

电广传媒 (000917.SZ) 综合传媒行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

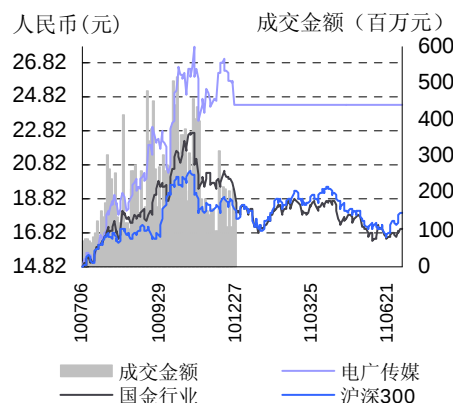
市价(人民币): 24.40 元

明晰主业架构, 重新审视投资价值

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)	318.76
总市值(百万元)	9,915.63
年内股价最高最低(元)	27.80/15.00
沪深 300 指数	3122.50
深证成指	12440.37



相关报告

1. 《专注主业, 深度整合提升价值》, 2011.4.28
2. 《有线网两次整合为定增, 提前结算断脐带》, 2011.2.8
3. 《积极推进省内外网络整合》, 2010.12.13

王铮

分析师 SAC 执业编号: S1130511060001
(8621)61038285
wang_zheng@gjzq.com.cn

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	1.421	1.600	1.705
每股净资产(元)	4.81	7.10	8.39	9.86	11.44
每股经营性现金流(元)	2.56	1.68	-0.46	1.99	2.23
市盈率(倍)	248.87	24.16	17.17	15.25	14.31
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%	40.73%	12.57%	6.56%
净资产收益率(%)	1.51%	14.22%	16.93%	16.22%	14.90%
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

投资逻辑

- **主业定位有线网络运营与资产管理:** 长期以来, 公司业务涵盖广告、有线网络、影视内容、地产旅游、投资管理等, 且背靠湖南广电; 至 2010 年, 公司的主营业务收入与毛利中, 占比最大的业务来自于广告制作代理。自 2011 年开始, 公司不再代理湖南省内各家媒体的广告经营业务; 从大股东处“断奶”之后, 公司主业定位于有线网络运营与资产管理业务, 主业架构更加明晰。有线网络运营与资产管理业务将成为公司经常性利润项目的最重要支撑与增长点。
- **省网资产整体上市, 深度整合释放业绩:** 通过本次资产重组公司将实现湖南省内除中信国安四市一县外的有线网络的深度整合, 将完全享有截至 2010 年底拥有的 380 万户有线电视网络用户产生的全部收益。深度整合带来的管理效率提升、公司对于增值业务的运营进入推广元年等因素将带来有线网络业务的业绩释放。而公司持续推进的跨区域发展, 将为未来进一步做大做强有线网络业务打开新的增长空间。
- **打造四大平台, 投资价值待重新审视:** 公司各项业务经过多年培育后, 已逐步形成网络平台、投资平台、文化传媒平台、地产旅游平台的四大平台布局。在有线网络之外, 资产管理业务的管理费与提成收入也将形成经常性利润项目, 而影视广告业务的平稳增长、主题公园良好的发展势头、酒店业务逐步扭亏都进一步提升公司的盈利能力; 公司的投资价值值得重新审视。

投资建议

- 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 1.421、1.600、1.705 元, 对应当前股价 PE 分别为 17.17、15.25、14.31 倍, 无论在有线网络子行业还是整个传媒行业都处于估值水平低端。而我们重点采取分部门企业价值估算, 对公司给予 136.6 亿元的估值, 对应当前 4.06 亿的股本, 目标价为 33.65 元。相对于当前 24.4 元的股价, 仍有接近 40% 的上涨空间。维持对公司“买入”的评级。

内容目录

1.盈利预测及说明.....	5
2.估值	7
2.1. PE 估值	7
2.2. 分部门企业价值	7
2.3. DCF 估值.....	8
3.公司概况：打造四大平台，有线网络运营与资产管理成增长亮点..	9
3.1. 大股东“断奶”，主业定位有线网络运营与资产管理.....	9
3.2. 打造四大平台，大文化产业链布局进一步完善	10
4.网络平台	11
4.1. 湖南有线网络资产完成整合并整体上市	11
4.2. 实现深度整合垂直管理	13
4.3. 2011 为增值业务推广元年，ARPU 值步入快速上升通道	13
4.4. 可持续的用户增长，跨地区发展有望获得突破	17
4.5. 有线网络业务盈利预测	17
4.6. 有线网络业务估值	19
5.资产管理平台	19
5.1. 创投业务：基金管理模式成熟，实现规模化运营.....	19
5.2. 艺术品投资：藏品估值大幅提升，成立艺术品基金管理公司	20
5.3. 华丰达晨：数字电视股权基金支持数字电视产业链布局	20
5.4. 资产管理业务盈利预测	20
5.5. 资产管理业务估值	21
6.文化传媒平台	21
6.1. 电影：商业大片与中小规模类型片相结合	21
6.2. 发行：渠道建立，树立品牌	22
6.3. 电视剧：投拍精品剧目	22
6.4. 广告：收入与利润均已形成一定规模.....	22
6.5. 文化传媒业务估值	22
7.地产旅游平台	22
7.1. 酒店：走向盈亏平衡，计划扩展客房资源	22
7.2. 旅游：主题公园深度经营.....	23
7.3. 地产旅游业务估值	23
附录：三张报表预测摘要	24

图表目录

图表 1: 电广传媒主营业务收入预测	5
图表 2: 电广传媒盈利预测详表	6
图表 3: 传媒行业相对估值比较	7
图表 4: 分部门企业价值 (单位: 亿元)	7
图表 5: DCF 估值主要假设条件	8
图表 6: DCF 估值表	8
图表 7: 2001-2010 年电广传媒主营业务毛利构成 (单位: 百万元)	9
图表 8: 电广传媒 2010 年主营业务收入构成	9
图表 9: 电广传媒 2010 年主营业务毛利构成	9
图表 10: 电广传媒 2011 年预测主营业务收入构成	10
图表 11: 电广传媒 2011 年预测主营业务毛利构成	10
图表 12: 电广传媒打造四大平台	11
图表 13: 本次交易前湖南有线网络资产架构	12
图表 14: 本次重组方案示意图	12
图表 15: 本次重组完成后湖南有线网络资产架构	12
图表 16: 本次重组的评估价值	13
图表 17: 湖南省有线电视用户分布	13
图表 18: 电广传媒数字用户数持续增长	14
图表 19: 电广传媒有线电视用户数字渗透率高	14
图表 20: 2010 年湖南有线集团视频点播业务发展较快	14
图表 21: 湖南有线交互电视车票系统	15
图表 22: 湖南有线电视银行业务	15
图表 23: 湖南有线与多个银行形成合作	15
图表 24: 湖南有线金融广场业务	15
图表 25: 湖南有线交互电视彩票系统	16
图表 26: 湖南有线游戏广场	16
图表 27: 湖南有线改版后的栏目设置表	16
图表 28: 视友网登陆界面	16
图表 29: 视友短信功能	16
图表 30: 有线用户数有持续发展的空间	17
图表 31: 同类公司 2010 年 ARPU 值对比	18
图表 32: 电广传媒有线网络业务运营数据	18
图表 33: 电广传媒旗下有线网络用户 ARPU 值持续增长	18
图表 34: 电广传媒有线网络收入持续增长	18
图表 35: 深圳达晨入选 2010CVAAwards “年度最具潜力企业 100 强” 的项目	19
图表 36: 电广传媒直接持有的创投项目	19
图表 37: 近现代国画艺术家价格指数排名	20

图表 38: 近现代国画个人作品成交额排名	20
图表 39: 2011-2013 年资产管理业务收入预测	21
图表 40: 2010 年末电广传媒可供出售金融资产	21
图表 41: 2011-2013 年电广传媒投资收益预测	21
图表 42: 2011 年电广传媒投资的部分影视剧	22

1. 盈利预测及说明

- 预测 2011-2013 年公司将实现净利润 5.77、6.50、6.93 亿元，同比增长 40.70%、12.58%、6.62%，对应的 EPS 为 1.421、1.600、1.705 元；综合毛利率为 42.09%、42.22%、42.71%。
- 剥离湖南广电媒体广告代理业务：2011 年开始，公司不再代理湖南广电下属媒体的广告经营业务。2010 年公司广告业务营业收入 47.32 亿元；其中代理湖南广电各媒体广告收入为 43.35 亿元，占广告业务总收入的比例为 91.61%；2011 年开始公司将不再获得该项收入，广告业务收入大幅下降。
- 综合毛利率大幅提升：2010 年公司所代理的湖南广电各媒体广告业务，利润总额仅为 3908 万元；过去几年广告业务毛利率维持在 15% 左右，低于综合毛利率约 10 个百分点，剥离规模 40 亿的广告业务之后，公司综合毛利率将大幅上升。
- 少数股东权益并入带来业绩增厚：股权重组完成后，原先网络子公司、合资公司部分未并入公司报表的收入与利润将进入报表，预计在 2012 年以后带来业绩增厚。
- 投资收益保持较高水平：创投业务经过十年耕耘，近几年进入收获期，未来几年每年上市家数有望保持在 10 家左右，有能力支撑公司的投资收益保持较高水平。公司可供出售金融资产 2010 年末市值超过 12 亿，一季报市值 7.7 亿。
- 营业税金大幅下降：公司代理湖南省各媒体广告业务期间，广告收入的营业税完全由公司承担，2011 年以后该费用将大幅下降。

图表1：电广传媒主营业务收入预测

百万元	2011F	2012F	2013F
广告策划制作代理			
营业收入	603.18	784.13	940.96
同比增长	-87.25%	30.00%	20.00%
毛利率	10.80%	10.50%	10.30%
影视节目交换制作发行			
营业收入	34.86	36.26	38.07
同比增长	3.00%	4.00%	5.00%
毛利率	3.00%	5.00%	5.00%
网络传输服务			
营业收入	1,653.00	1,950.00	2,200.00
同比增长	40.43%	17.97%	12.82%
毛利率	47.00%	48.50%	50.00%
旅游业			
营业收入	212.27	233.49	252.17
同比增长	10.50%	10.00%	8.00%
毛利率	85.50%	85.30%	85.10%
房地产业			
营业收入	9.92	10.91	12.00
同比增长	10.00%	10.00%	10%
毛利率	20.00%	20.00%	20.00%
艺术品			
营业收入	5.45	8.18	12.27
同比增长	50.00%	50.00%	50%
毛利率	55.00%	55.00%	55.00%
投资管理收入			
营业收入	47.99	64.79	87.47
同比增长	50.00%	35.00%	35.00%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%
合计			
营业收入	2,578.56	3,100.60	3,556.81
毛利率	42.09%	42.22%	42.71%

来源：国金证券研究所

图表2：电广传媒盈利预测详表

百万元	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
营业收入	2,649.82	3,351.14	4,174.98	6,190.91	2,579	3,101	3,557
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	34.86	36.26	38.07
网络传输服务	505.85	857.83	867.48	1,177.11	1,653.00	1,950.00	2,200.00
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	9.92	10.91	12.00
艺术品				3.64	5.45	8.18	12.27
投资管理收入				32.00	47.99	64.79	87.47
其他	10.79	15.45	10.30	11.01	11.89	12.85	13.87
营业总成本	2,781.43	3,329.03	4,367.46	6,359.02	2,517	2,981	3,361
营业成本	1,907.99	2,328.96	3,169.57	4,723.61	1,493	1,792	2,038
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	33.82	34.44	36.16
网络传输服务	214.63	313.80	465.56	614.94	876.09	1,004.25	1,100.00
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	7.93	8.73	9.60
艺术品				1.47	2.45	3.68	5.52
投资管理收入				0.00	0	0	0
其他	2.51	5.75	4.60	1.75	4.10	4.37	4.72
综合毛利率	28.00%	30.50%	24.08%	23.70%	42.09%	42.22%	42.71%
营业税金及附加	123.12	152.58	179.48	269.13	64.46	77.52	88.92
营业税金及附加比率	4.65%	4.55%	4.30%	4.35%	2.50%	2.50%	2.50%
主营业务利润	618.71	869.60	825.93	1,198.17	1,020.89	1,231.50	1,430.27
销售费用	165.77	181.25	309.15	465.91	141.82	170.53	195.62
销售费用率	6.26%	5.41%	7.40%	7.53%	5.50%	5.50%	5.50%
管理费用	339.72	412.17	466.84	648.72	593.07	713.14	818.07
管理费用率	12.82%	12.30%	11.18%	10.48%	23.00%	23.00%	23.00%
财务费用	185.02	226.93	185.19	247.56	204.00	208.00	201.00
资产减值损失	59.81	27.14	57.23	4.09	20.00	20.00	20.00
其他经营收益	380.52	154.35	236.26	760.14	813.00	740.00	718.00
公允价值变动净收益	(7.03)	11.19	14.03	(19.86)	13.00	15.00	18.00
投资净收益	387.55	143.16	222.23	780.00	800.00	725.00	700.00
其中：对联营、合营企业的投资收益	0.00	0.00	23.51	26.68	32.58	25.00	23.00
加：营业利润差额(会计平衡项目)	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00
营业利润	248.90	176.45	43.78	592.02	875.00	859.83	913.58
营业利润率	9.39%	5.27%	1.05%	9.56%	33.93%	27.73%	25.69%
加：营业外收入	12.59	20.49	17.23	3.27	21.00	15.00	15.00
减：营业外支出	5.51	10.38	4.98	5.68	5.50	6.00	6.00
加：利润总额差额(会计平衡项)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	255.98	186.56	56.03	589.62	890.50	868.83	922.58
利润率	9.66%	5.57%	1.34%	9.52%	34.53%	28.02%	25.94%
所得税	68.79	51.33	(71.94)	69.32	178.10	173.77	184.52
实际所得税率	26.87%	27.52%	-128.41%	11.76%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	187.19	135.23	127.97	520.30	712.40	695.06	738.07
减：少数股东损益	73.80	113.90	98.55	109.91	135.00	45.00	45.00
少数股东损益比例	39.42%	84.23%	77.01%	21.13%	18.95%	6.47%	6.10%
归属于母公司所有者的净利润	113.39	21.33	29.42	410.38	577.40	650.06	693.07
净利润率	4.28%	0.64%	3.07%	8.40%	27.63%	22.42%	20.75%
增长	-1104.84%	-81.19%	37.94%	1294.68%	40.70%	12.58%	6.62%
摊薄后每股收益	0.279	0.052	0.072	1.010	1.421	1.600	1.705

来源：公司年报、国金证券研究所

2.估值

2.1. PE 估值

- 根据传媒行业相对估值比较,公司 2011-2013 年动态市盈率为 17.17、15.25、14.31 倍,无论在有线网络子行业还是整个传媒行业都处于估值水平低端,目前公司股价具有明显的安全边际。当然,由于公司传媒主业的利润大部分来自于有线网络,这部分资产估值更为适合 EV/EBITDA 的估值方法,加上出售(交易性或可供出售)金融资产实现收益对业绩的重大影响,PE 估值主要作为公司相对估值的一个参考。根据 2011 年 34 倍的平均行业动态市盈率测算,公司合理价格可达 48.31 元,考虑到对投资收益形成的业绩应进行折算处理,我们据以上价值的 80%计,则公司合理价格为 38.65 元。

图表3: 传媒行业相对估值比较

代码	公司名称	价格	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB	EV/EBITDA	投资建议
		2011/7/5		2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	最新	2010	
广电/有线网络														
600037.SH	歌华有线	10.480	111.13	0.33	0.36	0.46	0.54	32.16	28.81	23.03	19.40	2.1546	11.52	买入
002238.SZ	天威视讯	18.480	59.21	0.32	0.46	0.50	0.57	54.14	40.17	36.96	32.42	3.7938	17.35	买入
600831.SH	广电网络	11.220	63.22	0.20	0.24	0.30	0.36	48.95	46.54	37.97	30.92	4.7414	13.77	持有
000917.SZ	电广传媒	24.400	99.16	1.01	1.42	1.60	1.71	24.16	17.17	15.25	14.31	3.6426	7.86	买入
000665.SZ	武汉塑料	12.600	22.36	0.06	0.12	0.15	1.18	215.36	101.61	86.66	10.70	14.1319	17.07	暂无
300133.SZ	华策影视	39.230	44.31	0.85	1.48	2.12	2.98	44.39	26.51	18.50	13.16	3.7573	35.00	买入
300027.SZ	华谊兄弟	14.910	90.18	0.25	0.42	0.60	0.79	59.06	35.58	25.02	18.92	5.9265	47.48	买入
600088.SH	中视传媒	12.810	42.46	0.24	0.35	0.44	0.58	51.75	36.92	28.85	22.21	4.2579	33.84	持有
报纸经营、广告														
600825.SH	新华传媒	6.970	72.83	0.19	0.21	0.28	0.33	36.31	32.88	24.72	20.99	3.1805	22.48	买入
600880.SH	博瑞传播	14.510	90.71	0.51	0.66	0.77	0.94	26.90	21.98	18.80	15.50	5.2142	17.66	买入
000793.SZ	华闻传媒	5.660	76.98	0.17	0.18	0.19	0.22	33.31	31.10	29.03	26.20	3.1099	11.00	持有
002181.SZ	粤传媒	11.280	39.50	0.05	0.50	0.54	0.60	235.92	22.56	20.89	18.71	3.3054	85.34	持有
600386.SH	北巴传媒	9.020	36.37	0.34	0.43	0.50	0.55	25.48	21.17	17.88	16.34	2.9685	11.34	买入
002400.SZ	省广股份	19.730	29.25	0.46	0.68	0.92	1.14	40.95	28.81	21.36	17.32	2.8669	32.74	买入
图书出版发行														
601999.SH	出版传媒	9.150	50.41	0.24	0.25	0.27	0.28	38.23	37.26	34.36	32.77	3.1064	33.93	持有
600757.SH	*ST源发	8.800	48.59	1.54	0.25	0.30	0.35	5.48	35.20	29.33	25.14	0.0000	5.78	暂无
601098.SH	中南传媒	9.650	173.31	0.33	0.38	0.42	0.49	29.58	25.73	23.03	19.73	2.4146	23.70	持有
300148.SZ	天舟文化	13.650	13.31	0.32	0.59	0.80	1.09	41.14	23.08	17.13	12.55	2.7070	33.36	持有
600373.SH	中文传媒	15.570	88.32	0.62	0.77	0.91	1.07	23.50	20.28	17.05	14.57	2.4391	17.65	买入
600551.SH	时代出版	12.040	60.90	0.49	0.55	0.63	0.71	24.37	21.77	19.14	16.99	2.2616	19.48	买入
601801.SH	皖新传媒	14.580	132.68	0.35	0.40	0.45	0.51	38.21	36.40	32.52	28.73	3.8247	37.00	持有
新媒体&其它														
300058.SZ	蓝色光标	31.350	37.62	0.50	0.78	0.99	1.28	62.31	40.14	31.70	24.51	4.2189	42.10	买入
002292.SZ	奥飞动漫	19.700	80.69	0.32	0.45	0.60	0.81	56.08	44.11	33.04	24.35	6.2809	52.22	暂无
300104.SZ	乐视网	22.830	50.23	0.32	0.54	0.82	1.20	70.53	42.08	27.68	19.07	5.2718	38.45	持有
600637.SH	广电信息	12.800	90.73	0.15	0.25	0.30	0.35	77.84	51.20	42.67	36.57	6.9588	47.11	暂无
300071.SZ	华谊嘉信	13.050	13.51	0.32	0.43	0.55	0.58	38.41	30.10	23.53	22.62	3.1848	36.45	买入
300059.SZ	东方财富	24.010	50.42	0.48	0.79	0.98	1.00	46.65	30.24	24.63	24.01	3.1264	98.44	持有
综合														
600832.SH	东方明珠	7.810	248.85	0.20	0.18	0.20	0.21	40.37	42.84	39.31	37.78	3.1556	22.04	持有
Median			60.06	0.32	0.43	0.52	0.59	40.66	31.99	24.87	20.36	3.25	28.22	
Average			72.04	0.40	0.50	0.63	0.80	54.34	34.72	28.57	22.02	4.00	31.15	

来源: 国金证券研究所

2.2. 分部门企业价值

图表4: 分部门企业价值(单位: 亿元)

业务板块	2011年净利润	PE	估值
有线网络	3.6	25	90
资产管理			
经常性收入	0.53	10	5.35
自有资金估值			26
艺术品估值			10
广告	0.15	20	3
主题公园	0.15	15	2.25
合计			136.60

来源: 国金证券研究所

2.3. DCF 估值

图表5: DCF 估值主要假设条件

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	1.00	股本总额(百万股)	406.38
无风险利率	3.62%	股价	24.40
风险溢价	6.45%	股票市值	9,915.63
资产贴现率Ka	10.07%	债务总额	4,454.70
加权平均资本成本WACC		债务利率	6.57%
		实际税率	20.00%
D/(E+D)	31.00%	股票Beta	0.89
E/(E+D)	69.00%		
WACC	8.09%	股票贴现率Ke	9.36%

来源: 国金证券研究所

- 我们采用 APV、WACC、FCFE 三种绝对估值方法对公司进行了估值, 估值结果分别为 14.76 元、25.19 元和 26.15 元。

图表6: DCF 估值表

I、APV												
每股价值	14.76											
企业值	11,459.71											
股票价值	5,999.20											
会计年度截止日: 12/31		2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV 合计
FCF	-779.37	386.10	557.40	601.78	710.27	792.85	881.07	975.53	1,076.91	1,185.94	16,059.02	22,447.50
ITS	53.65	57.32	60.36	66.02	67.41	65.85	68.63	71.40	74.17	76.94	1,041.88	1,703.62
PV(FCF)	-708.07	318.69	417.99	409.98	439.63	445.85	450.13	452.80	113.63	116.96	6,152.46	8,610.06
PV(ITS)	48.74	47.31	45.26	44.98	41.73	37.03	35.06	33.14	0.00	0.00	399.16	732.41
II、WACC												
每股价值	25.19											
企业值	15,697.02											
股票价值	10,236.51											
会计年度截止日: 12/31		2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV 合计
FCF	-779.37	386.10	557.40	601.78	710.27	792.85	881.07	975.53	1,076.91	1,185.94	21,754.35	28,142.84
PV(FCF)	-721.05	330.48	441.41	440.89	481.44	497.20	511.18	523.64	534.80	544.87	9,994.93	13,579.78
III、FCFE贴现												
每股价值	26.15											
企业值	10,625.19											
股票价值	10,625.19											
会计年度截止日: 12/31		2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV 合计
FCFE	-708.24	406.70	506.91	986.96	-18.52	729.43	806.57	889.94	980.23	1,078.17	16,109.71	21,767.88
PV(FCFE)	-647.62	340.06	387.58	690.02	-11.84	426.42	431.15	435.00	438.13	440.66	6,584.20	9,513.76

来源: 国金证券研究所

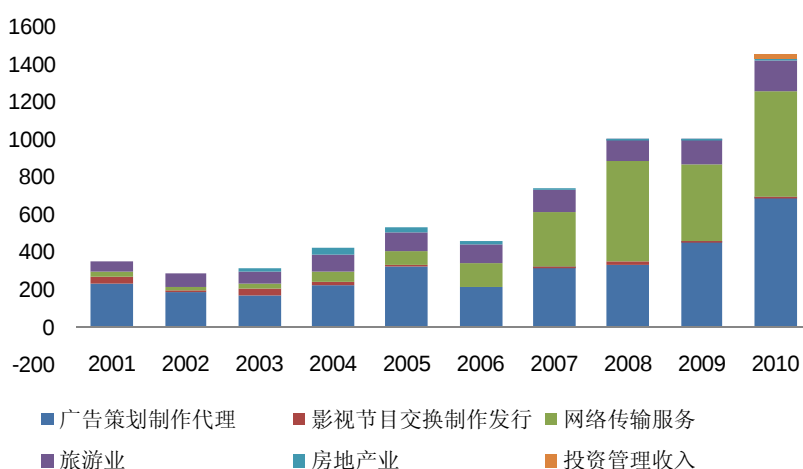
- 综合上述估值结果, 我们重点参考分部门企业价值估值法, 给予公司 136.6 亿市值的估算, 对应当前 4.06 亿的股本, 判断电广传媒合理目标价格将达到 33.65 元, 相对于当前 24.4 元的股价, 仍有接近 40% 的上涨空间。

3.公司概况：打造四大平台，有线网络运营与资产管理成增长亮点

3.1. 大股东“断奶”，主业定位有线网络运营与资产管理

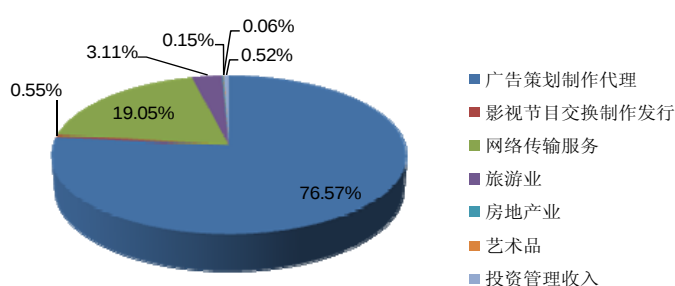
- 长期以来，公司业务涵盖广告、有线网络、影视内容、地产旅游、投资管理等，且背靠湖南广电；截至 2010 年，公司的主营业务收入与毛利中，占比最大的业务来自于广告制作代理。
- 自 2011 年开始，公司不再代理湖南省内各家媒体的广告经营业务；2010 年公司代理湖南电视台各媒体广告收入为 43.35 亿元，而利润总额仅为 3908 万元，利润率较低；从大股东处“断奶”之后，公司主业定位于有线网络运营与资产管理业务，主业架构更加明晰。2011 年开始，有线网络运营与资产管理业务将成为公司经常性利润项目的最重要支撑与增长点。

图表7：2001-2010 年电广传媒主营业务毛利构成（单位：百万元）



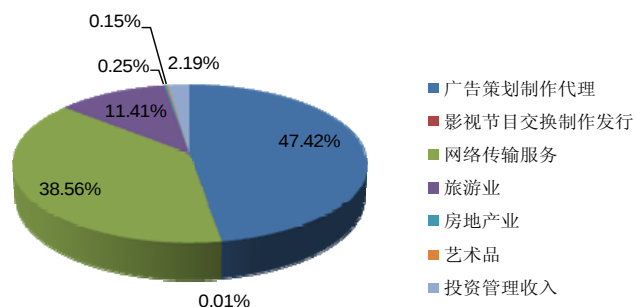
来源：国金证券研究所

图表8：电广传媒 2010 年主营业务收入构成



来源：国金证券研究所

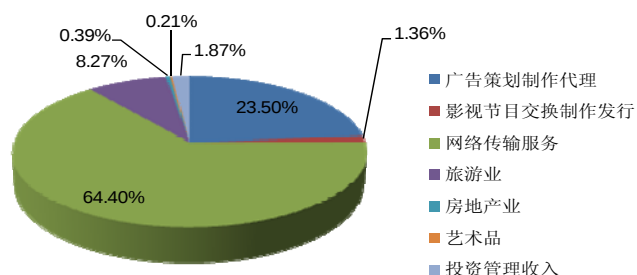
图表9：电广传媒 2010 年主营业务毛利构成



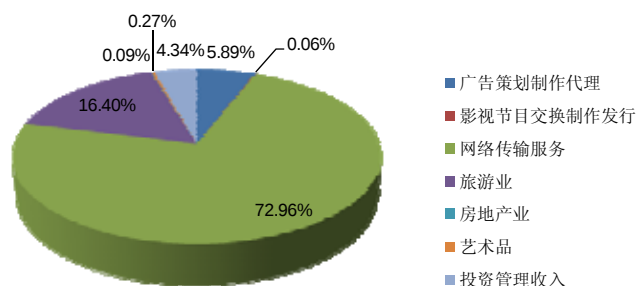
- 公司实施此次股权重组以后，完成湖南省内 97 家地市县级有线网络整合，且实现深度整合垂直管理，随着双向化改造率进一步大幅提升，省内增值业务有望迎来快速增长；而公司以华丰达为平台的面向全国跨地域网络发展计划，将奠定用户数量持续增长的基础。用户量增与增值业务推广提升 ARPU 值的前景，使得有线网络运营业务具备了广阔的成长空间。
- 公司投资业务成绩显著，除声名在外的达晨创投以外，还布局艺术品投资基金、数字电视股权基金；尤其深圳达晨已形成规模化管理，创投管理费

收入与业绩提成已发展成为经常性的利润项目。未来几年，资产管理业务的经常性收入将随着基金管理规模的扩大逐年增长。

图表10：电广传媒2011年预测主营业务收入构成



图表11：电广传媒2011年预测主营业务毛利构成

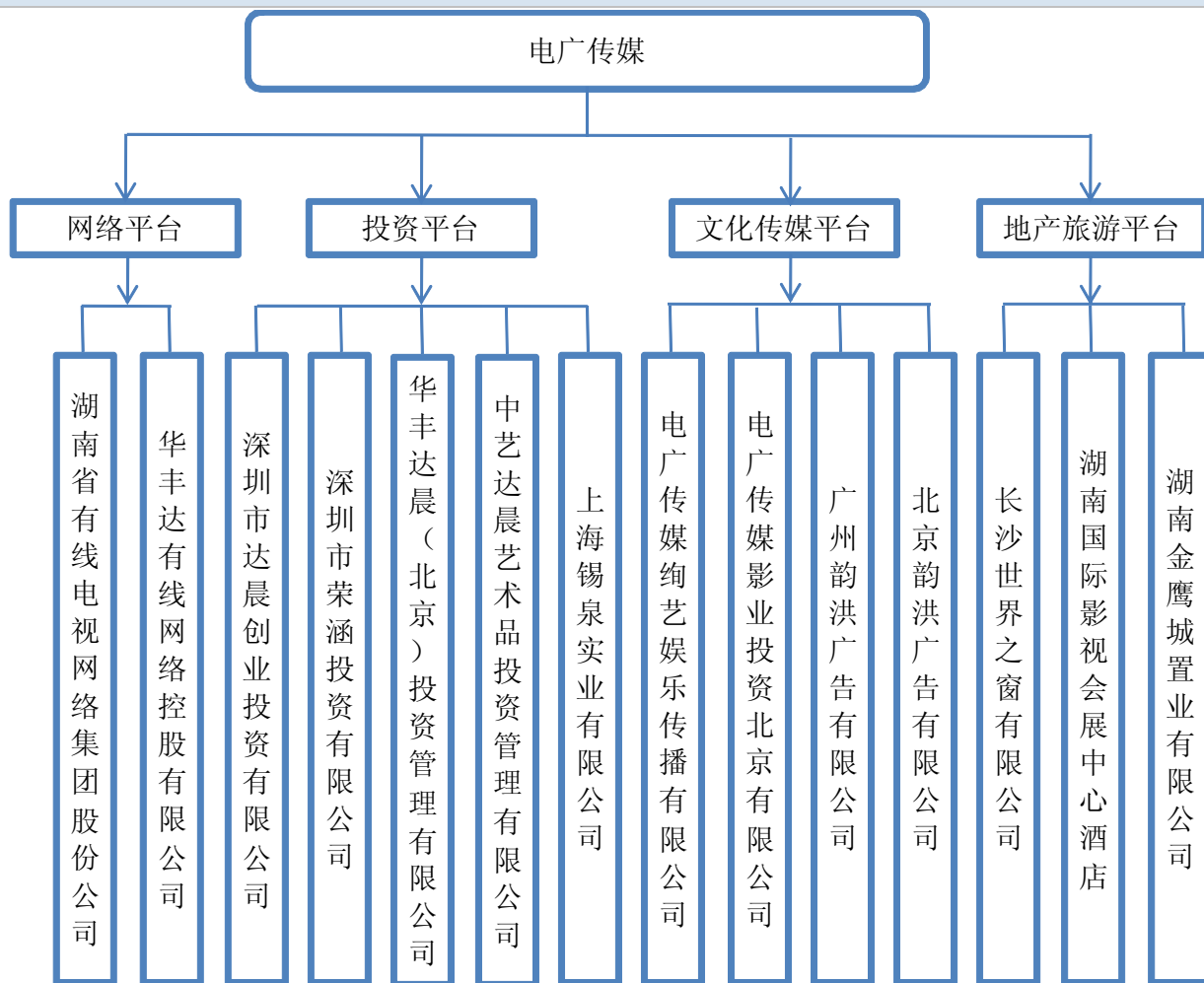


来源：国金证券研究所

3.2. 打造四大平台，大文化产业链布局进一步完善

- 公司各项业务经过多年培育后，已逐步形成网络平台、投资平台、文化传媒平台、地产旅游平台的四大平台布局。
- 有线网络平台有望借助以影视内容制作及广告代理为核心的文化传媒平台延伸数字电视产业链布局，而地产旅游平台则为配套影视内容制作与发展线下经济提供一定基础，投资平台特别是文化旅游产业基金的运作，有利于公司不断完善大文化产业链的布局。

图表12：电广传媒打造四大平台



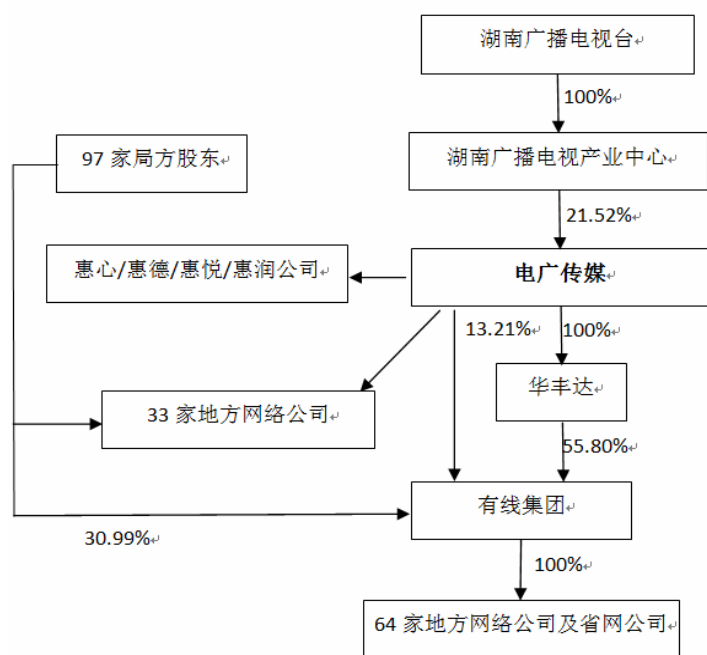
来源：国金证券研究所

4. 网络平台

4.1. 湖南有线网络资产完成整合并整体上市

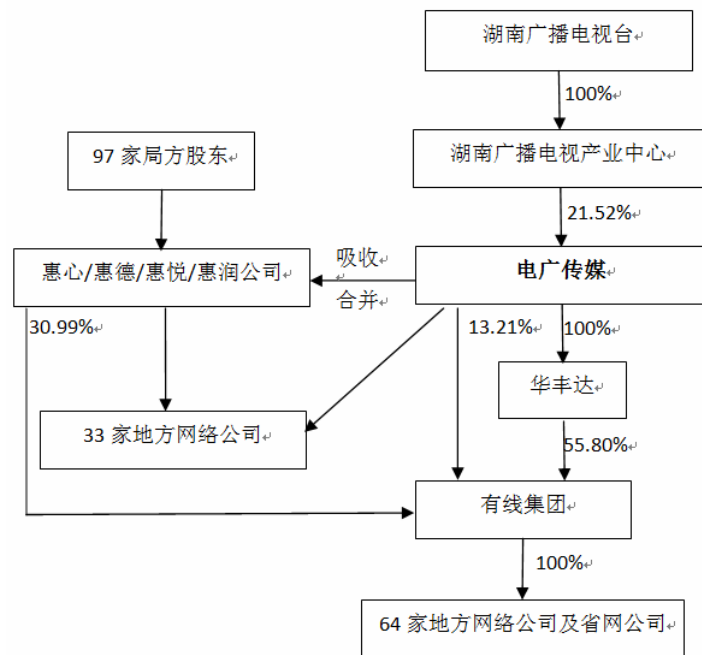
- 本次重组前，电广传媒与 97 家地方广电局合计持有湖南省 97 家地方网络公司 100% 股权；为完成湖南省网整合，97 家地方广电局将涉及网络资产主要权益增资进入惠心、惠德、惠悦、惠润四家公司；本次交易即为电广传媒通过向四家公司发行股份，吸收合并四家公司的全部资产、负债、业务、人员，实现湖南省有线网络资产的整合并整体上市。

图表13: 本次交易前湖南有线网络资产架构

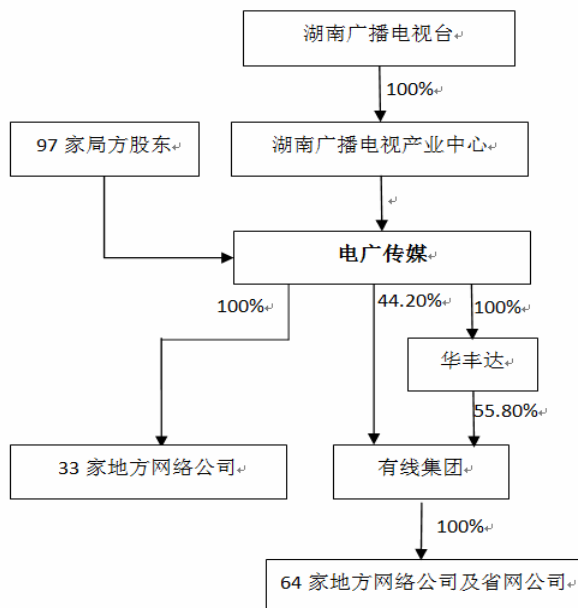


来源：公司资料，国金证券研究所

图表14: 本次重组方案示意图



图表15：本次重组完成后湖南有线网络资产架构



来源：公司资料，国金证券研究所

- 本次交易新增权益资产为 134,705.78 万元，以对应湖南省 97 家地方网络公司 2010 年底 380 万用户中的 30.99%粗略估算，即约 118 万户计算，则每户收购价值为 1141.6 元。

图表16: 本次重组的评估价值

项 目	账面净值	预估值	增值率
惠心公司	46,109.28	77,780.55	68.69%
惠德公司	30,782.47	36,038.05	17.07%
惠悦公司	13,008.90	21,355.19	64.16%
惠润公司	5,982.24	8,237.07	37.69%
合计	95,882.89	143,410.85	49.57%

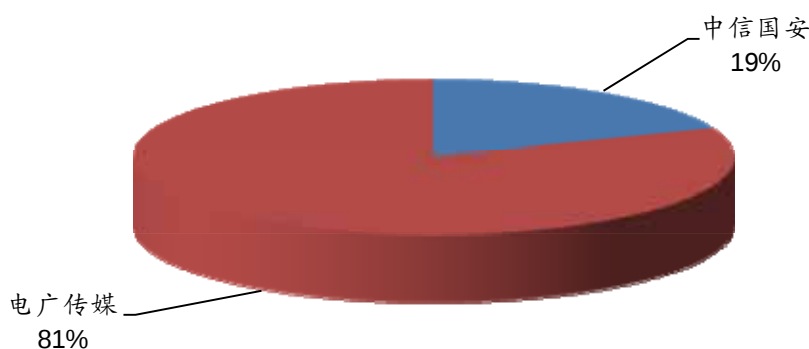
来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 通过本次交易, 公司将实现湖南省内除中信国安四市一县外的有线网络的深度整合, 将完全享有截至 2010 年底拥有的 380 万户有线电视网络用户产生的全部收益。2010 年 380 万用户对应的备考利润总额为 2.94 亿元; 而 2010 年湖南有线集团净利润为 2.57 亿元, 因此本次整合的有线资产将带来一定程度的业绩增厚。而我们在本文 4.5 节中预测 2011 年有线网络备考净利润为 3.6 亿元。

4.2. 实现深度整合垂直管理

- 此次定向增发后, 公司已完成全省 97 个市县有线网络、380 万用户的收购整合, 仅有中信国安参股的 4 市 1 县 90 万用户尚待整合。

图表17: 湖南省有线电视用户分布



来源: 国金证券研究所

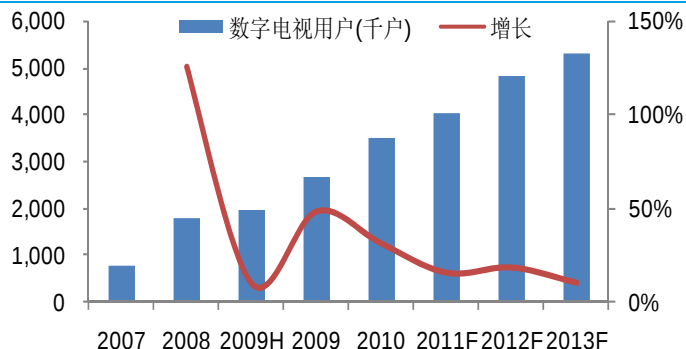
- 此次湖南有线电视网络整合采用了“以资本为纽带、以现有网络资产为基础、全省联网、互联互通, 统一投融资平台, 建立统一品牌、统一运营、统一业务、统一标准的管理新体制”的方式进行。股权重组后, 湖南有线集团真正建立起以股权为纽带的垂直管理机制, 达到深度整合; 实现由湖南有线集团统一负责全省有线电视数字化的整体规划、技术管理、品牌管理、资金筹措、有线电视网络的运营维护和有线网络新业务的市场开拓; 下属各全资子公司作为利润中心, 按照集团定制的技术方案及管理模式组织具体实施, 实行内部独立核算。
- 湖南有线 OA 系统已联网投入使用, 集团本部和子公司均能通过 OA 系统实现协同办公、信息共享、资源管理、工作流程、工作计划、考勤管理、人力资源、培训管理等功能。各子公司转企改制的推进, 与办公流程信息化、规范化, 使得湖南有线集团整体在经营管理水平、市场化运作程度、盈利能力上呈现质的飞跃。

4.3. 2011 为增值业务推广元年, ARPU 值步入快速上升通道

- 截至 2010 年, 公司发放机顶盒数量已超过 350 万台, 相对于 380 万的有线电视用户基数, 数字化率高达 92.11%; 且公司发放的机顶盒 90% 以上为双向机顶盒。湖南全省有线双向网改已完成覆盖用户 170.7 万户, 其中长株潭已完成覆盖用户 100.5 万户。2011 年公司计划双向改造 150 万户, 随着双向网改的进一步推进, 高数字化率、较高的双向改造率为公司

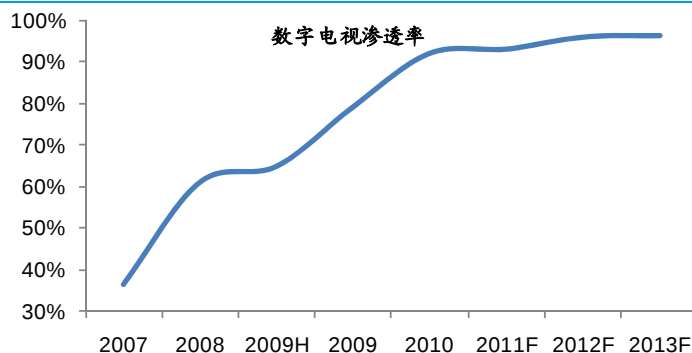
大力推广增值业务提供了规模化的用户基础。2011 年公司将新上线多种增值业务，进入增值业务推广元年。

图表18：电广传媒数字用户数持续增长



来源：国金证券研究所

图表19：电广传媒有线电视用户数字渗透率高



- 近两年公司增值业务的收入增长势头迅猛；2010 年公司所辖湖南省内各网络子公司、合资公司实现有线网络增值业务收入 1.39 亿元，较 2009 年 6000 万收入同比增长超过 100%。2010 年末，有线电视用户 ARPU 值已达 353.68 元。
- 2010 年增值业务 1.39 亿收入中，宽带业务收入约 7000 万，视频类数字电视增值业务创收近 7000 万元。视频类增值业务呈爆发式增长主要原因是公司大力推进增值业务的营销力度与渠道建设；一方面制定实施了《增值业务运营管理办法》、《产品组合与定价管理办法》、《集团大客户营销方案》、“‘清’临世界杯”、“畅游香港迪斯尼”、“节日促销方案”等十几个销售管理制度和方案，另一方面借鉴湖南移动建立的直销渠道、实体渠道、电子渠道、普通代理渠道、增值合作渠道五大类型十几种渠道方式，建设了湖南有线集团的“公司自营厅”、“大客户直销渠道”、“社会经销网点”、“行业联盟”四种实体渠道和“呼叫中心”、“充值卡系统”、“网上营业厅”、“电视营业厅”四种电子渠道，构建立体营销渠道，并仍继续扩充完善以形成综合的营销渠道体系。

图表20：2010 年湖南有线集团视频点播业务发展较快



来源：公司网站，国金证券研究所

- 2011 年是公司的增值业务推广元年，除了前期增长较快的宽带与视频类业务继续拓展外，将陆续上线多个便民增值业务。

图表21: 湖南有线交互电视车票系统



来源: 国金证券研究所

图表22: 湖南有线电视银行业务



- 公司在增值业务设计规划中，着力实现电视银行类、电视支付功能，已经与银联、建设银行、中国银行、工商银行、交通银行等大型银行形成合作；在此基础上设计开发多种财经类、电子商务类业务。年内有望开通的财富证券交易业务，经测试通过有线网络进行交易比营业厅交易速度快 2-3 秒，且能够确保网络交易的安全性。

图表23: 湖南有线与多个银行形成合作



来源: 国金证券研究所

图表24: 湖南有线金融广场业务



- 湖南有线上线的“视友网”，是专为有线电视用户开发的 SNS 平台，能整合数字电视各项服务于其中，并实现视友互动，探道三网融合。目前集团对增值业务的板块与资源进行重新划分与补充，改版后有线网络上的应用将进一步丰富，并在未来逐步走向吸纳整合内容提供商的经营模式。

图表25：湖南有线交互电视彩票系统



来源：国金证券研究所

图表26：湖南有线游戏广场



图表27：湖南有线改版后的栏目设置表

首页栏目	附属二级栏目
1电视广播	高清频道、基本频道、付费频道、有线影院、电视会看、频道体验、广播电台
2资讯天地	新闻中心、政务分开、生活资讯、出行参考、电视黄页、分类信息、求职招聘
3文化娱乐	视频网站、练歌赏曲、游戏乐园、立体电视、手机下载、数字报刊、湖南图书、U盘播放
4教育培训	电大教育、基础教育、干部培训、职业教育、社区教育、成人教育、老年教育、查分问录
5购物广场	电视超市、电视商城、电视订票、行业应用（电视递烟）、快乐购
6金融财经	自助营业、财富证券、体育彩票、福利彩票、电视银行、缴费支付
7视友空间	自助应用、好友名录、视频聊天、语音聊天、视友相册、消息邮件、微博空间、皮肤下载
8有线服务	系统设置、公告短信、有线网络、操作手册、版权声明

来源：国金证券研究所

图表28：视友网登陆界面



来源：国金证券研究所

图表29：视友短信功能

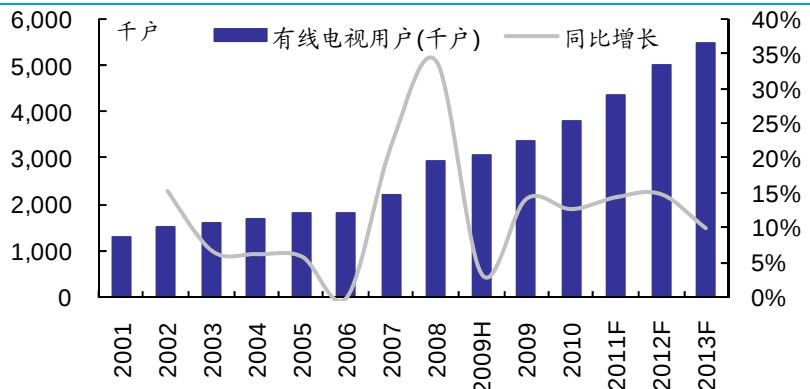


- 长株潭作为三网融合试点地区，实际上为已实现深度整合垂直管理的湖南有线提供了拓展创新业态的空间。长期而言，有线电视运营商的发展前景是“全业务综合信息服务运营商”，在业态创新方面可试水如面向第三方的语音服务（通过机顶盒的可视电视电话，以社区家社、家护、家医、家教、家购等为内容的可视电视电话服务）、具有有线特色的新互联网（利用存储或缓存再播放技术，形成有线自有的宽带产品）、广告经营与线下经济（如 2010 湖南首届动漫游戏展）等等。

4.4. 可持续的用户增长，跨地区发展有望获得突破

- 在完成湖南省内地市县级有线网络整合后，未来公司的用户数仍有持续的增长空间。主要来自于：
 - 每年有线电视用户有 8%-10% 的自然增长率；
 - 中信国安 4 市 1 县的 90 万用户整合也有望推进；
 - 公司已启动乡镇网络用户整合，2010 年累计整合乡镇网络用户 64.82 万户；湖南省乡镇有线用户总量约有 500 万户；
 - 华丰达公司与多个省市网络公司进行紧密沟通，部分已取得较大进展；在跨区域整合方面，2011 年公司力争完成 1 个省级项目、1 个中心城市项目的整合。6 月份公司参股的河北保定市有线网络即有用户 21.8 万户。

图表30：有线用户数有持续发展的空间



来源：国金证券研究所

- 公司以北京华丰达为平台推动跨地区发展，通过五个团队，已历时 2-3 年寻找并沟通合作项目，今年有望步入初步收获阶段。有线网络行业在实现跨区域发展方面，目前尚未有先例，华丰达有望取得实质性进展主要基于几点优势：
 - 政府推动：湖南省政策支持有线网络的跨区域发展，公司派出团队多方寻找项目，也以当地政府有寻求合作意愿的地区为突破口；
 - 资本平台：华丰达背靠上市公司电广传媒，有雄厚的资金实力或者对价的股权筹码；
 - 并购与经营团队：电广传媒在推动省网整合的过程中锻炼出有实力的并购团队，湖南省内的有线网络股权重组涉及 97 个参与主体，谈判与实施流程复杂，需要高超的并购能力作为支撑；电广传媒的并购团队经过历练已具备丰富经验、且执行能力强，在推动跨区域发展中，具有实力成为行业内先例，并有能力实现经营管理输出。

4.5. 有线网络业务盈利预测

- 考虑 2011-2013 年公司有线网络用户的增长情况：
 - 股权重组后，公司完成全省县市 380 万（截至 2010 年底）用户的收购，每年有线电视用户有 8-10% 的自然增长率，而截至 2011 年一季度，用户数已增长至 400 万左右，增速较快，我们预期至 2011 年末，用户数有望增长至 435 万；
 - 未来两年，公司启动乡镇有线用户整合，且在整合中信国安 90 万用户与跨区域发展方面均有望实现突破。我们进行保守估计，不考虑中信国安与跨区域发展有望纳入的新用户数，仅考虑自然增长率与省内乡镇整合，预测 2012 年、2013 年，公司用户数分别为 500 万、550 万。

- 考虑 2011-2013 年公司有线网络用户 ARPU 值提升的前景：
 - 过去几年由于数字化整转，公司有线电视用户 ARPU 值持续提升（09 年 ARPU 值较 08 年下降，受当年并表口径影响），截至 2010 年，公司用户 ARPU 值为 353.68 元，与 A 股同类上市公司相比，高于广电网络，且逐步靠近歌华有线。体现出湖南省作为文化强省具备较强的文化消费能力。

图表31：同类公司 2010 年 ARPU 值对比

2010年运营数据	歌华有线	天威视讯	广电网络	电广传媒
有线电视用户数（千户）	4480	1100.3	4890	3800
有线网络收入（千元）	1869677	785348	1217229	1344000
有线电视用户ARPU值	417.34	713.76	248.92	353.68

来源：国金证券研究所

- 2011 年公司继续大力推动双向化改造，有望使省内双向化改造率接近 85%，增值业务的潜在用户基础进一步规模化，并进入增值业务推广元年；考虑到湖南省较强的文化消费能力，而省内经济较为发达、受益于三网融合试点的长株潭地区在 2010 年底已覆盖 100 万双向用户；增值业务的拓展前景有望对于提升公司的 ARPU 值形成支撑；我们预测 2011 年用户 ARPU 值将提升至 380 元。
- 考虑到前文对 2012 年、2013 年新增有线用户数多来自乡镇网络整合的假设，且用户基数扩大后，整体 ARPU 值上行速度将趋缓，我们预测 2012 年、2013 年有线电视用户 ARPU 分别为 390 元、400 元。

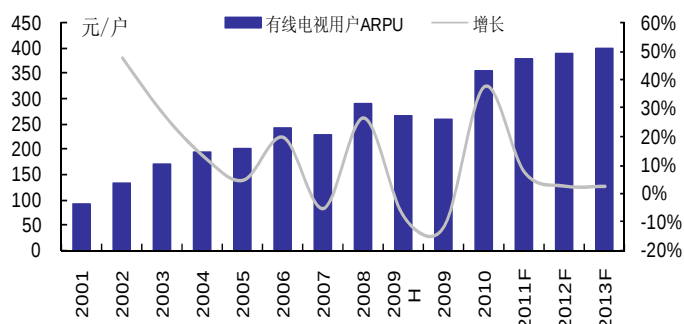
图表32：电广传媒有线网络业务运营数据

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
有线电视用户(千户)	2,200	2,950	3,370	3,800	4,350	5,000	5,500
同比增长	22.22%	34.09%	14.24%	12.76%	14.47%	14.94%	10.00%
数字电视用户(千户)	800	1,800	2,670	3,500	4,050	4,800	5,300
同比增长		125.00%	48.33%	31.09%	15.71%	18.52%	10.42%
数字电视渗透率	36.36%	61.02%	79.23%	92.11%	93.10%	96.00%	96.36%
有线网络收入（千元）	505,847	857,826	867,475	1,344,000	1,653,000	1,950,000	2,200,000
同比增长	15.85%	69.58%	1.12%	54.93%	22.99%	17.97%	12.82%
毛利率	57.57%	63.42%	46.33%	47.76%	47.00%	48.50%	50.00%
净利润（千元）	97,286	288,476	206,791	294,000	360,354	440,800	507,870
净利润率	19.23%	33.63%	23.84%	21.88%	21.80%	22.61%	23.09%
同比增长		196.53%	-28.32%	42.17%	22.57%	22.32%	15.22%
有线电视用户ARPU	229.93	290.79	257.41	353.68	380.00	390.00	400.00
同比增长	-5.21%	26.47%	-11.48%	37.40%	7.44%	2.63%	2.56%

来源：国金证券研究所

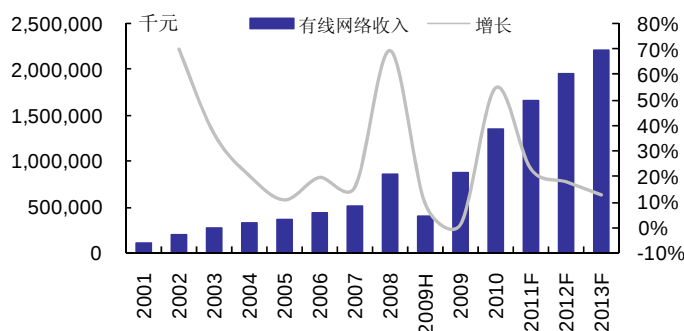
- 根据以上用户数与 ARPU 假设，以及 2011 年双向化改造的成本，我们依据 2010 年有线网络业务净利润率 21.88%，对 2011 年的净利润率给予 21.80% 的假设，可估算净利润为 3.6 亿左右；同样的估算过程，2012 年、2013 年净利润分别为 4.4 亿、5 亿。

图表33：电广传媒旗下有线网络用户 ARPU 值持续增长



来源：国金证券研究所

图表34：电广传媒有线网络收入持续增长



4.6. 有线网络业务估值

- 对应 2011 年 3.6 亿的净利润假设，我们参照当前 A 股市场有线网络股 2011 年均值仍在 30 倍以上的 PE，仅以 25 倍市盈率的保守测算，可得 3.6 亿*25=90 亿元的估值。

5. 资产管理平台

5.1. 创投业务：基金管理模式成熟，实现规模化运营

- 截至 2010 年底，深圳达晨累计管理九期基金，管理规模 65 亿人民币，加上 2011 年 4 月新成立的达晨恒泰基金 35 亿，管理规模总共达 100 亿人民币，已形成规模化运营。公司业绩来源于创投业务的盈利模式为：
 - 收取基金管理费，费率为 1.5-2%；
 - 利润分成，20% 的分成规模；
 - 约 13 亿自有资金的投资收益。
- 到目前深圳达晨已投资约 120 个项目，至去年年底累计有 17 个项目上市。未来几年，达晨创投将继续迎来上市申报的高峰，预计每年将报送 20-30 家企业至证监会，每年上市家数有望保持在 10 家左右。

图表35：深圳达晨入选 2010CV Awards “年度最具潜力企业 100 强” 的项目

排名	企业	行业	2007-2009 营收复合增长率	董事长/CEO
8	广州瀚信通信科技有限公司	电信及增值	186%	徐志强
41	上海西域机电系统有限公司	互联网	96%	叶永清
46	北京天华博实电气技术有限公司	IT	83%	周继华
66	江西煌上煌集团食品股份有限公司	连锁经营	58%	徐桂芬
77	南昌百特生物高新技术股份有限公司	医疗健康	47%	练新廷
87	惠州市硕贝德通讯科技有限公司	IT	39%	朱旭东
93	湖南多喜爱保健科技有限公司	连锁经营	36%	陈军
97	湖北武大有机硅新材料股份有限公司	制造业	33%	廖俊

来源：公开资料，国金证券研究所

图表36：电广传媒直接持有的创投项目

被投资单位	投资成本
广州市科密汽车制动技术公司	6,425,000.00
天派电子（深圳）有限公司	4,750,000.00
北京东方广视科技有限责任公司	9,950,000.00
北京拓尔思技术有限公司	5,130,000.00
广州宏昌电子材料工业有限公司	22,950,000.00
深圳市时代赢客网络有限公司	10,000,000.00
瑞达信息安全产业股份有限公司	4,063,295.00
湖南多喜爱保健科技有限公司	9,000,000.00
陕西凯星电子科技有限公司	11,600,000.00
深圳市凯立德计算机系统技术公司	11,000,000.00
广州航新航空科技股份有限公司	50,400,000.00
广州华工白川科技公司	400,000.00
深圳市金白泽电路板技术有限公司	400,000.00
深圳市天派电子有限公司	1,006,700.00
郑州威科姆电子科技有限公司	8,050,000.00
浙江华友钴镍材料有限公司	12,900,000.00
辽宁优格生物科技股份有限公司	200,000.00
广州移盟数字传媒科技有限公司	4,000,000.00
高斯贝尔数码科技股份有限公司	5,100,000.00
上海暴雨信息科技有限公司	14,704,855.01
合计	192,029,850.01

来源：公司年报，国金证券研究所

5.2. 艺术品投资：藏品估值大幅提升，成立艺术品基金管理公司

- 公司 2006 年起进军艺术品投资领域，旨在优化投资业务布局，逐步收藏了齐白石、徐悲鸿、傅抱石、黄宾虹、李可染等中国近现代名家近 160 多件艺术精品，累计投资金额 5 亿元人民币。齐白石、徐悲鸿、傅抱石、李可染、黄宾虹、谢稚柳、林风眠、张大千、吴昌硕、靳尚谊等大师级作品在藏品总数中占比约 70%，在投资金额中占比约 60%。公司的艺术品收藏平台以中国近现代大师的作品为投资重点；中国近现代书画有稳定的收藏人群及大量的供给，是国内拍卖公司需求最强劲的品种。公司现有藏品目前的估值水平较成本已有可观收益，且有进一步升值的潜力。
- 中艺达晨投资管理公司的设立，也推动艺术品投资走向管理社会基金的路径，并进一步规范化、制度化艺术品投资管理决策流程与收藏保存、价值管理。2011 年，公司积极推动艺术品投资基金的募集，规模有望达 10 亿人民币。

图表37：近现代国画艺术家价格指数排名

名次	姓名	当前价格	最高价格
1	傅抱石	1,339,390 元/平方尺 (2011春季)	1,752,989 元/平方尺(2010秋季)
2	徐悲鸿	545,022 元/平方尺 (2011春季)	1,273,970 元/平方尺(2010秋季)
3	李可染	316,690 元/平方尺 (2011春季)	1,214,835 元/平方尺(2010秋季)
4	潘天寿	742,962 元/平方尺 (2010秋季)	901,512 元/平方尺(2010春季)
5	齐白石	668,133 元/平方尺 (2011春季)	859,903 元/平方尺(2010秋季)
6	张大千	476,570 元/平方尺 (2011春季)	611,448 元/平方尺(2010秋季)
7	石鲁	474,021 元/平方尺 (2010秋季)	602,402 元/平方尺(2010春季)
8	陈少梅	565,138 元/平方尺 (2011春季)	565,138 元/平方尺(2011春季)
9	潘玉良	445,952 元/平方尺 (2009秋季)	534,247 元/平方尺(2007春季)
10	林风眠	383,158 元/平方尺 (2011春季)	525,698 元/平方尺(2010春季)
11	于非闇	130,847 元/平方尺 (2011春季)	464,038 元/平方尺(2010秋季)
12	陆俨少	405,161 元/平方尺 (2011春季)	405,161 元/平方尺(2011春季)
13	黄宾虹	148,434 元/平方尺 (2011春季)	402,347 元/平方尺(2010秋季)
14	吴湖帆	400,953 元/平方尺 (2011春季)	400,953 元/平方尺(2011春季)
15	庞薰琹	269,781 元/平方尺 (2010秋季)	395,406 元/平方尺(2006春季)
16	赵望云	364,011 元/平方尺 (2010秋季)	364,011 元/平方尺(2010秋季)
17	颜文樑	338,765 元/平方尺 (2010秋季)	338,765 元/平方尺(2010秋季)
18	康生	62,500 元/平方尺 (2010秋季)	338,255 元/平方尺(2009秋季)
19	高奇峰	331,973 元/平方尺 (2010秋季)	331,973 元/平方尺(2010秋季)
20	钱松喆	324,495 元/平方尺 (2011春季)	324,495 元/平方尺(2011春季)

来源：雅昌艺术网，国金证券研究所

图表38：近现代国画个人作品成交额排名

名次	姓名	当前成交金额	总成交金额
1	齐白石	10,449,600元(2011春季)	4,294,967,295元
2	张大千	35,123,200元(2011春季)	4,003,878,677元
3	徐悲鸿	7,336,000元(2011春季)	2,045,597,382元
4	傅抱石	18,872,000元(2011春季)	1,829,496,786元
5	李可染	2,296,000元(2011春季)	1,549,309,184元
6	陆俨少	9,671,200元(2011春季)	1,118,720,395元
7	林风眠	1,456,000元(2011春季)	1,046,326,453元
8	吴昌硕	3,192,000元(2011春季)	1,002,063,846元
9	黄宾虹	739,200元(2011春季)	913,794,042元
10	黄胄	1,532,160元(2011春季)	900,731,557元
11	谢稚柳	166,880元(2011春季)	569,278,586元
12	潘天寿	114,847,100元(2010秋季)	437,057,017元
13	程十发	784,000元(2011春季)	396,621,802元
14	溥儒	432,320元(2011春季)	351,172,261元
15	石鲁	80,559,840元(2010秋季)	306,933,327元
16	钱松喆	5,370,400元(2011春季)	303,935,751元
17	王雪涛	4,463,200元(2011春季)	239,581,549元
18	吴湖帆	4,037,600元(2011春季)	227,228,498元
19	于非闇	1,220,800元(2011春季)	226,411,609元
20	李苦禅	1,556,800元(2011春季)	211,120,255元

5.3. 华丰达晨：数字电视股权基金支持数字电视产业链布局

- 公司成立的华丰达晨投资管理公司在 2011 年积极推动数字电视股权基金的募集，目标规模 50 亿元。基金旨在通过市场化的资本运作手段，以股权投资方式，参与国内有线电视数字化改造、有线电视网络并购整合、国内外内容生产商的投资和影视节目制作发行、数字电视相关软硬件系统的开发等项目，打造较为完整的数字电视产业链。基金投资于有线网络的资金不低于总规模的 50%，为华丰达积极寻求跨区域拓展以及产业链布局提供资金支持，并有利于实现管理输出。

5.4. 资产管理业务盈利预测

- 创投业务形成基金管理模式后，每年的管理费与业绩提成将成为经常性收入项目，2010 年公司投资管理收入已达 3199 万元，随着 2011 年资产管理规模扩大到 100 亿，新上市公司 10 家左右，有望实现接近 5000 万收入，公司计划在三年内达到 300 亿管理规模，预测资产管理业务收入：

图表39：2011-2013 年资产管理业务收入预测

单位：千元	2010	2011E	2012E	2013E
艺术品投资管理收入	3,636	5,454	8,181	12,271
增长率	100.00%	50.00%	50.00%	50%
投资管理收入	31,996	47,994	64,792	87,469
增长率	100.00%	50.00%	35.00%	35.00%

来源：国金证券研究所

- 2010 年末电广传媒可供出售金融资产市值在 12 亿以上，虽然今年以来 A 股市场经历波动下调，且一季度公司业绩大幅增长亦受益于投资收益，一季报可供出售金融资产市值仍有 7.7 亿；处置可供出售金融资产有望继续为公司净利润做出重大贡献。

图表40：2010 年末电广传媒可供出售金融资产

持有方	股票	持有量（股）	成本（元）	期末市价（元）	公允价值变动（元）
电广传媒	拓维信息	7,012,979	25,899,198.09	279,046,434.41	253,147,236.32
	圣农发展	13,498,000.00	18,289,924.98	485,253,100.00	466,963,175.02
达晨创投	蓝色光标	1,530,000.00	9,860,000.00	54,009,000.00	44,149,000.00
	和尔泰	8,400,000.00	6,728,100.00	353,556,000.00	346,827,900.00
达晨财信	圣农发展	110,000.00	149,051.10	3,954,500.00	3,805,448.90
	达刚路机	400,000.00	2,120,000.00	17,312,000.00	15,192,000.00
	晨光生物	459,184.00	2,250,000.00	15,814,296.96	13,564,296.96
合计			65,296,274.17	1,208,945,331	

来源：公司年报，国金证券研究所

图表41：2011-2013 年电广传媒投资收益预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成本法核算的长期股权投资收益	117,686.58	4,906,155.22	2,509,479.37			
权益法核算的长期股权投资收益	18,906,160.87	23,505,840.07	26,676,654.11	32,580,000	27,062,500	13,664,063
处置长期股权投资产生的投资收益		160,963,439.21	593,486,110.32			
持有至到期投资持有期间取得的投资收益	52,005,210.00	47,017,553.16	41,345,545.43	50,000,000	50,000,000	50,000,000
可供出售金融资产持有期间取得的投资收益			3,121,145.14	707,420,000	637,937,500	626,335,938
处置交易性金融资产取得的投资收益	-92,095,897.30	-16,486,462.07	27,005,847.28	10,000,000	10,000,000	10,000,000
处置可供出售金融资产取得的投资收益	164,223,143.18	2,320,944.28	85,405,958.74			
其他			450,000.00			
合 计	143,156,303.33	222,227,469.87	780,000,740.39	800,000,000.00	725,000,000.00	700,000,000.00

来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司的投资业务，除了深圳达晨继续保持良好的规模扩张势头以外，还通过设立专业的艺术品投资基金管理公司，优化投资业务结构，形成新的增长点；而数字电视股权基金的积极募集，则为公司在有线电视网络跨区域扩张，以及完善数字电视业务的产业链布局提供资金保障。公司投资业务在团队建设、规模化、业务结构优化几个方面的进展，使得未来有能力持续性地贡献业绩。

5.5. 资产管理业务估值

- 资产管理业务中，将管理费与业绩提成作为经常性收入利润项目，参照招商证券收购博时基金股权时给予的 10 倍左右市盈率，2011 年预测的 5345 万收入对应 5.345 亿元估值。
- 创投业务中公司约投入 13 亿自有资金，按照 100%的溢价率测算，给予 26 亿元估值。
- 艺术品投资领域公司投入 5 亿成本，目前市值可估算在 20 亿左右，按照目前市值给予 50%流通折价，给予 10 亿元估值。

6. 文化传媒平台

6.1. 电影：商业大片与中小规模类型片相结合

- 2010 年，公司成立电广传媒影业投资公司后，进一步发展电影投资制作与发行业务。在 09 年《花木兰》之后，参与投资拍摄《赵氏孤儿》与《密室之不可告人》两部电影。2010 年，中国电影市场出产电影近 500 部，其中仅有 110 余部进入院线放映，而其中仍仅有少量赚钱，据统计盈利电影在 24 部左右。公司投拍的两部电影均实现盈利。今后公司在电影项目投资上，将以参与有较大品牌影响、票房价值高的项目与中小投资规模的类型片相结合的模式开展，以确保投资回报率。

6.2. 发行：渠道建立，树立品牌

- 发行业务实现了发行渠道的建立，代理发行了《虎王归来》、《绝命岛》、《密室》三部电影，初步树立了业内品牌。美国绚艺娱乐传播公司对《银河铁道之夜》、《动物王国》的院线发行也取得较好的销售业绩。在中国电视市场票房连年高企的背景下，公司加强电影发行业务的拓展，2010 年计划完成 6-8 部电影发行计划，并加强与国内主要院线和大型影院的合作，以建立稳固的市场基础和发行口碑；而海外的发行渠道，则有利于公司开拓国内类型片进入海外市场的卖断代理业务，增加发行业务的盈利模式。

6.3. 电视剧：投拍精品剧目

- 电视剧业务方面，公司顺应行业内作品供给远大于电视台渠道需求，但精品剧供不应求的背景，走精品路线而非放量投拍，每年将重点制作与发行几部优质剧目，以确保投资回报率。

图表42：2011 年电广传媒投资的部分影视剧

品种	名称	导演	主演	类型
电影	假装情侣	刘奋斗	黄渤、江一燕、张默	爱情/喜剧
电视剧	双核时代	李骏	朱雨辰、马苏、潘泰名	青春励志剧
电视剧	幸福生活在招手	夏钢	任程伟、牛莉、潘虹	家庭生活情感剧
电视剧	琉璃时代	筹备中	筹备中	年代大戏
电视剧	青瓷	筹备中	筹备中	-

来源：公开资料，国金证券研究所

- 电视剧业务方面，公司顺应行业内作品供给远大于电视台渠道需求，但精品剧供不应求的背景，走精品路线而非放量投拍，每年将重点制作与发行几部优质剧目，以确保投资回报率。

6.4. 广告：收入与利润均已形成一定规模

- 不再代理湖南各媒体广告业务后，公司的广告业务经营主体为控股子公司广州韵洪广告公司；公司亦考虑设立上海韵洪广告公司，以推动广告业务实现跨区域发展。
- 2010 年广州韵洪实现广告收入 5.9 亿元，实现利润 1345.52 万元，利润率为 2.28%。我们预测 2011-2013 年，广告业务净利润在 1500-2500 万元之间。

6.5. 文化传媒业务估值

- 文化传媒业务估值中，我们重点考虑广告业务，给予 2011 年 20 倍 PE 的估值，则为 1500 万*20=3 亿元。

7. 地产旅游平台

7.1. 酒店：走向盈亏平衡，计划扩展客房资源

- 公司旗下的圣爵菲斯酒店（原湖南国际影视会展中心酒店）占地面积 300 余亩，建筑面积近 15 万平方米，总投资 7.8 亿元人民币，拥有 35 栋别墅，225 套各种类型客房。中心投资规模虽然较大，但酒店经营主体-客房却十分有限，房价则受长沙地区整体房价水平偏低的影响也定位较低（最低协议价仅 360 元/天-标准间）。酒店正式营业至 2008 年亏损水平都较高。2009 年，酒店聘请原华天大酒店的部分高管，对酒店经营从市场营销

到餐饮服务均进行了较大调整，减亏势头良好，2010 年仅亏损 34.08 万。酒店正在积极规划建设集中式客房，扩展接待能力并提升酒店配套的会议、娱乐、餐饮等设施的利用率。

7.2. 旅游：主题公园深度经营

- 长沙世界之窗通过引入丰富的媒体资源，积极开展媒体节目的互动活动，大大提升主题公园的经营深度，2010 年游客量达 120 万人次，实现净利润 1721 万，在休闲度假型主题公园经营势头良好的行业背景下，未来几年有望维持 1000-2000 万的净利润水平。

7.3. 地产旅游业务估值

- 地产旅游业务估值中，我们重点考虑主题公园部分，参照旅游行业主题公园板块 2011 年 15 倍 PE 估值水平，测算得 1500 万*15=2.25 亿元。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,351	4,175	6,191	2,579	3,101	3,557
增长率		24.6%	48.3%	-58.3%	20.2%	14.7%
主营业务成本	-2,329	-3,170	-4,724	-1,493	-1,792	-2,038
% 销售收入	69.5%	75.9%	76.3%	57.9%	57.8%	57.3%
毛利	1,022	1,005	1,467	1,085	1,309	1,519
% 销售收入	30.5%	24.1%	23.7%	42.1%	42.2%	42.7%
营业税金及附加	-153	-179	-269	-64	-78	-89
% 销售收入	4.6%	4.3%	4.3%	2.5%	2.5%	2.5%
营业费用	-181	-309	-466	-142	-171	-196
% 销售收入	5.4%	7.4%	7.5%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用	-412	-467	-649	-593	-713	-818
% 销售收入	12.3%	11.2%	10.5%	23.0%	23.0%	23.0%
息税前利润 (EBIT)	276	50	84	286	348	417
% 销售收入	8.2%	1.2%	1.3%	11.1%	11.2%	11.7%
财务费用	-227	-185	-248	-204	-208	-201
% 销售收入	6.8%	4.4%	4.0%	7.9%	6.7%	5.7%
资产减值损失	-27	-57	-4	-20	-20	-20
公允价值变动收益	11	14	-20	13	15	18
投资收益	143	222	780	800	725	700
% 税前利润	76.7%	396.6%	132.3%	89.8%	83.4%	75.9%
营业利润	176	44	592	875	860	913
营业利润率	5.3%	1.0%	9.6%	33.9%	27.7%	25.7%
营业外收支	10	12	-2	16	9	9
税前利润	187	56	590	891	869	922
利润率	5.6%	1.3%	9.5%	34.5%	28.0%	25.9%
所得税	-51	72	-69	-178	-174	-184
所得税率	27.5%	-128.4%	11.8%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	135	128	520	713	695	738
少数股东损益	114	99	110	135	45	45
归属于母公司的净利润	21	29	410	578	650	693
净利率	0.6%	0.7%	6.6%	22.4%	21.0%	19.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	135	128	520	713	695	738
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	294	409	430	450	500	535
非经营收益	79	-33	-477	-726	-472	-435
营运资金变动	-139	534	212	-622	88	70
经营活动现金净流	369	1,037	685	-186	811	907
资本开支	-729	-736	-697	-644	-461	-361
投资	-165	189	504	400	0	0
其他	101	103	203	813	740	718
投资活动现金净流	-792	-443	10	569	279	357
股权募资	0	42	16	0	0	0
债权募资	1,107	205	257	265	250	191
其他	-252	-280	-350	-274	-339	-355
筹资活动现金净流	855	-32	-78	-8	-90	-164
现金净流量	432	562	617	374	1,000	1,100

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,747	2,311	2,926	3,300	4,300	5,400
应收款项	296	205	227	80	95	107
存货	948	1,078	1,380	368	442	502
其他流动资产	204	243	341	222	231	238
流动资产	3,196	3,837	4,874	3,970	5,068	6,248
% 总资产	40.3%	41.4%	42.1%	37.8%	43.8%	49.7%
长期投资	985	1,309	2,040	1,640	1,640	1,640
固定资产	3,448	3,790	4,294	4,513	4,482	4,316
% 总资产	43.5%	40.9%	37.1%	43.0%	38.8%	34.3%
无形资产	272	321	373	364	365	367
非流动资产	4,726	5,433	6,710	6,520	6,490	6,326
% 总资产	59.7%	58.6%	57.9%	62.2%	56.2%	50.3%
资产总计	7,922	9,270	11,584	10,490	11,558	12,574
短期借款	2,398	1,018	303	369	419	410
应付款项	1,221	1,889	2,507	875	1,027	1,147
其他流动负债	291	274	444	222	257	287
流动负债	3,910	3,180	3,254	1,467	1,703	1,843
长期贷款	1,594	3,180	3,651	3,851	4,051	4,251
其他长期负债	2	110	787	620	610	600
负债	5,507	6,471	7,692	5,938	6,364	6,695
普通股股东权益	1,683	1,954	2,886	3,411	4,008	4,648
少数股东权益	733	846	1,006	1,141	1,186	1,231
负债股东权益合计	7,922	9,270	11,584	10,490	11,558	12,574

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.052	0.072	1.010	1.421	1.600	1.705
每股净资产	4.141	4.808	7.101	8.394	9.863	11.438
每股经营现金净流	0.907	2.557	1.680	-0.457	1.995	2.231
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	1.27%	1.51%	14.22%	16.93%	16.22%	14.90%
总资产收益率	0.27%	0.32%	3.54%	5.51%	5.62%	5.51%
投入资本收益率	3.12%	1.61%	0.85%	2.44%	2.71%	2.99%
增长率						
主营业务收入增长率	26.47%	24.58%	48.29%	-58.35%	20.25%	14.71%
EBIT增长率	143.94%	-81.92%	67.26%	242.35%	21.62%	19.77%
净利润增长率	-81.19%	37.94%	1294.68%	40.73%	12.57%	6.56%
总资产增长率	17.91%	17.01%	24.96%	-9.44%	10.18%	8.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.5	6.4	6.4	6.3	6.2	6.0
存货周转天数	128.9	116.7	95.0	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	72.7	59.5	47.2	45.0	40.0	35.0
固定资产周转天数	353.1	304.8	230.6	578.9	473.1	391.2
偿债能力						
净负债/股东权益	92.95%	66.48%	37.31%	29.51%	11.42%	-5.37%
EBIT利息保障倍数	1.2	0.3	0.3	1.4	1.7	2.1
资产负债率	69.51%	69.80%	66.41%	56.61%	55.06%	53.24%

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	3	3	5	5
买入	0	0	0	4	6
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.27	1.44

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 2010-03-31	买入	20.78	N/A
2 2010-05-28	买入	19.29	N/A
3 2010-08-29	持有	19.67	N/A
4 2010-09-21	持有	22.17	15.00 ~ 25.00
5 2010-10-29	持有	26.17	N/A
6 2010-12-13	持有	26.88	N/A
7 2011-02-08	持有	24.40	N/A
8 2011-04-28	买入	24.40	N/A

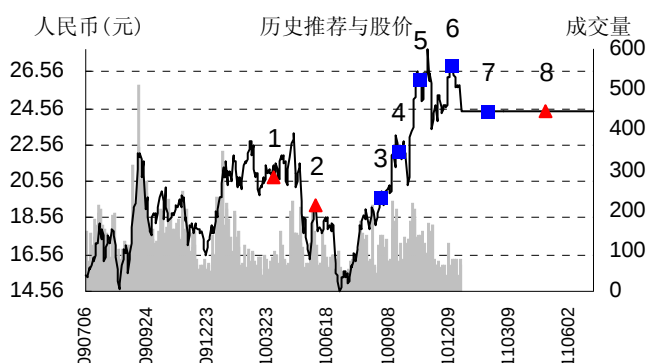
来源：国金证券研究所

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。

本报告仅供机构客户使用。

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