

方正证券研究所

行业分析师：盛劲松

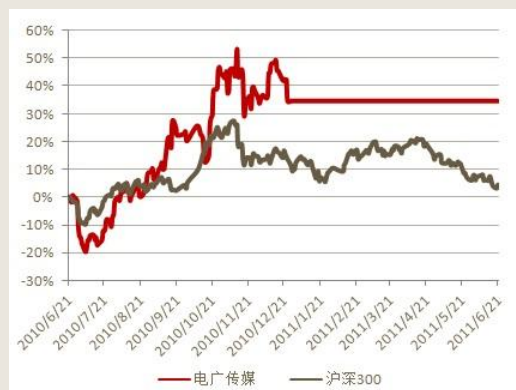
SAC 执业证书编号：S1220511010001

联系人：TMT 小组（徐力/王聪）

电话：(8610)68584869

电邮：wangcong@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	6190.91	3046.27	3759.89	4530.75
(+/-)	48.29%	-50.79%	23.43%	20.50%
净利润	410.38	541.80	762.52	957.35
(+/-)	1294.68%	32.02%	40.74%	25.55%
EPS (元)	1.01	1.33	1.88	2.36
P/E	24.16	18.30	13.00	10.36

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

有线电视和创投业务的跨界翘楚

电广传媒（000917）

公司研究 深度报告

2011.06.20 买入

当前股价 24.40 元

通信行业

投资要点

※本报告有别于市场的观点

公司省外有线电视网络整合已取得突破，**是国内有线电视网络运营商中最具成长空间的投资标的**。公司创投业务逐步向基金管理公司转型，将有利于公司持续稳定发展，**公司是 A 股市场稀缺的基金管理业务为主营业务之一的公司。公司升值空间超过 69%**。

※有线网络是公司持续发展动力源泉，2011 开启省外整合大幕

公司摸索出了省内有线网络整合的电广模式：在网络股权层面实现紧密、深度整合，在经营管理层面将由过去的“三级管理”变为“垂直管理”，在物理网络及终端层面实施统一规划和建设，真正实现了一省一网。电广模式将有利于有线网络业务规模化运营、增值业务的创新和发展以及用户 ARPU 值的提高。

公司旗下华丰达已于 2011 年 6 月成功收购保定有线 49%的股权，实现了省外有线电视网络整合的突破。在三网融合、广电内部整合逐步深度推进的趋势下，公司省外整合有望取得更大进展。

※创投业务将成利润奶牛，逐步转型基金管理力求长久

公司旗下全资子公司达晨创投 10 年来投资企业超过 120 家，其中 17 家已上市，创投业务已进入国内前三。随着创投项目进入了退出期，创投业务将成为公司之后几年的利润奶牛。

在创投业务稳步发展的同时，达晨逐步向 VC、PE 私募基金管理转型，目前旗下已有 12 只基金，资金管理规模达 100 亿元。此外，投资领域也开始向艺术品、文化产业等方面延伸。基金管理费和基金收益提成为公司的长期稳定发展提供可靠保障。

※酒店旅游持续好转，房地产土地储备价值 26 亿

公司酒店由于摊销成本、财务费用较高，一直处于亏损状态；但公司在 2009 引入了华天酒店经营管理团队，经营持续改善，2010 年亏损额已减少到 34 万，2011 年可望扭亏为盈。旅游业务方面，公司拥有湖南世界之窗 49%股权，随着旅游消费群体的增长，该项业务收入、利润将呈稳定发展态势。

房地产业务之前投资开发的“圣爵菲斯”项目销售已基本完成。目前公司尚有未开发土地 994 亩，仅就土地价值而言已达 26.69 亿元。

※盈利预测及评级

我们预计 2011-2013 年归属母公司的净利润分别为 5.42 亿元、7.63 亿元和 9.57 亿元，EPS 分别为 1.33 元、1.88 元和 2.36 元，对应 PE 分别为 18.30、13.00 和 10.36。维持公司“买入”的投资评级。

※风险提示

省内外有线电视网络整合不顺风险；创投业务持续性不够的风险。

正文目录

投资逻辑.....	4
一、有线电视网络将成为公司持续发展的动力源泉.....	4
1、公司是湖南省有线电视网络整合的主体.....	4
2、省外跨区域整合是公司中期成长动力.....	5
2.1 前瞻性的战略定位和充裕的资金保障是实现跨区域整合的前提条件.....	5
2.2 收购保定公司 49%的股权将拉开跨区域整合的大幕.....	5
3、增值业务是公司长期成长动力.....	6
3.1 有线数字电视增值业务虽处于培育期，但将大有作为.....	6
3.2 公司增值业务布局完善，业务增长迅速.....	6
4、有线电视网络业务估值达 78 亿元.....	7
二、创投业务是利润奶牛，转型基金管理力求长久.....	9
1、创投业务可为未来几年业务提供强力支撑.....	9
2、业务横向发展，力求长远.....	11
2.1 投资领域横向扩张，基金规模稳步增大.....	11
2.2 基金管理收益来源稳定，可求长久.....	12
2.3 提前布局，喜迎艺术品投资牛市.....	12
3、创投&基金管理业务价值超过 54 亿元.....	14
三、酒店旅游持续好转，房地产具有土地储备优势.....	15
1、酒店业务持续改善，旅游业务盈利稳定.....	15
2、房地产业务具备土地储备优势，主体地产提升价值.....	16
四、影视剧制作及其他.....	16
五、盈利预测与估值.....	17
1、公司估值：升值空间达到 69%.....	17
2、盈利预测.....	18
六、风险提示.....	18

图表目录

图表 1 湖南广电有线网络整合三步曲.....	5
图表 2 制约有线数字电视增值业务发展的因素.....	6
图表 3 有线数字电视发展增值业务的优点.....	6
图表 4 公司增值业务已布局完善.....	7
图表 5 A 股可比有线电视运营商对比（单位：万）.....	7
图表 6 湖南省和陕西省城镇居民人均全年可支配收入以及教育文化娱乐服务支出接近.....	8
图表 7 未来新增用户潜在价值敏感性分析.....	9
图表 8 公司参与投资的上市公司.....	9
图表 9 公司参与投资的尚未上市公司.....	10
图表 10 达晨旗下所管理基金.....	11
图表 11 近年我国艺术品价格逐年走高.....	12
图表 12 我国各地文交所列表.....	13
图表 13 雅昌国画 400 和油画 100 指数：中国近现代书画市场快速成长.....	13
图表 14 证券板块 2006-2011 年 PE（TTM，整体法）估值情况.....	14
图表 15 酒店旅游业务价值敏感性分析.....	15
图表 16 房地产业务估值.....	16
图表 17 影视剧业务估值（单位：万元）.....	17
图表 18 酒店旅游业务价值敏感性分析.....	17
图表 19 酒店旅游业务价值敏感性分析.....	17
图表 20 公司产品销售收入预测.....	18
附表：财务报表预测及估值（单位：百万元；模型更新时间：2011-6-20）.....	19

投资逻辑

经过业务梳理，公司不再独家代理湖南广播电视台所属各媒体的广告业务，而将主营集中于有线电视网络运营和资产管理业务，**主业的集中有利于公司业绩增长和价值的提升。**

成长空间最大的有线电视网络运营商。首先，成长来自于用户规模的增长。公司目前拥有 380 万有线电视用户，而湖南有 850 万城镇家庭用户，因此，仅就湖南省内用户而言，未来成长空间即达到 124%；此外，公司在 2011 年已实现省外跨区域整合的突破。其次，成长来自于用户价值的提升。经过网络整合，公司真正在有线电视网络的物理网络层面、股权结构层面和经营管理层面实现了一省一网，有利于业务的统筹、规划和经营，有利于增值业务的推广，进而提升用户 ARPU 值。

A 股稀缺的主营含基金管理业务的投资标的。首先，公司旗下全资子公司达晨创投 10 年来投资企业超过 120 家，其中 17 家已上市，创投业务已进入国内前三。随着创投项目进入了退出期，创投收益将成为公司之后几年的利润奶牛。其次，达晨已逐步转型为 VC、PE 私募基金管理公司。目前旗下已有 12 只基金，资金管理规模达 100 亿元；此外，投资领域也开始向艺术品、文化产业等方面延伸。基金管理费和基金收益提成将为公司的长期稳定发展提供可靠保障。

我们认为，公司是 A 股中未来增长空间最大的有线电视运营商，是 A 股中稀缺的主营含基金管理业务的投资标的。经测算，公司各块业务累计估值达到 167.45 亿元，升值空间达到 69%。

一、有线电视网络将成为公司持续发展的动力源泉

1、公司是湖南省有线电视网络整合的主体

公司是湖南省有线电视网络整合的主体。华丰达有线网络控股有限公司是公司下面负责网络投资、网络运营管理创新及大力开拓网络产业投资基金管理业务的主要实施主体。湖南省有线集团的控股股东是华丰达有线网络控股有限公司，此外，电广传媒和湖南省惠心有线网络有限公司、湖南省惠德有线网络有限公司、湖南省惠悦有线网络有限公司和湖南省惠润有线网络有限公司也是湖南省有线集团的股东。

湖南省内有线网络整合的电广模式。从 2000 年开始，湖南广电通过整合三步曲，摸索出了省网整合的电广模式：在网络股权层面实现紧密、深度整合，在经营管理层面将由过去的“三级管理”变为“垂直管理”，在物理网络及终端层面实施统一规划和建设，真正实现了

一省一网。电广模式将有利于有线网络业务规模化运营、增值业务的创新和发展以及用户 ARPU 值的提高。

图表 1 湖南广电有线网络整合三步曲

时间	步骤	方式/目标
2000	湖南省广电采用参股地方网络的形式组建了地方有线网络合资公司	实施企业化运作
2007	与各市州县区有线网络公司联合发起组建了湖南省有线网络集团股份有限公司	统一规划全省网络建设并制定统一的技术标准
2010	开始实施湖南有线网络股权重组，将全省具备条件的近百家市州县合资公司的资产，借助资本市场，全部进入湖南电广传媒	在股权、管理和经营上真正实现了一省一网

资料来源：方正证券研究所

2、省外跨区域整合是公司中期成长动力

2.1 前瞻性的战略定位和充裕的资金保障是实现跨区域整合的前提条件

前瞻性战略定位。公司于 2009 年投资组建华丰达有线网络控股有限公司，作为公司“实施公司网络中长期发展战略，加快省内外有线电视网络的并购整合，满足网络投资、网络运营管理”的主体。并明确华丰达的定位为：负责组织实施省内外有线网络投资并购和整合；组织实施网络投资股权管理；组织实施网络业务经营管理，构建有线电视网络“产融结合”的经营模式。

充裕的资金保障。公司于 2010 年 4 月与国家开发银行股份有限公司签署《战略合作协议》，国开行将为公司提供总额为 106 亿元人民币的意向性融资支持，用于对湖南省乡镇电视网络整合及跨区域有线电视网络拓展项目的融资需求。此外，公司于 2010 年 3 月投资设立华丰达晨（北京）投资基金管理有限公司，借助股权投资基金的力量推动数字电视产业的体制改革、机制创新和行业整合，以服务于公司在有线电视领域的战略发展。

公司前瞻性的战略定位和充裕的资金保障是实现有线电视网络拓展跨区域整合的先决条件。

2.2 收购保定公司 49%的股权将拉开跨区域整合的大幕

公司于 2011 年 6 月 7 日发布公告称，公司控股子公司华丰达有线网络控股有限公司拟以现金 10300 万元收购 Broadway Offshore Limited 持有的保定百世开利有线广播电视综合信息网络有限公司（以下简称“保定公司”）49%的股权，另一股东河北广电信息网络集团股份有限公司持有其 51%的股权。

我们认为，在三网融合试点逐步批复的情形下，三网融合的进程将加速，广电系统内部的网络整合将进入攻坚阶段。华丰达本次收购

保定公司股权，其意义不仅在于实现了省外有线电视网络整合的突破，更在于确立了广电系统内部网络整合的一种新模式。

广电系统处于内部整合的历史机遇期，公司作为有线电视网络区域整合的先行者，有望携资金、经营和管理优势，拉开区域整合大幕。

3、增值业务是公司长期成长动力

3.1 有线数字电视增值业务虽处于培育期，但将大有作为

相对于手机屏、PC 屏，基于 TV 屏的增值业务由于广电领域的管理体制、软硬件基础等原因而难以大范围推广和普及。但是，随着广电系统网络整合以及三网融合的推进，制约增值业务发展的因素正在逐步消除。

图表 2 制约有线数字电视增值业务发展的因素

制约因素	具体原因	改进情况
管理体制因素	地域分割：中央、省、地、县四级办台四级建网导致我国有线电视呈现地域分割的现状	通过一省一网来改进
	内容分割：传播内容主要限于音视频内容	通过业务融合来改进
软硬件基础因素	硬件网络不具备：有线电视网络并非双向网络；并且地域分割导致难以开展全国范围内的增值服务	通过双向网改、数字机顶盒布放来改进
	软件平台不具备：BOSS 系统、业务运营平台建设不完善	随着各省有线数字电视推进已逐步改进

资料来源：方正证券研究所

此外，有线电视网络作为掌控 TV 屏的主导力量，在开展增值业务方面具备的渠道、用户、屏幕和内容等四方面优势，将注定有线数字电视增值业务有着光明前景。

图表 3 有线数字电视发展增值业务的优点

优势	原因
渠道优势	有线数字网络对于 TV 屏具有绝对领先的渠道优势：截至 2010 年底，我国有线数字电视用户 8800 万户，而 IPTV 用户仅为 800 万户，不及有线数字电视用户规模的 10%
用户优势	用户规模庞大：截至 2010 年 4 月份，我国有线数字电视用户达到 9516.8 万户，覆盖用户达到 2.95 亿人；且受众中女性居多，具备强大的消费支配能力
屏幕优势	TV 屏具备面积大、内容高清的特点，是家庭休闲娱乐的最主要方式。在高清视频点播、休闲体感游戏等增值业务，TV 屏具备 PC 和手机所没有的优势
内容优势	有线电视运营商和广电有着天然的血缘关系，在内容获取/合作上有先天优势

资料来源：格兰研究 方正证券研究所

3.2 公司增值业务布局完善，业务增长迅速

公司在增值业务方面从基础平台建设，到内容及业务均有较大投入，为公司增值业务收入的增长打下了基础。

图表 4 公司增值业务已布局完善

领域	进度	备注
增值业务基础平台	已基本完成了综合业务平台、BOSS 系统、机顶盒中间件系统、长途传输网络的建设。初步构建了“全程全网、双向交互、多功能、全业务”的基础平台。	
增值业务内容	依托湖南广电的节目资源优势，打造湖南数字电视、手机电视、网络电视和 IPTV 的内容平台，推进湖南内容产业的跨省、跨行业全面合作；在数字电视内容方面，公司引进了 68 套标清、6 套高清付费频道节目并下传；节目储存量可达 4 万小时；公司的 VOD 节目库更新的节目已达 1 万小时；电教项目与湖南广播电视大学合作，已经实质性启动。	2011 年，与湖南广播电视大学的电教项目将成为亮点
创新业务	目前已经研发出视频点播、电视回看、高清电视、电视银行、电视游戏、电视股票行情、电视投票、电视资讯、体彩业务、烟草专卖业务等多项增值业务。此外，电视股票、卡拉 OK 等业务不断完善。	

资料来源：公司公告 方正证券研究所

公司 2009 年公司增值业务收入才 6000 万，而 2010 年增值业务达到了 1.39 亿，增速近 130%。2011 年宽带业务和电教项目将成为增值业务的亮点。随着公司双向网改的推进和用户使用习惯的培养，预计之后增值业务将保持高速增长的趋势。

4、有线电视网络业务估值达 78 亿元

（一）现有用户估值

可比公司估值法

目前 A 股有线电视网络行业的可比公司有歌华有线、天威视讯和广电网络（武汉塑料处在重组期，剔除，中信国安业务较为多，剔除）。

图表 5 A 股可比有线电视运营商对比（单位：万）

公司	市值 (亿元)	总用户	有线数字电视 用户	每用户 市值 (元)	每数字 用户市 值(元)	收费标准	区域 总人口	城镇 家庭 户数	增长 空间
广电网络	66.0	489	284	979	1619	数字电视：300 元/年或 25 元/月；模拟电视每月 5 元。初装费 350 元	3762	501	7.5%
天威视讯	65.42	110.03	110.03	5945	5945	主机 28 元/月；副机 14 元/月	877	277	154.1%
歌华有线	124.5	448	248/130	2779	2779	18 元/月；特困户按每户每月 12 元（模拟/数字电视同价，机顶盒政府补贴）	1695	455	6.8%
电广传媒	96	380	350	-	-	长株潭城区：24.5 元/月，国家和省级贫困县：23.5	6380	851	143.1%

元/月，其它市县区为 24 元

/月；模拟电视 16.5 元/月

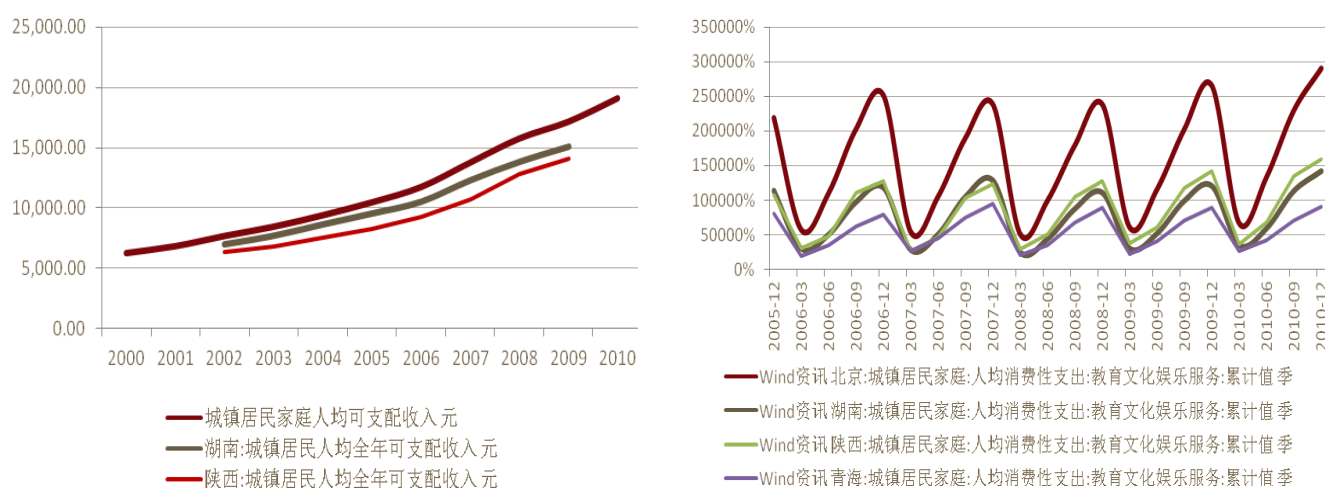
资料来源：公司公告 方正证券研究所 注：用户统计数据截止时间为 2010 年底；

基于如下 3 个因素，我们以每用户市值最低的广电网络（600831）来作为公司有线电视网络业务估值的参照：

- 1、湖南省和陕西省城镇居民人均全年可支配收入接近；
- 2、湖南省和陕西省城镇居民家庭教育文化娱乐服务支出接近；
- 3、广电网络和电广传媒都是所在省份有线电视网络整合的主体。

假设每户有线（非数字）电视用户与有线数字电视用户的差价为 640（以陕西为例，模拟电视用户每月收费为 5 元，数字电视用户每月收费为 25 元；人工初装费为 100 元，平均每户网络及设备改造分摊成本 300 元，因此 $640 = (25 - 5) * 12 + 100 + 300$ ），则每户数字电视用户和模式电视用户的价值分别为 1619 元和 979 元。依此计算，公司现有有线电视网络业务对应市值应为 59.60 亿元（ $59.20 = 350 * 1619 + 30 * 979$ ）。

图表 6 湖南省和陕西省城镇居民人均全年可支配收入以及教育文化娱乐服务支出接近



资料来源：WIND 方正证券研究所

按每用户估值法

目前，关于有线电视运营企业，比较普遍的估值方法是按照每用户估值法，即公司价值=公司所拥有的用户数 * 有线电视 100 个月月租费用。若采用此方法，则公司所拥有的用户数对应的市值为 91.20 亿元（ $91.20 \text{ 亿} = 380 \text{ 万} * 2400$ ）。

（二）潜在用户估值

公司作为湖南有线电视网络运营商，之后本省网络的统一运营是确定无疑的，因而未来的用户增长空间将成为衡量公司价值的一个重要因素。假设新增每户有线数字电视的成本为 750（其中机顶

盒成本 300 元，人工初装费 100 元，平均每户网络布线及设备分摊成本 350 元)，则未来新增每户的潜在价值达到 869 元 (869=1619-750)。我们选取时间成本为 50%，则公司潜在用户所对应的价值达到 20.49 亿元。

图表 7 未来新增用户潜在价值敏感性分析

每用户价值(元)	时间成本	对应市值(亿)	计算过程
1074	0	40.93	869*471
806	25%	30.71	652*471
537	50%	20.49	435*471
269	75%	10.22	217*471

资料来源：方正证券研究所

(三) 有线电视网络业务估值

对于现有用户采取通用的按每用户估值方法，因此公司有线电视网络业务对应估值为 78.18 亿元 (78.18 = (91.20+20.49) * 70%，其中 70%指公司在湖南有线集团的持股比例)。

二、创投业务是利润奶牛，转型基金管理力求长久

1、创投业务可为未来几年业务提供强力支撑

达晨创投及其所管理基金投资企业已超过 120 家，其中 17 家已上市。截至 2011 年 3 月底，公司可供出售金融资产达到 7.69 亿。

图表 8 公司参与投资的上市公司

序号	上市公司	股票代码	持股方	持股数(万股)	解禁日期	当前股价
1	同洲电子	002052	达晨创投	已退出	-	
2	拓维信息	002261	电广传媒	1051.95	2009/7/23	17.09
3	中汇医药	000809	达晨创投	已退出	-	
4	圣农发展	002299	达晨创投	1003.76	2010/10/21	15.13
5	亿纬锂能	300014	达晨财信	达晨财信：174.53	2010/10/30	14.14
6	爱尔眼科	300015	达晨财信	-	2010/10/30	29.39
7	网宿科技	300017	达晨财智	达晨财智：484.5	2010/10/30	12.21
8	蓝色光标	300058	达晨财信、达晨创投	达晨财信：364.5 达晨创投：153	2011/2/26	31.35
9	数码视讯	300079	达晨创投	350	2013/4/30	19.05
10	和而泰	002402	达晨创投	1260	2013/5/11	15.56
11	金凰珠宝	NASDAQ: KGI	达晨创投	-	2010/8/18	1.47 美元
12	达刚路机	300103	达晨财信	882	2013/8/12	13.82

13	中南传媒	601098	达晨创投	3000	2013/10/28	8.90
14	太阳鸟	300123	达晨财富、 达晨财信	达晨财富：959.12 达晨财信：261.58	2011/9/28	19.26
15	晨光生物	300138	达晨财信	250	2013/11/5	28.24
16	恒泰艾普	300157	达晨财信	751.06	2014/1/7	29.34
17	拓尔思	300229	达晨创投	257.13	2014/6/15	15.99

资料来源：公司公告 方正证券研究所

注：持股数根据各公司 2010 年年报或 2011 年一季报统计；当前股价根据 2011/6/20 日收盘价统计。

此外，据不完全统计，达晨创投及旗下管理基金已投资但尚未上市的公司超过 100 家，其中 50 家有投资金额可供统计。截至 2011 年 3 月底，公司长期股权投资达到 10.07 亿元。

图表 9 公司参与投资的尚未上市公司

投资公司	投资金额	投资方	投资公司	投资金额	投资方
深圳市赢合科技有限公司	5000	达晨创投	湖南豫园生物科技有限公司	-	达晨创投
山东机客网络有限公司	5000	达晨创投	尚品宅配家居(集团)公司	7000	达晨创投
上海西域机电系统有限公司	-	达晨创投	江西煌上煌集团有限公司	3600	达晨创投
上海企源科技有限公司	3000	达晨创投	金银岛(北京)网络科技有限公司	1500	达晨创投
上海四维文化传媒有限公司	3600	达晨创投	广州瀚信通信科技有限公司	1500	达晨创投
深圳市明源软件股份有限公司	575	达晨创投	深圳鼎识科技有限公司	-	达晨创投
深圳市金威源科技有限公司	1439	达晨创投	广西博世科环保科技有限公司	-	达晨创投
北京元培世纪翻译有限公司	1234	达晨创投	上海同济同捷科技股份有限公司	1182	达晨创投
广州市鹏辉电池有限公司	4000	达晨创投	上海同捷科技股份有限公司	1000	达晨创投
唯美度国际美容连锁集团	4000	达晨创投	茁壮网络股份有限公司	5000	达晨创投
上海生态家天然日用品有限公司	1500	达晨创投	浙江华友钴业股份有限公司	-	达晨创投
广州航新航空科技股份有限公司	-	达晨创投	深圳市好家庭实业有限公司	6000	达晨创投
北京太空板业股份有限公司	1056	达晨创投	广州移盟数字传媒科技有限公司	600	达晨创投
武汉晶泰科技有限公司	1000	达晨创投	辽宁优格生物科技股份有限公司	2000	达晨创投
深圳市乐普泰科技有限公司	2854	达晨创投	广东同望科技股份有限公司	1000	达晨创投
长沙巨星轻质建材股份有限公司	2100	达晨创投	现代后勤产业集团有限公司	5000	达晨创投
江西恒大高新技术股份有限公司	1575	达晨创投	武大有机硅新材料股份有限公司	178	达晨创投
深圳市大赢家网络有限公司	5239	达晨创投	瑞达信息安全产业股份有限公司	720	达晨创投
南昌百特生物高新技术股份有限公司	2854	达晨创投	雅鹿集团有限公司	378	达晨创投
北京伟景行数字城市科技有限公司	4000	达晨创投	深圳市大富豪实业发展有限公司	2000	达晨创投
陕西凯星电子科技有限公司	1500	达晨创投	深圳市时代赢客网络有限公司	585	达晨创投
四川迅游网络科技有限公司	1000	达晨创投	三夫户外用品开发有限公司	-	达晨创投
上海美迪西生物医药有限公司	3000	达晨创投	多喜爱家饰用品有限公司	1500	达晨创投
广州博济医药生物技术有限公司	4500	达晨创投	天派电子(深圳)有限公司	-	达晨创投
北京中科金财科技股份有限公司	3600	达晨创投	茁壮网络股份有限公司	-	达晨创投
上海暴雨信息科技有限公司	1000	达晨创投	凡润电子(无锡)有限公司	-	达晨创投

北京华图宏阳教育文化发展有限公司	-	达晨创投	浙江华友钴业股份有限公司	2000	达晨创投
吉林天景食品有限公司	-	达晨创投	宏昌电子材料股份有限公司	-	达晨创投
北京天华博实电气技术有限公司	1500	达晨创投	郑州威科姆科技股份有限公司	5000	达晨创投
深圳市万泉河科技有限公司	-	达晨创投	北京东方广视科技有限公司	3500	达晨创投
珠海政采软件技术有限公司	2000	达晨创投	广州华工百川自控科技有限公司	1000	达晨创投
新奥特硅谷视频技术有限公司	-	达晨创投	深圳市金百泽电路板技术有限公司	1000	达晨创投
广州市科密汽车制动技术开发有限公司	-	达晨创投	武大有机硅新材料股份有限公司	-	达晨创投
深圳洁驰科技有限公司	1050	达晨创世 达晨盛世			

资料来源：WIND 方正证券研究所 注：本表中“投资金额”栏指归属于公司的投资额

注：其中达晨创世、达晨财富所持股份以 30% 的份额计入公司，与公司实际出资额可能会存在误差。

2、业务横向发展，力求长远

2.1 投资领域横向扩张，基金规模稳步增大

达晨创投自 2006 年以后开始也逐步转型：一方面吸收战略投资者成立了达晨财信等子公司，继续创投业务发展；另一方面发挥达晨创投的品牌效应，向 VC+PE 私募基金转型。此外公司基金管理工作领域也逐步拓宽，向艺术品、文化产业等方面延伸。目前，达晨旗下已有 12 只基金，资金管理规模达 100 亿。

图表 10 达晨旗下所管理基金

基金	投资领域	投资周期
达晨兴业	消费类、网络、IT 服务、通讯、资源开发、医药保健和新材料	2006 至今
达晨成长	消费类、网络、IT 服务、软件、通讯和资源开发	2007-2008
达晨财信	消费类、新材料等	2006-2009
达晨财富	消费类、软件、网络、新能源和新材料	2008-2010
达晨银雷	-	2009 年开始
达晨创富	-	2009-2010
达晨创盛	医药、软件、网络、新能源等	2010 年至今
达晨财智	-	-
湖南文化旅游产业投资基金	文化旅游产业	2010 年至今
达晨创瑞		2011 年 4 月开始
达晨创恒		
达晨创泰		

资料来源：达晨网站 方正证券研究所

2.2 基金管理收益来源稳定，可求长久

与创投业务获取一次性收益不同，基金管理业务收益来源稳定持续，目前达晨的收入主要来自于两方面：

基金管理费。公司所管理基金的管理费率若参照行业 1.5%-2% 水平，每年此项收入即达到 1.75 亿，且随着所管理资金规模的扩大，未来此项收入将持续增长。

基金收益分红。按照行业通常办法，公司占有所管理基金收益的 20%；假设公司所管理基金的平均收益率为 10%，则每年此项收入将达到 2.0 亿元，同样，此项收入将随着所管理资金规模的扩大而增长。目前达晨在其所管理的各只基金中，所占股权在 40~55% 左右。

2.3 提前布局，喜迎艺术品投资牛市

（一）艺术品投资市场方兴未艾

近年以来，艺术品以其稀缺性和不可复制性成为新兴的重要投资领域，艺术品拍卖价格屡创新高。同时，各地亦兴建文交所推动文化产业的发展。

图表 11 近年我国艺术品价格逐年走高

时间	作者	作品	拍卖价格	拍卖会
2011	王蒙	《稚川移居图》	4.025 亿元	中国保利春季拍卖会
2011	齐白石	《松柏高立图》	4.255 亿元	中国嘉德 2011 年度春拍会
2011	吴冠中	《狮子林》	1.15 亿元	保利春季拍卖会
2011	陈逸飞	《山地风》	8165 万元	嘉德中国油画雕塑拍卖专场
2010	徐悲鸿	《巴人汲水图》	1.71 亿元	翰海秋拍庆云堂近现代书画专场
2010	李可染	《长征》	1.075 亿元	嘉德秋拍“长征一大师们的笔墨征途”专场
2010	张大千	《爱痕湖》	1.008 亿元	中国嘉德 2010 春拍近现代书画“借古开今——张大千、黄宾虹、吴湖帆及同时代画家”专场
2010	王羲之	《平安贴》	3.08 亿元	中国嘉德 2010 秋季拍卖会“秋光万华——清代宫廷艺术集粹”专场
2010	八大山人	《竹石鸳鸯》	1.187 亿元	西泠秋拍
2010	佚名	《汉宫秋图》	1.68 亿	保利 5 周年秋拍中国古代书画夜场
2010	王蒙	《秋山萧寺图》	1.36 亿元	北京保利春拍夜场
2010	钱维城	《雁荡图》	1.299 亿	北京保利 2010 年春拍
2010	陈栝	《情韵墨花》	1.137 亿	中国嘉德 2010 秋季拍卖会
2009	徐扬	《平定西域献俘礼图》	1.34 亿元	中贸圣佳 15 周年庆典拍卖会
2009	吴彬	《十八应真图卷》	1.69 亿元	保利中国书画夜场
2009	曾巩	《局事帖》	1.08 亿元	保利中国书画夜场

资料来源：互联网 方正证券研究所

图表 12 我国各地文交所列表

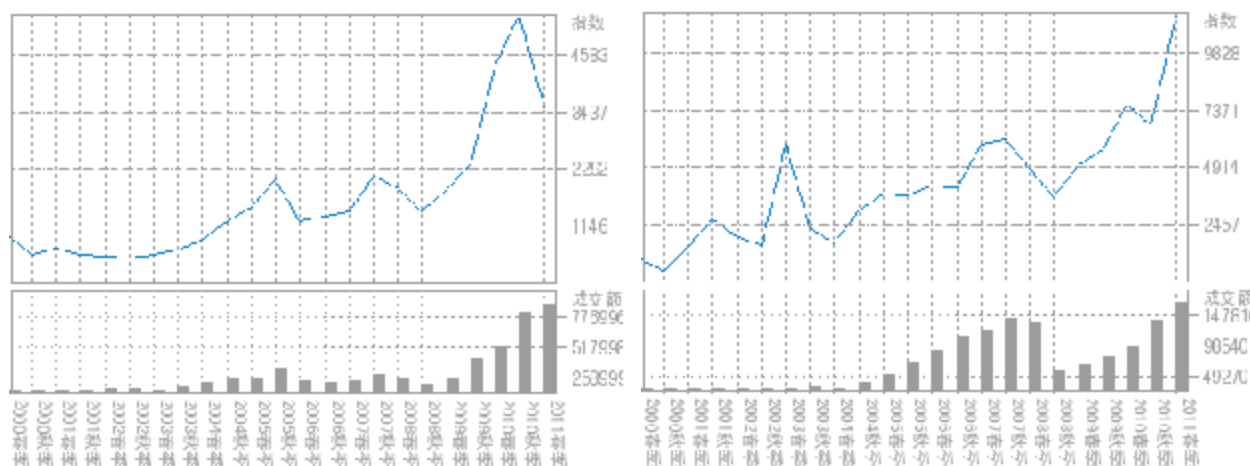
成立时间	地域
2009	上海文化产权交易所
2009	天津文化艺术品交易所
2009	深圳文化产权交易所
2010	成都文化产权交易所
2011	郑州文化艺术品交易所
2011	湖南文化艺术品交易所
筹建	北京文化产权交易所

资料来源：互联网 方正证券研究所

(二) 公司极富战略眼光，提前布局近现代名家书画

中国近现代书画作品是近年来升值最快的细分门类，根据雅昌国画 400 和油画 100 指数，从 2000 年到 2011 年，增长幅度超过了 300% 和 1300%。齐白石的作品其均价从 2000 年的 5.11 万/平方尺上升到 2011 年春季的 127.99 万/平方尺，增幅超过 24 倍。从 2006 年开始，公司开始涉足艺术品收藏，至今累计已投入资金超过 5 亿元，目前已收藏了包括齐白石、徐悲鸿、傅抱石、黄宾虹、李可染等在内的中国近现代名家 160 多件书画艺术品，其中齐白石的作品就超过 70 幅，升值空间巨大。

图表 13 雅昌国画 400 和油画 100 指数：中国近现代书画市场快速成长

资料来源：<http://index.artron.net> 方正证券研究所

此外，公司于 2010 年注册成立了北京中艺达晨艺术品投资管理有限公司，以进行专业的艺术品投资管理。目前，中艺达晨已发行了规模为 3.06 亿元人民币的第一期艺术品投资基金，另将设立一只平行基金以及一只美元基金。中艺达晨的设立将有利于公司艺术品投资的规范、稳定和长期运行。

3、创投&基金管理业务价值超过 54 亿元

此部分估值主要由三部分组成。

(一) 创投业务

创投业务估值分为 2 部分：

1、已上市项目的估值。此部分按照公允价值计量，截至 2011 年一季度底，价值 7.69 亿。

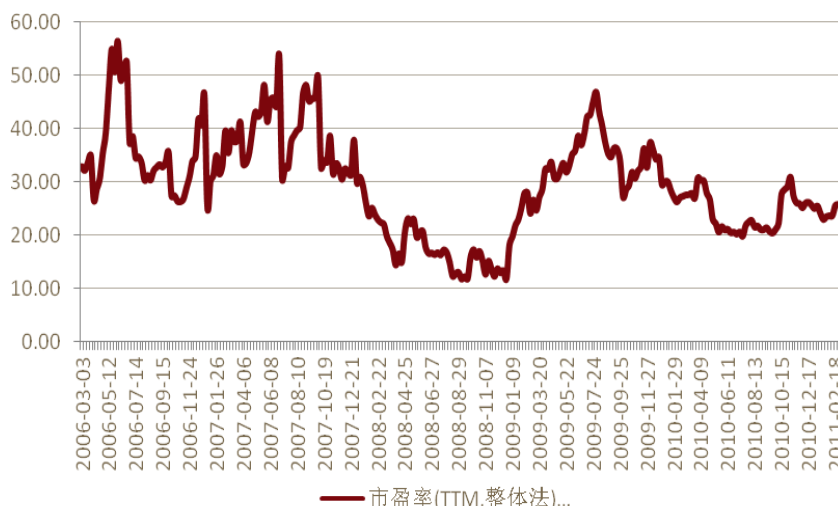
2、未上市项目的估值。截至 2011 年 3 月底，公司长期股权投资规模达到 10.07 亿元；据年报显示，2008 年底公司长期股权投资即已近 5 亿元。对于此部分估值采取审慎的原则，参照公司以往投资业绩、投资时点，以溢价 100%计算则价值 20.14 亿元。

所以，创投业务总体估值为 27.83 亿元。

(二) 基金管理业务

由于 A 股市场尚无基金管理类上市公司，因此此部分业务我们采用券商的可比估值法，目前 A 股券商平均市盈率为 24 倍（2006 年-2011 年平均 PE 估值为 30 倍，2010 年至今平均 PE 为 24 倍）。公司此块净利率 32%（2010 年 26 家盈利的公募基金的平均净利率为 32%），对应净利润为 6000 万元（ $6000=3.75 \times 32\% \times 50\%$ ，32%指净利率，50%指公司所占基金管理公司中股权比例），对应市值为 11.52 亿元（ $11.52=0.6 \times 25 \times 0.8$ ，其中 0.8 为流动性折价系数）。

图表 14 证券板块 2006-2011 年 PE（TTM，整体法）估值情况



资料来源：方正证券研究所

(三) 艺术品收藏业务

公司从 2006 年开始随着艺术品市场持续升温，累计至 2010 年底既已投入成本超过 5 亿元，目前价值已超过 30 亿元，给予 5 折的流通性折价，公司艺术品价值达 15 亿元。

综上所述，公司创投&基金管理业务所对应市值为 54.35 亿元
($54.35 = 27.83 + 11.52 + 15$)。

三、酒店旅游持续好转，房地产具有土地储备优势

1、酒店业务持续改善，旅游业务盈利稳定

(一) 酒店业务

经营持续改善。公司拥有五星级的花园式休闲度假酒店圣爵菲斯酒店（原湖南国际影视会展中心酒店），由于折旧及财务费用较高（每年合计超过 4000 万元），一直处于亏损状态。2009 年公司引入了华天酒店的一管理团队（即目前酒店总经理刘华武）之后，经营明显改善。2009 年亏损 5000 万，相对 2008 年减亏 1000 万；2010 年亏损额大幅减少到 34 万，经营明显好转。预计 2011 年酒店业务将持续好转势头，并实现扭亏。

后续看点在于酒店改扩建。受酒店规模所限，目前接待能力不到 300 人，公司计划新建集中式的公寓酒店，以提高接待能力。我们认为，经营管理能力的提升将使公司扭亏为盈；而酒店接待能力的提高，将有利于酒店业务的长远发展。

(二) 旅游业务

公司旅游资源主要是持有 49% 股权的长沙世界之窗有限公司。自 2003 年开始，托管给湖南经视旅游文化发展有限公司经营，托管经营期限持续到 2012 年底。公司每年可稳定获得利润分成。

2010 年长沙世界之窗有限公司年游客量达 120 万人次，成为长沙市首家销售过亿的景区，两项指标均同比增长 29%；2010 年实现净利润 1721 万元，较 2009 年的 601 万元大幅增长 186%。

(三) 酒店旅游业务估值达 6 亿元

图表 15 酒店旅游业务价值敏感性分析

业务	净利润（万元）	PE 倍数	对应市值（亿）	计算过程
旅游业务	700	50	3.50	700×50
	900	50	4.50	900×50
	1000	50	5.00	1000×50
酒店业务	100	38	0.38	100×38
	500	38	1.90	500×38
	1000	38	3.80	1000×38
合计			6.40	

资料来源：方正证券研究所 注：此处的净利润指归属于公司的净利润

预计 2011 年酒店业务将持续好转，而旅游业务盈利保持稳定。2005 至今，A 股酒店板块和景点板块（人工景点）的整体 PE 估值分别为 38 倍和 50 倍；2010 年至今此 2 板块整体 PE 估值分别为 40 倍和 62 倍。图表 15 为酒店旅游业务估值敏感性分析，均采用中性的预测，则此块业务对应市值将达到 6.40 亿元。

2、房地产业务具备土地储备优势，主体地产提升价值

（一）土地储备优势

公司房地产业务开展主体为湖南金鹰城置业有限公司，之前投资开发的“圣爵菲斯”房地产项目销售已基本完成。目前，公司拥有尚有未开发土地 994 亩，在长沙市房价日益高涨的趋势下，公司所储备土地具有升值潜力。

（二）文化旅游主体地产模式提升价值

公司所拥有地块靠近世界之窗、海底世界及圣爵菲斯大酒店，具备文化旅游主题地产性质，将极大的提升公司后续所开发房地产项目的价值。

我们对于此块业务采取谨慎的估值方法，即只估算公司所拥有的尚未开发的土地的价值。依据可比地段地块的估值法，依下表可得房地产业务仅就土地价值而言已达 26.69 亿元。

图表 16 房地产业务估值

地块项目	地块面积	地块性质	同地段地价	对应市值
河西地块	680 亩	住宅用地	272.72 万元/亩，[2009]网挂 039 号	18.54 亿元
会展酒店余地	48 亩	商业用地	261.67 万元/亩，[2010]网挂 070 号	1.25 亿元
新征地块（金鹰城后）	266 亩	住宅用地	259.44 万元/亩，[2010]网挂 070 号	6.90 亿元
合计	994 亩			26.69

资料来源：长沙市国土资源局网站 方正证券研究所

四、影视剧制作及其他

目前公司影视剧制作不属于公司主要利润来源，因此对此部分估值采取审慎原则。

影视剧业务。业务开展主体为电广传媒影业投资（北京）有限公司和电广传媒文化发展公司。据公司 2010 年半年报，截至 2010 年 6 月底两公司归属于公司的净资产为 8426 万元。

影视剧业务对公司而言，更大的价值产业链的完善：既可以向上游内容制作、影视剧发行等领域的拓展，又可以通过自有特色内容推广基于有线电视网络的增值服务。

图表 17 影视剧业务估值（单位：万元）

单位名称	持股比例	期末账面余额
电广传媒影业投资（北京）有限公司	95%	4755
电广传媒影视策划（北京）有限公司	100%	163
电广传媒文化发展公司	97.56%	4100
合计		9018

资料来源：公司公告 方正证券研究所

其他权益性投资。公司还拥有湘财证券、银河基金等权益性投资，截至 2010 年 6 月底总计账面余额为 9288 万元。

图表 18 酒店旅游业务价值敏感性分析

单位名称	期末账面余额（万元）
北京中广网媒信息公司	28
湘财证券有限责任公司	6760
汨罗国开村镇银行股份有限公司	1000
银河基金管理有限公司	1500
合计	9288

资料来源：公司公告 方正证券研究所

综上所述，公司影视剧及其他权益性投资所对应市值为 1.83 亿元（ $1.83=0.90+0.93$ ）。

五、盈利预测与估值

1、公司估值：升值空间达到 69%

由于公司各块业务相对较为独立，因此我们采用各块业务市值分别累加的估值方法，公司各块业务累计市值达到 167.45 亿元。相对目前 99.16 亿元的市值，升值空间达到 69%。

图表 19 酒店旅游业务价值敏感性分析

业务板块	市值（亿元）
有线电视网络	78.18
创投&基金管理	54.35
酒店旅游	6.40
房地产	26.69
影视剧制作及其他	1.83
合计	167.45

资料来源：方正证券研究所

2、盈利预测

公司盈利预测基于如下假设条件：

假设 1：省内网络整合顺利；

假设 2：创投业务保持较为持续稳定的发展；

假设 3：2011-2013 公司投资收益为 5 亿元。

图表 20 公司产品销售收入预测

项目（万）	2010A	2011E	2012E	2013E
广告制作代理	473,219.74	94,643.95	113,572.74	136,287.29
网络传输服务	117,711.12	176,566.68	220,708.35	264,850.02
旅游业	19,209.53	23,051.44	27,661.72	33,194.07
影视节目交换制作发行	3,384.57	3,384.57	3,892.26	4,476.09
房地产业	901.45	450.73	901.45	1,802.90
艺术品	363.59	1,090.77	2,181.54	3,272.31
投资管理收入	3,199.59	5,439.30	7,071.09	9,192.42
主营业务收入	617,989.59	304,627.43	375,989.15	453,075.10

资料来源：公司公告 方正证券研究所

综上分析，我们预计 2011-2013 年归属母公司的净利润分别为 5.42 亿元、7.63 亿元和 9.57 亿元，EPS 分别为 1.33 元、1.88 元和 2.36 元，对应 PE 分别为 18.30、13.00 和 10.36。维持公司“买入”的投资评级。

具体的财务预测报表及估值请参见下页“附表：财务报表预测及估值”。

六、风险提示

省内外有线电视网络整合不顺风险。目前省内特别是省外网络整合受政府、政策因素影响较大，因而存在整合不顺的风险。

创投业务持续性不够的风险。创投业务竞争日趋激烈，存在持续稳定性经营不够的风险。

附表：财务报表预测及估值（单位：百万元；模型更新时间：2011-6-20）

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6190.91	3046.27	3759.89	4530.75	税后经营利润	(239.19)	216.80	387.52	582.35
减：营业成本	4723.61	1583.18	1971.32	2371.11	折旧与摊销	426.01	1312.62	1312.62	1307.03
营业税金及附加	269.13	132.43	163.45	196.96	资产减值损失	4.09	10.00	15.00	20.00
营业费用	465.91	229.25	282.96	340.97	利息费用	272.41	185.54	131.92	78.77
管理费用	648.72	616.28	677.90	745.69	存货的减少	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	247.56	186.06	132.57	79.55	经营性应收项目	(308.93)	276.04	110.41	99.37
资产减值损失	4.09	10.00	15.00	20.00	经营性应付项目	(14.29)	518.98	(505.70)	413.88
加：投资收益	780.00	500.00	500.00	500.00	其他经营活动相关	534.93	(2008.74)	2386.02	(1984.65)
公允价值变动损益	-19.86	0.00	0.00	0.00	经营性现金净流量	683.70	511.24	3837.80	516.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	9.87	375.00	375.00	375.00
营业利润	592.02	289.07	516.70	776.47	筹资性现金净流量	(77.07)	(322.35)	(207.16)	(173.23)
加：其他非经营损益	-2.41	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	615.94	563.90	4005.64	718.51
利润总额	589.62	789.07	1016.70	1276.47	财务分析和估值指标汇总				
减：所得税	69.32	197.27	254.17	319.12		2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	520.30	591.80	762.52	957.35	盈利能力				
减：少数股东损益	109.91	50.00	0.00	0.00	毛利率	23.70%	48.03%	47.57%	47.67%
归母公司净利润	410.38	541.80	762.52	957.35	三费/销售收入	22.00%	33.86%	29.08%	25.74%
资产负债表					EBIT/销售收入	13.51%	31.99%	30.55%	29.91%
货币资金	2197.83	2761.73	6767.37	7485.88	EBITDA/销售收入	20.39%	75.08%	65.46%	58.76%
应收和预付款项	391.08	-27.90	477.80	63.92	销售净利率	8.40%	19.43%	20.28%	21.13%
存货	1380.13	1104.09	993.68	894.31	ROE	14.22%	16.06%	18.78%	19.44%
其他流动资产	177.06	77.06	77.06	77.06	ROIC	82.32%	64.40%	10.66%	51.21%
长期股权投资	831.24	831.24	831.24	831.24	成长能力				
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	48.29%	-50.79%	23.43%	20.50%
固定资产和在建工程	4293.89	2685.66	1455.52	220.38	EBIT 增长率	251.76%	16.56%	17.85%	17.99%
无形资产和开发支出	361.80	269.91	178.02	86.13	EBITDA 增长率	114.28%	81.22%	7.61%	8.17%
其他非流动资产	1220.14	1214.54	1208.95	1208.95	净利润增长率	306.58%	13.74%	28.85%	25.55%
资产总计	10853.17	8916.32	11989.63	10867.87	总资产增长率	22.13%	-17.85%	34.47%	-9.36%
短期借款	83.35	0.00	0.00	0.00	股东权益增长率	47.69%	16.92%	20.37%	21.25%
应付和预收款项	2506.52	497.78	2883.81	899.16	偿债能力				
长期借款	4151.35	4151.35	4151.35	4151.35	资产负债率	64.15%	54.62%	60.52%	48.50%
其他负债	220.60	220.60	220.60	220.60	流动比率	93.00	93.00	93.00	93.00
负债合计	6961.82	4869.73	7255.76	5271.11	速动比率	93.00	93.00	93.00	93.00
股本	406.38	406.38	406.38	406.38	估值指标				
资本公积	2057.76	2057.76	2057.76	2057.76	EPS	1.01	1.33	1.88	2.36
留存收益	421.39	909.73	1597.02	2459.90	PE	24.16	18.30	13.00	10.36
归属母公司股东权益	2885.53	3373.87	4061.16	4924.04	PEG	0.74	N/A	N/A	N/A
少数股东权益	1005.81	1055.81	1055.81	1055.81	PB	3.44	2.94	2.44	2.01
股东权益合计	3891.35	4429.69	5116.97	5979.86	PS	1.60	3.26	2.64	2.19
负债和股东权益合计	10853.17	9299.42	12372.73	11250.97	EV/EBITDA	6.01	4.86	2.89	2.40

资料来源：WIND 资讯 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	HTTP://WWW.FOUNDERSC.COM	HTTP://WWW.FOUNDERSC.COM
E-MAIL：	YJZX@FOUNDERSC.COM	YJZX@FOUNDERSC.COM