

传媒行业

基于防御，追求弹性

——2009 年度传媒行业投资策略

研究结论

● 受全球金融风暴影响，我国经济增速将不可避免出现回落。但主要表现在出口行业，而这些行业对我国广告市场影响不大。相反，部分出口企业会转道开拓国内市场，增加广告投放，一定程度减缓经济增速下滑带来的负面影响。其实，假若我国经济能全面转向内需驱动型，市场得以充分商业化，我国巨大的内需市场意味着潜在巨大的广告市场。

● 即便 09 年我国宏观经济增速将有所回落，但从历史上看，宏观经济增速只影响广告市场增速，并不意味着广告市场容量下降。事实上，无论宏观经济如何波动，我国广告市场近 10 年来一直保持 10% 以上的增长。作为年度广告市场风向标的央视广告招标增速达 15% 也一定程度表明市场的信心，强化内需市场，树立品牌形象是众多品牌企业不二的选择。

● 经历 07 年、08 年争议中的艰难推进，技术路线、盈利模式等都获得解决，数字电视用户规模也获得极大提升，开展增值业务的网络用户基础已经具备，09 年大规模的增值业务推广即将展开。当前的数字电视网络类似早期的互联网，都拥有巨大的用户资源，一旦找到某种易接受的盈利模式或增值业务（如短信等），盈利就会出现大幅的增长，网络价值才真正显现。

● 对网络价值的判断，市场可能过分关注市网的价值，而对省网的价值关注过少。其实，我们认为省网更具有扩展性与规模性，相应的基础建设与运营成本并不比市网多很多，而省网用户休闲时间较多且对电视娱乐的依赖性很强，且电视娱乐花费并不大，对收入多少并不敏感，因此，在省网用户中开展数字电视业务有望获得更多的支持。

● 虽然发达国家报业纷纷面临生存压力，但对我国报业而言，更多的是发展的问题。面临不利的宏观形势，市场份额占主导的传统报业集团可通过积极拓展新兴行业的广告投放，平抑广告市场的波动。此外，在预算不多的情况下，广告主将选择排名更靠前的媒体来投放，利于行业整合。但长期看，多元化发展是必须的，我国报业相对发达国家报业而言，很多赚钱的手段还未使用。通过多元化拓展，我国报业完全可以摆脱短期压力，实现综合转型。

● 出版发行行业过多地依赖教材教辅，限制了成长的空间，而数字出版可改变其单一的盈利模式，打开成长空间，对行业既是机会也是挑战。而户外广告的增长主要在于渠道的不断获取，获取渠道的能力决定公司价值。

● 我们仍然对我国以广告为主要收入来源的媒体行业充满信心。我们认为付费电视已经进入长期增长的起点，空间潜力巨大，在防御的基础上具有向上的弹性，看好电广传媒、天威视讯及歌华有线。平面媒体虽面临压力，但对地区强势媒体影响不大，并可通过适度多元化缓解，具有一定防御性，也有一定弹性，看好博瑞传播。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

张小嘎

家电传媒行业资深分析师

8621-50366888 × 6091

zhangxg@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

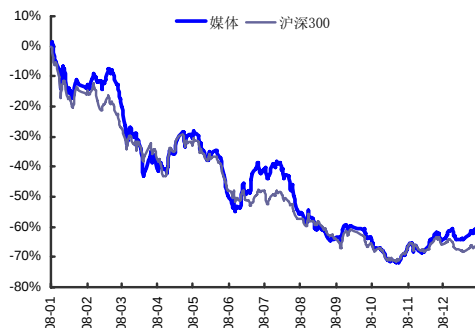
行业

传媒

报告日期

2009 年 1 月 14 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

4.0

2.67

-60.73

相对表现 (%)

5.47

4.58

6.54

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及评级

	07EPS	08EP(E)	09EPS(E)	股价	评级
电广传媒	0.28	0.24	0.40	14.93	增持
天威视讯	0.27	0.31	0.40	12.95	增持
博瑞传播	0.58	0.55	0.67	12.65	增持
歌华有线	0.35	0.3	0.24	10.48	增持

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

《电广传媒动态跟踪》	2008 年 10 月 17 日
《博瑞传播动态跟踪》	2008 年 10 月 19 日
《天威视讯动态跟踪》	2008 年 8 月 15 日

目 录

一、经济转型促进广告市场持续繁荣	3
1、向“内需”驱动型经济转型	3
2、此消彼长，09 年未必悲观	4
二、付费电视：09 年进入全面推广期	6
1、规模效应形成，处于长期增长的起点	6
2、省网价值未必低于市网	8
三、平面媒体：灵活经营缓解经营压力	9
1、广告经营存在压力	9
2、成本压力缓解	10
四、出版与发行：真正机会来自数字出版	11
1、教材教辅增长空间有限	11
2、机会还是来自数字出版	11
五、户外广告：资源民营化带来价值提升	12
六、在防御的基础上追求弹性	12

图表目录

表 1：2007 年各国人均广告费用	3
图 1：2001-2007 年中美日广告市场规模对比	4
图 2：2001-2007 年中国广告市场规模及增长率	4
图 3：广告支出增速与 GDP 增速	5
表 2：广告投入此消彼涨	5
图 4：央视广告招标持续增长（亿元）	6
图 5：数字电视用户形成规模	6
图 6：潜力依然巨大	7
图 7：当前的有线网络类似互联网的低谷区	7
图 8：Comcast Triple Play 模式推动 ARPU 不断提升	8
图 9：省网的技术方案	9
图 10：县级平台功能定位	9
表 3：中美报业比较显示社区报的发展空间	10
图 11：纸张涨价压力缓解	10
图 12：业务中教材教辅比重过高	11
图 13：户外广告份额与分类	12
表 4：重点公司	12

一、经济转型促进广告市场持续繁荣

1、向“内需”驱动型经济转型

由于源自美国的金融危机在全球蔓延，进而演化为经济危机，实体经济受到极大冲击，企业经营困难导致广告投放量下降。近期，国际媒体顾问公司实力传播将明年全球广告开支增长由 10 月预测的 4% 升幅，向下修定为跌 0.2%，是 2001 年以来首次出现收缩，意味全球广告费减少 210 亿美元（约 1,628 亿港元），至 4,905 亿美元（约 3.8 万亿港元）。

虽然我国企业在金融危机中损失很小，但全球经济陷入衰退对我国经济影响巨大，由于我国经济出口占比过大，特别是对危机重灾区的美欧发达国家需求依赖严重，美欧区域经济衰退导致的消费锐减严重影响我国外贸出口，经济增速将不可避免出现回落。但这种增速的回落主要表现在出口行业，而这些行业主要以代工为主，并不投放广告或者不在国内市场投放广告，对我国广告市场影响不大。相反，部分出口企业在国外市场受阻的情况下，会转道开拓国内市场，增加广告投放，一定程度减缓经济增速下滑带来的负面影响。

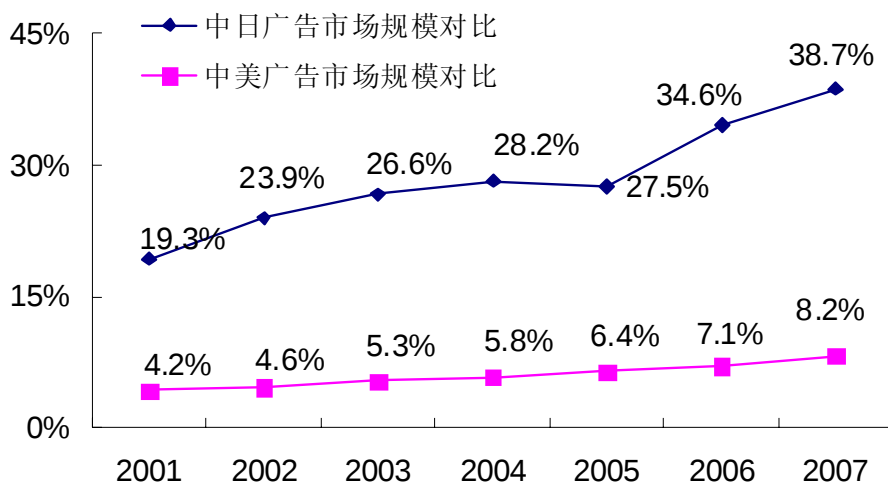
因此，即便对全球市场失望，实力传播仍认为信贷危机只是令一些包括中国的发展中市场增长放缓，原定预测亚太区增长 5.2%，现时调低至 3.2%。实力传播仍相信长远计，发展中的广告市场将带领广告业增长，预测本年至 2011 年间增长 560 亿美元（约 4,341 亿港元）广告开支，其中 500 亿美元（约 3,876 亿港元）是来自新兴市场，占超过 89%。

面对全球严峻的经济形势，我国政府寄希望能依靠内需拉动经济，美国经济的强大也是基于美国人负债消费习惯带来的巨大消费市场，我国当前内需仅占 GDP 的三成，而发达国家一般占到六成，可见我国内需市场仍存在巨大潜力，巨大的内需市场意味着潜在巨大的广告市场。按照估算，假如我国市场商业化能达到美国当今水平，也即人均广告投放量能达到美国水平，那么我国的广告市场存在 50 倍以上的提升空间。

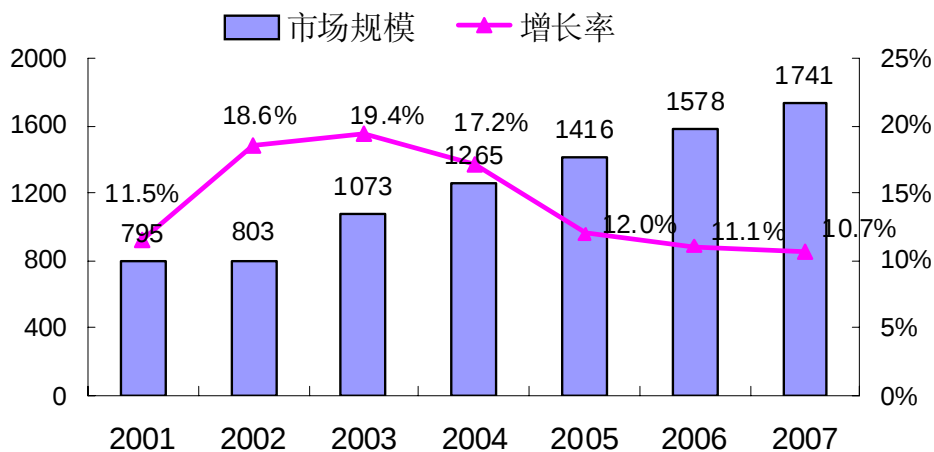
表 1：2007 年各国人均广告费用

地区	广告市场规模（亿美元）	人口（亿人）	人均广告费用（美元/人/年）
中国	238	13.22	18
日本	616	1.27	485
美国	2838	3.08	921.4
全球	4648	66.07	70.4

资料来源：东方证券研究所

图 1：2001-2007 年中美日广告市场规模对比


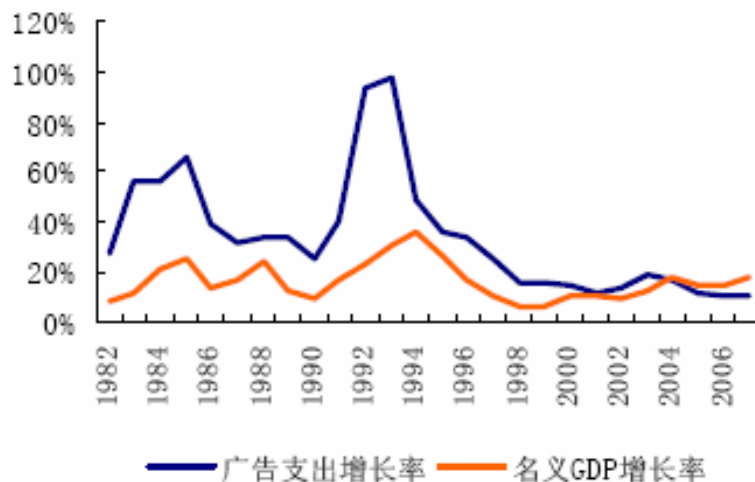
资料来源：东方证券研究所

图 2：2001-2007 年中国广告市场规模及增长率


资料来源：东方证券研究所

2、此消彼长，09 年未必悲观

即便 09 年我国宏观经济增速将有所回落，而广告总投放和宏观经济密切相关，但从历史上看，宏观经济增速只影响广告市场增速，并不意味着广告市场容量下降。事实上，无论宏观经济如何波动，我国广告市场近 10 年来一直保持 10% 以上的增长。

图 3：广告支出增速与 GDP 增速


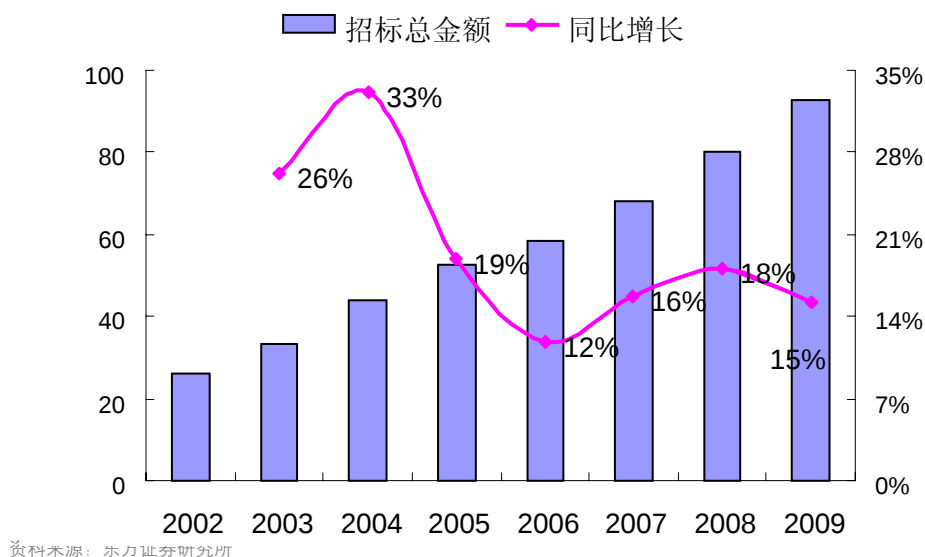
资料来源：东方证券研究所

其实，从行业广告投放来看，日常消费品、通信、医药等行业将加大在 09 年的广告投放，宏观经济的“重灾区”房地产与汽车行业为保持一定的销售，即便广告投放总量下降，但也不至于衰减过快。作为年度广告市场风向标的央视广告招标增速达 15%也一定程度表明市场的信心，强化内需市场，树立品牌形象是众多品牌企业不二的选择。

表 2：广告投入此消彼涨

中国主要广告行业	行业广告支出变化
化妆品/浴室用品	↑
医药	↑
电信业	↑
食品/零售业	↑
娱乐业/餐饮/旅游业	↑
房地产	→
汽车	→
金融服务业	↑

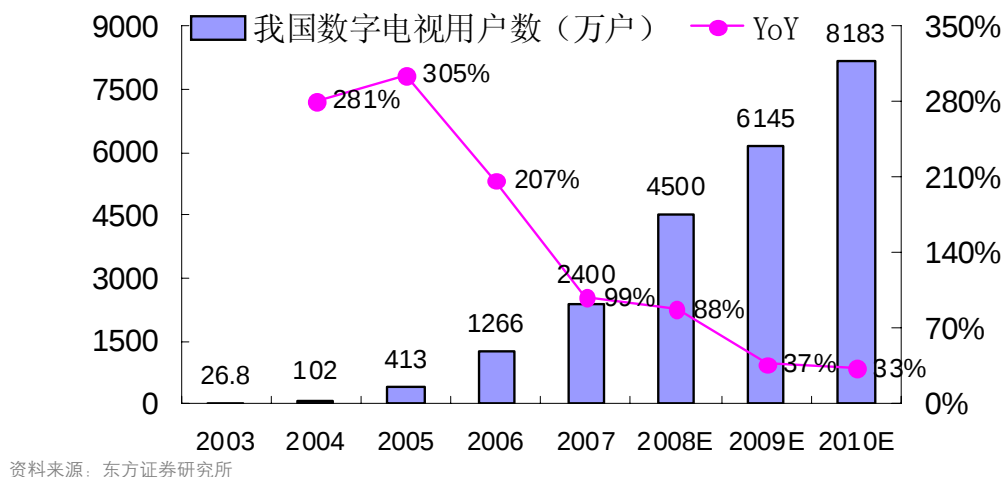
资料来源：东方证券研究所

图 4：央视广告招标持续增长（亿元）


二、付费电视：09 年进入全面推广期

1、规模效应形成，处于长期增长的起点

数字化改造是整个广电行业近几年影响最深远的事情。数字化将给有线网络公司及节目制作方带来新的发展机会，将改变长期制约其发展的业务模式，长期成长空间由此打开。但由于近几年网络的数字化改造一直处于“公益化”与“市场化”的争议中，平移十分缓慢，一直尚未形成规模，大规模增值业务推广也未开展，盈利尚不如人意。但无论如何，经历 07 年、08 年争议中的艰难推进，技术路线、盈利模式等都获得解决，数字电视用户规模也获得极大提升，一般网络数字电视用户都在百万以上，规模大的网络平移用户已达 200 万，开展增值业务的网络用户基础已经具备，09 年全国范围内大规模的增值业务推广即将展开。

图 5：数字电视用户形成规模


虽然增值业务在发展的初期由于用户认知的原因进展稍显缓慢，但其前景毋庸置疑。其实数字电视网络的发展一定程度上可借鉴互联网的发展经历，他们共同点是都拥有巨大的用户资源，但均曾经或正在经历盈利模式的探索，无论如何，象互联网一样，一旦找到某种易接受的盈利模式或增值业务（如短信等），盈利就会出现大幅的增长，网络价值才会真正显现。即便是对照国外网络巨头Comcast的Triple Play成功发展经历，也应对前景持乐观态度。再退一步参照杭州的发展模式，有30%的用户使用互动业务，其ARPU能达到50元，可见用户需求是有的，关键在于平移后的推广。

图 6：潜力依然巨大

	有线电视ARPU (\$/M)	家庭收入 (\$/M)	有线电视ARPU/家 庭收入
美国	80	3861	2.1%
香港	26	2051	1.3%
中国	1.4	348	0.4%

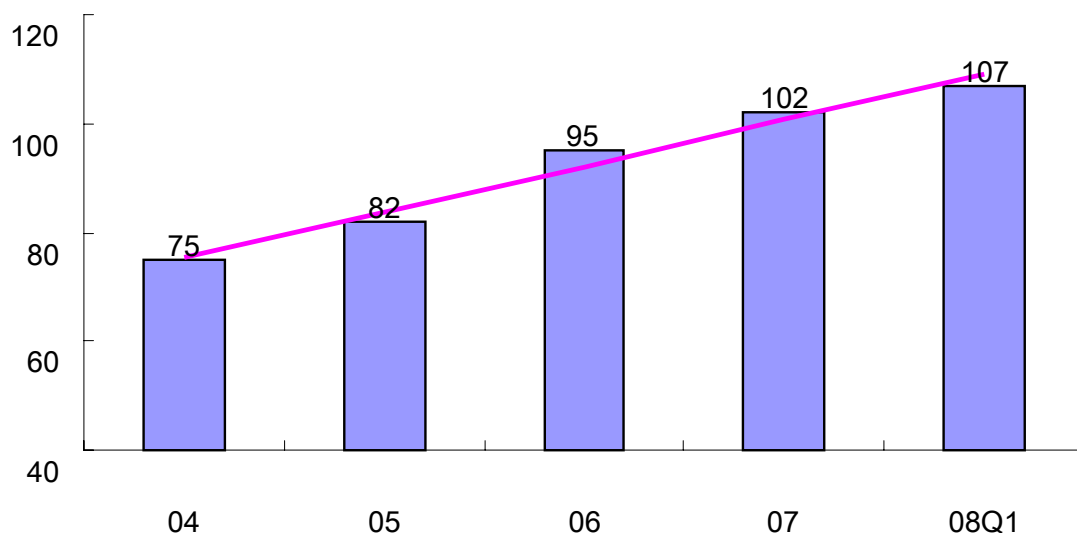
- 作为全球最大的有线电视市场，中国拥有1.3亿有线电视用户，约占世界有线电视用户的1/3；
- 2005年中国有线电视产业创造的收入占整个电视产业的30%，是中国因特网产业收入的1.2倍；
- 而受制于政府定价，中国有线电视产业的ARPU值居全球最低，仅为美国有线电视产业ARPU值的1-2%

资料来源：东方证券研究所

图 7：当前的有线网络类似互联网的低谷区



资料来源：东方证券研究所

图 8：Comcast Triple Play 模式推动 ARPU 不断提升


资料来源：东方证券研究所

2、省网价值未必低于市网

对网络价值的判断，市场可能过分关注市网的价值，而对省网的价值关注过少。看重市网无非就是用户收入水平高，用户集中，改造平移费用少。其实，我们认为省网较单一的市网而言，更具有扩展性与规模性，而相应的基础建设与运营成本并不比市网多很多，与此同时，省网用户休闲时间较多而且对电视娱乐的依赖性很强，同时，电视娱乐花费并不大，多在 10-50 元之间，对收入多少并不敏感，因此，在省网用户中开展数字电视业务有望获得更多的支持。

从技术角度看，由于地域分散，省网改造成本确实高于市网，但基于全省资源共享的模式，其改造与运营成本高出并不多。在广西、江西、陕西等已完成全省网络整合的省份，已通过由省级网络搭建的数字电视前端开展数字电视业务。在广东、辽宁等省份，虽然未完成网络整合，但也通过省网将信号传送到未搭建独立前端的地市，以合作方式开展数字电视业务。中广有线整合的 14 个地市分布在五个省份，但都共用搭建在温州的前端平台。统一运营模式可以实现资源共享，避免重复建设，统一用户认证（CA）与数据广播等技术接口的规范也可大量节约建设使用成本。从网络建设规划我们可以看出，投入较大的综合业务平台、机顶盒等方面的投资省网与市网一致，较多的县级业务平台上投资很少，因为县级平台仅完成基本接入，数字化业务主要由省级平台完成，唯一差别较大的是省网中的干线网投入，但这一块追加的投入并不多。

图 9：省网的技术方案

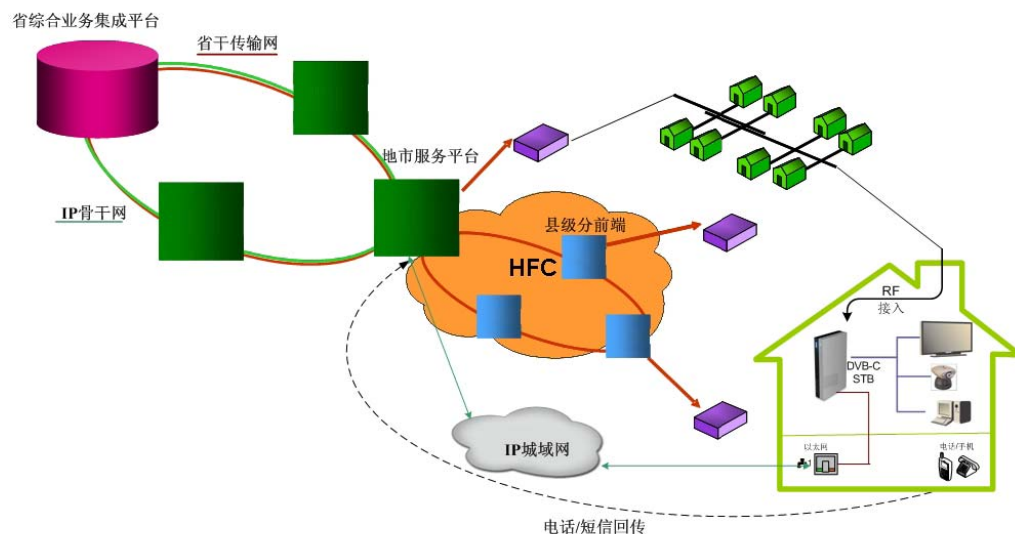
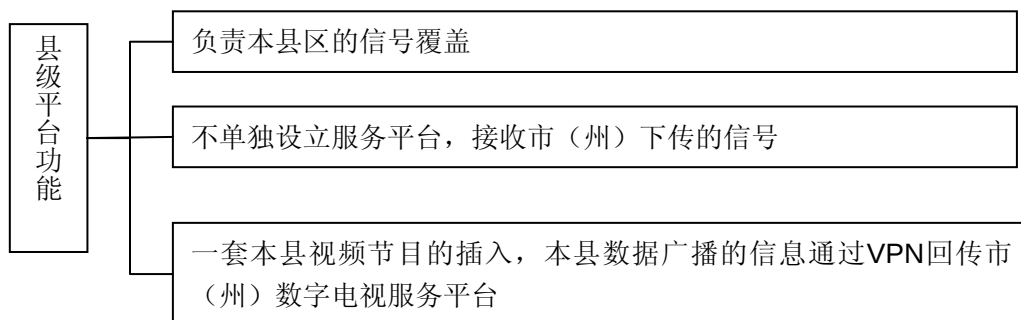


图 10：县级平台功能定位



资料来源：东方证券研究所

三、平面媒体：灵活经营缓解经营压力

1、广告经营存在压力

报业由于媒介的限制受到新媒体的冲击很大，在全球广告业受到冲击的时期，更是“易感”行业。近日，美国第二大报业集团——论坛报业由于广告收入的下滑宣布破产，这当然是一个极端的例子，但曾经为众多投资家所看好的报业已逐步沦落到成为并购的对象则是不争的现实，整个报业行业都面临发展与生存的困境。对中国的报业而言，生存压力倒是比较小，但发展面临很大压力。由于宏观经济的影响，传统广告投放大户地产、汽车面临影响，但市场份额占主导的传统报业集团通过积极拓展新兴行业的广告投放，可有效减缓这种影响。此外，广告主在预算不多的情况下，明年中国媒体的广告投放将呈现“二八”现象，即 80% 的广告会投放到 20% 的媒体中，广告主将选择排名更

靠前的媒体来投放，龙头企业将受益。但长期看，多元化发展是必须的，我国报业相对发达国家报业而言，很多赚钱的手段还未使用，如多元化办报，国外众多的社区报我国才刚刚起步；进入电视、互联网及户外等传播模式，我国报业也仅是刚起步。因此，我们认为通过多元化的拓展，我国报业完全可以摆脱短期压力，实现综合转型。

表 3：中美报业比较显示社区报的发展空间

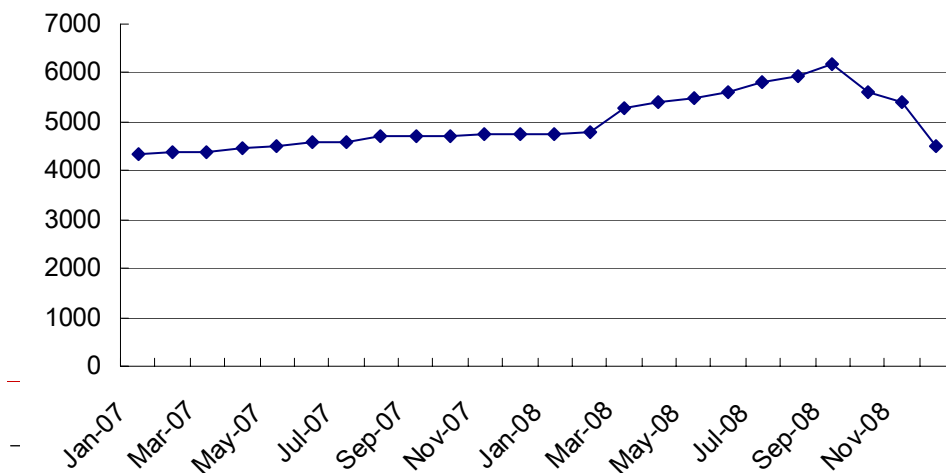
	中国	美国
报纸总数	2137	9157
人口总数	13 亿	2.8 亿
平均每种报纸覆盖人数	61 万	3 万
报纸种类	中央、省、市、县级党报、大中城市城市主流日报、部委司院局办的行业性报纸和高校报纸	全国性报纸十多种，城市主流日报约 814 种，其它的以社区报为主
社区报发行量	无	周发行量为 7100 万份。最近 5 年，发行量一直在上升，而全国报纸和城市主流日报的发行量逐年下降
社区报的广告发行收入	无	社区性报纸的广告收入约占报纸整体广告收入的 30%，社区报的发行收入要占报纸整体收入的 50% 以上

资料来源：东方证券研究所

2、成本压力缓解

08 年以来，新闻纸出现持续涨价，对报业集团的经营有一定压力，虽然报纸提价可以缓解这种压力，但也因此导致用户的一定流失。不过，近期由于宏观经济的影响，纸张价格出现大幅回落，企业将有更多发挥空间。

图 11：纸张涨价压力缓解

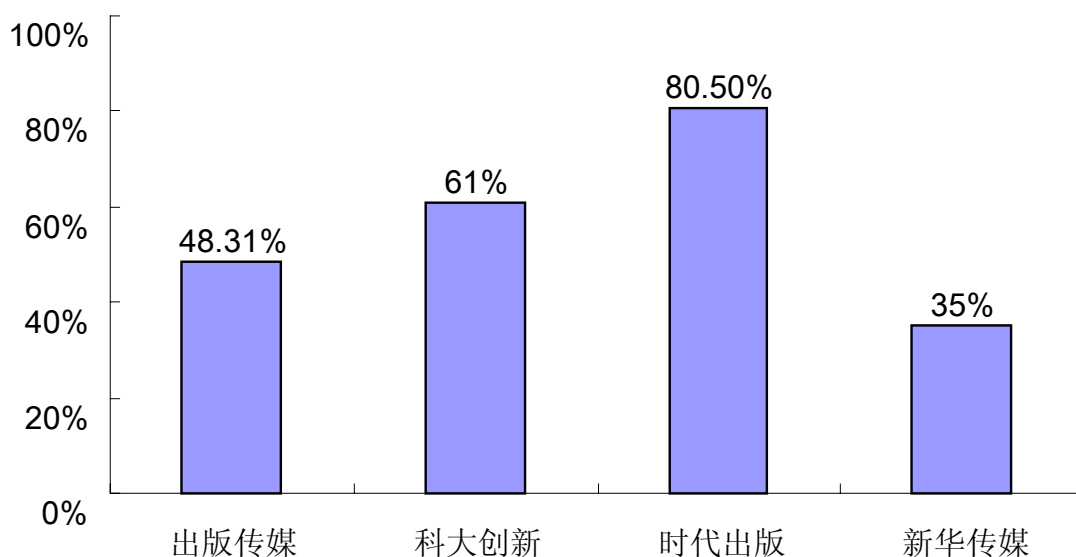


资料来源：东方证券研究所

四、出版与发行：真正机会来自数字出版

1、教材教辅增长空间有限

图 12：业务中教材教辅比重过高



资料来源：东方证券研究所

从已上市的出版或者发行公司来看，其很大程度较为依赖教材教辅的出版与发行。由于多年的计划生育政策导致中小学人数不可避免的减少，需求受到限制；另外，由于国家一直在推进教材及教辅出版发行体制改革，出版与发行单位必须逐步让利，限制了利润潜力，因此，教材教辅给上市公司带来的利润空间有限，要发展必须拓展一般图书的出版发行空间。

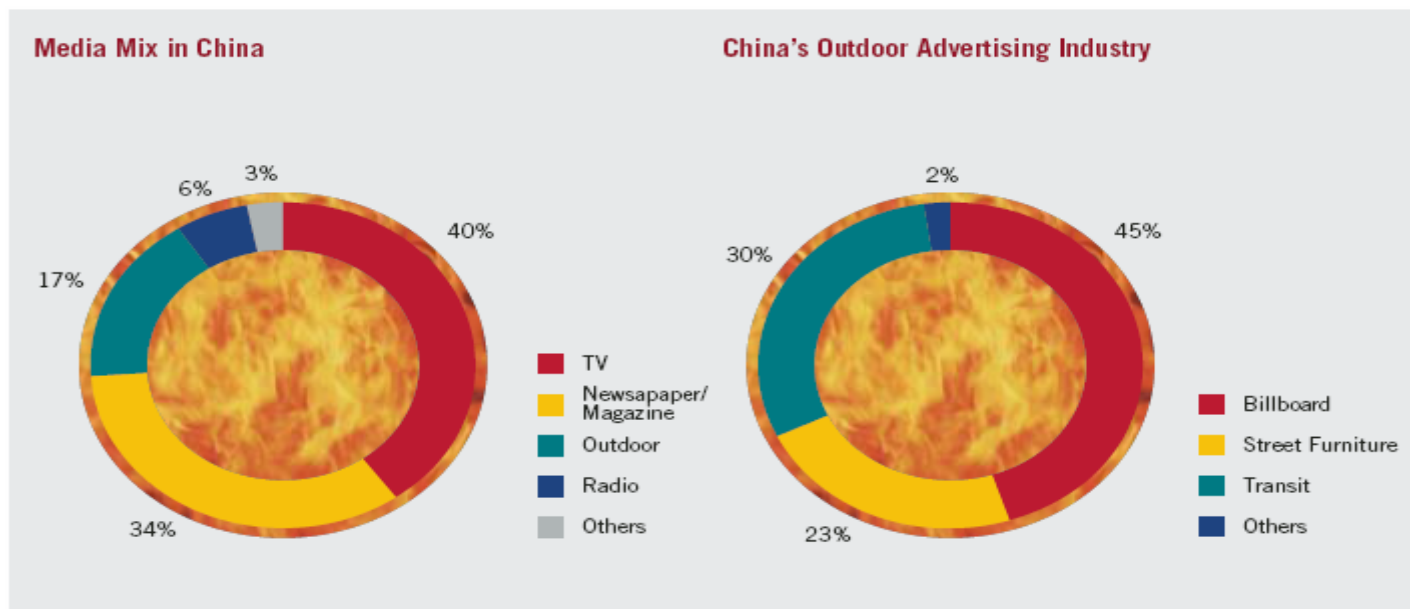
2、机会还是来自数字出版

即便部分出版商在一般图书方面获得增长，仍需面临来自数字出版领域的挑战。数字出版可以订制个性化服务、创造新的商业模式，彻底打破出版的行业束缚。

虽然数字出版对于大众出版来说，更多地停留在营销工具的阶段，难以突破，但还是有例外。比如，起点中文网的商业模式在某种程度上来说是具有世界性原创意义的，可以算作大众类的数字出版的成功模式。专业类的数字出版的成功主要体现在国际专业期刊方面。现在国际专业期刊营收的 70% 来自于数字在线产品，30% 来自于纸质的产品。这种专业期刊的平台最鲜明地体现了专业出版能够大规模地满足不同研究机构和研究者的个性化的需求。因为没有纸张成本，没有印刷成本，没有渠道成本，形成了巨大的赢利空间。总之，出版业变革的时机已经到来，传统出版的资源优势和数字出版的技术优势只有很好地结合起来，数字出版产业才可能进入到一个良性发展的阶段。

五、户外广告：资源民营化带来价值提升

图 13：户外广告份额与分类



资料来源：东方证券研究所

户外广告在整个广告收入中占有约 17% 的比例，其门类众多。当前户外广告在上市公司中仅北巴传媒涉及，北巴传媒被市场关注也仅是因为其拥有北京公交车车身广告资源的经营权，但其核心部分车身已租赁出去，短期无法贡献超额收益，即便在 2010 年回收后，其持续资源获取及经营也不明朗。

六、在防御的基础上追求弹性

基于以上的分析，我们仍然对我国以广告为主要收入来源的媒体行业充满信心。我们认为付费电视已经进入长期增长的起点，空间潜力巨大，在防御的基础上具有向上的弹性。平面媒体虽面临压力，但对地区强势媒体影响不大，并且可通过适度多元化缓解，具有一定防御性，也有一定弹性。出版和发行行业均面临教材教辅量萎缩的压力，虽然某种程度上具有防御性，但仍缺乏弹性，要看弹性需等待数字出版时代谁能领先。靠单一地区渠道很难使得户外广告公司获得长久增长，在渠道已被有效瓜分的市场格局下拓展新渠道也是十分艰难，因此我们认为户外这一块虽有一定防御性，但也缺乏弹性。

表 4：重点公司

	每股收益			市盈率			投资评级
	07	08	09	07	08	09	

电广传媒	0.28	0.24	0.40	53.58	63.45	36.08	增持
博瑞传播	0.37	0.55	0.67	34.17	22.9	18.8	增持
天威视讯	0.27	0.31	0.40	48.5	41.8	32.7	增持
歌华有线	0.35	0.3	0.24	29.9	34.9	43.7	增持

资料来源：东方证券研究所

市场反应过度将带来投资机会

研究结论

- 公司公告重大资产重组方案由于体制改革等原因中止。由于市场对公司有过高的资产注入预期而忽略公司现有业务的价值，同时，由于公司股价停牌期间市场大幅回落，预期市场会有负面反应，但过激的下跌将带来很好的投资机会，因为公司现有业务也有很好的发展与价值，并且整体上市预期也未改变。
- 有线电视网络是公司最大价值所在，而其又是经常为市场所忽略。上半年收入达 3.7 亿，超额完成全年 6.6 亿计划的一半，而毛利率则由于平移和精细化管理获得 2.27 个百分点的提升。我们前期报告判断今年有线网利润在 2 亿以上，按照上半年的情况，有望超过。
- 公司旗下网络用户已达 240 万，数字用户 170 万，预计今年底可完成全部平移，进入双向改造和新业务推广阶段。我们认为公司用户具有规模性，而用户对视频娱乐较为认可，加之宽带业务的发展潜力，湖南有线的价值在未来 2-3 年将逐步显现。
- 达晨创投已从单纯自有资金投资转向资产管理，当前投资的除同洲电子和拓维信息已上市外，未来几年，每年都会有 2-3 家公司上市，巨额投资收益将成为常态。
- 广告业务也有很好的发展前景，虽然在今年调整的分成比例情况下，毛利率已大幅下滑至 13.66%，但基于国内消费总量的增长，广告投放仍有良好预期。传统的节目制作上半年获得较大进展，《上海王》等节目进入发售期带来收入和利润的大幅提升，未来公司将会加大对节目制作的投入，为未来数字电视内容提供支撑。
- 整体看，公司最大问题在于存在很大部分无效资产，占用资金且并未为公司带来有效利润，甚至带来亏损。当前公司已经确立发展方向为前景广阔的有线网络+创投，如果推进清理部分非主营业务，公司利润能有效释放，在整体上市延后的情况下，有望加快推动清理。
- 我们维持前期的判断：公司现有业务依旧能维持稳定的增长，市值并未反映公司潜在价值，一旦市场由于重组暂时的中止而反应过度，建议积极增持，其实本次重组中止本身意味着体制改革的方向确实没错，大股东经营性资产上市只是时间问题。
- 主要风险：市场波动影响投资收益释放规模；预期中的资产清理启动延缓；整体上市延后。



东方证券
ORIENT SECURITIES

张小嘎 (博士) 家电、传媒行业资深分析师
8621-63325888 × 6091
zhangxg@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持** 中性 减持 (维持)

股价 (09 年 1 月 13 日) 14.95 元
目标价格 (12 个月) 16.7 元
总股本/A 股 (万股) 40600/40600
A 股市场 (百万元) 60.7 亿元
国家/地区 中国
行业 传媒
报告日期 2009 年 1 月 13 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	6.75	6.95	-38.95
相对表现 (%)	9.68	7.16	26.93

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	2650	3270	4029	4676
营业利润 (百万)	249	192	348	482
净利润 (百万)	113	96	168	229
每股收益 (元)	0.28	0.24	0.41	0.56
净资产收益率 (%)	6.5%	5.5%	8.9%	10.9%
市盈率(X)	53.58	36.67	20.85	15.32
EV/EBITDA(X)	11	8	6	5

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	2705	3516	3277	3939
现金	1315	1896	1315	1658
应收账款	74	94	115	133
其它应收款	356	514	618	708
预付账款	192	243	290	338
存货	696	700	868	1031
其他	71	70	71	71
非流动资产	4015	4010	3980	3897
长期投资	189	204	202	200
固定资产	2636	2709	2705	2601
无形资产	215	263	312	360
其他	974	833	762	735
资产总计	6719	7526	7257	7836
流动负债	3210	3437	2904	3125
短期借款	1239	1084	1143	1125
应付账款	426	530	636	739
其他	1545	1823	1124	1260
非流动负债	1157	1690	1690	1690
长期借款	1133	1686	1686	1686
其他	25	4	4	4
负债合计	4367	5127	4593	4814
少数股东权益	613	672	777	921
股本	339	406	406	406
资本公积	1345	1278	1278	1278
留存收益	55	73	233	447
归属母公司股东权益				
合计	1739	1727	1887	2101
负债和股东权益	6719	7526	7257	7836

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	592	1	295	310
净利润	187	156	273	372
折旧摊销	206	199	214	224
财务费用	185	184	202	207

利润表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2650	3270	4029	4676
营业成本	1908	2372	2848	3308
营业税金及附加	123	151	184	215
营业费用	166	147	201	234
管理费用	340	416	514	596
财务费用	185	184	202	207
资产减值损失	60	27	31	33
公允价值变动收益	-7	-30	0	0
投资净收益	388	250	300	400
营业利润	249	192	348	482
营业外收入	13	19	20	18
营业外支出	6	3	4	4
利润总额	256	207	365	496
所得税	69	52	91	124
净利润	187	156	273	372
少数股东损益	74	60	105	143
归属于母公司净利润	113	96	168	229
EBITDA	640	575	765	913
EPS (元)	0.28	0.24	0.41	0.56

主要财务比率

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
成长能力				
营业收入	29.4%	23.4%	23.2%	16.0%
营业利润	1501.8%	-22.9%	81.6%	38.3%
归属于母公司净利润	904.8%	-15.6%	75.8%	36.1%
获利能力				
毛利率	28.0%	27.4%	29.3%	29.2%
净利率	4.3%	2.9%	4.2%	4.9%
ROE	6.5%	5.5%	8.9%	10.9%
ROIC	14.7%	11.7%	16.8%	21.0%
偿债能力				
资产负债率	65.0%	68.1%	63.3%	61.4%
净负债比率				

投资损失	-388	-250	-300	-400	流动比率	0.84	1.02	1.13	1.26
营运资金变动	310	-207	-140	-129	速动比率	0.63	0.82	0.83	0.93
其它	91	-80	45	36	营运能力				
投资活动现金流	-132	60	110	273	总资产周转率	0.44	0.46	0.55	0.62
资本支出	537	125	125	63	应收账款周转率	28	35	35	34
长期投资	-67	0	0	0	应付账款周转率	7.44	4.96	4.88	4.81
其他	338	185	235	335	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-49	519	-985	-240	每股收益	0.28	0.24	0.41	0.56
短期借款	280	-155	59	-18	每股经营现金流	1.46	0.00	0.73	0.76
长期借款	262	553	0	0	每股净资产	4.28	4.25	4.64	5.17
普通股增加	0	68	0	0	估值比率				
资本公积增加	83	-68	0	0	P/E	53.58	36.67	20.85	15.32
其他	-675	121	-1044	-222	P/B	3.49	2.03	1.86	1.67
现金净增加额	411	580	-580	343	EV/EBITDA	11	8	6	5

资料来源：东方证券研究所

后平移时代的稳步推进

研究结论

- 公司上半年新增用户终端 3.53 万个，预计全年可超额完成新增 5 万个数字终端的目标。作为最基础的业务，新增用户量一直是基本收视收入的重要而唯一的来源，由于城市人口户数的增加和第二终端比例的提升，未来几年仍将会年均发展新用户终端超 5 万户。
- 付费频道、交互电视及高清电视作为视频领域的三大增值业务均获得一定发展。截至中期公司发展付费频道终端 4.67 万个，占比 4.5%；发展交互电视终端 4.01 万个，占比 4%；相较国外 80% 的比例，尚有很大空间可以发展，即使和杭州地区 30% 的比例而言差距也很大。08 年作为公司增值业务年，虽然未有惊喜，但也在稳步推进，虽然来自该类增值业务的收入占比仍低于 10%，但和去年全年的 1200 万相比已有很大进步。
- 宽带业务由于用户饱和，上半年开拓用户仅为 2.24 万，由于用户的增量，收入同比增长 17.15%。基于未来发展的考虑，未来宽带业务重点拓展 VPN 市场用户，这些用户的 ARPU 远远高于个人用户，拓展起来机会也相对大些。
- 由于国内的通货膨胀的影响，公司的综合运营成本出现持续的上升，由此导致毛利率等出现一定程度的下滑，报告期内公司综合毛利率由 07 年 33.26% 下降至 32.05%，再加上所得税的影响，导致利润增幅未达到收入的增长。
- 展望下半年，公司的增值业务有望稳步推进，利润增长呈现多点开花的态势。虽然募集资金项目不能迅速见效，但会带来一定的财务费用节省，如公司调用 1 个亿补充流动资金可节省 131 万的利息支出。因此，公司下半年的业绩无疑应该好于上半年。
- 基于中期的财务数据，我们略微修正其盈利预期，主要考虑综合毛利率的下滑，调整后 08 年、09 年每股收益分别为 0.31 元和 0.4 元，虽然市盈率仍偏高，但其基础业务稳定，增值业务稳步推进，盈利增长的可预期性较高，建议增持。
- 风险提示：8 月 26 日，网下配售股 1340 万股解禁预计将对股价带来冲击。



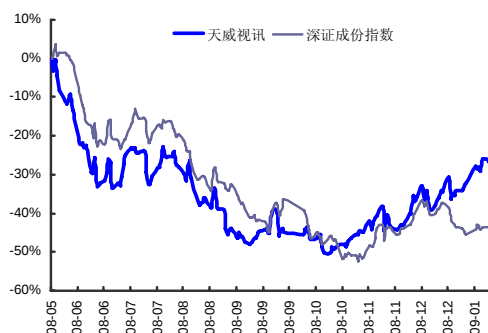
东方证券
ORIENT SECURITIES

张小嘎 (博士) 家电、传媒行业资深分析师
8621-63325888 × 6091
zhangxg@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持** 中性 减持 (维持)

股价 (09 年 1 月 13 日) 12.95 元
目标价格 (12 个月) 15 元
总股本/A 股 (万股) 26700/26700
A 股市值 (百万元) 34.6 亿元
国家/地区 中国
行业 传媒
报告日期 2009 年 1 月 13 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	10.72	18.01	-28.45
相对表现 (%)	15.44	18.35	16.62

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	654	702	771	860
营业利润 (百万)	70	89	117	143
净利润 (百万)	71	83	106	128
每股收益 (元)	0.27	0.31	0.40	0.48
净资产收益率 (%)	10.7%	6.9%	8.1%	9.0%
市盈率(X)	48.51	41.75	32.72	27.09
EV/EBITDA(X)	11	11	10	8

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	268	806	902	1040	营业收入	654	702	771	860
现金	218	753	845	975	营业成本	437	467	509	565
应收账款	2	1	2	2	营业税金及附加	12	13	15	17
其它应收款	15	16	17	19	营业费用	27	29	32	36
预付账款	11	14	13	15	管理费用	83	88	94	103
存货	23	23	25	28	财务费用	27	16	2	-4
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-0	-0	-1
非流动资产	1176	1230	1219	1191	公允价值变动收				
长期投资	21	21	21	21	益	0	0	0	0
固定资产	609	731	825	891	投资净收益	-0	-0	-0	-0
无形资产	32	29	27	24	营业利润	70	89	117	143
其他	514	448	346	254	营业外收入	13	13	12	12
资产总计	1445	2036	2121	2231	营业外支出	2	2	2	2
流动负债	453	488	495	512	利润总额	81	100	127	154
短期借款	0	8	4	5	所得税	10	18	23	28
应付账款	79	85	92	102	净利润	70	82	104	126
其他	373	395	398	405	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
非流动负债	313	343	316	283	归属于母公司净				
长期借款	200	208	187	154	利润	71	83	106	128
其他	113	135	129	128	EBITDA	326	321	379	432
负债合计	765	831	811	795	EPS (元)	0.27	0.31	0.40	0.48
少数股东权益	14	13	12	10	主要财务比率				
股本	200	267	267	267	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
资本公积	0	377	377	377	成长能力				
留存收益	465	548	654	782	营业收入	4.9%	7.3%	9.8%	11.6%
归属母公司股东权益					营业利润	-1.8%	27.0%	32.0%	22.1%
合计	665	1193	1298	1426	归属于母公司净利				
负债和股东权益	1445	2036	2121	2231	润	7.6%	16.2%	27.6%	20.8%
现金流量表					获利能力				
单位: 百万元					毛利率	33.3%	33.5%	34.0%	34.3%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	净利率	10.9%	11.8%	13.7%	14.8%
经营活动现金流	275	446	485	523	ROE	10.7%	6.9%	8.1%	9.0%
净利润	70	82	104	126	ROIC	7.2%	8.1%	10.3%	13.5%
折旧摊销	229	216	259	294	偿债能力				
财务费用	27	16	2	-4	资产负债率	53.0%	40.8%	38.3%	35.6%
					净负债比率				

投资损失	0	0	0	0	流动比率	0.59	1.65	1.82	2.03
营运资金变动	-54	118	112	100	速动比率	0.51	1.58	1.74	1.94
其它	1	14	7	8	营运能力				
投资活动现金流	-128	-356	-365	-365	总资产周转率	0.43	0.40	0.37	0.40
资本支出	192	250	250	250	应收账款周转率	14	15	16	16
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	4.24	5.69	5.75	5.80
其他	64	-106	-115	-115	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-80	445	-28	-28	每股收益	0.27	0.31	0.40	0.48
短期借款	0	8	-4	1	每股经营现金流	1.03	1.67	1.82	1.96
长期借款	-150	8	-21	-33	每股净资产	2.49	4.47	4.86	5.34
普通股增加	0	67	0	0	估值比率				
资本公积增加	-11	377	0	0	P/E	48.51	41.75	32.72	27.09
其他	80	-16	-2	4	P/B	5.20	2.90	2.66	2.42
现金净增加额	67	535	92	131	EV/EBITDA	11	11	10	8

资料来源：东方证券研究所

短期增长可期，长期存隐忧

研究结论

- 对发达国家而言，报媒普及率比较高，新媒体和报媒呈现完全的负相关。而对我国这样的发展中国家而言，普及率低，报纸受众新增人口将大于流失受众，在新媒体大发展的同时，报纸受众也在稳步增长，报纸和新媒体处于共同发展状态。从我国报业结构看，部分窄众传播领域存在发展的空白，报业结构的调整带来报媒新的发展机会。
- 博瑞传播所依托的股东为地区主流媒体，近年发展依旧平稳，其主要报媒《成都商报》发行量一直稳定在 60 万份的水平，能够给博瑞传播稳定的业务收入，获取短期的增长潜力。
- 博瑞传统的印刷、发行及广告业务均可获得稳定的增长。印刷的增长主要来自商印和集团其他印刷业务的整合；发行的增长源自发行网络的进一步完善和主要发行业务的提价；传统广告业务虽然已经步入成熟期，特别是宏观调控背景下地产等广告会受到一定影响，但总体不会太大，新整合的传统渠道资源有望使得广告业务平稳增长。
- 基于增长的需要，博瑞选择了跨地区、跨媒体的发展模式，但由于公司拥有的客户资源主要集中在成都地区，外埠拓展进展不大。发展成都地区的户外广告因此成为博瑞的战略选择，依托资金和政策支持，不断整合户外渠道资源获得增长，成为公司最大的亮点。
- 我们相信依托股东的优势，加以管理层的积极进取，获取短期的增长不成问题。即便如此，我们仍担忧其长期发展。我们认为博瑞的优势过于集中在成都地区，而成都地区的户外广告增量恐怕难以承担博瑞转型的重任，与大股东一起走向新媒体才是未来发展的根本。
- 虽然博瑞传播的市盈率较海外报业的估值水平（15 倍）仍然较高，但我们认为国内的传媒企业和国外比较性是比较弱的，发展阶段不同，管理模式等方面也大为不同，某种意义上讲，我国传媒企业远未达到其应达到的盈利水平和规模，具有一定的估值溢价也在情理之中。根据其历史估值水平，我们认为对应 08 年 25 倍 PE 是合理的价格，选取 DCF 估值的中位值水平，合理定价在 13.5 元左右，建议增持。
- 公司的股价风险在于经济景气度下滑影响行业广告投放、转型所面临的阵痛、板块估值水平的进一步下移等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

张小嘎

家电传媒行业资深分析师

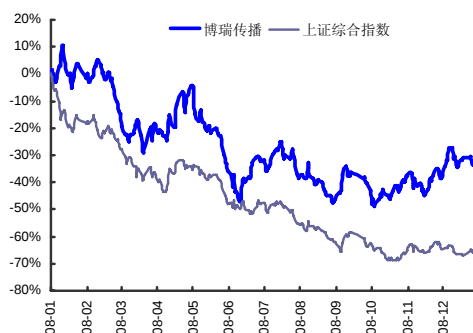
8621-63325888 × 6091

zhangxg@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价 (2009 年 1 月 13 日) 12.65 元
目标价格 (6 个月) 13.5 元
总股本/A 股 (万股) 36729 / 36729
A 股市值 (百万元) 4646
国家/地区 中国
行业 传媒
报告日期 2009 年 1 月 13 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	3.91	8.80	(34.45)
相对表现 (%)	5.56	12.63	31.66

资料来源：WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	708	760	970	1050
同比 (%)	17%	7%	28%	8%
净利润	135	202	246	270
同比 (%)	149%	49%	22%	10%
毛利率 (%)	50.4%	48.0%	46.8%	47.0%
ROE (%)	14.9%	18.9%	19.6%	18.6%
每股收益 (元)	0.37	0.55	0.67	0.74
P/E	34.17	22.90	18.81	17.16
P/B	5.11	4.33	3.69	3.19
EV/EBITDA	14	13	11	10

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《各项业务均有稳定增长的预期》2008-8-25

《中期业绩不会令人失望》2008-7-11

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	680	700	944	1201	营业收入	708	760	970	1050
现金	532	559	772	1018	营业成本	351	395	516	556
应收账款	18	17	22	23	营业税金及附加	22	23	30	32
其它应收款	47	42	54	58	营业费用	42	27	33	36
预付账款	25	24	31	33	管理费用	102	84	97	105
存货	21	23	31	33	财务费用	5	-16	-21	-30
其他	36	35	35	35	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	703	714	696	665	公允价值变动收				
长期投资	75	75	75	75	益	11	0	0	0
固定资产	399	566	571	541	投资净收益	32	28	20	15
无形资产	31	26	22	18	营业利润	226	275	334	366
其他	198	47	29	30	营业外收入	0	0	0	0
资产总计	1382	1414	1640	1866	营业外支出	0	0	0	0
流动负债	366	259	287	296	利润总额	226	274	334	366
短期借款	90	90	90	90	所得税	76	55	67	73
应付账款	43	0	0	0	净利润	150	219	267	293
其他	233	169	197	206	少数股东损益	14	17	21	23
非流动负债	64	21	13	12	归属于母公司净				
长期借款	0	0	0	0	利润	135	202	246	270
其他	64	21	13	12	EBITDA	278	314	378	404
负债合计	430	280	300	307	EPS (元)	0.37	0.55	0.67	0.74
少数股东权益	47	64	85	108	主要财务比率				
股本	202	366	366	366	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
资本公积	426	284	284	284	成长能力				
留存收益	278	419	605	801	营业收入	16.9%	7.3%	27.7%	8.3%
归属母公司股东权益					营业利润	91.5%	21.5%	21.7%	9.6%
合计	906	1069	1255	1451	归属于母公司净利				
负债和股东权益	1382	1414	1640	1866	润	149.2%	49.2%	21.7%	9.6%
现金流量表					获利能力				
单位: 百万元					毛利率	50.4%	48.0%	46.8%	47.0%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	净利率	19.1%	26.6%	25.4%	25.7%
经营活动现金流	221	87	293	307	ROE	14.9%	18.9%	19.6%	18.6%
净利润	150	219	267	293	ROIC	64.8%	42.4%	53.3%	59.8%
折旧摊销	47	55	65	68	偿债能力				
财务费用	5	-16	-21	-30	资产负债率	31.1%	19.8%	18.3%	16.5%
					净负债比率				

投资损失	-32	-28	-20	-15	流动比率	1.86	2.70	3.28	4.06
营运资金变动	20	-110	3	-6	速动比率	1.80	2.61	3.18	3.95
其它	31	-34	-1	-2	营运能力				
投资活动现金流	-62	-36	-41	-17	总资产周转率	0.64	0.54	0.64	0.60
资本支出	44	200	48	19	应收账款周转率	39	38	45	42
长期投资	-18	-128	0	0	应付账款周转率	9.54	18.31	-	-
其他	-35	35	7	2	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	216	-24	-39	-43	每股收益	0.37	0.55	0.67	0.74
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	0.61	0.24	0.80	0.84
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.48	2.92	3.43	3.97
普通股增加	20	164	0	0	估值比率				
资本公积增加	405	-141	0	0	P/E	34.17	22.90	18.81	17.16
其他	-208	-46	-39	-43	P/B	5.11	4.33	3.69	3.19
现金净增加额	375	27	213	247	EV/EBITDA	14	13	11	10

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

张小嘎：家电传媒行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn