

资产重组进程稳步推进

电广传媒资产重组正式议案点评

报告关键点:

- 省网整合后有利于区域有线网价值的持续挖掘
- 关注省内乡镇网络整合进程与省外扩张步伐持续推进
- 分部估值得到公司合理市值134亿元, 维持“增持-A”评级

报告摘要:

- 事件:** 电广传媒公告资产重组正式议案, 拟以每股25.60元发行5510万股, 吸收合并惠心、惠德、惠悦、惠润等四家公司局方股权。与7月6日公告的资产重组预案相比, 目标资产评估值由14.34亿元调整至15.02亿元, 相应的发行股份由5248万股调整至5510万股。
- 省网整合后有利于区域有线网价值的持续挖掘。** 重组完成后, 公司主要精力将集中于省网平台的运营和双向网络的改造。目前湖南省网已完成全省BOSS系统的建设, 为增值业务开展奠定了基础; 另一方面, 公司正在积极推动双向网络改造, 11年底有望达到楼栋全覆盖并使接入率达到50%。伴随高清和互动点播等增值业务的铺开, 有线业务ARPU值有望逐渐提升。
- 关注省内乡镇网络整合进程与省外扩张步伐持续推进。** 此次资产重组完成后, 公司将拥有湖南省内400万有线用户100%权益, 后续用户增长主要来自以下3个方面: 1) 跨区域参股继续推进: 公司已经在河北保定、青海西宁以及新疆三地迈开跨区域收购步伐, 此外还有10多个大型项目正在积极推进中, 我们预计后续省外扩张继续取得进展是大概率事件; 2) 省内乡镇网络整合; 3) 中信国安“四市一县”90万用户的整合。
- 分部估值得到公司合理市值134亿元, 维持“增持-A”评级。** 我们略微上调盈利预测, 预计11-13年EPS分别为1.90元、1.94元和1.98元(摊薄前), 资产重组增发摊薄后EPS分别为1.67元、1.70元和1.75元。我们采用分部估值法计算得到公司合理市值134亿元, 按增发后总股本4.62亿计算, 对应每股价值29.04元。公司主营业务正在改善, 有线网络外延扩张战略仍将持续, 庞大的创投规模使得业绩弹性较大, 且资产重组议案包含股价低于25.60元的回购协议, 我们维持“增持-A”评级。
- 风险提示:** 双向改造可能带来资本开支超预期; 投资收益兑现节奏缓于预期。

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

29.04 元

期限: 6 个月 上次预测: 25.80 元

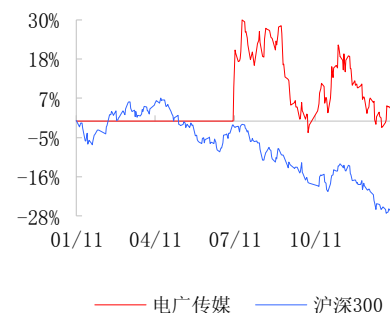
现价(2012 年 01 月 05 日): 25.02 元

报告日期:

2012-01-06

总市值(百万元)	10,167.59
流通市值(百万元)	7,975.40
总股本(百万股)	406.38
流通股本(百万股)	318.76
12 个月最低/最高	23.00/32.25 元
十大流通股东(%)	11.52%
股东户数	26,565

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.90	15.83	30.72
绝对收益	(0.64)	4.02	2.77

侯利

 021-68763972
执业证书编号

高级行业分析师

 houli@essence.com.cn
S1450511020031

报告联系人

田俊维

 021-68763702
tianjw@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,175.0	6,190.9	2,328.7	2,625.4	2,883.3
Growth(%)	24.6%	48.3%	-62.4%	12.7%	9.8%
净利润	29.4	410.4	771.5	786.6	805.4
Growth(%)	37.9%	1294.7%	88.0%	2.0%	2.4%
毛利率(%)	24.1%	23.7%	41.9%	41.7%	41.2%
净利润率(%)	0.7%	6.6%	33.1%	30.0%	27.9%
每股收益(元)	(¥0.07)	(¥1.01)	(¥1.67)	(¥1.70)	(¥1.75)
每股净资产(元)	(¥4.81)	(¥7.10)	(¥5.39)	(¥7.06)	(¥8.77)
市盈率	337.0	24.2	14.6	14.3	14.0
市净率	5.1	3.4	4.5	3.5	2.8
净资产收益率(%)	4.6%	13.4%	26.2%	20.1%	17.1%
ROIC(%)	7.5%	19.6%	27.5%	28.1%	31.6%
EV/EBITDA	16.1	8.8	8.2	7.7	6.9
股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

前期研究成果

电广传媒: 业绩略低于预期, 网络整合亟待加速

2008-04-14

主业经营显著改善, 有线网络成业务重点

2007-08-10

迎风拔节: 电视湘军的新征程

2007-08-04

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2012-01-05		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	24.6%	48.3%	-62.4%	12.7%	9.8%
减: 营业成本	3,169.6	4,723.6	1,352.4	1,530.1	1,696.1	营业利润增长率	-75.2%	1252.3%	91.5%	-3.9%	2.2%
营业税费	179.5	269.1	102.5	114.2	125.9	净利润增长率	37.9%	1294.7%	88.0%	2.0%	2.4%
销售费用	309.2	465.9	139.7	157.5	164.3	EBITDA 增长率	-13.2%	118.2%	21.3%	-3.7%	0.4%
管理费用	466.8	648.7	209.6	223.2	230.7	EBIT 增长率	-43.2%	266.7%	55.2%	-4.6%	0.3%
财务费用	185.2	247.6	169.2	152.6	132.9	NOPLAT 增长率	-13.5%	145.2%	44.3%	-4.8%	0.5%
资产减值损失	57.2	4.1	-50.2	2.1	-0.7	投资资本增长率	-5.8%	2.7%	-6.6%	-10.7%	-10.1%
加: 公允价值变动收益	14.0	-19.9	-77.1	-	-	净资产增长率	15.9%	39.0%	-5.2%	24.7%	20.3%
投资和汇兑收益	222.2	780.0	805.0	644.0	579.6						
营业利润	43.8	592.0	1,133.5	1,089.7	1,113.7	利润率					
加: 营业外净收支	12.2	-2.4	1.0	-1.0	1.0	毛利率	24.1%	23.7%	41.9%	41.7%	41.2%
利润总额	56.0	589.6	1,134.5	1,088.7	1,114.7	营业利润率	1.0%	9.6%	48.7%	41.5%	38.6%
减: 所得税	-71.9	69.3	170.2	163.3	167.2	净利润率	0.7%	6.6%	33.1%	30.0%	27.9%
净利润	29.4	410.4	771.5	786.6	805.4	EBITDA/营业收入	13.8%	20.3%	65.4%	55.9%	51.1%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	5.5%	13.6%	55.9%	47.3%	43.2%
货币资金	2,310.8	2,925.7	3,797.0	5,132.4	6,424.5	运营效率					
交易性金融资产	25.9	77.1	-	-	-	固定资产周转天数	290	215	601	522	460
应收账款	205.1	226.7	135.0	125.8	137.0	流动营业资本周转天数	-31	-54	-145	-107	-116
应收票据	-	-	0.1	0.1	0.1	流动资产周转天数	303	253	731	721	825
预付账款	199.3	164.4	162.4	158.4	151.9	应收账款周转天数	6	6	14	7	7
存货	1,078.2	1,380.1	468.2	499.1	545.3	存货周转天数	89	73	145	67	66
其他流动资产	17.7	100.0	20.6	20.3	19.0	总资产周转天数	741	606	1,594	1,317	1,340
可供出售金融资产	409.9	1,208.9	-	-	-	投资资本周转天数	348	231	601	488	398
持有至到期投资	319.1	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	579.7	831.2	20.0	20.0	20.0	ROE	4.6%	13.4%	26.2%	20.1%	17.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	1.4%	4.5%	10.7%	9.1%	8.4%
固定资产	3,486.5	3,910.8	3,862.8	3,754.7	3,606.5	ROIC	7.5%	19.6%	27.5%	28.1%	31.6%
在建工程	283.0	353.7	212.8	128.3	77.6	费用率					
无形资产	307.8	361.2	337.2	314.9	294.0	销售费用率	7.4%	7.5%	6.0%	6.0%	5.7%
其他非流动资产	47.2	44.0	25.3	18.6	14.5	管理费用率	11.2%	10.5%	9.0%	8.5%	8.0%
资产总额	9,270.2	11,583.8	9,041.4	10,172.5	11,290.4	财务费用率	4.4%	4.0%	7.3%	5.8%	4.6%
短期债务	701.6	83.4	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	23.0%	22.0%	22.3%	20.3%	18.3%
应付账款	723.0	1,400.1	375.6	409.2	475.8	偿债能力					
应付票据	2.2	64.7	38.2	21.7	31.7	资产负债率	69.8%	66.4%	59.2%	54.8%	51.0%
其他流动负债	1,430.5	1,480.1	1,238.2	1,443.4	1,553.8	负债权益比	231.1%	197.7%	145.2%	121.3%	104.2%
长期借款	3,180.4	3,651.4	3,651.4	3,651.4	3,651.4	流动比率	(¥1.21)	(¥1.50)	(¥2.70)	(¥3.10)	(¥3.46)
其他非流动负债	109.8	786.8	7.5	7.4	7.2	速动比率	(¥0.86)	(¥1.07)	(¥2.42)	(¥2.83)	(¥3.20)
负债总额	6,470.5	7,692.5	5,354.4	5,575.7	5,762.2	利息保障倍数	(¥1.24)	(¥3.39)	(¥7.70)	(¥8.14)	(¥9.38)
少数股东权益	845.9	1,005.8	1,198.7	1,337.5	1,479.6	分红指标					
股本	406.4	406.4	461.5	461.5	461.5	DPS(元)	(¥0.02)	(¥0.02)	(¥0.03)	(¥0.03)	(¥0.03)
留存收益	1,547.4	2,479.9	2,026.9	2,797.8	3,587.1	分红比率	27.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
股东权益	2,799.6	3,891.3	3,687.1	4,596.8	5,528.2	股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	128.0	520.3	771.5	786.6	805.4	EPS(元)	(¥0.07)	(¥1.01)	(¥1.67)	(¥1.70)	(¥1.75)
加: 折旧和摊销	351.3	426.0	220.1	224.4	226.5	BVPS(元)	(¥4.81)	(¥7.10)	(¥5.39)	(¥7.06)	(¥8.77)
资产减值准备	57.2	4.1	-50.2	2.1	-0.7	PE(X)	337.0	24.2	14.6	14.3	14.0
公允价值变动损失	-14.0	19.9	-77.1	-	-	PB(X)	5.1	3.4	4.5	3.5	2.8
财务费用	194.9	272.4	169.2	152.6	132.9	P/FCF	20.8	17.6	42.7	9.5	9.8
投资收益	-222.2	-780.0	-805.0	-644.0	-579.6	P/S	2.4	1.6	4.8	4.3	3.9
少数股东损益	98.5	109.9	192.9	138.8	142.1	EV/EBITDA	16.1	8.8	8.2	7.7	6.9
营运资金的变动	530.5	236.6	-550.0	201.3	137.0	CAGR(%)	93.4%	22.1%	-0.5%	1.3%	0.1%
经营活动产生现金流量	1,038.9	682.6	-128.7	861.9	863.6	PEG	3.6	1.1	-27.1	11.4	104.0
投资活动产生现金流量	-443.3	9.9	3,033.5	641.9	577.5	ROIC/WACC	0.9	2.3	3.2	3.2	3.6
融资活动产生现金流量	-32.1	-77.1	-2,111.8	-168.3	-149.0	REP	2.7	1.2	1.0	1.0	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034