

相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
东方明珠	-2.6	-3.0	38.4
沪深 300	6.4	27.5	30.7

市场数据 2009.08.07

当前价格 (元)	10.88
52 周价格区间 (元)	5.37
总市值 (百万)	34667
流通市值 (百万)	34667
总股本 (万股)	318633.5
流通股 (万股)	318633.5
日均成交额 (百万)	31568
近一月换手 (%)	25.0

相关报告

《上海资本市场专题: 上海 2010, 势若
 涌江水》2009 年 7 月

联系人

栾雪飞

电话: 0755-83716973

邮件: luanxf@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 掌控沪上稀缺文化旅游资源, 具有长期核心竞争力的“世博旅游第一股”: 世博会期间, 预计东方明珠塔、国际会议中心将获得至少 40% 的利润增长, 浦江游船业务盈利将成倍增长, 世博演艺中心和渔人码头 2010 年后将成重要利润增长点。预计 2009-2011 年旅游部分贡献 EPS 分别为 0.063/0.098/0.094 元;
- 综合资源优势构筑强进入壁垒, 近水楼台的明日沪上新媒体旗舰: 公司具有政策、内容、技术、成本、渠道等沪上稀缺综合资源, 从而保证新媒体业务市场占有率的迅速提高。预计地铁电视、公交电视、城市电视未来几年将有两位数甚至三位数的爆发性增长, 并有望建立具有更大价值的全国网络; CMMB 手机电视业务视乎政策放开与标准统一, 有望超预期增长。预计 2009-2011 年公司新媒体业务贡献 EPS 保守在 0.02/0.04/0.05 元;
- 渔人码头二期和太原湖滨广场是公司近两年最大的资本支出项目, 2010 年后将成重要利润增长点;
- 公司持有海通证券市值 28 亿元, 2010 年解禁将为公司贡献巨额投资收益, 并可通过适当操作有效平滑公司主业收益波动;
- 对公司本质的理解: 从主业和对外投资项目所占比例看, 公司不失为一家占尽沪上旅游媒体稀缺资源、经营风格稳健的现金流企业。然而公司的价值远不止于此。随着新媒体业务的快速展开、政策放开和标准统一带来的 CMMB 手机电视业务的发展、东方有线股权注入和有线网络提价、大股东资产注入预期、参股迪斯尼合资公司预期, 公司业绩增长也将具有大概率爆发性机会。虽然公司历史估值一直较高, 中枢 50 倍左右, 业内估值不占优, 但是我们仍然认为, 公司股价仍有较大上涨概率和上涨空间。预计公司 2009-2012 年 EPS 为 0.17/0.29/0.30/0.32 元, 对应 P/E 值 66/37/36/34 倍。给予公司首次“买入”评级。

预测指标	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	18.25	19.28	23.21	23.04
营业利润 (百万元)	6.54	6.98	11.94	12.27
净利润 (百万元)	4.99	5.28	9.28	9.60
摊薄每股收益 (元)	0.16	0.17	0.29	0.30
摊薄每股净资产 (元)	1.89	2.12	2.31	2.55
加权平均 ROE (%)	7.51	7.08	8.54	8.50

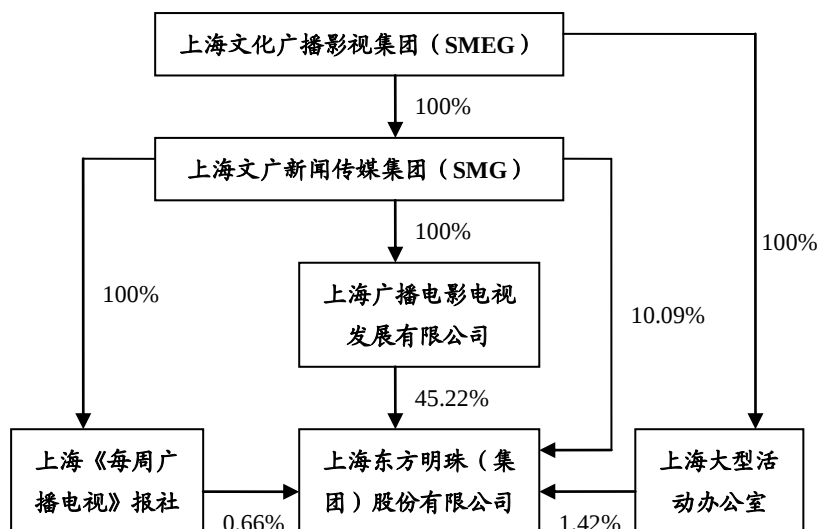
围绕东方电视塔核心垄断资源，“旅游+新媒体”齐头并进

东方明珠（集团）股份有限公司是上海广电系统之下的大型文化综合类上市公司，成立于 1992 年 8 月，系中国第一家文化类上市公司，被上海市政府列为 50 家重点大型企业之一，在世界品牌实验室 2008 年 6 月份公布的 2008 年“中国 500 最具价值品牌”中，公司排名上升到第 78 位，品牌价值上升到 77.55 亿元。公司大股东是上海文化广播影视集团（文广集团 SMEG），强大的股东背景是公司业务发展的后盾。

公司注册资本 31.86 亿元，截至 2008 年末，总资产 102.44 亿元，净资产 60.3 亿元。公司总股本 31.86 亿股，截至 2009 年 8 月 7 日，总市值为 346.67 亿元（全流通）。

公司业务涉及文化休闲娱乐、媒体广告、传输通讯、对外投资等多个领域。2008 年实现总收入 18 亿元人民币，利润总额 5.93 亿元，其中文化休闲娱乐、传媒广告和传输通讯三部分业务的主营业务收入占比分别为 41.48%、15.12% 和 5.45%，共计占比 62.05%；主营业务利润占比分别为 46.63%、30.17% 和 10.19%，共计占比 86.99%。

图 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源 公司公告

公司战略定位为以观光旅游为基础，以新传媒投资为发展方向。通过大力发展旅游业务，带来充沛而稳定的现金流；通过大力发展新媒体业务，实现较强的盈利能力。

我们认为，公司主营业务不但形散神聚，而且“旅游+媒体”的双业务结构符合客观必要，原因有三：

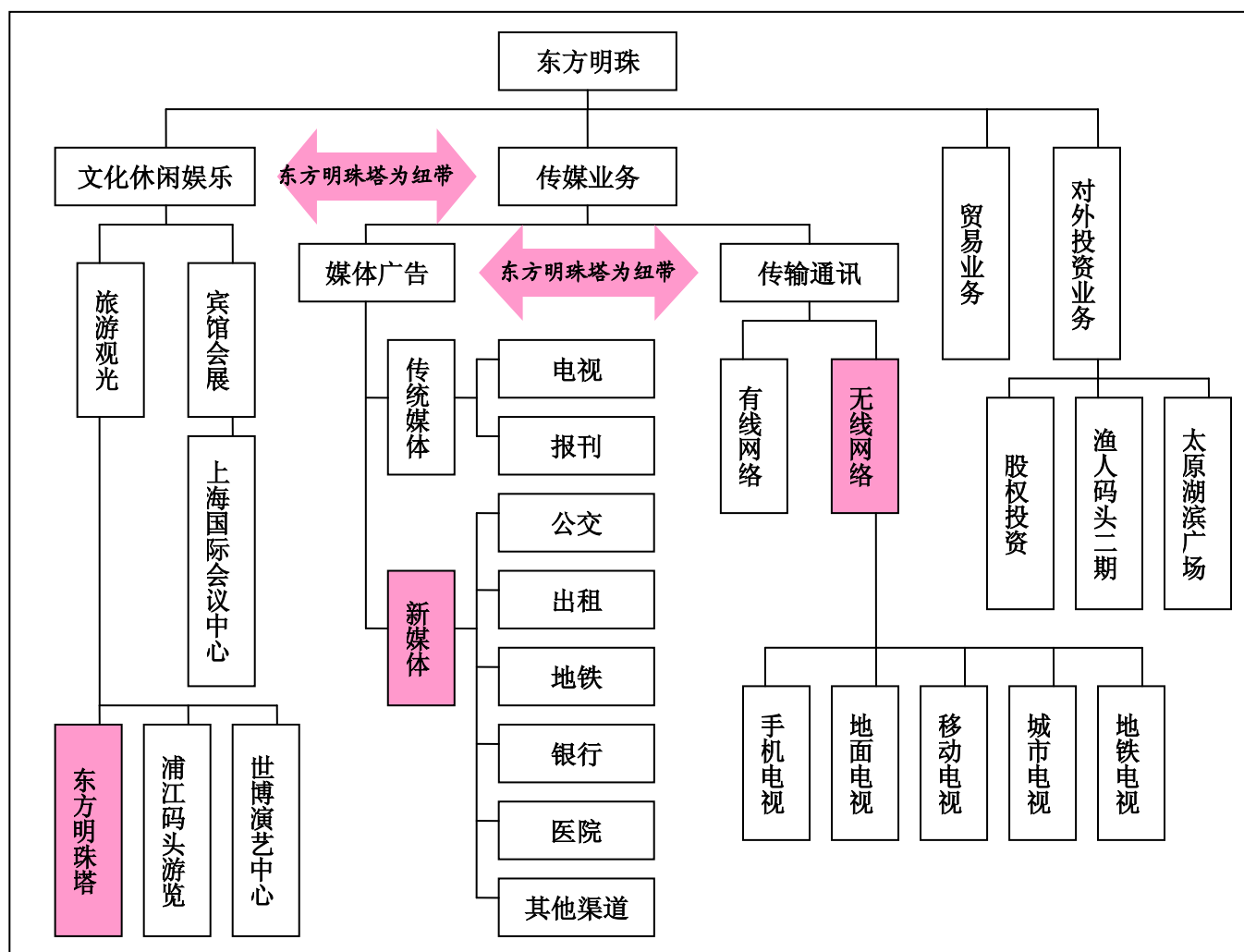
第一，“东方明珠塔”是公司的核心资源，具有极其重要的地位，从经济效益创收的角度来看，远远不是单一的旅游资源这么简单。旅游和媒体两者的联结点恰恰在于东方明珠塔，东方明珠塔的复合功能决定了公司业务也必然具有复合的天然属性。

一方面，东方明珠塔是公司独一无二的旅游资源；另一方面，公司作为上海地区唯一的无线广播电视传播运营商，几乎垄断了上海地区的广播电视信号无线发射业务，凡是需要凭借无线信号发射的新媒体业务，也就具有了天然的屏障，具有了较高的进入壁垒。预计公司未来将建立起一个涵盖所有上海市内相关渠道网络的立体数字电视平台。

第二，旅游和媒体业务归根结底都要看客流量多寡。前者称之为“游客”，后者称之为“受众”，主要在于渠道区别，其余并无不同。

第三，在东方明珠同一品牌的资源共享之下，旅游和新媒体两大业务交互影响，具有明显的品牌叠加作用。

图 2 依托“东方明珠塔”，公司业务结构浑然一体



资料来源 公司公告、国海证券研究所

表 1 公司收入、利润结构与毛利率情况

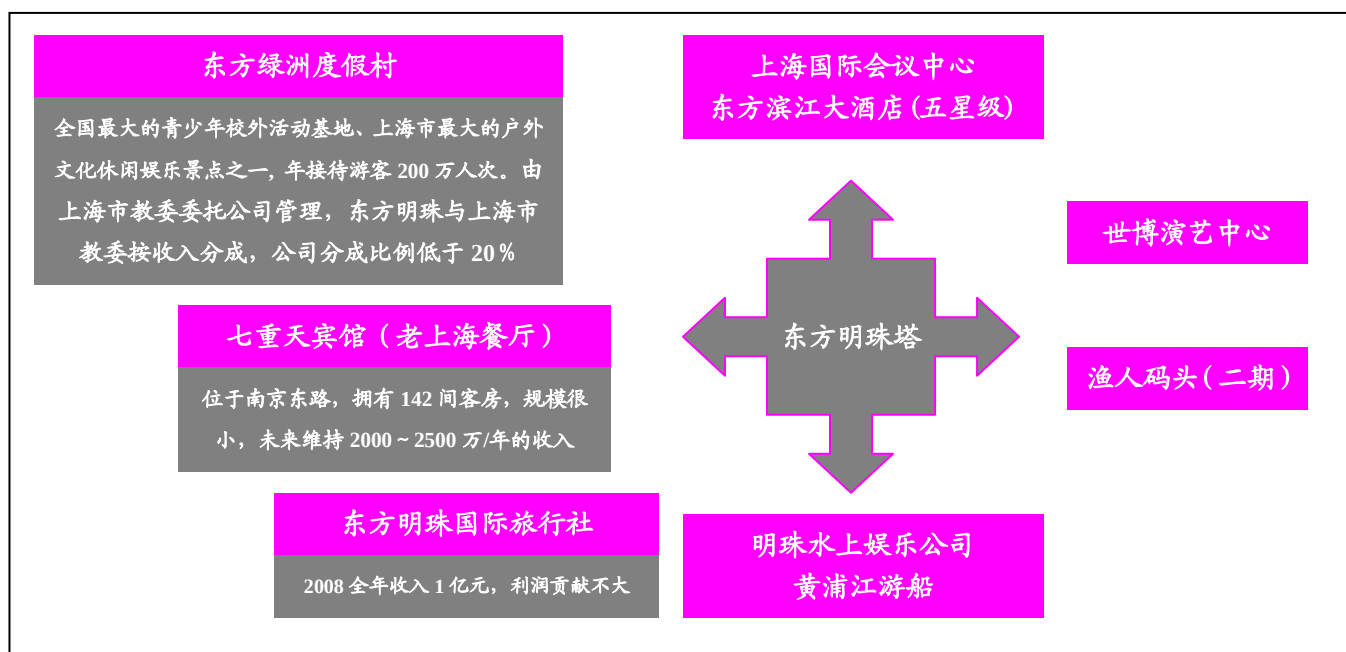
财务指标	主要项目	2008Y	2007Y	2006Y
毛利率	观光、餐饮、住宿(%)	42.25	43.07	43.05
	国内外贸易(%)	4.51	4.73	8.46
	媒体广告(%)	74.99	70.66	78.29
	其他(%)	40.93	33.76	-
	传输通讯(%)	70.3	75.2	72.62
收入构成	观光、餐饮、住宿(%)	41.48	42.42	40.54
	国内外贸易(%)	28.54	27.52	14.08
	媒体广告(%)	15.12	16.05	18.31
	其他(%)	8.81	10.17	-
	传输通讯(%)	5.45	5.79	6.72
利润构成	观光、餐饮、住宿(%)	46.63	47.22	46.10
	国内外贸易(%)	3.42	3.36	3.15
	媒体广告(%)	30.17	29.30	37.33
	其他(%)	9.59	8.88	0.00
	传输通讯(%)	10.19	11.24	12.90

资料来源 公司公告

具有长期核心竞争力的“世博旅游第一股”

掌控沪上优质稀缺文化旅游资源。东方明珠塔、国际会议中心是上海市的标志性建筑；黄浦江游船业务有望成为未来盈利增长点；世博演艺中心和渔人码头二期 2010 年以后都将成为新的旅游景点。

图 3 公司旅游资源



资料来源 公司公告

（一）东方明珠塔依然是公司最主要的旅游收入来源

项目情况:

上海市标志性建筑和旅游景点，亚洲第二、世界第四高塔，在收入和游客人数方面仅次于巴黎艾菲尔铁塔。上海仅有的两个 5A 级景区之一，上海世博局推荐旅游项目。

经营历史收益:

近五年，东方明珠塔年均旅游人数在大约 350 万人次/年，每年收入 4 亿元左右，占旅游酒店收入的比例约 1/2，利润总额将近 2 亿元，占旅游酒店利润总额的比例约 3/4。2008 年由于奥运会等因素导致观光人数下降，旅游业务收入 7.57 亿元，东方明珠塔收入增速也有所下降。

现有和潜在优势:

积极整合现有业务资源——推出电视塔观光加“中华五千”天天演、餐饮、游船等联票优惠政策，共享小陆家嘴地区的游客资源；

渠道资源成熟稳定——公司与长三角地区 2000 家旅行社保持着良好的长期合作关系，营销渠道成熟，具有客流量优势；

新项目培育——电视塔改造工程于 2009 年 5 月份完成，东方明珠塔的中球体外围将打开，游客可以在 259 米高处体验“空中漫步”项目带来的乐趣。目前项目仍未收费，我们判断该项目将为公司带来 10%-20% 的提价空间；

联票提价——2008 年 5 月 1 日开始执行的 100 元、135 元、150 元、250 元（含中餐）、280 元（含晚餐）五档票价，上涨幅度在 20%-30% 之间，调整后的实际平均票价提高约 12 元。有效的扩展了公司的内涵式发展空间；

现有和潜在劣势:

竞争对手环球金融中心“观光天阁 100”（2008.8.30 开业）对东方明珠塔的游客分流超出市场预期；

受宏观经济衰退影响，游客人数和客单价持续下滑。

表 2 上海市游客人数和旅游收入情况

2008	游客人数和旅游收入	同比增长	2009 年 1-6 月	游客人数和旅游收入	同比增长
国内游客	11005.7 万人次	7.8 %	国内游客	-	-
国内旅游收入	1612.4 亿元	0.1 %	国内旅游收入	-	-
国外入境游客	640.4 万人次	-3.8 %	国外入境游客	290.27 万人	-10.9%
国际旅游外汇收入	50.3 亿美元	6.1 %	国际旅游外汇收入	-	-

资料来源 上海市统计局

催化剂:

预计世博会期间东方明珠塔将新增 30% 的游客人数, 2010 年全年游览人数由目前的 350 万人次/年提高到 450 万人次/年。

推断过程如下, 从“十一”黄金周数据看, 参观东方明珠塔的游客占上海市观光人数的比例在 4.8% 左右, 从全年数据看, 上海市每年接待 1 亿人的游客规模, 参观东方明珠塔的游客占 3.5%, 那么, 我们假设世博会期间游览东方明珠塔的游客占整个游览人数的 4%, 也就是半年时间 280 万人次左右。假设其余半年的游客数是世博会召开期间的 60%, 预计明珠塔 2010 年全年游客接待量在 450 万人次左右。

算式: $7000 \text{ 万人次} \times 4\% \times (1+60\%) = 450 \text{ 万人次}$

表 3 2010 年全年东方明珠塔“客单价/游客数”敏感性分析

	300 万人次	350 万人次	400 万人次	450 万人次	500 万人次	550 万人次
80 元	24000	28000	32000	36000	40000	44000
90 元	27000	31500	36000	40500	45000	49500
100 元	30000	35000	40000	45000	50000	55000
110 元	33000	38500	44000	49500	55000	60500
120 元	36000	42000	48000	54000	60000	66000
130 元	39000	45500	52000	58500	65000	71500
140 元	42000	49000	56000	63000	70000	77000
150 元	45000	52500	60000	67500	75000	82500

资料来源 国海证券研究所

(二) 2009 年下半年世博会参展国家和机构来沪布展, 有望带动上海国际会议中心东方滨江大酒店出租率回升

项目情况:

上海市国际会议中心地处浦东陆家嘴金融贸易中心, 毗邻东方明珠塔, 总建筑面积 11 万平米, 豪华客房 260 套, 各类会议室 26 个, 拥有上海目前最大的无柱型多功能厅, 曾举办过 APEC 和上海合作组织峰会等国际性会议。

经营历史收益:

上海国际会议中心及其五星级东方滨江大酒店每年为其现有旅游业务贡献收入 2.8 亿元左右, 占旅游收入的比例约 35%, 是文化旅游业务的又一大支柱。然而 2008 年以来酒店业务受宏观经济下滑冲击较大, 入住率和平均房价均有所下降, RevPAR 值下降较明显。以上海整体高星级酒店情况来看, 上海五星级酒店平均 RevPAR 值 2006 年达到高点 1021 元, 此后回落, 2007 年下降到 911 元, 2008 年 RevPAR 值只有 738

元，高星级酒店市场经营压力非常明显。

现有或潜在优势：

运营管理经验丰富——文化旅游业是公司的传统产业，通过运营上海国际会议展览有限公司，公司拥有 10 年成功经营世界一流会展中心和五星级酒店的经验；

内部挖潜——上海国际会议中心通过内引外联丰富菜系，引进的“小南国”餐厅和东南亚风味餐厅 2008 年 9 月下旬营业。并新开发了滨江厅 COLOR1930；在三楼和五楼会议区域新开咖啡和点心吧；以招租形式在地下车库开设纽顿酒吧；承办中高档婚宴，价格在 3000 元/桌，并可提供游船游览浦江服务，以及接待政府团的商务活动。

现有或潜在劣势：

上海高星级酒店供过于求的局面短期难以得到缓解；

世界经济继续低位盘整，商务活动与会议减少带来 RevPAR 值继续下降。

催化剂：

2009 年下半年世博会参展国家和机构来沪布展，有望带动上海国际会议中心酒店出租率回升。预计世博会期间出租率将上升 25 个百分点左右。

推断过程如下，假设 2010 年入境住宿游客数增长 30%，入境游客住宿天数增长 12%，合计入境游客出租率增长 45%；国内住宿游客数增长 16%，国内游客住宿天数增长 20%，合计国内游客出租率增长 40%。假设高星级酒店 90% 的住客是入境游客，那么高星级酒店出租率增长 44.5%。

表 4 上海市酒店整体出租率预测

		2007	2008	2009E	2010E	2011E
入境住宿人数（万人）		582	576	580	750	650
入境游客住宿天数		2.5	2.5	2.5	2.8	2.6
国内住宿人数（万人）		2211	2421	2530	2925	3100
国内游客住宿天数		1.5	1.5	1.5	1.8	1.6
出租率	上海酒店业总体%	61.2	56.5	54.5	72	65
	上海五星级酒店%	68.2	59.9	55	80	65
	上海高星级酒店%	65.7	57.4	54	78	63

资料来源 上海市旅游局

（三）浦江游船业务有望成为新的盈利增长点

经营现况：

公司拥有浦东唯一的游船码头——东方明珠码头，世博园也只有一

个游船码头，业主为上海文广集团，东方明珠以 1000 万元的价格购买了该码头 12 年的经营权，公司无需承担建设成本和风险，收益有保证。

现有或潜在优势：

码头和游船优势——增资上海东方明珠水上娱乐发展有限公司“浦江游览”项目，该项目总投资 1.2 亿元。目前黄浦江上有 10 家游船公司，31 条各式游船，5626 个客位，其中公司拥有一艘 180 座游船和一艘新的 400 座游船(刚投入运营)，2009 年公司还将投入 3 艘新船(800 座运力)，在新船投入后将占有约 18% 的运能份额。其它游船公司普遍存在游船船龄长、老化严重、缺乏特色的情况，而且公司还拥有位置最好的码头，我们预计公司将获得 25%-30% 的浦江游船市场份额（ $1380/5626=25\%$ ）；

现有或潜在劣势：

登船率不高——浦江游览观光旅客每年大约为 250-300 万人次，即来上海旅游的 1 亿人左右的游客中有 2.5%-3% 的旅客会选择登船旅游，这个数字同世界上拥有比较成熟的水上旅游项目的旅游城市游客 10% 的登船率相比，仍有很大的上升空间。

催化剂：

2010 年世博会期间将吸引中外游客 7000 万人次，利用景点优势开发“浦江游览”项目，获取新的旅游收入增长点。

世博会 6 个月期间，假设 8% 的世博会游客乘坐游船，人均消费提高到 60 元/人，公司游船份额可以达到 30%，那就是 10080 万元的消费市场，比现在每年 2000 万元的收入将有较大幅度的提升。

算式：7000 万人*8%*1380/5626*（1+20%）*60 元/座=10080 万元

表 5 世博会期间浦江游览项目“人均消费/登船率”敏感性分析（单位：万元）

	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%
50 元/座	5250	6300	7350	8400	9450	10500
60 元/座	6300	7560	8820	10080	11340	12600
70 元/座	7350	8820	10290	11760	13230	14700
80 元/座	8400	10080	11760	13440	15120	16800
90 元/座	9450	11340	13230	15120	17010	18900

资料来源 国海证券研究所（注：假定 30% 的游船份额，7000 万人次世博会游客）

（四）成功刚刚开始——上海世博演艺中心是未来盈利重要增长点

项目现状：

世博演艺中心位于上海世博园区东南端，世博轴以东，属于“世博园”核心区，总建筑面积 12.6 万平米，其中地上建筑面积 7.4 万平米，

为单层最大容量可达 18000 座的多功能剧场及环绕主场馆的周边六层建筑，地下建筑面积 5.2 万平米，投资估算 24 亿人民币，预计 2009 年底建成并投入试运营。

世博会期间，东方明珠下属全资子公司公司旗下全资子公司“上海东方明珠国际交流有限公司”（明珠国交）服从于世博会管理局对演艺中心的管理，对公司本身不产生收益；2010 年 11 月份世博会后，将成为集大型综艺、国际艺术交流、时尚演出、景观为一体的公共艺术演艺中心，兼容艺术培训、文化休闲、文化旅游、文化购物功能于一体的文化消费聚集中心，有望成为公司盈利的重要增长点。

公司是国内上市公司中进军场馆经营管理业务的首家企业。上海市委宣传部下属文广集团、精文投资作为世博演艺中心的投资所有机构，把场馆授予公司经营，也显示出市政府对公司主业发展的大力支持。

图 4 上海世博演艺中心场馆图示



资料来源 上海世博会官方网站

把世博演艺中心和上海同类场馆相比较，前者在规模、定位、举办活动类型、场馆设计、运作方式等方面具有一定的优势。

表 6 世博演艺中心与上海同类场馆的比较优势

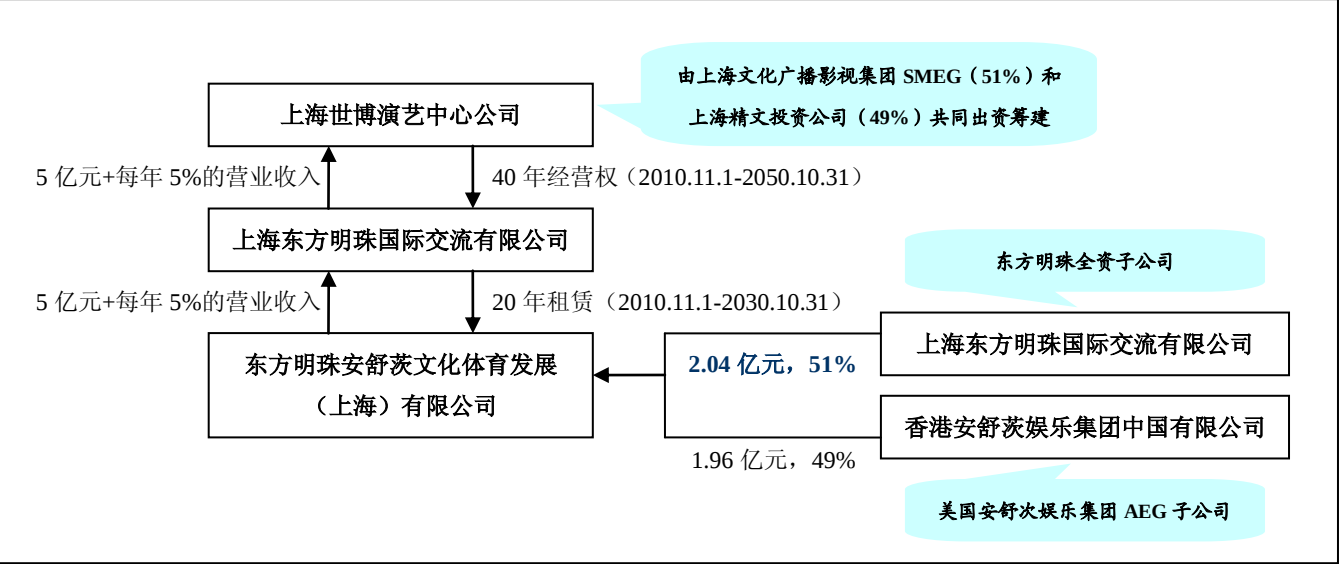
项目	比较优势
规模优势	世博演艺中心总投资 24 亿元，核定建筑面积 12.6 万平米，实际 15-16 万平方米，最大容量 1.8 万人，并可有机分割为 4 千、8 千、1.2 万人的小馆。
性价比优势	与上海大剧院等场馆票价较高相比，世博演艺中心定位为针对大众消费的文化区，快速消费，符合文化消费趋势，可承办冰球、冰上舞蹈、NBA 篮球赛、演唱会，并能提供相对较低的票价。
场馆设计优势	舞台中心到观众直线距离照顾很好，视觉效果很好。
全天候运作优势	世博演艺中心设有 24 小时消费场所、不夜城的演艺场所。主流场馆旁边配套电影院、音乐俱乐部、餐馆、溜冰场、文化巡回展览和酒吧等。

资料来源 国海证券研究所

东方明珠不是直接投资方，因此无需承担投资成本与风险：从上海世博演艺中心 2010 年 11 月份交付商业使用算起，东方明珠实质上拥有

上海世博演艺中心前 20 年 51%的经营权（另外 49%的经营权属于美国安舒次娱乐集团 AEG），以及后 20 年的独家经营权。

图 5 东方明珠国际交流公司收购世博演艺中心经营权的交易结构



资料来源 公司公告

合资公司外方伙伴 AEG 是美国主要的体育赛事、娱乐演出活动的制作人、筹办者和承办人，在开发、拥有、管理和经营美国、欧洲及世界各地重要的体育场馆、竞技活动场所、剧院、礼堂及其它娱乐演出活动场所方面，占有领先地位。

AEG 公司拥有一系列全球盈利最丰厚、运作最成功的体育和娱乐场馆，从 NBA 全明星赛到格莱美奖，AEG 的场馆为职业球队、现场音乐会和各类国际著名的盛会提供了一流的举办场所（表 7）。

表 7 AEG 经营的娱乐、体育场馆、运动队资源

分类	场馆一览	分类	球队一览
娱乐场馆	恺撒宫大剧院	职业球队	洛杉矶国王队 NHL——北美职业冰球联盟
	纽约时代广场诺基亚剧院		洛杉矶冲浪者队 MLL——2005 年美国职业足球大联杯冠军
	大草原城诺基亚剧院		曼彻斯特君主队 AHL——洛杉矶国王队的青年联队
	伦敦 O2（与英国政府合作）		雷丁皇家队 ECHL——洛杉矶国王队在东海岸冰球联赛中的青年联队
体育中心	L.A.史泰博体育中心(L.A.湖人队主场)		芝加哥火焰队
	家得宝体育中心（L.A.银河队主场）		特区联队
	阿纳海姆加州体育馆		哈马比球会（瑞典）
	西部大论坛		休斯敦 1836 队
	芝加哥丰田体育中心		洛杉矶银河队
	塔吉特中心（明尼苏达森林狼队主场）		（纽约/新泽西）都会星队（MLS）
	伦敦曼彻斯特晚间新闻体育场		

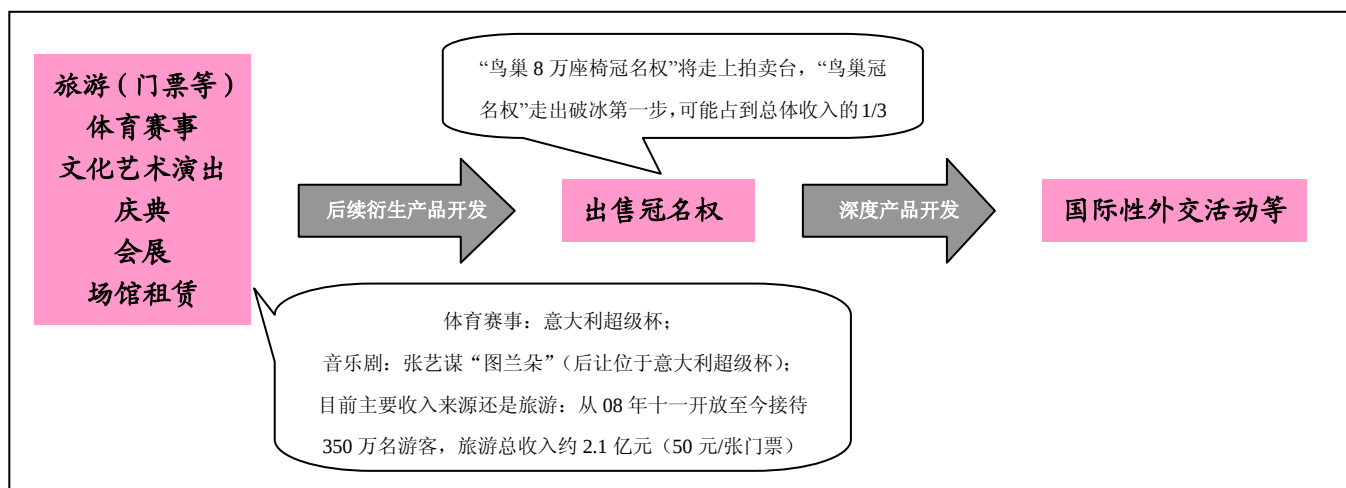
资料来源 www.aegworldwide.com

成功刚刚开始——盈利模式探究：

世博演艺中心的建设和运营思路都由东方明珠团队策划得出，是东方明珠在经营旅游观光和会展产业十多年后深厚产业运营功底的结晶。整体盈利模式仍在探索阶段，我们推测可能会在一定程度上参考鸟巢商业模式。

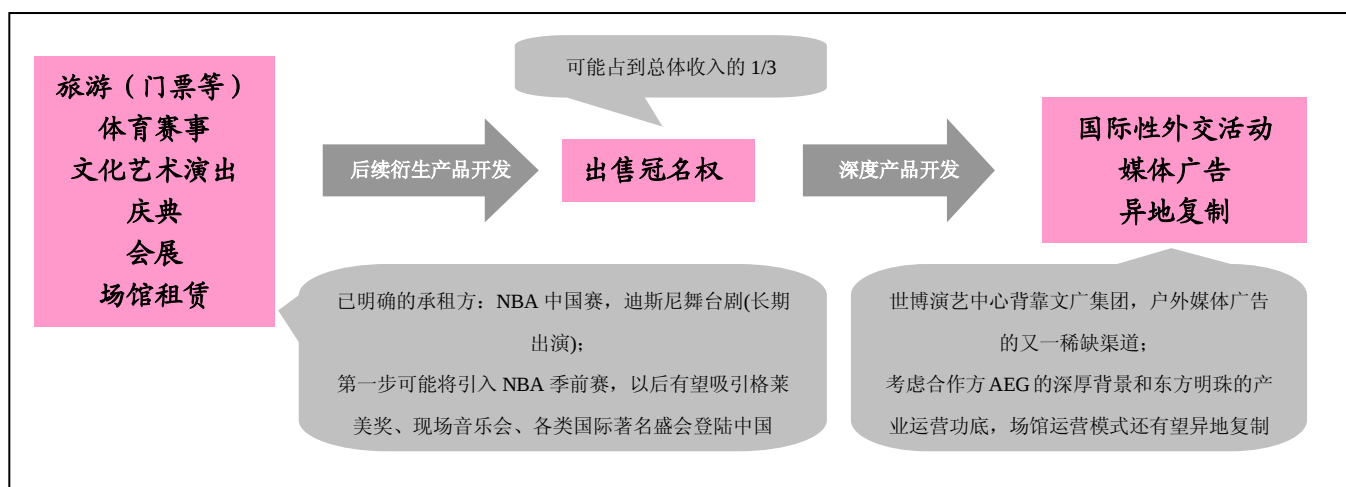
鸟巢是 2008 年中国奥运会的主体建筑或标志性建筑，该建筑物共耗资 5 亿美元，鸟巢业主中信联合体体育场运营有限公司在经营期内还将累计投资 30 多亿元，每年运营费用 1.5 亿元。鸟巢奥运后一直主打旅游牌，周边商业区和旅游景点成为其最具标志性的特色。事实上，鸟巢的商业意义远不止于此，它所形成的品牌代表高端文化和国家精神，这样就会源源不断的吸引国际性的外交活动。

图 6 鸟巢的商业运营模式猜想与借鉴



资料来源 国海证券研究所

图 7 世博演艺中心运营模式探究



资料来源 国海证券研究所

成本收益分析:

固定成本占比很小,经营风险极低——由于东方明珠不是直接投资方,只是买断经营权,因此不必承担通常场馆需要承担的高额折旧费用;经营成本主要包括人工成本、水电费、赛事推广费等;公司投入的 2.04 亿元,有 2 亿元来自募集资金用途变更,基本不增加新的财务费用。而合资公司前期贷款 1 亿元,年均贷款利息仅 500 万元,财务负担也不大。

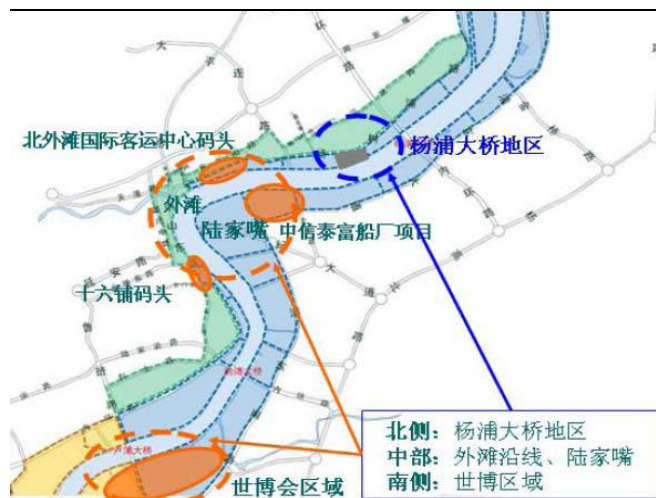
收益不成问题,上升空间较大——根据外资合作方 AEG 预测,合资公司前 3 年每年营业收入将达到 2 亿-2.4 亿元,其中 1/3 来自 VIP 销售(60 个包厢、冠名赞助与消费收入),1/3 来自赞助商销售,1/3 来自其它主营,年均利润 8000 万左右,毛利率将在 40%左右,东方明珠每年获得权益利润平均为 4080 万元(51%)。事实上,随着世博演艺中心盈利模式的成熟和后续产品开发,这个数值应为保守值。谨慎起见,我们以此作为 2010-2012 年的世博演艺中心收入利润假设。

2010 年世博会将为公司旅游酒店业整体带来超常规发展机遇

世博会为公司登塔盈利模式向三大区域联动盈利模式转变——鉴于原先单一的主营业务东方明珠塔观光已经步入成熟稳定期,而且东方明珠塔直面环球金融中心的冲击。通过浦江游览船队(1380 座),将“世博园+东方明珠塔+渔人码头”等景点连接成上海市最黄金的旅游线路,实现客流共享。

具体体现在:东方明珠塔游客人数提高到一个新的水平、国际会议中心酒店入住率长期保持高位、登船率显著提升。鉴于世博演艺中心要到 2010 年 11 月份交付后才对公司产生收益,明珠塔、国际会议中心酒店和游船项目是 2010 年旅游业务的主要增量。

图 8 景区“三点联动”示意图



资料来源 公司网站

世博会期间实施管制的可能性不大——北京奥运会期间对进京人员的部分管制措施使得同期北京市国内游客和入境外国游客数量都出现同比负增长，上海世博会可能也会存在政策管制方面的风险。我们认为，这一概率非常小——大力发展旅游业是上海世博会组织机构的重要目的，并且已经确定了 7000 万人的游客目标；其次世博会持续 6 个月时间，如果进行长时间管制，整体负面影响将会非常大。

表 8 公司旅游业务收支预测（单位：亿元）

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
（一）东方明珠塔					
营业收入	3.4	3.57	4.95	3.71	3.97
收入增长率	-	5%	38.40%	-25.00%	7.00%
利润总额	1.77	1.86	2.57	1.93	2.07
利润率	52%	52%	52%	52%	52%
（二）国际会议中心					
营业收入	2.8	2.6	3.78	2.84	3.04
收入增长率	-	-7.10%	45.50%	-25.00%	7.00%
利润总额	0.462	0.416	0.680	0.511	0.547
利润率	16.50%	16%	18%	18%	18%
（三）世博演艺中心					
营业收入	0	0	0.33	2	2.2
收入增长率	-	-	-	506%	10%
利润总额	0	0	0.132	0.84	0.95
利润率	-	-	40%	42%	43%
（四）码头游船项目					
营业收入	0.13	0.15	1.01	0.66	0.69
收入增长率	-	15.40%	573.40%	-35.00%	5.00%
利润总额	0.03	0.03	0.23	0.15	0.16
利润率	23%	23%	23%	23%	23%
（五）东方绿洲度假村					
营业收入	0.12	0.13	0.15	0.15	0.15
收入增长率	-	8.33%	15.38%	0.00%	0.00%
利润总额	0.027	0.013	0.015	0.015	0.015
利润率	10%	10%	10%	10%	10%
（六）七重天宾馆					
营业收入	0.2	0.18	0.25	0.22	0.24
收入增长率	-	-10%	38.90%	-12%	9.10%
利润总额	0.024	0.022	0.03	0.027	0.029
利润率	12%	12%	12%	12%	12%
（七）其他					
收入小计	7.57	7.43	11.27	10.38	11.09
收入增长率	-	-1.85%	51.68%	-7.91%	6.86%

利润总额小计	2.31	2.34	3.66	3.48	3.77
利润总额增长率	-	1.25%	56.44%	-5.16%	8.36%
每股 EBT 贡献	0.073	0.074	0.115	0.109	0.118

资料来源 公司公告、国海证券研究所（注：套黄部分为前面敏感性分析得出或直接假设给出）

综合资源优势构筑强进入壁垒，近水楼台的明日沪上新媒体旗舰

公司传媒业务分为媒体广告和传输通讯两部分。媒体广告包括传统媒体（平面媒体、电视媒体）广告和新媒体广告；传输通讯业务包括无线传输业务（CMMB 手机电视业务、地面电视-户户通等广播式无线信号发射业务）和有线传输业务。

虽然无线传输通讯业务每年的营业收入基本稳定在 1 亿元左右，但是却在新媒体业务的拓展深化方面发挥着技术支撑作用：东方明珠传输有限公司通过不断加强技术研发，加大无线数字传输平台覆盖的广度和深度，对 SMG 旗下的新媒体产业系统、技术及平台建设给予持续有力的技术支持，从而丰富商业模式，挖掘价值潜力。而且无线传输行业必须持证经营，公司在沪上处于绝对垄断地位，从而保证了与无线传输相关的新媒体业务的市场占有率的迅速提高。

再下一步，随着沪上新媒体业务盈利模式和渠道的成熟，公司有望将业务复制到江浙一带甚至全国，分享全国新媒体业务成长的空间，拓展建立起具有更大价值的全国渠道网络。

表 9 公司媒体广告业务收入成本情况

子公司	分类	业务	广告收入/年	成本/年	备注
上海广播电视报业经营有限公司	平面媒体	《上海电视》杂志和《每周广播电视》报 50 年广告独家经营权	6000 万元	-	上市之初从集团公司获取的媒体资源，是上海
	电视媒体	上海电视台新闻综合频道黄金时段 4 分 30 秒广告和东方电视台新闻娱乐频道黄金时段 4 分 15 秒广告 50 年独家经营权	1.392 亿元	10 亿元 50 年，每年无形资产摊销额 2000 万元	电影电视节目业内最具影响力的媒介，收入主要来自关联交易，收入稳定，成长性低
上海东方明珠移动电视有限公司	新媒体	公交（8000 辆）、出租（已从 1 万辆减少到 3000 辆）、轨道交通、楼宇（4000 个，银行、医院、学生公寓、旅游景点及行政楼宇）等 32000 个收视终端	移动电视：2008 年实现 8002 万元收入的广告指标； 地铁电视：未来 5 年广告经营权以 8.3 亿元的价格卖给 DMG，权益收益 4000 万/年； 其余暂未盈利。	前期铺设资本投入较大	未来主要盈利增长点

资料来源 国海证券研究所

表 10 公司传输通讯业务

子公司	分类	细分	客户	收入/年	成本/年	备注
-----	----	----	----	------	------	----

上海东方明珠传输有限公司	无线传输	电视信号发射	垄断上海地区广播电视信号无线传输业务	1 亿元	3000 万元	SMG 作为东方明珠的二级控股股东，该项业务关联交易额近 9000 万元人民币，占该项业务收入的 93%
		CMMB 手机电视	面向终端用户收费	目前一年贡献收入约 2000 万元	边际成本忽略不计	受制于政策限制、标准未统一、收费实施，前途不确定
		户户通	农村、城区酒店等	-	前期铺设成本较高	-
	有线传输		参股 50%太原有线 参股 39%东方有线	东方有线：3000 万元 太原有线：1200 万元	-	随着东方有线网络整合和数字整转深入，存在进一步收购其股权的可能

资料来源 国海证券研究所

跑马圈地与深耕细作并行，公司数字移动电视潜力巨大

“成长”是新媒体行业发展的核心规则，起爆点之后的成本优势将带来盈利增长远快于收入增长——由于新媒体行业的绝大部分细分领域市场格局尚未成型，行业环境的最大特点是：快速的技术创新、客户需求个性化多样化、与传统媒体产业融合日益加深。行业特征和生存环境决定了进化的“核心规则”是快吃慢，保持良好的“成长性”才能归根结底占领稀缺渠道资源，这是决定公司生存和发展的“第一法则”。类似于互联网类公司，新媒体公司发展初期也需要较长时间的客流量积累和广告主响应度提升，在起爆临界点以前，公司持续亏损。一旦广告主数量超过起爆临界点，公司将进入爆发式增长阶段，并逐步构筑起两大竞争壁垒：一是新媒体“传染效应”导致广告主数量惯性增长，形成强者恒强，赢者通吃的局面；二是边际变动成本趋近于零，带来巨大的成本优势，导致盈利增长远远快于营业收入的增长。

中国户外广告业务发展速度将明显高于发达国家，上海户外广告也将借世博会大幅增长——数字移动电视具有很大的发展空间，作为一种新传媒，将极大地拓展传统电视无法达到的收视领域，改变观众收视习惯，培育新的收视市场。eMarketer 预计，美国户外广告将从 2006 年 68 亿美元增至 2011 年 102 亿美元，连续五年保持 8.4% 的复合增长率，增速是传统媒体的 2.5 倍。中国的城市正在不断兴建中，新媒体空间不断被创造，消费者媒介习惯正在被引导和培养过程中，各媒体跑马圈地积极抢占市场份额。因此户外广告增速将明显高于发达国家。上海处于一线城市，户外媒体电视渠道多样，市场容量大。雅典奥运会期间，全球最大的户外广告商 Clear Channel 在雅典的广告价格上升了 50%，因此我们推断，上海世博会期间，户外广告也会有大幅增长。

明日沪上新媒体旗舰雏形乍现——公司与其他从事类似数字移动电视业务的公司相比，具有明显而持久的政策优势、内容优势、渠道优

势、技术优势、成本优势。通过内容整合和渠道整合的“哑铃”拓展模式，持续降低运营成本，提升毛利率水平，打造持久清晰的核心竞争力，正在悄然构筑起强进入壁垒（表 11、图 9）。

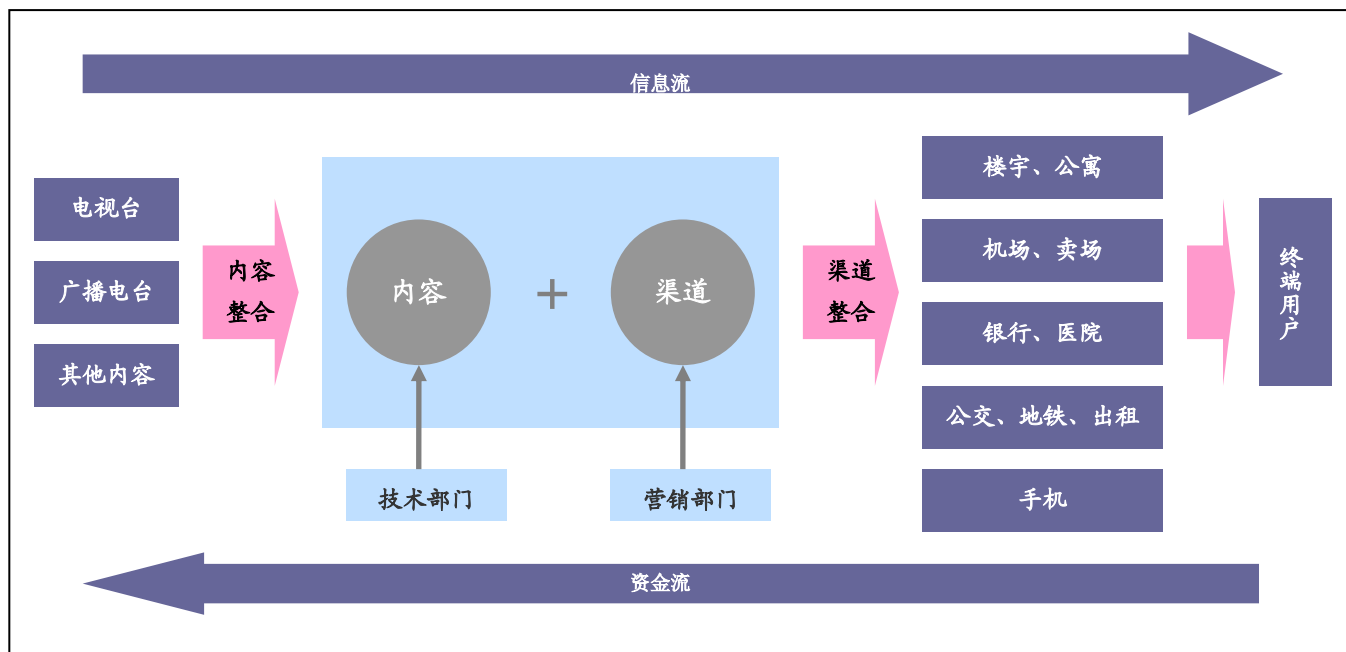
表 11 综合资源垄断的高进入壁垒悄然筑起公司户外电视媒体业务安全边际

优势	行业情况	东方明珠
政策优势	文化传媒是政策监管最严格的产业，政策支持与股东背景是公司未来成长函数最重要的变量。	东方明珠具有强势股东背景，政策把握准确，新媒体业务展开及时迅速：公司实际控制人文广集团（SMEG）是国内收入仅次于央视的广电媒体，掌控着上海地区文化传媒产业所有的核心资源。集团十分认可东方明珠作为其唯一资本窗口的作用和价值，曾公开表示优先支持上市公司的业务发展。
内容优势 (牌照资源)	需向内容提供商支付制作费，而内容提供商牌照发放权掌握在广电总局手中，要使用这些资源就面临版权和转化成本问题。 航美传媒 AirMedia 就是通过垄断节目内容版权来巩固渠道的。	和北广传媒、央视并列为为数不多的拥有内容制作和播放许可证的公司。SMG 无偿提供内容，专享即时内容广播许可权：新闻、资讯、天气类等特色化、个性化节目广播具有垄断稀缺性质，在客流停留时间长的渠道如地铁、公交、医院中，广告到达率高，对广告主构成强吸引力。
技术优势	无线传输关键要看两点：一，利用地面无线方式从事广播电视节目传送需要领取许可证；二，制式到底可以提供多少和多久的技术优势。 分众传媒就没有核心技术壁垒，DVD 模式；触动传媒的核心优势是其技术壁垒（渠道劣势直接制约了其发展）。	优势——公司拥有《广播电视节目传送业务经营许可证》无线信号覆盖基本通过现成的塔资源得以实现，可以大大降低网络建设和维护成本。东方明珠移动电视采用当今世界最先进的数字电视单频网传播技术，通过无线数字信号发射、地面接收的方式进行电视节目传输，最大优势在于支持移动接收。 劣势——无线信号仅能够覆盖上海本地区域，未来如果要突破上海本地走向全国，先天的技术优势就不复存在。
渠道优势	业务拓展最终要靠渠道，渠道都是稀有的不可再生的资源。由于合同都是独家性的，一旦先占，其他人很难进入。分众就是“渠道为王”的典型代表，成功上市后加速推进并购巩固霸主地位。	优势——公司已迅速全面的占领了公交、地铁稀缺渠道资源，未来还将继续占领医院、银行等稀缺资源渠道。 劣势——由于东方明珠业务仅在上海市场，辐射范围不及分众的全国覆盖影响力。
成本优势	分众进驻楼宇需要交纳约占收入一半的进驻费	银行、医院等渠道零进驻费
广告营销 经验优势	这是任何一家新媒体公司想要开拓全国市场、树立全国范围品牌的关键“杀手锏”。 分众传媒 2005 年上市前后迅速占领全国楼宇市场的最核心优势。	优势——除公交移动电视，其他户外媒体广告业务进入初期，存在市场培育风险，广告营销团队还在培育中。目前，东方明珠移动电视已经拥有如联合利华、中国电信、申万巴黎基金、中国银行等高端广告投放客户，这些优质客户成为东方明珠移动电视营收增长的重要保障。 劣势——广告营销经验缺乏，目前只能通过卖断保底的方式，交给富有广告营销能力的公司运作，成长性一定程度上被削弱。
媒体资源 优势	股东资产注入带来更多媒体资源。	优势——上海文化传媒资源垄断优势。预计只有在传媒行业尤其是广电领域体制市场化改革逐步放开后，资产注入才有实质进展。 劣势——2009 年上半年 SMG 高调宣布上市、向炫动卡通注入优质资产等一系列动作，使得股东注入资产的不确定性增强。
品牌优势	产品和服务同质化倾向明显，品牌是决定公司价值的重要因素：品牌是公司市场份额、服务特色、产品知名度和美誉度、客户满意度和忠诚度等多因素的综合产物，体现公司整合资源满足客户核心价值主张的能力。品牌一旦形成，可构筑新壁垒，带来	优势——东方明珠移动电视的品牌价值正逐步深入人心； 劣势——形成全国品牌尚需时日。

	持久的客户增长，提高竞争优势。 分众、华视、航美已在全国范围的广告主和受众中具有一定的品牌影响力。	
商业模式 创意优势	分众最初成功靠的就是创意优势； DMG 策划的地铁剧《晴天日记》使星巴克瓶装星冰乐一度脱销，该营销模式成本高，持续性不明确。	仍然是“内容+广告”的传统模式。 优势——制作成本低； 劣势——没有突破传媒商业模式框架。
规模优势	提升细分市场容量，提高定价权。	除了上海地区的公交和地铁，其他市场业务正在进入初期。
先发优势	细分市场容量一定，首先抢占市场。	除了上海地区的公交移动电视，其他业务正在进入初期。
管理优势	独特的企业文化是支撑团队快速有机扩张的黏合剂，企业文化所蕴涵的创新意识、团队意识、协同一致性构成了企业看不见的核心能力。	-

资料来源 国海证券研究所

图 9 户外媒体电视广告扩张“哑铃”模型——打造“内容+渠道”核心优势



资料来源 国海证券研究所

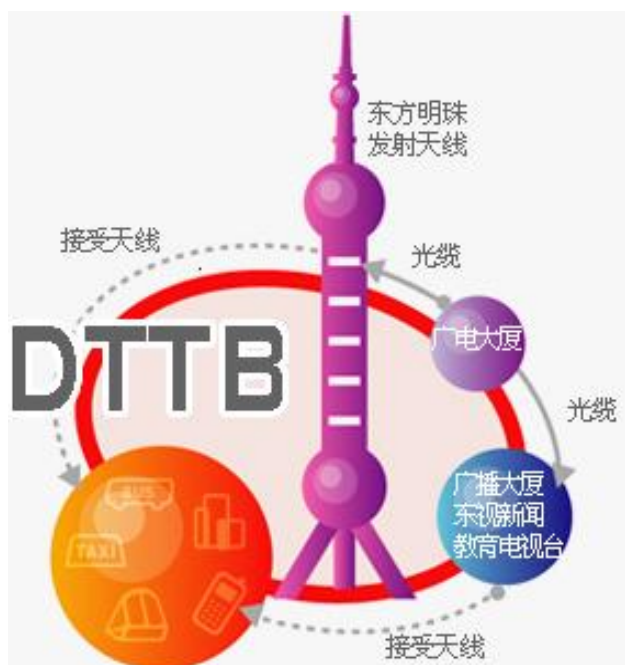
表 12 数字电视六种技术模式、三大主导力量

技术模式	核心技术	最后 1 公里介质	经营优劣势	主导部门	终端	公司
数字有线电视	DVB-C	HFC 光纤，同轴光缆	优：政策支持 劣：全国分散经营	传统有线网络运营商	电视	广电网络、歌华有线、天威视讯、东方明珠
IPTV	IP 技术	ADSL、LAN	优：互动性 劣：内容、政策	电信运营商	电脑、电视	杭州华数传媒、哈尔滨网通、河南网通
手机电视	CMMB 卫星通信，带宽高，信号流畅，但双向业务受限	S 波段卫星信号	优：内容优势，收费低； 劣：广电分散运营体制	广电系统	手机、PDA、MP3、MP4、数码相机、笔记本电脑	上海文广传媒、中央电视台、中国国际广播电台、北京电视台
	TMBC，方便开展双向业务	移动基	优：运营管理平台完善；	移动运	手机	中国移动、中国联通

	务，但带宽受限	站	劣：内容整合不足	营商		
数字直播卫星电视 BDS	DVB-S 无线传输，覆盖广，但无法开展双向互动业务	无线传输	优：全国统一运营，成本低； 劣：内容资源欠缺	卫星通信运营商	电视、电脑	美国 DirecTV、 英国 B-SkyB、 中国卫通
数字地面电视	DTTB 数字电视地面广播传输标注	无线传输	优：投资少、运行维护成本低、建网快	广播电视部门	电视	东方明珠、移动车载 数字电视运营企业
数字户外电视	硬盘储存介质，人工更换内容，技术含量低	-	优：体制优势、整合能力强； 劣：缺乏内容支撑和政策支持	风险资本和民营资本	户外液晶电视	分众传媒、航美传媒、 炎黄健康传媒、华视传媒

资料来源 国海证券研究所

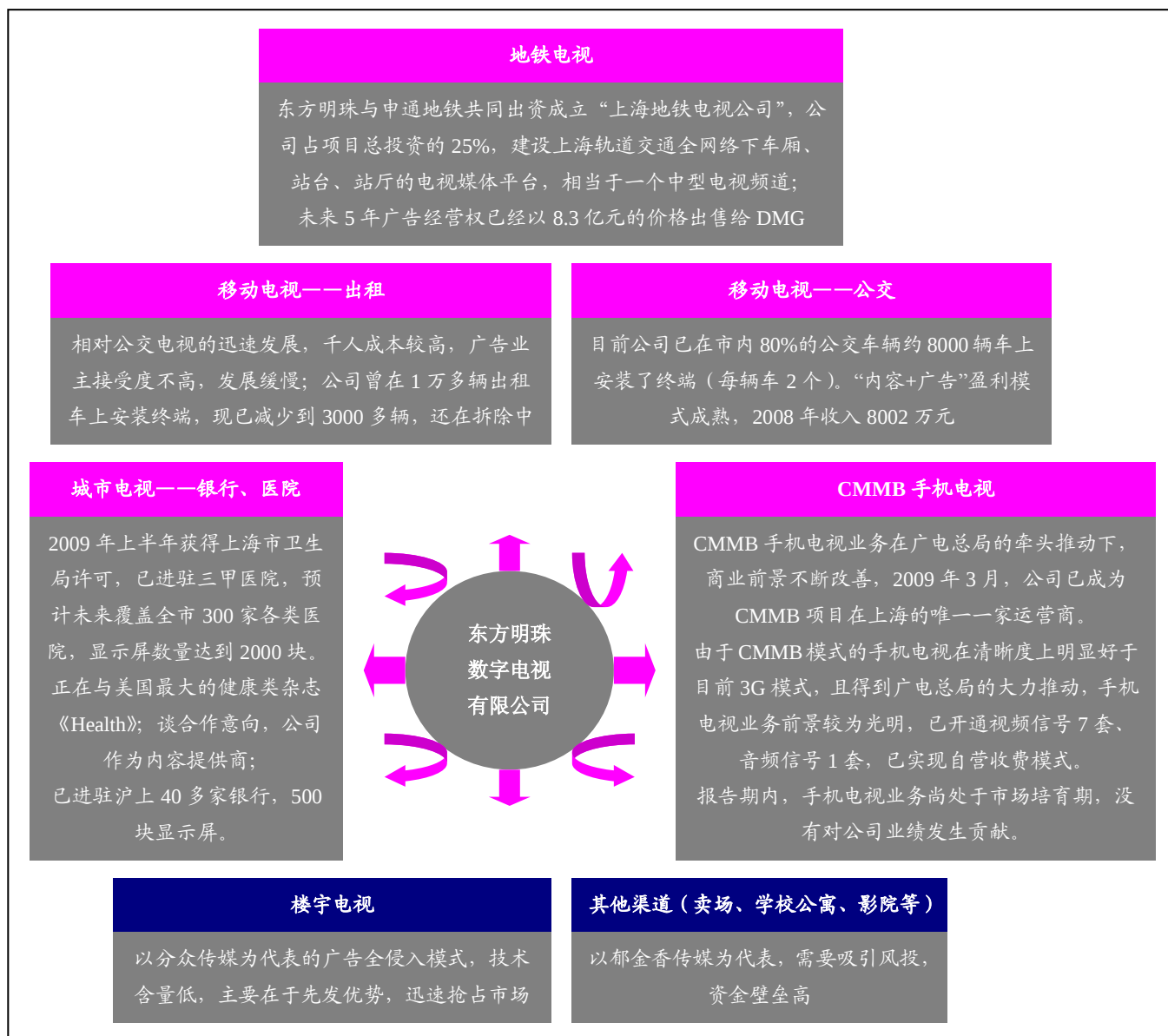
图 10 东方明珠塔数字电视地面广播（DTTB）制式



资料来源 公司网站

公司新传媒业务拓展速度、领域占领与创造不断超出市场预期

图 11 全方位构建覆盖沪上移动人群的电视塔无线发射广播式“立体数字电视平台”



资料来源 国海证券研究所（注：按照渠道划分，套蓝部分为公司未进入渠道）

户外数字媒体之一：地铁电视

被市场低估的地铁视频广告价值——城市轨道交通具有运量大、速度快、稳定安全等特点，其附属的商业开发项目在世界各大城市均是极具吸引力的投资热点，其自成一体通道体系、持续稳定的乘客人群，使得城市轨道交通系统的出版物发行、广告发布、物流系统、商品零售，甚至餐饮、娱乐业均得到迅速发展。这仍有待广告业主对国内地铁视频广告市场价值充分认识，从而挖掘更多的下游品牌商。以国内最大的地

铁视频运营商 DMG 为例，现有大品牌客户包括：宝洁、麦当劳，KFC，味全，三得利，百威，光明，交通银行，招商银行，泰诺，白加黑，开瑞坦，艾洛松，博士伦，卡西欧等。

市场容量、发展速度与市场定价——地铁视讯媒体空间仍然巨大

北京、上海和广州正在以每年 40-60 公里的速度加快地铁建设，地铁在我国整个公共客运交通系统中的客运量分担率将会达到 20%以上，与发达国家仍有差距，发达国家的地铁能分担 50%以上的公共交通客运量。易观国际（Analysis International）研究表明，地铁视讯媒体广告是移动电视领域中增长最快的细分市场之一。我们认为，随着轨道交通的快速发展，高油价及停车费用上升导致私车使用成本提高，地铁的便捷快速使人们通过地铁出行进一步增加，广告业主也将对地铁视频重新定位，地铁视讯具有较大的市场容量空间、成长空间和提价空间。

图 12 地铁视频广告价值重新定位



资料来源 国海证券研究所

未来亮点所在——仅地铁视频广告一项的年均广告收益规模就相当于 1/2 个 2008 年度的天威视讯

根据上海地铁线路发展速度估算，到 2010 年，合资公司“上海地铁电视有限公司”可在地铁站台、站厅和车厢共设置近 1.8 万块液晶显示屏，地铁视频广告覆盖的有效日客流量可达 560 万，大致相当于一个中型电视频道的收视率，年广告收入将在 2.3 亿元—3.1 亿元之间。

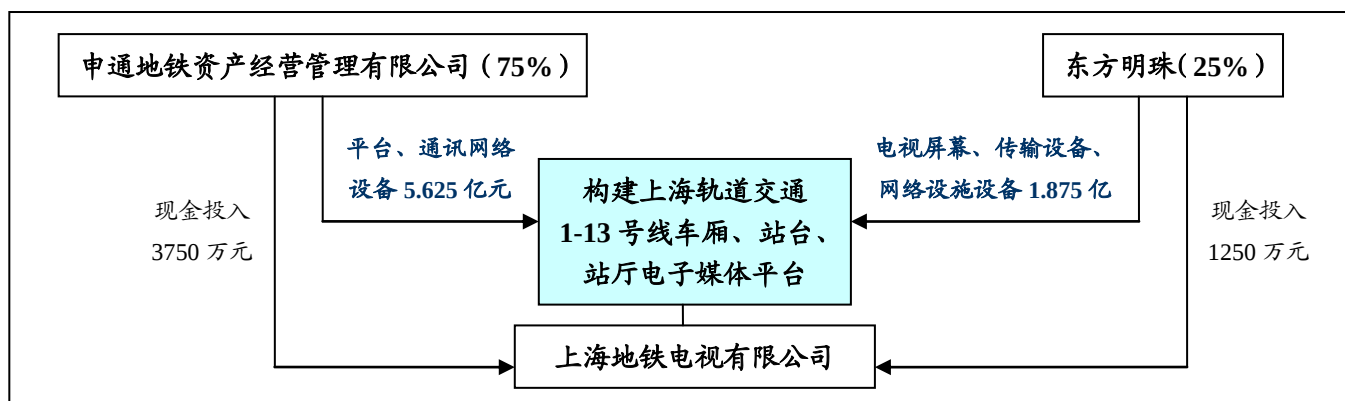
出于规避市场培育风险的考虑，合资公司未来 5 年广告经营权已以 8.3 亿元的价格一次性出售给 DMG（目前为止国内最大的地铁系统视频媒体广告合同），2009 年 1 月份开始全面投入运营。这一年均收益规模（1.66 亿元）。从 2009-2013 年，东方明珠每年将分得 4150 万元的权益收益，好于招股说明书预期，仅此一项就相当于天威视讯 2008 年净利润的 50%。

未来障碍所在——突破 DMG 技术壁垒、提升广告营销团队作战能力尚需时日

DMG 的 PIS（Passenger Information System）乘客信息系统是全球第一个将 WLAN（Wireless Local Area Networks）无线网络传输技术应用于车辆地面双向数据传输的乘客信息系统。能在高速行驶的列车上收看正在播出的电视节目，也能将车厢情况即时传送到地铁控制中心，具有一定的进入壁垒。

DMG 地铁客户资源稳定，广告运作经验丰富，商业运营发展成熟，这项能力是户外广告媒体能够发展壮大的“杀手锏”。公司要想独立运作尚需假以时日。

图 13 上海地铁电视有限公司股权结构



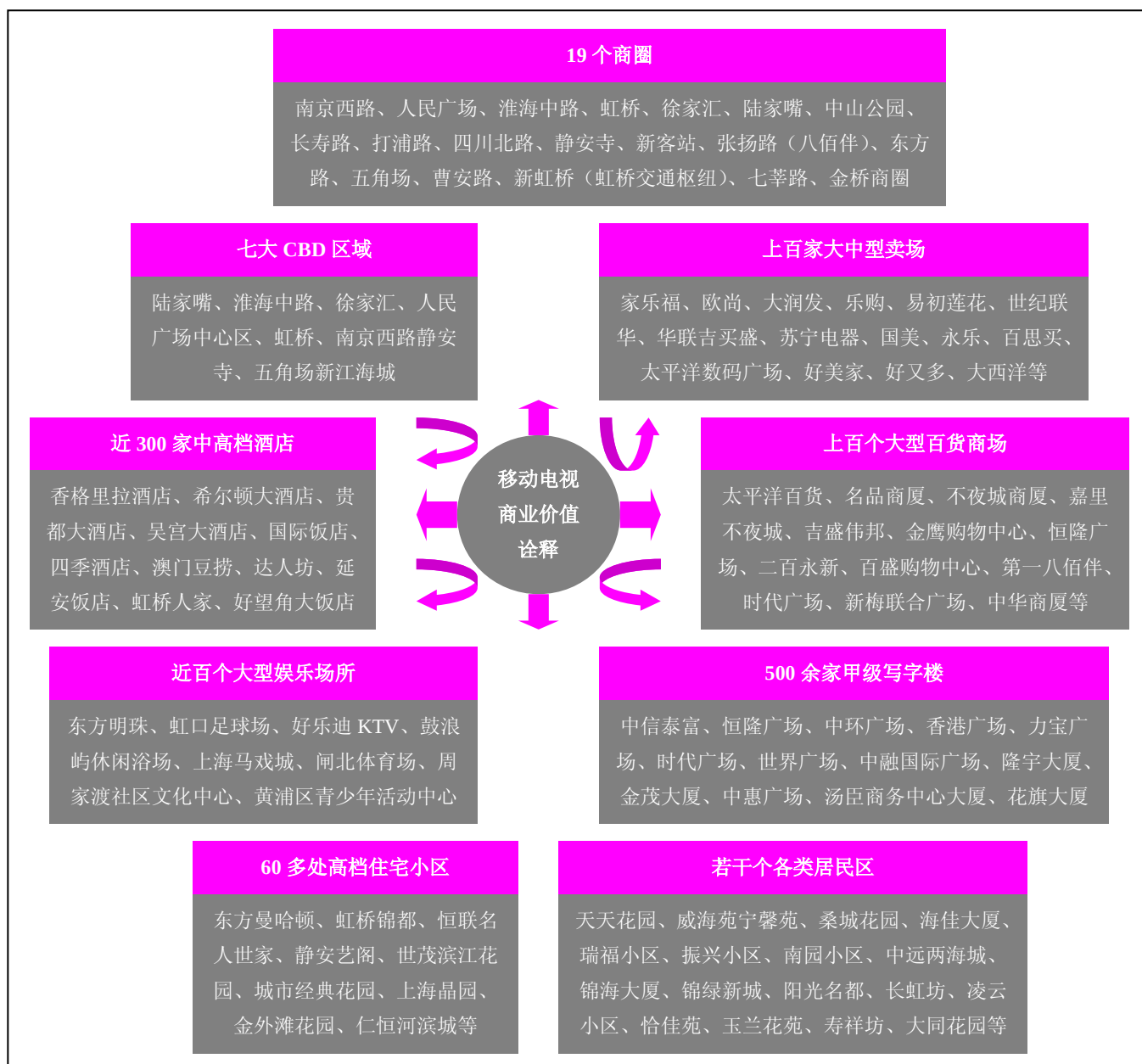
资料来源 公司公告

户外数字媒体之二：移动电视（公交、出租）

2003 年 1 月 1 日，上海东方明珠移动电视作为全球第二、中国首家移动电视频道开播以来，迅速渗透到城市的神经系统之中。根据 CTR

市场研究 09 年一季度中国 16 座主要城市公交移动电视收视研究基础调查显示，主要城市中人们户外时间（平均 2.4 小时）已达到或接近在家收看电视的时间（平均 2.8 小时），活动场所日益丰富，城市居民媒体接触多样化及接触习惯得以改变。中国主要大中城市中，约 7 成左右的人日常出行把公交车作为最主要的交通工具，城市人群对公交移动电视的接触程度仅次于电视和报纸。另据水木清华研究中心相关数据，由于其单一频道强制性传播的特点，加之目前中国城市人口中约 50%（城市中心人口则高达 95%）选择公交车等公共交通出行这一国情，2006-2008 年我国车载移动电视市场年平均增长率超过 50%。

图 14 移动公交（出租）电视的商业价值诠释



资料来源 国海证券研究所

公司深度研究

请参阅文后免责条款

未来亮点所在——“内容+广告”盈利模式成熟，毛利率持续提升空间大

内容优势明显——有别于楼宇视频以广告为主的模式，视频内容以雨雪天气、地震灾害等紧急事件为切入点，启动快速反应机制，开辟了具有自主品牌和移动电视特色的快报快讯，实现了新闻报道形式和内容的突破。

技术优势——东方明珠移动电视量体裁衣利用现成的塔资源，采用当今世界最先进的数字电视技术，通过无线数字信号发射、地面接收的方式进行电视节目传输，最大的特色在于支持移动接收。

盈利模式成熟——依靠广电背景，具有先发优势，平台维护、节目制作、广告运营一体化。

毛利率持续提升空间大——目前东方明珠已在上海市大约 8000 辆公交车（上海市公交车总量的 80%）上安装了终端（每辆车 2 个），年收入 8000 多万元。按照一个屏幕加一个接收器 1 万元的价格估算，该业务每年折旧额在 3000 万元，毛利率水平达 60%以上。5 年后折旧期满，毛利率将会有大幅提升，同时随着广告主增加和 ARPU 值提升，毛利率也有持续提升空间。再加上世博会期间，车身广告面积将减半，部分广告商将转向液晶电视广告，广告数量和价格都将有所提升，毛利率近期同样存在提升空间。

未来障碍所在——上海本地市场容量迅速达到饱和，继续增长更多依靠提价策略。

移动出租电视业务收缩

未来障碍所在——

相比于公交移动电视的快速发展，出租车车载视频广告千人成本（CPT）较高，广告业主响应度低，发展缓慢；

2009 年上半年，上海市交通港口局发布《上海市出租汽车车厢广告设置规范若干规定》，明确表示今后新增的出租车车厢内不得设置发布车载信息视频广告，现有出租车车载视频也将逐步拆除。该项业务面临萎缩。

户外数字媒体之三：其他城市电视（银行、医院）

银行和医院细分市场的数字媒体因为同样具有受众人群广泛、受众人群定位高、受众停留时间长等明显的特点，广告业主认可度理论上应该不亚于移动公交电视、移动地铁电视的市场价值。

受众人群广泛——以医院细分市场为例，上海市年门诊量高达 2.5 亿人次之巨（一个小孩看病会有两个去陪护，一个老人生病全家陪护，广告受众乘数扩大）。预计 2008 年正规的医药广告市场规模为 150 亿元，此外还有规模为 500 亿元的保健品市场广告，其中能留给医院液晶广告媒体的份额约有 30%；银行细分市场来看，上海作为全国金融中心，银行网点众多；

受众人群定位较高——以银行细分市场为例，广告投资更精准，避免无谓浪费，针对银行网点所覆盖服务的 CBD 企业和社区人群中具活跃的理财意识和消费潜力突出的年轻群体；

受众媒体广告接触时间长——在上海这种一线大城市，银行、医院排队时间长度并不低于公交、地铁的停留时间长度，广告到达率预计不会低于公交、地铁媒体电视的广告到达率。

未来亮点所在——综合资源优势构筑强进入壁垒

内容优势——东方明珠作为内容提供商，有助于“内容提供、平台维护、广告运营一体化”已有成熟盈利模式的快速复制；

政策优势带来的渠道优势与成本优势——目前阶段以医院作为重点发展对象，并且已获得了上海市卫生局的“许可”，2008 年已免费（分众进入楼宇需要交纳较高的入驻费，大约占收入的 50%）入驻上海市三级甲等医院（30 多家医院，90 块屏），预计未来覆盖全市 300 家各类医院，显示屏数量达到 2000 块；

从客户优势中积极看待未来规模优势——美国最大的权威性的健康类杂志《HEALTH》（年销量 100 万美元）看中了东方明珠的医院电视媒体平台，希望借助公司进入到中国市场。对于健康类杂志，最看重的指标就是受众端。从受众人群的数量来看，上海市年门诊量达 2.5 亿人次之巨；从受众端对医疗保健的需求角度来看，近年来上海市健康性支出和娱乐性支出分别占到居民收入的 7% 和 13%，医药保健市场巨大。从中我们判断，未来上海医院市场，炎黄健康传媒很可能逐步让出市场给东方明珠；

公司已经完成 40 多家银行的布点安装工作，目前大约已安装了 500 块显示屏；

毛利率有望逐步提高——依据前边对公交移动电视的毛利率推测，我们认为，同样的逻辑适用于医院电视和银行电视。

风险提示点或未来障碍所在——

竞争者风险——炎黄健康传媒是目前国内最大的医院视频广告商，

2007 年 10 月份进入市场，具有一定的规模优势和先发优势。目前炎黄健康拥有北京医疗机构 88% 的市场份额，占据协和医院、301 医院等重要阵地，在上海控制了 82% 的市场，对公司构成一定竞争，市场争夺面临一定的不确定性；

市场培育风险——前期主要在抢占市场阶段，目前盈利尚未体现。上海地区市场容量一定，维持增长需要得到广告业主的充分认可和再定位，有赖于议价能力的不断提高。

盈利预测：根据客流量计算，地铁电视每天客流量 500 万人左右，一年流量在 18 亿人次，是医院 2.5 亿人次/年的规模的 7.2 倍，因此按照地铁电视收益估算，城市电视的收益为 2300 万元/年（未含银行）。

表 13 炎黄健康传媒与东方明珠医院媒体电视比较

	炎黄健康传媒	东方明珠医院媒体电视
规模	占据北京医疗机构 88% 的市场份额，拿下协和医院、301 医院等重要阵地；在上海控制 82% 的市场，并获得了广东省卫生部门支持，与国内众多医疗机构签下独家合作协议，形成近乎垄断局势，全国显示屏数量超过 30000 块	已获得上海市卫生局许可，2008 年已免费（分众进入楼宇需要交纳较高的入驻费，大约占收入的 50%）入驻上海市三级甲等医院（30 多家医院，90 块屏），预计未来覆盖全市 300 家各类医院，显示屏数量达 2000 块
内容	与地方电视台合作，制作节目内容，成本较高	背靠文广，内容提供优势
成本	内容制作成本、进驻成本（经营权取得费）	零入场费

资料来源 国海证券研究所

我们的结论：户外电视业务具有毛利率水平高、现金获取能力强、成长性好等特点。东方明珠移动电视有限公司 2008 年营业收入 8002 万元，同比增长 7.47%，我们认为，东方明珠在上海地区户外媒体广告领域的领先地位未来几年内都可以得到维持，伴随户外媒体渠道的不断被发现和创造、广告主 ARPU 值的不断提高，公司数字媒体广告的收入将会继续增加。分众传媒 2005 年 7 月份在纳斯达克上市后，净利润连续 10 个季度保持了同比 100% 以上的增长。我们有理由相信，拥有明显且持续的政策优势、内容优势、技术优势、成本优势和渠道优势的东方明珠，也将有机会获得两位数甚至三位数的增长（表 14）。

表 14 移动媒体盈利能力、成长性比较

公司	毛利率（%）			净利润率（%）			收入增长（%）			净利润增长（%）			经营现金流增长（%）		
	05	06	07	05	06	07	05	06	07	05	06	07	05	06	07
分众传媒 Focus Media (FMCN)	60.8	61.6	51.0	34.5	39.3	28.5	134	211	139	6225	253	73.6	320	323	80.4
华视传媒 VisionChina	-	-44.8	51	-	-105.1	32.0	-	-	659	-	-	-331	-	-	-

Media (VISN)															
航美传媒 AirMedia (AMCN)	-136.6	44.0	48.7	-178	22.7	-12.3	-	1231	132	-	-269	-226	-	-162	-422

资料来源 Bloomberg,finance.yahoo.com

CMMB 手机电视业务产业化仍然受制于政策限制与标准未定

年初拿到全国第一张商业运营许可牌照，经营迈入实质性启动——手机电视在广电总局主推 CMMB（中国移动多媒体广播）标准的大环境下，上海文广手机电视有限公司 2009 年 3 月份完成与中广卫星移动有限公司的签约及启动仪式后，已经成为 CMMB 项目在上海的商业运营商。公司尝试数据增值业务，开通奥运、港股、福利彩票等多项数据业务，构筑丰富的内容平台。在市场推广方面，手机电视与具有中国电信背景的信产物流、联翔通信公司签署了合作协议，为拓宽终端客户找到了有力的合作者。

边际成本极低，未来增长主要在于用户数增长和 ARPU 值增加——该项业务通过东方明珠塔的无线信号发射，将各个电视频道的节目传送到手机终端上，基本都是沉没成本，边际成本极低。因此未来该项业务的增长主要在于政策放开和标准统一之后带来的用户增长和 ARPU 值增长。

未来突破点在于政策放开和国际传输标准的统一——由于 CMMB 本身受限于政策、网络、体制以及运营等各大瓶颈，发展仍然充满不确定性（表 16）。CMMB 除了广电总局的大力支持，还需要有上游芯片厂商的实现，中间品牌厂商终端产品的支持，以及消费者的实际需求，这四点缺一不可，否则就只能停留在概念上。

收益测算——假定全部频道实行包月制，移动运营商获得 20% 的月费用，剩余的 80% 全部归东方明珠。目前上海手机保有量约 2000 万部，前期 CMMB 在 2008 年奥运期间通过免费推广迅速发展了 140 多万用户，其中上海用户数超过 10 万人。而今年 3 月 16 日之后加密收费后，用户数出现萎缩。保守起见，我们基于目前上海本地的 CMMB 手机电视用户数进行了敏感性测算（表 15）。

表 15 CMMB 手机电视业务“用户数/资费”敏感性分析（单位：万元/年）

	10 元/月	15 元/月	20 元/月	25 元/月
1 万人	96	144	192	240

5 万人	480	720	960	1200
10 万人	960	1440	1920	2400
20 万人	1920	2880	3840	4800
50 万人	4800	7200	9600	12000
100 万人	9600	14400	19200	24000

资料来源 国海证券研究所

表 16 CMMB 手机电视产业化瓶颈

瓶颈	行业	东方明珠
政策瓶颈	目前已拿到 TD-SCDMA (3G)+CMMB (要达到广电确立的 2009 年拥有 1000 万用户的目标, 仅靠 TD-SCDMA 和山寨手机市场远远不够) 的入网证; 下一步可能拿到 CDMA+CMMB 入网许可的希望比较大, 这张牌照对 CMMB 未来两年内用户发展起到决定性作用; 而要实现用户的大规模迅速发展, 拿到 GSM+CMMB 经营许可则至关重要, 大量品牌机制造商才有可能研发推出带有 CMMB 功能的手机。	2009 年 3 月 12 日, 拿到全国第一张经营许可牌照。 上海首批支持 CMMB 的终端机包括: 联想、爱国者、新科。
网络瓶颈	直播卫星推迟发射, 目前主要靠地面发射器实现带来的广覆盖难题和室内覆盖缺失问题, 使“被窝里看电视”和“地铁里看电视”两大最主要的购买动力难以实现。	明珠塔无线信号发射, 上海 CMMB 信号已覆盖中心城区 95% 以上的室外和 50% 以上的室内。
体制瓶颈	以中广移动为主的 CMMB 运营商面临全新挑战。首先, 如何平衡广电内部各电视部门的利益: 从有线电视到地面电视、卫星电视乃至如今的 CMMB, 广电内部形成了各个利益集团。CMMB 发展必须得到广电内部的一致支持; 其次, 如何平衡省市级广电的利益: 推动靠中央, 而发展用户、铺设网络、与地方移动运营商合作还是要靠地方的广电来推动。	因涉及到产业链协调整合, 广电模式基于 CMMB 模式的手机电视业务由于涉及到终端及与电信运营商的合作, 单靠地方广电很难推动, 业务发展较慢。
品牌瓶颈	CMMB 是什么? 对提高 CMMB 在国内的品牌效应和用户接受度至关重要。	-
商业模式	目前世界上并没有一个非常成功的商业化运作手机电视的模式, 中广移动能否在与电信的博弈中寻找共赢的合作模式, 能否为 CMMB 的商业运作寻找一种合适的模式, 将决定 CMMB 能否在国内产业化和商业化。	已开通视频信号 7 套、音频信号 1 套, 开始收费。

资料来源 国海证券研究所

以东方明珠传输有限公司 (100%) 为载体的无线传输业务及以东方有线 (39% 的股权)、太原有线 (50%) 为载体的有线传输业务长远看提升空间较大, 短期内对投资收益贡献难成增量

公司是上海唯一的无线广播电视传播运营商, 垄断上海无线发射业务。主要为上海文广集团下属的电视台、电台发射无线信号。同时能为公司的户外移动电视业务提供信号发射的支持, 收取信息传输费。该业务每年能为公司带来 1 亿元左右的稳定收入, SMG 作为东方明珠的二级控股股东, 该项业务关联交易额近 9000 万元人民币, 占该业务收入的 93%。该业务毛利率水平在 70% 以上。

基于无线传输的地面数字电视“户户通”业务收益可能不尽人意

“户户通”目标客户锁定为郊区农村和城市中的宾馆饭店，目前上海市有 100 万左右有线电视接入成本较高的远郊农村用户，“户户通”预计采取一户一卡，按卡收费的用户管理模式。由于地面数字电视可加密且传输成本非常低，对于互动需求不高的客户群而言具有较大的价格优势。2008 年底已顺利完成传输发射系统搭建，一个频点可以传输 16 套标清节目，开创了国内地面数字电视的先河。

亮点——

如果项目实施成功，公司将获得稳定的收视维护费收益，并将随着无线数字电视增值业务开发带来的商机。

风险点提示——

户户通电视频道数量少，郊区农户接受度可能低于预期。事实上，上海郊区农户可选择的收视方式较多（区域有线、IPTV、互联网等），“户户通”在上海郊区推行的效果可能不尽人意；

前期数字前端发射系统、机顶盒用户终端的安装资本支出较高。

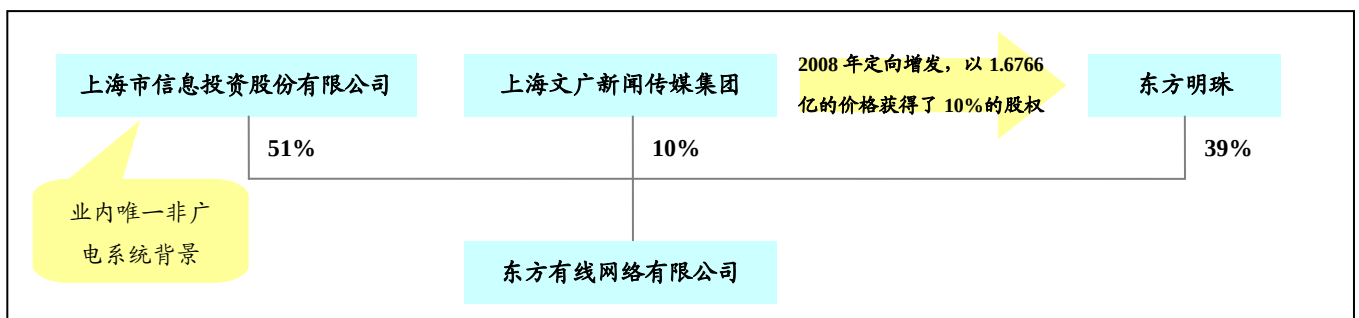
鉴于该部分收益见效速度较慢，我们对此暂不做收益预测。

东方有线网络有限公司数字化平移短期压制利润释放

上海东方有线网络有限公司是国务院指定的全国唯一一家“三网合一”试点的高新科技企业，目前经营着全球最大的城域网——整个上海市的有线电视网络资源，拥有 450 万用户和高达 100% 的市区覆盖率，共传送 61 套模拟电视节目。

公司目前数字用户 40 万户，受制于资金压力，转换速度为 20 万户/年。鉴于国家 2015 年停止模拟信号，2012 年主要城市完成数字改造的要求，或成数字化加速外部推动力量。另外，参考奥运期间对北京市数字电视转化工作的促进作用，世博会的收视要求等，都有可能促进东方有线的数字化转换工作加快进程。

图 15 东方有线网络有限公司股东结构



资料来源 公司公告

未来亮点——

收视维护费和增值服务提升 ARPU 值——上海有线基本收视费较低，仅为 13 元/月。在数字化平移缺乏资金和不得不整转的压力下，上海有线电视提价成为可行的解决方案。尽管需经价格听证，但是在有成本依据的情况下，有线电视提价方案被上海市政府接受的可能性大大提高。东方有线在数字化转化完成后，将能够从收视维护费提高、数字增值服务带来的 ARPU 值内生增长等方面受益。

风险点提示——

控股权问题悬而未决，数字平移速度较慢——原因有二：第一，资金短缺。控股股东为全国唯一一家非广电系统背景的有线网络运营商，控股股东资金紧张构成上海数字化推进的障碍之一，数字化所需的大规模资本支出缺乏资金来源。按常理推断，东方明珠资金充裕，增持合情合法。不过目前来看，信息投资公司并无意愿将股份转让给东方明珠；第二，网络整合压力，上海有线网络尚未完成一城一网整合；

集团仍有东方有线网络 10% 的股权，近期注入意向不明确；

资本支出巨大压制东方有线利润释放——东方有线目前正处于大规模资本投资期，且网络几乎全部按照双向点播的标准进行建设，模转数期间资本支出巨大，每户赠送双向、单向机顶盒各一台，机顶盒成本很高（270 万用户×800 元/户 = 21.6 亿元）。加上观众付费收看的习惯尚未形成，增值服务内容匮乏，导致收入增长和大额折旧费用不相匹配，东方有线的净利润率迅速下滑。2008 年投资收益仅 2961 万元，同比减少 29%，净利润率比 2007 年下滑 4.8 个百分点至 6.3%，2009 年上半年仅实现净利润 2220.48 万元，同比大幅下滑 46.21%，净利润率继续下滑至 3.7%。预计 2009 年收入与 2008 年基本持平，投资收益不可测；

数字增值服务前景不明朗——受制于用户规模、内容限制、IPTV 和卫星电视等的竞争，增值服务难以形成成熟模式，增值空间难以预测。

我们的观点——

有限的提价和有待市场培育的增值业务难以支撑机顶盒以及网络改造的巨额资本支出。短期对东方有线的业绩增长持谨慎态度。

收益测算——

假设数字电视收视费从 13 元变成 23 元，东方有线 2009 年底数字用户达到 130 万，剩下的 140 万用户分别在 2010-2015 年分别转完。

鉴于整转过程中的资本支出较大，东方有线投资收益下降较快，投资收益不可测。

表 17 有线电视网络数字化平移期间提价测算

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
数字用户（万人）	80	130	160	190	210	230	250	270
收入增加（万元）	9600	15600	19200	22800	25200	27600	30000	32400

资料来源 国海证券研究所

表 18 A 股四家有线电视上市公司收入、利润增长情况

上市公司	2006		2007		2008	
	营业总收入同比增长率(%)	利润总额(%)	营业总收入同比增长率(%)	利润总额(%)	营业总收入同比增长率(%)	利润总额(%)
广电网络（600831）	9.17	8.41	80.98	115.51	52.95	-4.52
电广传媒（000917）	-	19.42	29.37	1104.92	26.47	-27.12
天威视讯（002238）	50.38	1.36	4.88	6.02	8.58	11.81
歌华有线（600037）	16.88	7.93	13.3	6.17	14.76	-10.34

资料来源 Wind

太原有线：数字平移期结束，进入丰收期

从公司战略角度看，除了逐步占领上海本地有线网络外，还积极谋求异地有线网络，如以 2.2 亿元的总价格收购太原有线网络 50% 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，已进入平移丰收期。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/月，非居民用户 27 元/卡/月。根据太原有线 2006 年的业务收入，视听费收入可达 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为公司带来每年 1200 万元左右的投资收益。

对外投资业务是影响公司 2011 年以后盈利的重要变量

房地产部分——

渔人码头二期和太原湖滨会堂是近两年最主要的资本支出项目

两个商业地产项目预计总投资 50 亿元，具有地段优越、购地价格低等特点，投资风险小。分期滚动开发。由于项目资本开支大、尚处于建设期等原因，致使盈利短期内青黄不接，预计要到 2011 年以后才能贡献收益。

渔人码头二期（70%）——整合文化、旅游概念的商业地产项目

杨浦大桥南脚附近，上海市新地标之一，文化型商贸旅游休闲服务中心。兼有商业地产和特色资源依托型旅游经营的特点，长远看有利于公司长期发展和提高股东回报。

盈利模式——预计可能采取部分出售部分租赁的方式，实现效益最大化。预计 2011 年将开始逐步体现 3.4 万平米的商铺出售，7 万平米的写字楼出租收益。

表 19 渔人码头二期项目

总投资	项目投资方	成本	投资报酬率
16.95 亿元	东方明珠合计持股 70%； 上海文广集团占 30%	购地成本 0.84 万元/平米；总成本 1.6 万元/平米；可比楼盘价格 2.5-2.7 万元	16.5%-17.5%
物业构成	建筑面积（平米）	完工时间	建设周期
文化娱乐商业	29949	2010 年 7 月（世博会之前）	18 个月
甲级办公楼	74241	2010 年底	24 个月

资料来源 公司公告

图 16 渔人码头效果全景图



资料来源 相关网站

太原湖滨会堂（66%）

太原湖滨广场位于太原市最繁华的中心区域，历史上是太原市主要的政治文化中心和标志性建筑，是太原市政工程。

盈利模式——预计项目一期建成后仍将仿照上海国际会议中心的运作模式，成为太原市最核心最高端的会议和接待中心。

项目分两期：一期为湖柳会堂改造部门，占地 72 亩，总投资 26 亿元，主要建设国际会议中心，五星级酒店，写字楼，商场，预计 2011 年完工，其中五星级酒店将引入知名国际酒店管理公司进行托管；二期

占地 38 亩，投资 5 亿，开发高档住宅和商业配套部分。

山西煤炭经济引发的强劲购买力是公司斥资购入项目的重要原因——项目二期主要开发高档住宅，在煤炭经济带动下，太原富裕阶层购买能力非常强，在煤炭价格不出现大幅度下跌的情况下，长期来看，预计该项目潜在市场需求非常旺盛。

开发具体周期、开发业态、投资回报等难以估算——考虑到商业地产的运作模式，我们预计建成后短期内对公司业绩影响不大。公司目前还在对项目进行相关论证。另外考虑到房地产行业状况和资本开支规模，预计公司有可能延长开发周期，采取滚动开发模式，我们暂不进行详细盈利预测。

表 20 太原湖滨广场项目

项目	总投资	项目投资方	面积和地价	建设周期
太原湖滨广场	31.57 亿元 注册资本 9 亿元	东方明珠持股 66%，出资 5.94 亿元，太原广电集团持股 34%	108.5 亩，3.5-4.0 容积率； 购地成本 0.175-0.2 万元/平米； 总成本 1.6 万元/平米； 可比楼盘价格 2.5-2.7 万元	3 年，分两期开发
物业构成	建筑面积（平米）	完工时间	建设期	投资报酬率
文化娱乐商业	29949	2010 年 7 月	18 个月	16.5%-17.5%
甲级办公楼	74241	2010 年底	24 个月	

资料来源 公司公告

川沙项目将成 2009 年下半年收入增量

中报显示，东方明珠置业公司承接的川沙配套商品房工程建设项目已竣工完成，目前正在办理交房的各项前期准备事项。由此可见，川沙房产项目的销售收入将在下半年进行结算，成为下半年经营的增量所在。预计收入至少超过 1 亿元，由于卖给政府的价格远低于市价，不应对此抱有过高的盈利预期。

另外，公司还经营松江大学城公寓出租、欧洲城物业出租等，主要盈利模式为租金收入，盈利增长来自于出租率和入住率的提高。

股权投资部分——

2009 年上半年，公司可供出售的金融资产实现利润 8283.96 万元，占利润总额的比例高达 25%，构成公司业绩的重要来源。海通证券 2010 年 11 月解禁，公司将视乎资本市场情况和公司资本支出需要，适时兑现部分投资收益。我们认为，这部分收益将起到平滑业绩波动的作用，是经营业绩的隐形保障，并可在一定程度上保护股东权益。

仅以海通证券（600837）一项的股权减持测算，以 2009 年 8 月 7 日收盘价计，公司持有 1.5963 亿股的海通证券的市值为 28.57 亿元，占海通证券总股本的 2%。公司每减持总股本的 0.5%，就产生 6.569 亿元的投资收益，就会增厚 EPS0.155 元，仅股权投资收益部分就促使业绩增长 100%。

表 21 公司存量股票情况（单位：百万元；时间：2009.6.30）

股票代码	简称	持股数量（万股）	初始投资	成本价格	市场价格	期末账面值	报告期所有者权益变动
600837	海通证券	15963	230	1.44	17.90	1634.6	1095.6
600831	广电网络	1360	68.5	5.04	8.51	86.2	13.86
600000	浦发银行	1000	5.12	0.51	24.87	209.5	159.4
-	中银万国	6260	56.3	-	-	56.3	0
合计	-	-	359.9	-	-	1986.6	1268.8

资料来源 公司公告

贸易业务增速平稳，利润贡献不大

公司 2009 年贸易业务主要以进口世博会器材为主，毛利率仅为 3.7%，盈利方式为收取代理费，利润贡献很小，可忽略不计。预计 2009 年下半年公司贸易业务部分将与上半年持平，全年收入规模有望达到 22.1 亿元人民币。

一点猜想——参股迪斯尼合资公司

迪斯尼项目有望于 2009 年底落户上海，目前上海市政府与迪斯尼的合作方式、上海市本地旅游企业以何种方式介入迪斯尼尚未确定。但是我们认为，东方明珠作为市宣传系统唯一的上市公司，仍有可能参股迪斯尼合资企业。

公司财务分析

公司财务指标的几个主要特点：

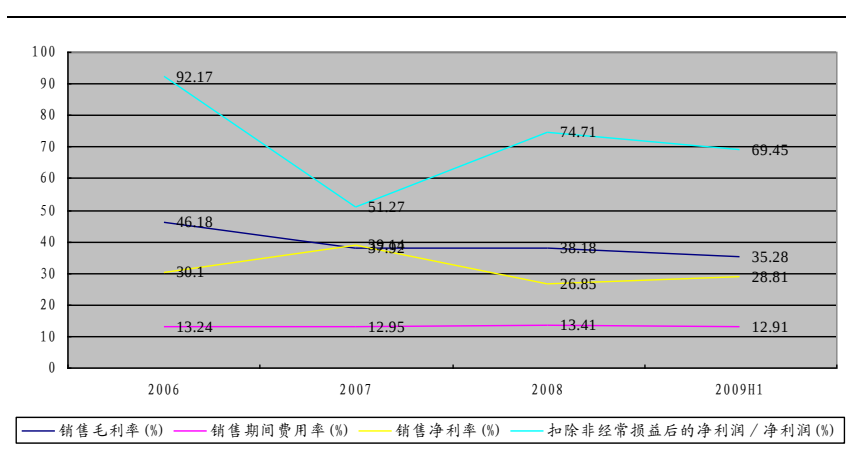
毛利率水平有下滑趋势——近年大量资本开支导致营业成本增加；
 管理严谨，期间费用率控制平稳，财务费用率近年略有上升——2009 年上半年管理费用率为 7.01%，同比下降 7.36%，较 2008 年全年的 8.61%减少了 1.6%。随着公司明珠塔改造、浦江游船项目建设、太原湖滨广场建设、上海渔人码头二期项目建设等未来大量刚性资本性资金

需求增加，导致 2008 年财务费用增加了 3226 万元，同比增长了 88%，折旧压力较大。

投资收益占比较大，公司可根据情况平滑收益波动——投资收益占比一直都在 25% 以上。如此，公司可根据当年主业情况适当操作，平滑收益水平。

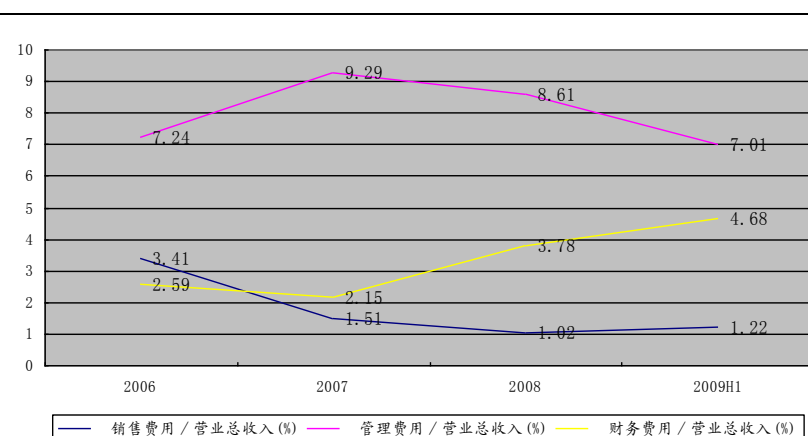
在建工程逐渐转固，折旧压力增大——截至 2009 年中报，公司在建工程余额为 10.37 亿元（同期固定资产余额为 14.24 亿元），同比减少 42%，系明珠塔/游船/太原湖滨广场/渔人码头/地铁电视系统建设等项目陆续转固所致。

图 17 财务指标变动



资料来源 Wind

图 18 期间费用率变动



资料来源 Wind

公司远在公司与数据之外

我们认为，财务指标不能说明一切问题。

第一，从最近几期公告公司发展战略的变迁中不难看出公司管理层务实审慎却又审时度势和坚决推进的魄力。每一次发展战略的修正，公司都能够在最短的时间内给以配套的人才队伍和收效良好的可行性措施，体现了公司应对宏观经济变化和产业政策变化的灵活变通的快速应变能力，这才是公司未来发展最重要的。公司在 2007 年报中称，“抓住 2010 年上海世博会提供的契机，通过本地和异地新项目的开拓，进一步获取优质稀缺的文化旅游资源，实现产业链的延伸扩张，力争在都市观光、休闲娱乐、酒店会展以及演艺娱乐等各方面形成新的独特优势”。“不断吸纳和掌控沪上文化旅游的稀缺资源。”“参与开发异地项目，实现文化产业走出上海，面向全国的拓展目标。”而到 2008 年，户外电视媒体业务、CMMB 手机业务的推进则快于了市场预期，公司战略已经紧跟政策与市场，审时度势的转化为了“文化旅游+新媒体”的双业务战略。

第二，公司拥有的强大股东背景，为公司未来旅游和新媒体业务的发展提供了无可复制的综合资源优势，鉴于我们前面的分析，我们有理由对公司的新媒体业务寄予高于市场的预期。

盈利预测

表 22 盈利假设及预测

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
(一) 东方明珠塔					
营业收入	3.4	3.57	4.95	3.71	3.97
收入增长率	-	5%	38.40%	-25.00%	7.00%
利润总额	1.77	1.86	2.57	1.93	2.07
利润率	52%	52%	52%	52%	52%
(二) 国际会议中心					
营业收入	2.8	2.6	3.78	2.84	3.04
收入增长率	-	-7.10%	45.50%	-25.00%	7.00%
利润总额	0.462	0.416	0.680	0.511	0.547
利润率	16.50%	16%	18%	18%	18%
(三) 世博演艺中心					
营业收入	0	0	0.33	2	2.2
收入增长率	-	-	-	506%	10%
利润总额	0	0	0.132	0.84	0.95
利润率	-	-	40%	42%	43%
(四) 码头游船项目					

营业收入	0.13	0.15	1.01	0.66	0.69
收入增长率	-	15.40%	573.40%	-35.00%	5.00%
利润总额	0.03	0.03	0.23	0.15	0.16
利润率	23%	23%	23%	23%	23%

(五) 东方绿洲度假村

营业收入	0.12	0.13	0.15	0.15	0.15
收入增长率	-	8.33%	15.38%	0.00%	0.00%
利润总额	0.027	0.013	0.015	0.015	0.015
利润率	10%	10%	10%	10%	10%

(六) 七重天宾馆

营业收入	0.2	0.18	0.25	0.22	0.24
收入增长率	-	-10%	38.90%	-12%	9.10%
利润总额	0.024	0.022	0.03	0.027	0.029
利润率	12%	12%	12%	12%	12%

(七) 其他旅游酒店项目

旅游酒店部分收入小计	7.57	7.43	11.27	10.38	11.09
旅游酒店部分收入增长率	-	-1.85%	51.68%	-7.91%	6.86%
旅游酒店利润总额小计	2.31	2.34	3.66	3.48	3.77
旅游酒店利润总额增长率	-	1.25%	56.44%	-5.16%	8.36%
旅游酒店每股 EBT 贡献	0.073	0.074	0.115	0.109	0.118

(八) 传统媒体业务

营业收入	2	2.100	2.205	2.315	2.431
收入增长率	0	5%	5%	5%	5%
毛利额	1.8	1.890	1.985	2.084	2.188
毛利率	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%

(九) 新媒体业务 (出租移动电视部分逐步退出, 保守起见, 本预测不考虑)

公交移动电视营业收入	0.8	1	1.5	1.95	2.34
公交移动电视收入增长率	-	20%	50%	30%	20%
公交移动电视毛利额	0.14	0.2	0.45	0.683	0.819
公交移动电视毛利率	18%	20%	30%	35%	35%
城市电视营业收入	0	0	0.23	0.345	0.449
城市电视收入增长率	-	-	-	50%	30%
城市电视毛利额	0	0	0.058	0.093	0.135
城市电视毛利率	-	-	25%	27%	30%
媒体广告业务收入小计	2.8	3.100	3.935	4.610	5.220
媒体广告业务利润小计	1.940	2.090	2.492	2.859	3.141
媒体广告每股 EBT 贡献	0.061	0.066	0.078	0.090	0.099

(十) 传输通讯业务

电视信号发射收入	1	1	1	1	1
电视信号发射毛利额	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
CMMB 手机电视收入	0	0.05	0.3	0.35	0.5
CMMB 手机电视毛利额	0	0.05	0.3	0.35	0.5
传输通讯业务收入小计	1	1.05	1.3	1.35	1.5

传输通讯业务利润小计	0.7	0.75	1	1.05	1.2
传输通讯每股 EBT 贡献	0.022	0.024	0.031	0.033	0.038

(十一) 进出口业务

收入	5.21	5.2	5.2	5.2	5.2
利润总额	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
税前利润率	3%	3%	3%	3%	3%
进出口每股 EBT 贡献	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005

(十二) 房地产项目 (川沙项目, 渔人码头和太原湖滨广场项目暂不考虑)

收入	0	1	0	0	0
利润	0	0.1	0	0	0
川沙项目每股 EBT 贡献	0	0.003	0	0	0

(十三) 其他收入

其他收入	1.67	1.5	1.5	1.5	1.5
收入总计	18.25	19.280	23.205	23.040	24.510
营业利润总计	6.54	6.98	11.94	12.27	13.00
费用率	13%	14%	14%	13%	13%

(十四) 投资收益

地铁电视项目	0	0.4	0.4	0.4	0.4
东方有线	0.296	0.1	0.1	0.2	0.2
太原有线	0.12	0.12	0.125	0.13	0.135
股权收益部分	1	0.9	4	4	4
投资收益小计	1.416	1.52	4.625	4.73	4.735
每股投资收益贡献	0.04	0.05	0.15	0.15	0.15
公司利润总额合计	5.87	6.21	10.92	11.29	11.92
公司净利润总计	4.99	5.28	9.28	9.60	10.13
EPS	0.16	0.17	0.29	0.30	0.32
EPS 增长速度	-	5.76%	75.70%	3.43%	5.58%
扣除非经常性损益的 EPS	0.13	0.14	0.17	0.18	0.19
扣除非经常性损益 EPS 增速	-	9.70%	20.49%	6.04%	9.57%
P/E (P=10.88 元)	69.42	65.64	37.36	36.12	34.21

资料来源 国海证券研究所

风险因素分析

新华传媒买壳上市、SMG 以优质经营性资产注资炫动卡通 (炫动卡通不排除单独上市可能)、上影集团的高调宣布上市计划等沪上文化传媒产业的一系列资本化运作, 公司整合上海宣传系统内传媒资产的前景变得不确定;

新媒体业务开展速度低于预期;

CMMB 手机电视项目发展受制于政策与标准推行缓慢;

数字化平移阶段, 成本支出大, 有线网络投资收益可能下降;

在建工程大幅增加，房地产项目风险。

估值及投资评级

我们对公司本质的理解——

从公司的主业项目和对外投资项目所占的比例来看，六大旅游项目（表 8）将为公司提供稳定而充沛的现金流，尤其是在 2011 年世博演艺中心投入商业运营以后，对业绩将会有较大增厚，单单演艺中心一项就至少增厚 EPS0.03 元，拉动 15 个点；

电视信号发射业务、东方有线、太原有线业务、新媒体业务中的地铁电视都为公司提供了稳定的现金流，而公司的城市电视也很可能采取和地铁电视一样的经营权卖断模式，未来的“户户通”业务，都将为公司获取稳定可靠的现金流；

渔人码头、太原湖滨广场项目结算后，预计很大一部分将采取出租的方式运营，这同样是一部分稳定可靠的现金收入；

松江大学城公寓、欧洲城物业也都是采取出租方式盈利；

公司的股权收益部分也将视乎二级市场表现和主业波动进行操作，以平滑主业收益波动。

——单单从以上几方面来看，公司已不失为一家占尽沪上旅游、媒体稀缺资源、经营风格稳健的现金流企业。

然而，正如前面所言，公司的价值还远不止于此。

随着移动公交电视业务有可能异地复制、其他户外电视项目的快速展开、政策放开和标准统一带来的 CMMB 手机电视业务的发展、东方有线股权注入和有线网络提价、大股东资产注入预期、参股迪斯尼合资公司预期，公司的业绩增长也将具有大概率的爆发性机会。

正是出于以上理解，虽然公司历史估值一直较高，中枢在 50 倍左右，眼下来看业内估值不占优，但是我们仍然认为，公司股价仍有较大上涨概率和上涨空间。预计公司 2009-2012 年 EPS 为 0.17/0.29/0.30/0.32 元，对应 P/E 值为 66/37/36/34 倍。给予公司首次“买入”评级。

表 23 分部估值

	2008P/E 均值	2009P/E 均值	东方明珠 2009EPS	东方明珠相应业务 2009 年价格
旅游酒店部分	98.3	75.5	0.063	4.76
传统媒体部分	72.7	41.5	0.051	2.12
新媒体部分	-	-	0.021	X
小计	-	-	0.135	6.88+X

资料来源 Wind

表 24 旅游酒店行业 PE 估值

	2008	2009
锦江股份 (600754)	50.3	40.7
黄山旅游 (600054)	41.7	34.2
中青旅 (600138)	40.01	27.2
桂林旅游 (000978)	82	45
行业平均 P/E	98.3	75.5

资料来源 Wind

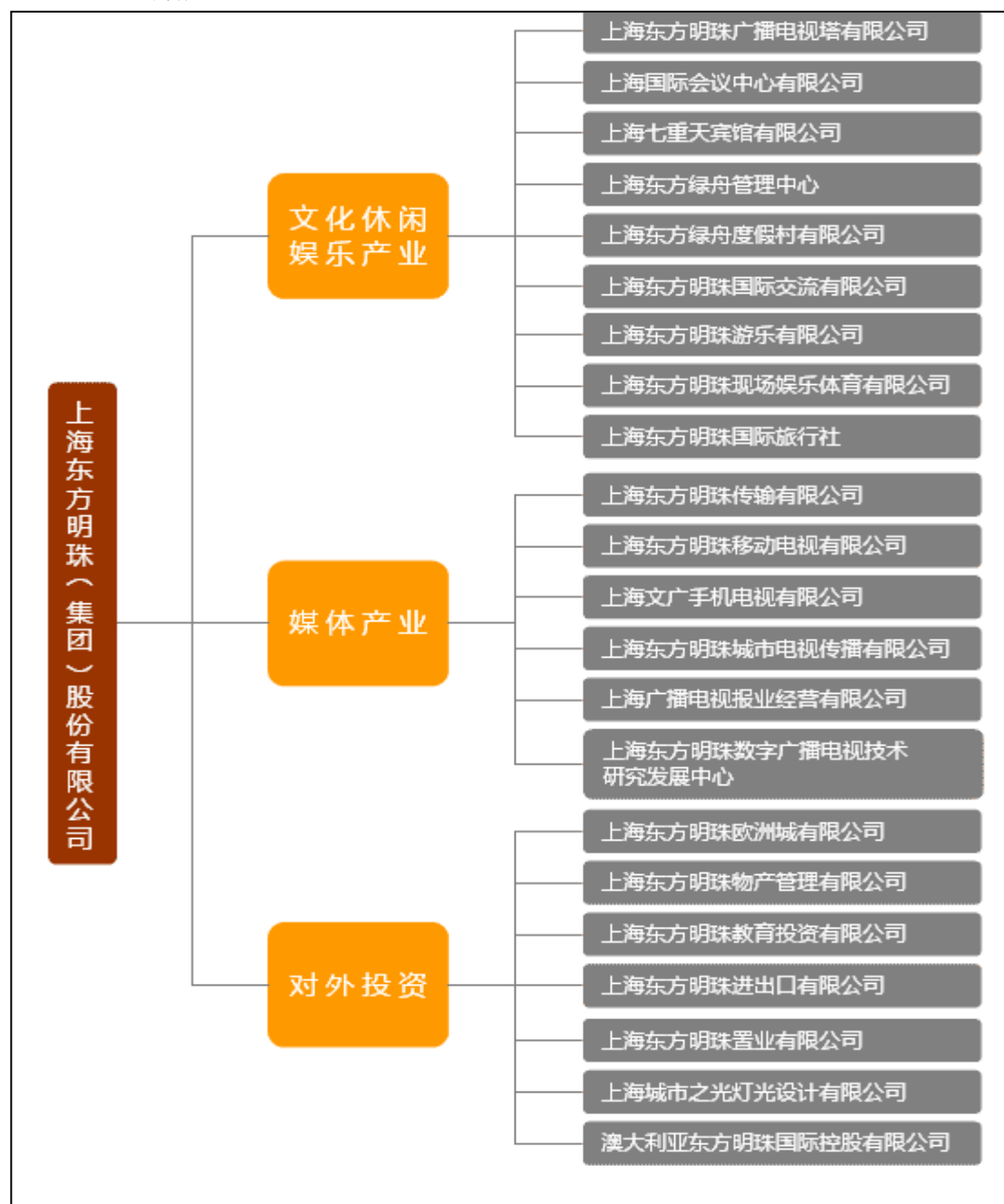
表 25 传统媒体行业 PE 估值

	2008	2009
博瑞传播 (600880)	40.1	28.9
新华传媒 (600825)	44.6	27.4
中信国安 (000839)	77.9	51.4
歌华有线 (600037)	41.9	55.5
天威视讯 (002238)	59.0	53.9
广电网络 (600831)	85.6	38.9
电广传媒 (000917)	340	63.5
行业平均 P/E	72.7	41.5

资料来源 Wind

附件

附件 东方明珠资产一览



资料来源 公司网站

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的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征价。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。本报告版权归国海证券所有。