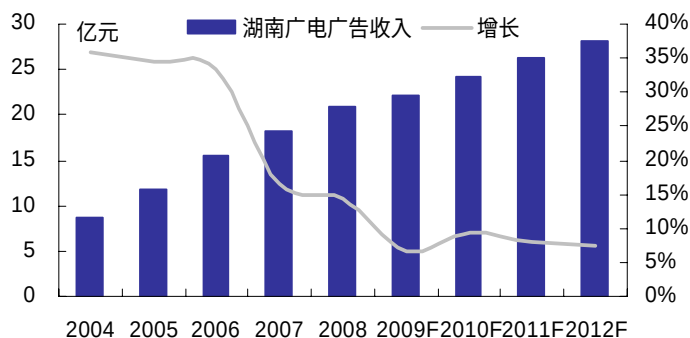
为省级卫视中广告收入最高的频道。然而，经济不景气导致企业广告投放显著减少也将对公司的广告代理业务产生影响，代理湖南电视台广告和整体广告收入增速大幅放缓应是较为合理的假设(见图表 15、16)。

图表15. 电广传媒广告代理收入增长变化



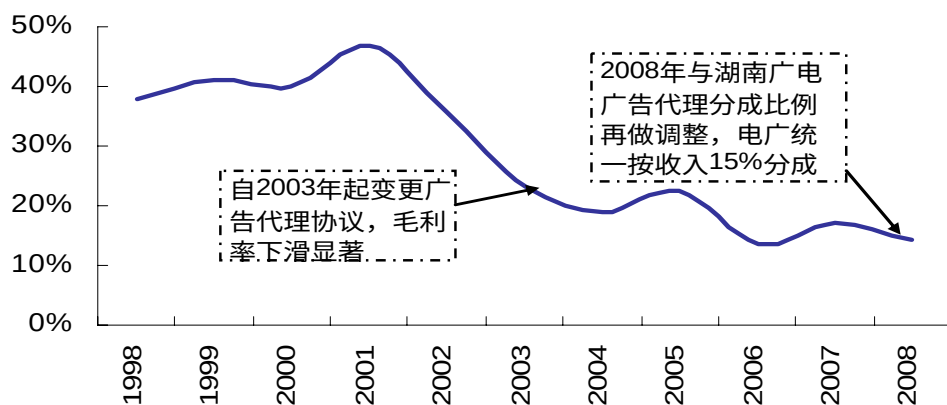
来源：公司资料，国金证券研究所

图表16. 湖南电视台广告收入增长变化



此外，从 08 年开始，公司与湖南广电的广告分成比例再次进行了调整：由原来的“广告收入 3 亿元以内(含 3 亿元)按 40%分成，超出 3 亿元部分按 15%分成”调整为“统一按广告收入 15%分成”。分成比例的调整对公司广告代理业务毛利率产生十分显著的负面影响(见图表 17)，而鉴于在正常情况下这一分成比例不太可能向上调整，因此，广告代理业务毛利率水平也将在低位徘徊。

图表17. 电广传媒广告代理业务毛利率变化(1998~2008)



来源：公司资料，国金证券研究所

6. 酒店巨额亏损依旧，影视制作等其他业务影响有限

湖南影视会展中心占地面积 300 余亩，建筑面积近 15 万平方米，总投资 7.8 亿元人民币，拥有 35 栋别墅，225 套各种类型客房。中心投资规模虽然较大，但酒店经营的主体—客房却十分有限，房价则受长沙地区整体房价水平偏低的影响也定位较低（最低协议价仅为 360 元/天—标准间），加上酒店地处城郊，也在一定程度上影响了酒店的入住率，而酒店配套的会议、娱乐、餐饮等设施由于入住水平和地理位置等原因利用率较低，导致酒店自正式营业以来

始终处于亏损状态。影视会展中心酒店在 07 年成为公司的全资子公司后，亏损依旧保持在较高的水平，08 年由于自然灾害、经济不景气、地震后会议活动减少等原因亏损更是达到创记录的 6436.1 万元。酒店从 09 年开始聘请原华天大酒店的部分高管，对酒店经营从市场营销到餐饮服务均进行了较大调整，逐步显现出一些新气象。尽管我们对短期内迅速减亏不存有任何幻想，但亏损有所收敛是可以预期的。

由于影视剧制作的非连续性和市场发行的不确定性，公司源自影视剧制作发行的收入呈现出非常波动的特点。08 年实现收入 5476.1 万元，同比增长 165.43%，毛利率也由 07 年的 14.18% 大幅跳升至 08 年的 34.17%，提高 20 个百分点，这也大大增加了我们预测准确的难度。但总体来看，这部分业务对公司业绩的整体影响有限。

长沙世界之窗在 03 年委托给湖南经视文化传播有限公司经营后，通过引入经视丰富的媒体资源，在长沙本地进行有效宣传的同时，利用世界之窗作为场所积极开展媒体节目的互动活动。近几年，随着湖南广电《超级女生》、《快乐男生》、《奥运冲冲冲》等节目的热播，与之相关的互动活动往往能吸引众多观众前往，由此大大提升了主题公园的经营深度，也籍此推动了园内景观、参与性活动的更新改造。08 年，长沙世界之窗实现净利润 1338.91 万元，《奥运冲冲冲》等观众参与度较高的节目对其经营产生积极影响。我们预期，09 年由于节目调整，收益或将有所下降，而之后仍将维持平稳增长的态势。

由于“圣爵菲斯”前三期房产均已告售罄，08 年房地产业务仅结算 2048 万收入，毛利率降为 2.48%。鉴于当前国内房地产市场前景尚不明朗，“圣爵菲斯”4 期的开发进度将有所放缓，待市场趋势明朗后再做规划。

7. 集团媒体资产注入尚待时日，股价成“双刃剑”

尽管公司在 08 年 10 月发布公告中止筹划发行股份购买湖南广电集团媒体经营性资产，但停牌事件本身让我们看到了电视媒体资产通过资本运作实现上市的可能性和未来前景。由于电视媒体资产的注资行为在国内文化传媒行业尚属首次，鉴于电视媒体时效性很强，并涉及极为敏感的意识形态、舆论导向等问题，改制重组的复杂程度应在预料之中。既符合国家政策法规、舆论监管要求又满足上市条件的电视媒体资产业务“边界”究竟划在何处，无论是广电总局，还是中宣部，均无现成的规章可循，方案形成过程本身就需要与相关部门进行反复沟通、商榷。而且，在当前公司股价高企不下的情况下，以“定向发行股份收购资产”方式推动湖南广电媒体资产注入存在较大的难度。参考之前集团停牌时的价格，我们总体认为，在电广传媒 13 元以上的股价操作集团资产注入几无可能。此外，公司进行省内外有线网络资产的整合可能也需要一个相对较低的股价配合，因此，公司二级市场价格则成为了“双刃剑”。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销货净收入	2,030	2,650	3,351	3,684	4,133	4,431
增长率		30.5%	26.5%	9.9%	12.2%	7.2%
销货成本	-1,462	-1,702	-2,062	-2,184	-2,417	-2,583
% 收入	72.0%	64.2%	61.5%	59.3%	58.5%	58.3%
毛利	568	948	1,289	1,500	1,716	1,848
% 收入	28.0%	35.8%	38.5%	40.7%	41.5%	41.7%
销售及行政费用	-484	-629	-746	-851	-975	-1,037
% 收入	23.9%	23.7%	22.3%	23.1%	23.6%	23.4%
EBITDA	84	320	543	649	741	812
% 收入	4.1%	9.5%	9.7%	13.4%	12.6%	12.5%
折旧与摊销	-115	-206	-267	-329	-383	-422
% 收入	5.7%	7.8%	8.0%	8.9%	9.3%	9.5%
EBIT	-32	113	276	320	358	390
% 收入	-1.6%	4.3%	8.2%	8.7%	8.7%	8.8%
利息费用	-114	-185	-227	-193	-191	-181
投资收益	156	388	143	164	249	262
税前经营收益	11	316	192	291	415	470
% 收入	0.5%	11.9%	5.7%	7.9%	10.0%	10.6%
其他非经营收益	8	-60	-6	2	3	3
税前利润	19	256	187	293	418	473
% 收入	0.9%	9.7%	5.6%	8.0%	10.1%	10.7%
所得税	15	-69	-51	-81	-115	-128
所得税率	-78.1%	26.9%	27.5%	27.5%	27.5%	27.0%
少数股东损益	14	74	114	147	168	180
归属于普通股股东净	19	113	21	66	135	166
净利率	1.0%	4.3%	0.6%	1.8%	3.3%	3.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	19	113	135	213	303	345
少数股东损益	14	0	0	0	0	0
非现金支出	107	265	294	339	391	427
非经营收益	-39	-200	79	55	-39	-66
营运资金变动	-26	310	-139	97	54	56
经营活动现金净流	75	487	369	704	708	763
资本开支	-130	-536	-786	-686	-527	-375
投资	-39	-67	-108	-544	-197	-65
其他	-31	471	101	167	252	265
投资活动现金净流	-200	-132	-792	-1,063	-472	-175
股权募资	0	72	0	0	-149	0
债权募资	534	86	1,107	436	-255	-557
其他	-150	-207	-252	-224	-233	-231
筹资活动现金净流	384	-49	855	212	-636	-788
现金净流量	259	306	432	-147	-400	-200

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	902	1,315	1,747	1,600	1,200	1,000
应收款项	633	431	296	323	362	386
存货	346	696	948	957	1,020	1,029
其他流动资产	338	261	204	228	252	270
流动资产合计	2,219	2,705	3,196	3,109	2,834	2,685
% 总资产	42.7%	40.3%	40.3%	35.7%	32.3%	31.1%
长期投资	1,224	816	985	1,506	1,695	1,755
固定资产	1,582	2,952	3,448	3,765	3,885	3,818
无形资产	169	228	272	319	351	376
非流动资产合计	2,974	4,015	4,726	5,592	5,932	5,950
% 总资产	57.3%	59.7%	59.7%	64.3%	67.7%	68.9%
资产总计	5,193	6,719	7,922	8,700	8,766	8,635
短期借款	1,026	1,689	2,398	2,534	2,430	1,973
应付款项	418	1,319	1,221	1,337	1,479	1,561
其他流动负债	56	206	291	320	371	419
流动负债	1,500	3,214	3,910	4,191	4,280	3,953
长期贷款	870	1,133	1,594	1,894	1,744	1,644
其他长期负债	701	21	2	0	0	0
负债	3,071	4,367	5,507	6,085	6,024	5,597
普通股股东权益	1,863	1,739	1,683	1,736	1,695	1,811
少数股东权益	259	613	733	879	1,047	1,227
负债股东权益合计	5,193	6,719	7,922	8,700	8,766	8,635

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.057	0.335	0.052	0.162	0.332	0.408
每股净资产	5.502	5.135	4.141	4.271	4.171	4.456
每股经营现金净流	0.222	1.748	0.907	1.732	1.743	1.877
每股股利	0.000	0.000	0.030	0.032	0.066	0.122
回报率						
净资产收益率	1.04%	6.52%	1.27%	3.79%	7.96%	9.15%
总资产收益率	0.37%	1.69%	0.27%	0.76%	1.54%	1.92%
投入资本收益率	-1.02%	1.59%	3.12%	3.29%	3.75%	4.28%
增长率						
主营业务收入增长率	11.87%	30.55%	26.47%	9.92%	12.20%	7.21%
EBIT增长率	N/A	-518.86%	143.94%	15.75%	11.89%	9.02%
净利润增长率	148.27%	483.84%	-81.19%	208.61%	104.99%	22.77%
总资产增长率	7.11%	29.39%	17.91%	9.82%	0.76%	-1.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.5	11.9	7.5	6.8	6.7	6.6
存货周转天数	76.9	99.7	128.9	139.0	133.0	125.0
应付账款周转天数	17.2	49.0	72.7	80.0	78.0	75.0
固定资产周转天数	272.3	363.1	353.1	355.7	328.4	301.7
偿债能力						
净负债/股东权益	77.13%	61.99%	92.95%	107.58%	107.89%	85.65%
EBIT利息保障倍数	0.8	1.7	2.4	3.0	3.4	4.0

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	0
买入	0	0	1	1	7
持有	1	10	14	16	18
减持	0	1	1	1	1
卖出	0	0	0	0	0
评分	3.00	3.08	3.04	3.02	2.93

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 2007-06-11	持有	15.28	18.90~18.90
2 2008-09-01	持有	12.50	14.50~15.50
3 2008-09-22	买入	13.23	18.80~23.50
4 2008-10-22	买入	10.31	N/A
5 2009-01-23	持有	15.70	N/A
6 2009-04-16	持有	16.88	14.05~16.35

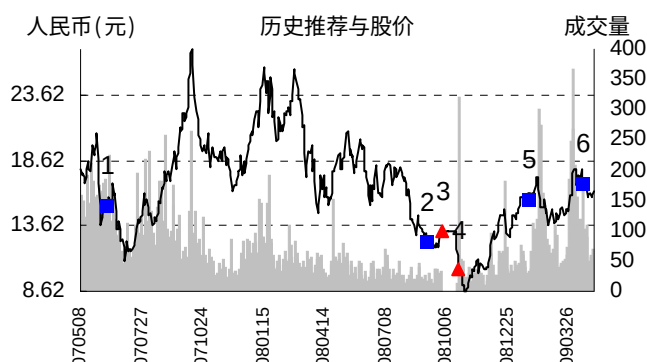
来源：国金证券研究所

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。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

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。