

动态报告/公司快评

传媒

电广传媒 (000917)

中性

广播与电视

组建网络、文化控股公司快评

(维持评级)

2009年6月17日

拉开有线网络跨区域整合的序幕

分析师: 廖绪发 liaoxf@guosen.com.cn 0755-82133406

分析师: 陈财茂 chencm@guosen.com.cn 021-68866236

事项:

电广传媒公告董事会两项决议: 1、与全资子公司深圳市荣涵投资有限公司合资组建华丰达有线网络控股有限公司, 注册资本2亿元, 电广传媒占99%股权, 深圳荣涵占1%; 2、与节目分公司管理团队合资组建电广传媒文化投资有限公司, 注册资本4100万元, 电广传媒出资4000万元, 占97.56%股权, 节目分公司管理团队出资100万元, 占2.44%股权。

评论:

■ 组建华丰达, 拉开跨省整合的序幕

公司对华丰达的定位提到“组织实施省内外有线网络投资并购和整合。”区域割据是制约有线网络规模扩张的最大障碍, 打破这一障碍势在必行, 我们把这一进程概括为四个步骤: 1、区域内整合(包括省网、市网的整合); 2、跨区域参、控股; 3、跨区域业务合作; 4、跨区域一体化。

目前电广传媒已经基本完成湖南省网的整合(除中信国安网络资产外), 进行跨省拓展符合公司“有线+创投”的战略定位, 国家也支持有线网络的跨区域整合, 5月18日, 李长春在陕西广电网络考察时就鼓励陕西广电网络要“走出去”。目前这一阶段, 跨区域整合还应以参股为主。而如果假设以500元/户的价格对外收购, 华丰达2亿元的资本最多能够收购40万权益用户, 假设二级市场定价达到1500元/户, 则收购带来的溢价在4亿元, 每股价格提升0.98元(但这是一种乐观假设, 省外收购的定价往往超过500元/户)。

表 1: 打破有线网络区域割据的路径

区域内整合	跨区域参控股	跨区域业务合作	跨区域一体化
● 主体: 属同一广电集团 ● 动力: 统一经营, 发挥规模效应 ● 阻力: 人事安排等 ● 案例: 北京歌华收购十部县有线网络资产、陕西广电网络收购陕西11地市有线网络资产、深圳天威视讯收购南油站、江苏有线网络重组、湖南有线网络重组。	● 主体: 属不同广电集团 ● 动力: 出售股权方对资金的需求 ● 阻力: 只允许参股而不允许控股, 收购价格更易发生分歧 ● 案例: 中信国安参股19个地市的有线网络资产、东方明珠收购太原有线50%的股权、北京歌华有线收购涿州有线网络资产。	● 主体: 属不同广电集团 ● 动力: 业务本身具有跨区域的特点(例如语音、视频业务) ● 阻力: 目前各大有线网络运营商实力半斤八两, 多数管理层习惯于事业单位的经营风格, 依靠基本收视费企业也能正常运作。 ● 案例: 目前尚无相关合作。	● 主体: 属不同广电集团 ● 动力: 内部动力来自于统一经营, 最大化发挥规模效应; 外部动力来自国家广电总局等相关行政部门的行政推动 ● 阻力: 利益分配、人事安排等将构成最大的障碍 ● 案例: 跨区域一体化形成统一的网络, 对中国有线网络运营商任重而道远, 但却是一个长期方向。

资料来源: 国信证券经济研究所

表 2: A 股有线网络资产整合进展

公司	地区	持股比例	用户规模 (万户)	市网整合	省网整合	跨省整合
歌华有线	北京	100%	382	已完成	..	整合了涿州
东方明珠	上海	39%	554	已完成	..	参股广电网络
广电网络	陕西	100%	429	已完成	已完成	..
电广传媒	湖南	62%	270	..	正在进行, 除中信国安资产外, 预计 2009 年年底完成 80 万户的整合规模	..
天威视讯	深圳	100%	103	关外资产还未整合 (宝安、龙岗、光明新区、盐田共计约 150-160 万户)	广东省用户规模约 1500 万户, 目前天威视讯是该省有线网络唯一上市平台。	..
中信国安	各地	44%	840	..	..	参股全国众多地区, 江苏、湖南等

资料来源: 各公司公告 各省市统计公报 国信证券经济研究所

整合的一般经验是大公司参控股小公司, 2008 年, 湖南省有线用户规模总数 544 万户, 位列全国第 9 位, 周边省市中, 用户规模少于湖南的包括: 贵州为 338 万户、广西为 510 万户、江西 382 万户、重庆 446 万户。这些省市均有被参控股的可能。

表 3: 2008 年全国各省市有线网络用户分布 (万户)

省份	2008	省份	2008	省份	2008	省份	2008
全国	16,342.0	河北	616.3	黑龙江	436.2	吉林	270.9
江苏	1,510.5	河南	583.8	陕西	415.47	天津	221.8
山东	1492.2	湖南	543.9	江西	382.5	甘肃	187.89
广东	1,482.5	上海	527.2	北京	381.7	新疆	163.9
四川	1,163.3	福建	511.9	安徽	371.8	海南	92.7
浙江	1,057.1	广西	509.9	山西	369.58	宁夏	66.9
湖北	712.3	云南	460.0	贵州	338.2	青海	35.42
辽宁	680.8	重庆	445.7	内蒙古	282.9	西藏	27.0

资料来源: 各省市统计公报 国信证券经济研究所

■ 重组节目分公司, 激励内容制作

本次重组节目分公司, 设立电广传媒文化投资有限公司, 核心在于引入了管理层持股, 节目分公司的 5 名高管共同出资 100 万元, 合计持股 2.44%, 激励作用存在, 但是比较微弱, 未来可能的选择有两种: 1、节目分公司管理层后续单方面增资; 2、电广传媒在时机成熟时将管理层股权回购。

表 4: 电广传媒文化投资有限公司股权结构

股东	职务	投资额度	股份比例
王鹏举	节目分公司执行总经理	20 万	0.49%
兰少寅	节目分公司电视剧制作总监	20 万	0.49%
张杰	节目分公司财务总监	20 万	0.49%
蒋丽芬	节目分公司营销总监	20 万	0.49%
张笑	节目分公司电影发展总监	20 万	0.49%
电广传媒		4000 万	97.56%

资料来源: 公司公告 国信证券经济研究所

■ 维持“中性”评级

我们维持前期的盈利预测，2009-2011 年的 EPS 分别为 0.29 元、0.35 元和 0.36 元（分别假设投资收益为 2.2、2.4、2.2 亿元），预计 09 半年报 EPS 仅为 0.05 元（拓维信息股权下半年才能解禁），目前股价基本合理，我们维持“中性”的投资评级。

表 5：电广传媒财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1747	1000	967	1066	营业收入	3351	3866	4369	4761
应收款项	296	318	359	391	营业成本	2329	2724	3113	3386
存货净额	948	1047	1199	1305	营业税金及附加	153	174	197	214
其他流动资产	204	251	284	309	销售费用	181	193	218	238
流动资产合计	3196	2617	2809	3072	管理费用	412	490	550	597
固定资产	3448	3770	3857	3802	财务费用	227	188	183	182
无形资产及其他	257	231	206	180	投资收益	143	220	240	220
投资性房地产	522	522	522	522	资产减值及公允价值变动	(16)	(20)	(20)	(30)
长期股权投资	499	699	799	899	其他收入	0	0	0	0
资产总计	7922	7839	8193	8476	营业利润	176	297	328	333
短期借款及交易性金融负债	2398	2000	2000	2000	营业外净收支	10	6	6	6
应付款项	666	768	880	957	利润总额	187	303	334	339
其他流动负债	846	962	1098	1195	所得税费用	51	85	94	95
流动负债合计	3910	3730	3978	4152	少数股东损益	114	100	100	100
长期借款及应付债券	1594	1594	1594	1594	归属于母公司净利润	21	118	141	144
其他长期负债	2	12	22	32					
长期负债合计	1596	1606	1616	1626	现金流量表（百万元）				
负债合计	5507	5336	5594	5779		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	733	773	813	853	净利润	21	118	141	144
股东权益	1683	1730	1786	1844	资产减值准备	(31)	9	1	(0)
负债和股东权益总计	7922	7839	8193	8476	折旧摊销	259	375	417	450
					公允价值变动损失	16	20	20	30
					财务费用	227	188	183	182
					营运资本变动	(35)	69	34	21
					其它	(1192)	31	39	40
					经营活动现金流	(961)	622	651	686
					资本开支	(705)	(700)	(500)	(400)
					其它投资现金流	48	0	0	0
					投资活动现金流	(966)	(900)	(600)	(500)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	462	0	0	0
					支付股利、利息	(250)	(71)	(84)	(87)
					其它融资现金流	1936	(398)	0	0
					融资活动现金流	2358	(469)	(84)	(87)
					现金净变动	432	(747)	(33)	99
					货币资金的期初余额	1315	1747	1000	967
					货币资金的期末余额	1747	1000	967	1066
					企业自由现金流	(280)	(51)	160	306
					权益自由现金流	2117	(584)	28	175

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

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，特此声明。

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。