

电广传媒 (000917.SZ) 综合传媒行业**评级：持有 维持评级****公司点评****毛峥嵘**分析师 SAC 执业编号：S1130208070237
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn**张良卫**联系人
(8621)61038204
zhanglw@gjzq.com.cn**进一步理顺股权关系，推进省内外网络整合****事件**

电广传媒于2010年12月10日晚发布公告：为大力推进湖南省“三网融合”试点工作，推动实施公司网络中长期发展战略，满足网络投资、网络运营管理创新的需要，公司拟与公司控股子公司---华丰达有线网络控股有限公司共同投资组建湖南省惠心有线网络有限公司和湖南省惠得有线网络有限公司；拟设立的惠心公司注册资本为3000万元，公司持有其90%的股份，华丰达持有其10%的股份；拟设立的惠德公司注册资本为3000万元，本公司持有其90%的股份，华丰达持有其10%的股份。

评论

理顺股权关系，规范省内网络整合方式：惠心公司、惠德公司是公司网络业务股权管理的新运作平台，设立新运作平台有利于进一步理顺有线网络股权关系，有利于公司适时启动对湖南省内有线网络完整产权的整合工作，进一步加强管理，规范省内网络整合的方式，提高网络整合效率，我们认为，公司利用资本运作手段全面整合湖南全省有线网络(含中信国安所持3个半市有线网络用户)的进程有望大大加快。

省外网络跨区域扩张仍可期，公司在对湖南有线网络全面整合的同时还将适时启动对省外网络整合的步伐，跨区域整合一直是公司的一大经营重点战略，尽管由于国家级有线网络公司的成立使得有线网络公司的跨区域整合具有一定的障碍，但是考虑到国家级有线网络整合推进的进程较慢，我们认为公司跨区域整合的进程仍有可能得到实质性的推进，鉴于湖南广电与青海卫视在节目内容上的深度合作，完全有可能在有线网络领域开展资本层面的合作。

投资建议

维持公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.22 元、0.27 元和 0.36 元的盈利预测，对应当前股价估值分别为 124、99、74 倍，估值水平处于传媒板块的高端，维持“中性”评级；公司的主要看点在于三网融合背景下有线网络推进省内网络整合、跨区域整合的前景以及创投业务对公司的可持续性利润贡献。

图表1：电广传媒利润简表

单位（百万元）	1H 09	2H 09	1H 10	2009 1-9	2010 1-9	同比
营业收入	1,891.88	2,283.11	3,117.88	3,015.15	4,629.58	53.54%
营业总成本	1,854.49	2,512.97	3,084.74	2,998.46	4,706.17	56.95%
营业成本	1,408.17	1,761.40	2,426.91	2,273.11	3,692.77	62.45%
营业税金及附加	82.67	96.82	136.06	130.51	203.48	55.91%
销售费用	81.91	227.24	123.62	136.54	189.76	38.98%
管理费用	208.94	257.89	261.20	343.72	379.30	10.35%
财务费用	88.79	96.40	112.42	132.64	195.05	47.05%
资产减值损失	(15.99)	73.23	24.54	(18.07)	45.80	-353.49%
投资净收益	26.70	195.53	71.34	78.33	279.87	257.30%
营业利润	67.30	(23.52)	97.17	99.13	152.35	53.69%
营业外收入	8.22	9.01	4.23	12.19	1.94	-84.09%
营业外支出	0.41	4.58	2.88	1.26	3.66	189.90%
利润总额	75.12	(19.09)	98.53	110.05	150.63	36.87%
所得税	10.21	(82.16)	1.98	18.70	14.88	-20.43%
净利润	64.91	63.06	96.54	91.36	135.75	48.59%
少数股东损益	50.08	48.46	76.53	67.31	99.71	48.14%
归属于母公司所有者的净利润	14.82	14.60	20.01	24.05	36.04	49.85%
每股收益（元）	0.04	0.04	0.05	0.06	0.09	49.85%
毛利率	25.57%	22.85%	22.16%	24.61%	20.24%	-4.38%
销售费用率	4.33%	9.95%	3.96%	4.53%	4.10%	-0.43%
管理费用率	11.04%	11.30%	8.38%	11.40%	8.19%	-3.21%
财务费用率	4.69%	4.22%	3.61%	4.40%	4.21%	-0.19%
有效税率	13.60%		2.01%	16.99%	9.88%	-7.11%
净利率	3.43%	2.76%	3.10%	3.03%	2.93%	-0.10%

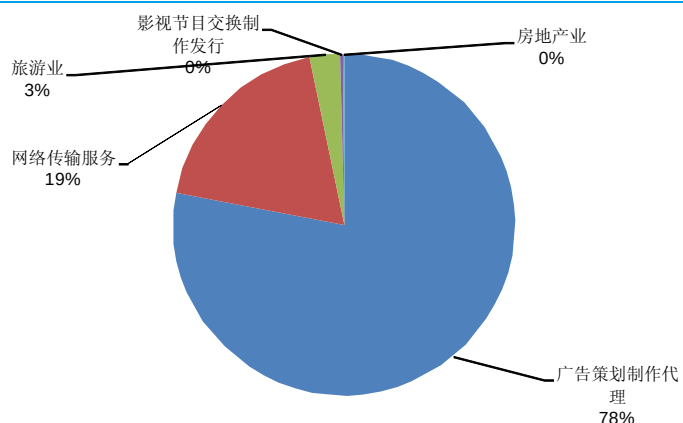
来源：国金证券研究所

图表2：电广传媒分季度利润简表

单位（百万元）	1Q 09	2Q 09	3Q 09	4Q 09	1Q 10	2Q 10	3Q 10	同比	环比
营业收入	885.92	1,005.96	1,123.28	1,159.83	1552.44	1565.44	1511.70	34.58%	-3.43%
营业总成本	882.01	972.48	1,143.98	1,368.99	1551.90	1532.84	1621.43	41.74%	5.78%
营业成本	634.97	773.20	864.94	896.45	1191.06	1235.85	1265.87	46.35%	2.43%
营业税金及附加	40.16	42.50	47.85	48.97	65.11	70.95	67.43	40.92%	-4.97%
销售费用	40.59	41.31	54.63	172.61	83.77	39.85	66.15	21.08%	65.99%
管理费用	113.72	95.23	134.78	123.11	150.46	110.73	118.11	-12.37%	6.66%
财务费用	53.10	35.69	43.85	52.55	60.31	52.11	82.63	88.45%	58.59%
资产减值损失	-0.54	-15.45	-2.07	75.30	1.19	23.36	21.25	-1124.71%	-9.00%
投资净收益	23.80	2.90	51.63	143.90	45.49	25.85	208.54	303.89%	706.71%
营业利润	30.27	37.03	31.83	-55.35	48.58	48.59	55.18	73.38%	13.56%
营业外收入	4.35	3.88	3.97	5.04	0.49	3.74	(2.29)	-157.78%	-161.29%
营业外支出	0.07	0.34	0.86	3.72	0.51	2.36	0.79	-8.19%	-66.60%
利润总额	34.56	40.56	34.93	-54.03	48.55	49.97	52.10	49.14%	4.26%
所得税	5.51	4.70	8.48	-90.64	4.14	(2.16)	12.89	51.99%	-697.62%
净利润	29.04	35.86	26.45	36.61	44.41	52.13	39.21	48.22%	-24.79%
少数股东损益	22.26	27.82	17.23	31.24	39.71	36.81	23.19	34.60%	-37.02%
归属于母公司所有者净利润	6.78	8.04	9.23	5.38	4.70	15.32	16.02	73.65%	4.61%
每股收益（元）	0.017	0.020	0.023	0.013	0.012	0.038	0.039	73.65%	4.61%
毛利率	28.33%	23.14%	23.00%	22.71%	23.28%	21.05%	16.26%	-6.74%	-4.79%
销售费用率	4.58%	4.11%	4.86%	14.88%	5.40%	2.55%	4.38%	-0.49%	1.83%
管理费用率	12.84%	9.47%	12.00%	10.61%	9.69%	7.07%	7.81%	-4.19%	0.74%
财务费用率	5.99%	3.55%	3.90%	4.53%	3.89%	3.33%	5.47%	1.56%	2.14%
有效税率	15.96%	11.59%	24.28%	167.77%	8.53%	-4.32%	24.75%	0.47%	29.07%
净利率	3.28%	3.57%	2.35%	3.16%	2.86%	3.33%	2.59%	0.24%	-0.74%

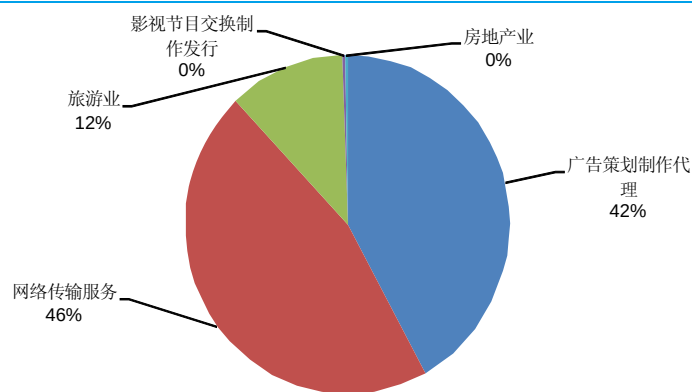
来源：国金证券研究所

图表3：电广传媒主营业务收入构成(1H2010)

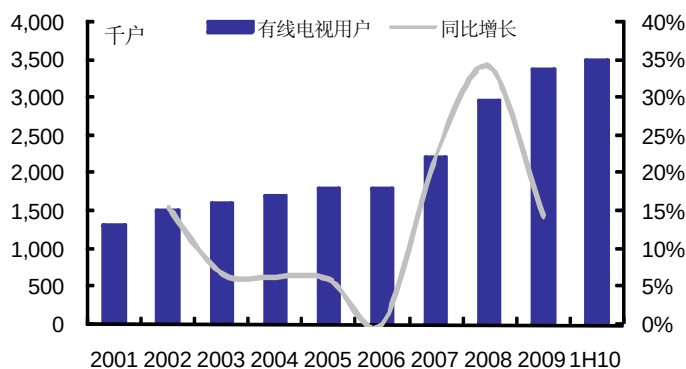


来源：国金证券研究所

图表4：电广传媒主营业务毛利构成(1H2010)

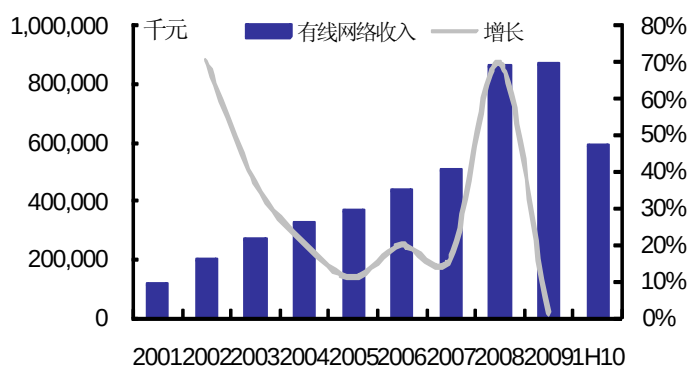


图表5：电广传媒有线网络用户变化(2001-1H2010)



来源：国金证券研究所

图表6：电广传媒有线网络收入变化(2001-1H2010)



附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,650	3,351	4,175	5,814	6,512	6,938
增长率		26.5%	24.6%	39.3%	12.0%	6.5%
主营业务成本	-1,908	-2,329	-3,170	-4,535	-5,049	-5,381
% 销售收入	72.0%	69.5%	75.9%	78.0%	77.5%	77.6%
毛利	742	1,022	1,005	1,279	1,464	1,556
% 销售收入	28.0%	30.5%	24.1%	22.0%	22.5%	22.4%
营业税金及附加	-123	-153	-179	-256	-287	-305
% 销售收入	4.6%	4.6%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%
营业费用	-166	-181	-309	-291	-326	-347
% 销售收入	6.3%	5.4%	7.4%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-340	-412	-467	-494	-554	-590
% 销售收入	12.8%	12.3%	11.2%	8.5%	8.5%	8.5%
息税前利润（EBIT）	113	276	50	238	298	315
% 销售收入	4.3%	8.2%	1.2%	4.1%	4.6%	4.5%
财务费用	-185	-227	-185	-220	-244	-243
% 销售收入	7.0%	6.8%	4.4%	3.8%	3.7%	3.5%
资产减值损失	-60	-27	-57	-1	0	0
公允价值变动收益	-7	11	14	-55	0	0
投资收益	388	143	222	300	280	345
% 税前利润	151.4%	76.7%	396.6%	110.8%	80.8%	80.1%
营业利润	249	176	44	262	334	416
营业利润率	9.4%	5.3%	1.0%	4.5%	5.1%	6.0%
营业外收支	7	10	12	9	13	15
税前利润	256	187	56	271	346	431
利润率	9.7%	5.6%	1.3%	4.7%	5.3%	6.2%
所得税	-69	-51	72	-68	-87	-108
所得税率	26.9%	27.5%	-128.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	187	135	128	203	260	323
少数股东损益	74	114	99	116	150	176
归属于母公司的净利润	113	21	29	88	110	147
净利率	4.3%	0.6%	0.7%	1.5%	1.7%	2.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	113	135	128	203	260	323
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	265	294	409	341	371	395
非经营收益	-200	79	-33	-86	-6	-73
营运资金变动	310	-139	534	-515	63	30
经营活动现金净流	487	369	1,037	-57	687	675
资本开支	-536	-729	-736	-810	-632	-448
投资	-67	-165	189	354	-72	-47
其他	471	101	103	245	280	345
投资活动现金净流	-132	-792	-443	-211	-424	-150
股权募资	72	0	42	0	0	0
债权募资	86	1,107	205	330	-25	14
其他	-207	-252	-280	-273	-339	-339
筹资活动现金净流	-49	855	-32	57	-364	-326
现金净流量	306	432	562	-211	-100	200

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,315	1,747	2,311	2,100	2,000	2,200
应收款项	431	296	205	510	570	605
存货	696	948	1,078	1,727	1,840	1,843
其他流动资产	261	204	243	409	452	480
流动资产	2,705	3,196	3,837	4,746	4,861	5,128
% 总资产	40.3%	40.3%	41.4%	46.1%	45.2%	46.1%
长期投资	816	985	1,309	955	1,026	1,073
固定资产	2,952	3,448	3,790	4,238	4,492	4,555
% 总资产	43.9%	43.5%	40.9%	41.2%	41.8%	40.9%
无形资产	228	272	321	350	371	374
非流动资产	4,015	4,726	5,433	5,545	5,890	6,004
% 总资产	59.7%	59.7%	58.6%	53.9%	54.8%	53.9%
资产总计	6,719	7,922	9,270	10,291	10,752	11,132
短期借款	1,689	2,398	1,018	1,297	1,472	1,686
应付款项	1,319	1,221	1,889	2,268	2,487	2,547
其他流动负债	206	291	274	546	605	641
流动负债	3,214	3,910	3,180	4,111	4,564	4,874
长期贷款	1,133	1,594	3,180	3,230	3,030	2,830
其他长期负债	21	2	110	0	0	0
负债	4,367	5,507	6,471	7,341	7,595	7,705
普通股股东权益	1,739	1,683	1,954	1,989	2,046	2,140
少数股东权益	613	733	846	961	1,111	1,287
负债股东权益合计	6,719	7,922	9,270	10,291	10,752	11,132

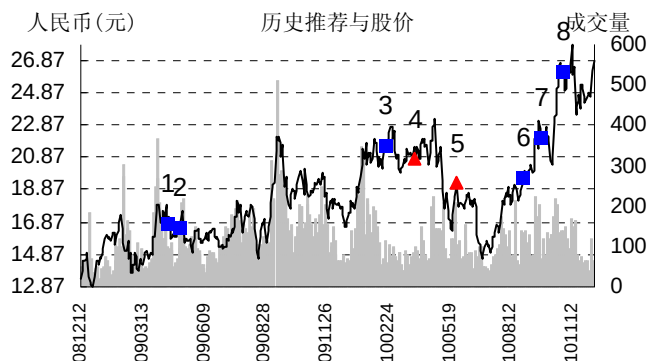
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.335	0.052	0.072	0.216	0.270	0.362
每股净资产	5.135	4.141	4.808	4.893	5.033	5.266
每股经营现金净流	1.748	0.907	2.557	-0.140	1.691	1.662
每股股利	0.030	0.020	0.020	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	6.52%	1.27%	1.51%	4.41%	5.37%	6.88%
总资产收益率	1.69%	0.27%	0.32%	0.85%	1.02%	1.32%
投入资本收益率	1.59%	3.12%	1.61%	2.39%	2.92%	2.97%
增长率						
主营业务收入增长率	30.55%	26.47%	24.58%	39.26%	12.00%	6.53%
EBIT增长率	N/A	143.94%	-81.92%	376.65%	25.09%	5.61%
净利润增长率	483.84%	-81.19%	37.94%	197.74%	25.33%	34.04%
总资产增长率	29.39%	17.91%	17.01%	11.01%	4.48%	3.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.9	7.5	6.4	6.8	6.7	6.6
存货周转天数	99.7	128.9	116.7	139.0	133.0	125.0
应付账款周转天数	49.0	72.7	59.5	78.0	75.0	68.0
固定资产周转天数	363.1	353.1	304.8	219.9	193.8	174.7
偿债能力						
净负债/股东权益	61.99%	92.95%	66.48%	81.42%	78.46%	66.84%
EBIT利息保障倍数	0.6	1.2	0.3	1.1	1.2	1.3
资产负债率	65.00%	69.51%	69.80%	71.33%	70.64%	69.21%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-04-16	持有	16.88	14.05 ~ 16.35
2	2009-05-04	持有	16.55	12.81 ~ 15.62
3	2010-02-12	持有	21.63	18.50 ~ 20.50
4	2010-03-31	买入	20.78	N/A
5	2010-05-28	买入	19.29	N/A
6	2010-08-29	持有	19.67	N/A
7	2010-09-21	持有	22.17	15.00 ~ 25.00
8	2010-10-29	持有	26.17	N/A

来源：国金证券研究所


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。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室