

# 电广传媒 (000917.SZ) 综合传媒行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 24.40 元

## 专注主业, 深度整合提升价值

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 318.72      |
| 总市值(百万元)       | 9,915.63    |
| 年内股价最高最低(元)    | 27.80/14.56 |
| 沪深 300 指数      | 3209.50     |
| 深证成指           | 12358.88    |



### 相关报告

1. 《有线网两次整合为定增,提前结算断脐带》, 2011.2.8
2. 《积极推进省内外网络整合》, 2010.12.13
3. 《业绩符合预期,重点关注网络整合》, 2010.10.29

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130511030004  
(8621)61038317  
maozhr@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2009   | 2010     | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.072  | 1.010    | 1.390  | 1.458  | 1.521  |
| 每股净资产(元)    | 4.81   | 5.80     | 6.31   | 6.67   | 7.75   |
| 每股经营性现金流(元) | 2.56   | 1.68     | 1.11   | 0.45   | 2.19   |
| 市盈率(倍)      | 248.87 | 24.16    | 17.55  | 16.74  | 16.04  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 81.18  | 81.18    | 81.18  | 81.18  | 81.18  |
| 净利润增长率(%)   | 37.94% | 1294.68% | 37.62% | 4.89%  | 4.32%  |
| 净资产收益率(%)   | 1.51%  | 14.22%   | 16.81% | 16.64% | 15.59% |
| 总股本(百万股)    | 406.38 | 406.38   | 406.38 | 406.38 | 406.38 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 电广传媒 2010 年实现营业收入 61.9 亿元, 同比增长 48.29%, 实现净利润 4.1 亿元, 同比大幅增长 1294.68%, EPS1.01 元, 略高于业绩预告水平, 超出市场预期。利润分配方案为每 10 股派现金红利 0.75 元。
- 电广传媒 2011 年一季度实现营业收入 5.9 亿元, 同比下滑 61.99%, 实现净利润 2.08 亿元, 同比大幅增长 4325.87%, EPS0.51 元, 略高于业绩预告水平, 超出市场预期。

### 经营分析

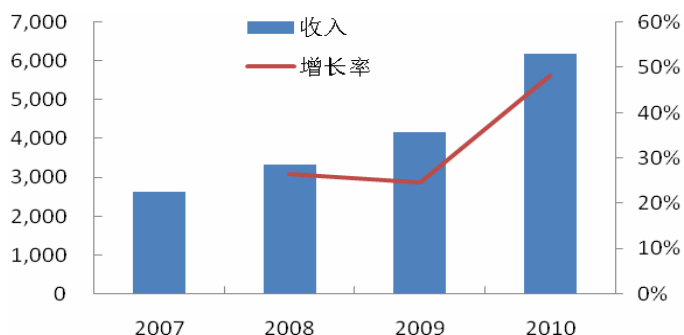
- **省网整合助推有线网络业务超预期:** 公司全面推进全省网络股权重组工作, 已取得实质性进展。在“三网融合”推进与国家有线即将成立的背景下, 电广传媒有望在年内基本完成省内的网络整合。2010 年公司拥有有线电视用户 380 万户, 若省网整合快速推进, 2011 年用户数将在此基础上大幅增。公司将湖南有线 55.77% 的股份注入华丰达, 逐步理顺股权关系, 走向湖南省内网络深度整合, 有利于走向垂直管理, 实现统一运营, 推动有线网络业务尤其是增值业务大发展。增值业务收入与利润有望在 2010 大幅增长基础上继续发力, 用户 ARPU 值将步入快速上升通道。而华丰达及华丰达晨将全力推动公司实现省外跨区域发展。
- **投资平台持续贡献收益:** 公司创投业务步入收获期。已上市的优质项目仍有大幅提升公司净利润的潜力。而深圳达晨新成立 35 亿规模的基金, 在 2010 年底 65 亿的基础上使管理基金规模增至 100 亿。基金化管理模式的形成, 将持续为公司贡献较为稳定的投资管理收益。公司初步建立国内一流的艺术品收藏平台, 并成立北京中艺达晨艺术品投资管理公司, 发行艺术品投资基金。投资业务在创业投资之外寻找到新的盈利点。

### 盈利预测与投资建议

- 我们基于公司专注有线网络与创投主业的长期价值考虑, 以公司顺利推进省网整合, 实现用户数合并为前提进行业绩测算, 上调公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.390、1.458、1.521 元, 对应停牌前股价 PE 估值分别是 17、16、16 倍, 处在国内传媒上市公司低端。
- 我们看好公司全省网络股权重组工作取得实质性进展后, 走向湖南省内网络深度整合, 实现垂直管理统一运营, 将体现为在用户量增与 ARPU 值上行同时取得突破, 业绩存在进一步超预期的可能性。我们维持对公司“买入”的投资评级。

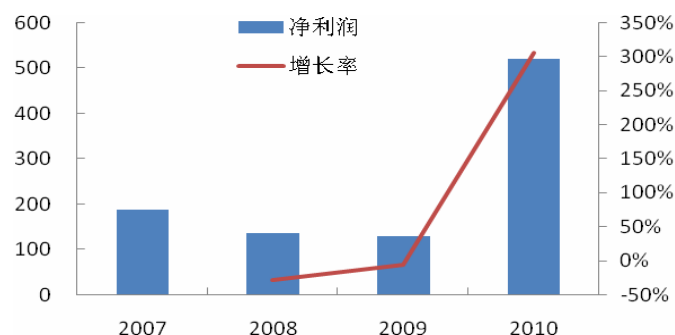
- 电广传媒 2010 年实现营业收入 61.9 亿元，同比增长 48.29%，实现净利润 4.1 亿元，同比大幅增长 1294.68%，EPS1.01 元，略高于业绩预告水平，超出市场预期。
- 公司 2010 年业绩大幅超预期受益于各项业务均取得突破，而投资业务录得 7.8 亿收入为净利润大幅提升做出显著贡献。主营业务综合毛利率 23.70%，较去年小幅下滑但整体稳定。
- 主营业务中，网络业务在省网整合、数字整转、双向改造、增值业务发展以及跨区域扩张各方面均取得进展，营业收入增速 35.69%，且毛利率较去年小幅提升，达到 47.76%，毛利占比增至 39%。
- 投资业务受益于对拓维信息、圣农发展等项目的减持，实现了高退出收益；同时管理基金规模持续增长，形成稳定的投资管理收入，直接贡献了 3200 万元毛利。艺术品投资也实现 3.64 亿收入，毛利率 59.46%。
- 广告业务营业收入大幅增长 53.06%，但在各项业务中毛利率偏低，仅为 14.61%，与去年同期整体持平。影视业务继续发展，呈微利状况。
- 旅游项目世界之窗营业收入与年游客量均同比增长 29%，实现净利润 1721 万元；而酒店业务扭亏势头良好，仅亏损 34 万元，经营状况明显改观；房地产业务也实现净利润 145 万。
- 2011 年一季度公司继续保持良好的发展态势，实现营业收入 5.9 亿元，同比下滑 61.99%，实现净利润 2.08 亿元，同比大幅增长 4325.87%，EPS0.51 元，略高于业绩预告水平，超出市场预期。一季度营业收入大幅下滑的原因是 2011 年以来公司不再代理湖南省内各家媒体的广告业务，导致原先在营业收入中占比最大的广告收入下滑。

图表1：电广传媒营业收入及增速

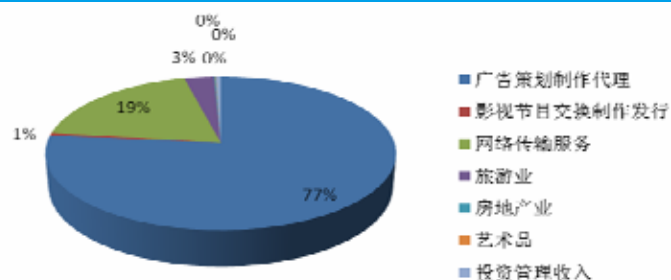


来源：国金证券研究所

图表2：电广传媒净利润及增速

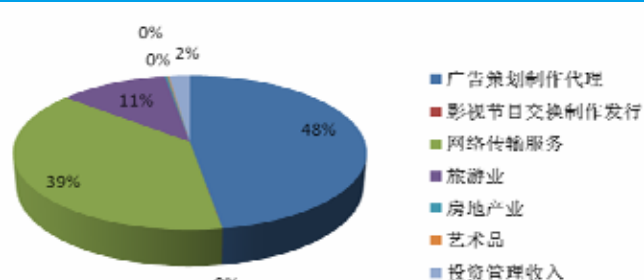


图表3：电广传媒 2010 年营业收入构成

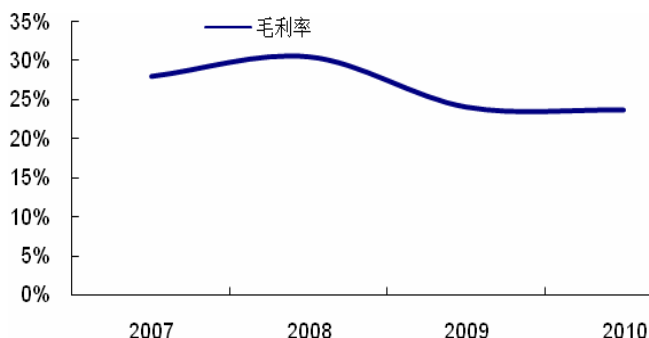


来源：国金证券研究所

图表4：电广传媒 2010 年毛利构成

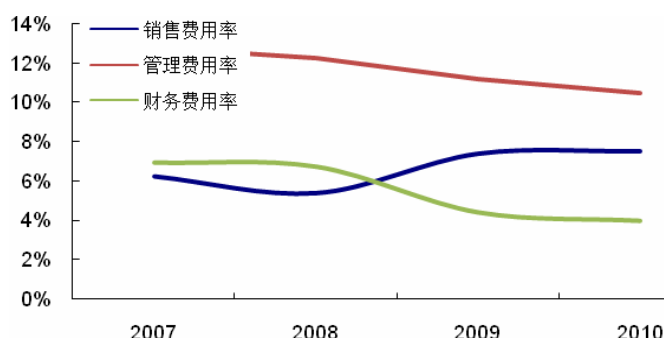


图表5：电广传媒毛利率趋势图



来源：国金证券研究所

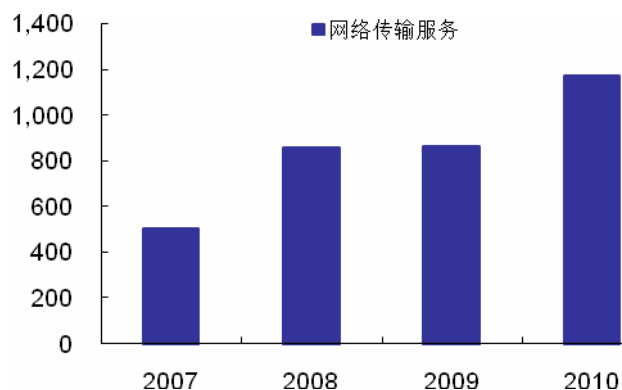
图表6：电广传媒费用率趋势图



### 省网整合助推有线网络业务超预期

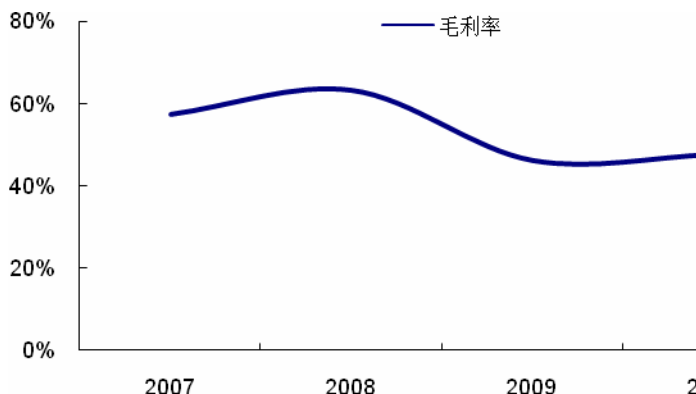
- 公司于 2010 年 12 月起停牌，全面推进全省网络股权重组工作，目前已取得实质性进展。在“三网融合”推进与国家有线即将成立的背景下，电广传媒有望在年内基本完成省内的网络整合。2010 年公司拥有有线电视用户 380 万户，若省网整合快速推进，2011 年用户数将在此基础上大幅增加。
- 公司将持有的湖南有线 55.77% 的股份注入华丰达，逐步理顺股权关系，走向湖南省内网络深度整合，有利于走向垂直管理，实现统一运营，推动有线网络业务尤其是增值业务大发展。湖南三网融合试点地区已完成双向网改覆盖 100 万户，为推广增值业务奠定规模基础。2010 年公司有线网络增值业务实现收入 1.39 亿元，同比增长超过 100%，2011 年增值业务增长超预期仍然可期，用户 ARPU 值将步入快速上升通道。
- 华丰达公司与多个省市网络公司进行紧密沟通，省外跨区域发展有望成为网络业务的另一看点，而华丰达晨投资管理公司的成立，为跨区域发展提供了资金支持。

图表7：电广传媒网络业务营业收入及增速



来源：国金证券研究所

图表8：电广传媒网络业务净利润及增速



### 投资平台持续贡献收益

- 公司创投业务步入收获期。已上市的优质项目仍有大幅提升公司净利润的潜力。而深圳达晨新成立 35 亿规模的基金，在 2010 年底 65 亿的基础上使管理基金规模增至 100 亿。基金化管理模式的形成，将持续为公司贡献较为稳定的投资管理收入。

- 公司收藏近现代名家 160 多件艺术精品，初步建立国内一流的艺术品收藏平台，并成立北京中艺达晨艺术品投资管理公司，发行艺术品投资基金。投资业务在创业投资之外寻找到新的盈利点。

#### 大股东“断奶”，专注主业提升毛利率

- 公司不再代理湖南省内各家媒体的广告业务有利于公司减少与实际控制人之间的关联交易，走向独立运作，并节省人力、财力、物力专注于有线网络和投资业务的发展。
- 2010 年公司代理湖南电视台各媒体广告经营收入为 43.35 亿，在主营业务收入中占比接近 70%，但广告业务毛利率低于综合毛利率接近 10 个百分点。不再代理该业务后实际上有利于公司综合毛利率大幅提升。

#### 盈利预测与投资建议

- 我们基于公司专注有线网络与创投主业的长期价值考虑，以公司顺利推进省网整合，实现用户数合并为前提进行业绩测算，上调公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.390、1.458、1.521 元，对应停牌前股价 PE 估值分别是 17、16、16 倍，处在国内传媒上市公司低端。
- 我们看好公司全省网络股权重组工作取得实质性进展后，走向湖南省内网络深度整合，实现垂直管理统一运营，将体现为在用户量增与 ARPU 值上行同时取得突破，业绩存在进一步超预期的可能性。我们维持对公司“买入”的投资评级。

**图表 11. 电广传媒盈利预测详表**

| 百万元                  | 2007            | 2008            | 2009            | 2010            | 2011F         | 2012F         | 2013F         |
|----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>          | <b>2,649.82</b> | <b>3,351.14</b> | <b>4,174.98</b> | <b>6,190.91</b> | <b>2,582</b>  | <b>2,968</b>  | <b>3,308</b>  |
| 广告策划制作代理             | 1,871.50        | 2,257.42        | 3,091.64        | 4,732.20        | 603           | 784           | 941           |
| 影视节目交换制作发行           | 20.63           | 54.76           | 37.33           | 33.85           | 37.23         | 44.68         | 53.61         |
| 网络传输服务               | 505.85          | 857.83          | 867.48          | 1,177.11        | 1,650.00      | 1,802.00      | 1,925.00      |
| 旅游业                  | 126.76          | 145.20          | 156.83          | 192.10          | 212.27        | 233.49        | 252.17        |
| 房地产业                 | 114.29          | 20.48           | 11.41           | 9.01            | 11.72         | 14.06         | 16.88         |
| 艺术品                  |                 |                 |                 | 3.64            | 7.27          | 10.91         | 16.36         |
| 投资管理收入               |                 |                 |                 | 32.00           | 47.99         | 64.79         | 87.47         |
| 其他                   | 10.79           | 15.45           | 10.30           | 11.01           | 12.45         | 13.94         | 15.61         |
| <b>营业总成本</b>         | <b>2,781.43</b> | <b>3,329.03</b> | <b>4,367.46</b> | <b>6,359.02</b> | <b>2,115</b>  | <b>2,376</b>  | <b>2,593</b>  |
| <b>营业成本</b>          | <b>1,907.99</b> | <b>2,328.96</b> | <b>3,169.57</b> | <b>4,723.61</b> | <b>1,383</b>  | <b>1,611</b>  | <b>1,815</b>  |
| 广告策划制作代理             | 1,552.64        | 1,934.28        | 2,634.24        | 4,040.74        | 538.03        | 701.80        | 844.04        |
| 影视节目交换制作发行           | 17.71           | 36.05           | 35.82           | 33.65           | 33.51         | 37.97         | 45.57         |
| 网络传输服务               | 214.63          | 313.80          | 465.56          | 614.94          | 762.30        | 814.50        | 860.48        |
| 旅游业                  | 15.70           | 28.87           | 21.69           | 25.72           | 30.78         | 34.32         | 37.57         |
| 房地产业                 | 104.81          | 19.97           | 7.67            | 5.34            | 10.55         | 12.52         | 14.85         |
| 艺术品                  |                 |                 |                 | 1.47            | 3.27          | 4.91          | 7.36          |
| 投资管理收入               |                 |                 |                 | 0.00            | 0             | 0             | 0             |
| 其他                   | 2.51            | 5.75            | 4.60            | 1.75            | 4.29          | 4.74          | 5.31          |
| <b>综合毛利率</b>         | <b>28.00%</b>   | <b>30.50%</b>   | <b>24.08%</b>   | <b>23.70%</b>   | <b>46.45%</b> | <b>45.73%</b> | <b>45.13%</b> |
| 营业税金及附加              | 123.12          | 152.58          | 179.48          | 269.13          | 111           | 128           | 142           |
| 营业税金及附加比率            | 4.65%           | 4.55%           | 4.30%           | 4.35%           | 4.30%         | 4.30%         | 4.30%         |
| <b>主营业务利润</b>        | <b>618.71</b>   | <b>869.60</b>   | <b>825.93</b>   | <b>1,198.17</b> | <b>1,088</b>  | <b>1,230</b>  | <b>1,351</b>  |
| 销售费用                 | 165.77          | 181.25          | 309.15          | 465.91          | 155           | 169           | 189           |
| 销售费用率                | 6.26%           | 5.41%           | 7.40%           | 7.53%           | 6.00%         | 5.70%         | 5.70%         |
| 管理费用                 | 339.72          | 412.17          | 466.84          | 648.72          | 266           | 294           | 327           |
| 管理费用率                | 12.82%          | 12.30%          | 11.18%          | 10.48%          | 10.30%        | 9.90%         | 9.90%         |
| 财务费用                 | 185.02          | 226.93          | 185.19          | 247.56          | 180           | 155           | 100           |
| 资产减值损失               | 59.81           | 27.14           | 57.23           | 4.09            | 20            | 20            | 20            |
| <b>其他经营收益</b>        | <b>380.52</b>   | <b>154.35</b>   | <b>236.26</b>   | <b>760.14</b>   | <b>656</b>    | <b>575</b>    | <b>465</b>    |
| 公允价值变动净收益            | (7.03)          | 11.19           | 14.03           | (19.86)         | 13            | 15            | 15            |
| 投资净收益                | 387.55          | 143.16          | 222.23          | 780.00          | 643           | 560           | 450           |
| 其中：对联营、合营企业的投资收益     | 0.00            | 0.00            | 23.51           | 26.68           | 33            | 27            | 14            |
| 加：营业利润差额(会计平衡项目)     | 0               | 0               | 0               | 0               | 0             | 0             | 0             |
| <b>营业利润</b>          | <b>248.90</b>   | <b>176.45</b>   | <b>43.78</b>    | <b>592.02</b>   | <b>1,123</b>  | <b>1,167</b>  | <b>1,180</b>  |
| 营业利润率                | 9.39%           | 5.27%           | 1.05%           | 9.56%           | 43.49%        | 39.31%        | 35.66%        |
| 加：营业外收入              | 12.59           | 20.49           | 17.23           | 3.27            | 21            | 15            | 15            |
| 减：营业外支出              | 5.51            | 10.38           | 4.98            | 5.68            | 6             | 6             | 6             |
| 加：利润总额差额(会计平衡项)      | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0             | 0             | 0             |
| <b>利润总额</b>          | <b>255.98</b>   | <b>186.56</b>   | <b>56.03</b>    | <b>589.62</b>   | <b>1,139</b>  | <b>1,176</b>  | <b>1,189</b>  |
| 利润率                  | 9.66%           | 5.57%           | 1.34%           | 9.52%           | 44.09%        | 39.61%        | 35.93%        |
| 所得税                  | 68.79           | 51.33           | (71.94)         | 69.32           | 228           | 235           | 238           |
| 实际所得税率               | 26.87%          | 27.52%          | -128.41%        | 11.76%          | 20.0%         | 20.0%         | 20.0%         |
| <b>净利润</b>           | <b>187.19</b>   | <b>135.23</b>   | <b>127.97</b>   | <b>520.30</b>   | <b>911</b>    | <b>940</b>    | <b>951</b>    |
| 减：少数股东损益             | 73.80           | 113.90          | 98.55           | 109.91          | 346           | 348           | 333           |
| 少数股东损益比例             | 39.42%          | 84.23%          | 77.01%          | 23.00%          | 38.00%        | 37.00%        | 35.00%        |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>113.39</b>   | <b>21.33</b>    | <b>29.42</b>    | <b>410.38</b>   | <b>565</b>    | <b>593</b>    | <b>618</b>    |
| 净利润率                 | 4.28%           | 0.64%           | 3.07%           | 8.40%           | 35.27%        | 31.69%        | 28.74%        |
| 增长                   | -1104.84%       | -81.19%         | 37.94%          | 1294.68%        | 37.61%        | 4.92%         | 4.31%         |
| <b>摊薄后每股收益</b>       | <b>0.279</b>    | <b>0.052</b>    | <b>0.072</b>    | <b>1.010</b>    | <b>1.390</b>  | <b>1.458</b>  | <b>1.521</b>  |

来源：公司年报、国金证券研究所



### 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    | 2    | 7    |
| 持有 | 0   | 0   | 0    | 1    | 7    |
| 减持 | 0   | 0   | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0   | 0   | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 0   | 2.00 | 2.25 | 2.44 |

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 2010-02-12 | 持有 | 21.63 | 18.50 ~ 20.50 |
| 2 2010-03-31 | 买入 | 20.78 | N/A           |
| 3 2010-05-28 | 买入 | 19.29 | N/A           |
| 4 2010-08-29 | 持有 | 19.67 | N/A           |
| 5 2010-09-21 | 持有 | 22.17 | 15.00 ~ 25.00 |
| 6 2010-10-29 | 持有 | 26.17 | N/A           |
| 7 2010-12-13 | 持有 | 26.88 | N/A           |
| 8 2011-02-08 | 持有 | 24.40 | N/A           |

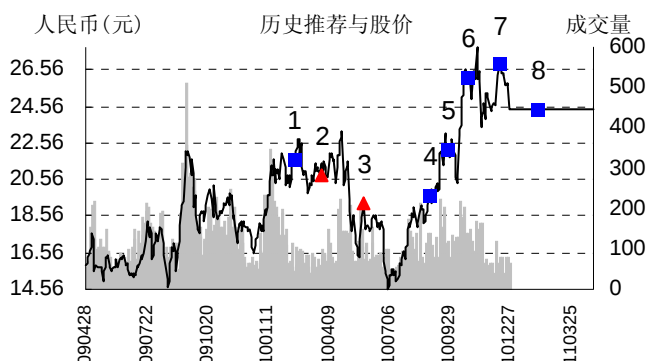
来源：国金证券研究所

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



### 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。

### 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**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 921 室